



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪016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
二零一四年四月二十一日

东莞发展控股股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2014）

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	2013/5/7		
上次评级结果	无担保债项级别	AA	评级展望 稳定
	有担保债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	无担保债项级别	AA	评级展望 稳定
	有担保债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	

概况数据

东莞控股	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	31.77	33.82	36.47
总资产(亿元)	49.89	50.29	52.45
总债务(亿元)	13.55	11.84	11.50
营业收入(亿元)	7.19	7.38	7.65
营业毛利率(%)	63.25	66.21	64.88
EBITDA(亿元)	6.78	7.11	7.63
净资产收益率(%)	11.46	10.83	11.39
资产负债率(%)	36.31	32.76	30.48
总债务/EBITDA(X)	2.00	1.62	1.51
EBITDA 利息倍数(X)	11.28	8.00	9.65

广东再担保	2011	2012	2013
总资产(亿元)	23.86	29.31	31.69
担保赔偿准备金(亿元)	0.84	1.30	1.71
未到期担保责任准备(亿元)	0.21	0.53	1.27
所有者权益(亿元)	21.23	25.91	27.50
担保业务收入(亿元)	0.42	1.06	2.55
利息收入(亿元)	0.11	0.06	0.10
投资收益(亿元)	0.95	0.92	1.10
净利润(亿元)	0.29	0.58	1.59
在保余额(亿元)	244.32	299.46	320.37
风险责任余额(亿元)	78.31	169.72	229.46
净资产放大倍数(倍)	3.69	6.55	8.34

基本观点

随着路网贯通逐步完善及二至五类车型收费标准下调,2013 年东莞发展控股股份有限公司(以下简称“东莞控股”或“公司”)所辖路产车流量上升,通行费收入相应增长。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。2013 年,随着路网效益进一步发挥及部分车型收费标准下调,加之公司对路网进行宣传推广,莞深高速车流量继续保持增长,公司收入规模进一步扩大。
- 参股企业经营效益良好。公司参股投资的东莞证券业务大幅提高,虎门大桥经营稳健,东莞信托等其他金融企业经营效益良好,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单一主业的经营风险。
- 主营业务多元化发展。2013 年公司新增融资租赁业务作为新的主业,虽然其处于起步阶段,但得益于相关政策的支持,且在东莞市政府致力于转变经济增长模式、推进加工制造业转型升级的背景下,公司的融资租赁业具备广阔的市场空间和增长潜力。
- 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，经营性现金流表现良好，整体偿债能力依然很强。

关 注

- 公路行业收费政策的变化对公司经营造成一定影响。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。
- 分流压力。近年珠三角城际轨道交通建设加快，穗莞深城际轨道交通建成通车，将对公司高速公路形成一定分流影响。
- 短期偿债压力。2013 年公司新增短期借款 2 亿元，且公司将于 2014 年 9 月到期的三年期公司债券从应付债券调至一年内到期的非流动负债，导致公司短期债务大幅增长 87.64% 至 8.54 亿元，公司存在一定的短期偿债压力。
- 广东再担保业务结构调整及其经营风险。广东再担保近年来再担保业务规模逐年下降，直保业务规模大幅扩大且已超过再担保业务。同时，其 2013 年净资产放大倍数由 2012 年的 6.55 倍上升至 8.34 倍，资本充足性降低，业务规模的扩大也加大其风险控制压力。

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

邵津豪 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 21 日

行业关注

2013年广东省经济保持稳定增长，汽车保有量增加，为全省高速公路行业发展提供持续动力，高速公路建设投资持续增加

在经济结构不断优化、产业转型升级加快等的带动下，2013年广东省经济仍稳中有升。全年广东省实现生产总值 62,163.97 亿元，同比增长 8.5%。同时，在外需持续低迷的影响下，广东省经济的外贸依存度有所下降，内生性增长逐渐明显。2013 年全省完成进出口总额 10,915.70 亿美元，同比增长 10.9%，其外贸依存度为 108.7%，延续 2008 年以来的下降态势。

表 1: 2013 年广东省重要经济指标

指标	金额/数量	同比增幅
国内生产总值 (GDP)	62,163.97 亿元	8.5%
人均 GDP	54,095 元	8.22%
全社会固定资产投资额	22,858.53 亿元	18.3%
进出口总额	10,915.70 亿美元	10.9%
出口总额	6,364.04 亿美元	10.9%
进口总额	4,551.66 亿美元	11.0%
货物吞吐量	156,373 万吨	11.1%
港口集装箱吞吐量	4,951 万 TEU	4.0%

数据来源：广东省统计局，中诚信证评整理

随着近年来城镇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。截至 2013 年末，其民用汽车保有量为 1,177.26 万辆，较上年末增长 13.4%；公路通车里程 20.29 万公里，其中高速公路里程 5,703 公里，同比增长 4.1%，增速较上年的 9.4% 有所下降。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。

近年来，广东省经济增长的内生性逐渐增强，有效缓和了外部经济环境对广东省产生的压力，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。长期来看，城市化进程的推进，汽车保有量的持续增长，仍能支撑高速公路行业长期发展。同时，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，广东省高速公路行业仍具有一定的长期发展空间。

高速公路行业政策性较强，统一收费及节假日免费通行政策对收费公路企业的经营造成一定影响，后续政策的调整和实施情况应加以关注

近年来，高速公路行业也面临政策收紧的压力，国家及地方政府陆续出台政策或管理措施，对高速公路企业的通行费收入产生一定影响。

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（以下简称“统一方案”）。统一方案的实施对省内部分高速公路造成一定的负面影响。

此外，根据 2012 年 9 月 18 日发布的《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》，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）免费通行。同时，自 2010 年 12 月起，国内高速公路项目均须执行绿色通道免费政策，对合法装载鲜活农产品的运输车辆免收车辆通行费。

2013 年 5 月 8 日交通部公布《收费公路管理条例（修正案征求意见稿）》，对原管理条例在收费标准、免费政策补偿、期满后处理等方面作了修订，其中部分条款对收费公路企业也产生正面影响。例如：1）国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿；2）高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据规定重新核定；3）车辆通行费收费标准可根据交通流量、当地物价指数变化情况等因素适时予以调整。总体来讲，修改条例旨在维

护行业稳定发展，对于公路行业整体影响较为正面，但仍应对后续政策变动和落实情况加以关注。

整体来看，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具有较大影响。但相关政策的实施或调整将进一步规范高速公路企业的经营管理行为，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，广佛地铁、广珠城轨等建成通车，对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 2013 年末，广东省已经建成了广珠城际、广佛地铁 2 条线路，在建项目为广清、穗莞深、莞惠广佛肇城、肇高南城际轨道交通和广佛环线 5 个城际轨道交通项目。另外，佛莞线、深惠线等多条新线也将陆续开建。

此外，根据《珠江三角洲地区城际轨道交通网规划（2009 年修订）》，2015 年前，广东省将建成 1,000 公里的以广州、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，珠三角城轨交通网络与广东省高速公路骨干网络重合度较高。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，受益于车流量和通行费的双增长，2013 年公司营业收入同比增长 3.68% 至 7.65 亿元。从业务构成看，公司营业收入主要来自于通行费收入，2013 年通行费收入为 7.44 亿元，同比增长 3.95%，其在营业收入中占比为 97.25%。此外，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。2013 年，公司实现投资收益 1.35 亿元，同比增长 58.79%，其占当年利润总额的 26.77%，占比较上年上升 7.9 个百分点。

表 2：2011~2013 年公司通行费收入及投资收益情况

单位：万元

	2011	2012	2013
收入	70,955.84	71,608.64	74,439.76
通行费			
收入占比	98.67%	97.08%	97.25%
同比增幅	13.52%	0.92%	3.95%
投资收益			
收益	9,655.73	8,518.32	13,526.51
同比增幅	-22.41%	-11.78%	58.79%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

尽管收费政策变化对公司经营造成一定压力，但受益于路网贯通的日益完善和二至五类车型收费标准的下调，公司车流量和通行费收入均实现增长

截至 2013 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三期石碣段，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 2013 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，随着 2009 年 9 月莞深高速石碣段通车后，莞深高速已成为连接广州、东莞与深圳之间重要的快速通道，路网贯通效应日益加强。此外，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%，受益于此，莞深高速二至五类车的车流量均实现双位数增长。同时，针对收费标准下调，公司亦加强对重点车型的宣传与推介，一定程度上也拉动了车流量的提高。2013 年公司路产车流量达 5,280.13 万辆，同比增长 9.11%，增速与上年基本持平。

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。2013 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 6.65%，三类和

五类车车流量同比分别大幅增长 17.37% 和 31.41%，增速较上年均有所提高。

表 4：2011~2013 年公司拥有路产车流量情况

	2011	2012	2013
车流量（万辆）	4,409.36	4,839.39	5,280.13
同比增长	12.46%	9.75%	9.11%

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。但公司积极调整运营策略，加大营销力度，主动吸引车流，促使全年通行费收入和车流量均实现增长。2013 年公司通行费收入为 7.44 亿元，同比增长 3.95%，增速较上年提高 3.03 个百分点。

长期看，优越的地理位置和平稳发展的区域经济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，高速公路行业政策性较强，虽然目前已出台政策所带来的负面影响已趋于明朗，短期内政策发生重大改变的可能性较小，但陆续出台的单项政策或管理措施，依然对公司的经营带来压力。

表 5：2011~2013 年公司拥有路产通行费收入

路产名称	单位：万元		
	2011	2012	2013
一、二期	60,203	61,376	64,029
三期东城段	5,031	4,699	4,764
龙林高速	5,721	5,534	5,647
合计	70,955	71,609	74,440

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

值得关注的是，2013 年，公司通过股权收购与增资相结合的方式，对广东融通融资租赁有限公司（以下简称“融通租赁公司”）进行重组。12 月公司完成对融通租赁公司的收购，以 51% 的股权正式成为其控股股东。融通租赁公司成立于 2012 年 3 月，注册资本 1,000 万美元，目前处于经营初期，业务和盈利规模尚未得以体现。但作为东莞本土新兴的外资融资租赁公司，其在风险控制、项目储备、核心团队建设上已初具成效。因此，新增融资租赁业务作为新的主业，为公司进一步实施多元化发展提供重要支持。

得益于东莞证券业绩的大幅增长及虎门大桥的稳健经营，2013 年公司投资效益表现良好

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。2013 年，公司在对外股权投资、理财投资等方面实现投资收益 1.35 亿元，同比增长 58.79%。

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	2013 投资收益
虎门大桥	11.11%	权益法	0.33	0.44
东莞证券	20%	权益法	0.15	0.44
东莞信托	6%	成本法	0.17	本期未分红
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	0.02

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 2013 年末剩余收费年限 15.5 年。由于 2013 年 1 月 10 日起广东省交通集团组织下属各路段公司开展逃费行为集中整治行动，并取得了明显的效果，且随着经济的持续平稳发展以及汽车保有量增加，2013 年虎门大桥车流量同比增长 12.30% 至 3,091.52 万辆。全年实现通行费收入 12.12 亿元，同比增长 15.98%，增速进一步提高，整体经营仍较稳健。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。2013 年，公司确认对虎门大桥公司的投资收益 0.44 亿元，同比上升 33.33%。

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。其以经纪、资管、投行三大业务为核心，并同时发展直投、债融、新三板等业务，收入来源逐步多元化。作为广东地区除广发证券外的第二家 A 类券商，2013 年东莞证券拥有营业网

点 57 家，业务分布于广东、福建、江苏、浙江、河北、辽宁等多个省份。全年东莞证券托管客户资产已近 700 亿元，保持行业内中上游水平，在东莞地区市场份额占绝对优势，当年其经营业绩大幅提高。2013 年东莞证券总资产 116.12 亿元，同比增长 7.69%，营业收入和净利润分别为 10.68 亿元和 2.58 亿元，同比大幅上升 36.57%和 116.81%。公司当年确认投资收益约 0.44 亿元，同比增长 193.33%。

其他投资方面，2013 年，松山湖小额贷款公司实现营业收入 0.28 亿元，净利润 0.12 亿元，公司确认投资收益 0.02 亿元，较上年有所减少。东莞信托当年实现营业收入 6.99 亿元，取得净利润 3.97 亿元，但公司未进行分红。此外，2013 年东莞长安村镇银行实现营业收入 0.74 亿元，净利润 0.36 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%。

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。

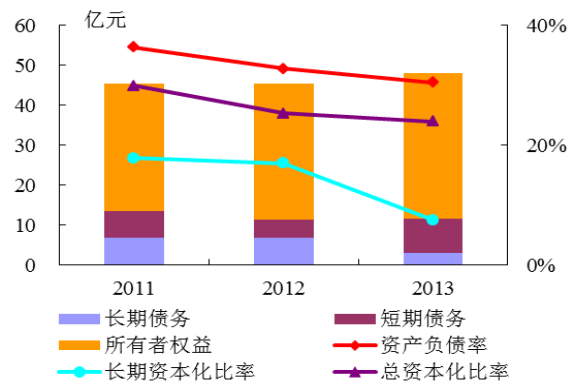
财务分析

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 2011~2013 年度合并财务报告，其中 2011 及 2012 年财务数据分别为 2012、2013 年财务报告的期初数。

资本结构

公司近年来无大额资本性支出，经营所得逐年留存，资产规模保持稳定增长，负债水平逐年下降。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额为 52.45 亿元，同比增长 4.29%。2013 年公司归还到期短期融资券，使得负债总额同比下降 2.99% 至 15.99 亿元，当年资产负债率进一步下降至 30.48%。总体看，公司负债规模相对较小，资产负债率与同行业上市公司相比也处于较低水平。

图 1: 2011~2013 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: 2013 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	46.87
宁沪高速	258.49	25.10
赣粤高速	256.34	52.60
深高速	228.40	50.79
四川成渝	193.38	51.89
粤高速 A	126.94	60.20
现代投资	114.41	61.67
皖通高速	113.34	35.31
重庆路桥	53.66	60.99
东莞控股	52.45	30.48
楚天高速	37.57	69.90
福建高速	192.11	51.91
平均值	161.66	49.81
中位数	159.53	51.90

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务结构来看，由于 2013 年公司短期借款新增 2 亿元，且公司将于 2014 年 9 月到期的三年期公司债券从应付债券调至一年内到期的非流动负债，导致当年公司短期债务大幅增长 87.64%，长期债务同比下降 57.18%。截至 2013 年末，公司长短期债务分别为 2.96 亿元和 8.54 亿元，长短期债务比上升至 2.88，公司面临一定的短期偿债压力。

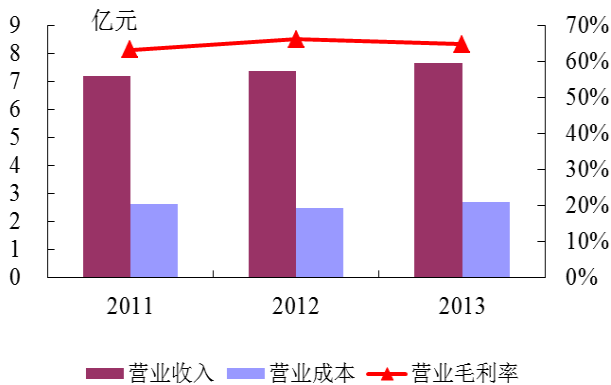
总体来看，目前公司债务水平相对较低，但短期债务压力加大，且期限结构安排有待优化。公司未来将继续推行有限多元化的发展战略，扩大股权投资规模，这或将推高公司整体的债务水平，中诚信证评将对此保持持续关注。

盈利能力

公司的营业收入主要来源于通行费收入，受益于车流量和通行费收入的双增长，2013 年公司营业

总收入同比增长 3.68%至 7.65 亿元，增速较上年上升 1.11 个百分点。但由于高速公路养护绿化费用大幅增加，且人工成本、折旧和摊销均较上年有所提高，导致 2013 年营业成本同比增长 7.76%，致使毛利率由上年的 66.21%下滑至 64.88%，但初始获利空间仍然较强，在行业中处于中上水平。

图 2：2011~2013 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

表 8：2013 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	58.31	66.37
宁沪高速	76.14	51.48
赣粤高速	39.13	44.67
深 高 速	32.79	53.46
四川成渝	71.35	28.83
粤高速 A	13.28	30.45
现代投资	17.54	61.20
皖通高速	23.30	61.47
重庆路桥	3.35	89.16
东莞控股	7.65	64.88
楚天高速	10.11	63.33
福建高速	26.25	66.94
平均值	31.60	56.85
中位数	24.78	61.34

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

期间费用方面，2013 年公司管理费用 0.41 亿元，同比增长 11.10%，主要由于人员工资、固定资产折旧有所增长所致。同时，随着短期融资券的到期偿还，公司当年财务费用同比下降 6.89%至 0.60 亿元。2013 年公司期间费用合计 1.02 亿元，三费收入占比 13.30%，较上年略有下降。

公司的利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2013 年公司通行费收入有所增长，全

年经营性业务利润略涨至 3.66 亿元，同时东莞证券业绩的大幅提高以及虎门大桥通行费收入的增长使得公司投资收益增加至 1.35 亿元。全年公司净利润同比增长 12.68%至 4 亿元，同时净资产收益率进一步提高至 11.39%。

总体看来，收费政策的变化对公司主业经营造成一定的负面影响，但莞深高速经营较为稳定，车流量进一步增加，且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

公司债务规模相对较小，整体负债水平较低。截至 2013 年末，公司总债务为 11.50 亿元，其中短期债务 8.54 亿元，占比为 74.22%，公司面临一定的短期偿债压力。但由于公司再融资能力较强，融资渠道较顺畅，资金储备较为充裕，其实际短期偿债风险可控。

表 9：2011~2013 公司主要财务能力指标

	2011	2012	2013
短期债务 (亿元)	6.65	4.55	8.54
长期债务 (亿元)	6.90	6.93	2.96
长短期债务比	0.96	0.66	0.66
总债务 (亿元)	13.55	11.48	11.50
经营性净现金流 (亿元)	5.48	5.39	5.50
经营净现金流/短期债务 (X)	0.82	1.18	0.64
经营净现金流/总债务 (X)	0.40	0.47	0.48
EBITDA (亿元)	6.77	7.11	7.63
总债务/EBITDA (X)	2.00	1.62	1.51
EBITDA 利息倍数 (X)	11.28	8.00	9.65

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

在获现方面，利润总额、利息支出、固定资产折旧和无形资产摊销为公司 EBITDA 的主要构成。因利润总额增加，2013 年公司 EBITDA 同比上升 7.42%至 7.63 亿元。在现金流方面，公司通行费收入均以现金方式收取，随着收入增加，2013 年公司经营活动净现金流增长至 5.50 亿元。由于购买信托计划、银行理财等产品增加，导致当年投资活动现金净流出 6.23 亿元，同时偿还债务规模较上年减少使得当年筹资活动现金净流出上升 51.06%至 2.02 亿元。

从短期偿债能力指标看，2013 年公司短期债务

大幅增加，致使当年 EBITDA、经营净现金流与短期债务比率分别下降至 0.89 和 0.64，短期偿债能力有所下降。长期偿债能力方面，2013 年公司经营净现金流/总债务比率为 0.48，经营性净现金流对当期债务的覆盖程度与上年基本持平。总债务/EBITDA 下降至 1.51，同时 EBITDA 对利息支出的覆盖能力增强，当年 EBITDA 利息倍数较上年提高至 9.65 倍。总体而言，公司获现能力仍较好，主要偿债指标基本保持在较好水平。

融资能力方面，公司与多家金融机构保持良好的合作关系，融资渠道较为通畅。截至 2013 年末，公司已获得招商银行、民生银行、中国银行等多家银行共计 16.70 亿元的授信额度，尚有 12.15 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 2013 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（以下简称“广东再担保”）提供的反担保，占公司净资产的 11.37%，或有风险较小。

综合而言，虽然公司具有一定的短期偿债压力，但公司总体负债水平较低，经营性现金流较稳定，且公司融资渠道顺畅，控股股东综合实力较强，公司偿债能力得到了有效保障。

担保实力

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 2013 年末，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

广东再担保业务类型主要分为再担保业务和直保业务。截至 2013 年 12 月 31 日，广东再担保在保余额 320.37 亿元，风险责任余额为 229.46 亿元，净资产放大倍数超过 8 倍。2013 年广东再担保业务结构进一步调整，再担保业务规模逐年下降，直保业务规模大幅增长。当年再担保和直保业务占在保余额的比例分别为 43.31% 和 56.69%，直保业务占比较 2012 年上升 21.26 个百分点。

表 10：2011~2013 年末公司在保业务情况

单位：亿元

业务类型	2011 年	2012 年	2013 年
（一）再担保业务	218.21	193.35	138.75
1.机构再保	202.77	182.75	134.63
2.产品再保	13.82	8.04	3.17
3.项目再保	1.62	2.56	0.95
（二）直保业务	26.11	106.11	181.62
1.融资性直保	24.19	101.09	176.20
2.非融资性直保	1.92	5.02	5.42
总计	244.32	299.46	320.37

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。2013 年，部分机构再保业务到期，全年机构再保业务减少担保额 48.12 亿元，截至 2013 年 12 月 31 日，机构再保业务在保余额 134.63 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。2013 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 4.87 亿元，截至 2013 年末，在保余额 3.17 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。2013 年广东再担保的项

目再保业务未有新增担保业务，截至2013年末，在保余额为0.95亿元，较上年下降1.61亿元。

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。其中融资性直保具体业务包括信托项目直保、银行贷款直保和集合债担保，2013年新增担保额94.77亿元，截至当年末，在保余额176.20亿元。非融资性直保业务主要包括工程保函和诉讼担保等，2013年新增担保额2.64亿元，截至2013年末，在保余额5.42亿元。

总体看，广东再担保业务结构进一步调整，再担保业务规模进一步下降，直保业务大幅扩大，且其收入占比已超过再担保业务。随着业务规模的大幅上升，广东再担保风险控制压力也相应加大。

表 11：2011~2013 年担保业务发生情况

单位：亿元			
	2011	2012	2013
在保余额	244.32	299.46	320.37
本期解除担保额	155.56	213.26	179.93

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，由于直保业务规模进一步扩大，截至2013年末，广东再担保实现担保业务收入2.55亿元，同比大幅增长140.24%。随着直保业务规模的提升，2013年广东再担保的担保业务利润明显改善，全年取得担保业务利润7,123.71万元，实现扭亏为盈。

表 12：2011~2013 年广东再担保担保业务盈利情况

单位：万元			
	2011	2012	2013
担保业务收入	4,175.67	10,605.00	25,477.26
担保赔偿准备金	4,878.15	4,594.12	4,117.11
业务及管理费	5,821.62	4,853.62	5,387.21
担保准备金提转差	433.91	3,214.66	7,436.13
担保业务利润	-7,494.39	-3,068.17	7,123.71

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等能够带来一定的投资收益。2013年广东再担保投资收益（含利息收入）为1.20亿元。同期，得益于主营业务盈利状况的改善，广东再担保实现净利润1.59亿元，同比大幅增长174.85%。

表 13：2011~2013 年广东再担保利润简表

单位：万元			
	2011	2012	2013
担保业务利润	-7494.39	-3,068.17	7,123.71
投资收益 (含利息收入)	10,605.13	9,833.48	11,955.06
营业利润	3,110.74	6,765.31	19,078.77
净利润	2,948.36	5,786.98	15,905.69

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2013年末，广东再担保总资产31.69亿元，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11.41亿元、14.62亿元和4.18亿元，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。2013年广东再担保发生代偿金额0.27亿元。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。

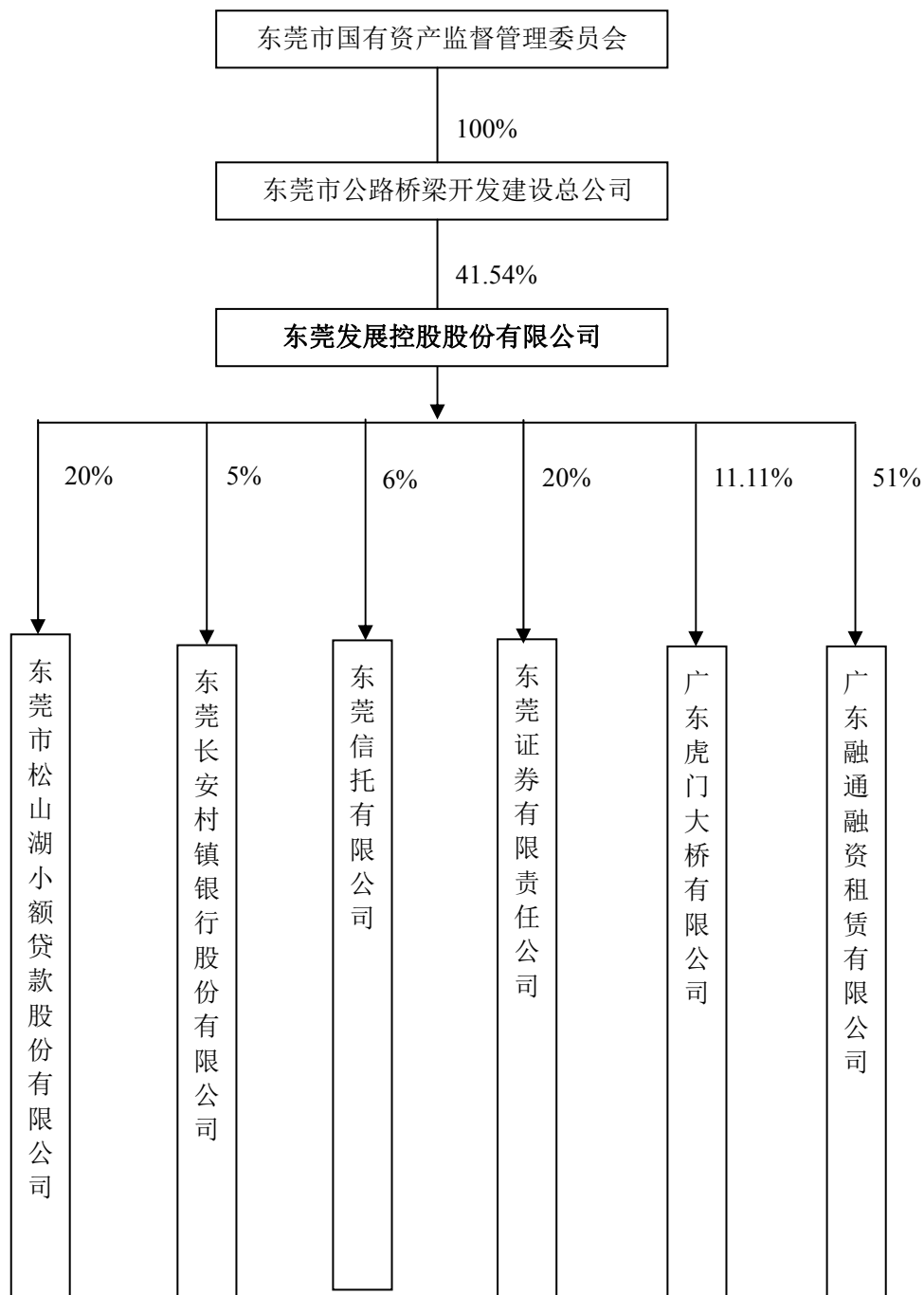
资本充足性方面，截至2013年末，广东再担保实收资本24.10亿元，净资产27.50亿元。2013年末广东再担保在保余额320.37亿元，由于采取与合作银行、担保机构风险分担的机制，广东再担保风险责任余额229.46亿元，实际净资产担保倍数为8.34倍，较2012年有所上升。总体看，公司实际担保放大倍数提高，资本充足率较上年有所降低。

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 2013 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)	2011	2012	2013
货币资金	80,219.86	90,840.86	63,309.00
应收账款净额	2,196.37	2,197.10	2,731.83
存货净额	0.00	0.00	0.00
流动资产	90,278.16	109,619.86	137,287.80
长期股权投资	91,030.32	92,217.98	97,480.08
固定资产合计	269,601.84	256,182.98	240,138.32
总资产	498,851.86	502,932.83	524,510.80
短期债务	66,500.00	45,500.00	85,373.97
长期债务	69,002.40	69,257.47	29,654.08
总债务(短期债务+长期债务)	135,502.40	114,757.47	115,028.06
总负债	181,117.41	164,777.36	159,853.60
所有者权益(含少数股东权益)	317,734.45	338,155.47	364,657.21
营业总收入	71,913.86	73,762.54	76,477.53
三费前利润	42,988.49	46,195.23	46,740.43
投资收益	9,655.73	8,518.32	13,526.51
净利润	35,489.87	35,515.86	40,019.79
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	67,754.51	71,053.83	76,323.05
经营活动产生现金净流量	54,798.40	53,897.18	55,038.52
投资活动产生现金净流量	-1,057.07	-1,933.58	-62,338.51
筹资活动产生现金净流量	21,290.25	-41,342.61	-20,231.87
现金及现金等价物净增加额	75,031.59	10,621.00	-27,531.86
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	63.25	66.21	64.88
所有者权益收益率(%)	11.46	10.83	11.39
EBITDA/营业总收入(%)	94.22	96.33	99.80
速动比率(X)	0.83	1.26	1.14
经营活动净现金/总债务(X)	0.40	0.47	0.48
经营活动净现金/短期债务(X)	0.82	1.18	0.64
经营活动净现金/利息支出(X)	9.13	6.07	6.96
EBITDA 利息倍数(X)	11.28	8.00	9.65
总债务/EBITDA(X)	2.00	1.62	1.51
资产负债率(%)	36.31	32.76	30.48
总债务/总资本(%)	29.90	25.34	23.98
长期资本化比率(%)	17.84	17.00	7.52

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)	2011	2012	2013
货币资金	113,340.27	166,168.24	114,078.48
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
委托贷款	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	113,572.56	169,574.28	119,908.36
持有至到期投资	84,953.65	83,788.96	146,219.18
长期股权投资	39,802.88	39,567.21	41,767.65
固定资产合计	205.79	183.16	6,776.94
资产总计	238,577.08	293,113.61	316,884.84
担保赔偿准备金	8,378.17	12,972.29	17,089.40
未到期担保责任准备金	2,087.84	5,302.50	12,738.63
流动负债合计	21,488.28	20,403.74	33,666.53
非流动负债合计	4,804.83	13,628.92	8,231.67
负债合计	26,283.11	34,032.66	41,898.20
所有者权益合计	212,293.97	259,080.95	274,986.64
担保业务收入	4,175.67	10,605.00	25,477.26
担保赔偿准备金支出	4,878.15	4,594.12	4,117.11
业务及管理费	5,821.62	4,853.62	5,387.21
担保准备金提转差	433.91	3,214.66	7,436.13
担保业务利润	-7,494.39	-3,068.17	7,123.71
利息收入	1,115.08	646.56	964.47
投资收益	9,490.05	9,186.92	10,990.60
营业利润	3,110.74	6,765.31	19,078.77
所得税	1,183.88	2,021.84	4,321.43
净利润	2,948.36	5,786.98	15,905.69
财务指标	2011	2012	2013
在保余额	2,443,160.00	2,994,646.00	3,203,693.00
风险责任余额	783,050.00	1,697,243.00	2,294,558.00
净资产	212,293.97	259,080.95	274,986.64
净资产放大倍数	3.69	6.55	8.34

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。