

中山市交通发展集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；

维持“12中山交通债/PR中交通”和“14中山交通债/14中山交”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十八日

中山市交通发展集团有限公司 2017 年度跟踪评级报告

发行主体 中山市交通发展集团有限公司

本次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
12 中山交通债 /PR 中交通	6	2012.08.28-2018.08.28	AA	AA
14 中山交通债 /14 中山交	8	2014.11.26-2021.11.26	AA	AA

注：“12 中山交通债/PR 中交通”由中山中汇投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

概况数据

中山交通（合并口径）	2014	2015	2016
总资产（亿元）	200.05	281.05	354.71
所有者权益合计（亿元）	80.69	151.19	208.09
总负债（亿元）	119.37	129.85	146.62
总债务（亿元）	112.62	112.48	115.12
营业总收入（亿元）	8.41	7.32	7.14
净利润（亿元）	0.76	0.55	1.23
EBIT（亿元）	3.55	2.79	2.67
EBITDA（亿元）	3.74	2.97	2.78
经营活动净现金流（亿元）	0.91	-0.12	0.49
营业毛利率(%)	12.48	12.87	-7.60
总资产收益率(%)	1.87	1.16	0.84
资产负债率(%)	59.67	46.20	41.34
总资本化比率(%)	58.26	42.66	35.62
总债务/EBITDA(X)	30.08	37.86	41.47
EBITDA 利息倍数(X)	0.74	0.59	0.50
中汇集团（合并口径）	2014	2015	2016
总资产（亿元）	162.21	185.21	187.44
所有者权益合计（亿元）	94.09	128.35	134.56
总负债（亿元）	68.11	56.86	52.88
总债务（亿元）	48.29	40.24	37.05
营业总收入（亿元）	19.60	20.08	17.58
净利润（亿元）	5.46	15.23	9.30
EBIT（亿元）	9.64	18.15	12.08
EBITDA（亿元）	12.10	20.81	15.20
经营活动净现金流（亿元）	2.41	6.51	3.64
营业毛利率(%)	30.88	34.68	35.00
总资产收益率(%)	6.70	10.45	6.49
资产负债率(%)	41.99	30.70	28.21
总资本化比率(%)	33.92	23.87	21.59
总债务/EBITDA(X)	3.99	1.93	2.44
EBITDA 利息倍数(X)	-	-	-

注：1. 审计报告均按照新会计准则编制；2. 在计算总债务时，将中山交通 2014 年~2016 年其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算；将 2014 年~2016 年长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3. 因无法获得中汇集团资本化利息支出金额，故相关指标失效。

分析师

项目负责人：仇 芃 pjiu@ccxi.com.cn
项目组成员：丁 宸 chding@ccxi.com.cn
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2017 年 6 月 28 日

基本观点

中诚信国际维持中山市交通发展集团有限公司（以下简称“中山交通”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“12 中山交通债/PR 中交通”和“14 中山交通债/14 中山交”的信用等级为 AA，“12 中山交通债/PR 中交通”的债项级别考虑了中山中汇投资集团有限公司（以下简称“中汇集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中诚信国际肯定了中山市区域经济财政实力的提升、中山市政府的大力支持等对公司发展的积极作用；同时中诚信国际也关注到未来投融资压力较大、年票制公路面临政策性风险以及自身盈利能力偏弱等因素对公司未来信用状况的影响。

优势

- **快速增长的地区经济和财政实力。**2016 年中山市经济保持较快增长，GDP 达到 3,202.78 亿元，同比增长 7.8%；同期财政收入也持续提高，2016 年中山市实现一般公共预算收入 295.0 亿元，同比增长 6.1%，财力增强有效保障了建设资金需求，“珠中江”区域融合为公司发展带来机遇。
- **政府支持力度大。**公司是中山市干线公路的投资、建设主体，在项目投资和资金平衡方面得到中山市政府在政策、资金、资源等方面的大力支持。

关注

- **投融资压力较大。**随着项目建设进度的持续推进，公司资本支出压力逐年加大，但自 2011 年以来公司未实现土地增值变现，通行费收入和沿线衍生资源开发收入不足以满足其资金需求，并且公司目前尚未出台具体土地出让计划。整体来看，公司未来的投融资压力较大。
- **政策性风险。**中山市已于 2017 年取消年票制公路的收费，公司取得的路桥收入持续减少，相关政府补偿措施待出台，中诚信国际将持续关注年票制度取消的政策性风险对公司业务的影响。
- **自身盈利能力偏弱。**公司经营性业务收入持续亏损，盈利主要依靠公允价值变动收益和政府补助，其中土地评估增值而形成的公允价值变动收益不形成实质性的现金流入。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司存续的“12 中山交通债/PR 中交通”募集资金 6 亿元，其中 4.8 亿元用于广珠中线二期工程项目和中山市横二线（阜沙—港口段）改建工程项目，其余 1.2 亿元用于补充公司营运资金。截至 2016 年末，“12 中山交通债/PR 中交通”已归还本金 3.0 亿元，债券余额 3.0 亿元，资金用途与募集说明书一致，未发生变更。

“14 中山交通债/14 中山交”募集资金 8 亿元，全部用于中山市横二线东段工程项目建设。截至 2016 年末，“14 中山交通债/14 中山交”募集资金累计已投入 4.00 亿元，资金用途与募集说明书一致，未发生变更。

近期关注

中山市区域经济平稳增长、财政收入稳步提升等因素为公司发展创造良好的外部环境，“珠中江”区域融合为公司发展带来机遇

近年来，中山市经济保持了较快发展。2016 年，中山市生产总值（GDP）为 3,202.78 亿元，同比增长 7.8%。其中，第一产业增加值 70.12 亿元，同比下降 0.4%；第二产业增加值 1,675.39 亿元，同比增长 6.4%；第三产业增加值 1,457.26 亿元，同比增长 9.8%，三次产业结构调整为 2.2:52.3:45.5。同期，中山市完成全社会固定资产投资 1,149.01 亿元，同比增长 8.9%。

随着珠江西岸经济一体化加快和“珠中江”经济圈的兴起，中山市迎来经济发展新的契机。2009 年 4 月，中山与江门、珠海结成区域联盟，三市政府签署全面合作协议《推进珠中江区域紧密合作框架协议》，珠中江区域合作正式进入实质性议程。随着广珠西线高速、港珠澳大桥、广珠轨道交通以及中深跨江通道等一大批重大交通基

础设施的兴建，中山市作为交通枢纽的地位进一步显现。整体来看，随着珠三角经济一体化的逐步推进，中山市作为珠江西岸交通枢纽的功能也将进一步凸显，有望保持经济的持续发展。

得益于经济稳定发展，中山市一般公共预算收入平稳增长，财政保障能力不断加强。2016 年中山市一般公共预算收入为 295.0 亿元，同比增长 6.1%，其中税收收入 200.7 亿元，占一般公共预算收入的 68.0%。2016 年中山市一般公共预算支出为 366.9 亿元，同比增长 3.5%。同期，中山市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 80.41%，较 2015 年有所下降，主要是因为中山市加大盘活存量资金，用于稳增长、调结构、促发展、惠民生等重点项目，资金缺口主要通过上级补助收入弥补。

表 1：2014 年~2016 年中山市财政收入情况(亿元)

	2014	2015	2016
公共财政预算收入	251.6	287.5	295.0
公共财政预算支出	261.3	354.2	366.9
财政平衡率	96.29%	81.17%	80.41%

资料来源：中山市财政局

总体来看，随着经济发展稳定增长，中山市公共财政预算收入平稳增长，税收收入占比较高，成为地方财力的重要支撑。未来，在珠江西岸经济一体化区域性发展的带动下，中山市财政实力有望持续增强。

年票收入是公司车辆通行费收入的主要来源，近年来受广东省内相关政策的影响不断下降，政府或将通过安排专项资金的方式来补偿公司损失

2013 年，根据《珠三角区域车辆通行费年票互通实施方案》，珠三角地区 9 个城市（广州、佛山、肇庆、珠海、中山、江门、深圳、东莞及惠州）行政区域内设置的普通公路收费站及委托高速公路代收次票收费站对上述 9 市已购买车辆通行费年票的车辆，免收普通公路车辆通行费。2016 年公司实现年票收入 2.00 亿元，同比下降幅度较大，主要是因政策原因，广东省实施年票制的城

市年票征收率普遍下降导致。

全资子公司中山市路桥建设有限公司（以下简称“路桥公司”）是中山市“路桥一盘棋”的投资和建设主体。截至 2016 年末，路桥公司管辖中山市近 298 公里干线公路，设深湾、东阜、海洲、古神共 4 个收费站，全面负责上述收费公路的车辆通行费征收、路桥养护管理和还本付息。中山港收费站已于 2014 年 6 月 9 日收费到期并撤销，目前路桥公司下属的四个收费站均为非经营性收费站。2016 年公司取得收费站次票收入 0.08 亿元，高速公路代收收入 0.39 亿元。

公司车辆通行费收入实行“收支两条线”管

理，当年收取的次票、年票及高速公路代收收入全部上缴财政专户，再由中山市财政根据预算安排拨付，作为公司的车辆通行费收入。2016 年因公司收取的年票收入大幅下降，为维持公司正常运行，当期财政拨付给公司 5.65 亿元资金，作为当年公司的通行费收入。

2017 年中山市全面取消年票制，届时公司取得的路桥收入将大幅减少，相关政府补偿措施尚未出台，但中山市政府可能继续通过安排专项资金的方式来补偿公司的损失，中诚信国际将持续关注年票制度取消对公司业务收入的影响。

表 2：2014 年~2016 年公司下辖收费站路桥收费情况(万元)

	次票						年票	高速公路代收	合计
	中山港	深湾	东阜	海洲	古神	小计			
2014	92.91	185.29	101.45	212.08	123.21	714.93	52,289.90	3,868.75	56,873.58
2015	-	234.72	103.03	209.20	105.99	652.94	45,878.71	3,698.98	50,230.63
2016	-	271.36	110.06	302.13	102.25	785.80	19,990.71	3,896.58	24,673.09

注：公司收取的通行费全部上缴财政专户后再由市政根据预算安排拨付，拨付金额涵盖通行费、养护支出等，故与公司实际收取的通行费有差异。
资料来源：公司提供

随着项目建设进度的推进，公司的资金压力持续加大，政府在政策、资金、资源等方面为公司项目建设提供支持

为配合《中山市干线公路网规划（2012~2030）》，中山市加大了交通基础设施的建设力度。2016 年翠亨快线实现全线完工，中山港大桥、古神公路北段、三角快线（原广珠中线二期）主线开始通车运行，2016 年公司共完成工程建设投

资 30.68 亿元，截至 2016 年末累计建设总里程达 195.63 公里。

目前，公司正在推进的项目主要包括十水线、东部快线、广珠中线二期、大南路、纵二线中山港大桥扩建等，项目立项规模约为 200.80 亿元。截至 2016 年末，公司已累计完成投资 111.22 亿元，未来仍存在较大资本支出压力。

表 3：截至 2016 年末公司路桥项目建设概况

项目名称	立项规模(万元)	建设内容	建设期	累计完成投资(万元)
十水线（鸡鸦水道特大桥）	29,905.00	桥长 1.66 公里，双向四车道一级公路标准设计	2010.03~2016.12	129,299.00
十水线(小榄水道特大桥)(含引桥及互通)	90,569.08	桥长 2.6 公里，双向四车道一级公路标准设计	2010.10~2016.12	
东部快线	226,875.29	项目全长 20.23 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2009.10~2017.12	256,765.69
广珠中线二期	80,598.40	项目全长 5.87 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2009.07~2016.12	73,657.95
大南路	143,976.53	项目全长 8.46 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2014.08~2020.06	22,008.37
纵二线中山港大桥扩建	59,215.59	项目全长 3.92 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2012.12~2016.12	34,544.90
横二线东段	185,575.00	项目全长 16.892 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2013.10~2020.12	40,057.89

纵二线南段（原中拱路）	141,040.92	项目全长 15.388 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2013.03~2019.12	35,840.22
沙港公路	114,326.00	项目全长 10.84 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2014.03~2018.06	51,621.90
古神公路二期	246,792.18	项目全长 20.204 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2013.03~2020.06	71,435.09
纵四线	423,350.71	项目全长 33.455 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2013.4~2019.04	222,796.12
横四线西段	182,379.65	项目全长 11.4 公里，按双向六车道一级公路标准设计	2014.5-2019.06	93,874.43
国道 G105 线细滘大桥至沙朗段工程	83,412.00	项目全长 23.28 公里，主要对交叉口进行改造	2011.2~2016.12	80,304.13
合计	2,008,016.35	-	-	1,112,205.69

资料来源：公司提供

根据中山市政府制定的中府[2007]107 号文件《重点交通项目建设资金筹集和还款方案》，公司重点交通项目均建立市、镇（区）、项目建设单位三级共同出资建设机制，其中公司负责筹集投资额的 65%，主要依靠融资筹集，公司因建设项目形成的银行贷款以通行费收入、土地储备增值收益以及沿线资源开发收益来偿还；项目建设资金的另 35%由市镇级财政出资，计入公司当期资本公积。

根据中府[2011]66 号文《重点交通项目建设资金筹资和还款补充方案》（以下简称“补充方案”），公路沿线各镇（区）将其辖区内道路两旁的建设用地，按道路建设投资额的需要，原则上以基准地价折算提供相应数量的建设用地，交由市土地储备中心储备，委托公司管理。土地增值变现收入扣除运营成本后，优先安排偿还贷款本息，剩余部分市镇两级按 6:4 的比例分成，市留成部分作为公司今后道路维护和发展资金。

近年来，中山市政府相继将红光林果场、虎池围等土地资产注入公司，截至 2016 年末，中山市土地储备中心代公司储备 7,789.05 亩土地，其中 2,345.04 亩已办证，其余均未办证。今后随着公司承担交通建设项目的增多，公司管理的土地储备将会持续增加，充足的土地储备能为业务发展提供坚实的保障。但是，受土地市场景气度下滑的影响，2011 年以来公司尚未实现土地出让，中诚信国际将对土地收储、变现的不确定性对公司偿债能力的影响保持关注。

根据补充方案，中山市政府专门设立“交通

建设专项资金”使得公司项目资本金的来源更有保障。根据“交通建设专项资金”暂行管理办法，财政每年在上年度国地税两税收入和本年度全市国有土地出让收入总额中市镇两级分成前按比例分别提取 5%作为“交通建设专项资金”。截至 2016 年末，“交通建设专项资金”账户中已到位款达 57.43 亿元。

2016 年公司共收到道路资本金 55.58 亿元，计入当期资本公积，其中包括公司提取的“交通建设专项资金”19.52 亿元和公司所建项目沿线市镇投入的资本金 36.06 亿元。

此外，公路沿线衍生资源开发是公司建设资金还款来源的重要补充，由全资子公司中山市交通物业开发有限公司（以下简称“物发公司”）负责经营。自 2009 年起，物发公司与中山市土地储备中心合作，开展土地管养，通过实施绿化苗木基地、以租代养、主体性开发等多种形式取得经营性收益。物发公司还积极开发路灯、加油站、广告牌、管线等衍生资源，采用合同能源管理模式完成路灯安装工程，建设或收购候车亭、公路 T 牌，参与道路改建中管线迁移工程，落实管线资源的有偿使用，衍生资源的利用逐渐由资源收费转向产业经营。2016 年，物发公司主营业务收入和净利润分别为 5,045 万元和 1,329 万元。

总体来说，随着项目建设进度的持续推进，公司投融资力度逐年加大，但自 2011 年以来公司未实现土地增值变现，通行费收入和沿线衍生资源开发收入不足以满足其偿债需求。公司主要依托于中山市政府在政策、资金、资源等层面上的

支持为其投资建设和还本付息提供保障。

公司未来投资压力较大,同时计划开展相关多元化业务以便扩大收入规模、分散经营风险

干线公路建设是中山市政府赋予公司的首要任务,是公司未来业务发展的基础。未来3年,公司在干线公路上的投资总支出约为154.08亿元,资金来源主要为交通建设专项资金、沿线市镇级财政出资和公司自筹。

公司未来投资的重点项目主要为轨道交通1号线和东部外环高速项目的建设,项目总投资分

别约为50.00亿元和103.00亿元,以上两个项目目前还处于前期批复阶段,尚未确定具体建设计划。与此同时,公司将积极寻求基于土地开发和干线公路建设链条上的投资机会,实现业务规模的扩张和核心竞争力的提升。公司计划投资2.5亿元与相关镇(区)合作成立投资主体公司,参与推进道路建设与土地捆绑项目、储备地的管养以及土地一、二级开发业务。衍生资源开发方面,公司计划通过股权投资方式合作开发五座加油站及光伏发电项目等等。

表4: 公司未来三年投资计划(亿元)

	总投资	2017	2018	2019
干线公路	154.08	35.08	51.00	68.00
其他	153.44	5.09	42.26	66.09
其中: 1、市土地储备中心委托投	0.16	0.03	0.05	0.08
2、加油站项目	0.13	0.03	0.05	0.05
3、光伏发电项目	0.15	0.03	0.06	0.06
4、轨道交通1号线	50.00	3.00	12.20	19.50
5、东部外环高速项目	103.00	2.00	29.90	46.40
合计	307.52	40.17	93.26	134.09

资料来源: 公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2014年~2016年财务报告。

盈利能力

公司营业总收入主要由车辆通行费收入、管理工程收入、节能服务收入和其他业务收入构成。因管道平均售价的降低,2016年公司管线工程收入有所降低,受此影响当期公司营业总收入降至7.09亿元,其中,车辆通行费收入为5.65亿元,占营业总收入的比重为79.69%。

表5: 2014年~2016年公司营业总收入构成(亿元)

	2014	2015	2016
车辆通行费收入	6.83	5.56	5.65
管线工程收入	0.81	0.90	0.52
节能服务收入	0.21	0.22	0.23
其他	0.56	0.64	0.74

合计	8.41	7.32	7.14
----	------	------	------

资料来源: 根据公司财务报告整理

毛利率方面,2016年车辆通行费板块的毛利率由上年的5.56%降至-24.83%,主要是因当年公司下辖路产进行大修,维护费用大幅增加所致。虽然其他各类业务的毛利率实现不同程度增长,但因车辆通行费业务占比较大,使得公司整体的毛利率由2015年的12.87%降至2016年的-7.60%。

期间费用方面,因公司定期存款收益增加,2016年公司财务费用规模下降至-0.32亿元,从而当期三费合计为0.20亿元,三费收入占比大幅下降至2.77%。

表6: 2014年~2016年公司期间费用分析

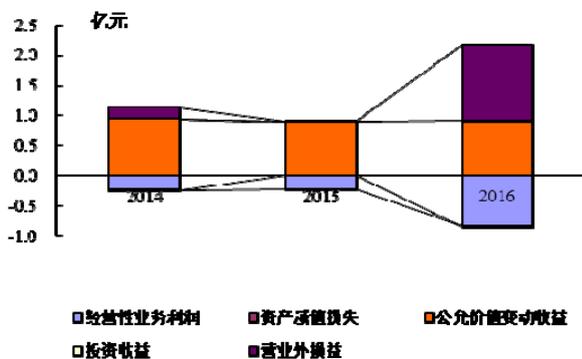
	2014	2015	2016
销售费用(亿元)	0.05	0.06	0.02
管理费用(亿元)	0.36	0.49	0.50
财务费用(亿元)	0.81	0.56	-0.32
三费合计(亿元)	1.21	1.11	0.20
营业总收入(亿元)	8.41	7.32	7.14

三费收入占比(%)	14.45	15.22	2.77
-----------	-------	-------	------

资料来源：根据公司财务报告整理

从利润总额构成来看，2014年以来公司投资性房地产项下的土地使用权因增值而连续实现较大规模的公允价值变动收益，成为公司利润总额的主要来源，但未实现现金流入。经营性利润以路桥收费和管线铺设为主，营业外收入则来自政府补贴收入。2016年公司的公允价值变动收益为0.88亿元，经营性业务亏损0.83亿元，取得政府补助1.25亿元，当年利润总额为1.32亿元。

图2：2014年~2016年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，2016年公司的收入规模有所上升，但经营性业务的盈利能力仍较弱，土地评估增值不形成实质的现金流入，主要依靠政府补助实现利润收入。公司的盈利能力亟待提升，中诚信国际将对其盈利水平和盈利来源保持关注。

偿债能力

公路项目的建设推动了公司总资产规模的逐年上升，截至2016年末，公司总资产为354.71亿元，较2015年末大幅增加，主要因公司当期收到了55.58亿元的道路建设资本金，货币资金大幅增加所致。2016年公司发行非定向债务融资工具10亿元，且增加财政专项债券9亿元，分别计入应付债券和长期应付款科目，导致公司总负债增加至146.62亿元。2016年末公司资产负债率和总资本化比率分别为41.34%和35.62%。

2016年，公司产生经营活动净现金流为0.49亿元。相较于经营活动，投资、筹资活动的现金流转对公司整体现金流情况的影响较大。投资活动方面，在政策推动下公司的项目建设量一直保持在较

高水平，公司2016年的投资活动现金流出为26.37亿元，当期投资活动净现金流为-22.93亿元。筹资活动方面，2016年公司吸收投资55.58亿元、借款取得现金1.40亿元，筹资力度较2015年有所下降；同期公司偿还债务16.74亿元，筹资活动净现金流为73.47亿元。总体看来，公司仍保持了以股东注资和外部筹资的方式来满足投资所需的资金平衡。

截至2016年末，公司总债务规模为115.12亿元，绝大部分为长期债务，债务负担较重，目前公司项目建设的资金来源集中于银行贷款和股东出资。公司与以国开行牵头组成的银团所签署的100亿元贷款协议以及其他银行授信，使得借款融资渠道相对畅通，在一定程度上可以保证项目投资顺利进行。

表7：2014年~2016年公司偿债能力分析

	2014	2015	2016
短期债务(亿元)	6.52	3.64	2.41
长期债务(亿元)	106.09	108.85	112.71
总债务(亿元)	112.62	112.48	115.12
EBITDA利息保障系数(X)	0.74	0.59	0.50
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.18	-0.02	0.09
总债务/EBITDA(X)	30.08	37.86	41.47
总债务/经营活动净现金流(X)	124.14	-927.65	236.24

资料来源：公司财务报告

长期来看，截至2016年末，公司总债务/经营活动净现金流和总债务/EBITDA分别为236.24倍和41.47倍，EBITDA和经营性净现金流远不能够满足债务的偿还，同期经营活动净现金流和EBITDA对利息支出的覆盖能力也较弱。公司的偿债来源主要依托于土地出让收益和路桥收费所形成的财政返还。

此外，根据公司提供的还款计划，2017年~2020年公司分别需偿还债务2.41亿元、23.25亿元、23.85亿元和14.00亿元，但目前公司尚未出台土地出让计划，未来几年公司将面临一定的偿债压力，中诚信国际对此表示关注。

或有事项方面，截至2016年末，公司对中山市兴中集团有限公司提供担保7.00亿元，占公司净资产的3.36%，公司承担的代偿风险基本可控。

财务弹性方面，截至2016年末，公司在各商

业银行授信总额 74.72 亿元，尚未使用的授信额度为 6.09 亿元；另公司取得交银国际信托借款授信 50.00 亿元，尚未使用的授信额度为 8.50 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，公司及其子公司近三年未出现过银行借款和已发行债务融资工具到期未偿付情形。

担保实力

“12 中山交通债/PR 中交通”由中汇集团提供全额无条件的不可撤销的连带保证责任担保，保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他应支付的费用。

中汇集团成立于 2007 年 8 月，是中山市委、市政府对原中山公用事业集团有限公司实施重大资产重组、整体上市而组建的国有独资企业集团。中山市人民政府国有资产监督管理委员会是中汇集团的唯一出资人。截至 2016 年末，中汇集团实收资本为 14.64 亿元。

中汇集团是中山市公用事业投资、建设和运营主体，主要业务涵盖水务、市场租赁、旅游等领域。

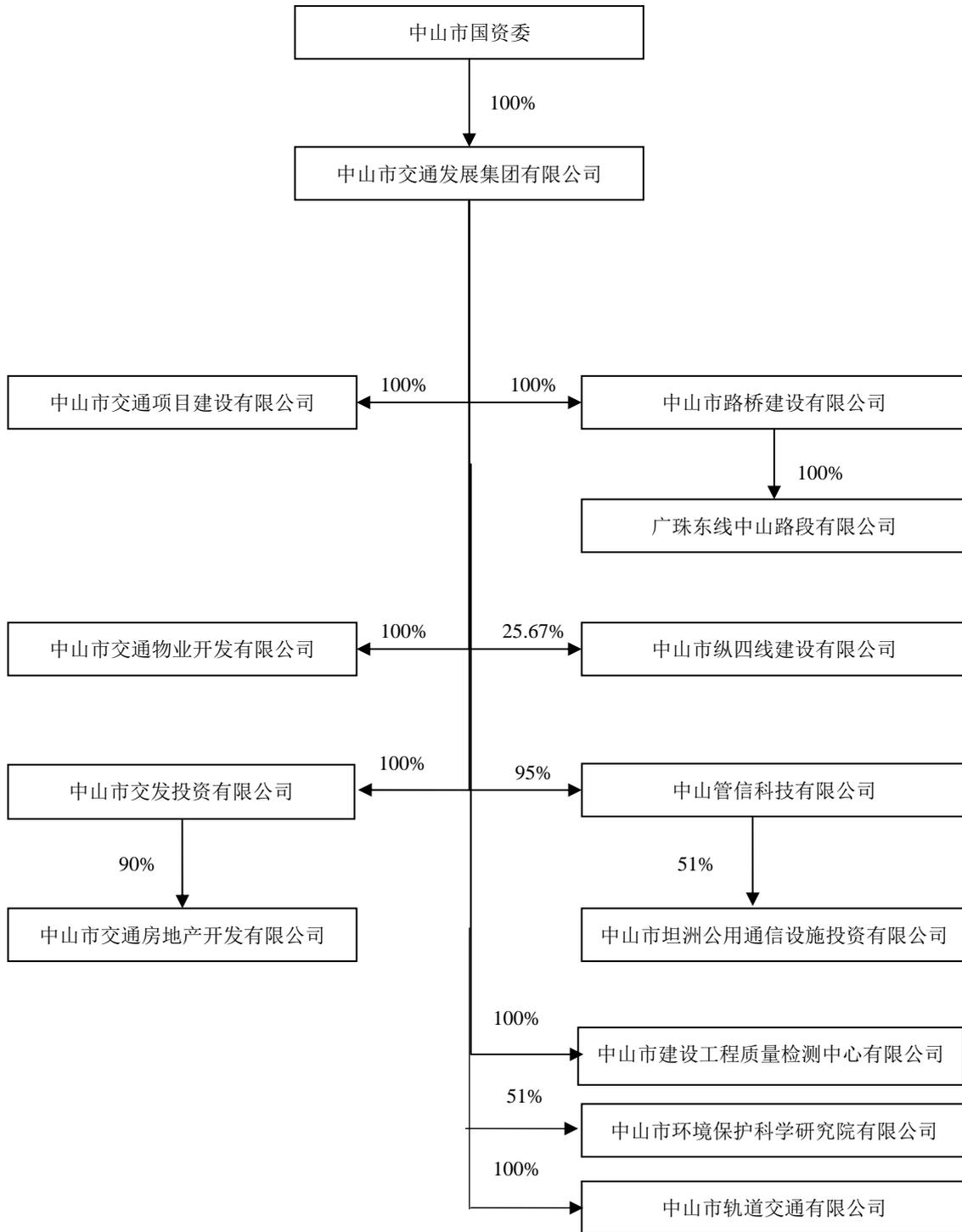
财务方面，截至 2016 年末，中汇集团总资产 187.44 亿元，总负债 52.88 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 28.21% 和 21.59%，处在较低水平；2016 年，中汇集团实现营业总收入 17.58 亿元，净利润 9.30 亿元，经营活动现金流量净额 3.64 亿元。2016 年以来，中汇集团运营稳定，负债率控制在较低水平，偿债能力较为稳定。

总体来看，中汇集团作为中山市公共事业投资、建设和运营主体，业务经营重要性很强。中汇集团拥有中山市供水、污水处理等专营权，处于区域垄断地位。中诚信国际评定中汇集团主体信用等级 **AA**，认为中汇集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保能够对“12 中山交通债/PR 中交通”的还本付息起到很强的保障作用。

结 论

中诚信国际维持中山市交通发展集团有限公司的主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“12 中山交通债/PR 中交通”和“14 中山交通债/14 中山交”的信用等级 **AA**，“12 中山交通债/PR 中交通”的债项级别考虑了中汇集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

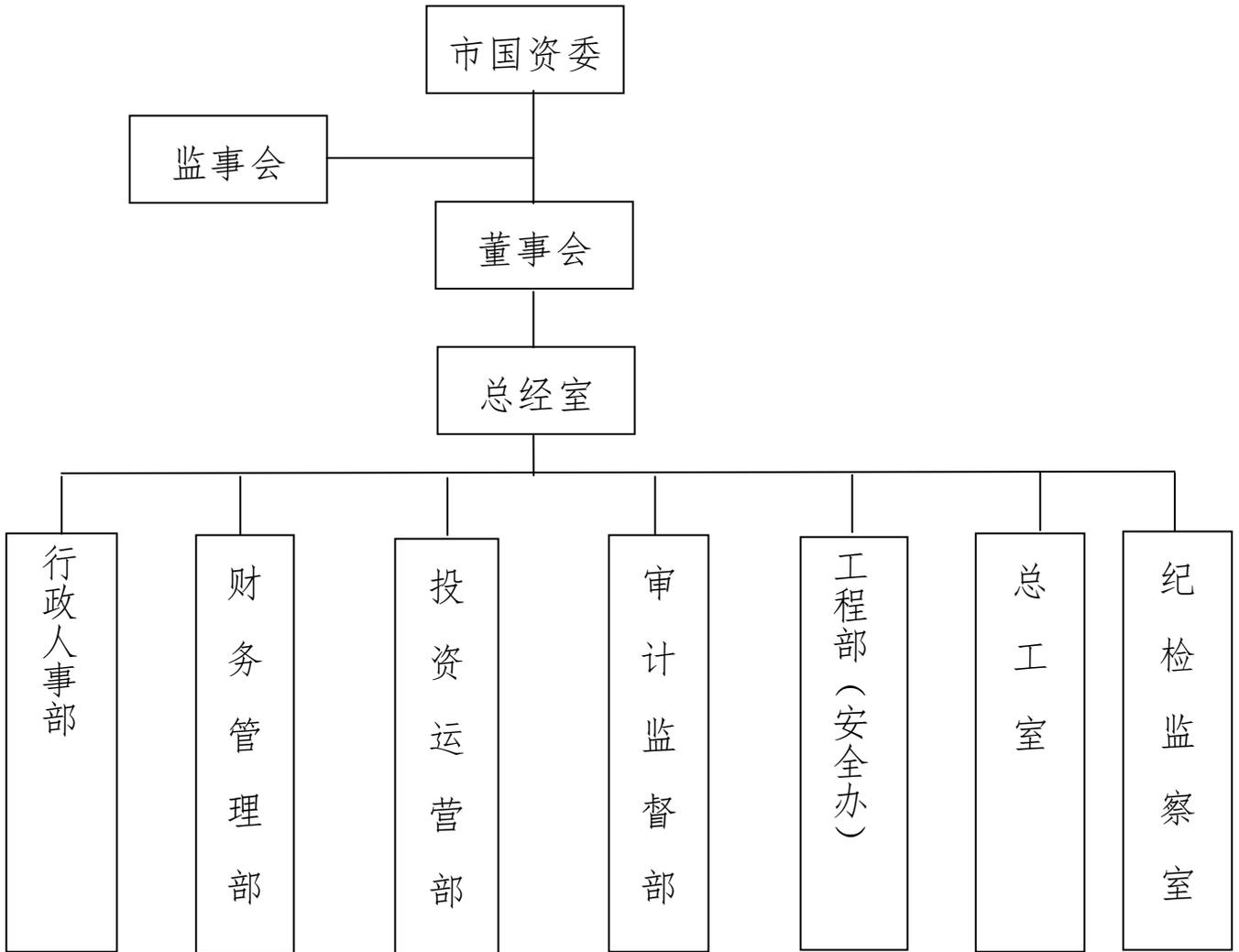
附一：中山市交通发展集团有限公司股权结构图（截至 2016 年末）



注：公司对中山市纵四线建设有限公司表决权比例为 100%，故将其纳入合并范围

资料来源：公司提供

附二：中山市交通发展集团有限公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

附三：中山市交通发展集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	254,028.62	783,782.11	1,294,246.56
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	4,584.47	6,671.89	6,938.58
其他应收款	10,623.57	4,953.68	8,007.22
存货净额	16,642.53	14,316.39	12,040.10
可供出售金融资产	2,000.00	2,000.00	7,662.72
长期股权投资	17,515.73	37,125.28	49,808.89
固定资产	4,860.78	5,337.45	4,721.01
在建工程	738,939.37	981,022.27	1,230,708.11
无形资产	606.71	609.56	631.58
总资产	2,000,538.59	2,810,465.06	3,547,079.98
其他应付款	22,984.06	42,077.49	207,384.21
短期债务	65,232.64	36,392.64	24,144.64
长期债务	1,060,929.00	1,088,450.00	1,127,051.00
总债务	1,126,161.64	1,124,842.64	1,151,195.64
净债务	872,133.02	341,060.53	-143,050.92
总负债	1,193,651.22	1,298,527.06	1,466,189.87
财务性利息支出	26,532.54	21,204.41	13,479.36
资本化利息支出	23,984.45	29,203.19	41,831.40
实收资本	462,539.14	291,718.73	291,718.73
少数股东权益	603.77	616.57	1,367.61
所有者权益合计	806,887.37	1,511,938.01	2,080,890.11
营业总收入	84,051.62	73,237.45	71,377.12
三费前利润	9,798.98	8,848.66	-6,346.98
营业利润	7,096.49	6,655.54	720.12
投资收益	16.97	175.28	312.08
营业外收入	1,891.02	101.36	12,538.90
净利润	7,588.57	5,536.99	12,302.08
EBIT	35,511.14	27,941.32	26,704.27
EBITDA	37,438.00	29,713.89	27,757.47
销售商品、提供劳务收到的现金	92,622.71	62,122.57	68,716.60
收到其他与经营活动有关的现金	3,443.56	7,322.04	22,416.74
购买商品、接受劳务支付的现金	67,752.85	59,044.75	69,991.79
支付其他与经营活动有关的现金	10,698.81	2,326.57	6,787.45
吸收投资收到的现金	123,345.87	699,489.15	555,843.67
资本支出	227,599.11	193,270.73	240,406.39
经营活动产生现金净流量	9,071.88	-1,212.57	4,873.03
投资活动产生现金净流量	-189,495.81	-170,617.93	-229,265.75
筹资活动产生现金净流量	219,695.80	701,583.99	734,657.17
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	12.48	12.87	-7.60
三费收入比(%)	14.45	15.22	2.77
总资产收益率(%)	1.87	1.16	0.84
流动比率(X)	2.16	3.89	3.91
速动比率(X)	2.04	3.82	3.87
资产负债率(%)	59.67	46.20	41.34
总资本化比率(%)	58.26	42.66	35.62
长短期债务比(X)	0.06	0.03	0.02
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.00	0.00
经营活动净现金/短期债务(X)	0.14	-0.03	0.20
经营活动净现金/利息支出(X)	0.18	-0.02	0.09
总债务/EBITDA(X)	30.08	37.86	41.47
EBITDA/短期债务(X)	0.57	0.82	1.15
货币资金/短期债务(X)	3.89	21.54	53.60
EBITDA 利息倍数(X)	0.74	0.59	0.50

注：1、审计报告均按照新会计准则编制；2、在计算总债务时，将中山交通 2014 年~2016 年其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算；将 2014 年~2016 年长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算。

附四：中山中汇投资集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	209,119.73	216,018.82	148,628.34
交易性金融资产	27.90	0.00	0.00
应收账款净额	11,162.67	12,345.13	17,308.10
其他应收款	217,169.64	132,225.76	45,593.14
存货净额	9,411.90	9,408.96	10,174.15
可供出售金融资产	25,867.27	20,711.71	24,603.90
长期股权投资	570,982.64	866,193.36	991,107.03
固定资产	220,368.50	233,333.68	222,352.04
在建工程	29,839.19	14,542.02	17,791.15
无形资产	70,084.57	112,798.15	122,803.61
总资产	1,622,051.99	1,852,138.81	1,874,443.45
其他应付款	71,195.19	72,612.48	55,039.75
短期债务	4,000.00	2,500.00	144,866.67
长期债务	478,934.82	399,874.58	225,625.33
总债务	482,934.82	402,374.58	370,491.99
净债务	273,815.09	186,355.76	221,863.65
总负债	681,108.05	568,629.47	528,834.59
财务性利息支出	22,931.75	21,584.46	19,258.48
资本化利息支出	-	-	-
实收资本	91,868.72	140,447.53	146,447.53
少数股东权益	400,370.43	595,130.22	615,463.08
所有者权益合计	940,943.94	1,283,509.35	1,345,608.86
营业总收入	196,045.47	200,756.99	175,803.50
三费前利润	56,389.81	65,192.36	57,886.66
营业利润	73,875.54	155,325.45	98,793.08
投资收益	77,277.58	146,021.49	97,886.74
营业外收入	1,849.61	6,499.37	4,997.78
净利润	54,619.46	152,291.60	92,953.25
EBIT	96,372.42	181,515.98	120,780.14
EBITDA	120,993.74	208,139.69	151,963.59
销售商品、提供劳务收到的现金	192,742.99	186,579.97	178,576.42
收到其他与经营活动有关的现金	91,688.17	126,893.73	52,564.94
购买商品、接受劳务支付的现金	94,955.94	88,528.84	84,887.55
支付其他与经营活动有关的现金	119,935.86	90,310.34	58,641.64
吸收投资收到的现金	500.00	86,105.83	13,124.47
资本支出	67,213.70	42,821.41	32,875.72
经营活动产生现金净流量	24,072.65	65,095.28	36,381.59
投资活动产生现金净流量	52,680.22	-71,303.23	-124,151.37
筹资活动产生现金净流量	19,127.60	13,291.46	20,402.72
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	30.88	34.68	35.00
三费收入比(%)	29.93	27.46	31.43
总资产收益率(%)	6.70	10.45	6.49
流动比率(X)	3.42	2.78	1.24
速动比率(X)	3.36	2.72	1.21
资产负债率(%)	41.99	30.70	28.21
总资本化比率(%)	33.92	23.87	21.59
长短期债务比(X)	0.01	0.01	0.64
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	0.16	0.10
经营活动净现金/短期债务(X)	6.02	26.04	0.25
经营活动净现金/利息支出(X)	-	-	-
总债务/EBITDA(X)	3.99	1.93	2.44
EBITDA/短期债务(X)	30.25	83.26	1.05
货币资金/短期债务(X)	52.28	86.41	1.03
EBITDA 利息倍数(X)	-	-	-

注：1、审计报告均按照新会计准则编制；2、因无法获得中汇集团资本化利息支出金额，故相关指标失效。

附五：基本财务指标的计算公式

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

营业毛利率 = （营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比 = （财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

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））

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：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附七：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。