

河南高速公路发展有限责任公司跟踪评级分析报告

债项

10 亿元人民币, 2004/12/6~2014/12/5, AAA

跟踪评级时间: 2007 年 7 月 17 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	3514412.35	4434714.13	5124355.24
所有者权益(万元)	1205169.46	1340021.36	1400211.46
主营业务收入(万元)	366768.17	258886.01	364944.06
利润总额(万元)	162649.69	98847.87	131223.71
资产负债率(%)	60.35	64.13	65.57
全部债务资本化比率(%)	57.99	61.51	62.58
净资产收益率(%)	6.99	3.14	3.68
流动比率(%)	130.23	140.50	125.68
EBITDA 利息倍数	7.38	7.90	4.19
债务保护倍数(倍)	0.09	0.04	0.04

分析员

丁继平

电话 010-85679696-8815

邮箱 dingjiping@lianheratings.com.cn

王楚云

电话 010-85679696-8899

邮箱 wangchuyun@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: www.lianheratings.com.cn

评级观点

一、企业基本情况

河南高速公路发展有限责任公司(以下简称“公司”)是河南省政府授权省交通厅组建的国有独资公司, 主要开展河南省政府和交通厅规划的高速公路交通基础设施建设和运营业务, 2006 年公司高速公路建设里程超过 1200 公里, 占河南省高速公路建设里程的约 50%; 新增高速公路通车里程 586 公里, 占当年河南省高速公路通车总里程的 77%; 截至 2006 年底, 公司管辖的高速公路通车里程达 1570 公里, 占河南省高速公路通车总里程的 45%。公司经营规模大, 在区域内具有一定的垄断优势。

二、行业分析

交通是国民经济的基础产业, 公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业, 一直受到中央和各地方政府的高度重视。2006 年全年我国新、改建公路里程 34 万公里, 2006 年底全国公路通车总里程达到 348 万公里(包括从 2006 年纳入统计的 155 万公里村道)。总体来看, 我国公路建设继续保持稳定增长态势。

高速公路是重要的国家资源, 它对于促进国家经济增长、提高生活质量以及维护国家安全有重要作用。据交通部统计, 截至 2005 年底, 我国公路总里程达到 193.05 万公里。2006 年我国“五纵七横”国道主干线京沪公路天津段、沪瑞公路三穗至凯里段、连霍公路清水至嘉峪关段, 西部省际通道阿北公路黄陵至延安段、兰磨公路思茅至小勐养段, 国家高速公路网京承高速公路北京段二期、杭瑞高速公路景德镇至婺源段等重点项目相继建成通车。截至 2006 年底, 我国高速公路通车里程达 4.54 万公里,

仅次于美国位居世界第二位。但从目前情况看，我国现有的高速公路仅能满足 30% 的需求，加快高速公路建设仍是我国经济社会发展的需要。

根据交通部公布的《国家高速公路网规划》，从 2005 年起到 2030 年，我国将投资两万亿元人民币，新建 5.1 万公里高速公路，使我国高速公路里程达到 8.5 万公里。未来高速公路建设存在着很大的资金缺口，未来一段时间内，高速公路收费模式仍将存在。

河南省地处中原，是我国重要的工农业生产基地之一，在国家经济布局中处于承东启西、南北交流的“结合部”地位。河南省是典型的内陆省份，航空和陆路交通是发展经济的基本条件。公路等交通基础设施建设一直是河南省各级政府高度重视的领域。截至 2006 年底，河南省高速公路通车总里程达 3439 公里。2006 年河南省出台《河南省高速公路网规划》，根据规划，河南省高速公路网总体布局由 6 条南北纵向通道、8 条东西横向通道、6 条区间通道和若干联络线组成，到 2020 年总里程达到 6280 公里。预计 2007 年底全省高速公路里程将达到 4300 公里。

总体来看，河南省高速公路建设发展空间较大，发展前景看好，公司外部环境较好。

三、重大事项

2006 年 3 月 21 日，公司下属子公司河南中原高速公路股份有限公司（以下简称“中原股份”）发行额度为人民币 15 亿元、期限为 10 年的公司债券。

根据豫交党[2006]25 号文，中共河南省交通厅党组任命王金山、宋春雷、康省桢、周观紫等组成新一届董事会，其中王金山为董事长，宋春雷为副董事长，康省桢为总经理，同时免去原董事会董事，公司董事任免属正常人事变动。

根据豫交党[2006]44 号文，中共河南省

交通厅党组任命杨文礼为公司董事、党委委员、副总经理。杨文礼先生，硕士学历，高级工程师，曾任河南省交通厅质检站副站长，河南郑州西南绕城高速公路建设有限公司董事长、河南省交通厅新郑管理处党委书记。

四、经营管理分析

公司主业是公路建设和运营，收入主要来自通行费收入，公司通行费收入主要来自郑漯高速公路、漯驻高速公路、郑州黄河大桥、安新高速公路和驻信高速公路等，2006 年上述五路段实现通行费收入 312319.55 万元，较 2005 年增长 4.28%（见表 1），占公司主营业务收入的 85.58%。

表 1 近两年公司主要公路通行费收入情况

路 段	2005 年	2006 年	增长率
郑漯高速公路	96043.78	100827.83	4.98%
漯驻高速公路	36750.61	40333.10	9.75%
郑州黄河大桥	20431.56	19669.62	-3.73%
安新高速公路	76991.57	80098.00	4.03%
驻信高速公路	69285.67	71391.00	3.04%
合 计	299503.19	312319.55	4.28%

资料来源：联合资信根据公司提供资料以及中原股份年报整理。

总体看，公司收入主要来自通行费收入，目前公司高速公路通车总里程长，随着交通量的增长及公司新建公路投入运营，预计未来公司收入将会进一步增长。

五、财务分析

公司 2006 年合并财务报表由河南诚和联合会计师事务所审计，并出具带强调事项的无保留意见的审计结论（审计报告出具于 2007 年 4 月 3 日，编号为“豫诚审字[2007]144 号”）。根据河南省人民政府办公厅豫政办[2004]89 号文，公司连霍高速公路河南段（即豫皖界至豫陕界高速公路段，以下简称“连霍路”）于 2004 年 10 月 1 日起实行收费还贷，通行费收

入直接上缴财政，不再作为公司的营业收入，该路段所属管理分公司（商丘分公司、开封分公司、郑州分公司、洛阳分公司、三门峡分公司）从 2004 年 10 月 1 日起所发生的成本、费用由财政负担，2006 年公司编制合并报表时将连霍段、叶信、豫濮、郑州西南绕城四条收费还贷路段建设时期所形成的资产和负债同时减少 118.60 亿元。

1、资产质量

截至 2006 年底，公司资产总额 512.44 亿元，较 2005 年底增加 68.96 亿元，其中固定资产增加 50.33 亿元，主要是在建工程增加较多所致；流动资产增加 29.08 亿元，主要是其他应收款和货币资金增加较多所致；2006 年底公司长期股权投资较 2005 年底减少 12.48 亿元。2006 年底，公司资产中固定资产占 70.62%，流动资产占 22.65%，无形资产及其他资产占 6.19%，长期投资净额占 0.54%，公司资产以固定资产为主，固定资产以公路资产为主，整体资产质量较好，符合公司所处行业特点。

2、负债及所有者权益

近两年公司所有者权益变化不大。截至 2006 年底，公司所有者权益 140.02 亿元，其中实收资本占 47.22%，资本公积占 32.22%，盈余公积占 10.69%，未分配利润占 9.87%，以实收资本为主，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2006 年底，公司负债 336.01 亿元，较 2005 年底增长 18.14%。公司负债总额中，长期负债占 72.52%，流动负债占 27.48%，公司负债以长期负债为主。公司长期负债主要是银行借款和企业债券，与公司所处行业项目建设周期长相匹配，债务结构基本合理。

截至 2006 年底，公司资产负债率为 65.57%，较 2005 年底略有上升，公司债务水平较高；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.58%和 58.00%，全部债务资本化比率较 2005 年略有上升，长期债务资本化比率

基本不变，公司债务负担重。

3、盈利能力

2006 年，公司实现主营业务收入 36.49 亿元，较 2005 年增长 40.97%；公司主营业务利润率为 60.95%，略高于 2005 年 59.21%的水平；2006 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.12%和 3.68%，总资本收益率和净资产收益率较 2005 年有所提高，公司盈利水平较低。

4、现金流

2006 年公司销售商品、提供劳务收到的现金较 2005 年增长 44.20%，为 38.74 亿元，主要是公司公路通行费收入增长所致；2006 年公司经营活动产生的现金流入额较 2005 年增长 118.50%，为 59.78 亿元；2006 年公司经营活动产生的现金流量净额为 19.20 亿元，现金收入比率 106.15%，公司收入实现质量较好；2006 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -155.43 亿元，主要是公司在公路投资方面的规模大所致；2006 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 144.14 亿元，公司筹资规模大；总体看，公司经营活动现金流状况较好，由于投资规模大，公司需要不断增加银行借款以满足投资需求，公司对外融资依赖性强。

5、偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2006 年底公司流动比率和速动比率分别为 125.68%和 124.07%，目前公司短期偿债能力基本正常。

从长期偿债能力指标看，2006 年公司 EBITDA 为 26.65 亿元，EBITDA 利息倍数为 4.19 倍，EBITDA 对利息保护能力一般；债务保护倍数为 0.04 倍，公司对全部债务的保护能力较弱；筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为负。总体看，目前公司长期偿债能力较弱。考虑到公司 2006 年底新开通 460 公里、2007 年拟开通 334 公里高速公路及高速公路收入稳定增长的特点，长期来看，公司偿债能力将不

断增强。

六、本期债券情况

本期债券于 2004 年 12 月 6 日发行，期限 10 年，采用附保底条款的浮动利率形式，基准利率为一年期定期存款利率，基本利差为 2.72%，债券存续期内，各计息年度的基准利率与基本利差之和若不低于 5.05%，当期利率为 5.05%，基准利率与基本利差之和若高于 5.05%，当期利率为基准利率与基本利差之和。

公司企业债募集资金用于新乡至郑州高速公路、濮阳至鹤壁高速公路、叶集至信阳高速公路、郑州西南环城高速公路四个项目的建设，上述四项目已按原计划实现通车。

本期债券由中国农业银行河南省分行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。中国农业银行实行一级法人体制，本期债券的实际担保人为中国农业银行。经联合资信评估有限公司对中国农业银行的公开评级，中国农业银行主体长期信用等级为 AAA pi。

七、综合评价

公路属国民经济基础设施行业，是国家近年投资的重点，行业前景良好。公司作为河南省政府从事高速公路投资经营活动的投资主体，得到了河南省政府的大力支持。河南省交通厅作为公司主管部门，行使出资人职权，对公司的发展也给予了大力支持。公司已初步建立了符合现代企业制度的法人治理结构。

公司具有多年的高速公路建设管理实践，积累了丰富的高速公路建设、融资、管理经验，公司制度比较健全，管理水平较高。考虑到河南省及周边地区的经济发展状况和交通需求的发展趋势，以及高速公路经营的稳定性和垄断性，公司目前及今后一个时期将保持快速发展的态势。公司资产以公路资产为主，整体资产质量较好，公司目前债务负担重，经营活动现金流状况较好，短期盈利水平较低，但随着交

通量的增长及公司新建公路投入运营，未来公司盈利水平将会得到提高。总体看，公司的经营风险小。

积极因素

1、预计河南省高速公路等交通基础设施建设投资总体需求仍将继续增长，发展空间大。

2、公司作为河南省交通厅主管的高速公路建设运营公司，专业性和政策性优势明显。

3、公司目前拥有的公路通车里程长，新建公路多，未来收入将会有进一步增长。

4、公司直接、间接融资渠道畅通。

5、中国农业银行的担保实力对公司的信用等级有实质性的提升作用。

关注

公司债务负担重。

附件 1 主要财务数据

项 目 (万 元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
货币资金	321671.90	307984.03	387002.68	9.69
应收款项净额	203952.35	389068.47	589288.66	69.98
存货净额	1366.54	2887.66	14816.94	229.28
流动资产合计	658881.12	869716.16	1160550.56	32.72
资产总计	3514412.35	4434714.13	5124355.24	20.75
短期借款	210000.00	278000.00	436564.60	44.18
应付票据	982.59	23200.00	22410.00	377.57
应付帐款	38084.67	57670.03	123460.49	80.05
预收帐款	733.09	2545.45	17687.44	391.19
其他应付款	112716.09	198681.55	230309.17	42.94
一年内到期的长期负债	98000.00	15909.09	55454.56	-24.78
其他流动负债	34749.28	8261.84	7112.78	-54.76
流动负债合计	505922.35	619022.91	923448.94	35.10
长期借款	1514231.35	2124514.31	2186006.05	20.15
应付债券	100631.25	100631.25	250631.25	57.82
负债合计	2120784.95	2844168.48	3360109.45	25.87
少数股东权益	188457.94	250524.30	364034.33	38.98
所有者权益合计	1205169.46	1340021.36	1400211.46	7.79
主营业务收入	366768.17	258886.01	364944.06	-0.25
主营业务利润	217575.93	153292.62	222431.04	1.11
利润总额	162649.69	98847.87	131223.71	-10.18
净利润	84282.74	42122.47	51576.02	-21.77
EBITDA	284436.15	178427.67	266475.40	-3.21
销售商品、提供劳务收到的现金	362543.70	268639.51	387380.71	3.37
经营活动产生的现金流量净额	159534.89	-164874.79	192034.31	9.71
投资活动产生的现金流量净额	-656091.48	-881032.18	-1554345.04	53.92
筹资活动前现金流量净额	-496556.60	-1045906.96	-1362310.73	65.64
筹资活动产生的现金流量净额	465588.41	1069090.71	1441402.44	75.95
现金及现金等价物净增加额	-30968.19	23183.75	79018.65	---
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
销售债权周转次数(次)	133.14	25.51	16.48	42.52
存货周转次数 (次)	84.08	44.74	14.83	37.65
总资产周转次数 (次)	0.12	0.07	0.08	0.08
主营业务利润率 (%)	59.32	59.21	60.95	60.10
现金收入比 (%)	98.85	103.77	106.15	103.97
总资本收益率 (%)	4.47	2.07	3.12	3.08
净资产收益率 (%)	6.99	3.14	3.68	4.18
长期债务资本化比率 (%)	53.68	58.32	58.00	57.23
全部债务资本化比率 (%)	57.99	61.51	62.58	61.34
资产负债率 (%)	60.35	64.13	65.57	64.10
流动比率 (%)	130.23	140.50	125.68	131.03
速动比率 (%)	129.96	140.03	124.07	130.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.38	7.90	4.19	5.94
债务保护倍数 (倍)	0.09	0.04	0.04	0.05
筹资活动前现金流量净额债务利息偿还能力	-12.88	-46.34	-21.44	-27.20
筹资活动前现金流量净额债务偿还能力	-0.26	-0.41	-0.46	-0.41

附件 2 有关指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件 3 信用等级的定义

企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

中长期债信用等级的定义同企业主体。