



信用等级通知书

信评委函字[2011] 006号

东莞发展控股股份有限公司：

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拟发行的“东莞发展控股股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次5年期有担保公司债券的信用等级为AA⁺，3年期无担保公司债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一一年六月八日

东莞发展控股股份有限公司 2011 年公司债券信用评级报告

3年期债券信用等级 **AA**

5年期债券信用等级 **AA⁺**

主体信用等级 **AA**

评级展望 **稳定**

发行主体 东莞发展控股股份有限公司

申请规模 不超过人民币10亿元

3年期债券发行规模 不超过人民币5亿元

5年期债券发行规模 不超过人民币5亿元

3年期债券担保情况 无担保

5年期债券担保情况 有担保

债券利率 由发行人和主承销商按照发行时市场询价结果共同协商确定，在债券存续期内固定不变

偿还方式 按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付

担保主体 广东省融资再担保有限公司

担保方式 全额无条件不可撤销连带责任保证担保

概况数据

东莞控股	2008	2009	2010	2011.Q1
所有者权益(亿元)	26.68	28.24	30.14	31.34
总资产(亿元)	41.72	47.24	42.02	43.33
总债务(亿元)	13.70	17.51	9.52	9.56
营业总收入(亿元)	4.30	4.64	6.35	1.64
营业毛利率(%)	61.93	61.06	60.0	69.14
EBITDA(亿元)	3.79	4.93	6.01	1.89
所有者权益收益率(%)	6.91	10.29	11.68	15.30
资产负债率(%)	36.04	40.23	28.26	27.66
总债务/EBITDA(X)	3.61	3.55	1.58	1.26
EBITDA 利息倍数(X)	6.46	10.18	14.34	20.52
广东再担保	2009	2010	2011.Q1	
总资产(万元)	204,241.66	247,110.24	248,792.03	
担保赔偿准备金(万元)	635.71	3,500.01	3,663.58	
未到期担保责任准备金(万元)	1,253.60	1,653.93	1,836.23	
所有者权益(万元)	201,718.09	233,360.53	234,227.85	
担保业务收入(万元)	2,507.19	3,307.87	444.80	
利息收入(万元)	3,399.74	1,627.71	295.58	
投资收益(万元)	0.00	5,678.23	2,478.93	
净利润(万元)	1,718.09	2,642.44	867.32	
在保余额(亿元)	69.84	181.97	203.78	
风险责任余额(亿元)	14.77	27.24	28.74	
净资产放大倍数(倍)	0.73	1.17	1.23	

注：东莞控股 2011 年一季度的所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“2011年东莞发展控股股份有限公司公司债券（3年期）”的信用级别为**AA**，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低；“2011年东莞发展控股股份有限公司公司债券（5年期）”的信用级别为**AA⁺**，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予发行主体东莞发展控股股份有限公司（以下简称“东莞控股”或“公司”）主体信用级别为**AA**，评级展望为稳定。该级别反映了东莞控股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。中诚信证评肯定了公司在外部经营环境、路网贯通效应、多元化的业务结构、快速增长的车流量和通行费收入等方面的优势。同时，中诚信证评关注到公司短期债务占比较高、未来周边路产的分流效应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。

广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）为本期债券5年期品种提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

正面

- 宏观经济的复苏及区域经济的快速增长为公司公路业务的发展形成了良好的外部环境。近年来东莞市经济快速发展，汽车保有量逐年提升，同时东莞市“一主三副两支点”的产业空间布局合理，未来基于产业联动的贸易往来将逐渐密集，上述因素均有利于区域内公路行业需求的有效提升。
- 莞深高速全线贯通，路网效应日益显著。莞深高速三期石碣段的开通使莞深高速南北路网全线贯通，贯通后的莞深高速已逐渐对周边尤其是广州至深圳的车流形成有效的分流效应。同时在经济环境趋好的带动下，公司近年车流量和通行费收入呈现逐年增长态势。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

魏巍 wwwei@ccxr.com.cn

王娟 jwang@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

2011年6月8日



- 多元化的业务结构对公司经营状况的向好发展提供了重要支撑。公司近年陆续参股投资了虎门大桥及东莞市当地的证券、信托、小额贷款公司等金融产业，未来亦将稳步进入具有垄断优势和发展前景的业务领域。多元化的业务结构使公司能有效分散主业较为单一的经营风险，并为公司提供新的利润增长点。

关注

- 公司短期债务占比较高，债务结构有待优化。目前公司债务均为短期债务，短期债务占比较高，公司未来仍将面临一定的刚性债务压力。
- 周边路网分流效应依然存在。根据东莞市公路发展规划，东莞市公路规模将保持快速增长，同时新建铁路网将日益密集，未来新建路段或将对公司现有路产形成一定的分流影响。
- 公路收费年限和收费标准面临一定的政策性风险。公司运营路产收费年限和收费标准的确定和调整由政府决定，公司基本没有自主权，存在一定的政策性风险。

发债主体概况

东莞发展控股股份有限公司（以下简称“东莞控股”或“公司”）的前身“广东福地科技股份有限公司”（“福地科技”），是以原广东彩色像管有限公司资产为基础，由广东福地科技总公司、福民（香港）发展有限公司、东莞市财信发展有限公司、东莞市经济贸易总公司、东莞市银川能源实业有限公司作为发起人以募集方式设立，于1997年6月6日正式成立的股份有限公司，1997年6月17日在深圳证券交易所成功上市。2003年，福地科技与东莞市新远高速公路发展有限公司进行了重大资产置换，由原来经营彩管业务转为经营高速公路，所属行业由制造业转为交通运输辅助业。2004年2月10日，公司名称变更为“东莞发展控股股份有限公司”。截至2010年末，公司股本总额103,951.70万股，控股股东为东莞市公路桥梁开发建设总公司（以下简称“路桥总公司”），直接持股比例为41.54%。公司实际控制人为东莞市国有资产监督管理委员会。

目前公司主要从事东莞地区莞深高速一二期、三期东城段及龙林高速的日常运营与维护，为避免单一路产的经营风险，公司近年陆续参股金融领域，以实现业务多元化经营。

截至2010年末，公司资产合计为42.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为30.14亿元；2010年，公司实现营业总收入6.35亿元，净利润3.52亿元，经营活动净现金流为4.53亿元。

截至2011年1季度末，公司资产合计为43.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为31.34亿元；2010年1季度，公司实现营业总收入1.64亿元，净利润1.20亿元，经营活动净现金流为1.44亿元。

本次债券概况

发行条款

本期债券是由东莞发展控股股份有限公司发行的固定利率公司债券，基本发行规模不超过10亿元。本期债券分为3年期和5年期两个品种，其中3年期品种发行规模不超过5亿元，5年期品种发行规模不超过5亿元。

本期债券票面利率由发行人和主承销商按照发行时市场询价结果共同协商确定，在债券存续期内固定不变。

本期公司债券发行募集的资金，在扣除发行费用后用于偿还公司借款的金额为3亿元，剩余募集资金用于补充公司流动资金。

广东省融资再担保有限公司为本期债券5年期品种提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

行业分析

行业概况

高速公路行业与国民经济的发展密切相关，在我国经济体系中占有重要地位。2010年，我国经济在消费、投资和进出口等因素的综合带动下，保持了较高的增长速度，全年实现GDP39.80万亿元，同比增长10.30%。得益于宏观经济的复苏，国内经济贸易活动逐步回暖，促进了我国高速公路客、货运运输总量的提升，2010年全国实现客运量306.3亿人、客运周转量14,913.9亿人公里，分别较上年增长10.18%、10.88%。全国实现货运量242.5亿吨、货物周转量43,005.4亿吨公里，较上年分别增长15.65%和18.20%。

表1：2010年我国公路运输情况

	客运量 (亿人)	旅客周转量 (亿人公里)	货运量 (亿吨)	货物周转量 (亿吨公里)
公路	306.3	14,913.9	242.5	43,005.4
全社会	328	27,779.2	320.3	137,329
公路运量 占比	93.38%	53.69%	75.71%	31.32%

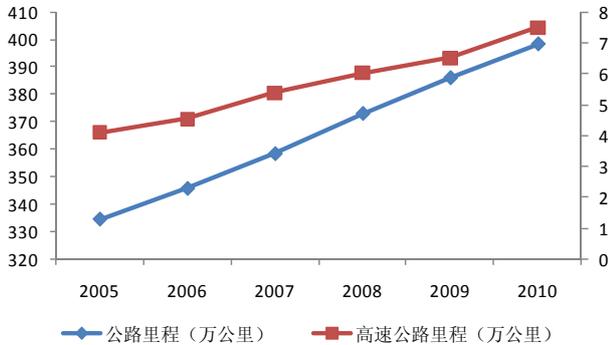
数据来源：Wind资讯，中诚信证评整理

在我国交通运输体系中，由于公路能够实现灵活性很强的点对点直达运输，加之我国公路运输网密度高于水运、铁路等其他运输方式，公路运输的地位日益突出。2010年我国公路运输客运量和货运量占全社会运量的比例分别为93.38%、75.71%。

受国家经济刺激计划的带动影响，我国各地加大了对各类基础设施的投资力度，2010年，道路运输业实现固定资产投资规模12,761.66亿元，同比增速为22.91%，保持了较高的增幅。同时，目前《国家高速公路网规划》的投资进展较为顺利，至2010

年末,全国公路和高速公路通车里程分别达到 398.4 万公里、7.4 万公里,已稳居世界第二水平,路网密度逐渐提升,路网间的协同效益日益增强。

图1: 2005~2010年全国公路和高速公路里程情况



数据来源: Wind资讯, 中诚信证评整理

在全国公路保持了较快供给速度的同时,汽车保有量的增加扩大了对公路行业的有效需求。近年来,我国汽车工业得到了长足发展,随着居民人均可支配收入的增加和消费结构的改善,汽车需求量逐年攀升。同时,在国家出台的包括汽车下乡、小排量购置税减征、新能源汽车试点和补贴、汽车以旧换新等在内的一系列汽车消费刺激计划的提振下,2010年我国汽车产销量分别为 1,826.47 万辆和 1,806.19 万辆,同比分别增长 32.44% 和 32.37%,产销量均居世界第一。截至 2010 年 12 月末,我国民用汽车保有量达到 9,086 万辆,同比增长 19.3%,其中私人汽车保有量 6,539 万辆,增长 25.3%。民用轿车保有量 4,029 万辆,增长 28.4%,其中私人轿车 3,443 万辆,增长 32.2%。预计未来我国民用汽车拥有量仍将进一步增长,我们认为民用汽车拥有量的增长将对高速公路车流量增长形成较好的促进作用。

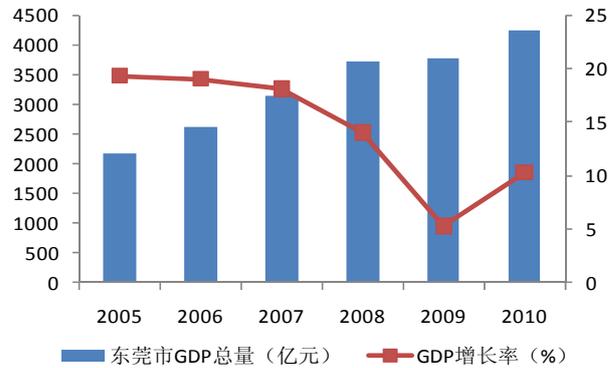
区域经济

东莞市地理位置优越,区位优势明显。东莞市位于广东省中南部,珠江口东岸,东江下游的珠江三角洲,与惠州市接壤,南部距深圳市 99 公里,毗邻香港、澳门经济特区,距香港 140 公里,距离广州 59 公里,是广州与香港之间的必经之地。

在宏观经济复苏的带动下,以外向型经济为主的东莞市经济开始逐步企稳回升,居民购买力持续提升。2010 年东莞市 GDP 达到 4,246.25 亿元,同比增长 10.3%,位居广东省第 4,在全国各城市中

处于第 21 位。2010 年东莞市三大产业比例为 0.4:51.4: 48.2, 第三产业近年增长明显。2010 年东莞市财政总收入为 785.10 亿元,同比增长 25.1%。全年城市居民人均消费性支出 2.57 万元,比上年增长 6.0%。

图2: 2005~2010年东莞市GDP总量及GDP增长率

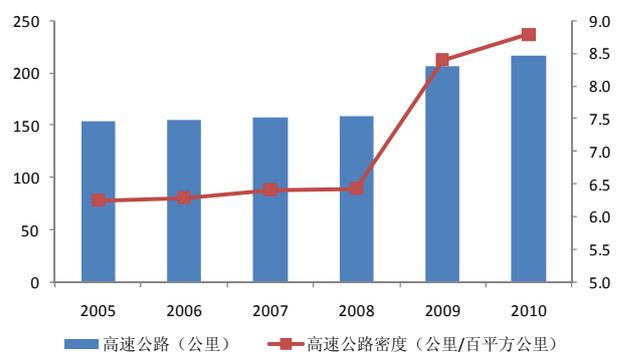


资料来源: 东莞市各年度国民经济与社会发展统计公报

在区域经济高速增长及财政收入快速增加等因素的带动下,东莞市固定资产投资保持较好的发展势头。2010 年全市完成固定资产投资 1,114.98 亿元,同比增长 1.9%。全年全市交通运输、仓储和邮政业增加值 86.51 亿元,比上年增长 6.9%,增速高于全市平均水平。

受益于交通类固定资产投资速度的加快,东莞市近年路网建设力度逐年提高。截至 2010 年末,东莞市公路通车总里程(含乡村道路) 4,750.99 公里,路网密度 192.74 公里/百平方公里,其中高速公路 216.74 公里,密度 8.79 公里/百平方公里。

图3: 2005~2010年东莞市高速公路里程及密度情况



资料来源: 东莞市各年度国民经济与社会发展统计公报

在路网供给速度加快的同时,路网需求逐年提升。2010 年末,东莞全市机动车保有量 134.75 万辆,比上年增长 6.2%。其中汽车保有量 92.08 万辆,

增长 15.7%。汽车保有量的增加将加大公路的车流量。

随着路产规模和路网密度的提升，东莞市路网效应日益显现，各项公路运营指标呈现向好态势。2010 年东莞市公路货物运输 7,640 万吨，公路货物周转量 51.08 亿吨公里，完成旅客发送 7.74 亿人，旅客周转量 128.87 亿人公里，均较上年增长呈现不同幅度的增长。

表 2：2009~2010 年东莞市公路运营主要指标

指标	单位	2009	2010	同比增幅
公路货物运输量	万吨	6,944	7,640	10.02%
公路货物周转量	亿吨公里	45.29	51.08	12.78%
旅客发送量	亿人	7.33	7.74	5.59%
旅客周转量	亿人公里	105.13	128.87	22.58%

资料来源：东莞市各年度国民经济与社会发展统计公告

在区域产业规划方面，根据东莞市“十二五规划”，未来东莞市将形成“一主三副两支点”的格局。其中“一主”系主城区，未来主城区将大力发展商业和现代服务业，将聚集各类要素资源建设中央商务区和商贸中心；“三副”为虎门、常平和塘厦，上述区域将作为城市副中心，促进片区综合服务职能向其聚集；“两支点”为松山湖和虎门港，是东莞城市发展中的高地，系促进经济社会双转型的重要增长极。此外，东莞还将建立三个经济区，即由松山湖、虎门港、生态园、长安新区组成的产业高端功能区，由电子信息、纺织服装、家具等特色优势聚集区以及由物流服务、创意产业、商贸流动、旅游服务等现代服务业聚集区。整体看，东莞市未来区域经济结构将进一步优化，产业结构明晰，产业的空间布局合理，基于产业联动的贸易往来将逐渐密集，对公路的需求将进一步提升。

总体看，东莞市区域经济保持良好的快速增长势头，地方财政收入和固定资产投资逐步加快，交通设施建设日益完善。此外，东莞市区域经济结构的逐渐优化及空间布局的趋于合理将促进未来区域内车流量的进一步提升。

东莞市公路网建设规划

根据东莞市公路网规划（2005 年~2030 年），东莞市主要道路网划分为三个层次，即干线公路、集散公路和联络公路，其中干线公路按其功能又可

分为主干线和次干线。东莞市干线布局为“一环六纵六横三连”网络，由 12 条高速 7 条快速路组成，总规模约 550 公里，其中高速公路约 356 公里；次干线公路由“三环六射三横二纵”和连接线组成，共 791 公里；由此，东莞市干线公路网主体框架为“八纵九横四环六射”，总规模约 1,341 公里，高速公路约为 356 公里，占干线公路网的近 3 成。

表 3：东莞市干线布局方案（2005 年~2030 年）

干线名称		总里程（公里）
一环	环城路	50
六纵	沿江高速	49
	广深高速	47
	国道 107	46
	增莞深高速	54
	从莞高速	44
	博深高速	12
六横	北环快速	36
	西部干道/东部快速	61
	番莞高速/莞桥快速	58
	惠江高速	76
	龙林高速及其延长线	24
	深圳外环	17
三连	新联支线延长线	7
	龙大高速	4
	清平高速	1

资料来源：东莞市公路网规划（2005 年~2030 年）

路网规划将分三个阶段实施，计划 2006 年至 2010 年期间改造干线 222 公里，次干线 150 公里，2011 年至 2015 年期间，建设、改造干线 86 公里，次干线 130 公里，2016~2020 期间建设改造干线 72 公里，次干线 56 公里，到 2020 年，将完成建设改造干线 380 公里，次干线 336 公里，再加上主要集散公路建设改造项目 92.2 公里，东莞计划投资 505 亿元，完成道路建设 808 公里。届时，东莞高速公路里程将提高到 356 公里，在现有通车里程的基础上翻一倍，其中 5 条高速公路连接惠州市，7 条连接深圳市。

随着东莞市公路规模的不断增长，与周边地区公路网的衔接更加通畅，路网的协同效应将带动车流量稳步增长，同时进一步增强东莞对外经济辐射能力和协作能力，促进地方经济水平的提高。

行业关注

计重收费政策

计重收费政策是治理超载运输的重要措施。超载运输大幅提升了道路的养护及维修成本，目前养护成本占主要高速公路公司总成本的比重约在 30% 至 50% 之间。自 2004 年 6 月治理超载活动后，计重收费制度作为一种治理超载方式为经营高速公路的公司广泛采用，多个省份都已经或正在准备实施计重收费工作。2006 年和 2007 年是各省开始执行比较集中的年份。浙江省于 2010 年 4 月在全省正式实行计重收费。

表 4：已经和计划实施计重收费的省份

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
吉林	安徽	山东	山西	广西	辽宁	广东	浙江
江苏			宁夏	河北			
河南			湖北	四川			
青海			天津	黑龙江			
			江西	重庆			
			陕西	内蒙			
				云南			
				福建			
				贵州			
				湖南			

资料来源：中诚信证评整理

广东省于 2009 年开始在粤北区域（以京珠南北高速公路为主）及韶关、清远辖区内的开放式收费公路实施计重收费试点，由于试行效果明显，2011 年广东省计划推广计重收费试点经验，将实施范围逐步扩大到高速公路联网收费粤东、粤西区域和全省开放式收费公路，预计这将进一步利于省内高速公路企业的运营。

计重收费政策降低了大型货车的收费额，提高了超重部分的收费额。计重收费对降低超载率和维修成本将发挥积极作用。短期而言可能造成部分车辆分流而影响通行费收入。长期来看，随着计重收费政策的逐步实施，车辆运营将日趋规范，由此将延长高速公路的大修周期，降低维护成本，并且车流量将因车辆畅通而增加。

区域内路网分流影响

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，未来铁路将对公路形成直接的竞争。“十一五”

期间，我国铁路基本建设投资完成 1.98 万亿元，至 2010 年末全国铁路营业里程达到 9.1 万公里，电气化铁路里程达到 4.2 万公里，稳居世界第二。预计至 2012 年末我国新建高速铁路总规模将达到 1.3 万公里，达到世界第一水平。至“十二五”末，全国铁路运营里程将进一步增加到 12 万公里左右，铁路网的建设日益加快。此外，新一轮的铁路提速进一步缩短了客货运输周转时间，某种程度上增强了铁路运输的竞争力，对公路运输形成一定冲击。整体看，未来铁路将以其运量大、成本低等优势对公路的车流量形成一定的替代效应。

竞争实力

路网贯通

公司拥有的主要公路资产莞深高速是广东省高速公路规划中珠三角环线高速的一部分，是广州与深圳、香港之间陆路交通的重要连接纽带。

莞深高速由一二期、三期东城段、三期石碣段组成，南接深圳梅观高速公路，北连增莞高速公路，全长 52.16 公里。2009 年 9 月，莞深高速三期石碣段建成通车，除广深高速外广州与深圳之间的第二条高速路线——广惠高速-增莞高速-莞深高速-梅观高速路网贯通。从走向上看，在东莞境内广深高速基本与莞深高速平行。与广深高速相比，新贯通路网在行车路程和行车成本方面均具有一定竞争力。从日均车流量和通行费收入的增速来看，广深高速作为 1997 年开始运营的高速路段，目前进入平稳增长期，而莞深高速在路网贯通后的 2010 年出现了快速增长，对广深高速有一定分流影响，路网贯通效果初现。未来，通过公司营销小组对贯通路网的知名度推广，我们预计车流量将明显提升。

表 5：莞深高速基本情况

莞深高速	里程 (公里)	起止点
一、二期	39.55	梅观高速-莞樟路立交
三期东城段	7.01	二期终点-莞龙路立交
三期石碣段	5.6	三期东城段终点-增莞高速
合计	52.16	--

注：三期石碣段是公司控股股东子公司东莞市新远高速公路发展有限公司的资产，由东莞控股代管。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6: 近三年莞深高速与广深高速车流量、收入及增速比较

	年份	2008	2009	2010
广深高速	日均混合车流量 (万辆次)	31.1	32.6	37.5
	同比变化	--	4.82%	15.03%
	日均通行费收入 (万元)	856.5	906.4	995.4
	同比变化	--	5.83%	9.82%
莞深高速	日均混合车流量 (万辆次)	7.95	8.82	10.74
	同比变化	--	10.94%	21.77%
	日均通行费收入 (万元)	117.24	126.01	171.25
	同比变化	--	7.48%	35.90%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

同时, 与莞深高速南段对接的深圳梅观高速于 2010 年 12 月至 2013 年初进行改扩建施工, 施工完成后将提升整个路段的车流承载能力。同时, 梅观高速南段约 10 公里路段计划由政府收购, 车辆通行成本的降低将提升经莞深高速往返深圳与广州的车流量。

总体看, 莞深高速石碣段通车后, 路网贯通效应将逐步显现, 为公司带来较大的车辆增长。

多元化

除经营高速公路外, 公司近年逐步向金融领域拓展并取得了较为显著的收益。2008 年以来公司相继参股东莞证券、东莞信托、长安村镇银行、松山湖小额贷款公司等金融公司, 合计投资 4.86 亿元。2009 年和 2010 年分别为公司贡献投资收益 1.02 亿元和 0.82 亿元, 分别占公司当年利润总额的 31% 和 19%, 其中东莞证券贡献占 90% 以上, 未来随着新参股金融资产运营成熟, 公司投资收益将进一步增长。

表 7: 公司参股金融公司情况

子公司	经营时间	公司持股比例	初始投资成本(万元)	2010 年(归属母公司)净利润
东莞证券有限责任公司	2008	20%	37,620	4.22 亿元
东莞信托有限公司	2009	6%	5,517	1.40 亿元
东莞长安村镇银行股份有限公司	2010.3	5%	1,500	310 万元
松山湖小额贷款股份有限公司	2010.12	20%	4,000	-50.11 万元
合计	--	--	48,637	--

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

此外, 公司未来将继续实施有限多元化的发展战略, 在风险可控的前提下, 重点向具有行业垄断优势、发展前景明朗的行业进行股权投资, 实现公司跨越式、可持续发展。

整体看, 我们认为公司多元化的经营模式将有利于其实现长期可持续发展。

业务运营

公司主业为高速公路运营, 近三年, 公司通行费收入占营业总收入的 98% 以上。同时通过公司参股金融企业带来一定的投资收益。

路桥业务

截至 2010 年末, 公司拥有一条高速公路资产, 包括莞深高速一二期、三期东城段、及其支线龙林高速, 全长 55.66 公里。莞深高速石碣段是公司控股股东子公司东莞市新远高速公路发展有限公司的资产, 委托公司经营管理。

表 8: 截至 2010 年末公司拥有路产情况

路产名称	里程(公里)	车道	收购时间	剩余收费年限
一、二期	39.55	双向六车道	2004	16.5 年
三期东城段	7.01	双向六车道	2005.7	16.5 年
龙林高速	9.1	双向四车道	2005.7	16.5 年
合计	55.66	--	--	---

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

车流量方面, 2008 年, 由于金融危机和莞深高速一二期大修进行交通管制, 导致车流量同比下降 5%。2009 年以来中国经济, 特别是珠三角经济的复苏迹象以及汽车工业的快速发展和居民汽车保有量的增长带动了车流量的增加, 同时 2009 年第四季度莞深高速石碣段通车, 路网贯通效应显现使 2010 年车流量增速进一步提升。

表 9: 近年公司拥有路产车流量情况

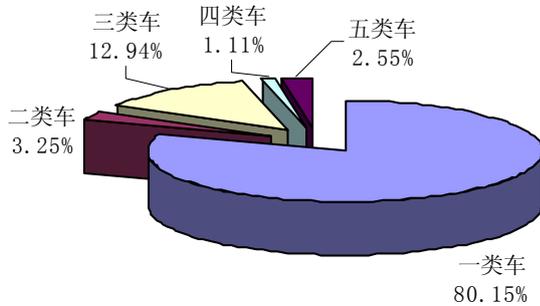
	2008	2009	2010	2011.Q1
车流量 (万辆)	2899.93	3219.67	3920.78	1004.80
同比增长	-5%	11.72%	21.78%	20.56%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从车型分布来看, 公司路产通行车辆以一类车为主, 近三年, 一类车在公司总车流量中均在 80% 以上。以轿车为主的车流构成更能够受益于近年中国汽车行业和私人汽车保有量的高速增长。同时,

我们注意到 2010 年大型、重型货车构成的四、五类车型占比较 2009 年提升 1.27 个百分点，收费较高的货车通行量的增长有助于公司通行费收入提升。

图 4：2010 年公司拥有路产车型分布



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

通行费方面，由于广东地区地形复杂、丘陵较多增加了修路成本，且作为经济发达省份征地成本高。较高的高速公路建造成本使其通行费征收标准在全国也属于较高水平。莞深高速一二期、三期东城段五类车型的收费系数分别为 1:2:3:4:5，车辆通行费标准为 0.6 元/标准车公里；龙林高速五类车型的收费系数分别为 1:1.5:2:3:3.5，车辆通行费标准为 0.45 元/标准车公里。近三年收费标准未发生变化。目前由于经营主体多元化使广东省高速公路计重收费模式推广较慢，未来，随着计重收费模式在莞深高速上的应用，公司的通行费收入有望进一步提高。

具体看，由于收费标准未发生调整，近三年，公司的通行费收入变化趋势与车流量变化保持一致。其中，2010 年通行费收入增速较车流量增速快 14.12 个百分点，主要是由于收费较高的四、五类车型占比有所提升。2011 年第一季度，公司的路产运行仍然保持了较高的增速。短期内，与莞深高速南段相连的梅观高速大修可能将对莞深高速车流量带来一定负面影响。但长期看，随着珠三角经济的持续增长和路网贯通效果的逐步显现，公司路产车流量和通行费收入将呈现上升趋势。

表 10：近年公司拥有路产通行费收入

路产名称	单位：万元			
	2008	2009	2010	2011.Q1
一、二期	36,819	39,765	53,178	13,624
三期东城段	1,509	1,689	3,876	1,158
龙林高速	4,464	4,540	5,450	1,328
合计	42,792	45,993	62,504	16,110
同比增长	-12.45%	7.48%	35.90%	21.20%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

道路维护方面，公司日常养护实行招标外包，有利于降低日常养护成本。由于公司路段较为平坦，且桥梁较少，养护成本较低。2007 年 10 月至 2008 年 5 月底，公司实行莞深高速一二期大修，共投入资金 5.89 亿元，大修后提升了车辆通行效率。目前公司路产质量良好，未来几年没有大修计划。

公司除拥有一条高速路产外，2007 年和 2008 年公司合计收购广东虎门大桥有限公司（以下简称“虎门大桥公司”）11.11% 的股权，初始投资成本 3.23 亿元。虎门大桥公司旗下主要资产为虎门大桥。虎门大桥是沟通广东省东西部的重要交通要道，全长 15.76 公里，1997 年 5 月建成通车，截至 2010 年末剩余收费年限 18.5 年。从近三年的运营情况看，由于虎门大桥通行车辆以货车为主，受金融危机影响较大，2009 年虎门大桥经营业绩有所波动。但整体看，虎门大桥在广东省东西部的联通中难以替代，因此其具有很强的盈利能力，近年对公司的利润贡献较多。

表 11：近年虎门大桥公司运营情况

	2008	2009	2010	2011.Q1
车流量（万辆）	2,307	2,111	2,454	625
通行费收入（亿元）	9.93	8.66	10.11	2.48
净利润（亿元）	6.39	5.18	6.26	1.36
公司确认投资收益（万元）	4,013	3,106	4,286	822.39
公司确认投资收益占公司利润总额比重	18.49%	9.42%	10.23%	5.74%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司路产运营较为平稳，且随着路网贯通效应的显现仍具有一定增长空间，同时，针对公司路产规模较小，且较为单一的情况，公司未来也将积极寻求合理回报下的成熟路产收购。

金融股权投资

2008 年以来公司先后参股东莞证券、东莞信

托、长安村镇银行、松山湖小额贷款公司等四家金融机构。其中东莞证券经营规模和盈利贡献最大。

东莞证券是全国性综合类券商，2010年中国证监会券商分类中东莞证券首次升级为A类券商，成为广东地区除广发证券外的第二家A类券商。截至目前，东莞证券拥有营业部35家，其中东莞市18家，东莞市外拥有17家。在2009年中国证券业协会统计的排名中，东莞证券总资产排名48位、净资本排名57位、营业收入47位、净利润排名40位、经纪业务净收入排名38位，部均经纪业务净收入排名第8位、净资本收益率21位、成本管理排名第5位。总体看，东莞证券在规模和盈利能力上处于同行业中等水平，较少的营业部使其部均盈利能力和成本控制较好。东莞证券经纪业务在东莞地区的市场份额超过50%，区域优势明显。2010年，其承销保荐业务实现突破，全年实现企业IPO主承销项目3个，增发项目2个。2010年东莞证券营业收入和净利润的下降主要由于自营业务业绩较差。

表 12：近年东莞证券运营情况

	单位：亿元		
	2008	2009	2010
营业收入	4.43	13.57	11.19
净利润	0.42	6.69	4.25
公司确认投资收益	0	1.02	0.77
公司确认投资收益占公司利润总额比重	0	31.0%	18.4%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2008年以来公司不断拓展参股金融领域，成为公司利润的新盈利点，同时，新领域的进入使公司面临着管理和人才方面的挑战。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事局、监事会、专业委员会、经营管理层的法人治理结构，明确了职责权限及运作程序，治理结构较为健全。公司股东会、董事会、监事会、专业委员会和经理层依照法规和治理规则，各司其职、相互协调、有效制衡，公司治理水平较为稳健、高效。

根据证监会要求，公司定期披露内部控制自我评价报告，并不断完善落实内控制度。公司目前建立了涉及财务管理、投资管理、日常经营等方面的一系列内控制度，并定期根据最新的法律法规，结合公司的实际情况对内控制度进行更新。

具体看，在财务管理方面，公司结合实际情况，制定并不断完善财务管理制度。公司自2008年开始实行全面预算管理，控制公司成本。预算过程强调全员参与，对预算内容和标准进行详细具体的界定，全面梳理了各部门人、财、物的消耗情况，从而构建了面向使用者的部门预算体系，使公司各部横向、纵向可比，明确公司各部的预算责任与预算内容。全面预算体系的执行，有利于实现财务预算具体化、系统化和量化，有利于节约开支，降低运营成本，提高公司经济效益。为了确保管理制度切实有效的实行，并加强对公司财务状况的监管，公司在董事会审计委员会下设置内审办公室，负责开展公司的内部审计工作，并且进行自我评价和考核。

在对外投资方面，公司制定了《重大投资决策制度》，各类重大投资事项均需经过公司董事会、内部职能部门及外部专业机构共同决策，公司主要从投资项目的成长性、收益性、与公司长期发展战略匹配程度等角度对项目的可行性进行综合决策。公司还根据项目的投资金额设定不同层级的审批权限，决策效率得到有效提升。

在参股企业管理方面，公司主要通过向参股公司委派董事、监事等方式加强对公司日常经营的管控力度，并定期获取参股企业的运营数据进行及时跟踪分析，以及及时掌握参股企业的最新动态。

在对外担保方面，公司控制严格各类对外担保风险，各子公司必须按照公司《对外担保管理制度》的有关规定履行相应的报批手续。

总体看，公司治理结构良好、内控制度健全、风险管理体系完善，良好的治理水平为公司整体运营效率的提升提供了有效的制度保障。

战略规划

公司未来将继续推进基于公路为主业的适度多元化的发展战略。公司将在风险可控的前提下，

重点对具有行业垄断优势、发展前景明朗的行业进行股权投资，以规避公司单一业务经营风险。公司目前在公路主业外主要还涉足了金融领域，公司未来将注重公路主业的提升和优质参股产业的培育。

具体看，在公路主业方面，随着未来东莞市公路网建设速度的加快，路网规模将逐步提升。公司控股股东东莞市公路桥梁开发建设总公司系东莞市主要的公路建设主体，其未来拥有的路产规模将日益增加。而公司作为东莞市主要的公路运营主体，受股东方的支持力度较大，届时公司将择机通过收购或股东资产注入等形式获得已进入运营期且经济效益较好的公路的收费经营权，公司未来路产规模存在进一步的提升空间。

在参股金融方面，公司计划在对现有参股的证券、信托、小额贷款公司等金融细分领域的日常管理过程中，逐步积累金融行业的经营管理经验、储备专业人才，未来公司将对参股领域中经济效益好、发展空间大的金融子产业进行重点培育，同时公司将密切关注参股领域之外的金融子领域。

在其他领域方面，公司将着重在盈利能力强、垄断优势显著的业务领域进行积极探索，发掘新的利润增长点。

在资本支出方面，公司目前尚未制定明确的投资支出计划。2011年公司主要的资本支出为收购莞深高速资产管理中心资产（主要为综合办公楼和职工宿舍），2011年需要支付收购价格1.57亿元。公司未来资本支出规模会随着参股领域的调整而具有一定的不确定性。

整体看，公司发展战略较为明晰，并根据自身的业务特点进行了较为合理和稳健的战略布局。不过我们也发现，尽管公司目前的管理架构能适合公司的发展战略，但未来新进入领域的多元化和业务领域的不确定性，仍将对公司战略是否能顺利有效推进形成一定的影响。

财务分析

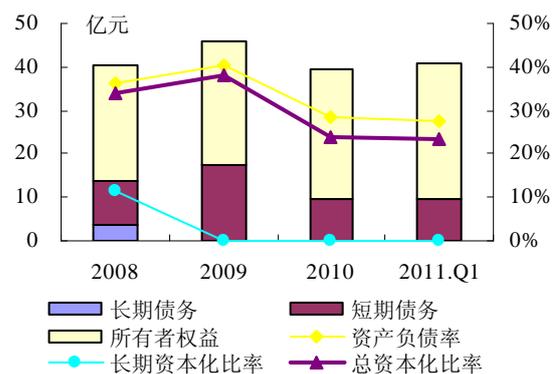
以下分析主要基于公司提供的经由北京兴华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的2008~2010年财务报告和未经审计的2011年第一季度财务报表。

资本结构

资产规模来看，近年公司资产规模呈小幅波动。其中，2009年末，公司总资产为47.24亿元，较上年增长13.24%，主要由于公司当年新增对东莞证券和东莞信托投资增大了长期股权投资规模，同时2009年12月公司发行5亿元短期融资券增加了货币资金；2010年末公司总资产为42.02亿元，同比降低11.05%，主要由于公司偿还银行借款本金使货币资金减少；2011年一季度末，公司总资产为43.33亿元。

从负债水平来看，近三年一期，公司负债总额与资产规模的波动趋势基本一致，2009年第一期短期融资券5亿元于12月发行，使公司负债总额增加26.39%至19.00亿元，2010年公司偿还了约8亿元的短期借款和一年内到期非流动负债，使公司2010年负债总额减少37.51%。2009年以来公司的杠杆比率持续下降，截至2011年一季度末，公司资产负债率和总资本化率分别为27.66%和23.37%，具有较好的财务弹性，在同行业中处于较好水平。本次公司债券发行后，以2011年一季度末的数据为基础进行静态计算，公司资产负债率和总资本化率将升至37.72%和34.57%，仍在合理范围内。

图5：2008~2011.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 13: 2010 年高速公路行业部分上市公司资本结构比较

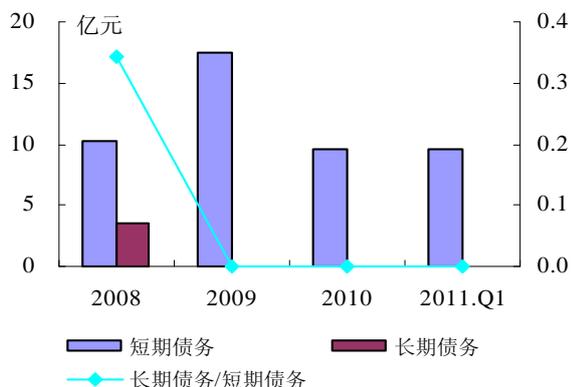
公司简称	总资产	资产负债率	总资本化率	长期债务/短期债务
宁沪高速	248.97	27.61%	25.80%	0.97
皖通高速	94.11	35.97%	27.57%	18.11
现代投资	64.90	32.78%	18.65%	-
楚天高速	60.12	47.18%	39.81%	2.50
东莞控股	42.02	28.26%	24.00%	0.00
东北高速	41.29	6.2%	0.00%	-
吉林高速	24.91	21.84%	7.15%	0.00

注: 东北高速长短期债务均为 0, 现代投资短期债务为 0.

资料来源: 中诚信证评整理

从债务期限结构看, 2009 年以来公司没有长期债务, 全部为短期债务, 公司以短期债务为主的债务结构在信贷趋紧的环境下存在一定流动性风险, 不利于公司业务规模的扩展。本次公司债券募集资金中 3 亿元用于偿还银行短期借款, 剩余补充公司流动资金, 对改善公司债务结构, 扩大公司经营规模有较好作用。

图 6: 2008~2011.Q1 公司债务结构分析



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

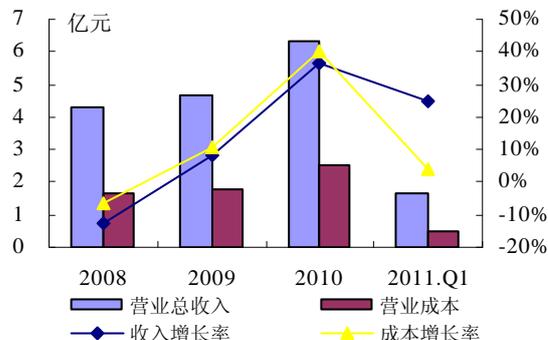
总体看, 在公司高速公路主业运营较为稳定, 金融业务拓展稳步推进的背景下, 近年公司的资产规模较为稳健和杠杆比率持续改善, 但公司目前负债全部为短期债务, 债务期限结构仍有待优化。未来, 随着公司高速公路资产和金融股权投资规模扩大, 公司整体资产规模和杠杆比率可能进一步上升。

盈利能力

从收入来看, 近年公司营业收入中超过 98% 来自莞深高速通行费收入。2008 年以来公司营业收入呈现加速上涨的态势, 主要由于 2008 年公司完成莞深高速一二期大修提高了通行效率以及 2009 年

末莞深高速石碣段通车路网贯通效应显现。2010 年, 公司实现营业收入 6.35 亿元, 近三年复合增长率为 21.56%; 2011 年第一季度, 公司实现营业收入 1.64 亿元, 同比增长 24.58%, 保持了较高的增速。

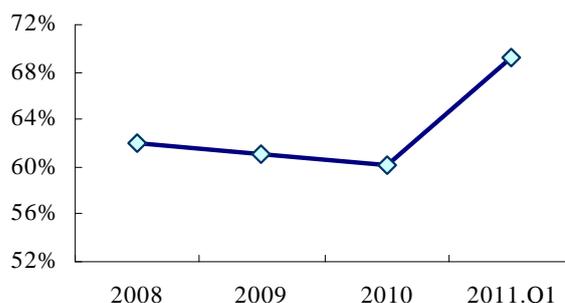
图 7: 2008~2011.Q1 公司收入成本分析



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从营业毛利率来看, 公司实行工作量法计提高速公路资产折旧, 近年车流量增长增加收入的同时也增加了路产的折旧成本, 整体看近三年成本增速较收入增速稍快, 导致 2008~2010 年毛利率水平略微走低, 2010 年公司毛利率为 60.06%, 同行业中属于中等水平。2011 年第一季度, 营业毛利率提升至 69.14%, 主要因一季度车流量增长而维护及其他成本相对稳定。

图 8: 2008~2011.Q1 公司营业毛利率变化



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 14: 2010 年高速公路行业部分上市公司盈利能力比较

公司简称	营业毛利率	三费收入占比	总资产收益率
宁沪高速	56.21	7.86	10.08
皖通高速	70.61	13.99	9.08
现代投资	67.91	7.16	13.09
楚天高速	63.69	5.33	8.2
东莞控股	60.06	10.88	7.89
东北高速	40.66	4.93	5.91
吉林高速	36.82	14.37	2.94

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面，近三年随着公司通行费收入的提升，公司管理费用和财务费用较为稳定，因此期间费用收入占比逐年下降，2010年三费收入占比为10.88%，2011年第一季度进一步降至7.33%，公司的期间费用控制能力较强。

表 15：2008~2011.Q1 公司期间费用分析

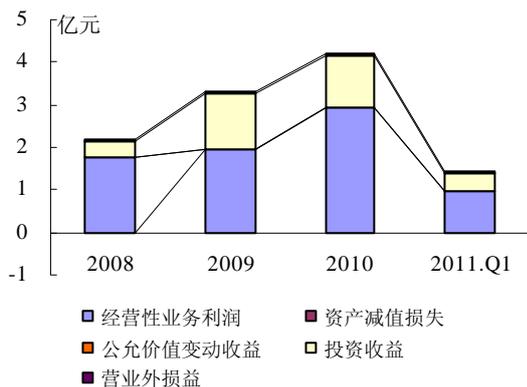
单位：亿元

	2008	2009	2010	2011.Q1
销售费用	0	0	0	0
管理费用	0.24	0.26	0.26	0.03
财务费用	0.53	0.49	0.43	0.09
三费合计	0.77	0.75	0.69	0.12
三费收入占比	17.89%	16.06%	10.88%	7.33%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从利润总额来看，近年公司的利润总额主要由高速公路业务利润和参股虎门大桥、东莞证券、东莞信托的投资收益构成。2010年公司实现利润总额4.19亿元，三年复合增长率为38.97%，其中经营性业务利润和投资收益分别占公司利润总额的69.79%和29.70%，近三年复合增长率分别为28.95%和76.10%。未来，公司虎门大桥投资收益相对稳定，而金融领域的投资收益预计将随着东莞证券业务拓展和其他资产运营的逐步成熟而有所提升。

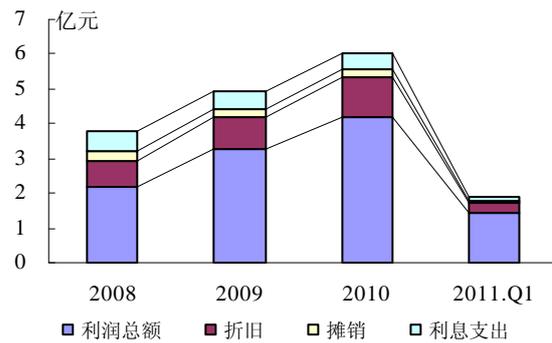
图 9：2008~2011.Q1 公司利润总额情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

现金获取方面，随着车流量的增长，公司利润总额和折旧均持续增长，EBITDA 三年复合增长率为25.91%。2010年公司实现EBITDA 6.01亿元，其中利润总额占比69.75%，折旧占比18.76%。

图 10：2008~2011.Q1 公司 EBITDA 构成及变化



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，随着莞深高速车流量的增长和公司多元化战略的实施，公司整体盈利能力持续提升。未来，随着路网贯通效应的进一步发挥和参股金融业务的成熟运营，公司的盈利规模有望进一步提升。

偿债能力

从债务规模来看，2007-2008年公司进行莞深高速一二期大修和2009年投资东莞证券和东莞信托，使得2008年和2009年公司债务规模上升。2010年公司利用自有资金偿还部分短期债务，改善公司结构，降低了债务规模。

获现能力的提升和债务规模的下降使得公司的偿债能力持续改善。2010年末，公司EBITDA利息保障倍数升至14.34，公司利息偿还能力很强。总体看，公司目前偿债压力较小，偿债能力较强。

表 16：2008~2011.Q1 公司主要偿债能力指标

	2008	2009	2010	2011.Q1
短期债务 (亿元)	10.20	17.51	9.52	9.56
长期债务 (亿元)	3.50	0	0	0
总债务 (亿元)	13.70	17.51	9.52	9.56
EBITDA (亿元)	3.79	4.93	6.01	1.89
总债务/EBITDA (X)	3.61	3.55	1.58	1.26
EBITDA 利息保障倍数	6.46	10.18	14.34	20.52
经营活动净现金流 (亿元)	3.02	3.18	4.53	1.44
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.22	0.18	0.48	0.60
经营活动净现金流/利息支出 (X)	5.14	6.57	10.80	15.63

注：2011.Q1 总债务/EBITDA 和经营净现金流/总债务经过年化
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在财务弹性方面，截至2011年3月末，公司拥有授信总额为16.10亿元，其中未使用额度为11.65亿元，公司拥有一定的备用流动性。

在或有负债方面，截至 2010 年末，公司无对外担保。

总体看，公司近年高速公路业务运营稳步提升，同时投资参股业务利润贡献逐年增多，成为公司新的利润增长点。未来随着经济发展和路网贯通效应进一步发挥以及参股金融公司逐渐成熟，公司业绩将有一定增长空间。同时，公司计划择机收购成熟路产并持续拓展多元化运营领域，投入的增多短期内可能使公司偿债能力面临一定挑战，但长期看有利于公司整体业绩提升。

担保实力

广东省融资再担保有限公司（以下简称为“广东再担保”或“公司”）成立于2009年2月，前身为广东省中小企业信用再担保有限公司，于2011年3月更为现名。广东再担保成立的宗旨是为广东省加快基础设施建设和经济发展提供担保和再担保，并推动产业转型升级和建立现代产业体系服务。同时积极参与和引导广东省、市、县三级信用担保体系建设，增强中小企业的融资担保能力，推动全省担保行业的健康发展，服务于广东经济社会发展。截至2011年3月末，公司总股本为人民币20亿元，其中广东财政实际出资10亿元，广东粤财投资控股有限公司（以下简称“广东粤财”）出资10亿元，20亿元全部以广东粤财为出资人。广东粤财系广东省政府的全资金融控股平台，旗下资产涉及信托、资产管理、再担保、股权投资、实业投资等领域，公司未来能在资本金补充和业务拓展上得到广东省政府的大力支持。

公司自成立以来主要从事再担保业务和担保业务，公司注重创新产品的开发，目前已陆续推出了十余个创新产品。同时，公司利用自有闲置资金对以固定收益类产品为主的低风险投资品种进行资本配置。

截至2010年末，公司在保余额181.97亿元，风险责任余额为27.24亿元，净资产放大倍数为1.17倍，全年实现业务收入10,613.81万元，其中担保业务收入3307.87万元、资本金利息收入1627.71万元、由信托和理财产品贡献的投资收益5678.23万元，实现净利润2642.44万元。截至2011年3月31日，公司

在保余额203.78亿元，风险责任余额为28.74亿元，净资产放大倍数为1.23倍，实现担保业务收入444.80万元，利息收入295.58万元。

业务运营

公司依托省政府的行政资源和资金支持，通过市场化运作、专业化保障以及“渠道+直销”的模式来拓展业务和构建担保体系，以实现政策性目标和公司的可持续发展。公司担保业务类型主要分为再担保业务和直保业务，仍以再担保业务为主，公司再担保业务自成立以来保持了较快的增速。截至2010年12月31日，公司在保余额为181.97亿元，风险责任余额为27.24亿元，公司再担保和直保业务占在保余额的比例分别为93.32%和6.68%。至2011年1季度末，公司在保余额进一步上升至203.78亿元。此外，公司亦利用闲置资金开展资本业务。根据公司未来业务发展规划，今后公司将形成以政策性业务、市场化业务和资本业务共同发展的“1+1+1”的业务结构。

表 17：2009.12 ~ 2011.Q1 公司在保业务情况

单位：亿元

业务类型	2009.12	2010.12	2011.Q1
(一) 再担保业务	59.23	169.81	191.25
1. 机构再保	48.40	152.55	173.43
2. 产品再保	9.33	15.76	16.21
其中：速保通	9.33	15.76	16.21
3. 项目再保	1.50	1.50	1.62
其中：信托项目再保	1.50	0.00	0.00
中期票据	0.00	1.50	1.50
银行贷款再保	0.00	0.00	0.12
(二) 直保业务	10.60	12.16	12.53
1. 融资性直保	1.83	11.36	11.63
其中：信托项目直保	0.33	6.90	5.58
银行贷款直保	1.50	3.09	4.68
集合债	0.00	1.37	1.37
2. 非融资性直保	8.77	0.80	0.90
其中：诉讼保全担保	8.77	0.00	0.00
保函担保	0.00	0.80	0.90
总计	69.84	181.97	203.78

资料来源：广东再担保提供、中诚信证评整理

再担保业务方面，公司目前再担保业务可分为机构再保、产品再保、项目再保三类。

其中机构再保业务是指公司对合作担保机构整体在保项目进行再担保，主要的业务合作对象为优质的政策性担保机构或经公司评级达到AA-级以上的商业担保机构。公司与合作担保机构约定，公

司在合作担保机构以其全部财产尚不足以承担担保责任时，公司承担再担保项目贷款本金的50%的补充代偿责任，即公司只承担一般保证责任。自2009年6月公司正式推出机构再担保产品后，该类产品业务规模增速显著，主要合作担保机构为广东中盈达、广东银达、广州市融资担保中心等。截至2010年末，机构再保业务在保余额为152.55亿元；同时，自2010年4月以来，公司与建行、交行等银行签订机构再担保协议，约定银行承担10%至20%的担保责任，公司为合作担保机构向银行承担90%至80%的再担保责任。截至2010年末，公司为上述合作担保机构提供的机构再担保业务向银行确认了再担保项目余额18.82亿元，按约定比例确认的再担保责任余额15.65亿元。因此尽管公司再担保总体规模较大，但实际的再担保责任余额很小，这有利于公司控制再担保业务风险；

产品再保主要指公司开发的“速保通”和类速保通的再担保业务。“速保通”是中国建设银行广东省分行与广东再担保共同开发的针对中小企业、由担保机构提供有效担保、广东再担保承担固定比例再担保的信贷融资担保产品。近年“速保通”业务规模增速较快，截至2010年12月31日，速保通业务的在保余额达到15.76亿元，较上年增长68.91%；

项目再保主要包括信托项目再担保、中期票据再担保和银行贷款再担保。2009年公司新增信托项目再担保额1.5亿元，该担保责任目前已解除。2010年公司“广州市2010年第一期集合中期票据”提供再担保，金额1.5亿元，截至2010年末公司项目再担保在保余额为1.5亿元。

直保业务方面，公司直保业务可分为融资性直保和非融资性直保。其中融资性直保业务主要为重大项目直保和过桥融资担保，具体业务包括信托项目直保、银行贷款直保和集合债担保，截至2010年末，公司融资性直保业务在保余额达到11.36亿元；非融资性直保业务主要包括工程保函和诉讼担保等，截至2010年末，公司非融资性直保业务在保余额达到0.8亿元，未来将成为公司的一大重要发展业务板块。

资本业务方面，公司资本业务主要为利用自有资金从事固定收益类产品的稳健投资。近年来公司

资本业务的重要性日益显现，公司主要投资产品为关联公司的信托计划等，期限通常不超过1年。整体看公司资金业务安全性较高，流动性较好。

总体看，公司业务构建清晰，担保业务发展速度较快，至2010年末在保余额增至181.97亿元，至2011年3月末在保余额进一步增至203.78亿元。鉴于公司稳健的业务经营风格和较好的风险控制能力，公司2010年末及2011年1季度末在保余额中的风险责任余额分别为27.24亿元和28.74亿元，且由于公司成立时间较短、风控政策较为严格，目前已解除担保责任的代偿率和损失率均为零。此外，资金业务亦对公司利润的稳定形成了重要的支撑。

表 18：2009~2011.Q1 担保业务发生及代偿情况

	单位:亿元		
	2009	2010	2011.Q1
在保余额	69.84	181.97	203.78
本期解除担保额	0.00	59.89	21.07
当期代偿额度	0.00	0.00	0.00

资料来源：广东再担保提供、中诚信证评整理

风险管理

担保公司的业务结构决定了公司需要施行较为严格的风险管理，建立严格的风险管理构架、制度体系、有效的制度执行和严谨的流程控制，对于担保公司的持续健康运营至关重要。

在制度方面，公司全面建立起以直保、再保两条业务主线及其相关子产品的项目操作、审查、评审、保后、代偿追偿等系列制度。我们认为公司各项制度规定严格、详细，各类业务以安全性为主。

再担保公司面临的风险主要为信用风险、核心承保组合风险、操作风险、投资风险等。其中信用风险主要为是指由于受保客户信用状况变动导致违约而使公司可能承受代偿损失的风险；承保组合风险是担保公司担保业务品种、客户、行业、区域、期限过于集中，相关性过高从而导致的违约风险；操作风险主要为由于内部程序、人员、系统的不完善或失误，或外部事件而导致损失的风险；投资风险主要指公司在投资过程中由于市场波动形成的投资损失。

信用风险管理

在信用风险管理方面，公司信用风险管理主要针对包括再担保业务中来源于合作担保机构的信用风险和直保业务中来源于受保客户的信用风险。

公司在再保和直保业务中通过与银行和合作担保机构建立风险分担机制来降低风险敞口，并同时设置偿付宽限期来降低代偿流动性风险。再保业务中，银行承担实际损失的10%至20%，其余部分由担保机构和公司分摊。其中机构再保业务只有在合作担保机构破产清算而无力代偿时，才由公司进行实际代偿。直保业务中，公司与银行通常按照8:2或9:1的比例来分担风险责任，风险分担机制使公司有效地分散了代偿风险。此外，公司在再担保业务开展过程中亦引入各级政府担保基金参与风险分担，担保基金承担全部融资额20%的实际损失。

其次，公司通过利用内部评级体系和外部专业评级机构评级来加强对合作机构的准入管理。根据公司内部评级体系，公司机构再保业务仅针对外部评级AA-级以上的担保机构开展，BBB级以上的担保机构重点开展产品再保业务，其他只能开展风险较小的项目再保业务。此外，公司参考评级结果对合作担保机构进行授信管理，授信额度为对合作担保机构的净资产乘以净资产放大倍数，公司按合作担保机构对于的不同信用等级给予不同的放大倍数，最高限额一般不超过10倍。

再次，公司针对各类业务制定了严格的承保和风险评审流程。担保项目立项之后，由担保项目组分A、B角进行现场调查，形成尽职调查报告交至风险管理部；风险管理部视项目需要再次进行现场调查，风控经理出具审核意见，并最终与法律事务部出具联合报告，提交项目评审委员会审议。其中，直保项目必须进行现场调查，单笔金额5000万以上的直保和再保项目，担保项目组组长要到现场参与调查，单笔金额超过1亿元的直保和再保项目，风险管理部负责人需要参加现场调查。项目评审委员会掌握对项目评审的最终决策权，任何项目必须经过项目评审委员会的通过和否决，其他部门无权通过和否决担保项目。风险控制委员会委员可列席项目评审会议，但仅有发言权，没有投票权。

在反担保措施方面，公司对再保和直保业务均要求有反担保的措施。公司在第一还款来源充足的基础上，重点关注土地、房产等标准抵押物。作为反担保的抵押物或质押物必需经公司认可的第三方评估机构评估，公司再根据具体的资产情况及变现因素，相应地按一定折扣计价，目前公司对抵押物覆盖率采取较为谨慎的政策，基本要求足额或超额覆盖。

在准备金计提方面，公司遵照监管要求，按当年担保费收入的50%计提未到期担保责任准备金，并按当年担保责任余额1%的比例计提担保赔偿准备。公司较为充分的准备金计提将有效增强其未来应对代偿损失的能力。

承保组合风险管理

在承保组合风险管理方面，从业务地域分布看，公司目前业务涉及广东省的各级地市，不过业务仍然主要集中在广州、佛山、中山等珠江三角洲地区，由于珠三角地区产业结构近似度高，公司行业集中度也相对较高。

从客户个体风险集中度看，公司最大单一企业客户担保责任余额1亿元、前5大企业客户担保责任余额为2.98亿元、公司承担的最大一家担保机构再担保业务责任余额为7.69亿元、公司承担的前5大家担保机构再担保业务责任余额为19.93亿元，总体看公司客户结构较为分散。

表 19：2010 年公司担保业务集中度状况

单位：万元	
	2010
最大单一企业客户担保责任余额	10,000
前 5 大企业客户担保责任余额	29,833
公司承担的最大一家担保机构再担保业务责任余额	76,904
公司承担的前 5 大家担保机构再担保业务责任余额	199,268

资料来源：广东再担保提供、中诚信证评整理

操作风险管理

在操作风险管理方面，为降低业务操作中的操作风险，公司建立了保前调查与担保审查、审核及审批分离的项目评审制度。公司的风险控制委员会负责对担保项目和投资项目等进行监督和审计，法律事务部负责公司各项事务的合规性审查。

目前公司业务部和风险部相对独立，实现了职责分离，减少不同职位间潜在的利益冲突。同时，公司在保前调查阶段执行双人调查制度，有利于相互形成牵制，弱化道德风险。公司风险控制更多依赖自身的业务流程控制和风险制度建设，加上多级审核制度，使个别环节、个人的原因发生操作风险的可能性相对较小。不过随着未来业务规模增长，公司须制定更为严谨的流程安排，并强化监督机制，以控制操作风险。

投资风险管理

在投资风险管理方面，公司主要由财务部从安全性、流动性角度来配置闲置资产，并不作为主要的盈利手段。公司严格控制投资产品品种，目前均集中在风险低、收益稳定的固定收益类产品。

截至2010年末，公司共持有各类信托及银行理财产品合计14.46亿元。其中信托产品主要为关联公司粤财信托设计的信托计划，规模约为10.75亿元，鉴于公司与粤财信托系关联企业，对粤财信托的产品设计及信托计划发行人能获得较为充分的信息支持，因此能较好地把握信托计划的风险，故公司投资信托计划风险很小。

整体看，公司内控制度完善、风险控制措施有效，能对信用风险、承保组合风险、操作风险管理和投资风险进行有效的管理，并能满足现有业务的开展需求。不过我们也注意到，鉴于公司成立时间较短，业务仍以再担保业务为主，随着未来公司市场化业务规模的提升，或将对公司的风险控制能力提出更高的要求。

财务实力

从盈利状况来看，广东再担保由于成立时间尚短，盈利规模较低，2009年~2011年一季度实现担保业务收入分别为2,507.19万元、3,307.87万元和444.80万元。收入构成方面，产品再担保（“速保通”）业务为广东再担保主要的收入来源，2010年收入占比为40.40%；其余业务主要包括机构再担保、项目再担保、融资性直保和非融资性直保，2010年业务占比分别为7.25%、4.76%、45.89%和1.70%。广东再担保按照年末担保责任余额的1%计提担保赔偿准备金支出，随着业务规模逐步扩大，担保责任余

额增大，与此同时人员工资及业务费用也呈增长态势，2010年担保赔偿准备金支出和业务及管理费分别为2,864.31万元和3,550.43万元，较上年增长350.57%和125.93%。另外，广东再担保按照当年保费收入的50%计提未到期担保责任准备金，2010年担保准备金提转差为400.34万元。由于承担的再担保业务政策性较强，收费较低，加上成立初期业务规模有限，广东再担保在扣除计提的风险拨备以及相关的业务费用之后处于亏损状况，2009年~2011年一季度担保业务利润分别为-1,091.49万元、-3,689.15万元和-1,618.09万元。

表 20：2009~2011.Q1 担保业务盈利情况

单位：万元

	2009	2010	2011.Q1
担保业务收入	2,507.19	3,307.87	444.80
担保赔偿准备金支出	635.71	2,864.31	163.57
业务及管理费	1,571.48	3,550.43	1,692.00
担保准备金提转差	1,253.60	400.34	182.29
担保业务利润	-1,091.49	-3,689.15	-1,618.09

资料来源：广东再担保提供、中诚信证评整理

除担保业务利润外，广东再担保由于资金充裕，其银行存款以及投资的银行理财产品、信托产品能够带来较大的投资收益，2010年投资收益（含利息收入）为7,305.93万元，同比增长114.90%。2011年一季度达到2,774.51万元。受益于此，广东再担保净利润状况良好，2009年~2011年一季度分别为1,718.09万元、2,642.44万元和867.32万元。

表 21：2009~2011.Q1 公司利润简表

单位：万元

	2009	2010	2011.Q1
担保业务利润	-1,091.49	-3,689.15	-1,618.09
投资收益（含利息收入）	3,399.74	7,305.93	2,774.51
营业利润	2,308.26	3,616.79	1,156.42
净利润	1,718.09	2,642.44	867.32

资料来源：广东再担保提供、中诚信证评整理

流动性方面，截至2010年末广东再担保总资产24.71亿元，货币资金、交易性金融资产（主要为银行理财产品）和一年内到期的非流动资产（主要为信托产品）分别为7.41亿元、0.095亿元和14.04亿元，期末流动资产合计22.50亿元，占总资产的91.07%，资产整体流动性良好。为提高资金利用效率、增加投资收益，2010年以来，广东再担保扩大信托产品的投资比例，在一定程度上增大了投资风

险和流动性风险，但考虑到投资期限都控制在 2 年以内，且合作方信用状况良好，中诚信证评认为目前相关风险可控。由于业务运营时间尚短，广东再担保尚没有发生代偿的情况。未来随着业务规模拓展以及担保责任到期，客户信用状况变动可能对广东再担保流动性带来的压力值得关注。

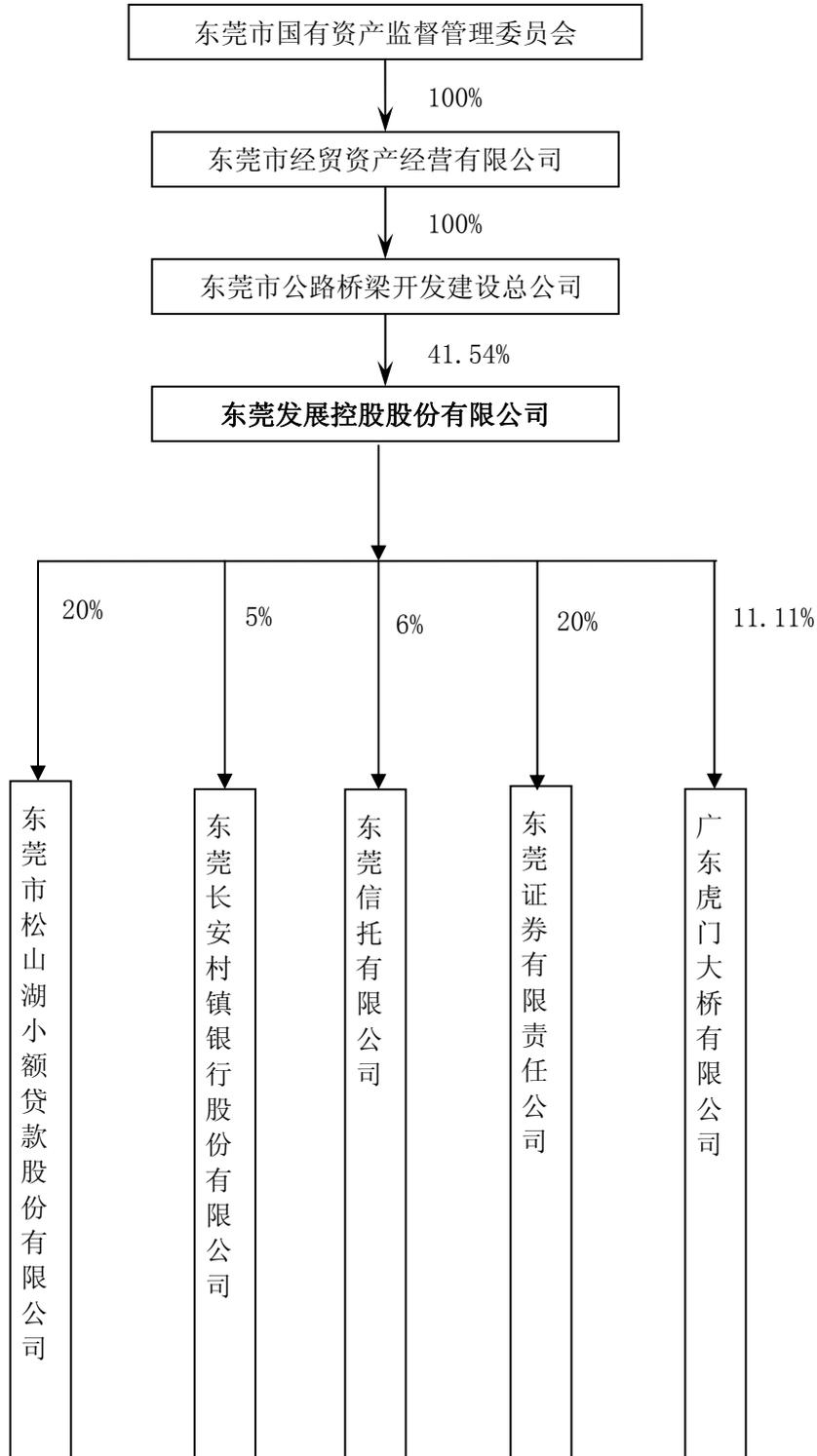
资本充足性方面，广东再担保实收资本 20 亿元，2010 年获得政府担保专项资金 0.5 亿元（计入资本公积），加上利润累积，期末净资产 23.34 亿元。2010 年末广东再担保在保余额 181.97 亿元，由于采取与合作银行、担保机构风险分担的机制，广东再担保风险责任余额仅 27.24 亿元，净资产担保倍数达到 1.17 倍，处于合理的范围，公司实际担保放大倍数较低，资本充足率高。

总体来看，广东再担保作为广东省内唯一的政策性再担保机构，得到相关政府部门的支持，自 2009 年成立以来业务发展迅速。虽然担保业务自身利润状况不佳，但随着资金利用效率的提高，盈利状况得到改善。与此同时，由于尚处于业务拓展初期，广东再担保资本金充裕，资产流动性良好，但中诚信证评对未来业务规模扩大带来的资本需求增加及流动性压力增大保持关注。

结 论

综上，中诚信证评认为本次公司债券信用质量很高，信用风险很低，中诚信证评认为东莞控股在未来一定时期内的信用水平将维持稳定。

附一： 东莞发展控股股份有限公司股权结构图（截至 2010 年 12 月 31 日）



附二：东莞发展控股股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010	2011.Q1
货币资金	15,439.89	55,175.56	5,188.27	21,167.90
应收账款净额	768.27	1,134.03	1,801.25	2,056.65
流动资产	48,725.19	58,634.66	7,162.66	26,901.56
长期投资	26,579.69	83,051.54	95,311.09	92,302.26
固定资产合计	290,361.36	282,261.23	271,989.96	269,022.85
总资产	417,162.24	472,378.86	420,192.07	433,280.29
短期债务	102,000.00	175,056.36	95,180.90	95,565.26
长期债务	35,000.00	0.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	137,000.00	175,056.36	95,180.90	95,565.26
总负债	150,342.17	190,019.40	118,750.75	119,852.18
所有者权益（含少数股东权益）	266,820.07	282,359.46	301,441.32	313,428.11
营业总收入	42,950.66	46,444.20	63,466.80	16,393.02
三费前利润	25,270.13	26,920.24	36,146.56	10,765.09
投资收益	4,013.10	13,332.22	12,444.95	4,560.51
净利润	18,448.38	29,051.41	35,207.60	11,986.79
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	37,900.75	49,251.20	60,080.64	18,897.77
经营活动产生现金净流量	30,190.07	31,795.47	45,252.45	14,392.46
投资活动产生现金净流量	-42,760.61	-14,990.25	840.41	2,630.90
筹资活动产生现金净流量	12,865.78	22,930.44	-96,080.16	-1,043.74
现金及现金等价物净增加额	295.24	39,735.67	-49,987.29	15,979.63
财务指标	2008	2009	2010	2011.Q1
营业毛利率（%）	61.93	61.06	60.06	69.14
所有者权益收益率（%）	6.91	10.29	11.68	15.30
EBITDA/营业总收入（%）	88.24	106.04	94.66	115.28
速动比率（X）	0.42	0.31	0.06	0.23
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	0.18	0.48	0.60
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.18	0.48	0.60
经营活动净现金/利息支出（X）	5.14	6.57	10.80	15.63
EBITDA 利息倍数（X）	6.46	10.18	14.34	20.52
总债务/EBITDA（X）	3.61	3.55	1.58	1.26
资产负债率（%）	36.04	40.23	28.26	27.66
总债务/总资本（%）	33.93	38.27	24.00	23.37
长期资本化比率（%）	11.60	0.00	0.00	0.00

注：2011 年一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 指标经过年化。

附三：广东省融资再担保有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011.Q1
货币资金	192,025.45	74,085.78	49,340.92
交易性金融资产	10,000.00	950.00	10,950.00
委托贷款	0.00	9,500.00	9,200.00
一年内到期的非流动资产	0.00	140,392.29	136,922.34
流动资产合计	204,031.31	225,045.96	208,180.82
持有至到期投资	0.00	3,304.00	2,970.00
长期股权投资	0.00	18,500.00	37,400.00
固定资产合计	210.34	260.28	241.21
资产总计	204,241.66	247,110.24	248,792.03
担保赔偿准备金	635.71	3,500.01	3,663.58
未到期担保责任准备金	1,253.60	1,653.93	1,836.23
流动负债合计	2,034.04	9,713.82	10,609.27
非流动负债合计	489.52	4,035.89	3,954.91
负债合计	2,523.56	13,749.71	14,564.18
所有者权益合计	201,718.09	233,360.53	234,227.85
担保业务收入	2,507.19	3,307.87	444.80
担保赔偿准备金支出	635.71	2,864.31	163.57
业务及管理费	1,571.48	3,550.43	1,692.00
担保准备金提转差	1,253.60	400.34	182.29
担保业务利润	-1,091.49	-3,689.15	-1,618.09
利息收入	3,399.74	1,627.71	295.58
投资收益	0.00	5,678.23	2,478.93
营业利润	2,308.26	3,616.79	1,156.42
所得税	620.17	926.99	289.11
净利润	1,718.09	2,642.44	867.32
财务指标	2009	2010	2011.Q1
在保余额	698,386.00	1,819,705.00	2,037,819.00
风险责任余额	147,732.00	272,400.00	287,362.00
净资产	201,718.09	233,360.53	234,227.85
净资产放大倍数	0.73	1.17	1.23

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

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 = (营业总收入 - (营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金支出 + 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)) / 营业总收入

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) / 合同销售收入

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)

净在保余额 = 在保余额 - 分保余额

净资产担保放大倍数 = 风险责任余额 / 净资产

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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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。
- 4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于2011年东莞发展控股股份有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用等级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

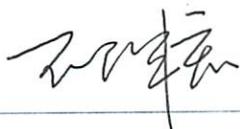
在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

(本页无正文,为《东莞发展控股股份有限公司2011年公司债券信用评级报告》
之签署页)

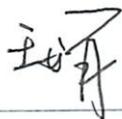
分析师:



邵津宏



魏巍



王娟

中诚信证券评估有限公司

2011年6月8日

