

# 信用等级公告

联合[2015] 739 号

---

联合资信评估有限公司通过对华北高速公路股份有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

华北高速公路股份有限公司

主体长期信用等级为

AA<sup>+</sup>

华北高速公路股份有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA<sup>+</sup>

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月十日



---

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

# 华北高速公路股份有限公司

## 2015 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA<sup>+</sup>

本期中期票据发行额度: 1 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2015 年 6 月 10 日

### 财务数据

| 项目                 | 2012<br>年 | 2013<br>年 | 2014<br>年 | 15 年<br>3 月 |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 资产总额(亿元)           | 42.52     | 46.62     | 62.62     | 64.14       |
| 所有者权益(亿元)          | 39.77     | 43.89     | 46.51     | 47.88       |
| 长期债务(亿元)           | 0.00      | 0.00      | 2.46      | 1.70        |
| 全部债务(亿元)           | 0.00      | 0.00      | 3.45      | 3.45        |
| 营业收入(亿元)           | 6.32      | 6.64      | 7.09      | 2.09        |
| 利润总额(亿元)           | 2.58      | 3.59      | 3.13      | 0.90        |
| EBITDA(亿元)         | 3.75      | 4.81      | 4.56      | --          |
| 经营性净现金流(亿元)        | 3.22      | 2.31      | 4.17      | 0.54        |
| 营业利润率(%)           | 40.25     | 51.82     | 45.14     | 47.37       |
| 净资产收益率(%)          | 4.75      | 6.02      | 5.30      | --          |
| 资产负债率(%)           | 6.47      | 5.87      | 25.73     | 25.36       |
| 全部债务资本化比率(%)       | 0.00      | 0.00      | 6.90      | 6.72        |
| 流动比率(%)            | 683.51    | 926.96    | 107.02    | 109.29      |
| 全部债务/EBITDA(倍)     | 0.00      | 0.00      | 0.76      | --          |
| EBITDA 利息倍数(倍)     | --        | --        | --        | --          |
| EBITDA/本期中期票据额度(倍) | 3.75      | 4.81      | 4.56      | --          |

注: 1. 2015 年 1 季度财务数据未经审计; 2. 2014 年长期应付款中的融资租赁款在指标计算中已计入长期债务核算; 3. 2015 年一季度长期应付款及一年内到期非流动负债中融资租赁款已分别计入短期债务及长期债务核算。

### 分析师

刘晓濛 杨明奇

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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对华北高速公路股份有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为招商局华建公路投资有限公司旗下高速公路运营公司, 已逐步建立起以高速公路运营及光伏发电双轮驱动的经营格局。公司外部经济环境良好、股东经营实力强、运营公路路产运营成熟, 在区域竞争力及获现能力等方面具有显著优势。同时, 联合资信关注到天津高架项目断交施工导致通行费收入下降、公司大部分光伏电站尚处于等待列入补贴目录、局部限电政策导致短期现金回流欠佳、未来光伏电站板块投资规模大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

2013 年以来, 依托行业内领先企业, 公司业务范围拓展至光伏发电, 权益装机容量快速增长, 资金使用效率提升, 二元化经营布局得到一定程度完善。未来, 公司将继续利用光伏行业相关合作方优质项目资源, 大力发展光伏电站板块。随着公司光伏电站项目逐步并网发电及专业化运营实力增强, 稳定的电费将成为收入及利润的新增长点, 综合竞争力有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

### 优势

1. 北京作为全国政治、文化中心和重要经济中心, 具有极强的人口和经济聚集力, 交通运输区位优势显著。2014 年, 京津冀协同发展将推进京津冀之间构建快速、高效大容量的互联互通综合交通网络, 为北京市交通发展开拓了新空间。

2. 公司控股股东作为招商局集团公路板块的旗舰企业，经营实力雄厚；公司自成立时得到股东优质资产无偿划转。
3. 公司所辖路段连接京津经济主动脉，沿线已形成 11 个高新技术产业区，在京津冀交通一体化持续推进的背景下，区域竞争优势显著。
4. 2013 年以来，公司业务范围拓展至光伏发电板块，多项保障机制的引入一定程度化解运营风险，未来将成为收入及利润新增增长点。
5. 公司债务负担轻，财务弹性好；EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

#### 关注

1. 2014 年，公司通行费收入板块盈利水平受天津高架项目断交施工补偿不足影响有所下降。
2. 公司光伏电站产业未来投资支出规模大，对外融资压力大。
3. 公司应收无息借款及有限合伙投资款规模较大，且回收具有一定不确定性，对公司资金形成一定占用。
4. 本期中期票据发行对公司债务结构及规模影响大，到期有一定集中偿付压力。

## 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）与华北高速公路股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华北高速公路股份有限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，未因华北高速公路股份有限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华北高速公路股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、华北高速公路股份有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、主体概况

华北高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）系经国家经贸委以国经贸企改[1998]817号《关于同意设立华北高速公路股份有限公司的复函》批准，由招商局华建公路投资有限公司（以下简称“招商局华建”）、天津市京津塘高速公路公司、北京首发投资控股有限公司和河北省公路开发有限公司四家企业通过募集方式设立的股份有限公司。上述四家企业以其共同投资建设的京津塘高速公路的经营性净资产作为出资，并以其作为存量资产折股，同时向社会公开发行人民币普通股A股。公司股票于1999年9月27日在深圳证券交易所挂牌交易（股票简称“华北高速”，股票代码“000916.SZ”）。2006年4月19日，公司实施了股权分置改革，股权分置改革完成后的股份总数维持不变。截至2015年3月底，公司总股本109000万股，控股股东招商局华建持股26.82%，公司实际控制人为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）。

公司经营范围包括：投资开发、建设、经营收费公路；汽车修理；车辆及机械设备租赁、咨询服务。

公司下设综合事务部、工程管理部、投资发展部、人力资源部、计划财务部、审计部、党群工作部、信息技术部、董事会秘书办公室9个职能部门。截至2015年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司6家；公司在职员工968人。

截至2014年底，公司合并资产总额为62.62亿元，所有者权益合计为46.51亿元（其中少数股东权益3.14亿元）。2014年，公司实现营业收入7.09亿元，利润总额3.13亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为64.14亿元，所有者权益合计为47.88亿元（其中少数股东权益3.19亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入2.09亿元，利润总额0.90亿元。

公司注册地址：北京市经济技术开发区东环北路9号，法定代表人：郑海军。

## 二、本期中期票据概况

公司于2015年注册额度为17亿元的中期票据，计划第一期发行1亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”），期限为5年。公司计划将本期中期票据募集资金全部用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

## 三、宏观经济和政策环境分析

### 1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

## 2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

## 四、行业分析

公司主营业务为高速公路经营管理及光伏发电。

### 1. 行业概况

#### 高速公路行业

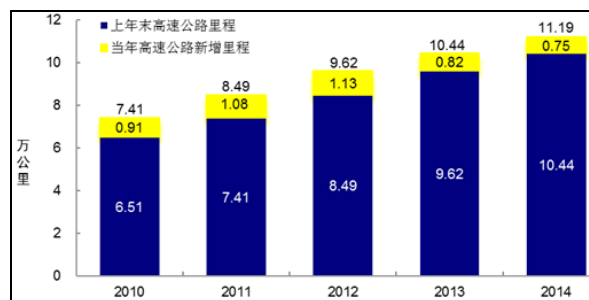
##### （1）高速公路发展概况

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网众的骨架，一般年平均昼夜汽车通过量2.5万辆以上。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

#### 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2014年底的11.19万公里，年均复合增幅超过20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。

图1 2010~2014年中国高速公路通车里程

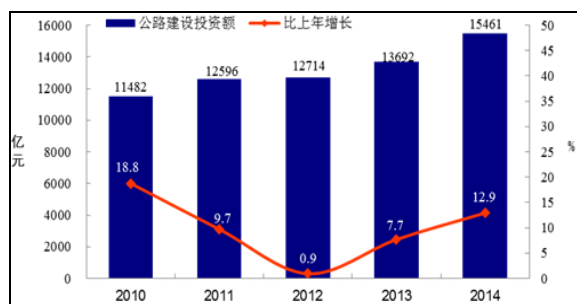


资料来源：交通运输部

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在 50%以上。根据交通运输部发布的 2014 年交通运输行业发展统计公报显示，2014 年全国完成公路建设投资 15460.94 亿元，比上年增长 12.9%。其中，高速公路建设完成投资 7818.12 亿元，增长 7.1%。普通国省道建设完成投资 4611.82 亿元，增长 18.9%。农村公路建设完成投资 3030.99 亿元，增长 20.4%，新建农村公路 23.21 万公里。截至 2014 年底，全国公路总里程达 446.39 万公里，比上年末增加 10.77 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。

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

图2 2010~2014年公路建设投资额及增长速度



资料来源：交通运输部

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；从连通城市看，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。

2012年，全国公路客运量和货运量分别为355.70亿人和318.85亿吨，同比增速分别为8.24%和13.06%；公路客运周转量和货运周转量分别为18467.55亿人公里和59534.86亿吨公里，分别同比增长8.2%和15.9%。2012年，受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日面收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。

2013年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11250.94亿人公里和55738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长3.3%和11.2%。2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.50亿人和333.28亿吨，同比增速分别为2.8%和8.3%；公路客运周转量和货运周转量分别为11981.70亿人公里和61016.62亿吨公里，分别同比增长6.5%和9.5%。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。

### (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。

### (3) 高速公路发展前景

2005年1月,中国公布了《国家高速公路网规划》,规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路,建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络,要求做到东部地区平均30分钟上高速,中部地区平均1小时上高速,西部地区平均2小时上高速,2020年高速公路总里程达到8.5万公里,连接所有人口在20万以上的城市,基本形成国家高速公路网(7918网<sup>①</sup>)。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段,公路行业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,根据交通运输部投资计划,全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。与此同时,交通运输部将修订国家高速公路网规划,未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜,尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。同时继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域,规范民营和社会资本投资项目管理。按照国务院公布的高速公路网发展规划,中国将加快国高网主骨架建设,预计到“十二五”末7918路网将基本建成,届时,中国高速公路通车总里程将有望达到10万公里,超越美国跃居世界第一。

根据《交通运输“十二五”发展规划》,“十二五”末,国家高速公路网将基本建成,高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划,到2015年底,高速公路通车里程超过5000公里的省份将达到16个,3000-5000公里的将达9个,特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份,高速公路建设欲望

<sup>①</sup> “7918”: 7条以北京为起点的高速公路放射线, 9条南北纵向高速公路, 18条东西横向高速公路。

尤其强力，比如：新疆、青海、内蒙古、广西、贵州和黑龙江等省份，纷纷提出“县县通高速”的口号。目前，交通运输“十三五”发展规划编制已全面启动，是新一轮大部门制改革后交通运输部组织编制的第一个综合交通运输发展规划。“十三五”发展规划将对全面深化交通运输改革开放，激发行业发展新动力；以综合交通运输体系建设为着力点，实现交通运输协调发展；以多式联运为突破口，提升现代物流发展水平；以发展公共交通为导向，推进区域交通一体化；以信息化智能化为引领，推进交通运输现代化进程；以节能减排为抓手，推动交通运输可持续发展等方面进行研究。

### 光伏发电行业

#### （1）太阳能行业

太阳能产业链条分为：上游硅料、硅片环节；中游的电池片、电池组件环节；下游应用系统环节。从利润结构来看，上游的硅料生产获利最高，下游应用端的收益也相对稳定。中间端电池片和电池组件的附加值较低。在上游硅料方面，核心技术垄断在Hemlock和Wacker等外国公司手中，但随着技术的进步和规模的扩大，保利协鑫、大全新能源和特变电工等国内大型厂商的竞争优势不断加强。电池组件是光伏产业链中利润比较单薄的一环，进入门槛不高、中小企业参与较多，产能主要集中在以中国为首的亚洲地区。光伏的下游应用端包括分布式光伏电站和地面大型光伏电站。

光伏电站是目前光伏产业链中盈利能力最强的环节之一，主要建设在光照条件充足地区，利用戈壁、荒漠等未开发土地资源，接入电网向外输出电量。随着中国支持政策不断出台，2013年国内电站建设进入了实质性的发展阶段，光伏电站的商业模式已经较成熟，开发建设主要包括BT、BOT和EPC模式。除部分电站项目长期持有外，大部分光伏开发企业将已完成并网发电的项目出售给资金方以实现资金快速回笼。光伏电站开发的主要门槛在于项目路条获取能力和融资能力，光伏电站属于资本密

集型行业，前期建设审批流程及后期并网发电手续繁多，开发商的融资成本、期限等融资条件对项目的利润率存在较大影响。目前，光伏电站平均建设成本在8~10元/瓦之间，10万千瓦的光伏电站需要8~10亿元的投资；国内地区运营光伏电站的内部收益率（IRR）在10%~15%之间。

相对于欧美等发达国家50多年的发展，光伏产业在中国的发展历史很短，但发展速度很快。自2004年以来，中国在晶体硅太阳能电池生产能力方面呈现出快速增长，2007年国内晶体硅太阳能电池片产量达109万千瓦，晶体硅太阳能电池组件产量达138万千瓦，超过日本和欧洲，成为世界第一大晶体硅太阳能电池生产国。2013年以前，中国晶体硅太阳能电池应用国内市场需求量较小，中国晶体硅太阳能电池90%以上都销往欧洲、美国、日本等主要应用市场。2013年后，随着国内光伏利好政策的推出，下游光伏电站需求进入爆发阶段，2013年和2014年中国均为全球新增装机量最大的国家。截至2014年底，国内光伏发电累计装机容量2805万千瓦，同比增长60%，其中，光伏电站2338万千瓦，分布式467万千瓦，年发电量约250亿千瓦时，同比增长超过200%。2014年新增装机容量1060万千瓦，约占全球新增装机的五分之一。

产品价格方面，自2010年开始，欧洲主要国家相继下调光伏电站上网电价，以及受欧洲债务危机的影响，光伏电站装机容量增速显著放缓。同时，光伏行业产能在2011年的繁荣期出现了大规模扩张，综合因素导致光伏产品出现严重供过于求的情况。2011年至2012年，光伏产品价格均呈现大幅下滑趋势。2012年末，多晶硅（一级料）价格已自2010年的最高点下跌84%，光伏产品价格亦跌破众多中小企业成本。进入2013年，中国、日本和美国光伏电站市场的启动带动产业走出了低谷，光伏产品价格略有回升，但仍处于偏低水平。2014年，光伏产品的价格较为平稳，其中多晶硅（一级料）价格回调较明显，从前期最低点17美元/公斤回

升至25美元/公斤的水平。其他产品方面，多晶硅片和单晶硅片（8寸半）价格稳定在0.93美元/片和1.32美元/片；多晶电池片（4.1瓦）和单晶电池片（4.3瓦）价格则稳定在0.37美元/瓦和0.44美元/瓦；多晶组件（250瓦）和单晶组件（280瓦）价格分别为0.64美元/瓦和0.78美元/瓦。目前，行业仍处于产能调节、兼并整合期间，在产能调整结束、需求大幅启动之前，产品价格将持续维持低位。

## （2）行业政策

由于光伏发电的成本较高，完全商业化运作的价格上无法与火电竞争，因此现阶段光伏发电市场仍然是一个政策性很强的市场，各国对光伏产业的扶持政策力度决定了光伏产业未来一段时间内发展的方向。

目前各国扶持光伏产业的补贴政策主要分为两类：一类是投资补贴法，即对安装光伏系统直接进行补贴，如日本；一类是上网电价法，即对光伏发电的上网电价进行设定，设定的价格高于传统的火电、水电等上网电价，如德国、西班牙等。在相关补贴政策支持下，全球范围内光伏发电成本下降迅速，因此各国开始考虑减少补贴以减轻财政负担，同时保证投资者合理的投资回报率。

中国对非招标太阳能光伏发电项目实行全国统一的标杆上网电价。2011年7月1日以前核准建设、2011年12月31日建成投产、发改委尚未核定价格的太阳能光伏发电项目，上网电价统一核定为每千瓦时1.15元（含税）；2011年7月1日及以后核准的太阳能光伏发电项目，以及2011年7月1日之前核准但截至2011年12月31日仍未建成投产的太阳能光伏发电项目，除西藏仍执行每千瓦时1.15元的上网电价外，其余省（区、市）上网电价均按每千瓦时1元（含税）执行。通过特许权招标确定业主的太阳能光伏发电项目，其上网电价按中标价格执行，中标价格不得高于太阳能光伏发电标杆电价；对享受中央财政资金补贴的太阳能光伏发电项目，其上网电量按脱硫燃煤机组标杆上网电价执

行。

2012年以来，中国出台了一系列的政策支持光伏发电，包括《可再生能源十二五能源规划》、《太阳能十二五能源规划》、《国家电网关于加强分布式光伏发电并网工作的意见》等。

2012年9月，国家能源局发布了《关于申报分布式光伏发电规模化应用示范区的通知》，提出国家对示范区的光伏发电项目实行单位电量定额补贴政策，对自发自用电量和多余上网电量实行统一补贴标准。2012年10月，国家电网正式发布《关于做好分布式光伏电网并网服务工作的意见》，其中明确从11月1日开始，电网企业对适合的分布式光伏发电项目业主提供接入系统方案制订、并网检测、调试等全过程服务，不收取费用，富余电力全额收购。按照国家电网的规定，分布式光伏发电是指10千伏及以下电压等级接入电网、且单个并网点总装机容量不超过6兆瓦的光伏发电项目。

2013年3月初国家发改委向部分政府机构、相关光伏发电企业下发《关于完善光伏发电价格政策通知>的意见稿》（以下简称“《意见稿》”），对分布式发电和大型地面电站发电进行了区分。对分布式电站，自用部分每度电0.35元的补贴，上网部分电价按当地脱硫燃煤电价补贴。大型地面电站发电进一步下调上网电价，并将全国分为四类地区，上网电价按地区分类定于0.75-1元/千瓦时。《意见稿》明确了20年的补贴年限，解决了电站业主的后顾之忧，投资回报率的问题得以解决。

2013年6月，国务院提出六大措施支持光伏产业走出困境。7月，国务院办公厅下发《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，不仅将《可再生能源发展十二五规划》中光伏发电的目标调整为35GW，更明确了分布式发电、光伏电站建设和国际市场的递进发展思路。同期，中国财政部发布《关于分布式光伏发电实行按照电量补贴政策等有关问题的通知》，文件规定国家对分布式光伏发电项目按电量给予补贴，补贴资金通过电网企业转付给分布式光伏

发电项目单位。至于补贴标准，文件表示将综合考虑分布式光伏上网电价、发电成本和销售电价等情况确定，并适时调整。2013年8月，发改委发布《发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》，针对光伏地面电站项目，将全国根据太阳能资源条件和建设成本划分为三类区域，相应制定了新的标杆上网电价。

2014年1月17日，国家能源局印发《国家能源局关于下达2014年光伏发电年度新增建设规模的通知》，确定2014年度新增建设规模：1400万千瓦，其中分布式800万千瓦，占比约60%，光伏电站605万千瓦，占比约40%。对于甘肃、青海、新疆（含兵团）等光伏电站建设规模较大的省（区），如发生限电情况，将调减当年建设规模，并停止批复下年度新增备案规模。此外，为规范光伏发电前期开展秩序，打击倒卖项目情况，国家能源局还于2014年10月连续发布三个通知：《国家能源局关于进步一加强光伏电站建设及运行管理工作的通知》、《能源局关于开展新建电源项目投资开发秩序专项监管工作的通知》和《国家能源局关于规范光伏电站投资开发秩序的通知》。

税收方面，根据财政部、国家税务总局2008年印发的关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知，利用风力生产的电力，增值税实行即征即退50%的政策。2012年底，国务院常务会议明确提出，要完善中央财政资金支持光伏发展的机制，光伏电站项目执行与风电相同的增值税优惠政策。目前，光伏电站运营企业增值税为17%。据测算，如增值税下调8.5个百分点，相当于上网电价增加0.02-0.04分/度，电站回报率将上升1%-2%。2014年初，国税总局和发改委发布公告，实施节能效益分享型合同能源管理项目的节能服务企业，实行查账征收并符合规定条件的，可享受企业所得税“三免三减半”优惠政策。“三免三减半”是指符合条件的企业从取得经营收入的第一年至第三年可免交企业所得税，第四年至第六年减半征收。

行业政策的利好大幅提升了下游光伏电站

运营利润和建设需求，进而带动了整个行业的复苏。

### （3）行业关注

#### 光伏制造行业受政策影响较大，盈利具有较强的波动性

作为可再生能源的一种，光伏电站由于其较高的发电成本，一直以来需要政府补贴支撑行业的发展，体现出明显的政策周期属性。下游光伏电站补贴政策的退出或减少，都将直接影响上游一系列光伏产品的需求量，从而影响到整个产业链的利润率和现金流情况。

回顾行业发展历程，2000年以来光伏行业经历3次繁荣期，分别是：2004年全球光伏装机量首次突破GW级别，达到1.11GW，同比增长92.73%；2008年，全球光伏装机量突破5GW级别，达到6.33GW，同比增长150%；2010年，全球光伏装机突破10GW级别，为16.82GW，同比增长126%。从主导力量来看，德国、西班牙、意大利对于光伏上网电价补贴政策是过去3次繁荣的主要驱动力，但随后由于补贴政策的下降或退出，导致光伏行业的增速出现大幅下降。在上一轮衰退期间（2010年至2012年），由于繁荣期产能过度扩张，导致中国光伏产业产品严重供大于求，价格出现大幅度下滑，无锡尚德、江西赛维、超日太阳能等一批光伏企业相继陷入危机，其他光伏企业的经营状况也出现明显恶化。

#### 贸易壁垒加剧了国内光伏制造行业的窘境

2011年11月，美国对中国光伏生产企业展开了“双反”调查并于2012年5月做出初裁，对中国出口的电池组件征收30%~250%的反倾销关税。2013年6月，欧盟委员会作出裁决，宣布欧盟将从6月6日起对产自中国的光伏产品征收临时反倾销税，前两个月的税率为11.8%，此后将升至47.6%。但在2013年7月27日，中欧就中方出口到欧盟的光伏产品的价格达成了承诺协议，最低进口价格为每瓦0.56欧元。此次协议还规定中国可向欧盟市场提供不高于70亿瓦光伏面板，大约相当于2012年欧盟光伏面板消费

总量150亿瓦的47%，超出部分加征47.6%关税。2011年，中国约358亿美元光伏产品出口中，超过六成出口到欧盟，出口欧盟产品价值210亿欧元（约合265亿美元）。2012年，由于对“双反”的预期以及对东南亚等新兴市场的大力开拓，中国对欧盟光伏产品出口比例降至38.65%。2014年美国商务部对中国的光伏产品启动“双反”调查，终裁结果认定中国大陆的输美晶体硅光伏产品倾销幅度为26.71%至165.04%，补贴幅度为27.64%至49.79%；中国台湾地区的输美晶体硅光伏产品倾销幅度为11.45%至27.55%。

总体看，2013年以来，全球光伏行业逐渐步入复苏期。一方面，随着行业内企业兼并整合，优势企业专注于技术升级，降低制造成本。高成本的光伏制造商逐步被市场淘汰，行业集中度得以提升。另一方面，随着国内终端光伏电站利好政策的陆续出台，大幅提升了国内光伏组件需求。此外，在日本和美国亦推出了相关政策，使得两国光伏市场的装机量亦出现快速上升，弥补了欧洲市场需求的大幅下降。未来，在中国、日本和美国三个新市场推动下，光伏行业逐步走出低谷期。

## 2. 北京市区域环境

2014年，北京市区域经济继续保持稳定增长，全年实现地区生产总值（GDP）21330.8亿元，比上年增长7.3%。其中，第一产业增加值159亿元，下降0.1%；第二产业增加值4545.5亿元，增长6.9%；第三产业增加值16626.3亿元，增长7.5%。

2014年，北京市完成固定资产投资7562.3亿元，比上年增长7.5%；其中基础设施投资2018.1亿元，增长13.0%。从投向上看，交通运输投资756.5亿元，所占比重为37.5%，公共服务投资502.5亿元，所占比重为24.9%。

同期，北京市居民收入水平随经济发展稳步提高。据统计公报显示，2014年北京市城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别为43910元和20226元，比上年分别增长8.9%

和10.3%。收入的增加有力的促进城市居民消费水平，2014年，北京市全年实现社会消费品零售总额9098.1亿元，比上年增长8.6%。

经济的持续健康发展带动北京市财政实力的进一步增强。2014年，北京市完成公共财政预算收入4027.2亿元，比上年增长10.0%。其中，增值税646.7亿元，增长12.5%；营业税1068.6亿元，增长3.3%；企业所得税和个人所得税915.8亿元和383.5亿元，分别增长14.2%和14.9%。完成公共财政预算支出4510.5亿元，增长8.1%。

## 3. 北京市高速公路发展

北京地处华北平原北部，背靠燕山，毗邻天津市和河北省，是全国政治、文化中心和重要经济中心，具有极强的人口和经济聚集力。作为北方交通运输总枢纽，北京拥有国内最大的空港，区位优势十分明显。

公路运输方面，2014年北京市全年货运量29513.4万吨，比上年增长4.3%。全年客运量71745万人，比上年增长1.0%。其中，公路货运量和客运量分别为25416.0万吨和52354.1万人，占比分别达86.811%和72.97%。在北京市各种不同运输方式中，公路占绝对优势。2014年北京市公路运输计划完成投资756.5亿元，其中，高速公路177亿元。

2014年北京市高速公路、快速路新增里程59公里和11公里，总里程分别达到981公里和377公里，同比增长6.4%和3.0%。2014年，京新高速（五环至六环段）建成通车，形成了城市西北方向第二条高速通道。京昆高速北京段与河北省同步通车，完善了区域高等级路网。2015年，京台高速已经开工建设，京秦高速正在进行前期准备工作。

根据北京市干线公路网规划（2014-2020年）初稿规划，2020年北京市市域内的国家高速路长度将达到803公里，并按照“7条首都放射线、1条南北向纵线、1条绕城环线、1条首都地区环线和1条并行线”进行布局。其中

7条放射线分别为京哈、京沪、京台、京港澳、京昆、京藏和京新高速。

2015年4月30日《京津冀协同发展规划纲要》(以下简称“纲要”)出台,意味着京津冀协同发展将步入一个快速实施的阶段。京津冀一体化由首都经济圈的概念发展而来,涉及到天津和河北省11个地级市,涵盖“一环”、“二航”、“五港”和“六放射”。“一环”即首都经济圈环京高速走廊;“二航”是指首都国际机场和新建的北京新机场;“五港”是秦皇岛港、京唐港、曹妃甸港、天津港和黄骅港;“六放射”是指以北京为中心向六个方向放射的运输通道,分别是西北的京张方向、正东的京唐秦方向、东北的京承方向、东南的京津方向、正南的京开和新机场方向、西南的京石方向的高速路。根据初步规划,到2020年,京津冀将建设航空、轨道、公路、港口等交通一体化体系,高速公路网形成主要城市3个小时公路交通圈,铁路网方面形成区域主要城市间1个小时城际铁路交通圈。

总体看,北京作为全国政治、文化中心和重要经济中心,具有极强的人口和经济聚集力,区位优势显著。2014年,京津冀协同发展成为国家重大战略,将推进北京市、天津市和河北省之间构建快速、高效、大容量的互联互通综合交通网络,为北京市交通发展开拓了新的空间。京津塘高速公路作为连接北京、天津及河北的主动脉,在京津冀一体化战略的实施下,区位优势显著。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权关系

截至2015年3月底,公司控股股东招商局华建持股26.82%。招商局华建由招商局集团出资成立(持股比例100%),公司实际控制人为招商局集团。

### 2. 控股股东及股东支持

公司控股股东为招商局华建,由招商局集

团出资成立。作为招商局集团公路板块的旗舰企业,招商局华建主要经营范围包括公路、桥梁、水运、港口等交通基础设施及相关项目的投资、开发和经营管理,直接和间接投资参股、管理21家公路经营性公司,包括国内13家公路上市公司,并控股新加坡证券交易所上市的最大收费公路公司—招商局亚太有限公司。招商局华建投资的高速公路、桥梁等项目主要分布在全国18个省、自治区、直辖市的国、省公路网主干线上,投资公路总里程7500余公里,其中投资经营的6800余公里高速公路占全国经营性高速公路总里程的14%。招商局华建已成为中国公路行业投资范围最广、经营里程最长的中央级国有企业。截至2014年底,招商局华建总资产361.69亿元,净资产250.74亿元。

除招商局华建,公司其他股东分别为天津市京津塘高速公路公司(持股比例23.63%)、北京首发投资控股有限公司(持股比例12.14%)和河北省公路开发有限公司(持股比例2.83%)。公司成立之初,四名股东以其共同投资建设的京津塘高速公路经评估确认的经营性净资产作为出资组建股份有限公司,其中非经营性资产及经营收益较弱的资产剥离出公司,仍留在发起人账上,以较低的价格租赁给公司使用。

公司经营的京津塘高速公路是中国第一条经国务院批准建设并部分利用世界银行贷款建设的跨省、市高速公路工程,是国家“七五”跨“八五”期间的重点基本建设项目。京津塘高速是国家高速公路规划网中京沪高速公路(G2)起始段,连接京津经济的主动脉,与北京市区、天津市区、滨海新区直接相连,沿线已形成北京、廊坊、杨村、天津经济技术开发区、天津港保税区等11个高新技术产业区,并与北京机场、天津机场构成“海陆空”完整的交通体系。凭借其便捷的地理位置,较低的费率水平,以及京津冀交通一体化持续推进的背景下,公司经营路段竞争优势显著。截至2015年3月底,京津塘高速公路通车里程142.69公里;2014年实现通行费收入6.16亿元。

总体来看，公司控股股东招商局华建具有很强的经营规模实力，公司从股东获得的路产质量优良，运营成熟，区域竞争优势显著。

### 3. 人员素质

截至 2015 年 3 月底，公司有 6 位高层管理人员，全部具有本科（学士）及以上学历（学位），综合素质较高。

公司董事长郑海军先生，56 岁，硕士学历，高级经济师。历任招商局集团行政部总经理、招商局集团（香港）有限公司董事、招商局集团（上海）有限公司董事、香港必力公司总经理、江苏扬子大桥股份有限公司副董事长、江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司副董事长、江苏宁靖盐高速公路有限公司副董事长、福建发展高速公路股份有限公司副董事长。现任招商局华建公路投资有限公司党委书记兼常务副总经理，山东高速公路股份有限公司副董事长、黑龙江交通发展股份有限公司副董事长。

公司总经理杨利军先生，43 岁，硕士学历，中国职业经理人。历任招商局国际从事集装箱码头管理工作，天津五洲国际集装箱码头公司筹备组副组长、副总经理并出任公司管理者代表，招商局蛇口工业区有限公司青岛项目部副总经理。现任公司总经理。

截至 2015 年 3 月底，公司共有在岗职工 968 人，按学历划分，大专及以上学历占 58.68%，高中中专学历占 35.02%，初中及以下占 6.30%；按年龄划分，30 岁以下员工占 26.44%，30-50 岁占 61.16%，50 岁以上占 12.40%；另外，公司拥有中高级职称员工 36 人，中级职称 82 人，初级职称 32 人。

总体看，公司高层管理人员都具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高；公司员工整体素质较好，能满足公司发展需要。

### 4. 税收优惠

根据财政部、国家税务总局 2013 年 9 月 23 日下发的财税[2013]66 号《关于光伏发电增

值税政策的通知》，自 2013 年 10 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对企业销售自产的利用太阳能生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。

根据《企业所得税法》第二十七条第二款、《企业所得税法实施条例》第八十七条及财政部、国家税务总局、国家发展和改革委员会以财税〔2008〕116 号文发布的《公共基础设施项目企业所得税优惠目录（2008 年版）》中“由政府投资主管部门核准的太阳能发电新建项目”，自项目取得第一笔生产经营收入所属年度起，第一至第三年免征所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定制定了《华北高速公路股份有限公司章程》作为规范公司组织和行为的基本制度。

公司设立股东大会，是公司的最高权力机构。股东会职权主要包括决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对发行公司债券作出决议等。

公司设立董事会，对股东大会负责。董事会由 14 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人。董事由股东大会选举或更换，任期三年；任期届满，可连选连任。董事会职权主要包括执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、对外提供财务资助、委托理财、关联交易等事项等。

公司设总经理 1 名，副总经理 3 名，由董

事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责，行使职权主要包括：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；提请董事会聘任或者解聘公司副总经理、财务总监等。

公司设监事会，由 6 名监事组成，监事会设主席 1 人。监事任期每届 3 年，任期届满连选可以连任。董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事会行使职权主要包括：对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、本章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；提议召开临时股东大会，向股东大会提出提案等。

## 2. 管理水平

公司内设综合事务部、工程管理部、投资发展部、人力资源部、计划财务部、审计部、党群工作部、信息技术部、董事会秘书办公室等 9 个职能部门。

财务管理方面，公司实行“集中管理、分级授权”的财务管理体系。各公司财务管理工作按组织层级进行分级管理，在授权范围内行使职权并承担责任。对于按规定须公司审批的财务事项必须按层级审核后，报送公司集中统一审批。董事长作为公司的法定代表人，负责签署财务会计报告和各类经济合同、文件，保证公司的会计工作和资料以及财务会计报告的真实、完整；总经理根据董事会确立的战略目标，组织、领导公司的财务管理工作，向董事会负责。对各分、子公司财务管理，公司实行财务负责人委派制，各分、子公司财务负责人由公司委派（推荐）和管理，财务负责人对所在公司和委派公司负双重责任。资金管理方面，各公司所有银行账户的开设须经公司计划财务部审批，并由各公司财务部门统一管理；对外筹资实行集中管理制度，各公司未经批准，不

得进行对外筹资；各分、子公司之间不得互相拆借资金；各公司不得以任何理由或任何形式对外拆借资金。

对外担保方面，公司董事会和股东大会是对外担保的决策机构，公司的一切对外担保行为，须按程序经公司股东大会或董事会批准。未经公司董事会或股东大会批准，公司不得对外提供任何担保。公司对被担保人财务状况、经营运作状况、行业前景和信用情况等方面做出审议分析，必要时可聘请外部专业机构对实施对外担保的风险进行评估，以降低或有负债风险。公司对外担保尽可能要求对方提供反担保，谨慎判断反担保提供方的实际担保能力和反担保的可执行性。

投资管理制度方面，为规范公司及其控股子公司的投资活动，明确投资权限、程序和管理职责，建立有效的投资风险约束机制，公司制定了《投资管理制度》。投资发展部为公司长期对外投资业务的主管部门，计划财务部为公司的短期投资业务主管部门，其他部门根据职责分工参与公司投资业务工作。投资管理程序包括投资计划、投资项目筛选、投资项目论证、投资项目审核、投资项目审批、投资项目实施、投资项目跟踪管理、投资项目收回、转让等流程。

对子公司管控方面，为加强对子公司的管理，增强风险控制力度，公司制定了《子公司管理及风险控制规则》。对子公司实施管理的归口部门是投资发展部，由投资发展部组织，会同计划财务部、人力资源部、审计部等部门召集各子公司经营班子成员定期召开（每年至少召开一次）一次子公司工作会议，加强对子公司运行情况的了解和沟通。公司定期或不定期实施对子公司的内部审计及对内部控制情况评价、检查，建立有效的控制机制，对子公司的资源、资产、投资等进行风险控制，从而提高公司整体运作效率和抗风险能力。

合同管理方面，投资发展部为公司合同的管理部门。公司合同的签订包括市场调查、资

信调查、谈判和起草、审查、审批签署及盖章等流程，规定合同承办部门视情况应会同法律顾问、投资发展部、财务部等与合同相关的部门参与谈判，并将相关资料按序上交业务部门负责人、投资发展部等进行审核，对合同的经济性、技术性、可行性、安全性等经营事宜进行把控。对于合同标的金额达到上市公司信息披露标准的重大合同，应按照上市规则的有关规定办理相关事项。合同的变更、解除、管理、纠纷处理等均有详细的流程管理。

从总体情况看，公司已基本建立健全了一整套管理制度和良好的管理机制，并不断完善内部管理系统，积极有效的进行改革、改制，整体管理风险较低。

## 七、经营分析

自成立以来，公司主要负责京津塘高速公路运营，主营业务突出，近三年通行费收入占主营业务收入的比重一直保持在 87%以上。2013 年，公司在“多元化”发展战略统领下，业务范围延伸至光伏发电领域，逐步确立了以高速公路及光伏发电两大板块为支撑的经营格局。2012~2014 年，公司主营业务收入逐年增长，分别为 6.29 亿元、6.61 亿元和 7.04 亿元。

从收入构成来看，车辆通行费是公司主营

业务收入的主要来源，近三年呈波动趋势，2014 年通行费收入为 6.16 亿元，同比下降 5.52%，主要由于京津塘高速 90-108 公路高架桥断交施工损失补偿不足所致。2013 年以来，公司业务范围扩展至光伏发电，先后投资收购多个光伏电站，2014 年实现光伏发电收入 0.81 亿元，占公司主营业务收入的比重为 11.51%。

从主营业务毛利率情况看，公司运营路产成熟，但费率水平较低，近三年公司通行费收入毛利率有所波动，分别为 47.46%、56.28%和 46.36%，其中 2014 年受天津高架项目断交施工补偿不足影响，毛利率水平同比减少 9.92 个百分点；公司光伏发电板块 2014 年逐步实现收入，毛利率达 61.63%。2012~2014 年，公司主营业务毛利率与通行费收入毛利率变化一致，分别为 43.60%、55.40%和 48.20%。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 2.07 亿元，同比增长 38.02%，主要来自光伏电站收入的增长。其中通行费收入 1.36 亿元，同比下降 3.85%；毛利率为 48.58%，同比减少 2.75 个百分点，主要由于天津 18 公里断桥施工项目通行费补偿不足所致；光伏发电板块实现收入 0.70 亿元，毛利率 52.86%，较 2014 年减少 8.77 个百分点，主要系新疆项目及宁夏项目由于消缺工作、天气原因及电网限电等因素综合影响导致实际发电收入低于预测值。

表 1 近三年一期公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

| 类别    | 2012 年 |        |         | 2013 年 |        |        | 2014 年 |        |       | 2015 年 1~3 月 |        |       |
|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------------|--------|-------|
|       | 收入     | 占比     | 毛利率     | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入           | 占比     | 毛利率   |
| 通行费收入 | 6.23   | 99.04  | 47.46   | 6.52   | 98.69  | 56.28  | 6.16   | 87.50  | 46.36 | 1.36         | 65.70  | 48.58 |
| 光伏发电  | --     | --     | --      | --     | --     | --     | 0.81   | 11.51  | 61.63 | 0.70         | 33.82  | 52.86 |
| 其他    | 0.06   | 0.96   | -355.74 | 0.09   | 1.31   | -30.09 | 0.07   | 0.99   | 53.66 | 0.01         | 0.48   |       |
| 合计    | 6.29   | 100.00 | 43.60   | 6.61   | 100.00 | 55.40  | 7.04   | 100.00 | 48.20 | 2.07         | 100.00 | 50.72 |

资料来源：公司年度报告

### 1. 高速公路运营

#### 路产质量

截至 2015 年 3 月底，公司运营高速公路为京津塘高速，总通车里程 142.69 公里。

京津塘高速公路是中国第一条经国务院

批准建设并部分利用世界银行贷款建设的跨省、市高速公路工程，是国家“七五”跨“八五”期间的重点基本建设项目，1972 年开始前期工作，1987 年开工建设，1993 年全线通车，1995 年 8 月通过国家验收。京津塘高速公路起

于北京市朝阳区十八里店，经北京市大兴县、通县、河北省廊坊市、天津市武清县、北辰区、东丽区，止于天津市塘沽区河北路，全长 142.69 公里，其中：北京段 35 公里，河北段 6.84 公里，天津段 100.85 公里；设计行车速度为 120 公里/小时，项目总投资 22.7 亿元人民币。

京津塘高速是国家高速公路规划网中京沪高速公路(G2)起始段，连接京津经济的主动脉，与北京市区、天津市区、滨海新区直接相

连，沿线已形成北京、廊坊、杨村、天津经济技术开发区等 11 个高新技术产业区。

总体看，公司运营高速公路通车时间较长，运营已进入成熟期；整体路产单位建设成本较低；作为连接京津经济的主动脉，地理位置优越。在京津冀交通一体化持续推进的背景下，随着路网的逐步完善，交通需求的日益增长，公司运营路产竞争优势显著。

表 2 公司运营高速公路明细

| 路段名称    | 里程(公里) | 通车时间     | 投资额(亿元) | 收费权期限 |
|---------|--------|----------|---------|-------|
| 京津塘高速公路 | 142.69 | 1993.9.6 | 22.7    | 30 年  |

资料来源：公司提供

### 通行费收入及车流量

受益于公司所辖路段优越的路网地位以及京津冀经济的快速发展，2012~2014年公司所辖京津塘高速公路通行费收入有所波动，近三年分别为6.23亿元、6.52亿元和6.16亿元。2013年，受益于区域交通量增长、唐津高速部分路段提前通车、周边高速实施新的计重加价措施和提高称重设备精度，致使部分货车改由京津塘高速行驶等综合因素，公司通行费收入增长至6.52亿元，同比增长4.65%。2014年，受天津18公里高架桥项目断交施工损失补偿不足影响，公司通行费收入有所下降，同比下降5.52%。

2014年，为落实中央京津冀协同发展战略，天津市政府决定启动对京津塘高速公路天津市中心城区地面段高架改造工程，并于2014年7月4日收到天津市公安交通管理局《秩序处关于京津塘高速公路（机场站至杨村站）断交施工的批复》（公交管秩[2014]881号），同意自2014年7月9日至2015年5月8日对京津塘高速公路主线（机场收费站至杨村收费站）断交施工，同时，封闭金钟路站、宜兴埠站出入口。项目全长约15.9公里，施工工程由天津市城市道路管网配套建设投资有限公司作为建设单位，由天津市市政工程建设公司作为代建单位。

根据《京津塘高速公路天津市北部新区段高架项目施工断路收益损失测算报告》，本次断交施工期间造成通行费直接损失2.025亿元，节约养护成本0.08亿元，节约运营成本0.01亿元，合计收益损失1.935亿元。公司依据经济损失预测值作为补偿依据，与天津城市道路管网配套建设投资有限公司和天津市市政工程建设公司达成补偿条款，若通行费收入实际损失与补偿金额相比变动幅度超过10%，双方将对补偿金额进行调整。截至目前，公司已收到补偿款1.50亿元（已计入通行费收入核算，其中0.50亿元计入2015年一季度通行费收入），项目建成通车后一个月内，天津市市政工程建设公司将补偿剩余0.44亿元。截至目前，断交施工项目已如期完成，施工路段已于2015年5月9日正式通车。

项目实施后，将改善相关路段所在区域路网状况，除了增强天津市北部新区和中心城区之间的联系外，随着北部新区的发展，新区还将产生去往北京方向及塘沽方向的交通需求。因此，天津市北部新区的规划建设将为京津塘高速带来一部分新增交通量，从而直接提高通行费收入。从长远发展角度来看，实施项目有利于京津塘高速远期发展，新区建成带来的诱增收益也将在一定程度上弥补施工断交造成

的暂时性损失。

毛利率方面，近三年京津塘高速毛利率水平随养护成本变化有所波动。2013年，公司养护费用主要为日常养护维护，支出较少带动成本同比下降12.91%，当期通行费收入毛利率水平提升至56.28%，同比增加8.82个百分点。2014年，公司迎国检带动养护费用等运营成本上升，同时通行费收入受断交施工补偿不足影响有所下降，综合影响下当期通行费业务毛利率水平下滑至46.36%，同比减少9.92个百分点。

从交通流量上来看，优越的地理位置、良好的地区经济、持续稳定增长的人口和汽车保有量、居民可支配收入提高导致出行方式的改变都给高速公路车流量带来不同程度的积极影响，公司所辖京津塘高速通车时间较长，路段车流量已处于成熟期。2012~2014年公司所辖高速路段车流量波动增长；2014年受天津18公里高架桥断交施工影响，车流量下降至3356.69万辆，同比下降7.78%；2015年1~3月京津塘高速车流量为705.27万辆，为2014年全年的21.01%。

表3 公司运营高速公路自然车流量情况  
(单位：万辆次、%)

| 项目    | 2012年   | 2013年   | 2014年   | 复合增长率 | 2015年1-3月 |
|-------|---------|---------|---------|-------|-----------|
| 京津塘高速 | 3311.53 | 3639.70 | 3356.69 | 0.68  | 705.27    |

资料来源：公司提供

公司成立之初，四名股东将非经营性资产及经营收益较弱的资产剥离出公司，仍留在股东账上。公司成立后，三家发起股东向公司提供土地（租金100万/年）及部分办公用房、变电站、泵房及其设施和污水处理设施、安全防护等设施的租赁（租金300万/年）。2014年4月3日，经公司第六届董事会第二次会议审议，2014年~2016年《土地使用权租赁合同》及《关联交易协议》继续执行原确定的原则和方案，以1999年公司上市时确定的价格为基数，比例不变，每年支付的金额在上年付费基础上与公

司上年净资产收益率同比例浮动。2014年，公司分别支付天津市京津塘高速公路公司、北京首发投资控股有限公司和河北省公路开发有限公司土地租赁费和关联交易费374.48万元、176.29万元、31.45万元。

### 收费标准

自2011年1月5日，为保持车辆通行费总水平略有降低，公司根据《北京市交通委员会、北京市发改委关于降低G2京沪高速公路北京段车辆通行费标准和对货车实行计重收费的通知》（京交财发[2010]417号）、《关于降低京津塘高速公路（天津段）车辆通行费标准和对货车实行计重收费的通知》（津发改价费[2010]1384号）和《关于降低京津塘高速公路（河北段）车辆通行费标准和对货车实行计重收费的通知》（冀价行费[2010]54号）文件，下调京津塘高速公路客车及货车收费标准。相较于京津高速公路及邻近省份的客车收费费率，京津塘高速公路通行费标准处于行业较低水平，费率竞争优势明显，收费费率继续下调的风险不大。

表4 公司运营高速公路客车车辆通行收费标准  
(单位：元/车、公里)

| 车辆类别 | 车型         | 调整前<br>车公里费 | 调整后<br>车公里费 |
|------|------------|-------------|-------------|
| 第一类  | ≤7座        | 0.34        | 0.31        |
| 第二类  | 8座-19座(含)  | 0.47        | 0.44        |
| 第三类  | 20座-39座(含) | 0.61        | 0.57        |
| 第四类  | 40座以上客车    | 0.81        | 0.75        |

资料来源：公司提供

表5 按计重收费的收费标准(单位：元/吨公里)

| 车货总重 |               | 费率                  |
|------|---------------|---------------------|
| 正常装载 | 车货总质量≤8吨      | 0.058               |
|      | 8吨<车货总质量≤21吨  | 0.058 线性递减至 0.0348  |
|      | 21吨<车货总质量≤35吨 | 0.0348 线性递减至 0.0224 |
|      | 35吨<车货总质量≤49吨 | 0.0224 线性递减至 0.016  |
|      | 车货总质量>49吨     | 0.016               |

| 车货总重         |                           | 费率    |
|--------------|---------------------------|-------|
| 超过公路<br>承载能力 | 5%＜超认定质量≤30%的部分           | 0.108 |
|              | 30%＜超认定质量≤50%的部分          | 0.16  |
|              | 50%＜超认定质量≤80%的部分          | 0.27  |
|              | 80%＜超认定质量≤100%的部分         | 0.34  |
|              | 超认定质量＞100%的部分             | 1.10  |
|              | 对车货总重超过 55 吨的货车，其超过认定质量部分 | 1.30  |

资料来源：公司提供

收费结算方式方面，公司经营管理的京津塘高速公路车辆通行费实行收支两条线管理。收入资金由公司在合作银行开立车辆通行费收入专用账户，委托银行负责上门收款，每日存入车辆通行费收入专用账户。

#### 公路养护

高速公路养护分为：日常养护、专项养护及大修、中修等。2012~2014年，公司所辖京津塘高速养护费用分别为0.62亿元、0.22亿元和0.64亿元，分别占当期通行费收入9.95%、3.37%和10.39%。2015年1~3月合计268万元，占当期通行费收入0.49%。

2012年，京津塘高速养护费用为0.62亿元，主要系扩宽项目相关评估费用；2013年养护费用主要为日常养护维护，支出规模较小；2014年，为迎接国检，公司逐步开始路面、桥梁、服务区、收费站及管理所等设施维修、加固、改造和提升，当期养护费用增长至0.64亿元。

表 6 2012~2015 年 1~3 月公司养护费用情况

| 项 目   | 养护费用（万元） |        |        |                 |
|-------|----------|--------|--------|-----------------|
|       | 2012 年   | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年<br>1~3 月 |
| 京津塘高速 | 6215     | 2218   | 6368   | 268             |

资料来源：公司提供

2015 年，公司预计投入 0.84 亿元用于进一步改善道路技术状况和通行条件以迎接国检，养护费用支出较大。与此同时，天津 18 公里断交施工项目实际损失超过预测值，最终补偿金额调整尚未确定，可能对 2015 年通行

费收入板块收入及盈利水平造成一定影响。

#### 分流影响

现有与京津塘高速平行的公路及铁路包括京津高速、京津第三高速（在建）及京津城际高铁，自 2008 年开通时，对公司车流量影响较大，2010 年影响基本结束。

京津高速于 2008 年 7 月建成通车，是连接北京和天津的第二条高速公路，双向八车道，位于京津塘高速北面，基本与京津塘高速平行。相较于公司运营路产，京津高速在路况条件和拥堵程度均有一定优势。虽然京津塘高速费率处于行业较低水平，但对于客车车型优势并不明显，因此京津高速的开通对于小客车车型有一定分流影响，导致 2008 年及 2009 年公司运营路段车流量出现下降。

京津城际高铁于 2008 年 8 月投入运营，设北京南、亦庄、永乐（预留）、武清、天津等五座车站，全程运行时间约为 29 分钟，设计最小发车间隔为 3.5 分钟。由于高速公路运营受天气及交通管制等因素影响较大，特别是京津两地近年来雾霾天气较多，造成封路和限速时有发生；加之京津两地均实行车辆限号政策，促使一部分短途客流选择京津城际高铁。目前京津城际班列运营紧凑，分流影响已经稳定。

2014 年，京津第三高速开工建设，为京台高速北京段，起于北京市大兴区，终于天津临港工业区。京津第三高速全长超过 200 公里，其中河北段长达 59 公里（京津塘高速河北段 7 公里），虽与京津塘高速平行，但其通行距离较长，区位优势相对较弱，对公司经营路段分流影响有限。目前，京津第三高速河北段已完成建设，北京段目前处于征地拆迁环节，预计 2016 年全线贯通。

总体看，公司运营高速公路路网位置优越，运营成熟，费率优势显著；沿线经济带已基本形成，能够对车流量形成持续支撑。虽然平行路产及铁路产生一定的分流，但分流影响已经稳定，未来车流量将步入稳定增长期。

## 2. 光伏发电

2013年，为培育新的利润增长点及提高资金使用效率，公司收购江苏徐州丰县光伏电站50%股权，业务范围拓展至光伏发电领域。2014年，公司先后投资收购多个光伏电站项目，全年实现光伏发电收入0.81亿元，毛利率为61.63%。截至2015年3月底，公司已拥有光伏电站权益规模达272MW。

光伏电站运营属于资金密集型行业，特点为初始投入高，投资回报周期较长。公司近年来收入构成以通行费为主，经营获现能力强；与此同时，公司上市募集资金尚未使用完毕，均为投资光伏电站所需资金提供有力支持。

项目投资方面，公司采取与光伏电站行业领先企业合作的方式，通过利用其成熟的运作模式、行业经验及资源，获得优质项目的同时提升自身运营能力，保证盈利水平。为了控制投资风险，公司在收购环节制定了从立项、战略决策委员会、董事会以及股东大会在内的多层审批机制，确保项目具备良好的安全边际。

2013年以来，公司与招商新能源集团有限公司（同一实际控制人，以下简称“招商新能源”）控股子公司联合光伏集团有限公司（股

票代码00686.HK，以下简称“联合光伏”）共同出资收购江苏徐州丰县23.8MW光伏电站及内蒙科左后旗光伏电站项目。招商新能源主要从事光伏发电及新能源业务的投资和管理，通过投资优质光伏电站资产获得升值，掌握终端优势及整合资源实现全产业链发展。

此外，公司收购了光伏电站建设企业中利科技集团股份有限公司（股票代码002309.SZ，以下简称“中利科技”）子公司建设的新疆110MW光伏电站及宁夏中利100MW项目。中利科技致力于光伏电站系统的开发和应用，完成了多项大中型光伏电站的建设，其中包括世界最大单体生态农业工厂屋顶光伏电站和亚洲最大的分布式屋顶光伏电站。凭借其强劲的路条获取能力和畅通的电站交割渠道，中利科技已成为国内光伏电站建设领域领先少有的实现大规模光伏电站建设并完成交割的企业之一。总体看，公司合作方均为行业领军企业，在行业经验、运营模式及资源等方面均具备竞争优势，对公司快速积累项目经营和日常管理经验具有积极影响。

表7 公司投资收购、建设电站情况

| 电站名称          |       | 所在地区 | 装机容量<br>(MW) | 上网电价     | 并网日期                                    | 投资金额<br>(亿元) | 持股比例<br>(%) | 合作方                       |
|---------------|-------|------|--------------|----------|-----------------------------------------|--------------|-------------|---------------------------|
| 江苏徐州丰县 23.8MW |       | 江苏   | 23.8         | 2.41 元/度 | 2011.12.25                              | 2.25         | 50.00       | 招商新能源深圳有限公司、中国太阳能电力集团有限公司 |
| 科左后旗 40MW     |       | 内蒙古  | 40.0         | 1.00 元/度 | 2013.12.20                              | 3.65         | 84.31       | 联合光伏(常州)公司                |
| 科左后旗二期 20MW   |       | 内蒙古  | 20.0         | 0.95 元/度 | 2014.12.19<br>并网 5MW,<br>2015.1.20 全部并网 | 不超过<br>1.84  | 84.31       | --                        |
| 新疆<br>110MW   | 哈密常晖  | 新疆   | 30.0         | 0.90 元/度 | 2014.10.21                              | 10.22        | 100.00      | --                        |
|               | 吐鲁番协合 | 新疆   | 20.0         | 0.95 元/度 | 2014.12.31                              |              | 100.00      |                           |
|               | 吐鲁番昱泽 | 新疆   | 20.0         | 0.95 元/度 | 2014.12.31                              |              | 100.00      |                           |
|               | 吐鲁番中晖 | 新疆   | 20.0         | 0.95 元/度 | 2014.11.02                              |              | 100.00      |                           |
|               | 伊犁矽美仕 | 新疆   | 20.0         | 0.95 元/度 | 2014.10.31                              |              | 100.00      |                           |
| 宁夏中利 100MW    |       | 宁夏   | 100.0        | 0.90 元/度 | 2014.12.23                              | 9.10         | 100.00      | --                        |
| 合计            |       |      | 293.8        | --       | --                                      | --           | --          |                           |

注：新疆项目及宁夏中利项目投资款尚未完成支付，公司相应计入“应付账款”和“长期应付款”。

资料来源：公司提供

风险把控方面，视各项目不同情况，公司与出让方、EPC总承包方、合作方或担保方签订多种保障机制，对电站质量、上网电量、上网电价或收益率等事项进行担保。例如，江苏徐州丰县项目中，合作方联合光伏向公司提供收益保证（3年年化8%保底收益率）、远期股权回购选择权或股权置换等投资保障措施。上网电量方面，公司与出让方、运维方或担保方构建担保协议，对约定期内上网电量未达预测部分进行全额补偿。电站质保方面，公司引入EPC总承包方对组件、设备质量进行承诺。通过以上多种保障方式相结合，公司一定程度上锁定了所投资光伏电站的未来预期收益率。

运营维护方面，公司电站项目主要采取委托运维管理方式，同时派遣财务负责人对项目进行财务管控。委托运维范围包括电站厂区内的发电设施、厂房等资产的运行、维护及日常管理；协调电网公司完成配套输电工程的运行、维护、日常管理和安全管理；协调政府职能部门顺利取得各项资质、批文、许可证及各项证照，并配合相关政府职能部门的检查活动等；协调税务部门如期取得所得税减免优惠政策批文及其他优惠待遇。管理费方面，视各项目不同，平均费率在0.11~0.20元/瓦，结算周期3个月。

上网电价方面，由于光伏电站建设成本较高，完全商业化运作的价格无法与火电水电等传统电力能源竞争，因此国家利用可再生能源发展基金对光伏发电企业予以补贴。光伏电站标杆上网电价包括脱硫燃煤机组标杆价格和可再生能源发电补助两部分。根据国内地区资源不同，标杆上网电价分3类，分别为0.9元/度、0.95元/度、1.0元/度。

目前，公司拥有的光伏电站中，江苏徐州丰县项目上网电价水平较高，为2.41元/度，主要为江苏省单独对可再生能源电价补助（暂定价）；其余项目的上网电价从0.9元/度到1.0元/度不等。标杆上网电价中可再生能源发电补助

需先通过各层级财政、价格、能源主管部门的审核，列入补贴目录后方可取得。公司投资的光伏电站仅有江苏丰县项目已列入补贴目录，其余电站项目尚未列入补贴目录，暂未享受电价补助（并网发电以来电价补贴部分计入“应收账款”）。根据协议，公司光伏电站项目相关申报手续均由出让方落实完成，且申报成功后财政部将根据相关项目自并网以来的累计上网电量核算拨付补贴资金，因此不存在经济损失。但实际申报过程中，审核滞后时间超过一年，具有一定不可控性，且未列入补贴目录之前实收电费将低于预测值，对于公司现金回流方面有一定影响。与此同时，随着光伏原材料的成本下降以及精炼和加工技术的进步，光伏电站的建设成本明显下降，未来针对新并网光伏电站的政府补贴有下降可能性。

结算方面，光伏电站脱硫标杆电价的结算对象为当地电网公司，上网电量以月为结算期，实现日清月结，年终清算。国家可再生能源补助实行按季预拨，年终清算。由中央财政向国家电网公司、南方电网公司及地方独立电网企业所在省级财政部门预拨补贴资金，并顺序下达目录内项目公司。

光伏电站在国内仍属于政策性行业，影响项目投资的关键因素包括路条的获取、电网并网核准及政策性限电等，公司收购项目均已取得路条及并网核准。政策性限电主要集中在工业较落后、用电需求较小的西北地区。另外，受项目当地电网基础设施建设速度无法与光伏电站建设速度匹配影响，光伏电站发电量亦无法保证实现全额上网，从而导致收益率低于预期。目前，公司收购宁夏中利100MW项目及新疆110MW项目均处于西北地区，当地电量消纳不足及外送通道有限均对公司项目是否能全额并网发电造成一定影响。

截至2014年底，公司拥有光伏电站分布在江苏、内蒙古、新疆和宁夏，权益装机规模272MW，其中已并网权益规模272MW；全年实

现发电收入0.81亿元，占当期主营业务收入11.51%；其中江苏徐州丰县光伏电站、科左后旗光伏电站及科左后旗二期光伏电站全年发电量分别为2947万千瓦时和1952万千瓦时；分别实现发电收入0.61亿元和0.17亿元。2015年1~3月，公司光伏电站发电量合计7719万千瓦时，实现发电收入0.70亿元；其中新疆项目及宁夏项目受消缺工作（吐鲁番协和项目）、天气原因及限电等因素影响，实际发电量未达到预测值。公司将与出让方及运维方按协议约定对补偿电量进行核算（年底统一结算，计入“应收账款”，补偿金额到账后计入“营业收入”），以保障利益。另外，公司已要求运维方做好电力营销工作，加强运维管理，减少限电损失。

表8 公司电站经营数据

| 项目名称   | 发电量（万千瓦时） |              |
|--------|-----------|--------------|
|        | 2014 年    | 2015 年 1~3 月 |
| 江苏徐州丰县 | 2947      | 638          |
| 科左后旗   | 1952      | 1609         |
| 科左后旗二期 | 36        | 782          |
| 哈密常晖   | 675       | 705          |
| 吐鲁番协合  | 0.15      | 0            |
| 吐鲁番昱泽  | 0.15      | 309          |
| 吐鲁番中晖  | 364       | 508          |
| 伊犁砂美仕  | 160       | 449          |
| 宁夏中利   | 217       | 2719         |
| 合 计    | 6351.30   | 7719         |

注：1. 新疆项目及宁夏中利项目上网电量尚未结算，为预估数；

2. 发电量测算起始日期为公司完成收购后。

资料来源：公司提供。

2014年1月，依托先发优势，公司与行业内领先企业计划共同投资开发1GW光伏电站，为公司电站业务的持续发展奠定了坚实基础。此外，2015年1月，公司子公司华祺投资有限责任公司与中利腾晖光伏科技有限公司及瑞阳（天津）股权投资基金管理有限公司共同出资成立光伏电站投资平台公司，注册资本10亿元，持股比例分别为52%、28%和20%。投资平台成立后，将专注于光伏电站的投资、建设、管理，进一步提升公司光伏电站板块运营专业性及管理效率。

理效率。

总体看，2013年以来，公司依托光伏行业领先企业，业务范围拓展至光伏发电。未来，公司将继续利用相关合作方优质项目资源，大力发展光伏电站板块，通过引入多项保障机制使得项目成本回收及盈利更具稳健性。2015年，稳定的电费收入将成为公司整体收入及利润的新增长点。同时，联合资信也关注到公司部分电站尚未列入国家补贴目录及限电政策可能对公司光伏发电板块短期现金回流带来不利影响。

### 3. 经营效率

从资产运营效率看，受行业经营特点影响，公司应收账款和存货规模较小，近三年销售债权周转次数和存货周转次数一直保持较高水平，三年平均值分别为 18.01 次和 127.21 次，2014 年分别为 10.96 次和 170.95 次。近三年公司总资产周转率保持稳定，2014 年为 0.13 次。总体看，公司经营效率正常。

### 4. 未来发展

公司发展规划为：立足于高速公路主业，提高高速公路业务的管理水平，在高速公路业务方面寻找发展机会，实现公路业务可持续发展。积极拓展光伏电站业务，以协同发展为目的，主动加强与股东之间的合作，争取股东在产业发展上的有力支持，通过控股、参股等多种方式与合作伙伴持续共同投资，规划期末持有电站规模处于光伏电站行业中等水平。形成以高速公路主业和光伏产业“双轮驱动”的发展模式，力争在规划期（2014-2016）末实现公司营业收入和利润的倍增，最终实现公司在“双轮驱动”战略指导下的持续、健康发展。

高速公路板块，公司目前无在建、拟建项目及大、中修计划。光伏电站板块，公司力争通过债务融资及股权融资方式，新增电站权益规模 1000MW。总体看，公司未来投资需求大，资金来源为银行贷款及自有资金，存在较大融资压力。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

2013 年公司开始投资光伏电站，合并报表范围变化较大。2013 年底，公司合并报表范围内二级子公司较 2012 年底新增 1 家：丰县晖泽光伏能源有限公司；2014 年合并报表范围内二级子公司较 2013 年新增 7 家，分别为国电科左后旗光伏发电有限公司、宁夏中利腾晖新能源有限公司、吐鲁番昱泽光伏发电有限公司、伊犁矽美仕新能源有限公司、吐鲁番协合太阳能发电有限责任公司、哈密常晖光伏发电有限公司和吐鲁番市中晖光伏发电有限公司。截至 2015 年 3 月底，公司合并范围较 2014 年无变化。整体看，公司合并范围变动对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 62.62 亿元，所有者权益合计为 46.51 亿元（其中少数股东权益 3.14 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 7.09 亿元，利润总额 3.13 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 64.14 亿元，所有者权益合计为 47.88 亿元（其中少数股东权益 3.19 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.09 亿元，利润总额 0.90 亿元。

### 2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模较快增长，年均复合增长率为 21.36%，主要系公司业务拓展至光伏电站领域，带动固定资产和在建工程科目快速增长。从资产构成来看，2012~2014 年，非流动资产比重逐年增加；截至 2014 年底，公司资产总额 62.62 亿元，其中流动资产合计占 21.95%，非流动资产合计占 78.05%。

## 流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 7.61%。截至 2014 年底，公司流动资产为 13.75 亿元，主要由货币资金（占 26.53%）、一年内到期的非流动资产（占 22.93%）和其他流动资产（占 37.28%）等构成。

2012~2014 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 49.36%，主要用于光伏电站项目投资。截至 2014 年底，公司货币资金 3.65 亿元，构成主要为银行存款（占 97.26%）；其他货币资金为 0.10 亿元（占 2.74%），主要为外埠存款及存出券商保证金等。

2012~2014 年，公司应收账款净额快速增长，年均复合增长 103.04%。截至 2014 年底，公司应收账款原值 0.94 亿元，构成主要为应收电力公司发电款；按账龄组合计提坏账准备的应收账款 0.93 亿元，其中账龄 1 年以内的占 90.24%，3 年以上的占比为 9.76%，公司应收账款账龄短；前五名应收账款占比为 81.13%，集中度高。公司累计计提坏账准备 0.05 亿元，综合计提比例为 4.87%。

2012~2014 年，公司其他应收款规模波动增长，年均复合增长 83.09%，构成主要为项目往来款（0.67 亿元）。截至 2014 年底，其他应收款账面余额为 0.73 亿元，按账龄组合计提坏账准备的应收账款 0.41 亿元，其中账龄 1 年以内的占 98.41%，1~2 年的占 0.16%，2~3 年的占比为 0.48%，3 年以上的占比为 0.95%，账龄短；前五名其他应收款合计 0.66 亿元，占全部其他应收款的 90.38%，集中度高；公司累计计提坏账准备 0.03 亿元，计提比例为 4.36%。

表 9 2014 年底其他应收款金额前五名

（单位：万元）

| 项目              | 应收金额    | 应收时间  | 款项性质          |
|-----------------|---------|-------|---------------|
| 联合光伏（常州）投资有限公司  | 2950.00 | 1 年以内 | 晖泽光伏少数股东的无息借款 |
| 北京市公路桥梁建设集团有限公司 | 2184.61 | 1-4 年 | 海南项目垫付款       |

| 项目               | 应收金额           | 应收时间  | 款项性质 |
|------------------|----------------|-------|------|
| 苏州工业园区中伏投资管理有限公司 | 1057.92        | 1-2 年 | 往来款  |
| 国电奈曼风电有限公司       | 280.00         | 1 年以内 | 往来款  |
| 北京鑫旺路桥建设集团有限公司   | 168.00         | 1 年以内 | 往来款  |
| <b>合 计</b>       | <b>6640.53</b> | --    | --   |

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司一年内到期的非流动资产波动增长。截至2014年底，公司一年内到期的非流动资产3.15亿元，全部为一年内到期的长期应收款（应收黑龙江信通房地产开发有限公司无息借款）。

2012~2014年，公司其他流动资产快速增长，构成主要为持有至到期的短期理财投资及有限合伙企业投资款。截至2014年底，公司其他流动资产5.12亿元，其中持有至到期的短期理财投资1.26亿元、可抵扣增值税进项税1.81亿元、有限合伙企业投资款净额2.05亿元（计提减值准备0.25亿元）。公司有限合伙企业投资中，北京和信恒越投资中心（有限合伙）、北京和信恒丰投资中心（有限合伙）投资款分别于2014年6月14日、2014年6月8日到期，公司在征询律师意见后，由北京和信恒轩投资中心（有限合伙）、北京和信恒瑞投资中心（有限合伙）对用款人提起诉讼，目前诉讼仍在进行当中。根据设定的抵押物、担保措施以及目前了解的具体情况判断，上述投资款预计可以收回；公司于2014年4月16日投资济宁东海股权投资中心（有限合伙），期限一年，将于2015年4月17日到期兑付。由于该基金所投资项目的实际控制人近期正在接受公安机关立案调查，目前无法进一步了解所投资项目的经营情况及投资设定风险保障措施当前状况，投资收回存在较大的不确定性，按该项目投资额的50%计提减值准备2500万元。联合资信将持续关注相关投资款项回收情况。石家庄乐久投资管理中心（有限合伙）投资款项于2015年4月24日到期，由河北融投控股集团有限公司提供担保。目前款项

尚未收回，公司已聘请律师介入追索。

表 10 2014 年底有限合伙投资款明细  
(单位：万元)

| 项目                | 应收金额            | 坏账准备           |
|-------------------|-----------------|----------------|
| 北京和信恒丰投资中心（有限合伙）  | 5000.00         | --             |
| 北京和信恒越投资中心（有限合伙）  | 6000.00         | --             |
| 石家庄乐久投资管理中心（有限合伙） | 7000.00         | --             |
| 济宁东海股权投资中心（有限合伙）  | 5000.00         | 2500.00        |
| <b>合 计</b>        | <b>23000.00</b> | <b>2500.00</b> |

资料来源：公司审计报告

### 非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长36.03%，主要系公司业务拓展至光伏电站行业，导致固定资产和在建工程科目快速增长。截至2014年底，公司非流动资产合计48.87亿元，同比增长88.35%，非流动资产主要由可供出售金融资产（占13.87%）、固定资产（占58.22%）和在建工程（占23.4%）构成。

2012~2014年，公司可供出售金融资产较快增长，年均复合增长33.14%。截至2014年底，公司可供出售金融资产6.78亿元，同比增长70.63%，主要系根据会计政策变更，公司对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响的长期股权投资调整至可供出售金融资产核算所致；可供出售金融资产中，按公允价值计量的5.18亿元（上市公司现代投资股份有限公司股票），按成本计量的1.60亿元。总体看，公司该部分资产价值受市场波动影响波动风险较高，但变现能力强。

2012~2014年，公司长期应收款波动下降，年均复合下降37.50%。2013年底，公司长期应收款下降至0.21亿元，主要系公司当期将应收黑龙江信通房地产开发公司（公司持有期35%股权，以下简称“黑龙江信通”）款项转入“一年内到期的非流动资产”核算所致。2012年，黑龙江信通各股东协商后约定按出资比例（公

司提供2.94亿元)共同向其提供无息借款用于缴纳土地出让金及项目后期开发投入。2013年,由于项目建设需要,公司继续提供0.21亿元无息借款。截至2014年底,公司累计向黑龙江信通提供无息借款3.33亿元,其中3.15亿元的到期日为2015年9月20日。近年来,房地产行业受政策调控影响,景气度下行;且根据补充协议,股东方协商一致后可延长借款期限,因此款项回收具有一定不确定性,对公司资金形成一定占用。

2012~2014年,公司长期股权投资波动下降。截至2014年底,公司长期股权投资0.50亿元,全部为权益法计量的对黑龙江信通的投资。

2012~2014年,公司固定资产净额年复合增长31.71%,主要系公司投资光伏电站行业带动机器设备快速增长。截至2014年底,公司固定资产原值49.30亿元,主要由机器设备(占39.70%)和公路及构筑物(占55.50%)构成。截至2014年底,公司固定资产累计折旧20.82亿元,固定资产净额28.46亿元。

截至2014年底,公司在建工程11.47亿元,主要为宁夏中利腾晖新能源有限公司100兆瓦电站(期末余额8.19亿元)、吐鲁番协合太阳能发电有限公司20兆瓦电站(期末余额1.63亿元)、吐鲁番昱泽光伏发电有限公司20兆瓦电站(期末余额1.63亿元)。

截至2015年3月底,公司资产总额64.14亿元,其中流动资产合计占23.09%,非流动资产合计占76.91%,与2014年底相比变化不大。截至2015年3月底,公司流动资产中应收账款1.68亿元,比2014年底大幅增加87.08%,主要是新增新疆、宁夏、内蒙项目公司的应收电费;其他流动资产下降至3.88亿元,主要为短期理财到期收回所致。非流动资产中固定资产进一步提升至37.76亿元,主要系宁夏项目在建工程结转所致。

表 11 2015 年 3 月底应收账款前五名  
(单位:万元)

| 项目              | 应收金额    | 款项性质  |
|-----------------|---------|-------|
| 国网内蒙古东部电力有限公司   | 4913.03 | 电费    |
| 天津市市政工程建设公司     | 1202.63 | 断交补偿款 |
| 国网新疆电力公司哈密供电公司  | 650.45  | 电费    |
| 天津市路桥建设有限公司     | 509.11  | 工程款   |
| 国网新疆电力公司吐鲁番供电公司 | 168.00  | 电费    |
| 合 计             | 7443.22 |       |

资料来源:公司提供。

总体看,2013年以来,公司涉足光伏电站行业,资产规模较快增长,资产构成以非流动资产为主。流动资产中,应收被投资企业无息借款及有限合伙投资款占比较大,且回收具有一定不确定性,对公司资金形成一定占用,资产流动性一般;非流动资产中固定资产和在建工程占比高。整体看,公司资产构成符合行业经营特点。联合资信将持续关注相关款项回收进展。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益稳定增长,年均复合增长8.15%,主要来自未分配利润和少数股东权益的增长。截至2014年底,公司归属于母公司所有者权益43.37亿元,其中股本占25.13%、资本公积占30.86%、盈余公积占12.24%、未分配利润占26.56%;所有者权益中归属于母公司所有者权益占93.24%,少数股东权益占6.76%。

截至2015年3月底,公司所有者权益47.88亿元,较2014年底增长2.95%;所有者权益构成较2014年底变化不大。

整体上,公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较大,所有者权益稳定性好。

#### 负债

2012~2013年,公司主营业务主要为京津塘高速运营,整体负债规模变化不大。2014年以来,随公司光伏电站投资规模加大,公司负债规模大幅增长,同比增长489.16%,主要来自应

付账款、其他应付款和长期应付款的增长。截至2014年底，公司负债合计16.11亿元，其中流动负债占79.72%，非流动负债占20.28%。

2012~2014年，公司流动负债年均复合增长133.48%。截至2014年底，公司流动负债12.84亿元，同比大幅增长475.95%；流动负债主要由应付账款（占72.99%）和其他应付款（占13.51%）构成。

2012~2014年，公司应付账款快速增长。截至2014年底，公司应付账款9.38亿元，主要为应付光伏电站工程款9.19亿元（宁夏中利项目4.50亿元及新疆项目2.04亿元），其中1年以内的应付账款占98.11%。

2012~2014年，公司其他应付款较快增长。截至2014年底为1.74亿元，主要为往来款（1.18亿元）。截至2014年底，公司1年内到期的非流动负债0.98亿元，全部为一年内到期的长期应付款。

2012~2014年，公司非流动负债逐年增长。截至2014年底，公司非流动负债3.27亿元，构成主要为长期应付款。截至2014年底，公司长期应付款2.46亿元，全部为宁夏中利项目应付融资租赁款。公司宁夏中利项目签订了《融资租赁合同》，租赁期为24个月（自2014年9月25日起），月租息率6.15%，租赁服务费2.75%，合计租赁金额为40598.58万元。

2012~2013年，公司无有息债务。截至2014年底，公司全部有息债务3.45亿元，其中短期债务占28.50%，长期债务占71.50%。债务指标方面，2012~2014年，公司资产负债率波动增长，加权平均值为15.92%。截至2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为25.73%、6.90%和5.03%，公司债务负担轻。

截至2015年3月底，公司负债合计16.27亿元，其中流动负债占83.30%，非流动负债占16.70%，流动负债占比较2014年底有所上升；公司全部有息债务3.45亿元，较2014年底无变化，短期债务比重上升至50.63%，主要系公司

当期将一年内到期的融资租赁款调整至流动负债所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为25.36%、6.72%和3.44%，均较2014年底有所下降。未来，随着光伏电站板块投资规模增长，公司债务规模及负担将呈上升趋势。

整体看，公司所有者权益稳定性好；负债以流动负债为主，有息债务规模小，整体债务负担轻。

#### 4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长5.94%，2014年实现营业收入7.09亿元。2012~2014年，公司营业成本年均复合增长1.28%，2014年为3.65亿元。受益于营业成本增速低于当期营业收入增速，公司营业利润率波动中有所增长，近三年分别为40.25%、51.82%和45.14%。

从期间费用来看，2012~2014年，公司期间费用呈逐年下降趋势，年均复合下降38.05%；期间费用率亦呈逐年下降趋势，分别为5.29%、3.66%和1.81%。总体看，公司期间费用率低，控制能力强。

非经营性损益方面，2012~2014年，公司投资收益有所波动，分别为0.36亿元、0.35亿元和0.28亿元，主要为投资金融产品（银行理财、信托产品和有限合伙投资）取得的投资收益。2012~2014年，公司营业外收入年均复合下降20.75%，主要包括路损及其他补偿收入。2012~2014年，公司非经营性损益（投资收益+营业外收入）占当期利润总额比重分别为20.11%、13.20%和12.08%，对利润总额有一定程度贡献。

从利润总额来看，2012~2014年，公司利润总额波动中有所增长，年均复合增长10.12%，2014年为3.13亿元。

从盈利指标来看，2012~2014年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均波动中有所增长，加权平均值分别为45.73%、5.24%

和5.36%；2014年上述三项指标分别为45.14%、4.93%和5.30%。总体看，公司盈利能力较强。

2015年1~3月，公司实现营业收入2.09亿元，同比增长38.11%，主要系新增新疆、宁夏、内蒙发电收入；公司实现利润总额0.90亿元，同比增长37.27%；营业利润率为47.37%，较上年增长2.23个百分点。

总体看，随公司业务范围扩展至光伏发电，公司营业收入稳步增长，盈利水平有所提升，整体盈利能力较强。

## 5. 现金流

2012~2014年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为7.17亿元、7.20亿元和8.94亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；公司收到其他与经营活动有关的现金主要包括利息收入、代收代付等往来款项及保证金。2012~2014年，公司经营活动现金流出波动中有所增长，分别为3.95亿元、4.90亿元和4.77亿元；公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.22亿元、2.31亿元和4.17亿元。收入实现质量方面，2012~2014年，公司现金收入比保持稳定，分别100.98%、100.12%和100.58%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动现金流入量受理财投资影响有所波动，分别为14.22亿元、14.51亿元和7.32亿元，构成主要为收回投资收到的现金；公司投资活动现金流出量分别18.69亿元、18.80亿元和18.28亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及投资支付的现金。投资支付的现金和收回投资收到的现金为购买理财产品产生的现金流；支付其他与投资有关的现金主要为向黑龙江信通提供借款支付的现金。2014年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金10.73亿元，主要为投资光伏电站项目支付的现金。2012~2014年，公司投资活动净现金流分别为-4.47亿元、-4.29亿元和-10.96亿元。

2012~2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-1.25亿元、-1.99亿元和-6.79亿元，公司当期经营活动产生的现金流均未能覆盖当期投资活动支出。未来，随公司光伏发电板块投资规模持续增长，公司对外筹资压力将加大。

从筹资活动来看，2012~2014年，公司筹资活动现金流入分别为0.30亿元、0.00亿元和0.04亿元，全部为吸收投资收到的现金；公司筹资活动现金流出全部为分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.57亿元、-0.64亿元和-1.07亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入1.88亿元，经营活动净现金流为0.54亿元；现金收入比为66.32%，较2014年大幅下降，主要由于新疆、宁夏、内蒙项目公司的应收电费尚未结算，导致应收账款大幅增长；公司投资活动净现金流为0.93亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.07亿元。

总体看，近三年公司经营活动获现能力强；2013年公司开始投资光伏电站行业，未来随着投资规模的扩大，公司对外融资压力将加大。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势，2014年流动比率和速动比率分别为107.02%和106.85%，均较2013年大幅下降；截至2015年3月底，上述两项指标分别为109.29%和109.15%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比分别为136.74%、103.41%和32.45%。考虑到公司经营活动现金流入量、货币资金和流动性强的按公允价值计量的可供出售金融资产具有一定规模，且短期有息债务规模小，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司EBITDA分别为3.75亿元、4.81亿元和4.56亿元，年均复合增长10.26%；2012~2014年，公司全部债务/EBITDA波动上升，分别为0.00倍、0.00

倍和0.76倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2015年3月底，公司无对外担保。

截至2015年3月底，公司无商业银行授信，间接融资渠道有待拓宽；公司是深交所上市公司，直接融资渠道便利。

### 3. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G1011011500896400H），截至2015年4月22日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

### 4. 抗风险能力

公司为招商局华建公路投资有限公司下属高速公路运营公司，自成立以来已逐步建立起以高速公路运营及光伏发电双轮驱动的经营格局。公司所辖路产运营成熟，在京津冀交通一体化持续推进的背景下，区域竞争优势显著。公司整体盈利能力较强，营业收入稳定增长，整体经营态势良好。

总体看，公司具备较强的抗风险能力。

## 九、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司发行本期中期票据的额度为1亿元，占2015年3月底公司长期债务和全部债务的58.70%和28.98%，不考虑其他因素，本期中期票据对公司现有债务结构及规模影响大。

截至2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为25.36%、6.72%和3.44%，以公司2015年3月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至26.50%、8.51%和5.35%，公司债务负担有所增长。考虑到公司本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款，公司实际债务负担可能小于上述预测值。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入量分别为7.17亿元、7.20亿元和8.94亿元，分别为本期中期票据的7.17倍、7.20倍和8.94倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.22亿元、2.31亿元和4.17亿元，分别为本期中期票据额度的3.22倍、2.31倍和4.17倍；公司EBITDA分别为本期中期票据的3.75倍、4.81倍和4.56倍。

总体看，本期中期票据的发行对公司债务规模影响大，但整体债务负担仍处于较低水平。公司经营活动现金流入量及EBITDA对于本期中期票据保障能力强。

## 十、结论

高速公路行业具备良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济的稳步发展，中国高速公路建设发展空间较大。

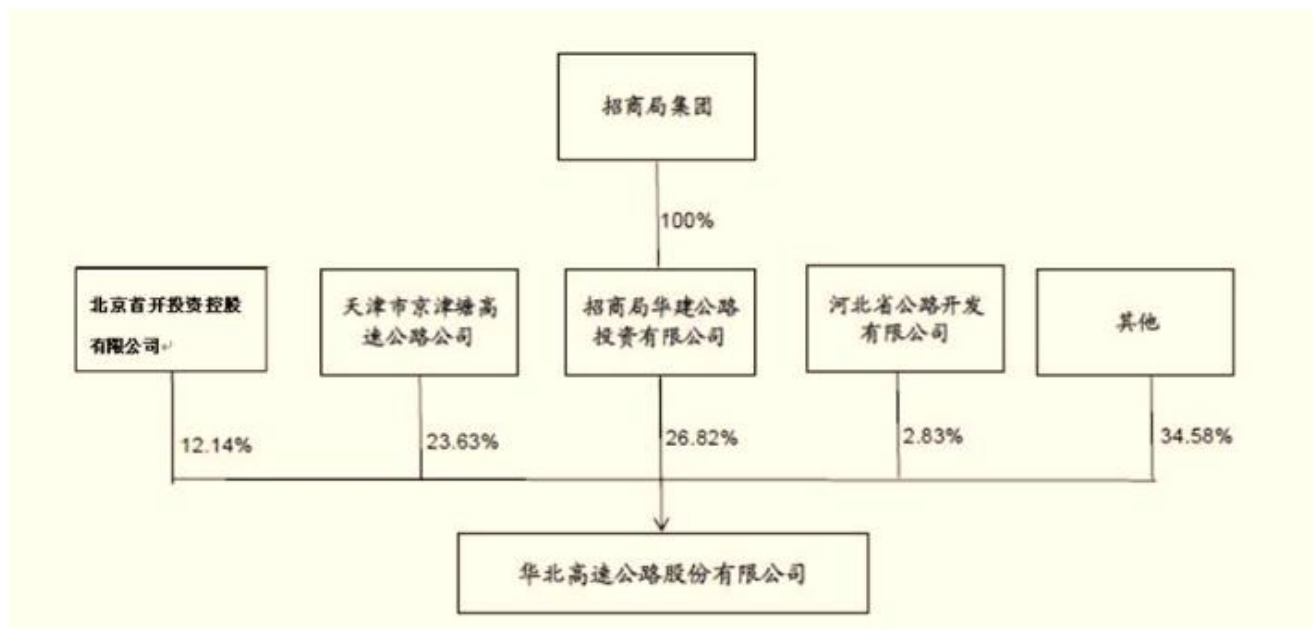
公司控股股东招商局华建公路投资有限公司作为招商局集团公路板块的旗舰企业，实力雄厚。目前，公司已逐步建立起以高速公路运营及光伏发电双轮驱动的经营格局。高速公路板块，公司所辖路产运营成熟，是连接京津经济主动脉，沿线已形成11个高新技术产业区，在京津冀交通一体化持续推进的背景下，区域竞争优势显著。依托行业内领先企业，公司业务范围拓展至光伏发电领域，权益装机容量快速增长，资金使用效率有所提升。未来随着公司光伏电站项目逐步并网发电及专业化运营实力增强，稳定的电费将成为收入及利润的新增长点，综合竞争力有望提升。公司主体信用风险很低。

目前，公司盈利能力较强，营业收入稳定增长；债务负担轻，财务弹性好，整体偿债能力强。

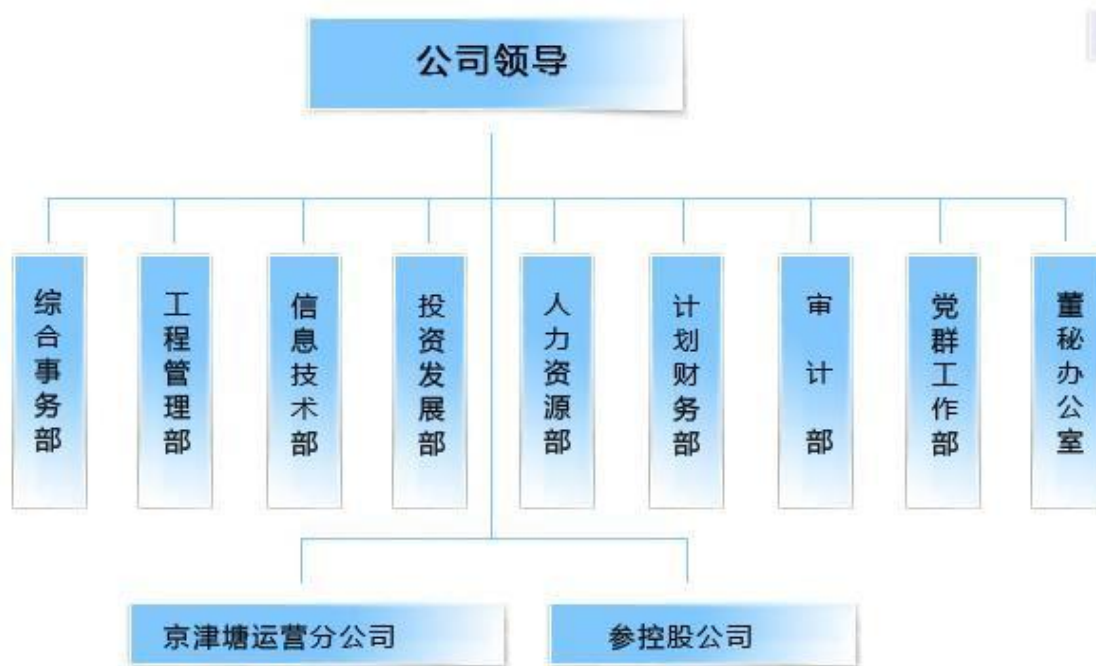
本期中期票据发行后对公司债务规模及结构影响大，经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障能力强，本期中期票据到期不

能偿还的风险低。

附件1-1 截至目前公司股权结构图



附件1-2 截至2015年3月底公司组织机构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

| 项目                | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>       |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)         | 15.52  | 11.62  | 3.75   | 5.12       |
| 资产总额(亿元)          | 42.52  | 46.62  | 62.62  | 64.14      |
| 所有者权益(亿元)         | 39.77  | 43.89  | 46.51  | 47.88      |
| 短期债务(亿元)          | 0.00   | 0.00   | 0.98   | 1.75       |
| 长期债务(亿元)          | 0.00   | 0.00   | 2.46   | 1.70       |
| 全部债务(亿元)          | 0.00   | 0.00   | 3.45   | 3.45       |
| 营业收入(亿元)          | 6.32   | 6.64   | 7.09   | 2.09       |
| 利润总额(亿元)          | 2.58   | 3.59   | 3.13   | 0.90       |
| EBITDA(亿元)        | 3.75   | 4.81   | 4.56   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)       | 3.22   | 2.31   | 4.17   | 0.54       |
| <b>财务指标</b>       |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)       | 21.50  | 21.57  | 10.96  | --         |
| 存货周转次数(次)         | 80.95  | 129.74 | 170.95 | --         |
| 总资产周转次数(次)        | 0.15   | 0.15   | 0.13   | --         |
| 现金收入比(%)          | 100.98 | 100.12 | 100.58 | 66.32      |
| 营业利润率(%)          | 40.25  | 51.82  | 45.14  | 47.37      |
| 总资本收益率(%)         | 4.75   | 6.02   | 4.93   | --         |
| 净资产收益率(%)         | 4.75   | 6.02   | 5.30   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)      | 0.00   | 0.00   | 5.03   | 3.44       |
| 全部债务资本化比率(%)      | 0.00   | 0.00   | 6.90   | 6.72       |
| 资产负债率(%)          | 6.47   | 5.87   | 25.73  | 25.36      |
| 流动比率(%)           | 683.51 | 926.96 | 107.02 | 109.29     |
| 速动比率(%)           | 682.44 | 926.04 | 106.85 | 109.15     |
| 经营现金流动负债比(%)      | 136.74 | 103.41 | 32.45  | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍)    | --     | --     | --     | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)    | 0.00   | 0.00   | 0.76   | --         |
| 经营活动现金流入量偿债倍数(倍)  | 7.17   | 7.20   | 8.94   | --         |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数(倍) | 3.22   | 2.31   | 4.17   | --         |
| EBITDA/本期发债额度(倍)  | 3.75   | 4.81   | 4.56   | --         |

注：1. 公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；2. 2014 年长期应付款中的融资租赁款在指标计算中已计入长期债务核算；3. 2015 年一季度长期应付款及一年内到期非流动负债中融资租赁款已分别计入短期债务及长期债务核算。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                                                                             |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                     |
| 资产总额年复合增长率        | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1] × 100% |
| 净资产年复合增长率         |                                                                                                     |
| 营业收入年复合增长率        |                                                                                                     |
| 利润总额年复合增长率        |                                                                                                     |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                     |
| 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 / 营业收入 × 100%                                                                        |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                     |
| 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%                                                               |
| <b>债务结构指标</b>     |                                                                                                     |
| 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%                                                                                 |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                     |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA / 利息支出                                                                                       |
| 全部债务 / EBITDA     | 全部债务 / EBITDA                                                                                       |
| 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                                                                                  |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                     |
| 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%                                                                          |
| <b>本期中期票据偿债能力</b> |                                                                                                     |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额                                                                          |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额                                                                            |
| EBITDA / 本期发债额度   | EBITDA / 本期发债额度                                                                                     |

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 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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                         |

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 华北高速公路股份有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

华北高速公路股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。华北高速公路股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华北高速公路股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现华北高速公路股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如华北高速公路股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送华北高速公路股份有限公司、主管部门、交易机构等。

