



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪036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其
贵公司已发行的“东莞发展控股股份有限公司2011年公司
债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评
级委员会最后审定，贵公司本次跟踪评级的主体信用等级
为AA，评级展望稳定；本期无担保债券的信用等级为AA，
有担保债券的信用等级为AA+。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一三年五月七日

东莞发展控股股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2013）

发行主体	东莞发展控股股份有限公司		
担保主体	广东省融资再担保有限公司		
发行规模	人民币 7 亿元		
存续期限	3 年期无担保债券 2011/09/22-2014/09/22 5 年期有担保债券 2011/09/22-2016/09/22		
上次评级时间	2012/5/28		
上次评级结果	无担保债项级别	AA	
	有担保债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	无担保债项级别	AA	
	有担保债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

东莞控股	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益(亿元)	30.14	31.77	33.82	34.82
总资产(亿元)	42.02	49.89	50.29	51.34
总债务(亿元)	9.52	13.55	11.84	11.84
营业收入(亿元)	6.35	7.19	7.38	1.67
营业毛利率(%)	60.06	63.25	66.21	69.09
EBITDA(亿元)	6.28	6.78	7.11	1.84
净资产收益率(%)	11.68	11.17	10.50	11.51
资产负债率(%)	28.26	36.31	32.76	32.18
总债务/EBITDA(X)	1.52	2.00	1.62	1.56
EBITDA 利息倍数	14.99	11.28	8.00	9.63
广东再担保	2010	2011	2012	
总资产(亿元)	24.71	23.86	29.29	
担保赔偿准备金(万元)	3,500.01	8,378.17	12,972.2	
未到期担保责任准备金(万元)	1,653.93	2,087.84	5,182.50	
所有者权益(亿元)	23.34	21.23	25.88	
担保业务收入(万元)	3,307.87	4,175.67	10,365.0	
利息收入(万元)	1,627.71	1,115.08	646.55	
投资收益(万元)	5,678.23	9,490.05	9,188.68	
净利润(万元)	2,642.44	2,948.36	5,558.93	
在保余额(亿元)	186.49	244.32	299.46	
风险责任余额(亿元)	27.24	78.31	169.72	
净资产放大倍数(倍)	1.17	3.69	6.56	

注：东莞控股 2013 年一季度的净资产收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化处理；

基本观点

2012 年，在路网贯通效应的进一步发挥及部分车型收费标准下降的推动下，东莞发展控股股份有限公司（以下简称“东莞控股”或“公司”）车流量仍保持较快增长，收入规模也相应扩大。同期，公司参股企业投资效益良好，为公司盈利提供持续、有力的支撑。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注收费政策变化及分流效应等因素对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持“东莞发展控股股份有限公司 2011 年公司债券”无担保债项信用级别 AA，有担保债项信用级别 AA⁺，维持东莞控股主体信用等级 AA，评级展望为稳定。该级别考虑了广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）为本次债券提供的全额不可撤销连带责任担保对债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 莞深高速车流量持续增长。莞深高速南北全线贯通，为广州与深圳之间的第二条高速路线，区位优势突出。2012 年，随着路网效益进一步发挥及部分车型收费标准下调，加之公司对路网知名度进行了积极推广，莞深高速车流量继续保持增长，公司收入规模也相应扩大。
- 参股企业经营效益良好。公司参股投资的广东虎门大桥以及东莞证券、东莞信托等金融企业总体经营效益良好，贡献了大量投资收益，成为公司重要的利润来源，且多元化的股权投资也有利于公司分散主业较为单一的经营风险。
- 财务状况良好。公司盈利能力仍较强，负债水平较低，资本结构稳健，现金流表现良好，整体偿债能力依然很强。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013年5月7日

关注

- 分流压力。近年珠三角城际轨道交通建设加快，穗莞深城际轨交即将建成通车，将对公司高速公路形成一定分流影响。此外，与莞深高速南段相连的梅观高速仍处于扩建阶段，短期内可能将对莞深高速车流量带来一定负面影响。
- 公路行业收费政策的变化对公司经营造成一定影响。2012年广东省统一收费标准及节假日小型客车免费通行政策等实施对公司通行费收入造成一定的负面影响，公司当年通行费收入增速大幅放缓。

行业关注

受外围经济疲软影响，2012年广东省经济增速回落，但高速公路行业发展环境依然较好，高速公路建设投资仍持续增加

受全球经济复苏放缓、欧债危机及国内经济结构调整影响，2012年我国经济增速下滑。外需不足也导致经济外向依存度较高的广东省对外贸易增速相应下滑，2012年全省完成进出口总额9,838.15亿美元，同比增长7.7%，增速较上年下滑8.7个百分点。同年，广东省实现生产总值57,067.92亿元，同比增长8.2%，增幅同比回落1.8个百分点。

表 1：2012年广东省重要经济指标

指标	数量	同比增幅
国内生产总值（GDP）	57,067.92 亿元	8.2%
人均 GDP	54,095 元	7.1%
全社会固定资产投资额	19,307.53 亿元	15.5%
进出口总额	9,838.15 亿美元	7.7%
出口总额	5,741.36 亿美元	7.9%
进口总额	4,096.79 亿美元	7.4%
货物吞吐量	140,776 万吨	5.3%
港口集装箱吞吐量	4,762.99 万 TEU	3.2%

数据来源：广东省统计局，中诚信证评整理

但是，随着近几年人均可支配收入提升和购买力增强，广东省汽车保有量逐年增长，进一步提升公路需求，也促进了广东省交通运输业的发展。截至2012年末，其民用汽车保有量为1,038.51万辆，较上年末增长13.9%；公路通车里程19.49万公里，其中高速公路里程5,524公里，同比增长9.4%。根据广东省综合交通运输体系发展“十二五”规划，“十二五”期间广东将建设高速公路约1,700公里，至2015年末，全省高速公路通车里程将达到6,500公里，高速公路网络将进一步完善。

2012年，虽然受到原材料价格上涨、劳动力成本上升、外围经济疲弱以及内需不振等因素影响，但国内宏观经济仍正常运行，预计未来一段时期广东省经济仍将保持一定增长，为省内高速公路行业的进一步发展奠定基础。同时，随着城市化进程的加快、汽车保有量的不断增长，支撑高速公路行业长期发展的因素依然存在。此外，高速公路行业具有较强抵御周期性波动风险的能力，加之广东省的

区位优势以及其经济的活力和弹性，我们认为广东省高速公路行业仍具有一定的长期发展空间。

计重收费政策的进一步实施，有利于区域内高速公路企业的运营，但全省高速公路收费标准统一及节假日免费通行政策对高速公路企业通行费收入造成一定影响

超载运输大幅提升了养护及大中修成本。一般而言，养护成本占主要高速公路公司总成本的比重约在30~50%之间。目前，计重收费制度作为一种治理超载方式开始被广泛采用，多个省份都已经或正在准备实施计重收费制度。实施计重收费政策的正面影响主要体现在：一方面，在超载严重、“大吨小标”现象较为普遍的情况下，计重收费等于提高了货车通行费标准；另一方面，计重收费政策使得公路收费与超载车辆对收费公路的损坏程度相联动，从而使不断趋高的公路维修养护成本压力得到缓解。负面影响则主要体现在为实施计重收费政策而进行的改造支出增加企业运营成本，及超限车辆绕道而行，从而使车流量出现下滑。但从长期来看，这一政策的正面影响较大。

广东省分别于2011年9月和10月进一步在粤西和粤东地区实施计重收费政策，区域内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，有利于区域内高速公路企业的长期发展。预计未来珠三角地区将全部实行计重收费，这将进一步利于省内高速公路企业的运营。

2011年6月，国家发改委、交通运输部等五部委联合下发了《关于开展收费公路专项清理工作的通知》，在全国范围内开展为期一年的收费公路专项清理工作。广东省高速公路项目自2012年6月1日零时起按照统一的收费费率、收费系数、匝道长度计算方式和取整原则进行收费；对于收费标准因此调高的路段按广东省交通部门的要求于2012年8月3日恢复原收费标准。此外，广东省人民政府办公厅于2012年9月18日发布了《广东省人民政府办公厅关于印发广东省重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》，指出全省已建成通车的全部收费公路（含收费桥梁和隧道）在春节、清明节、

劳动节、国庆节等四个国家法定节假日，对行驶收费公路的7座及以下载客车辆（以车辆行驶证登记的核载人数为准），包括允许在普通收费公路行驶的摩托车免费通行。同时，“绿色通道免费政策”适用范围自2010年12月扩大至全部高速公路。上述政策变化或持续实施对公路企业带来一定负面影响。

高速公路行业政策性较强，收费公路相关政策的变化对高速公路企业的经营有一定影响。但中诚信证评认为，广东省收费公路专项清理工作的实施将进一步规范高速公路企业的经营管理行为，降低物流成本，有利于高速公路行业的长期有序规范发展。

珠三角城际轨道交通建设加快，穗莞深城际轨交即将建成通车，将对公司高速公路形成一定分流影响

为促进珠江三角洲地区区域经济一体化战略的实施、完善综合交通体系，广东省近年加快了珠三角城际轨道交通网络的建设。截至2012年末，广东省已经建成了广珠城际、广佛地铁2条线路，在建项目为佛山至肇庆、东莞至惠州、穗莞深线洪梅至深圳段3个城际轨道交通项目。另外，广清线、佛莞线、珠海市区至珠海机场等6条新线也将于近期开建。

此外，根据《珠江三角洲地区城际轨道交通网规划（2009年修订）》，2013年前，广东省将建成以广州、深圳、珠海、佛山、东莞、惠州、肇庆为中心的珠三角城际轨道交通主骨架，开通里程近500公里。2015年前，将建成1,000公里的珠三角城际轨道交通网络。到2030年，珠三角地区将共有21条城际轨交线路，3条联络线，线网总里程达2,008公里。

从布局来看，珠三角城际轨道交通网络与广东省高速公路骨干网络重合度较高，已开通的广佛地铁、广珠城轨与公司经营的广佛高速、江中高速基本平行。并且，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，预计将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路形成一定分流。

业务运营

公司主要从事高速公路的投资与运营，2012年公司实现营业收入7.38亿元，同比增长2.57%。从构成看，公司营业收入主要来自于通行费收入，2012年通行费收入在营业收入中占比为97.08%，较上年略有下降。除控股路段带来的通行费收入外，公司尚有来自参股路产及金融企业的投资收益，构成公司利润的重要来源。2012年，公司实现投资收益0.85亿元，占当年利润总额的18.87%，占比较上年下滑3.18个百分点。

表2：2010~2012年公司通行费收入及投资收益情况

单位：万元				
		2010	2011	2012
通行费	收入	62,504.47	70,955.84	71,608.64
	收入占比	98.48%	98.67%	97.08%
	同比增幅	35.90%	13.52%	0.92%
投资收益	收益	12,444.95	9,655.73	8,518.32
	同比增幅	-6.66%	-22.41%	-11.78%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于路网协同效应的进一步发挥及部分车型收费标准下调，莞深高速车流量继续保持增长，但收费政策的变化对公司通行费收入造成一定负面影响

截至2012年12月31日，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。同时，公司还受托经营莞深高速石碣段，该路段由控股股东的下属子公司东莞市新远高速公路发展有限公司拥有，公司收取一定的委托管理费。

表3：截至2012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	13.5年
三期东城段	7.01	双向六车道	2005.7	13.5年
龙林高速	9.1	双向四车道	2005.7	13.5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，2009年9月莞深高速石碣段通车后，广惠高速-增莞高速-莞深高速-梅观高速路网贯通，成为广州与深圳之间的第二条高速路线。随着

路网效益的进一步发挥，加之公司“营销工作小组”对路网及收费优势的宣传和推介，及时向特定客户传递二至五类车收费标准下调¹的信息，促进了相关车型车流量的逐步增长。2012年公司路产车流量达4,839.39万辆，同比增长9.75%，增幅较上年有所下滑。

从车型分布来看，莞深高速车型结构较为稳定，一类车在总车流量中占比维持在80%左右。2012年莞深高速全线大部分车型均实现了不同程度的增长，一类车车流量同比增长8.78%，三类和五类车车流量同比分别大幅增长14.02%和21.68%。

表 4：近年公司拥有路产车流量情况

	2010	2011	2012
车流量（万辆）	3,920.78	4,409.36	4,839.39
同比增长	21.78%	12.46%	9.75%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

通行费收入方面，受收费标准下调、重大节假日小客车免费通行、绿色通道车辆免费通行等政策的实施，公司的通行费收入受到负面影响。2012年公司通行费收入为7.16亿元，同比增长0.92%，增速较上年下降12.6个百分点。长期看，优越的地理位置和良好的区域经济环境为公司的发展提供重要支撑，且路网贯通效应的逐步显现，有利于促进公司经营的高速公路车流量保持稳健增长。

但值得关注的是，2013年，高速公路收费政策下调的影响期将由2012年的7个月增加到一个完整的经营年度，且重大节假日免费期也由2012年的8天增加到20天，上述收费政策将对公司的通行费收入带来一定负面影响，我们将持续保持关注。

表 5：2010~2012年公司拥有路产通行费收入

路产名称	单位：万元		
	2010	2011	2012
一、二期	53,178	60,203	61,376
三期东城段	3,876	5,031	4,699
龙林高速	5,450	5,721	5,534
合计	62,504	70,955	71,609

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2012年虎门大桥通行费收入略有增长，且参股企业东莞证券及东莞信托业绩提升，使得公司投资效益仍表现良好

除经营莞深高速外，公司近年还参股了其他路产，并逐步向金融领域拓展，取得了较为显著的收益。目前，公司拥有广东虎门大桥11.11%的股权，并持有东莞证券有限责任公司（简称“东莞证券”）20%、东莞信托有限公司（简称“东莞信托”）6%、东莞长安村镇银行股份有限公司（简称“长安村镇银行”）5%、松山湖小额贷款股份有限公司（简称“松山湖小额贷款公司”）20%的股权。2012年，公司实现投资收益0.85亿元，同比减少11.78%。

表 6：公司参股公司情况

子公司	持股比例	核算方式	单位：亿元	
			2012 投资收益	2011 投资收益
虎门大桥	11.11%	权益法	0.33	0.73
东莞证券	20%	权益法	0.15	0.13
东莞信托	6%	成本法	0.17	0.05
长安村镇银行	5%	成本法	-	-
松山湖小额贷款公司	20%	权益法	0.04	0.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，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2012年末剩余收费年限16.5年。2012年，虎门大桥车流量达2,753万辆，同比增长3.74%，实现通行费收入10.45亿元，同比增长0.02%，受重大节假日小客车免费通行、绿色通道车辆免费、粤通卡实施9.8折优惠等政策的执行等因素影响，增幅较上年有所下降。但整体看，虎门大桥具有很强的盈利能力，近年对公司的利润贡献较多。2012年，公司确认对虎门大桥公司的投资收益0.33亿元，同比下降54.66%²。

东莞证券是公司投资规模最大，且贡献投资收益较多的金融企业。作为广东地区除广发证券外的第二家A类券商，2012年东莞证券拥有营业网点已超50家，业务分布于广东、福建、江苏、浙江、

¹ 自2012年6月1日零时起，莞深高速全线一至五类车型的收费系数分别由1:2:3:4:5调整为1:1.5:2:3:3.5，最大降幅达到33%。

² 2011年，虎门大桥公司董事会对以前年度未确认的收益进行分红，故公司在2011年除确认当年正常的收益外，还确认了部分以前年度的收益，而2012年仅确认当年收益，因此导致公司2012年投资收益下降。

河北、辽宁等多个省份，其作为业务核心的经纪业务在东莞地区的市场份额维持近 60% 的比例。2012 年东莞证券总资产 107.83 亿元，同比增长 15.78%，营业收入和净利润分别为 7.82 亿元和 1.19 亿元，同比分别上升 7.33% 和 16.85%。公司当年确认投资收益约 0.15 亿元，同比增长 17.51%。

其他投资方面，2012 年，松山湖小额贷款公司实现营业收入 0.41 亿元，净利润 0.18 亿元，公司确认投资收益 0.04 亿元。东莞信托实现营业收入 4.47 亿元，净利润 2.41 亿元，公司确认投资收益 0.17 亿元。此外，2012 年东莞长安村镇银行实现营业收入 0.64 亿元，净利润 0.34 亿元，但未派发现金红利。公司以 8,400 万元对东莞信托进行增资。增资完成后，公司对东莞信托的持股比例维持不变，仍为 6%。目前，该事项正在向有关政府部门办理报批手续。

总体看，公司参股企业经营效益良好，投资收益成为重要的利润来源。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，从而实现公司跨越式、可持续发展。

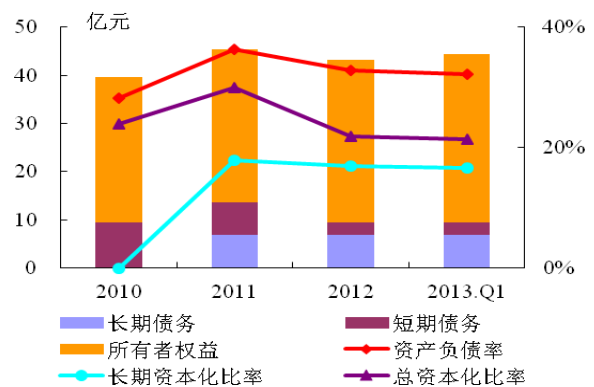
财务分析

以下分析主要基于东莞控股提供的经北京兴华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年度合并财务报告和未经审计的 2013 年第一季度财务报表，其中 2010 及 2011 年财务数据分别为 2011、2012 年财务报告的期初数。

资本结构

公司近年无大额资本性支出，留存收益逐年积累，资产规模保持稳定，负债水平有所下降。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 50.29 亿元，同比增长 0.82%。2012 年公司偿还部分银行短期借款，使得负债总额同比下降 9.02%，为 16.48 亿元，当年资产负债率和总资本化比率分别较上年下降至 32.76% 和 21.89%。2013 年一季度末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 32.18% 和 21.40%，负债水平进一步下降。总体看，公司负债规模仍较小，资产负债率与同行业上市公司相比也处于较低水平。

图 1：2010~2013.Q1 年公司资本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2012 年主要高速公路上市公司资本结构比较

名称	总资产(亿元)	资产负债率(%)
山东高速	312.86	41.61
宁沪高速	258.49	25.89
赣粤高速	256.34	49.16
深高速	242.09	55.08
福建高速	197.72	54.79
四川成渝	193.38	45.98
粤高速 A	131.55	61.14
五洲交通	114.41	72.11
皖通高速	113.34	35.41
重庆路桥	53.66	61.49
东莞控股	50.29	32.76
龙江交通	37.57	28.65
平均值	163.48	47.00
中位数	162.47	47.57

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务结构来看，公司之前全部为短期债务，2011 年公司债券发行成功后，长期债务规模增加，且部分债券募集资金后期将用于偿还短期银行借款，公司债务期限结构将得到进一步改善。截至 2012 年 12 月 31 日，公司长短期债务分别为 6.93 亿元和 4.55 亿元，短期债务/长期债务比值为 0.66，长短期债务比较上年下降 0.30。2013 年一季度末，长短期债务比仍为 0.66。由于高速公路行业具有前期投入大、资本回收期长的特点，公司现有债务期限结构与其业务发展阶段较为匹配，有利于保证中长期发展资金来源的稳定。

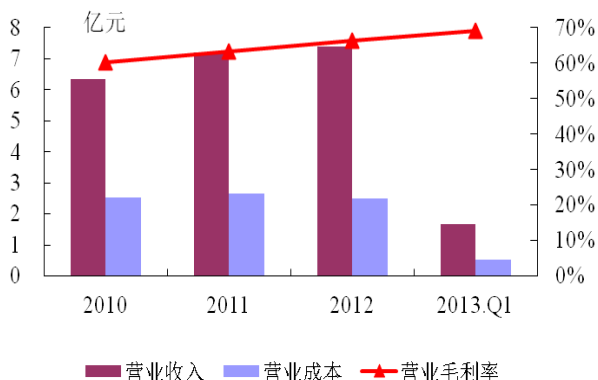
总体来看，目前公司债务水平相对较低，债务期限结构趋于合理，资本结构的稳健性较好。但是，公司未来将继续推行有限多元化的发展战略，扩大股权投资规模，这可能推高公司整体的债务水平，

中诚信证评将对此持续关注。

盈利能力

公司的营业收入主要来源于通行费收入，受收费政策的负面影响，2012 年公司营业总收入为 7.38 亿元，同比增长 2.57%，增速较上年下滑 10.74 个百分点。同时，受益于养护绿化费用减少，2012 年营业成本同比下降 5.70%，同时毛利率由上年的 63.25% 上升至 66.21%。2013 年一季度，因公司严格控制各项费用，公司当期毛利率提高至 69.09%。

图 2：2010~2013.Q1 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2012 年公司管理费用 0.34 亿元，同比增长 10.32%，主要系收购莞深高速管理中心物业资产后，相关固定资产折旧及无形资产摊销规模有所增长所致。同时，随着银行借款利率的上升，当年公司财务费用支出 0.65 亿元，同比增长 15.10%。全年公司期间费用合计 1.02 亿元，三费占比 13.83%，较上年提高 1.31 个百分点。由于公司加强期间费用控制，截至 2013 年一季度末，公司三费收入占比下降至 11.80%。

公司的利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2012 年公司通行费收入仍有所增长，全年经营性业务利润较上年增加 0.20 亿元至 3.60 亿元。而受公司对虎门大桥确认收益大幅减少影响，公司 2012 年取得投资收益 0.85 亿元，较上年减少 0.11 亿元。全年公司实现净利润 3.55 亿元，所有者权益收益率为 10.83%，均与上年基本持平。截至 2013 年一季度末，公司实现净利润 1.00 亿元，较上年同期增长 14.59%。

总体看来，受收费政策变化负面影响，公司营业收入增速放缓，但莞深高速经营较为稳定，主要

参股的金融企业经营效益良好，这仍将为公司盈利提供持续、有力的支撑，公司整体盈利能力仍然很强。

偿债能力

公司整体负债水平较低，债务规模也相对较小。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务 11.48 亿元，其中长期债务占比较大，为 6.93 亿元。公司债务期限结构安排较为合理，再融资能力较强，融资渠道顺畅，资金储备较为充裕，公司实际短期偿债压力相对较小。

表 8：2010~2013.Q1 公司主要财务能力指标

	2010	2011	2012	2013.Q1
短期债务 (亿元)	9.52	6.65	4.55	4.55
长期债务 (亿元)	0.00	6.90	6.93	6.93
长短期债务比	-	0.96	0.66	0.66
总债务 (亿元)	9.52	13.55	11.48	11.48
经营性净现金流 (亿元)	4.53	5.48	5.39	1.21
经营净现金流/短期债务 (X)	0.48	0.82	1.18	0.27
经营净现金流/总债务 (X)	0.48	0.40	0.47	0.11
EBITDA (亿元)	6.28	6.77	7.11	1.84
总债务/EBITDA	1.52	2.00	1.62	1.56
EBITDA 利息倍数 (X)	14.99	11.28	8.00	9.63

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从偿债能力指标看，在 EBITDA 规模上升的带动下，公司 2012 年总债务/EBITDA 为 1.62 倍，较上年有所下降，而公司利息支出增加也使 EBITDA 利息保障系数下降至 8.00 倍，但 EBITDA 对债务本息的保障程度仍较高。此外，2012 年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.47 倍和 6.07 倍，经营性现金流对债务本息保障程度较好。2013 年一季度末，公司获现能力仍较好，主要偿债指标仍然保持在较好水平。

融资能力方面，公司与多家金融机构保持良好的合作关系，截至 2013 年一季度末，公司已获得中信银行、平安银行等多家银行共计 15 亿元的授信额度，尚有 12.45 亿元额度未使用，公司具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司累计对外担保余额 4.11 亿元，系向广东省融资再担保有限公司提供的反担保，占公司净资产的 12.15%，或有风险较小。

综合而言，公司总体负债水平较低，债务期限结构趋于合理，加之现金流表现较好，公司偿债能力得到了有效保障。

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”）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。广东再担保系广东粤财投资控股有限公司（以下简称“广东粤财”）控股子公司，截至2012年12月31日，广东再担保实收资本为24.10亿元。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，广东再担保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。

业务运营

广东再担保担保业务类型主要分为再担保业务和直保业务。截至2012年12月31日，广东再担保在保余额299.46亿元，风险责任余额为169.72亿元，净资产放大倍数为6.56倍。2012年广东再担保业务结构有所调整，直保业务规模扩大，当年广东再担保再担保和直保业务占在保余额的比例分别为64.57%和35.43%，再担保占比较上年下滑24.75个百分点。

表 9：2010~2012 年末在保业务情况

单位：亿元			
业务类型	2010 年	2011 年	2012 年
（一）再担保业务	174.33	218.21	193.35
1.机构再保	156.99	202.77	182.75
2.产品再保	15.84	13.82	8.04
3.项目再保	1.50	1.62	2.56
（二）直保业务	12.16	26.11	106.11
1.融资性直保	11.36	24.19	101.09
2.非融资性直保	0.80	1.92	5.02
总计	186.49	244.32	299.46

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，广东再担保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评级达到AA⁻级以上的商业担保机构。广东再担保与合作担保机构约定，在合作担保机构以其全部财产尚不足以承担担保责任时，广东再担保通常承担再担保项目贷款本金的50%的补充代偿责任。2012年，部分机构再保业务到期，全年机构再保业务减少担保额20.02亿元，截至2012年12月31日，在保余额182.75亿元。

产品再保主要指广东再担保开发的“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。2012年因业务结构调整和部分产品再保业务到期影响，产品再担保业务担保额减少5.78亿元，截至2012年12月31日，在保余额8.04亿元。

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。2012年广东再担保的项目再担保业务新增担保额0.95亿元，截至2012年12月31日，在保余额2.56亿元。

直保业务方面，广东再担保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，2012年新增担保额76.90亿元，截至2012年12月31日，在保余额101.09亿元。非融资性直保业务主要包括工程保函和诉讼担保等，2012年新增担保额3.10亿元，截至2012年12月31日，在保余额5.02亿元。

总体看，广东再担保业务构建清晰，担保业务发展速度较快。鉴于公司稳健的业务经营风格和较好的风险控制能力，公司目前已解除担保责任的代偿率和损失率均为零，风险控制情况良好。

表 10：2010~2012 年担保业务发生及代偿情况

单位：亿元

	2010	2011	2012
在保余额	186.49	244.32	299.46
本期解除担保额	59.89	155.56	213.26

资料来源：广东再担保提供、中诚信证评整理

财务表现

从盈利状况来看，2012年由于直保业务规模大幅扩大，全年广东再担保实现担保业务收入1.04亿元，同比增长148.22%。同时，由于承担的再担保业务政策性较强，收费较低，加上计提的风险拨备以及相关的业务费用规模较大，广东再担保主营业务尚处于亏损状况，2012年担保业务利润为-3180.70万元。

表 11：2010~2012 年广东再担保担保业务盈利情况

单位：万元

	2010	2011	2012
担保业务收入	3,307.87	4,175.67	10,365.00
担保赔偿准备金	2,864.31	4,878.15	4,594.12
业务及管理费	3,550.43	5,821.62	4,839.51
担保准备金提转差	400.34	433.91	3,094.66
担保业务利润	-3,689.15	-7,494.39	-3,180.70

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。2012年广东再担保投资收益(含利息收入)为0.98亿元，同比下降7.55%。受益于担保业务的大幅提高，2012年广东再担保实现净利润0.56亿元，同比增长88.51%。

表 12：2010~2012 年广东再担保利润简表

单位：万元

	2010	2011	2012
担保业务利润	-3,689.15	-7,494.39	-3,180.70
投资收益(含利息收入)	7,305.93	10,605.13	9,835.24
营业利润	3,616.79	3,110.74	6,654.54
净利润	2,642.44	2,948.36	5,558.93

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2012年末广东再担保总资产29.29亿元，货币资金、持有至到期投资(主要为信托产品)和长期股权投资分别为16.62亿元、8.38亿元和3.95亿元，资产整体流动性良好。为提高资金利用效率、增加投资收益，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。2012年广东再担保发生代偿金额0.19亿元。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。

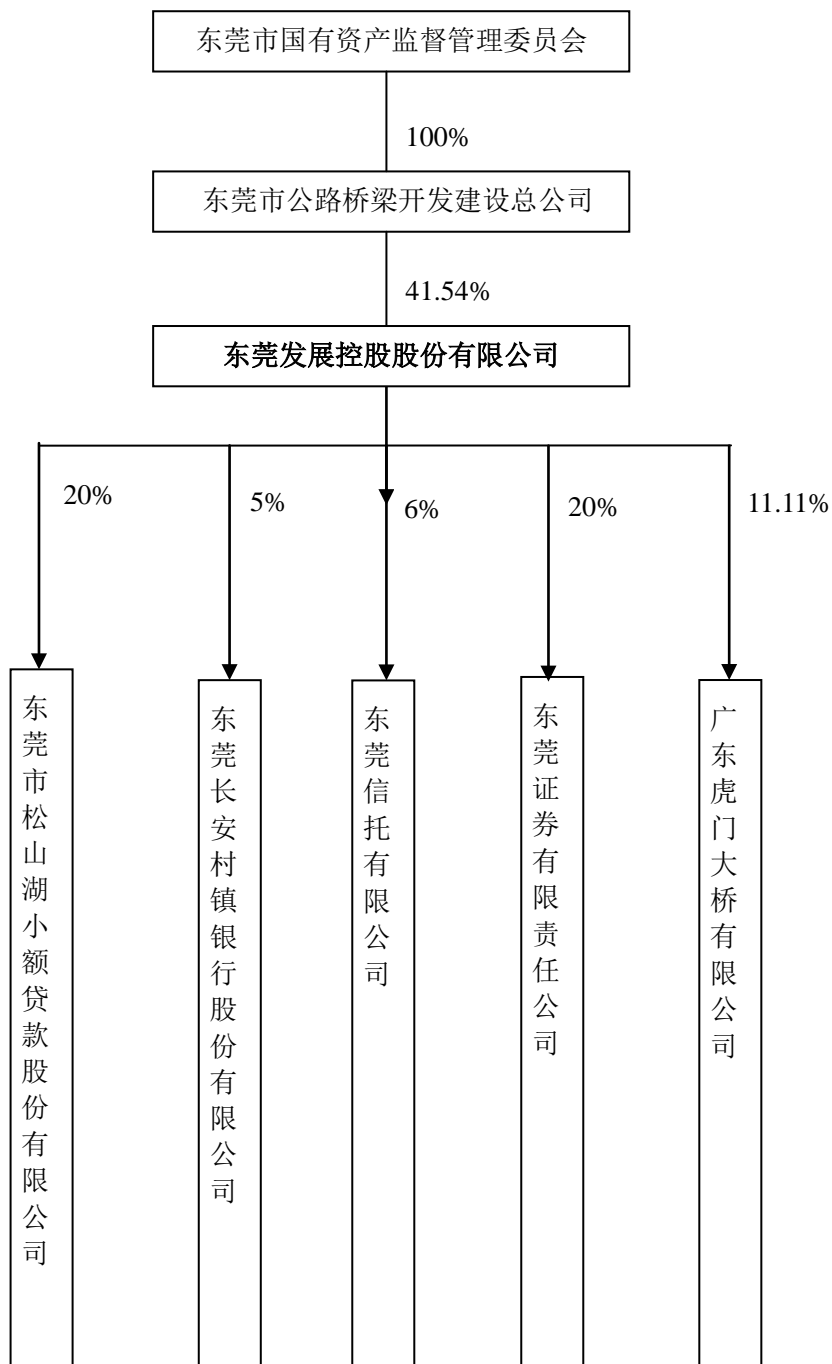
资本充足性方面，广东再担保实收资本24.10亿元，期末净资产25.89亿元。2012年末广东再担保在保余额299.46亿元，由于采取与合作银行、担保机构风险分担的机制，广东再担保风险责任余额169.72亿元，实际净资产担保倍数6.56倍。总体看，公司实际担保放大倍数提高，资本充足率较上年有所降低。

中诚信证评认为，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，自成立以来业务发展迅速。与此同时，广东再担保风险控制情况良好，且目前资本金充裕，资产流动性良好，其提供的全额不可撤销的连带责任担保将对本次公司债券按期偿还提供了有力的保障。但中诚信证评也将对广东再担保未来业务规模扩大带来的资本需求及流动性压力保持关注。

结 论

中诚信证评维持本次公司债券无担保债项信用等级AA，有担保债项信用等级AA⁺，维持东莞控股主体信用等级AA，评级展望为稳定。

附一：东莞发展控股股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



附二：东莞发展控股股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	5,188.27	80,219.86	90,840.86	79,870.74
应收账款净额	1,801.25	2,196.37	2,197.10	2,356.55
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	7,162.66	90,278.16	109,619.86	127,391.20
长期股权投资	95,311.09	91,030.32	92,217.98	88,793.03
固定资产合计	271,989.96	269,601.84	256,182.98	253,064.38
总资产	420,192.07	498,851.86	502,932.83	513,401.65
短期债务	95,180.90	66,500.00	45,500.00	45,500.00
长期债务	0.00	69,002.40	69,257.47	69,322.25
总债务(短期债务+长期债务)	95,180.90	135,502.40	114,757.47	114,822.25
总负债	118,750.75	181,117.41	164,777.36	165,208.30
所有者权益(含少数股东权益)	301,441.32	317,734.45	338,155.47	348,193.35
营业总收入	63,466.80	71,913.86	73,762.54	16,682.82
三费前利润	36,146.56	42,988.49	46,195.23	10,901.14
投资收益	12,444.95	9,655.73	8,518.32	3,486.63
净利润	35,207.60	35,489.87	35,515.86	10,023.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	62,809.38	67,754.51	71,053.83	18,391.41
经营活动产生现金净流量	45,252.45	54,798.40	53,897.18	12,116.00
投资活动产生现金净流量	840.41	-1,057.07	-1,933.58	-22,708.78
筹资活动产生现金净流量	-96,080.16	21,290.25	-41,342.61	-377.33
现金及现金等价物净增加额	-49,988.71	75,031.59	10,621.00	-10,970.11
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	60.06	63.25	66.21	69.09
所有者权益收益率(%)	11.68	11.17	10.50	11.51
EBITDA/营业总收入(%)	98.96	94.22	96.33	110.24
速动比率(X)	0.06	0.83	1.26	1.45
经营活动净现金/总债务(X)	0.48	0.40	0.47	0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	0.48	0.82	1.18	0.27
经营活动净现金/利息支出(X)	10.80	9.13	6.07	6.35
EBITDA 利息倍数(X)	14.99	11.28	8.00	9.63
总债务/EBITDA(X)	1.52	2.00	1.62	1.56
资产负债率(%)	28.26	36.31	32.76	32.18
总债务/总资本(%)	24.00	29.90	21.89	21.40
长期资本化比率(%)	0.00	17.84	17.00	16.60

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

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)	2010	2011	2012
货币资金	74,085.78	113,340.27	166,168.24
交易性金融资产	950.00	0.00	0.00
委托贷款	9,500.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	140,392.29	0.00	0.00
流动资产合计	225,045.96	113,572.56	169,334.28
持有至到期投资	3,304.00	84,953.65	83,801.82
长期股权投资	18,500.00	39,802.88	39,556.11
固定资产合计	260.28	205.79	183.16
资产总计	247,110.24	238,577.08	292,875.37
担保赔偿准备金	3,500.01	8,378.17	12,972.29
未到期担保责任准备金	1,653.93	2,087.84	5,182.50
流动负债合计	9,713.82	21,488.28	20,219.68
非流动负债合计	4,035.89	4,804.83	13,802.80
负债合计	13,749.71	26,283.11	34,022.48
所有者权益合计	233,360.53	212,293.97	258,852.90
担保业务收入	3,307.87	4,175.67	10,365.00
担保赔偿准备金支出	2,864.31	4,878.15	4,594.12
业务及管理费	3,550.43	5,821.62	4,839.51
担保准备金提转差	400.34	433.91	3,094.66
担保业务利润	-3,689.15	-7,494.39	-3,180.70
利息收入	1,627.71	1,115.08	646.55
投资收益	5,678.23	9,490.05	9,188.68
营业利润	3,616.79	3,110.74	6,654.54
所得税	926.99	1,183.88	1,963.78
净利润	2,642.44	2,948.36	5,558.93
财务指标	2010	2011	2012
在保余额	1,819,705.00	2,443,160.00	2,994,646.00
风险责任余额	272,400.00	783,050.00	1,697,243.00
净资产	233,360.53	21,229.40	258,852.90
净资产放大倍数	1.17	3.69	6.56

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

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

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

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

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

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。