



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪267号

福建发展高速公路股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“福建发展高速公路股份有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月十四日

福建发展高速公路股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	福建发展高速公路股份有限公司		
发行规模	20 亿元		
存续期限	2015/8/11-2020/8/11(附第 3 年末发行人赎回选择权、上调票面利率选择权和投资者回售选择权)		
上次评级时间	2016/6/15		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

基本观点

跟踪期内，福建省高速公路网完善带来的分流效应开始显现，福建发展高速公路股份有限公司（以下简称“福建高速”或“公司”）控股路产罗宁高速受平行线宁连高速分流影响较大，车流量出现明显下滑，但由于其通行里程短，对公司业绩影响有限，且在近年福建省私家车保有量持续高速增长及主要控股路产福泉高速和泉厦高速的货车通行量回升的情况下，公司整体经营状况依然良好。同时，公司盈利能力强、财务结构保持稳健均为公司债务偿付提供了有力保障。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到路产分流效应依然存在以及收费政策风险等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持福建高速主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“福建发展高速公路股份有限公司 2015 年公司债券”的信用等级为 AA⁺。

正面

- 良好的外部经营环境对公司业务经营提供支撑。2016 年我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，当年福建省实现 GDP28,519.15 亿元，同比增长 8.4%，经济状况平稳发展，为高速公路行业发展和公司高速公路业务提供有效支撑。
- 盈利能力强。2016 年，公司主要控股路产福泉高速和泉厦高速货车通行量有所回升，利于整体盈利水平的提升，加之当年路产养护费用减少，利息支出下滑，经营性业务利润增长，整体盈利能力强。当年公司营业毛利率为 65.99%，同比增加 2.55 个百分点；经营性业务利润为 12.78 亿元，同比增长 15.55%；最终实现净利润 8.87 亿元，同比增长 21.51%。
- 财务结构保持稳健。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 43.18% 和 38.18%，分别较上年下降 3.23 个百分点和 3.52

概况数据

福建高速	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	95.45	98.16	102.07	104.84
总资产（亿元）	186.90	183.15	179.63	181.71
总债务（亿元）	70.60	70.20	63.03	62.35
营业总收入（亿元）	26.36	25.78	25.28	5.97
营业毛利率（%）	67.29	63.44	65.99	69.80
EBITDA（亿元）	21.37	19.87	20.62	-
所有者权益收益率（%）	8.29	7.44	8.69	10.57
资产负债率（%）	48.93	46.41	43.18	42.31
总债务/EBITDA（X）	3.30	3.53	3.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.84	5.16	6.94	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、福建高速2017年一季度报所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

唐启元 qytang@ccxr.com.cn

刘春天 cliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月14日

个百分点，财务杠杆水平不断下降，财务结构较为稳健。

关 注

- 分流效应依然存在。2016 年公司罗宁高速路段受平行线宁连高速分流影响较大，全年车流量按车型收费标准折算日均车流量同比下降 39.70%至 18,157 辆。2015~2020 年，福建省将实施福州-马尾-长乐机场城际铁路等 6 个项目，总里程 583 公里，加之 2017 年福建省“五个工程”交通建设攻坚活动的开展，随着省内轨道交通及高速公路网的持续完善，公司经营路产面临的分流压力将加大。
- 参股路产浦南高速持续亏损。公司参股南平浦南高速公路有限责任公司（持股比例为 29.78%）2014-2016 年营业亏损额分别为 3.94 亿元、3.39 亿元及 2.70 亿元，其运营高速路产浦南高速 2016 年通行分配收入有所下滑，参股路产持续亏损负面影响公司整体盈利。
- 高速公路收费政策变化对公司经营造成一定影响。《收费公路管理条例》作为对高速公路行业影响最直接的政策，中诚信证评将持续关注其修订进展情况和未来可能发生的变化，以及由此对公司高速公路运营业务产生的影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

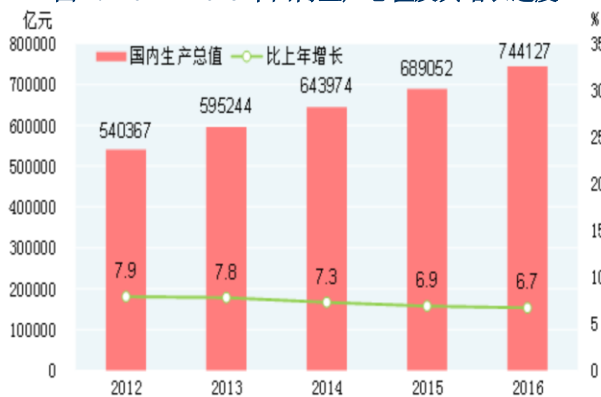
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2016年，我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量稳步提升，加之福建省区域经济的平稳发展及高速路网效应的增强均为高速公路行业发展提供有效支撑

2016年，我国实现国内生产总值744,127亿元，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值63,671亿元，增长3.3%；第二产业增加值296,236亿元，增长6.1%；第三产业增加值384,221亿元，增长7.8%。从三大产业占比来看，第一产业增加值占国内生产总值的比重为8.6%，第二产业增加值比重为39.8%，第三产业增加值比重为51.6%，比上年提高1.4个百分点。财政收入方面，全年全国一般公共预算收入159,552亿元，比上年增加6,828亿元，增长4.5%，其中税收收入130,354亿元，增加5,432亿元，增长4.3%。总体来看，目前我国经济增速持续放缓，但整体仍维持稳定发展态势，为交通运输业的发展提供了良好的宏观环境。

图1：2012~2016年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从汽车行业运行状况来看，2016年全年汽车产销量均继续保持增长，全年实现产销量分别为2,812万辆和2,802万辆，同比分别增长14.5%和13.7%，产销增速较上年分别增加11.2和9.0个百分点，总体呈现平稳增长态势。截至2016年末，全国民用汽车保有量达到19,440万辆（包括三轮汽车和低速货车881万辆），比上年末增长12.8%，其中私人汽车保有量16,559万辆，增长15.0%。民用轿车保有量10,876万辆，增长14.4%。汽车产销规模的增长以及汽车保有量的稳步提升均为我国高速公路行业发展提供了最直接的动力。

从福建省区域情况来看，2016年全省实现地区生产总值28,519.15亿元，比上年增长8.4%。其中，第一产业增加值2,364.14亿元，增长3.6%；第二产业增加值13,912.73亿元，增长7.3%；第三产业增加值12,242.28亿元，增长10.7%。人均地区生产总值73,951元，比上年增长7.5%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为8.3%，第二产业增加值比重为48.8%，第三产业增加值比重为42.9%。三次产业结构由2015年的8.1:50.9:41.0调整为2016年的8.3:48.8:42.9，整体产业结构得以优化。

2016年福建省交通运输业保持增长。全年交通运输、仓储和邮政业实现增加值1,685.18亿元，比上年增长7.3%。当年全省货运量12.04亿吨、货物周转量6,074.83亿吨公里，分别较上年增长8.4%和11.4%。2016年公路通车里程106,756.53公里，比上年增长2.1%。其中海西高速公路网通车里程5,019.78公里，增长0.4%。铁路营业里程3,196.5公里，与上年持平。年末全省汽车保有量495.09万辆（含三轮汽车和低速货车），比上年末增长13.5%，其中私人汽车保有量436.68万辆，增长15.2%。全省轿车保有量302.59万辆，增长14.9%，其中私人轿车保有量281.50万辆，增长15.8%。

此外，为贯彻落实新颁《国家公路网规划（2013年-2030年）》，进一步发挥高速公路在福建省全面建成小康社会，全面实施《海峡西岸经济区规划》，推动建设中国（福建）自由贸易试验区、21世纪海上丝绸之路核心区、福州新区、福厦泉国家自主创新示范区、国家生态文明试验区，支持平潭综合实验区加快开放开发，2015年福建省启动全省高速公路网规划修编工作。2017年1月10日，福建省政府正式批复福建省高速公路网规划（2016-2030年），修编后的福建省高速公路网络局为“六纵十横”，总规模由之前规划的6,100公里增加至6,984公里。其中，国家高速公路4,138公里，省级高速公路2,846公里，路网规模明显扩大，路网效应增强及区域经济平稳发展也将带动省内车流量及通行费分配收入的增加。

总体来看，近年来我国国民经济保持平稳发展态势，汽车保有量大幅增长，加之福建省路网规模的扩大，为省内高速公路运营企业带来较好的发展机遇。

2016年国家出台打击货车非法改装和超限超载及推动货物通关便利化等多项收费公路相关政策，且持续推进《收费公路管理条例》的修订进程，行业发展面临一定的政策风险

2009~2015年，国家相继出台燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准等多项收费公路

相关政策，虽然减轻了部分公路使用者的负担，但一定程度上对收费公路企业的经营业绩具有负面影响。

2016年以来，国家新出台打击货车非法改装和超限超载、调整完善收费公路政策及推动货物通关便利化等政策。

表 1：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010年12月1日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在2012年5月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共20天）免费通行，免费车辆为7座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	2015.07	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》	2016.08.18	加强车辆生产和改装监管；加强货物装载源头和路面执法监督；健全完善道路运输市场发展机制；健全完善治超工作机制。
《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》	2016.08.18	统一车货总重限值认定标准；建立健全联合执法机制；加强重点货运源头监管；严格实施“一超四罚”；加强高速公路入口检测管理；严查冲闯公路站点等违法行为。
《物流业降本增效专项行动方案（2016-2018年）》	2016.09.26	优化行业行政审批，清理、归并和精简相关证照资质；深化铁路货运改革，提高铁路资源利用率；优化货运车辆通行管控；推动货物通关便利化；通过全面推开营改增改革试点进一步消除重复征税，积极研究统一物流各环节增值税税率问题；降低物流企业运输收费水平，规范物流领域收费行为；补短强基，完善支撑物流高效运行的设施 and 标准体系；互联互通，建立协作共享和安全保障新机制；联动融合，构建产业链共赢新格局。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2016年8月18日，交通运输部、工业和信息化部、公安部、工商总局、质检总局联合发布《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》，通过深入持续的综合治理，基本杜绝货车非法改装现象，基本消除高速公路和国省干线公路超限超载。同日，交通运输部办公厅、公安部办公厅联合发布《整治公路货车违法超限超载行为专

项行动方案》，通过开展专项整治行动，进一步健全完善交通运输和公安部门治超执法联动机制，统一超限超载执法标准，严厉打击公路货车违法超限超载、强行冲卡等突出违法行为，有效预防货车道路交通事故，依法保护公路路产路权，为群众出行创造安全畅通的交通环境。

2016年9月26日，国务院办公厅转发了国家发展改革委《物流业降本增效专项行动方案（2016—2018年）》（以下简称“《方案》”），部署降低企业物流成本、提高社会物流效率工作，大力推进物流业转型升级和创新发展。《方案》从五个方面提出了21项具体措施。一、简政放权，建立更加公平、开放、规范的市场新秩序：1、优化行业行政审批，清理、归并和精简相关证照资质；2、深化公路、铁路、民航等领域改革，提高审批效率；3、优化货运车辆通行管控；4、推动货物通关便利化。落实信息互换、监管互认、执法互助，推进“单一窗口”建设和“一站式作业”改革，提高通关效率；5、提升行业监管水平。二、降税清费，培育企业创新发展新动能：1、完善物流领域增值税政策；2、降低物流企业运输收费水平。抓紧修订《收费公路管理条例》，调整完善收费公路政策，科学合理确定车辆通行费标准，逐步有序取消政府还贷二级公路收费；3、规范物流领域收费行为；4、调整完善相关管理政策。落实“互联网+”行动要求，完善物流业相关管理政策，鼓励企业开展创新，支持依托互联网平台的无车承运人发展。研究完善交通运输业个体纳税人异地代开增值税专用发票管理制度。三、补短强基，完善支撑物流高效运行的设施和标准体系：1、建立与现代产业体系相匹配的国家级物流枢纽体系；2、健全有效衔接的物流标准体系；3、构建高效运行的多式联运体系；4、完善城市物流配送体系；5、健全农村物流配送网络。四、互联互通，建立协作共享和安全保障新机制：1、促进物流信息互联共享，推动物流活动信息化、数据化；2、鼓励信息平台创新发展，发挥物流信息平台在优化整合物流资源、促进信息互联互通、提高物流组织化程度中的重要作用；3、完善物流行业诚信体系；4、加强物流业网络安全保障。五、联动融合，构建产业链共赢新格局：1、推动物流业与制造业联动发展；2、促进交通物流融合发展；3、促进商贸业与物流业融合发展。打击货车非法改装和超限超载政策，进一步加强了货车非法改装和超限超载治理工作，有助于保障公路设施和人民生命财产安全；推动货物通关便利化政策，主要通过落

实信息互换、监管互认、执法互助，来推进“单一窗口”建设和“一站式作业”改革，并提高通关效率，有利于道路维护成本相对降低，高速公路通行能力将得到明显提升。

《收费公路管理条例》是2004年8月18日国务院第61次常务会议通过的一个条例，由2004年9月13日国务院令417号公布，自2004年11月1日起施行。2015年3月11日，高速公路收费办法开始进行修订，进行体制性改革，加强收费公路的管理。2015年7月21日，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿（下简称《修订稿》），向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费的高速公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费。2015年8月20日，交通运输部完成了《收费公路管理条例》修订公开征求意见工作，在充分吸收社会反馈意见的基础上，进一步完善了条例的修订内容，并于2015年12月17日将《收费公路管理条例》（修订送审稿）正式上报，并将按照国务院的要求，积极配合有关部门加快推进《收费公路管理条例》的修订工作。《收费公路管理条例》的修订，能够在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。

总体来看，上述政策逐步对收费公路运营企业产生积极影响，全国收费公路通行费分配收入保持了持续增长态势，而作为对高速公路行业影响最直接的政策，中诚信证评将持续关注《收费公路管理条例》的修订进程和未来可能发生的变化，以及由此对公司高速公路运营业务产生的影响。

在我国铁路建设不断提速的背景下，福建省积极落实城际铁路的建设工作，省内高速公路受到一定分流影响

铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流作用。由于铁路在长途运输的成本上要远远低于公路，从而将对公路形成直接的竞争。2016年全国铁路行业固定资产投资完成8,015亿元，投产新线3,281公里，新开工项目46个，新增投资规模5,500

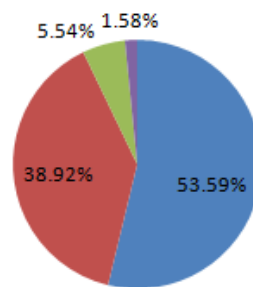
亿元，截至 2016 年底，全国铁路营业里程达 12.4 万公里，其中高速铁路 2.2 万公里以上。旅客运输方面，全年完成旅客发送量 28.14 亿人，比上年增长 11.0%，旅客周转量 12,579.29 亿人公里，增长 5.2%。其中国家铁路旅客发送量 27.73 亿人，增长 11.1%，旅客周转量 12,527.88 亿人公里，增长 5.2%。近年来我国铁路建设正在不断提速，未来将以其运量大、成本低等优势对公路运输形成一定的替代效应。

目前，福建省交通运输厅决定在全省交通运输系统开展 2017 年“五个工程”交通建设攻坚活动，全面推动全省交通运输工程建设。“五个工程”包括干线路网完善工程 693.7 亿元、港航集约提升工程攻坚项目 95 个（105 亿元）、运输枢纽示范工程综合客货运枢纽攻坚项目 46 个（33.7 亿元）、交通服务提质工程 17.7 亿元和交通扶贫攻坚工程 49.9 亿元。其中，干线路网完善工程包括高速公路项目 39 个（计划完成投资 320 亿元）、普通国省道建设攻坚项目 175 个（完成投资约 232.3 亿元）、其它投资公路项目完成投资 127.4 亿元；交通扶贫攻坚工程包括农村路网建设与改造完成约 1,500 公里、危桥改造完成 150 座、撤渡建桥建设 11 个项目、安保工程完成 2,685 公里、农村客运站点建设等项目。此外，福建省积极推进铁路中长期规划和“十三五”规划。据规划，到 2020 年，福建省将基本建成“三纵六横”铁路网主框架，进出省通道增至 10 个以上，快速铁路覆盖 90% 以上县市；铁路总里程达 5,350 公里，铁路密度从 2010 年的 135.42 公里/万平方公里增加至 447.7 公里/万平方公里。根据国家发展改革委关于福建省海峡西岸城际铁路建设规划（2015~2020 年）的批复，2015~2020 年，福建省将实施 6 个项目，包括福州-马尾-长乐机场城际铁路、莆田-福州长乐机场城际铁路、宁德-福州长乐机场城际铁路、泉州-厦门-漳州城际铁路、漳州-港尾-厦门城际铁路，总里程 583 公里，总投资约 1,071 亿元。城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等优点，具有较强的客流吸引力，或将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路造成一定分流影响。

业务运营

公司主营业务为高速公路投资、建设、收费和运营管理，近年公司控股路产通行费分配收入占营业收入的 98% 以上。2016 年福建省高速公路网完善带来的分流效应开始显现，罗宁高速受平行线宁连高速分流影响致使车流量出现明显下滑，加之“营改增”政策的影响，导致当年公司总体收入有所减少，2016 年公司实现营业收入 25.28 亿元。在剔除“营改增”调整影响后，公司营业收入规模为 25.79 亿元，同比小幅上涨 0.04%，整体收入规模较上年持平。2016 年公司控股路产福泉高速、泉厦高速和罗宁高速的通行费分配收入分别为 13.64 亿元、9.84 亿元和 1.40 亿元，经剔除“营改增”调整影响后分别为 13.92 亿元、10.04 亿元和 1.43 亿元，分别占公司营业收入（25.79 亿元）的 53.97%、38.93% 和 5.54%；同年，公司其他业务收入约占营业收入（25.79 亿元）的 1.56%，主要为高速公路广告收入、ETC 闽通卡收入、清障业务收入和经营开发收入等。此外，公司另参股位于福建省境内的浦南高速，持股比例为 29.78%。

图 2：2016 年公司收入构成情况



■ 福泉高速 ■ 泉厦高速 ■ 罗宁高速 ■ 其他业务收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

全省高速公路网完善带来的分流效应开始显现，加之“营改增”政策影响，公司总体收入规模小幅下滑，但经营情况依然良好

截至 2016 年末，公司共有福泉高速、泉厦高速、罗宁高速三条控股路产，合计里程数为 282.10 公里。2016 年，受“营改增”政策实施及全省高速公路网完善带来的分流效应，加上重大节假日小型客车免费通行和鲜活农产品车辆免征政策等因素的叠加影响，公司高速公路运营压力加大，2016 年控

股路产通行费分配收入为 24.88 亿元，经剔除“营改增”政策调整影响后，当年控股路产通行费分配收入为 25.39 亿元，较上年下滑 0.24%，整体通行费分配收入规模与上年基本持平。近年福建省私家车保有量持续高速增长，且在全省经济平稳发展态势下，公司主要控股路产的货车通行量回升，整体经营情况良好。

表2：公司控股路产明细情况

运营路段	权益比例	里程数 (公里)	收费期限起止	车道数量	剩余收费年限
福泉高速	63.06%	167.10	2011.1~2036.1	8 车道	20 年
泉厦高速	100%	81.89	2010.9~2035.9	8 车道	19 年
罗宁高速	100%	33.11	2008.1~2028.3	4 车道	12 年
合计	-	282.10	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

福泉高速方面，2016 年公司该路段实现通行费分配收入 13.64 亿元，经剔除“营改增”政策调整影响后，通行费分配收入为 13.92 亿元，同比增加 2.81%。从车流量看，当年福泉高速客车按车型收费标准折算日均车流量 22,212 辆，同比减少 1.44%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为 16,353 辆，同比增加 6.12%。

泉厦高速方面，2016 年该路段通行费分配收入 9.84 亿元，经剔除“营改增”政策调整影响后，通行费分配收入为 10.04 亿元，同比增加 4.37%。当年泉厦高速客车按车型收费标准折算日均车流量 37,137 辆，同比增长 2.27%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为 21,246 辆，同比增加 5.38%。

2016 年三季度以来，全国货运物流需求增加，推动公司控股路产福泉高速及泉厦高速货车通行

量上升。同时，2016 年 8 月 18 日《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》和《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》发布，交通运输部和公安部加强了对货车非法改装现象、高速公路和国省干线公路超限超载以及公路货车违法超限超载、强行冲卡等违法行为的打击力度，对高速公路货车流量产生了一定积极影响。受上述因素影响，2016 年公司主要路产福泉高速和泉厦高速的货车通行量均出现较大回升。

福泉高速和泉厦高速扩建方面，泉厦高速公路扩建工程竣工决算审计工作已于 2012 年度完成，福泉高速公路扩建工程竣工决算审计工作已于 2015 年 12 月完成。泉厦和福泉高速公路扩建尾工工程继续开展，截至 2016 年末，泉厦、福泉高速公路扩建工程已累计支出 127.59 亿元，计划尚需投入 2.71 亿元，后续资本支出压力相对可控。

罗宁高速方面，2016 年该路段通行费分配收入 1.40 亿元，经剔除“营改增”政策调整影响后，通行费分配收入为 1.43 亿元，较上年减少 37.55%。当年罗宁高速客车按车型收费标准折算日均车流量 9,246 辆，同比减少 33.68%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为 8,911 辆，同比减少 44.90%。值得关注的是，罗宁高速受平行线宁连高速分流影响致使车流量出现明显下滑，预计 2017 年罗宁高速路段的通行费仍将呈减少态势。未来，随着福建省“五个工程”交通建设攻坚活动推进，持续较大的交通项目建设及全省高速公路网的完善对公司运营路产产生的分流影响或将不断扩大。

表 3：2015~2017.Q1 公司控股路产经营情况

单位：亿元、辆

路段名称	2015		2016		2017.Q1	
	通行费分配收入	折算全程日均车流量	通行费分配收入	折算全程日均车流量	通行费分配收入	折算全程日均车流量
福泉高速	13.54	37,947	13.64	38,565	3.37	39,303
泉厦高速	9.62	56,474	9.84	58,383	2.30	56,673
罗宁高速	2.29	30,113	1.40	18,157	0.23	12,391

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

道路维护方面，公司目前的道路维护主要包括日常养护和专项养护，其中日常养护工程由各路段运营公司实施。2015 年为应对高速公路全国公路养

护管理检查，当年公司养护费用支出大幅上升，进入 2016 年公司养护成本有所回落，养护费用支出 1.11 亿元，同比减少 29.30%。

总体来看，受益于全省私家车的持续高速增长，以及 2016 年福泉高速和泉厦高速货车通行量的回升，公司控股路产整体经营情况良好。但福建省高速路网效应的增强对公司控股路产罗宁高速产生较大分流影响，后续路网建设持续增长或将对公司运营路产造成更大的分流效应。

2016 年公司参股路产浦南高速持续亏损，且当年其车流量及通行分配收入均有所下滑，负面影响公司整体盈利水平

目前公司参股路产主要为浦南高速，浦南高速由南平浦南高速公路有限责任公司（以下简称“浦南公司”）负责具体运营，其主要从事浦城至南平高速公路的经营管理业务，包括收费、养护、车辆施救等。截至 2016 年末，公司持有浦南公司 29.78% 的股权，浦南公司年末总资产及净资产分别为 98.65 亿元和 7.22 亿元，其 2016 年实现营业收入 3.57 亿元，同比下降 1.21%。

浦南高速系连接安徽、江西、浙江和福建四省的省际干线公路，是国家高速公路京台线、长深线的组成部分，作为经营性收费公路项目，其收费经营期限为 25 年，自全路段通车之日起计算，目前剩余收费年限为 17 年。

表 4：公司参股路产明细情况

运营路段	权益比例	里程数（公里）	收费期限起止	车道数量	剩余收费年限
浦南高速	29.78%	245	2008.12-2033.12	4 车道	17 年

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年浦南高速路段实现通行费分配收入 3.50 亿元，经剔除“营改增”政策调整影响后，通行费分配收入为 3.57 亿元，同比下降 1.11%，当年浦南高速客车按车型收费标准折算日均车流量 3,618 辆，同比下降 10.40%；货车按计重收费标准折算的日均车流量为 2,077 辆，同比增长 15.90%。2016 年实现营业收入 3.57 亿元，同比下降 1.21%，营业亏损 2.70 亿元，亏损同比收窄 22.15%，净利润亏损 2.27 亿元，亏损同比收窄 32.88%。当年公司确认投资收益-0.68 亿元。

2014~2016 年浦南公司持续亏损，期间营业亏损规模分别为 3.94 亿元、3.39 亿元及 2.70 亿元，且 2016 年浦南高速车流量及通行分配收入均有所

下滑，负面影响公司整体盈利水平，浦南公司未来发展状况及其对公司经营的影响值得关注。

2016 年公司将强化对外投资发展的实施力度，拓展对外投资的覆盖面，从根本上打造和提升公司未来可持续发展的空间和动力

按照“一主两翼”的发展战略，公司推动在高速公路运营主业之外，广泛寻求金融板块和大交运板块的投资发展机会，并结合近年来对市场的分析判断谨慎推进对外投资工作。

公司投资的厦门国际银行股份有限公司（以下简称“厦门国际银行”）2016 年度再次增资，公司放弃参与增资。目前，公司的持股比例从 4.17% 下降到 3.17%。

此外，2014 年公司出资 2.7 亿元参与海峡金桥财产保险股份有限公司（以下简称“海峡财险公司”）的发起设立，持股 18%，为第二大股东。2015 年 8 月 19 日，海峡财险公司获得中国保监会的批复，2016 年 1 月末，公司 2.7 亿元的投资款全部支付完毕，海峡财险公司 15 亿元的注册资本全部到位。2016 年 4 月初，公司参股的海峡财险公司召开了首次股东大会暨公司创立大会。2016 年 8 月底正式获得中国保监会批复设立并正式开始营业。海峡财险公司短期内对公司经营业绩不会产生较大影响，但公司从长期投资布局的角度率先进入，未来随着保险行业的深入发展，“深耕福建、辐射全国”的海峡财险公司将会逐步走上发展的快车道。

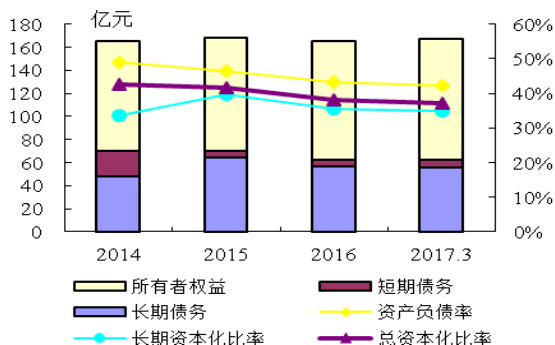
未来，公司将在推进高速公路运营管理主业稳健发展的同时，在金融和大交运板块之外，适度扩大对投资行业的覆盖，尽快实现主业稳健，以投资驱动产业协同，以投资驱动业绩提升，以投资驱动转型发展，从根本上打造和提升公司未来可持续发展的空间和动力。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度审计报告，以及未经审计的 2017 年第一季度财务报告。

资本结构

图 3: 2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

随着福泉、泉厦高速公路扩建工程等项目的完工, 近年公司资产规模趋于稳定, 2016 年末资产总额为 179.63 亿元, 同比下降 1.92%。公司控股路段经营效益良好, 盈利水平表现提升, 利润积累使得公司自有资本实力不断夯实, 2016 年末公司所有者权益合计 102.07 亿元, 同比上升 3.98%。得益于权益资本积累增加及负债减少, 公司财务杠杆水平有所下降, 2016 年末资产负债率和总资本化比率分别为 43.18% 和 38.18%, 较上年分别下降 3.23 个百分点和 3.52 个百分点, 与同行业企业相比, 公司资产负债率及总资本化比率均处于较低水平。截至 2017 年 3 月末, 公司总资产和总负债分别为 181.71 亿元和 76.87 亿元, 资产负债率和总资本化比率分别为 42.31% 和 37.29%, 财务杠杆水平呈进一步下降态势。

从资产结构来看, 公司资产集中于非流动资产, 2016 年末非流动资产占总资产的比重为 93.90%。公司当年末非流动资产主要由可供出售金融资产和固定资产构成, 其中可供出售金融资产系对厦门国际银行的股权投资, 由于公司放弃参与厦门国际银行 2016 年度增资扩股, 本次厦门国际银行增资扩股后公司为厦门国际银行的第七大股东, 持股比例 3.17%; 固定资产主要为公司控股高速路产、房屋及建筑物等。同期, 随着公司下属高速路段扩建工程的相继完工, 公司资本支出相应减少, 有息债务规模下降, 使得负债减少, 2016 年末负债总额为 77.56 亿元, 同比下降 8.74%。

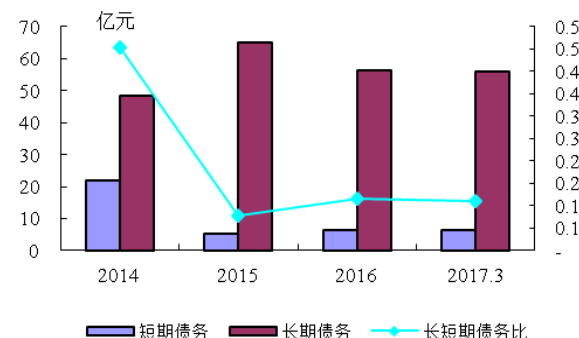
表 5: 2016 年主要高速公路上市公司资本结构指标

名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
山东高速	454.31	44.56	37.11
赣粤高速	320.18	51.02	45.71
四川成渝	363.79	61.84	55.14
粤高速 A	160.72	44.98	41.83
福建高速	179.63	43.18	38.18

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

从债务期限结构来看, 2016 年末及 2017 年 3 月末, 公司总债务分别为 63.03 亿元和 62.35 亿元, 长短期债务比分别为 0.11 倍和 0.11 倍, 公司债务以长期债务为主, 债务期限结构合理, 短期债务压力相对较小。

图 4: 2014~2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司近年资产规模趋于稳定, 自有资本实力不断夯实, 财务杠杆水平维持在合理范围之内, 且总债务规模下降, 债务期限结构合理, 财务结构较为稳健。

盈利能力

通行费分配收入为公司营业收入的主要来源。福建省高速公路网完善带来的分流效应开始显现, 特别是罗宁高速受平行线宁连高速分流影响致使车流量出现明显下滑, 加之“营改增”政策实施影响, 2016 年营业总收入为 25.28 亿元, 剔除“营改增”调整影响后为 25.79 亿元, 同比小幅上升 0.04%, 剔除“营改增”调整影响后的通行费分配收入较上年减少 0.20%。营业毛利率方面, 由于高速公路全国公路养护管理检查工作结束, 公司当年养护费用支出回落, 使得营业成本降低, 营业毛利率上升, 2016 年营业毛利率为 65.99%, 较上年上升 2.55 个百分点。随着区域经济增长、汽车保有量增加以及

福泉、泉厦高速公路扩建工程的完工通车，公司控股路产通行能力不断提升，预计未来公司毛利率仍将维持在较高水平。2017年1~3月，公司营业总收入为5.97亿元，毛利率上升至69.80%。总体来看，公司毛利率处于行业较高水平。

表 6：2016 年主要高速公路上市公司盈利能力指标

名称	营业总收入（亿元）	毛利率（%）
山东高速	84.61	51.83
赣粤高速	45.55	37.63
四川成渝	82.66	26.90
粤高速 A	28.25	54.65
福建高速	25.28	65.99

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

期间费用方面，根据《增值税会计处理规定》（财会〔2016〕22号）的规定，利润表中的“营业税金及附加”项目调整为“税金及附加”项目，房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等原计入管理费用的相关税费，自2016年5月1日起调整计入“税金及附加”，而人员经费、董事会费及其他等费用的上升使得当年管理费用规模与上年持平；财务费用方面，2016年公司有息债务减少，且得益于央行的连续降息与新旧债券置换降低了公司综合融资成本，使得当年财务费用实现同比大幅下降。2016年，公司三费合计3.55亿元，同比减少19.68%，同期三费收入占比为14.07%，较上年下降3.07个百分点，2017年1~3月三费收入占比进一步下降至13.28%。整体来看，公司三费收入占比呈逐年下降趋势，期间费用控制能力有所提升。

表 7：2014~2017.Q1 公司三费收入比情况

单位：亿元、%

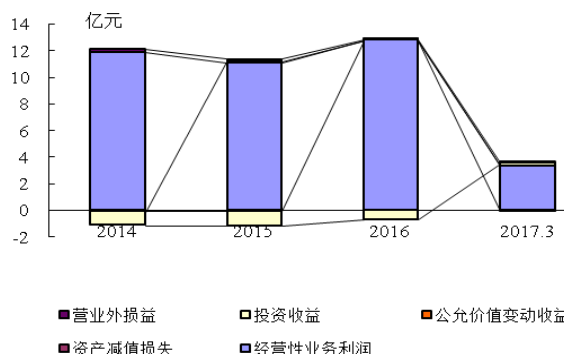
	2014年	2015年	2016年	2017.Q1
销售费用	-	-	-	-
管理费用	0.67	0.63	0.63	0.15
财务费用	4.32	3.79	2.92	0.64
三费合计	4.99	4.42	3.55	0.79
三费收入占比	18.99	17.14	14.07	13.28

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2016年受营业毛利率上升、三费收入占比下降的影响，公司经营性业务利润有所增加，当年经营性业务利润为12.78亿元，同比上升15.55%；同期，公司投资收益为-0.71亿

元，主要系对浦南公司长期股权投资确认的亏损。2016年公司利润总额呈上升趋势，当年利润总额为12.11亿元，同比增加19.20%，全年实现净利润8.87亿元，同比增加21.48%。

图 5：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



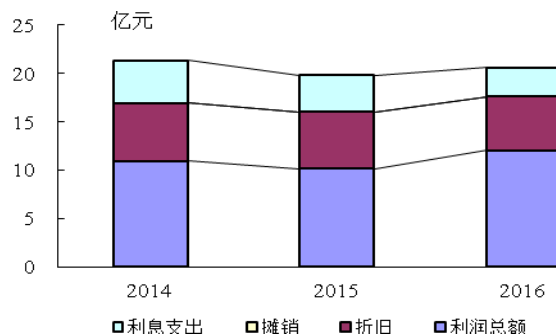
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2016年主要因罗宁高速受平行线宁连高速分流影响而出现车流量明显下滑的情况，公司业务规模出现小幅下降，但在养护支出及财务费用减少的影响下，经营性业务利润增长，整体盈利能力强。

偿债能力

获现能力方面，利润总额、折旧和利息支出系构成公司 EBITDA 的主要来源。受利润总额增加影响，2016年公司 EBITDA 规模为20.62亿元，同比上升3.77%。从主要偿债能力指标表现来看，2016年公司总债务/EBITDA 为3.06倍，EBITDA 利息保障倍数为6.94倍。整体来看，公司 EBITDA 能够对债务本息形成较高覆盖，对债务本息偿还的保障程度较高。

图 6：2014~2016 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016年公司经营活动净现金流为18.23亿元，同期经营活动净现金/总债务和经营活

动净现金/利息支出分别为 0.29 倍和 6.14 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障能力较好。投资活动现金流方面，2015 年公司投资厦门国际银行，支出 9.98 亿元，2016 年投资支出减少使得当年投资活动现金流净流出规模减少，当年公司投资活动净现金流为-3.33 亿元。

表 8：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
长期债务（亿元）	48.54	65.03	56.55	56.10
总债务（亿元）	70.60	70.20	63.03	62.35
资产负债率（%）	48.93	46.41	43.18	42.31
总资本化比率（%）	42.52	41.70	38.18	37.29
EBITDA（亿元）	21.37	19.87	20.62	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.84	5.16	6.94	-
总债务/EBITDA（X）	3.30	3.53	3.06	-
经营活动净现金/ 利息支出（X）	4.14	5.98	6.14	-
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.26	0.33	0.29	0.24*

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

注：“*”财务指标已经年化处理。

财务弹性方面，公司近年与建设银行、兴业银行、邮政储蓄银行、国家开发银行等各大银行保持着紧密的业务合作关系，截至 2016 年末，公司获得的银行授信额度 100.90 亿元，其中尚未使用授信额度 26.99 亿元，备用流动性一般。

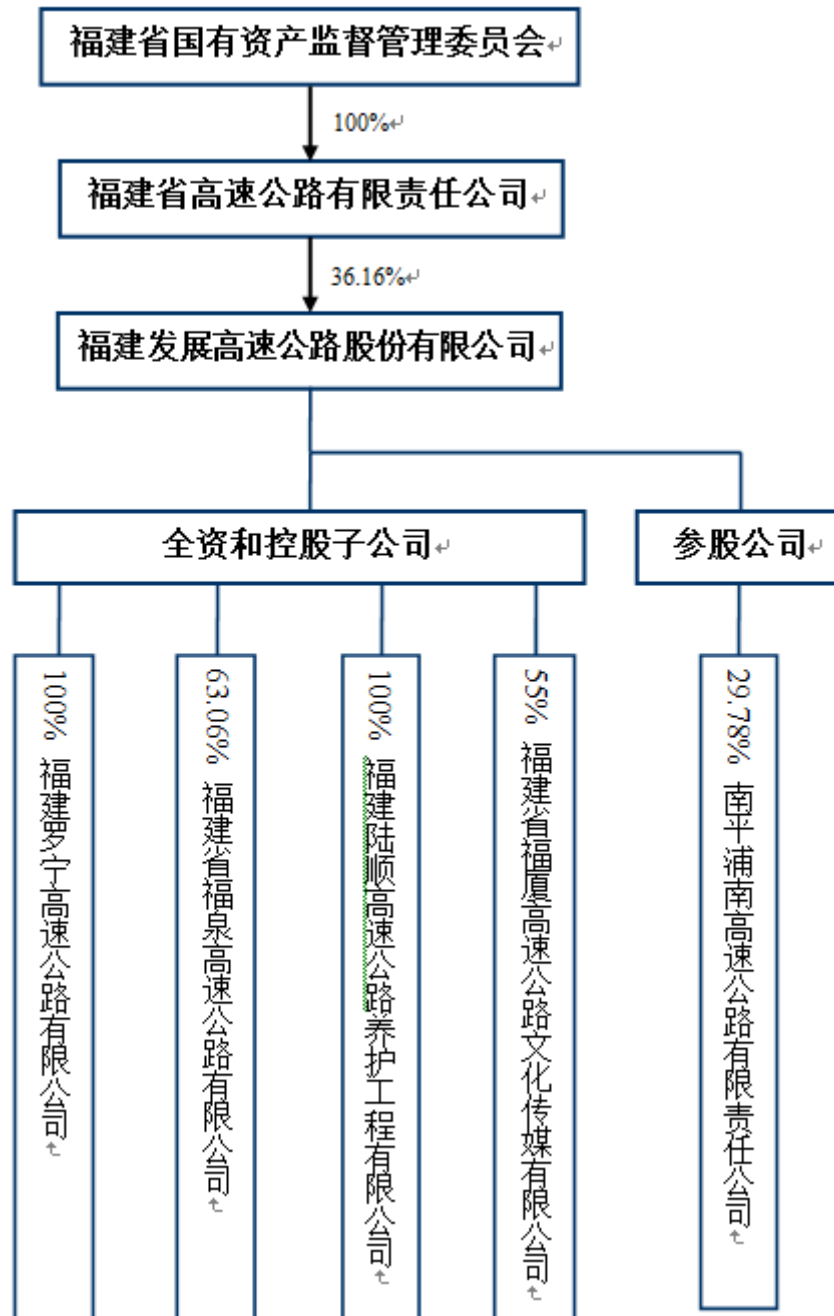
或有负债方面，截至 2016 年末，公司无对外担保及其他重大诉讼和仲裁事项。

总体来看，公司控股路产运营情况良好，盈利能力维持在较高水平，且经营性净现金流及获现能力均能为债务本息提供较好保障，整体偿债能力很强。

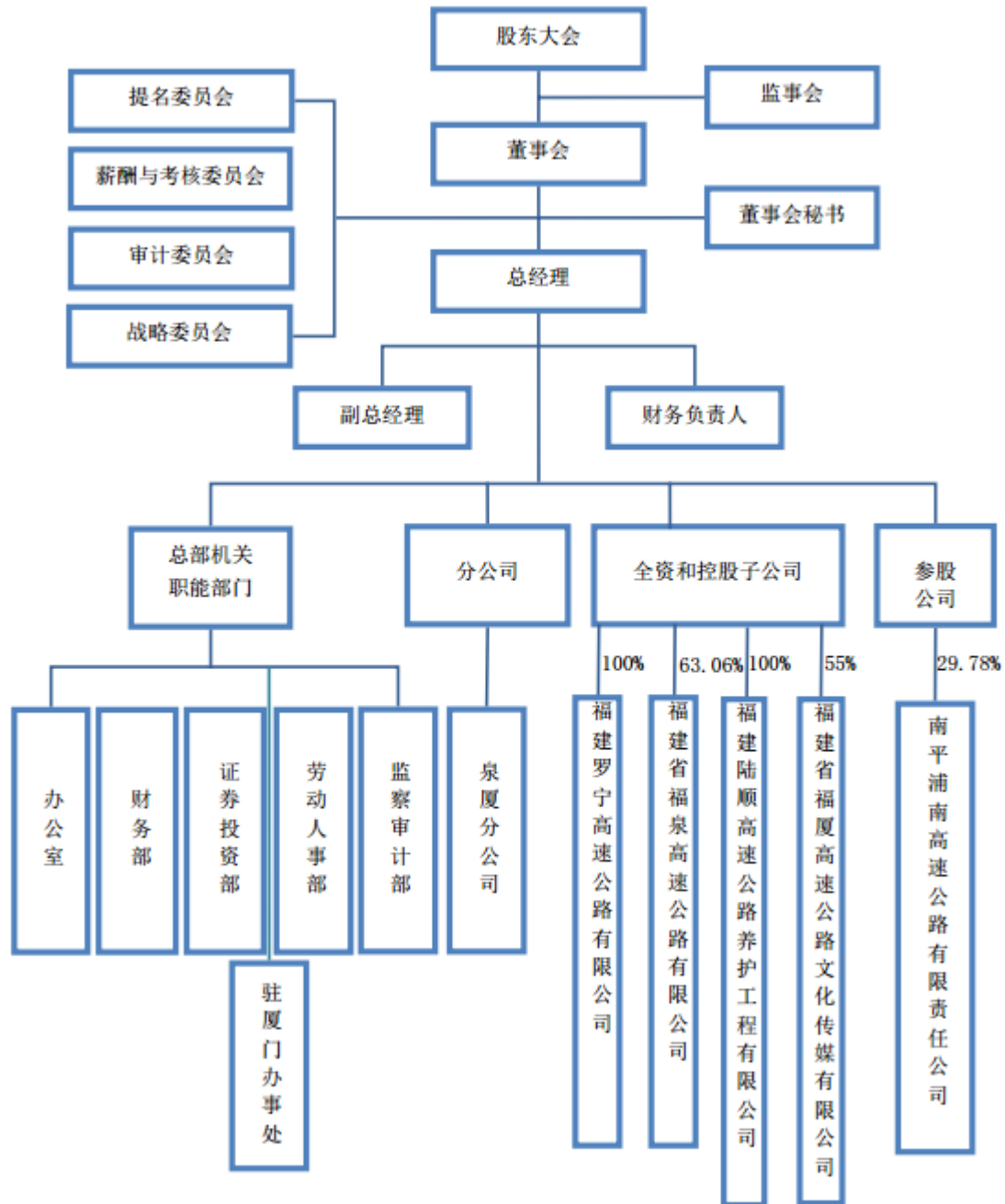
结 论

综上，中诚信证评维持发行主体福建高速信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定，维持“福建发展高速公路股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：福建发展高速公路股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：福建发展高速公路股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：福建发展高速公路股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	41,729.22	68,825.67	66,927.77	94,423.87
应收账款净额	74,802.67	37,196.28	38,948.25	46,867.22
存货净额	553.43	1,226.02	889.36	763.17
流动资产	138,371.98	110,860.13	109,542.19	145,972.24
长期投资	38,209.54	127,868.69	147,797.13	145,614.42
固定资产合计	1,683,089.17	1,586,077.39	1,531,545.97	1,518,421.15
总资产	1,869,010.64	1,831,539.52	1,796,258.05	1,817,081.56
短期债务	220,658.85	51,715.00	64,860.00	62,460.00
长期债务	485,361.00	650,283.56	565,456.98	561,048.09
总债务（短期债务+长期债务）	706,019.85	701,998.56	630,316.98	623,508.09
总负债	914,514.38	849,937.71	775,563.61	768,721.67
所有者权益（含少数股东权益）	954,496.27	981,601.81	1,020,694.45	1,048,359.89
营业总收入	263,602.77	257,775.50	252,812.56	59,738.84
三费前利润	168,371.43	154,822.74	163,401.77	41,480.02
投资收益	-10,280.80	-11,158.64	-7,071.56	1,963.79
净利润	79,093.82	73,019.55	88,700.63	27,665.44
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	213,689.17	198,728.76	206,215.54	-
经营活动产生现金净流量	182,875.79	229,989.49	182,344.73	36,814.65
投资活动产生现金净流量	-23,271.35	-126,629.07	-33,324.22	2,140.86
筹资活动产生现金净流量	-152,003.24	-76,263.97	-150,918.41	-11,459.42
现金及现金等价物净增加额	7,601.20	27,096.45	-1,897.90	27,496.09
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	67.29	63.44	65.99	69.80
所有者权益收益率（%）	8.29	7.44	8.69	10.57*
EBITDA/营业总收入（%）	81.06	77.09	81.57	-
速动比率（X）	0.35	0.68	0.66	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	0.26	0.33	0.29	0.24*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.83	4.45	2.81	2.36*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.14	5.98	6.14	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.84	5.16	6.94	-
总债务/EBITDA（X）	3.30	3.53	3.06	-
资产负债率（%）	48.93	46.41	43.18	42.31
总资本化比率（%）	42.52	41.70	38.18	37.29
长期资本化比率（%）	33.71	39.85	35.65	34.86

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。