

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

二零一八年六月二十六日

中山市交通发展集团有限公司 2018 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 | 6.0 | 2012.08.28-2018.08.28 | AA | AA |
| 14 中山交通债 /14 中山交 | 8.0 | 2014.11.26-2021.11.26 | AA | AA |

注：1、截至 2018 年 6 月 20 日，“12 中山交通债/PR 中交通”债券余额 1.50 亿元，“14 中山交通债/14 中山交”债券余额 6.40 亿元；2、“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） | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 281.05 | 354.71 | 372.60 |
| 所有者权益合计（亿元） | 151.19 | 208.09 | 212.49 |
| 总负债（亿元） | 129.85 | 146.62 | 160.11 |
| 总债务（亿元） | 112.48 | 115.12 | 91.45 |
| 营业总收入（亿元） | 7.32 | 7.14 | 1.86 |
| 经营性业务利润（亿元） | -0.23 | -0.83 | 10.06 |
| 净利润（亿元） | 0.55 | 1.23 | 3.96 |
| EBIT（亿元） | 2.79 | 2.67 | 5.12 |
| EBITDA（亿元） | 2.97 | 2.78 | 5.30 |
| 经营活动净现金流（亿元） | -0.12 | 0.49 | 0.69 |
| 收现比（X） | 0.85 | 0.96 | 5.70 |
| 总资产收益率（%） | 1.16 | 0.84 | 1.41 |
| 营业毛利率（%） | 12.87 | -7.60 | 53.48 |
| 应收类款项/总资产（%） | 0.41 | 0.42 | 0.31 |
| 资产负债率（%） | 46.20 | 41.34 | 42.97 |
| 总资本化比率（%） | 42.66 | 35.62 | 30.09 |
| 总债务/EBITDA（X） | 37.86 | 41.47 | 17.25 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 0.59 | 0.50 | 1.55 |
| 中汇集团（合并口径） | 2015 | 2016 | 2017 |
| 总资产（亿元） | 185.21 | 187.44 | 193.29 |
| 所有者权益合计（亿元） | 128.35 | 134.56 | 142.09 |
| 总负债（亿元） | 56.86 | 52.88 | 51.20 |
| 总债务（亿元） | 40.24 | 37.05 | 35.18 |
| 营业总收入（亿元） | 20.08 | 17.58 | 19.23 |
| 经营性业务利润（亿元） | 1.01 | 0.26 | 1.36 |
| 净利润（亿元） | 15.23 | 9.30 | 10.48 |
| EBIT（亿元） | 18.15 | 12.08 | 12.85 |
| EBITDA（亿元） | 20.81 | 15.20 | 15.89 |
| 经营活动净现金流（亿元） | 6.51 | 3.64 | 6.05 |
| 收现比（X） | 0.93 | 1.02 | 1.11 |
| 总资产收益率（%） | 10.45 | 6.49 | 6.76 |
| 营业毛利率（%） | 34.68 | 35.00 | 33.10 |
| 应收类款项/总资产（%） | 9.96 | 4.92 | 2.71 |
| 资产负债率（%） | 30.70 | 28.21 | 26.49 |
| 总资本化比率（%） | 23.87 | 21.59 | 19.85 |
| 总债务/EBITDA（X） | 1.93 | 2.44 | 2.21 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 9.64 | 7.89 | 9.29 |

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 2015 年-2016 年其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算；将 2015 年-2017 年长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算。

分析师

项目负责人：仇 苒 pqiu@ccxi.com.cn
 项目组成员：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 26 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快速增长和“珠中江”区域融合带来机遇、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资本支出压力较大，普通公路收费取消，相关债务将由政府承担，中诚信持续关注偿债资金到位情况及公司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

- **平稳增长的地区经济和“珠中江”区域融合带来机遇。**2017 年中山市经济保持较快增长，GDP 达到 3,450.31 亿元，同比增长 6.6%；中山市区域经济平稳增长为公司发展创造良好的外部环境，同时“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。自 2017 年起，中山市新建干线公路不再执行原有“市镇两级分担、以地建路”投融资模式，由中山市财政统筹安排；同时，原按照国地两税收入和本年度全市国有土地出让收入总额计提的交通建设专项基金计提比例由 5%提高至 8%，截至 2017 年末，公司累计收到交通建设专项基金 102.13 亿元。

关注

- **资本支出压力较大。**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，自 2011 年以来公司未实现土地增值变现，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。
- **普通公路收费取消，相关债务将由政府承担，中诚信持续关注偿债资金到位情况。**中山市已于 2017 年取消普通公路收费，收入规模大幅下降，相关债务将由政府承担，政府拟通过安排专项资金方式偿还，中诚信国际将持续关注公司专项资金到位情况。
- **自身盈利能力偏弱。**公司盈利主要依靠公允价值变动收益和政府补助。

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，充分履行了实地调查和诚信义务，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2017年末，“12中山交通债/PR中交通”已归还本金4.5亿元，债券余额1.5亿元，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2017年末，“14中山交通债/14中山交”已归还本金1.6亿元，债券余额6.4亿元，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

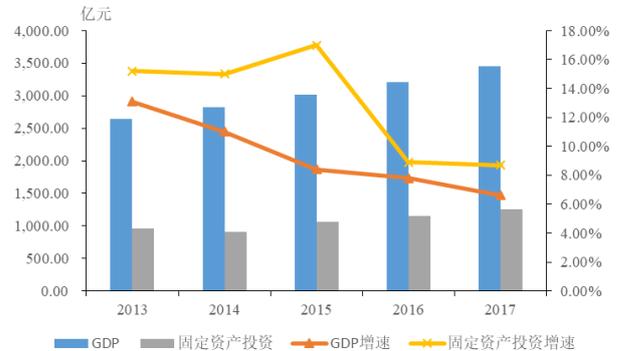
近年来，中山市经济保持了较快发展。2017年，中山市生产总值（GDP）为3,450.31亿元，同比增长6.6%。其中，第一产业增加值66.89亿元，同比下降2.5%；第二产业增加值1,734.97亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值1,648.45亿元，同比增长9.1%，三次产业结构调整为1.9:50.3:47.8。

2017年，中山市完成全社会固定资产投资1,248.48亿元，同比增长8.7%；分产业来看，第二产业投资328.12亿元，同比下降0.8%，其中工业投资327.71亿元，同比下降0.5%；第三产业投资920.23亿元，同比增长12.5%。

2017年，中山市机动车拥有量128.3万辆，同比增长12.9%。汽车拥有量96.9万辆，同比增长16.6%；其中个人汽车89.2万辆，同比增长16.8%。全年货物周转量156.8亿吨公里，同比下降5.0%；

旅客周转量24.1亿人公里，同比增长27.3%；港口货物吞吐量8044万吨，同比增长18.5%。

图1：2013年~2017年中山市GDP和固定资产投资情况



资料来源：中山市统计局、中诚信整理

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。

总体来看，中山市区域经济平稳增长，为公司发展创造了良好的外部环境。未来，在珠江西岸经济一体化区域性发展的带动下，公司发展面临较好机遇。

中山市自2017年起取消普通公路收费，原二级收费公路形成债务，政府拟通过安排专项资金方式偿还

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。“路桥一盘棋”公路资产账面价值12.59亿元，计入“其他非

流动资产”中。

根据粤交明电[2016]98号文《广东省交通厅广东省发展改革委广东省财政厅关于中山市取消车辆通行费年票制有关问题的复函》，中山市自2017年1月1日起取消车辆通行费年票制，不再收取年票、次票或委托高速公路代收的普通公路次票。故自2017年起公司不再取得通行费收入，原二级收费公路所形成的债务，将由政府承担。2017年公司收到财政拨款9.31亿元。

总体而言，2017年中山市全面取消年票制，公司营业收入大幅下降，原二级收费公路所形成的债务，将由政府承担，政府拟通过安排专项资金方式偿还，中诚信国际将持续关注公司专项资金到位情况。

随着项目建设进度的推进，公司的资金压力持续加大；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

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；2017年，干线公路均处于在建，无新的干线公路通车，仅新增投资30.03亿元。

目前，公司正在推进的项目主要包括大南路、古神公路二期、纵四线、横二线东段等，项目立项规模约为186.17亿元。截至2017年末，公司已累计完成投资73.57亿元，未来仍存在较大资本支出压力。

截至2017年末，公司拟建干线公路包括加八线、马石公路、古镇快线、三角快线（纵三线北段），项目总投资44.08亿元，未来存在一定投资压力。

表 1：截至 2017 年末公司在建路桥项目建设概况

| 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) |
|-------------|---------------------|-------------------------------|-----------------|-------------------|
| 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 | 269,906.71 |
| 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 | 31,527.06 |
| 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 | 48,363.11 |
| 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 | 50,627.10 |
| 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 | 70,124.73 |
| 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 | 78,360.29 |
| 番中公路 | 188,178.00 | 项目全长 11.186 公里，按双向六车道一级公路标准设计 | 2016.4~2019.04 | 21,571.56 |
| 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 | 129,921.75 |
| 黄圃岭栏路 | 78,071.40 | 项目全长 7.1 公里，按双向四至六车道一级公路标准设计 | 2015.12~2018.12 | 18,150.31 |
| 二环快速路东段工程 | 157,991.88 | 项目全长 7.0 公里，按双向六车道一级公路标准设计 | 2017.06~2021.06 | 17,125.58 |
| 合计 | 1,861,682.27 | - | - | 735,678.20 |

资料来源：公司提供

资金平衡方面，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。

对于，未纳入“路桥一盘棋”范围的项目但

已纳入“十二五”规划的项目，投资规模的30%从“交通建设专项资金”中支取，投资规模的70%按中府[2007]107号文执行。根据中府[2007]107号文，市财政提供投资规模的15%资金、沿线镇（区）提供10%资金作为项目资本金，中山交通负责融资解决投资规模的45%的建设资金，沿线镇区提供相应的储备土地用于融资。公司因建设项目形成的银行贷款，后期主要通过土地储备增值收益以及沿线资源开发收益来偿还。

同时，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。

同时,根据补充方案,中山市政府专门设立“交通建设专项资金”,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”。

自 2017 年起,根据中府办会函【2016】80 号文,中山市政府常务会议决定,中山市新建干线公路不再执行原有“市镇两级分担、以地建路”投融资模式,镇区不再提供资本金和储备地,改由中山市财政统筹安排;同时,原按照国地税两税收入和本年度全市国有土地出让收入总额计提的交通建设专项基金,计提比例由 5%提高至 8%,该比例暂维持两年。

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 2017 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。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。

截至 2017 年末公司累计收到交通建设专项基金 102.13 亿元。2017 年公司共收到道路资本金 50.72 亿元,其中 1.11 亿元计入当期资本公积,49.61 亿元计入其他应付款(道路资本金)中,其中包括公司提取的“交通建设专项资金”48.17 亿元和公司所建项目沿线市镇投入的资本金 1.44 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,由全资子公司中山粤冠

交通科技股份有限公司(以下简称“粤冠科技”)负责经营。自 2009 年起,粤冠科技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。粤冠科技还积极开发路灯、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。2017 年,粤冠科技主营业务收入 4,448.49 万元,较 2016 年有所减少,主要系粤冠科技正在进行战略转型,受市政府政策、行政审批等影响使得传统的广告资源开发业务收入下降。

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。中山市政府在政策、资金、资源等层面的支持为其投资建设和还本付息提供保障;自 2017 年起,中山市新建干线公路不再执行原有“市镇两级分担、以地建路”投融资模式,由中山市财政统筹安排;同时,原按照国地税两税收入和本年度全市国有土地出让收入总额计提的交通建设专项基金计提比例,由 5%提高至 8%。

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

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,其中轨道交通 1 号线项目总投资 50.00 亿元,目前处于备案立项阶段,未来建设及运营规划情况尚未明确。东部外环高速项目总投资 103.00 亿元,项目资金全部自筹,建成后由公司负责运营,一期项目于 2017 年开始动工,截至 2017 年末,公司已投入 1.14 亿元,二期项目尚处于前期备案阶段。此外,公司接受中山市交通局委托代建 G105 南段,项目总投资 14.22 亿元,目前处于项目立项阶段,建设

资金均来源于财政，公司拟通过项目管理费实现收入。

表 2：公司未来三年投资计划（亿元）

| | 总投资 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| G105 南段 | 14.22 | 0.35 | 4.16 | 5.55 |
| 轨道交通 1 号线 | 50.00 | 12.20 | 19.50 | 24.98 |
| 东部外环高速项目 | 103.00 | 29.90 | 46.40 | 50.2 |
| 合计 | 167.22 | 42.45 | 70.06 | 80.73 |

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 2015 年~2016 年财务报告和经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年财务报告，各期财务报告均按新会计准则编制。

盈利能力

普通公路收费取消使得公司 2017 年营业总收入规模大幅下降，由 2016 年 7.14 亿元降至 1.86 亿元。2017 年公司营业收入主要由管理工程收入、节能服务收入和其他业务收入构成。2017 年管道工程收入和节能服务收入较 2016 年有所增加，主要原因系管道安装费上涨。

表 3：2015 年~2017 年公司营业总收入构成（亿元、%）

| | 2015 | | 2016 | | 2017 | |
|-----------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 车辆通行费收入 | 5.56 | 0.56 | 5.65 | -24.83 | - | - |
| 管线工程收入 | 0.9 | 43.91 | 0.52 | 47.69 | 0.78 | 52.75 |
| 节能服务收入 | 0.22 | 47.67 | 0.23 | 50.70 | 0.24 | 51.74 |
| 其他 | 0.64 | 63.84 | 0.74 | 66.98 | 0.84 | 54.68 |
| 合计 | 7.32 | 12.87 | 7.14 | -7.60 | 1.86 | 53.48 |

资料来源：根据公司财务报告整理

毛利率方面，2017 年公司综合毛利率为 53.48%，较 2016 年而言，实现由负转正，主要系亏损的二级公路运营业务取消收费所致。2017 年管线工程业务和节能服务业务毛利率均有所上涨，主要系此类业务收费标准上涨。

期间费用方面，2017 年公司三费收入合计为 0.30 亿元，其中主要为管理费用；财务费用持续为负，主要系公司定期存款利息收入较多且利息费用大部分资本化所致。2017 年公司收入规模大幅下降，使得三费收入占比增至 16.35%。

表 4：2015 年~2017 年公司期间费用分析

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------|------|-------|-------|
| 销售费用(亿元) | 0.06 | 0.02 | 0.04 |
| 管理费用(亿元) | 0.49 | 0.50 | 0.54 |
| 财务费用(亿元) | 0.56 | -0.32 | -0.27 |
| 三费合计(亿元) | 1.11 | 0.20 | 0.30 |
| 营业总收入(亿元) | 7.32 | 7.14 | 1.86 |

| | | | |
|-----------|-------|------|-------|
| 三费收入占比(%) | 15.22 | 2.77 | 16.35 |
|-----------|-------|------|-------|

资料来源：根据公司财务报告整理

2017 年公司利润总额为 4.09 亿元，其中公司经营性业务利润为 10.06 亿元，较 2016 年相比，公司经营性业务利润由负转正，主要系企业会计政策发生变更，将与经营相关的财政补助纳入经营性业务利润核算所致，其中公司收到财政补贴收入 9.45 亿元，公司计入“其他收益”科目。公允价值变动收益亦为公司利润总额的主要来源，主要系公司采用公允价值模式进行计量土地使用权，2017 年公允价值变动收益 3.48 亿元。

此外，2017 年，公司营业外支出 9.57 亿元，主要系路桥公司将收到财政补贴用于偿还公路债务，路桥公司采用“收支两条线”进行账务处理，一方面将收到财政补贴计入“其他收益”，将债务偿还计入“营业外支出”；另一方面，冲销长期借

大。2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -26.66 亿元，较 2016 年增加 0.20 亿元，但 2017 年公司投资活动收到及支付现金均较多，主要系公司购买及赎回理财产品较多所致。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净流入 21.31 亿元，较 2016 年大幅下降，主要系当期偿还较多到期债务所致，其中 2017 年偿还到期债务 35.42 亿元；公司收到其他与筹资活动相关的现金 46.99 亿元，较 2016 年大幅上升，主要系公司收到交通建设专项基金，因归口管理部门变更，从“吸收投资收到的现金”科目转计入“收到其他与筹资活动有关的现金”科目。总体看来，2017 年公司筹资方式仍主要来源于交通建设专项基金，同时存在少量外部借款。

偿债指标来看，2017 年末公司债务规模有所下降，经营业务利润在政府补助增多情况下有所增加，但仍无法覆盖债务本金，对债务利息保障能力较强；2017 年末公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 17.25 倍和 1.55 倍。2017 年公司经营性活动净现金流对债务本息保障能力均较弱，当期公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.01 倍和 0.20 倍。

表 5：2015 年~2017 年公司偿债能力分析

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------|--------|--------|-------|
| 短期债务（亿元） | 3.64 | 2.41 | 0.00 |
| 长期债务（亿元） | 108.85 | 112.71 | 91.45 |
| 总债务（亿元） | 112.48 | 115.12 | 91.45 |
| EBITDA（亿元） | 2.97 | 2.78 | 5.30 |
| 经营活动净现金流（亿元） | -0.12 | 0.49 | 0.69 |
| EBITDA 利息保障系数(X) | 0.59 | 0.50 | 1.55 |
| 总债务/EBITDA（X） | 37.86 | 41.47 | 17.25 |
| 经营活动净现金流/总债务（X） | -0.001 | 0.004 | 0.01 |
| 经营活动净现金流/利息支出（X） | -0.02 | 0.09 | 0.20 |

资料来源：公司财务报告

到期债务分布方面，截至 2017 年末，公司 2018 年、2019 年和 2020 年，到期债务本金分别为 21.00 亿元、21.00 亿元和 14.00 亿元。考虑到公司流动性较强的货币资金较多，近期偿债压力可控。

表 6：截至 2017 年末公司到期债务分布情况（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|-------|-------|-------|
| 到期金额 | 21.00 | 21.00 | 14.00 |

注：财务报告中未将“长期借款”、“应付债券”中一年内到期债务进行调整，使

得 2018 年到期债务金额与财务报告有一年内到期非流动负债存在差异。

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产 31.06 亿元，占总资产比重为 8.34%，受限资产包括货币资金 0.02 亿元、投资性房地产 31.04 亿元。

或有事项方面，截至 2017 年末，公司对国有企业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 3.29%，公司承担的代偿风险基本可控。

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司在各商业银行等授信总额 60.32 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，已全部使用完毕。公司财务弹性一般。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至 2018 年 5 月 4 日，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 2018 年 3 月末，中汇集团实收资本为 15.09 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 2017 年末，中汇集团总资产 193.29 亿元，总负债 51.20 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 26.49% 和 19.85%；2017 年，中汇集团实现营业总收入 19.23 亿元，净利润 10.48 亿元，经营活动现金流量净额 6.05 亿元。2017 年公司运营稳定，负债率控制在较低水平，偿债能力较为稳定。

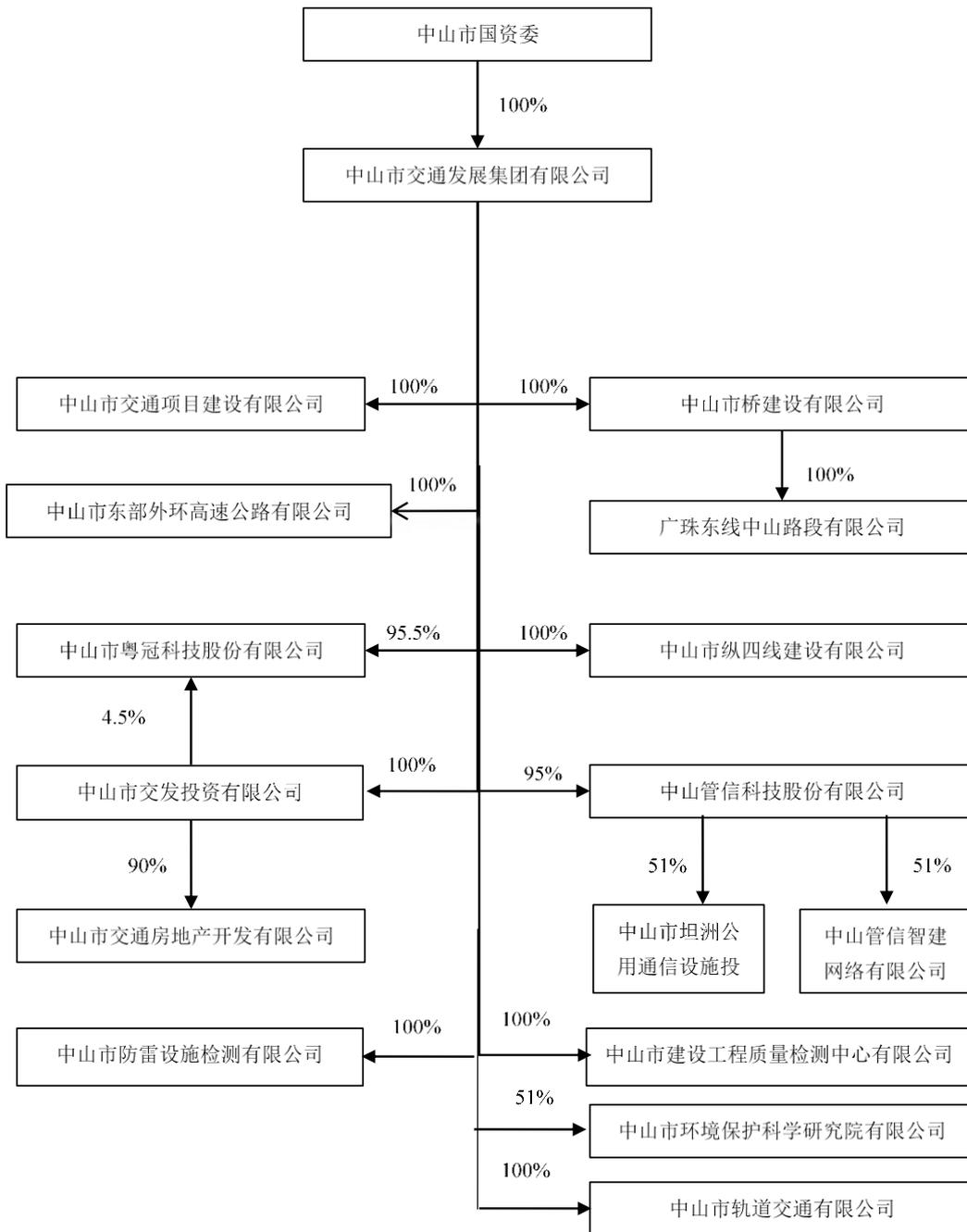
总体来看，中汇集团作为中山市公共事业投

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。中诚信国际认为中汇集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对“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。

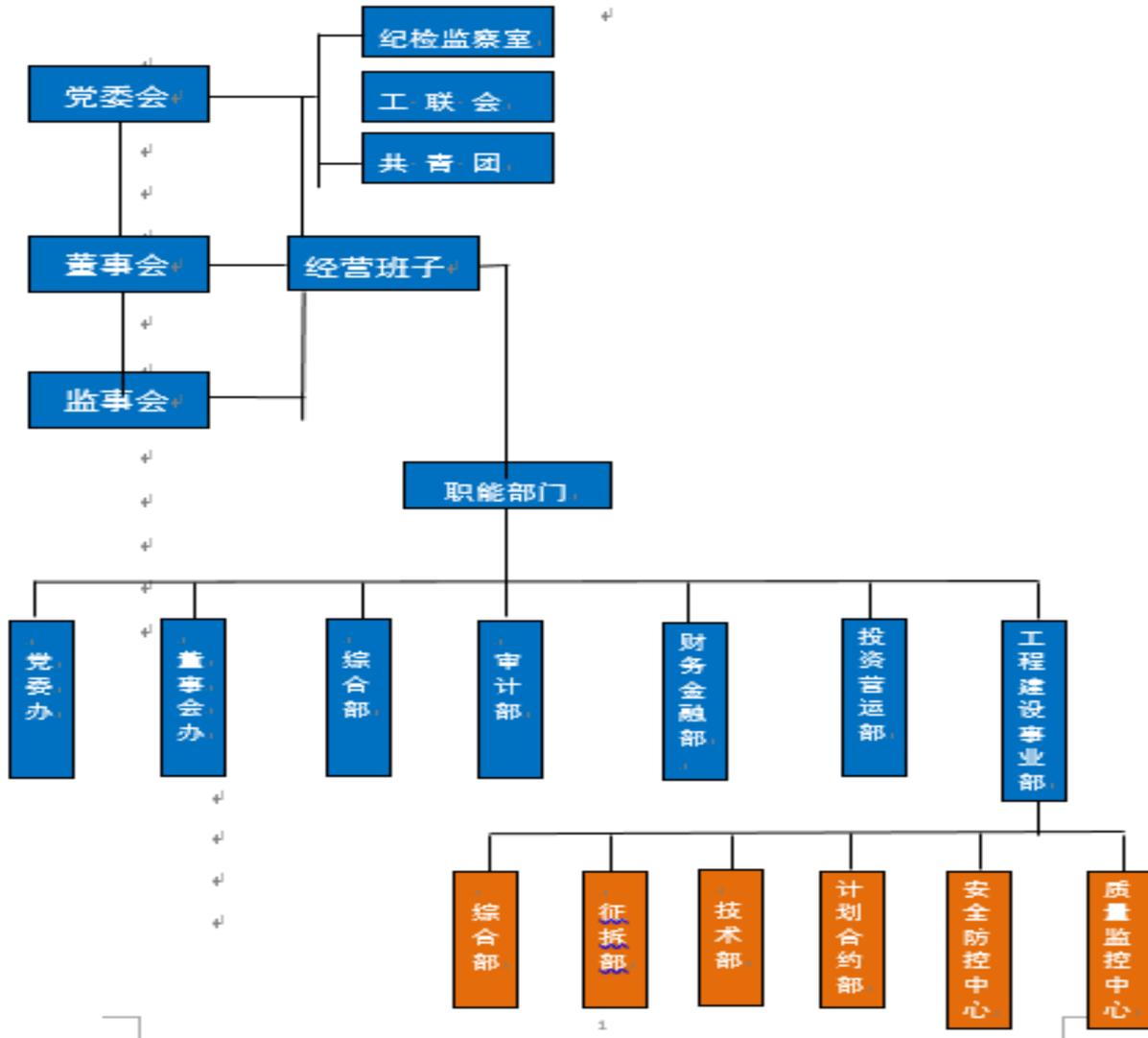
附一：中山市交通发展集团有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



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 2017 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) | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 783,782.11 | 1,294,246.56 | 1,247,638.39 |
| 应收账款 | 6,671.89 | 6,938.58 | 5,906.85 |
| 其他应收款 | 4,953.68 | 8,007.22 | 5,623.99 |
| 存货 | 14,316.39 | 12,040.10 | 10,961.53 |
| 可供出售金融资产 | 2,000.00 | 7,662.72 | 16,805.58 |
| 长期股权投资 | 37,125.28 | 49,808.89 | 70,506.96 |
| 在建工程 | 981,022.27 | 1,230,708.11 | 1,480,974.44 |
| 无形资产 | 609.56 | 631.58 | 671.71 |
| 总资产 | 2,810,465.06 | 3,547,079.98 | 3,725,987.91 |
| 其他应付款 | 42,077.49 | 207,384.21 | 578,738.79 |
| 短期债务 | 36,392.64 | 24,144.64 | 0.00 |
| 长期债务 | 1,088,450.00 | 1,127,051.00 | 914,541.00 |
| 总债务 | 1,124,842.64 | 1,151,195.64 | 914,541.00 |
| 总负债 | 1,298,527.06 | 1,466,189.87 | 1,601,102.52 |
| 费用化利息支出 | 21,204.41 | 13,479.36 | 10,315.17 |
| 资本化利息支出 | 29,203.19 | 41,831.40 | 23,811.73 |
| 实收资本 | 291,718.73 | 291,718.73 | 291,718.73 |
| 少数股东权益 | 616.57 | 1,367.61 | 1,196.95 |
| 所有者权益合计 | 1,511,938.01 | 2,080,890.11 | 2,124,885.38 |
| 营业总收入 | 73,237.45 | 71,377.12 | 18,643.26 |
| 经营性业务利润 | -2,295.75 | -8,325.92 | 100,603.50 |
| 投资收益 | 175.28 | 312.08 | 1,268.93 |
| 营业外收入 | 101.36 | 12,538.90 | 69.37 |
| 净利润 | 5,536.99 | 12,302.08 | 39,558.98 |
| EBIT | 27,941.32 | 26,704.27 | 51,186.55 |
| EBITDA | 29,713.89 | 27,757.47 | 53,001.77 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 62,122.57 | 68,716.60 | 106,227.84 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 7,322.04 | 22,416.74 | 12,919.25 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 59,044.75 | 69,991.79 | 96,884.28 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 2,326.57 | 6,787.45 | 3,597.34 |
| 吸收投资收到的现金 | 699,489.15 | 555,843.67 | 11,844.00 |
| 资本支出 | 193,270.73 | 240,406.39 | 200,154.29 |
| 经营活动产生现金净流量 | -1,212.57 | 4,873.03 | 6,887.75 |
| 投资活动产生现金净流量 | -170,617.93 | -229,265.75 | -266,575.46 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 701,583.99 | 734,657.17 | 213,079.54 |
| 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 营业毛利率(%) | 12.87 | -7.60 | 53.48 |
| 三费收入比(%) | 15.22 | 2.77 | 16.35 |
| 应收类款项/总资产(%) | 0.41 | 0.42 | 0.31 |
| 收现比(X) | 0.85 | 0.96 | 5.70 |
| 总资产收益率(%) | 1.16 | 0.84 | 1.41 |
| 流动比率(X) | 3.89 | 3.91 | 1.86 |
| 速动比率(X) | 3.82 | 3.87 | 1.84 |
| 资产负债率(%) | 46.20 | 41.34 | 42.97 |
| 总资本化比率(%) | 42.66 | 35.62 | 30.09 |
| 长短期债务比(X) | 0.03 | 0.02 | 0.00 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | -0.001 | 0.004 | 0.01 |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | -0.03 | 0.20 | - |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | -0.02 | 0.09 | 0.20 |
| 总债务/EBITDA(X) | 37.86 | 41.47 | 17.25 |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.82 | 1.15 | - |
| 货币资金/短期债务(X) | 21.54 | 53.60 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 0.59 | 0.50 | 1.55 |

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2015年~2016年其他应付款中的有息债务纳入短期债务核算；将2015年~2017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) | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 216,018.82 | 148,628.34 | 165,553.44 |
| 应收账款 | 12,345.13 | 17,308.10 | 14,479.14 |
| 其他应收款 | 132,225.76 | 45,593.14 | 22,176.33 |
| 存货 | 9,408.96 | 10,174.15 | 11,569.71 |
| 可供出售金融资产 | 20,711.71 | 24,603.90 | 23,520.60 |
| 长期股权投资 | 866,193.36 | 991,107.03 | 1,055,132.78 |
| 在建工程 | 14,542.02 | 17,791.15 | 40,776.52 |
| 无形资产 | 112,798.15 | 122,803.61 | 118,836.10 |
| 总资产 | 1,852,138.81 | 1,874,443.45 | 1,932,885.50 |
| 其他应付款 | 72,612.48 | 55,039.75 | 56,513.65 |
| 短期债务 | 2,500.00 | 144,866.67 | 251,750.00 |
| 长期债务 | 399,874.58 | 225,625.33 | 100,098.50 |
| 总债务 | 402,374.58 | 370,491.99 | 351,848.50 |
| 总负债 | 568,629.47 | 528,834.59 | 511,993.66 |
| 费用化利息支出 | 21,584.46 | 19,258.48 | 17,111.65 |
| 资本化利息支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 实收资本 | 140,447.53 | 146,447.53 | 150,947.53 |
| 少数股东权益 | 595,130.22 | 615,463.08 | 655,535.37 |
| 所有者权益合计 | 1,283,509.35 | 1,345,608.86 | 1,420,891.84 |
| 营业总收入 | 200,756.99 | 175,803.50 | 192,337.65 |
| 经营性业务利润 | 10,068.20 | 2,640.01 | 13,551.34 |
| 投资收益 | 146,021.49 | 97,886.74 | 104,095.33 |
| 营业外收入 | 6,499.37 | 4,997.78 | 943.81 |
| 净利润 | 152,291.60 | 92,953.25 | 104,753.36 |
| EBIT | 181,515.98 | 120,780.14 | 128,496.56 |
| EBITDA | 208,139.69 | 151,963.59 | 158,936.59 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 186,579.97 | 178,576.42 | 213,896.67 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 126,893.73 | 52,564.94 | 55,784.35 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 88,528.84 | 84,887.55 | 95,173.60 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 90,310.34 | 58,641.64 | 59,897.37 |
| 吸收投资收到的现金 | 86,105.83 | 13,124.47 | 6,024.80 |
| 资本支出 | 42,821.41 | 32,875.72 | 50,770.62 |
| 经营活动产生现金净流量 | 65,095.28 | 36,381.59 | 60,458.62 |
| 投资活动产生现金净流量 | -71,303.23 | -124,151.37 | 9,597.74 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 13,291.46 | 20,402.72 | -55,079.80 |
| 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 营业毛利率(%) | 34.68 | 35.00 | 33.10 |
| 三费收入比(%) | 27.46 | 31.43 | 25.41 |
| 应收类款项/总资产(%) | 9.96 | 4.92 | 2.71 |
| 收现比(X) | 0.93 | 1.02 | 1.11 |
| 总资产收益率(%) | 10.45 | 6.49 | 6.76 |
| 流动比率(X) | 2.78 | 1.24 | 0.86 |
| 速动比率(X) | 2.72 | 1.21 | 0.84 |
| 资产负债率(%) | 30.70 | 28.21 | 26.49 |
| 总资本化比率(%) | 23.87 | 21.59 | 19.85 |
| 长短期债务比(X) | 0.01 | 0.64 | 2.52 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.16 | 0.10 | 0.17 |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 26.04 | 0.25 | 0.24 |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 3.02 | 1.89 | 3.53 |
| 总债务/EBITDA(X) | 1.93 | 2.44 | 2.21 |
| EBITDA/短期债务(X) | 83.26 | 1.05 | 0.63 |
| 货币资金/短期债务(X) | 86.41 | 1.03 | 0.66 |
| EBITDA利息倍数(X) | 9.64 | 7.89 | 9.29 |

注：1、审计报告均按照新会计准则编制。

附五：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

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

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

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

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/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+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+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。