



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪069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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一五年五月十三日

东莞发展控股股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2015）

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	5 年期有担保债券 2011/09/22-2016/09/22		
上次评级时间	2014/4/21		
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	有担保债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

基本观点

在区域经济增长、汽车保有量增加以及路网贯通效应进一步发挥的带动下，2014 年东莞发展控股股份有限公司（以下简称“东莞控股”或“公司”）拥有的路产车流量和通行费收入均实现增长。同期，作为公司第二大主业的融资租赁业务亦实现较快增长，且参股企业投资效益良好，为公司盈利提供较好的支持。公司整体经营状况良好。但中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到分流效应、担保方业务结构调整及其经营风险等因素对公司及本期债券信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持东莞控股主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“东莞发展控股股份有限公司 2011 年公司债券”中 5 年期有担保债券信用等级为 AA⁺。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”）为本期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

- 莞深高速交通量进一步上升。莞深高速具有显著的区位优势，在区域经济、汽车保有量增长及梅观高速免费等利好因素的作用下，其各路段一至五类车的车流量均实现了较快增长，2014 年公司收入规模大幅提高。
- 公司第二大主业实现增长，且参股企业投资收益规模扩大。2014 年公司融资租赁业务实现快速增长，且公司参股投资的虎门大桥经营稳健，东莞证券业务大幅提高，东莞信托等其他金融企业经营效益良好，2014 年其投资收益贡献度加大，对公司利润来源形成较好补充。
- 财务状况良好。公司收入规模大幅提高，盈利能力增强，负债水平较低，资本结构稳健，获现能力较好，且其资金储备较充裕，整体偿债能力依然很强。

概况数据

东莞控股	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	33.82	36.47	41.39	41.95
总资产（亿元）	50.29	52.45	58.90	61.16
总债务（亿元）	11.48	11.50	12.06	13.03
营业总收入（亿元）	7.38	7.65	9.36	2.25
营业毛利率（%）	66.21	64.88	67.88	69.50
EBITDA（亿元）	7.11	7.63	10.13	-
所有者权益收益率（%）	10.50	10.97	14.48	16.50
资产负债率（%）	32.76	30.48	29.72	31.42
总债务/EBITDA（X）	1.62	1.51	1.19	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.00	9.65	12.63	-
广东再担保	2012	2013	2014	
总资产（亿元）	29.31	31.69	38.67	
担保赔偿准备金（亿元）	1.30	1.71	2.59	
未到期担保责任准备（亿元）	0.53	1.27	0.85	
所有者权益（亿元）	25.91	27.50	33.19	
担保业务收入（亿元）	1.06	2.55	1.71	
利息收入（亿元）	0.06	0.10	0.06	
投资收益（亿元）	0.92	1.10	1.50	
净利润（亿元）	0.58	1.59	1.69	
在保余额（亿元）	299.46	320.37	395.17	
风险责任余额（亿元）	169.72	229.46	224.40	

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、东莞控股 2015 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年5月13日

关注

- 分流压力。近年来，珠三角城际轨道交通建设加快，多条线路将建成通车，或对省内高速公路形成一定的分流影响。
- 广东再担保业务结构调整及其经营风险。广东再担保的再担保业务规模有所提高，且直保业务规模亦实现增长，对资金需求进一步增强。同时，广东省担保行业经营环境欠佳，其业务规模的扩大对风险控制能力将提出更高要求。

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对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并及时对外公布。

债券基本情况

公司于 2011 年 9 月 22 日发行了“东莞发展控股股份有限公司 2011 年公司债券”，其分为 3 年期无担保的“11 东控 01”债券和 5 年期有担保的“11 东控 02”债券两个品种。3 年期品种发行规模为 4 亿元，计息期限为 2011 年 9 月 22 日至 2014 年 9 月 21 日，其已于 2014 年 9 月 15 日起在深圳证券交易所交易系统终止交易，本息兑付日为 2014 年 9 月 22 日。5 年期品种发行规模为 3 亿元，计息期限为 2011 年 9 月 22 日至 2016 年 9 月 21 日。本次跟踪评级系对 5 年期有担保债券进行评级。

行业关注

2014 年广东省经济仍保持稳定发展，且汽车保有量持续增长，公路需求得到提升，高速公路行业发展外部环境仍较好

2014 年广东省经济总体保持稳定发展态势，结构继续优化调整，转型升级不断加快推进，经济运行质量和效益进一步提升。全年全省实现地区生产总值 67,792.24 亿元，同比增长 7.8%，经济增速高出全国 0.4 个百分点。但国外市场需求增长有限，内需增长放缓，2014 年广东省外贸进出口形势不甚理想，全年进出口总额 10,767.34 亿美元，同比下降 1.4%。

表 1: 2014 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)	67,792.24 亿元	7.8%
人均 GDP	63,452 元	17.30%
全社会固定资产投资额	25,928.09 亿元	15.9%
进出口总额	10,767.34 亿美元	-1.4%
出口总额	6,462.22 亿美元	1.5%
进口总额	4,305.12 亿美元	-5.5%
货物吞吐量	156,370 万吨	4.7%
港口集装箱吞吐量	5,292.43 万 TEU	7.3%

数据来源：广东省统计局，中诚信证评整理

近年来，区域经济的稳健运行和财政收入的稳步增长促进了广东省交通运输业的发展，从而亦有效带动公路建设。2014 年末全省高速公路通车总里程达 6,280 公里，跃居全国首位，同比增长 10.1%。同时，随着人均可支配收入进一步提升及购买力增

强，广东省汽车保有量持续增长，2014 年末其民用汽车保有量同比增长 12.8% 至 1,328.44 万辆，对公路需求进一步增强。预计未来数年省汽车保有量仍将保持较快增长，将进一步提升高速公路的通行车流量。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。

虽然目前广东省面临一定的经济下行压力，但随着其经济结构的不断优化，内需对经济增长拉动力的增强，其经济发展总体向好的基本面仍未改变，仍能对省内高速公路行业的发展提供支持。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。

近年来出台的收费政策对收费公路企业经营造成的影响已趋于稳定，后续行业政策将逐渐放宽，行业发展环境转暖

近年来，广东省实施统一方案以及全国实施节假日免费方案和绿色通道免费政策，对收费公路收入造成一定的负面影响。进入 2014 年，上述政策的影响仍然存在，但对各收费公路收入同比变幅的影响已基本消除。

根据《关于实施全省高速公路联网收费“一张网”并同步施行货运汽车计重收费的通告》，2014 年 6 月 29 日广东省正式实施全省高速公路联网收费“一张网”，并同步全面施行货运汽车计重收费。计重收费政策方面，粤北、粤西及粤东地区已先后于 2009 年和 2011 年开始执行，粤中地区则自本次全省联网收费之日起开始正式执行。计重收费政策的实施，促使区域内车辆运营日趋规范，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。

同时，2014 年广东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，继续对行驶收费公路的 7 座及以下载客车辆（以车辆行驶证登记的核载人数为准）实行免费通行。并且，2014 年国内高速公路项目仍继续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具有正面影响。总体看，修改条例旨在适当延长收费期限，严格管理收费标准，维护行业稳定发展。此外，2015年1月，交通运输部出台的《关于全面深化交通运输改革的意见》更是为公路行业发展指明了方向。

整体而言，虽然2010~2013年陆续出台的收费政策对收费公路的盈利情况产生影响，其同比增速有所下滑，但随着时间的推移，政策因素的影响已趋于稳定，且压制行业的负面政策影响基本释放，未来行业政策将明显放宽，收费年限延长、投融资体制改革等将使行业发展环境不断转暖。

珠三角城际轨道交通建设加快，多条线路将建成通车，对省内高速公路形成一定的分流影响

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2014年末，广东省已建成了广珠城际、广佛地铁2条线路，在建项目为广清城际、广佛环线、穗莞深城际、莞惠城际、广佛肇城际以及肇高南城际共6个。另外，广惠线、佛莞线等多条新线也将于近期开通。根据《珠三角城际轨道交通网规划实施方案》，截至2020年，广东省将建成1430公里的16条城际轨交线路，形成以广州为中心，连通区域内所有地级市和主要城镇的呈“三环八射”状分布的轨道交通网络。

但是，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，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，对高速公路造成一定分流影响。

业务运营

2014年公司在以高速公路收费业务为核心的基础上，新增了融资租赁业务。2014年公司所属路产车流量和通行费收入实现双增长，且融资租赁业务收入规模较快提升，2014年公司实现营业收入

9.36亿元，同比增长22.37%。

从业务收入构成看，公司营业收入主要来自于通行费收入，2014年通行费收入为8.61亿元，同比增长15.65%，其在营业收入中占比为91.99%，收入占比较上年下降了5.26个百分点。同时，融资租赁业务实现收入0.58亿元。此外，公司当年来自参股路产及金融企业的投资收益同比大幅增长81.56%至2.46亿元，对公司利润的贡献度加大。

表2：2012~2014年公司通行费收入及投资收益情况

		单位：万元		
		2012	2013	2014
通行费	收入	71,608.64	74,439.76	86,088.98
	收入占比	97.08%	97.25%	91.99%
	同比增幅	0.92%	3.95%	15.65%
投资收益	收益	8,518.32	13,526.51	24,558.28
	同比增幅	-11.78%	58.79%	81.56%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于区域经济增长、路网贯通的日益完善，公司车流量和通行费收入均实现增长

截至2014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。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。

表3：截至2014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	12.5年
三期东城段	7.01	双向六车道	2005.7	12.5年
龙林高速	9.1	双向四车道	2005.7	12.5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，2014年在区域经济增长、汽车保有量增长及梅观高速免费等利好因素的作用下，加之路产区位优势和路网优势逐步释放，公司所属高速路段一至五类车的车流量均实现了正增长。除了五类车同比增长幅度为9.82%外，其余各车型增长幅度均达到了双位数。其中，一类车车流量同比增长

12.65%至 46,595.82 辆，二、三、四类车车流量同比分别大幅增长 26.48%、15.61%和 57.51%。2014 年公司路产车流量达 6,013.55 万辆，同比增长 13.89%，增速较上年提高了 4.78 个百分点。

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 78%左右，其车流量占比最大。三类车系公司第二大车流量的车型，2014 年车流量占比为 13.80%，与上年相近。此外，二、四和五类车在总车流量的占比分别为 3.01%、1.74%和 3.37%，该三类车型车流量规模相对较小。

表 4：2013~2014 年公司路产各车型车流量情况

单位：万辆				
	2013	占比	2014	占比
一类车	4,168.58	78.95%	4,695.82	78.09%
二类车	143.04	2.71%	180.92	3.01%
三类车	717.82	13.59%	829.84	13.80%
四类车	66.35	1.26%	104.51	1.74%
五类车	184.35	3.49%	202.46	3.37%
车流量	5,280.14	100%	6,013.55	100%
同比增长 (%)	9.11	-	13.89	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014 年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对公司的负面影响已趋于稳定。随着公司主动吸引车流及周边路网贯通效应的逐步显现，2014 年公司所属莞深高速车流量进一步增长，全年高速公路收费业务实现稳健增长。全年实现通行费收入 8.61 亿元，同比增长 15.65%，增速较上年上升了 4.66 个百分点。

整体而言，公司所属路产具有优越的地理优势，且路网贯通日益完善，有利于促进公司经营的高速公路车流量保持增长。此外，区域经济的平稳增长为公司业务的发展提供重要的外部环境。但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，且行业政策环境转暖，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 5：2012~2014 年公司拥有路产通行费收入

单位：万元			
路产名称	2012	2013	2014
一、二期	61,376	64,029	73,931
三期东城段	4,699	4,764	5,472
龙林高速	5,534	5,647	6,686
合计	71,609	74,440	86,089

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

融资租赁业务方面，为了深入实施“产融双驱”的有限多元化发展战略，2013 年公司通过股权收购与增资相结合的方式，收购了广东融通融资租赁有限公司（以下简称“融通租赁”）51%的股权，正式成为其控股股东。为了加快融通租赁的发展，公司在控股 51%股权的基础上，分别于 2014 年 12 月和 2015 年 2 月进一步收购了国金国际集团有限公司（香港）持有的融通租赁 25%股权和东莞市东方金域置业有限公司持有的融通租赁 24%股权，融通租赁成为了公司的全资子公司。

融通租赁成立于 2012 年 3 月，注册资本 1,000 万美元，目前仍处于经营初期，业务和盈利规模正逐步扩大，且其在风险控制、项目储备、核心团队建设上逐步成熟。随着资金实力的增强，融通租赁业务规模相应扩大，2014 年其新增融资租赁金额 4.16 亿元，实现营业收入 5,791 万元，促使当年公司融资租赁业务实现快速增长。因此，新增融资租赁业务作为公司第二大主业，为公司进一步实施多元化发展提供重要支持。

得益于东莞证券业务规模的增长及虎门大桥的稳健经营，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。2014 年，公司在对外股权投资、理财投资等方面实现投资收益 2.46 亿元，同比增长 81.56%。

表 6：公司参股公司情况

单位：亿元

子公司	持股比例	核算方式	2013 投资收益	2014 投资收益
虎门大桥	11.11%	权益法	0.44	0.56
东莞证券	20%	权益法	0.44	1.17
东莞信托	6%	成本法	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	0.02	0.03

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，虎门大桥系沟通广东省东西部的重要交通要道，全长 15.76 公里，截至 2014 年末剩余收费年限 14.5 年。随着经济的持续平稳发展以及汽车保有量增加，加之广东省实行全省一张网并实施计重收费后，大量原行走虎门轮渡的轻空载货车由于降档后行走虎门大桥和虎门轮渡的价格差大幅缩小而转走虎门大桥，促使 2014 年虎门大桥车流量同比增长 9.74% 至 3,091.52 万辆。全年虎门大桥实现通行费收入 13.15 亿元，同比增长 8.50%。整体来看，虎门大桥经营较稳健，且具有较强的盈利能力，近年对公司的利润贡献较多。2014 年，公司确认对虎门大桥公司的投资收益 0.56 亿元，较上年的 0.44 亿元有所上升。

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。受益于经纪业务收入水平上升和证券行业创新业务的推出，东莞证券盈利能力进一步增强。2014 年东莞证券总资产同比增长 103.63% 至 236.46 亿元，营业收入和净利润分别为 18.12 亿元和 6.27 亿元，同比分别大幅上升 69.71% 和 137.36%。当年公司对其确认投资收益 1.17 亿元。

其他投资方面，2014 年，松山湖小额贷款公司实现营业收入 0.26 亿元，净利润 0.13 亿元，公司确认投资收益 0.03 亿元，较上年有所上升。东莞信托当年实现营业收入 7.58 亿元，取得净利润 4.22 亿元，盈利能力增强。此外，2014 年东莞长安村镇银行实现营业收入 0.77 亿元，净利润 0.23 亿元。

总体看，公司参股企业盈利能力增强，经营效益良好，投资收益成为公司重要的利润来源。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，从而提高公司可持续发

展能力。

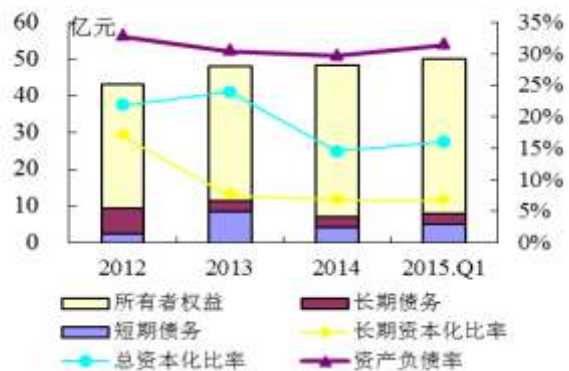
财务分析

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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年度合并财务报告，其中 2012 及 2013 年财务数据分别为 2013、2014 年财务报告的期初数。

资本结构

公司近年来资产规模持续增长，且随着留存收益的逐年积累，自有资本实力不断增强，负债水平逐年下降。截至 2014 年末，公司资产总额同比增长 12.29% 至 58.90 亿元，增幅较上年提高了 8 个百分点。同期，公司负债总额同比增长 9.50% 至 17.50 亿元。但是，2014 年其所有者权益为 41.39 亿元，同比增长 13.51%，当年资产负债率较上年进一步下降至 29.72%。截至 2015 年一季度末，公司资产负债率略增至 31.42%。整体而言，公司负债规模相对较小，负债水平在同行业上市公司中处于较低水平，财务结构稳健性较好。

图 1：2012~2015.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 7：2014 年末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	440.09	48.96
赣粤高速	308.21	54.01
四川成渝	287.99	57.06
宁沪高速	274.45	23.71
深 高 速	243.29	46.07
福建高速	186.90	48.93
粤高速 A	125.14	53.08
皖通高速	115.32	26.73
楚天高速	90.13	58.42
东莞控股	58.90	29.72
吉林高速	51.23	45.63
平均值	198.33	44.76
中位数	186.90	48.93

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

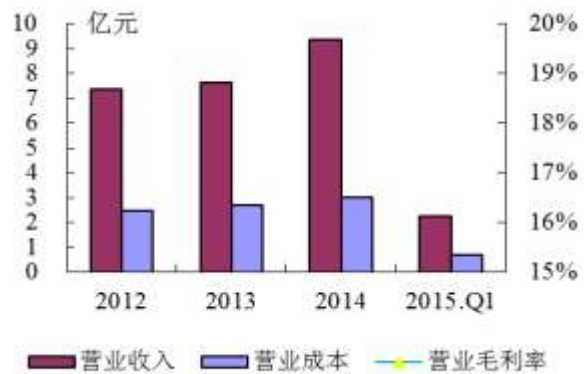
从债务结构来看，由于 2014 年公司分两期发行了 5 亿元的短期融资券，导致其短期债务同比增长 6.13%至 9.06 亿元。同期，公司长期债务为 3.00 亿元，与上年规模相近。截至 2014 年末，公司长短期债务比从上年的 2.88 提高至 3.02，截至 2015 年一季度末，其长短期债务比进一步提高至 3.36，短期债务偿还压力加大。

总体来看，公司负债水平相对较低，但其以短期债务为主的债务结构安排使其面临一定的短期偿债压力。同时，公司未来将持续推进有限多元化的发展战略，且 2015 年莞深高速（南段）提速工程、龙林高速路面中修工程等亦导致公司面临一定的资本支出需求，或将推高公司的负债规模，对此应保持关注。

盈利能力

公司以通行费收入作为主要的收入来源，受益于控股路产车流量和通行费收入的快速增长，2014 年公司营业总收入同比大幅增长 22.37%至 9.36 亿元，增速较上年上升 18.69 个百分点。同时，公司折旧和摊销、人工成本以及高速公路养护绿化费用的增加导致公司当年营业成本同比上升 11.92%至 3.01 亿元。但在收入规模大幅扩大的作用下，公司当年毛利率由上年的 64.88%提高至 67.88%，2015 年一季度末进一步上升至 69.50%，初始获利空间增强，在行业中处于中上水平。

图 2：2012~2015.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

表 8：2014 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(%)
四川成渝	83.00	25.67
宁沪高速	78.79	48.97
山东高速	63.55	64.55
赣粤高速	40.81	41.92
深 高 速	36.20	52.9
福建高速	26.36	67.29
皖通高速	23.40	60.29
粤高速 A	14.55	41.68
楚天高速	11.30	63.49
东莞控股	9.36	67.88
吉林高速	6.04	72.85
平均值	35.76	55.23
中位数	26.36	60.29

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，无销售费用产生。2014 年公司管理费用 0.54 亿元，同比增长 29.49%，主要由于人员工资、固定资产折旧以及税金等有所增长所致。而财务费用与上年相近，全年财务费用为 0.60 亿元。2014 年公司期间费用合计 1.14 亿元，三费收入占比 12.15%，较上年有所下降，公司期间费用控制能力较好。

公司的利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2014 年公司通行费收入大幅增长，全年经营性业务利润同比上升 33.09%至 4.87 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 2.46 亿元。全年公司净利润同比大幅增长 49.80%至 5.99 亿元，同时净资产收益率上升至 14.48%，资产获利能力进一步增强。

总体看来，得益于区域经济的增长、汽车保有量的增加以及路网协同效应的进一步发挥，公司运营的莞深高速车流量持续增加，且主要参股的金融企业经营效益良好，均为公司盈利提供持续有力的支撑，公司整体盈利能力进一步增强。

偿债能力

表 9：2012~2015.Q1 公司主要财务能力指标

	2012	2013	2014	2015.Q1
短期债务（亿元）	4.55	8.54	9.06	10.04
长期债务（亿元）	6.93	2.97	3.00	2.99
长短期债务比	0.66	2.88	3.02	3.36
总债务（亿元）	11.48	11.50	12.06	13.03
经营性净现金流（亿元）	5.39	5.50	2.69	-5.93
经营净现金流/短期债务（X）	1.18	0.64	0.30	-0.59
经营净现金流/总债务（X）	0.47	0.48	0.22	-1.82
EBITDA（亿元）	7.11	7.63	10.13	-
总债务/EBITDA（X）	1.62	1.51	1.19	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.00	9.65	12.63	-

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。受益于利润总额的大幅增加，2014年公司EBITDA同比上升32.76%至10.13亿元。在现金流方面，由于2014年融通租赁的业务大幅增长，因直租业务而发生购置大批机器、设备，导致当年经营活动现金流出大幅上升，全年经营活动现金净流入同比下降51.08%至2.69亿元。受益于理财收入的大幅增加以及对已到期的信托计划、次级债务本金的收回，2014年公司投资活动现金净流入0.75亿元，较上年下降6.23亿元有所好转。此外，虽然公司2014年发行了5亿元短期融资券，但受兑付已到期的3年期公司债券、银行贷款本金影响，公司当年筹资活动现金净流出为1.05亿元，同比增长48.21%。

从短期偿债能力指标看，2014年公司短期债务上升，但得益于EBITDA的较快增长，当年EBITDA与短期债务比率上升至1.12。同时，经营性现金净流入的下降导致其与短期债务比率下降至0.30。长期偿债能力方面，受经营性现金净流入规模萎缩影响，2014年公司经营净现金流/总债务为0.22，经营活动净现金流/利息支出为3.36倍，经营性净现金流对

当期债务和利息的覆盖程度较上年均有所下降。但是，公司总债务/EBITDA下降至1.19倍，EBITDA利息倍数较上年提高至12.63倍，公司EBITDA对债务和利息支出的覆盖能力进一步增强。总体而言，公司获现能力很好，主要偿债指标基本保持在很好水平。

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2015年3月末，公司已获得招商银行、民生银行、中国银行等多家银行共计17.70亿元的授信额度，尚有12.80亿元额度未使用，公司具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至2014年12月31日，公司实际对外担保余额4.11亿元，系向广东省融资再担保有限公司（以下简称为“广东再担保”）提供的反担保，占公司净资产的10.22%，或有风险可控。

综合而言，公司收入规模大幅提高，总体负债水平较低，获现能力较好，且其再融资能力较强，融资渠道顺畅，资金储备较充裕，整体偿债能力依然很强。

担保实力

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2014年末，广东再担保实收资本为28.10亿元。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，能够在资金和业务拓展方面对广东再担保提供较好支持。

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2014年12月31日，广东再担保在保余额395.17亿元，风险责任余额为224.40亿元，净资产放大倍数为6.76倍，较上年有所下降。2014年广东再担保业务结构进一步调整，再担保业务规模同比大幅增长43.63%至199.28亿元，同时直保业务规模同比上升7.86%。当年再担保和直保业务占在保余额的比例分别为50.43%和49.57%，再担保业务占比较2013年上升7.12个百分点。

表 10: 2012~2014 年末公司在保业务情况

单位: 亿元

业务类型	2012 年	2013 年	2014 年
(一) 再担保业务	193.35	138.75	199.28
1. 机构再保	182.75	134.63	197.47
2. 产品再保	8.04	3.17	0.43
3. 项目再保	2.56	0.95	1.38
(二) 直保业务	106.11	181.62	195.89
1. 融资性直保	101.09	176.20	187.12
2. 非融资性直保	5.02	5.42	8.77
总计	299.46	320.37	395.17

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。2014年其机构再保业务新增担保发生额167.01亿元, 业务规模大幅增长, 年末在保余额197.47亿元, 同比提高46.68%。

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。2014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, 年末在保余额0.43亿元。

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。截至2014年末, 广东再担保的项目再保业务在保余额为1.38亿元, 较上年上升0.43亿元。

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, 2014年新增担保额38.25亿元, 截至当年末, 在保余额187.12亿元。非融资性直保业务主要包括工程保函和诉讼担保等, 2014年新增担保额6.00亿元, 年末在保余额8.77亿元。

总体看, 广东再担保业务结构进一步调整, 再担保业务规模大幅上升, 其收入占比提高, 且直保业务亦实现增长。随着业务规模的大幅上升, 广东

再担保风险控制压力亦相应加大。

表 11: 2012~2014 年担保业务发生情况

单位: 亿元

	2012	2013	2014
在保余额	299.46	320.37	395.17
本期解除担保额	213.26	179.93	171.88

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, 2014年广东再担保风险责任余额同比下降了2.21%, 全年担保业务收入为1.71亿元, 同比下降32.97%。全年取得担保业务利润5,703.17万元, 同比下降19.94%。

表 12: 2012~2014 年广东再担保担保业务盈利情况

单位: 万元

	2012	2013	2014
担保业务收入	10,605.00	25,477.26	17,077.68
担保赔偿准备金	4,594.12	4,117.11	8,807.07
业务及管理费	4,853.62	5,387.21	5,247.17
担保准备金提转差	3,214.66	7,436.13	-4,199.79
担保业务利润	-3,068.17	7,123.71	5,703.17

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。2014年广东再担保投资收益(含利息收入)为1.50亿元, 全年实现净利润1.69亿元, 较上年的1.59亿元略有提高。

表 13: 2012~2014 年广东再担保利润简表

单位: 万元

	2012	2013	2014
担保业务利润	-3,068.17	7,123.71	5,703.17
投资收益 (含利息收入)	9,833.48	11,955.06	14,962.67
营业利润	6,765.31	19,078.77	20,665.84
净利润	5,786.98	15,905.69	16,945.52

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2014年末, 广东再担保总资产38.67亿元, 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21.31亿元、11.43亿元和3.92亿元, 资产整体流动性良好。2014年广东再担保发生代偿金额0.11亿元。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2014年末, 广东再担

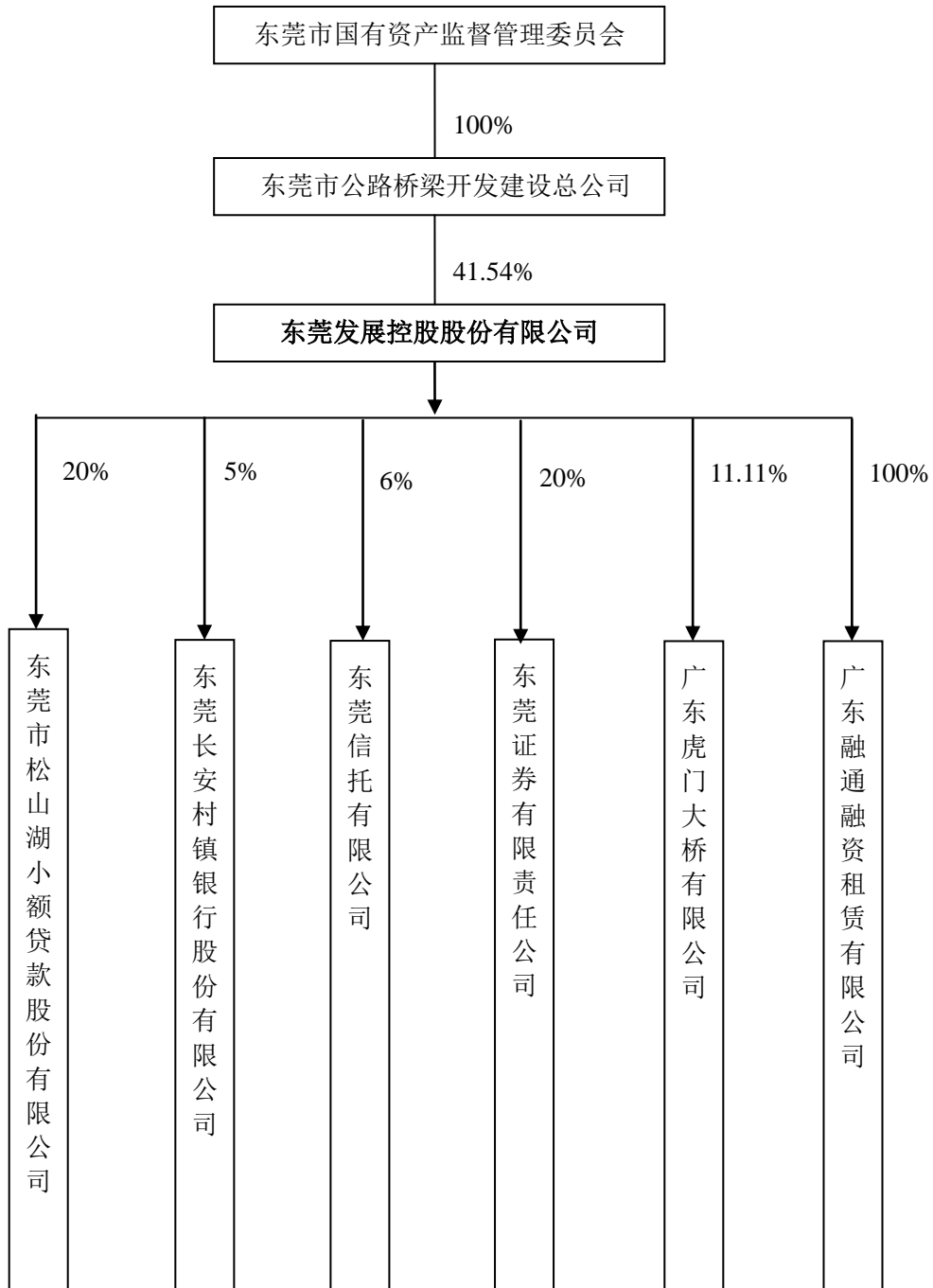
保实收资本 28.10 亿元，净资产 33.19 亿元，自有资本规模有所提高。2014 年末广东再担保在保余额 395.17 亿元，由于采取与合作银行、担保机构风险分担的机制，广东再担保风险责任余额 224.40 亿元，实际净资产担保倍数为 6.76 倍，较 2013 年有所下降。总体看，公司实际担保放大倍数有所降低，资本充足率较上年有所上升。

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期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面临的担保行业环境变化和经营压力、未来业务规模扩大带来的资本需求等方面保持关注。

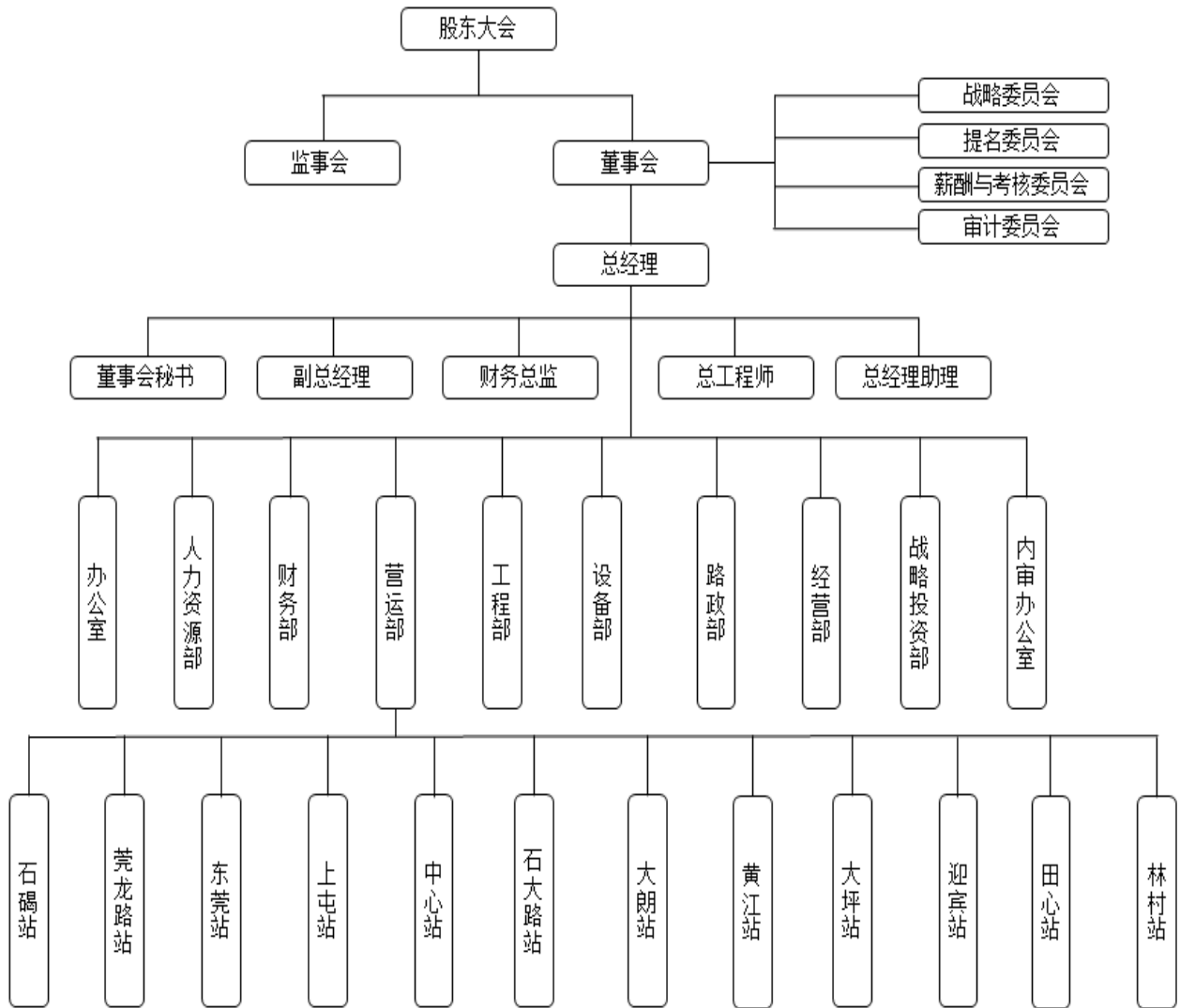
结 论

中诚信证评维持东莞控股主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“东莞发展控股股份有限公司 2011 年公司债券”中 5 年期有担保债券信用等级为 **AA⁺**。

附一：东莞发展控股股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附二：东莞发展控股股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	90,840.86	63,309.00	87,109.17	37,359.12
应收账款净额	2,197.10	2,731.83	4,052.54	3,169.32
存货净额	0.00	0.00	31,002.98	0.00
流动资产	109,619.86	137,287.80	138,512.70	82,681.49
长期股权投资	92,217.98	97,480.08	106,571.57	110,416.35
固定资产合计	256,182.98	240,138.32	223,843.15	219,899.06
总资产	502,932.83	524,510.80	588,957.58	611,646.64
短期债务	45,500.00	85,373.97	90,606.67	100,406.67
长期债务	69,257.47	29,654.08	29,973.66	29,902.08
总债务(短期债务+长期债务)	114,757.47	115,028.06	120,580.32	130,308.75
总负债	164,777.36	159,853.60	175,039.72	192,175.58
所有者权益(含少数股东权益)	338,155.47	364,657.21	413,917.86	419,471.06
营业总收入	73,762.54	76,477.53	93,585.02	22,545.80
三费前利润	46,195.23	46,740.43	60,048.56	14,814.12
投资收益	8,518.32	13,526.51	24,558.28	8,366.17
净利润	35,515.86	40,019.79	59,947.79	17,304.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	71,053.83	76,323.05	101,327.16	-
经营活动产生现金净流量	53,897.18	55,038.52	26,924.66	-59,323.15
投资活动产生现金净流量	-1,933.58	-62,338.51	7,508.25	-7,982.53
筹资活动产生现金净流量	-41,342.61	-20,231.87	-10,478.28	17,544.94
现金及现金等价物净增加额	10,621.00	-27,531.86	23,800.17	17,555.62
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	66.21	64.88	67.88	69.50
所有者权益收益率(%)	10.50	10.97	14.48	16.50
EBITDA/营业总收入(%)	96.33	99.80	108.27	-
速动比率(X)	1.58	4.63	3.61	0.80
经营活动净现金/总债务(X)	0.47	0.48	0.22	-1.82
经营活动净现金/短期债务(X)	1.18	0.64	0.30	-2.36
经营活动净现金/利息支出(X)	6.07	6.96	3.36	-
EBITDA 利息倍数(X)	8.00	9.65	12.63	-
总债务/EBITDA(X)	1.62	1.51	1.19	-
资产负债率(%)	32.76	30.48	29.72	31.42
总资本化比率(%)	25.34	23.98	22.56	23.70
长期资本化比率(%)	17.00	7.52	6.75	6.65

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：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)	2012	2013	2014
货币资金	166,168.24	114,078.48	213,118.97
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	169,574.28	119,908.36	224,600.30
持有至到期投资	83,788.96	146,219.18	114,290.00
长期股权投资	39,567.21	41,767.65	39,224.28
固定资产合计	183.16	6,776.94	6,422.55
资产总计	293,113.61	316,884.84	386,658.20
担保赔偿准备金	12,972.29	17,089.40	25,896.47
未到期担保责任准备金	5,302.50	12,738.63	8,538.84
流动负债合计	20,403.74	33,666.53	44,412.74
非流动负债合计	13,628.92	8,231.67	10,313.29
负债合计	34,032.66	41,898.20	54,726.03
所有者权益合计	259,080.95	274,986.64	331,932.16
担保业务收入	10,605.00	25,477.26	17,077.68
担保赔偿准备金支出	4,594.12	4,117.11	8,807.07
业务及管理费	4,853.62	5,387.21	5,247.17
担保准备金提转差	3,214.66	7,436.13	-4,199.79
担保业务利润	-3,068.17	7,123.71	5,703.17
利息收入	646.56	964.47	604.20
投资收益	9,186.92	10,990.60	14,962.67
营业利润	6,765.31	19,078.77	20,665.84
所得税	2,021.84	4,321.43	5,087.01
净利润	5,786.98	15,905.69	16,945.52
财务指标	2012	2013	2014
在保余额	2,994,646.00	3,203,693.00	3,951,744.00
风险责任余额	1,697,243.00	2,294,558.00	2,243,975.00
净资产	259,080.95	274,986.64	331,932.16
净资产放大倍数	6.55	8.34	6.76

附五：基本财务指标计算公式

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)

附六：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。