

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1487 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持河南高速公路发展有限责任公司2004年度10亿元公司债券“04豫高速债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

河南高速公路发展有限责任公司跟踪评级报告

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
04 豫高速债	10 亿元	2004/12/6- 2014/12/6	AAA	AAA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	21.02	43.44	28.78
资产总额(亿元)	565.01	730.98	820.91
所有者权益(亿元)	33.21	110.68	108.48
短期债务(亿元)	65.03	84.13	28.85
全部债务(亿元)	439.40	561.28	624.37
营业收入(亿元)	54.98	42.74	40.92
利润总额(亿元)	-9.29	-15.30	-26.19
EBITDA(亿元)	31.52	15.73	16.22
经营性净现金流(亿元)	25.41	16.97	20.81
营业利润率(%)	34.36	35.17	30.59
净资产收益率(%)	-30.17	-14.00	-24.78
资产负债率(%)	94.12	84.86	86.79
全部债务资本化比率(%)	92.97	83.53	85.20
流动比率(%)	62.84	83.13	73.10
全部债务/EBITDA(倍)	13.94	35.68	38.49
经营现金流动负债比(%)	16.54	11.85	17.91

注：2012 年财务数据为 2013 年审计报告追溯调整的期初数。

分析师

过国艳 王玮

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，河南高速公路发展有限责任公司（以下简称“公司”）持续得到母公司河南交通投资集团有限公司（以下简称“河南交投”）土地使用权注资，且公司所辖路段均在河南省境内，河南省经济近年来发展较快，为公司发展提供良好的外部环境，同时公司目前主要在建项目连接区域经济活跃度高，未来随着在建高速公路陆续竣工通车，车流量增长效应逐步发挥，公司通行费收入有望改善；同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到公司收入规模持续下降，财务费用对公司利润侵蚀过重造成利润总额亏损额大，公司偿债压力加大。

“04 豫高速债”由中国建设银行河南省分行（以下简称“建设银行”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评级，建设银行主体长期信用等级为 AAA，担保能力很强，其担保有效提升了“04 豫高速债”本息偿还的安全性。

综合考虑，联合资信维持“04 豫高速债”的信用等级为 AAA。

优势

1. 河南省经济持续发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，母公司持续以土地使用权注资，股东对公司支持力度较大。
3. 公司在建工程将陆续通车，车流量增长效应逐步发挥，公司通行费收入有望改善。
4. 建设银行的担保对本期债项信用水平的提升作用大。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务规模持续快速增长，利润继续下滑且仍为负，偿债压力持续增大，整体偿债能力弱。

2. 公司资本支出规模大，存在较大融资压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与河南高速公路发展有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与河南高速公路发展有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因河南高速公路发展有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河南高速公路发展有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于河南高速公路发展有限责任公司“04豫高速债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

河南高速公路发展有限责任公司（简称“公司”或“河南高速”）前身是1990年2月成立的河南省高等级公路建设指挥部，1996年更名为河南省交通厅高速公路建设管理局。2000年8月，河南省人民政府通过“豫政文[2000]205号”文批准，授权河南省交通厅以河南省高速公路建设管理局、河南省交通建设投资公司 and 郑州黄河公路大桥3个单位的净资产为基础组建成立河南高速。2009年7月29日，河南省人民政府以现金出资设立河南省交通投资集团有限公司（以下简称“河南交投”）；根据河南省人民政府文件豫政文（2009）126号文件，河南省交通运输厅将管理的公司全部国有经营性资产及持有的股权投入河南交投，2010年公司完成相关变更手续，成为河南交投的全资子公司。截至2013年底，公司注册资本66.12亿元。

公司经营范围主要是高速公路等交通基础设施的开发、经营、养护和管理；汽车修理；公路建筑材料的销售；截至2013年底，公司拥有全资子公司20家，控股子公司6家。

截至2013年底，公司（合并）资产总额820.91亿元，所有者权益108.48亿元（含少数股东权益2.05亿元）；2013年公司实现营业收入40.92亿元，利润总额-26.19亿元。

公司注册和经营地址：河南省郑州市淮河东路19号；法定代表人：高建立。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，

不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点

加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地

市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，

并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

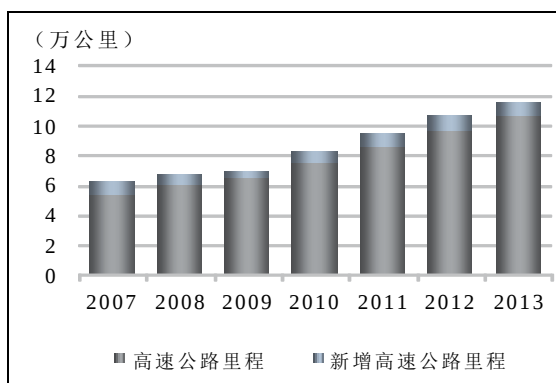
四、 行业及区域环境

1. 高速公路发展概况

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2013年底的10.45万公里，年均复合增幅20.64%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。

图1 中国高速公路通车里程

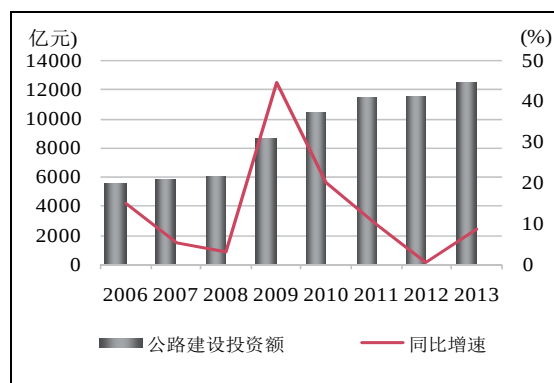


资料来源：交通运输部

根据交通运输部发布的2013年交通运输行业发展统计公报显示，2013年全国完成公路建设投资13692.20亿元，比2012年增长7.7%。

其中，高速公路建设完成投资7297.76亿元，增长0.8%，普通国道省道建设完成投资3899.61亿元，增长18.4%。截至2013年底，全国公路总里程达435.62万公里，比2012年底增加11.87万公里。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图2 2006-2013年全国公路建设投资额及增长率



资料来源：Wind资讯

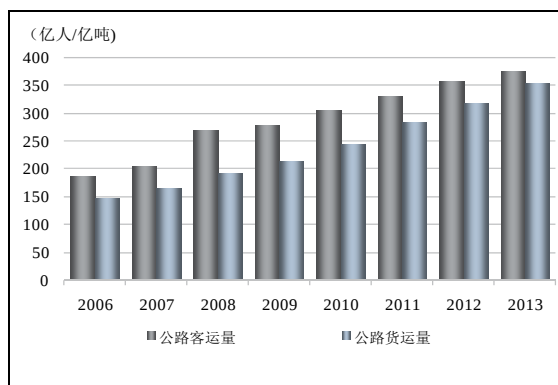
中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通车市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。

2013年，全国公路客运量和货运量分别为374.70亿人和355.00亿吨，同比增速分别为5.34%和11.34%；公路客运周转量和货运周转量分别为19705.60亿人公里和67114.50亿吨公里，分别同比增长6.70%和12.73%。随着宏观经济增长减缓，公路行业景气度持续下降，但受私家车保有量增长和公路通车里程增长影响，公路客货运依然维持增长态势。

图3 2006-2013年全国公路运输量情况



资料来源：Wind资讯

2. 高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个

国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2013年5月，交通运输部发布《收费公路管理条例(修正案征求意见稿)》，对高速公路期满后处理、收费标准、免费政策补偿等方面做了修订。

2. 区域环境

近年来，河南省国民经济平稳快速发展。2013年河南省全年生产总值32155.86亿元，比上年增长9%。其中：第一产业增加值4058.98亿元，增长4.3%；第二产业增加值17806.39亿元，增长10%；第三产业增加值10290.49亿元，增长8.8%。三次产业结构为12.62：55.38：32。

2013年，河南省全部工业增加值15960.60亿元，同比增长9.9%。规模以上工业增加值增长11.8%，高出全国平均水平2.1个百分点，在中部六省的位次稳居第3名。2013年，河南省全年全社会固定资产投资26220.92亿元，比上年增长22.2%。全年全社会建筑业增加值1845.79亿元，比上年增长11.8%。全省具有资质等级的建筑企业利润总额274.35亿元，增长17.8%；税金总额247.00亿元，增长17.1%。

近年来河南省公路运输稳步增长，根据河南省统计局数据显示：2013年全省共完成交通基本建设投资476.6亿元，高速公路通车里程达到5859公里，公路客货运量、周转量同比增

长 7%以上, 水路客货运量、周转量也稳中有升。

未来, 根据河南省交通运输厅规划, 到“十二五”末, 基本形成全国重要的现代综合交通枢纽和物流中心, 公路水路交通基础设施等级和质量明显提升, 养护管理能力显著增强。具体目标为: 到 2015 年, 河南省公路网总里程达到 25 万公里左右, 高速公路通车里程达到 6600 公里以上, 基本实现所有县(市)20 分钟上下高速公路; 普通干线公路通车里程达到 2.73 万公里左右, 国道调增到 9300 公里左右, 省道调增到 1.8 万公里左右。其中二级及以上公路通车里程达到 2.1 万公里左右, 5 年净增 5000 公里左右。农村公路在 22 万公里的基础上持续发展, 农村骨干路网达到等级公路标准。

总体看, 河南省区域生产总值持续增长, 旅客和货物运输量稳步增加, 河南省政府对高速公路的规划以及未来随着区域经济的持续向好, 区域高速公路企业将面临良好的发展前景。

五、基础素质

1. 产权状况

公司是河南省重要的高速公路运营主体, 所辖高速公路连接区域经济活跃度高, 车流量大, 在区域竞争中占有重要地位。

2. 股东支持

2013 年公司继续得到股东的土地注入、补助费用及专项补助资金。

土地注入

依据河南省人民政府《河南省人民政府关于河南交通投资集团有限公司部分国有划拨土地使用权处置问题的批复》(豫政文[2012]94 号)、河南省国土资源厅《河南省国土资源厅关于核准河南交通投资集团有限公司土地资产处置总体方案(第二批)的复函》(豫国土资函[2013]519 号)、河南省国资委《关于河南交通投资集团有限公司将国有划拨土地作价

转增国家资本金的批复》(豫国资产权[2013]71 号)、河南交通投资集团《关于用国有作价出资土地对河南高速公路发展有限责任公司注资的通知》(豫交集团财[2013]189 号)等文件, 交通投资集团于 2013 年 10 月对公司所属河南禹州至登封高速公路有限公司等分子公司原政府划拨性质的土地进行了确权变性, 变更为出让土地, 评估增资 16.30 亿元。会计核算时在“资本公积”和“无形资产”科目内核算。

综上所述, 2013 年度, 河南交投累计向公司注入土地 16.30 亿元。

补助费用

根据豫财建【2011】81 号《河南省财政厅关于下达 2011 年交通系统有关人员经费的通知》, 该文件于 2011 年 3 月 25 日生效, 公司 2013 年收到经营性路段二级公路转岗人员补助费 628 万元, 会计核算时将其纳入营业外收入科目内。

河南省财政厅下发 2011 年第二批特色产业中小企业发展资金的通知豫财企【2011】102 号, 公司 2013 年收到基于二三维一体化 GIS 的高速公路应急管理及分析系统开发 600 万元, 会计核算时将其纳入营业外收入科目内。

专项资金

依据豫交集团财[2012]123 号、豫财预[2010]223 号财政厅、省地税局《关于豫西山区税收问题的通知》文件, 公司于 2013 年 5 月收到河南交通投资集团财政补助专项资金增加资本公积 2.40 亿元, 会计核算时将其纳入资本公积科目核算。

税收返还

依据河南省交通投资集团有限公司《关于对河南高速公路发展有限责任公司注资的通知》(豫交集团财[2013]109 号)文件, 公司于 2013 年 6 月收到交通投资集团土地评估增资缴纳契税返还款项增加资本公积 4.83 亿元。

依据河南交通投资集团有限公司《关于对河南高速公路发展有限责任公司注资的通知》(豫交集团财[2013]206 号)文件, 公司于 2013

年 12 月收到交通投资集团第二批土地评估增资缴纳契税返还款项增加资本公积 1.14 亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、法定代表人及高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

2013 年公司营业收入主要来源于通行费收入，占比为 87.24%，其他板块业务收入占营业总收入比重较低；但其中房地产、公路养护、其他业务收入（包括沥青销售收入、工程监理收入、工程试验检测收入、旅游收入、汽车服务收入等）较 2012 年度明显下降，房地产收入下降的原因主要受郑州奥兰花园项目、商丘一品江山项目均处于销售收尾阶段的影响。公路养护收入同比下降主要受养路子公司被划出的影响。其他板块收入下降主要受沥青销售较 2012 年下降影响且同时本年度高发公司内部提供服务在合并时抵销较多影响。沥青销售收入预计在未来几年度仍以集团内部销售为主，其他业务各项收入的持续性较为稳定。

毛利率方面，通行费收入毛利率较 2012 年略有下降，主要受新开通路段成本较高影响；工程施工板块毛利率较 2012 年大幅上升主要原因是 2013 年度收入较上年度增加幅度较大，而成本费用中的固定费用增幅不大；房地产板块毛利率同比下降明显主要受本年度收入大幅度减少，分摊的公共费用较多影响；服务区经

营板块毛利率与 2012 年基本持平。

表 1 2012~2013 年公司营业收入情况

（单位：万元、%）

科目	2012 年度		2013 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率
通行费	302762.64	49.97	357019.55	38.50
工程施工	3627.20	5.67	9839.02	27.50
公路养护	6773.24	-3.64		
房地产	48516.03	36.38	17754.62	8.85
服务区经营	8090.44	-25.95	10257.51	26.94
其他	57656.65	-1.52	14353.08	10.60
合计	427426.21	38.82	409223.78	34.33

资料来源：公司审计报告

注：其他业务板块主要包括沥青销售收入、工程监理收入、工程试验检测收入、旅游收入、汽车服务收入等

通行费收入

跟踪期内，公司高速公路资产变化较小，新增桃花峪和如意公司路段，2013 年通行费收入有所增长，2013 年公司通行费收入 35.70 亿元，较 2012 年的 30.28 亿元增长 17.90%。目前公司所辖高速公路均为经营性高速公路，截至 2013 年底，公司所辖已运营的高速公路主要有京珠高速安阳至新乡段、京珠高速驻马店至信阳省界段、大广高速周口段及沪陕高速信阳至南阳段等（详见表 2）。

跟踪期内，从通行费收入情况看，受新开通路段增加影响，公司所辖高速公路总体收入有所增长，预计未来改扩建完工后，通行费收入有望持续获得增长。

表 2 截至 2013 年底公司主要道路通行费收入情况（单位：万元）

路段名称	2012 年	2013 年	变化率
京珠高速安阳至新乡段	85037.22	69150.32	-18.68%
京珠高速驻马店至信阳省界段	89741.89	101082.50	12.64%
大广高速周口段	33468.27	46689.55	39.50%
沪陕高速信阳至南阳段	26067.05	30377.66	16.54%
商周高速商丘段	9081.23	13942.86	53.53%
商周高速周口段	9165.34	13307.68	45.20%

告

开通公司	16985.44	23155.67	36.33%
大广高速息县至光山段	14232.48	17738.33	25.37%
禹登高速	8604.59	10598.35	23.17%
商周二期	1877.56	4133.04	120.13%
化新段	196.55	1474.90	650.39%
商亳荷段	7771.31	9686.03	24.64%
桃花峪		6292.57	
如意公司		5637.18	
淮息段	227.47	1580.09	594.64%
淮固段	306.25	2172.82	609.49%
合计	302762.65	357019.55	17.92%

资料来源：公司提供

表 3 为公司主要在建项目投资情况。2013 年公司主要新建和改扩建项目投资概算 345.54 亿元，截至 2013 年底，公司已累计投入 238.78 亿元。公司本部在建项目中，资本金比例为 25%，部分资本金来自中央、省财政及中央车

购税补助，其余企业自筹；除资本金之外主要依靠银行贷款解决。

2013 年公司资产负债率较 2012 年有所上升，公司存量债务负担仍较重，同时考虑到公司在建项目投资规模，未来公司仍存在较大对外融资需求。

表3 截至2013年底公司在建高速公路项目投资情况（单位：亿元）

投资项目	投资期限	总投资	截至 2013 年底 累计完成投资
服务区改扩建（京港澳）	24 个月	2.8	0.30
京港澳高速驻马店至信阳（豫鄂界）段改扩建	36 个月	60.5	11.92
化庄(省界)至新蔡(新欣)	31 个月	10.11	8.94
武西高速公路桃花峪黄河大桥	42 个月	39.95	34.55
焦桐高速公路巩义至登封段	42 个月	28.78	29.55
德馨高速（商周二期）	24 个月	12.4	12.75
豫淮公司（淮滨至息县）	30 个月	23.3	20.29
豫淮公司（淮滨至固始）	30 个月	34.12	30.58
岳阳至常德高速公路	48 个月	104.53	86.70
开民	30 个月	29.05	3.2
合计	-	345.54	238.78

资料来源：公司提供。

房地产收入

跟踪期内，公司房地产销售收入大幅下降，金额为 1.78 亿元。2012 年房地产销售 10.97 万平方米，均价 0.44 万元/平方米。2013 年公司房地产销售 3.87 万平方米，均价 0.46 万元/平方米。

跟踪期内，公司房地产主要在建项目：

信阳奥兰人和家园项目、商丘一品江山、周口奥兰人和家园项目、南阳奥兰人和家园等项目，截至 2013 年底，已累计投资金额为 9.66 亿元，未来需投资金额为 20.81 亿元，公司未来融资需求较大。

表 4 截至 2013 年底，公司房地产在建项目情况

项目名称	项目性质	建筑面积	总投资金额	已投资金额	项目概况
信阳奥兰人和家园项目	住宅	7.34	2.14	0.19	共一期，“四证”办理齐全，2013 年 9 月开工
商丘一品江山	住宅、商业	17.28	5.2	2.84	一期建成未全部售完，二期“四证”齐全，目前正在办理预售许可证
周口奥兰人和家园项目	住宅、商业	18.79	5.67	1.6	“四证”齐全及预售许可证；计划分三期开发，一期 2012 年 6 月开工，二期于 2013 年 11 月 2 日开盘
南阳奥兰人和家园	住宅、商业	19.68	6.09	1.68	建设用地规划许可证、国有土地使用权证；计划分二期开发，一期于 2013 年 9 月开工
海南保亭奥兰花园	住宅、商业	16.58	11.37	3.35	海南项目分二期开发，一期四证已办理完毕，已办理部分预售证可证，目前尚余两栋楼预售许可证正在办理中。二期土地证、建设用地规划许可证
合计		79.67	30.47	9.66	

资料来源：公司提供

总体来看，2013 年以来，公司通行费收入有所增长，房地产销售由于竣工项目处于销售收尾阶段降幅较大。考虑到公司重点投资建设的项目将在未来几年内陆续竣工通车，预计未来随区域经济的发展及公司相关路桥资产整合的不断深入，公司车流量增长效应将逐步发挥，通行费收入有望获得增长。

八、募集资金使用情况

公司于 2004 年 11 月发行“04 豫高速债”，发行额度为 10 亿元，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。债券募集资金已使用完。

由于债券募投项目已划入河南省收费还贷高速公路管理中心，因此债券募集资金及其还本付息资金均从政府还贷高速公路通行费收入中安排，纳入省财政预算，由省财政厅、省交通运输厅监督执行。

九、财务分析

公司 2013 年度的财务报表经河南正永会计师事务所有限责任公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

2013 年公司合并范围无新增子公司；2013 年不再纳入合并范围的原子公司：河南通安高速公路养护工程有限责任公司、河南通和高速公路养护工程有限责任公司、河南通瑞高速公路养护工程有限责任公司及河南通源高速公路养护工程有限责任公司。

2013 年初交通投资集团统一在集团内部对会计科目使用进行了统一规范，在科目对接过程中对部分资产负债科目进行了重分类调整，与上年度审计报告相比，具体影响金额为：存货调增 76.07 万元，固定资产净值调减 10.06 亿元，在建工程调减 0.18 亿元，无形资产净值调增 10.24 亿元，上述调整后资产总额不变；应付账款增加 7.70 亿元，应付职工薪酬增加 160.92 万元，应交税费减少 0.22 亿元，其他应付款减少 7.49 亿元，上述调整后负债总额不变。

依据《关于无偿划转河南通安高速公路养护工程有限责任公司等企业国有股权的通知》

（豫交集团投[2013]85号）文件规定：资产划转基准日为2012年12月31日（因考虑到是交投集团内部划转，属于同一控制下的合并，按会计准则即使划转行为发生在2013年度，应对2013年度期初数进行追溯调整，故确定基准日为2012年12月31日）。划出股权按属于同一控制下合并调减了未分配利润期数-0.09亿元，资本公积减少0.97亿元。

截至2013年底，公司（合并）资产总额820.91亿元，所有者权益108.48亿元（含少数股东权益2.05亿元）；2013年公司实现营业收入40.92亿元，利润总额-26.19亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司通行费收入有所增加，但房地产销售由于受郑州奥兰花园项目、商丘一品江山项目均处于销售收尾阶段的影响，导致整体公司营业收入较2012年下降4.26%，2013年度公司实现营业收入为40.92亿元。但同期营业成本较上年略有上升，公司营业利润率较2012年的35.17%略有下降至30.59%。

从期间费用看，2013年，受公司有息债务规模较大影响，公司财务费用规模仍较大，2013年公司财务费用高达35.27亿元，导致期间费用占全部营业收入的93.47%。受上述因素共同影响，2013年公司利润总额和净利润持续表现为亏损，分别为-26.19亿元和-26.88亿元，亏损幅度呈持续增加趋势。

从主要盈利指标来看，2013年，公司营业利润率较2012年的35.17%略有下降至30.59%，2013年，公司总资本收益率和净资产收益率分别由2012年的1.72%和-14.00%下降至0.10%和-24.78%。总体看，公司盈利能力弱。

跟踪期内，公司盈利状况体现为持续亏损，同时联合资信也注意到，公司承受着高额银行债务压力，且后续信贷融资需求仍然旺盛，较高的期间费用可能持续对公司业绩形成拖累。

2. 现金流及保障

2013年，由于公司营业收入下降，公司销

售商品、提供劳务收到的现金40.17亿元，较上年略有下降，经营活动现金流入为44.32亿元，较上年下降0.39%，经营活动现金流出为23.51亿元，经营活动产生的现金流净额为20.81亿元。2013年公司收到与其他与经营活动有关现金主要为公司政府补贴、往来款等。2013年公司现金收入比较2012年有所提高，由2012年的94.11%上升至98.16%，现金回收情况尚可。

从投资活动看，2013年公司投资活动表现为净流出，投资活动产生的现金流净额为-74.29亿元。2013年，公司收回投资收到的现金主要为收回委托贷款6.01亿元。2013年，由于公司高速公路在建项目规模仍较大，相应购建固定资产、无形资产等支付的现金为75.85亿元，远高于公司投资活动现金流入6.57亿元。整体看，公司资本性支出规模仍大于自营性现金流量的规模。

从筹资活动看，2013年，公司筹资活动表现为净流入，筹资活动产生的现金净额为38.81亿元。2013年公司筹资活动现金流出主要为公司偿还到期债务支付的现金，达107.33亿元，同时公司筹资活动产生的现金流入仍以银行借款为主，另公司2013年收到专项资金2.4亿元，收到银行借款达176.31亿元。

总体看，公司经营活动获取现金能力略有提升，但整体投资规模上升，且考虑到目前在建项目投资规模仍较大以及较重的债务负担，未来公司仍面临较大的资金压力。

3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产总计820.91亿元，同比上升12.30%，其中流动资产占10.35%，非流动资产占89.65%，资产结构仍以非流动资产为主。

截至2013年底，公司流动资产同比下降-28.58%，主要受其他应收款和货币资金减少的影响。2013年底，公司流动资产仍以其他应收款、预付款项、货币资金和存货为主，分别占

流动资产的 42.41%、5.38%、33.87%和 14.78%。

截至 2013 年底,公司货币资金 28.78 亿元,绝大部分为银行借款,无受限资金。

截至 2013 年底,公司应收账款净额明显增加,同比增长 190.58%,应收账款净额增加至 3.02 亿元。从账龄看,1 年以内的占 85.73%,1~2 年的占 13.63%,2~3 年的占 0.32%。2013 年公司共计提坏账准备 61.12 万元。

公司预付款项主要是预付工程款,截至 2013 年底,公司预付款为 4.57 亿元,同比下降 56.06%。

截至 2013 年底,公司其他应收款余额 36.04 亿元,同比下降 30.16%,主要为关联方往来款,对公司资金周转压力大。

截至 2013 年底,公司存货 12.56 亿元,同比增长 0.63%,主要是公司开发的房地产项目。公司存货以自制半成品及在库存商品为主,占比分别为 72.72%和 19.93%。

截至 2013 年底,受无形资产注入和土地资产的购入影响,公司非流动资产较同比增长 20.25%,达 735.93 亿元,增加主要来自无形资产中的土地使用权。公司非流动资产仍以在建工程、固定资产和无形资产为主,分别占非流动资产的 3.36%、13.30%和 82.21%。

截至 2013 年底,公司固定资产 97.89 亿元,同比增长 1.01%,固定资产的增长主要由于在建工程的转入。

截至 2013 年底,公司在建工程 24.73 亿元,同比下降-83.45%,主要受湖南岳常高速、焦桐高速巩义至登封段、化庄至新蔡段高速、武西高速公路桃花峪黄河大桥、淮滨至固始高速公路、淮滨至息县高速公路等 BOT 模式建设的高速公路已通车,由于竣工决算未完成,2013 年底暂估转入无形资产—高速公路特许经营权、土地使用权的影响。

截至 2013 年底,由于土地使用权注资、土地资产的购入和在建完工结转影响,公司无形资产上升至 605.03 亿元,以土地资产和由在建工程结转来的 BOT 路桥资产为主,占比分别为

25.25%和 74.75%。

截至 2013 年底,受土地使用权注资影响,公司资本公积增长较快,受利润总额为负影响,未分配利润持续呈负值,所有者权益受未分配利润持续呈负值影响较大,同比下降 1.99%,为 108.48 亿元。

截至 2013 年底,受公司对外借款增加影响,公司负债总额为 712.43 亿元,同比增长 14.58%。2013 年公司负债中流动负债占 16.32%,非流动负债占 83.68%,公司债务结构仍以非流动负债为主。

截至 2013 年底,受短期借款下降影响,公司流动负债下降至 116.24 亿元,较 2012 年底下降 18.79%。2013 年底公司流动负债以短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主,占比分别达 3.01%、31.17%、30.08%和 21.81%。

截至 2013 年底,公司短期借款 3.50 亿元,同比下降 84.54%,主要是质押借款和信用借款,分别占比 14.29%和 85.71%。

公司应付账款主要是应付工程款和质保金,截至2013年底,公司应付账款36.24亿元,较上年末上升156.59%。

截至2013年底,公司预收款项4.88亿元,同比上升38.23%,主要是加油站租赁款和预收工程款。

截至2013年底,一年内到期的非流动负债 25.35 亿,同比下降 58.53%,全部为一年内到期额长期借款。

截至2013年底,公司其他应付款 34.96 亿元,同比下降 1.21%,主要为未完工的工程款。

截至 2013 年底,公司全部有息债务规模达 624.37 亿元,同比增长 11.24%,债务规模的增长主要来自长期债务,长期债务由上年的 477.15 亿元上升至 595.52 亿元,占全部债务的 95.38%,短期债务占 4.62%。

截至 2013 年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 86.79%和 85.20%,均较上年有所上升,主要受长期债务增加的影响。

整体看，受资产注入和公司对外借款增加影响，公司资产负债规模都有所增加。目前公司资产仍以运营和在建的路产为主，资产质量较高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 73.10% 和 62.30%，均较 2012 年底有所下降，主要受流动资产减少的影响；公司经营现金流动负债比为 17.91%，较 2012 年上升 6.06 个百分点。考虑到，公司短期债务规模不大且现金较充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力方面考察，2013 年公司全部债务/EBITDA 分别为 38.49 倍，较 2012 年上升 2.81 个百分点，EBITDA 对整体债务的保护能力较弱。

2013 年，公司 EBITDA/“04 豫高速债”为 1.62 倍，EBITDA 对“04 豫高速债”覆盖程度较好，公司经营活动现金流入量/“04 豫高速债”为 4.43 倍，公司经营活动现金净额/“04 豫高速债”为 2.08 倍，公司经营活动现金流对“04 豫高速债”覆盖程度较好。

截至 2013 年底，公司获得的授信额度共计 1096.57 亿元，尚余 390.07 亿元可使用，间接融资渠道畅通。

5. 担保方分析

“04 豫高速债”由建设银行河南省分行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。2013 年，建设银行公司治理及内控水平不断完善，主营业务发展较快，成本控制良好，盈利能力强，资产质量较好，资本充足。近年来，建设银行综合化经营及海外业务的战略布局逐步完善，品牌价值和竞争力进一步提升。未来宏观经济增速放缓，经济结构的调整，以及利率市场化进程的推进，将会对银行业盈利的增长、资产质量的变化带来一定压力。综上所述，联合资信认为，在未来一段时期内建设银行的信用水

平将保持稳定。经联合资信评级，建设银行主体长期信用等级为 AAA，担保实力很强，其担保有效提升了“04 豫高速债”本息偿还的安全性。

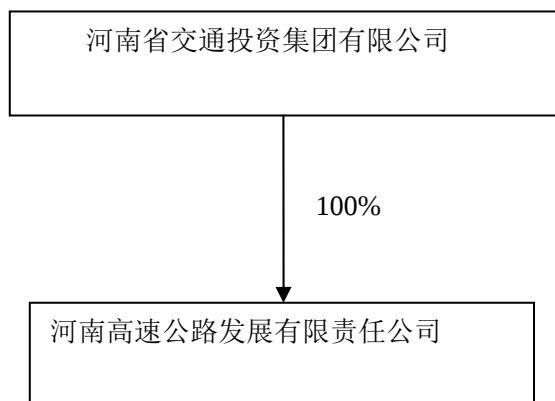
6. 过往债务履约情况

根据中国债券信息网披露信息，截至 2014 年 3 月底，公司在公开市场上无债务违约情况。

十、结论

综合考虑，联合资信维持“04 豫高速债”AAA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	21.02	43.44	28.78
资产总额(亿元)	565.01	730.98	820.91
所有者权益(亿元)	33.21	110.68	108.48
短期债务(亿元)	65.03	84.13	28.85
长期债务(亿元)	374.37	477.15	595.52
全部债务(亿元)	439.40	561.28	624.37
营业收入(亿元)	54.98	42.74	40.92
利润总额(亿元)	-9.29	-15.30	-26.19
EBITDA(亿元)	31.52	15.73	16.22
经营性净现金流(亿元)	25.41	16.97	20.81
财务指标			
销售债权周转次数(次)	24.43	25.98	20.13
存货周转次数(次)	2.68	2.09	2.15
总资产周转次数(次)	0.16	0.08	0.05
现金收入比(%)	87.21	94.11	98.16
营业利润率(%)	34.36	35.17	30.59
总资本收益率(%)	5.35	1.72	0.10
净资产收益率(%)	-30.17	-14.00	-24.78
长期债务资本化比率(%)	91.85	81.17	84.59
全部债务资本化比率(%)	92.97	83.53	85.20
资产负债率(%)	94.12	84.86	86.79
流动比率(%)	62.84	83.13	73.10
速动比率(%)	54.70	74.41	62.30
经营现金流动负债比(%)	16.54	11.85	17.91
全部债务/EBITDA(倍)	13.94	35.68	38.49

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	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 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。