跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1421 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华北高速公路股份有限公司主体长期信用等级为AA^+、评级展望为稳定，并维持“15华北公路MTN001”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十五日

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

华北高速公路股份有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 华北公路 MTN001	1 亿元	2015/12/11-2020/12/11	AA^+	AA^+

评级时间：2016 年 7 月 15 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.62	3.75	4.35	3.60
资产总额(亿元)	46.62	62.62	62.28	60.68
所有者权益(亿元)	43.89	46.51	48.01	47.95
短期债务(亿元)	0.00	0.98	5.80	4.64
全部债务(亿元)	0.00	3.45	6.79	5.63
营业收入(亿元)	6.64	7.09	9.33	2.23
利润总额(亿元)	3.59	3.13	2.13	0.72
EBITDA(亿元)	4.81	4.56	4.85	--
经营性净现金流(亿元)	2.31	4.17	3.16	0.90
营业利润率(%)	51.82	45.14	40.68	46.55
净资产收益率(%)	6.02	5.30	3.17	--
资产负债率(%)	5.87	25.73	22.90	20.97
全部债务资本化比率(%)	0.00	6.90	12.39	10.51
流动比率(%)	926.96	107.02	128.36	142.44
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	0.76	1.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	12.44	--
经营现金流动负债比(%)	103.41	32.45	25.90	--

注：1. 公司 2016 年一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. 现金类资产已剔除受限资金。

分析师

刘晓濛　马玉丹

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。跟踪期内，公司业务范围拓展至光伏发电，资金使用效率提升，二元化经营布局得到一定程度完善，经营规模及主营业务利润迎来新增长点，区域竞争力等方面保持显著优势。同时，联合资信关注到断交施工补偿不足导致公司通行费收入下降、公司大部分光伏电站尚未列入国家补贴目录导致短期现金回流欠佳等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着所辖高速公路施工路段的完工通车带动车流量逐步回升；公司光伏电站纳入国家补贴目录及电力营销措施效果显现，收入及盈利水平有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信确定维持公司 AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“15 华北公路 MTN001”AA^+的信用等级。

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。2015 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。
3. 跟踪期内，随着光伏电站实现全年并网发电，公司收入及主营业务利润迎来新增长

点。

4. 公司债务负担轻；经营活动现金流量及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，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. 跟踪期内，限电政策及部分电站未纳入国家补贴目录等因素，对公司光伏发电板块盈利水平及现金回流产生一定影响。
3. 公司应收关联方无息借款规模较大，且回收具有一定不确定性，对公司资金形成一定占用。

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、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华北高速公路股份有限公司主体长期信用及“15 华北公路 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2016 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年底，公司合并资产总额为62.28亿元，所有者权益合计为 48.01 亿元（其中少数股东权益 3.38 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 9.33 亿元，利润总额 2.13 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 60.68 亿元，所有者权益合计为 47.95 亿元（其中少数股东权益 3.41 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.23 亿元，利润总额 0.72 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：姜岩飞。

三、宏观经济和政策环境分析

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品

零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；消费与人均收入情况大致相同，居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。

在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析及区域经济

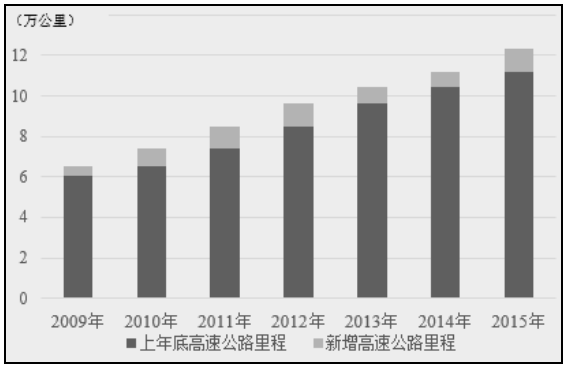
公司主营业务为高速公路经营管理及光伏发电。

1. 高速公路行业

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

图1 2009~2015年中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部、联合资信整理

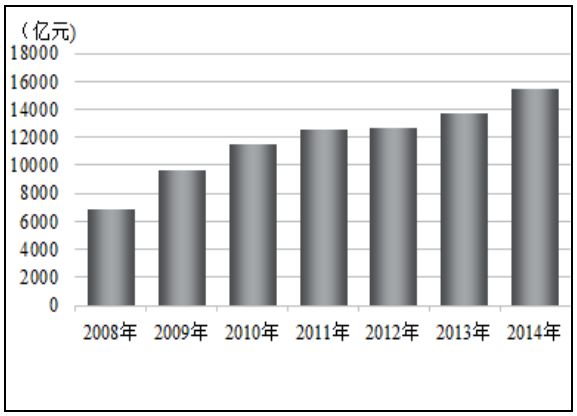
相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992年为起步阶段，期间每年高速公

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2015年底的12.32万公里，年均复合增幅约为20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。截至2015年底，全国公路总里程达453.53万公里，比上年末增加7.14万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.72%。

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%。2015年全国新增高速公路通车里程1.22万公里；2015年1~11月，全国公路建设完成投资14990.56亿元，同比增长6.49%。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　2008~2014年全国公路建设投资额



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。

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1.0%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190.82亿人和333.28亿吨，同比增速分别为3.0%和8.3%；旅客运周转量和货运周转量分别为12084.10亿人公里和61016.62亿吨公里，同比分别增长7.4%和9.5%。

2015年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别减少6.7%和2.3%。全国营业性货运车

辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

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。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方面作了修订：1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3

月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

未来发展

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。中国国家高速公路网采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，由7条首都放射线、9条南北纵向线和18条东西横向线组成，简称为“7918网”，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道。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，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。

2013年6月17日，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013~2030年）》，计划到2030年建成总规模40.1万公里的国家公路网。国家公路网由普通国道和国家高速公路两个路网构成：普通国道网由12条首都放射线、47条南北纵线、60条东西横线和81条联络线组成，总规模约26.5万公里；国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，总规模11.8万公里；此外，规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将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。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

2. 光伏发电行业

随着全球节能减排压力的日益凸显，各国家均相继出台各项政策鼓励可再生能源发电，光伏发电以其资源分布广泛、发电过程清洁无污染以及电站建设相对容易等优势而备受推崇。近年来，中国光伏发电装机容量规模相应快速扩张，2013年新增光伏装机容量约为同期欧洲新增光伏装机容量的总和，首次成为全球第一大光伏市场；2015年，中国光伏累计装机容量达4318万千瓦，成为全球光伏发电装机容量最大的国家。整体看，中国光伏装机规模持续上升，发电量占比随之增长，光伏发电地位有所巩固。

中国光伏发电主要分布在新疆、内蒙古，甘肃、青海、江苏等中西部地区，但是受发电成本较高、电网输配建设不健全以及电力需求扩张减速等影响，弃光限电现象较为严重。同时，中国光伏发电项目政府补贴落实的滞后性

和融资渠道的单一性也制约了光伏产业的可持续发展。对此，中国提出规范光伏制造行业；鼓励光伏发电企业提升核心设备技术；加快电网输配建设；可再生能源优先上网等政策；并承诺8年内不会取消政府补贴；一定程度上促进了中国光伏产业规范化发展。

截至2015年底，中国光伏发电装机容量达到4318万千瓦，成为全球光伏发电装机容量最大的国家。其中，光伏电站3712万千瓦，分布式光伏电站606万千瓦；2015年全国新增光伏发电装机容量1513万千瓦，其中，新增光伏电站装机容量1374万千瓦，新增分布式光伏电站装机容量139万千瓦。2015年全国累计光伏发电量392亿千瓦时，国家电网调度范围内累计弃光电量为46.5亿千瓦时，弃光率为12.62%。弃光主要发生在甘肃和新疆地区，其中，甘肃全年平均利用小时数为1061小时，弃光率达31%；新疆自治区全年平均利用小时数为1042小时，弃光率达26%。全国各省中，累计光伏发电装机容量超过100万千瓦的达12个，分别为甘肃610万千瓦、新疆（含兵团）566万千瓦、青海564万千瓦、内蒙古489万千瓦、江苏422万千瓦、宁夏309万千瓦、河北239万千瓦、浙江164万千瓦、山东133万千瓦、安徽121万千瓦、陕西117万千瓦和山西113万千瓦。2015年新增装机容量较大的地区为：新疆（含兵团）210万千瓦、内蒙古187万千瓦、江苏165万千瓦、青海151万千瓦、甘肃93万千瓦、宁夏92万千瓦、浙江90万千瓦。

截至2015年底，中国光伏发电已呈现东中西部共同发展格局。中东部地区新增装机容量达到652万千瓦，占全国的43.09%，其中，江苏省新增165万千瓦，仅次于内蒙古自治区；浙江省新增90万千瓦，居全国前列。西部省份中，内蒙古、青海、甘肃和宁夏新增装机规模均较大。

中国光伏发电装机增长快，且以中西部光照条件较好的地区为主，但同时，由于光伏发电装机的过快增长，当地电力消纳能力不强、电网建设延宕、外送输电通道容量有限等问题，这些地区的弃光率居高不下，也成为制约光伏行业发展的不利因素。

3. 区域经济分析

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，2015 年北京市全年货运量 28765.2 万吨，比上年下降 2.5%。全年客运量 69923.1 万人，下降 2.5%。其中，公路货运量和客运量分别为 24573.0 万吨和 49931.2 万人，同比分别下降 3.3%和 4.6%。在北京市各种不同运输方式中，公路占绝对优势。2015 年北京市公路里程 21876 公里，比上年末增加 27.2 公里，比 2010 年末增加 762 公里。其中，高速公路里程 982 公里，与上年末持平，比 2010 年末增加 79 公里。年末城市道路里程 6435 公里，比上年末增加 9 公里，比 2010 年末增加 80 公里。

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，涉及到京津和河北省 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。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，区位竞争优势显著。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至2016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. 企业规模

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。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。

截至 2016 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，1993 年全线通车，1995 年 8 月通过国家验收。京津塘高速公路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，公司高速公路运营已进入成熟期，整体路产单位建设成本较低，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。

六、管理分析

跟踪期内，公司姜岩飞先生接替郑海军先生担任公司董事长，李会强先生接替杨利军先生担任公司总经理。

姜岩飞先生，博士学历。曾任招商局亚太有限公司董事局副主席、执行董事、总经理；宁波北仑港高速公路有限公司董事长；贵州贵黄公路公司董事长；广西华通高速公路有限责任公司董事长；广西桂梧高速公路桂阳段投资建设有限公司董事长；广西桂兴高速公路投资建设有限公司董事长；广西柳桂高速公路运营有限责任公司副董事长；浙江温州甬台温高速公路有限公司董事长；招商局华建公路投资有限公司常务副总经理。2016 年 2 月起担任公司董事长。

李会强先生，大学本科学历，高级工程师。曾在武警交通指挥部工程设计研究所和交通部基本建设质量监督总站供职。曾任招商局国际有限公司交通基建部项目经理，招商局亚太有限公司总经理助理兼业务发展部总经理等职；招商局华建公路投资有限公司运营管理部总经理、总经理助理兼企业管理部总经理。华联公路工程材料有限公司董事长、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。2015 年 12 月起担任公司总经理。

跟踪期内，公司治理结构、管理制度等方面无其他重大变化。

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。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。

跟踪期内，随着光伏电站实现全年并网发电，2015 年公司主营业务收入同比增长 31.39%至 9.25 亿元。从构成来看，通行费收入仍为公司收入主要来源，2015 年实现收入 5.98 亿元，同比下降 2.92%，主要系自京津塘高速 90-108 公路高架桥断交施工补偿不足所致。2015 年，光伏发电收入同比快速增长 293.83%至 3.19 亿元，成为公司主营业务收入新增长点，占比大幅提升至 34.49%。

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，2015 年受天津高架项目断交施工补偿不足及迎国检导致当期养护支出同比快速增长影响，毛利率同比减少 8.51 个百分点至 37.85%；公司光伏发电板块毛利率达 52.22%，同比减少 9.41 个百分点，主要系 2014 年底收购的新疆、宁夏电站和科左二期于 2015 年并网发电带动成本大幅增长，同时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。2015 年，受核心业务板块盈利水平下滑影响，公司综合毛利率呈下降趋势，2015 年为 42.84%，同比减少 5.36 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 2.20 亿元，同比增长 6.28%。其中通行费收入 1.52 亿元，同比增长 11.76%，主要受益于断交项目完工，车流量逐步恢复带动；毛利率为 52.04%，同比增加 3.46 个百分点；光伏发电板块实现收入 0.67 亿元，毛利率 39.70%，同比大幅下滑，主要系部分项目由于天气原因、季节因素及电网限电等综合影响导致实际发电收入低于预测值。

表 1　2014~2016 年一季度公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

类别	2014 年			2015 年			2016 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
通行费收入	6.16	87.50	46.36	5.98	64.65	37.85	1.52	69.09	52.04
光伏发电	0.81	11.51	61.63	3.19	34.49	52.22	0.67	30.45	39.70
其他	0.07	0.99	53.66	0.08	0.86	42.29	0.01	0.45	50.82
合计	**7.04**	**100.00**	**48.20**	**9.25**	**100.00**	**42.84**	**2.20**	**100.00**	48.28

资料来源：公司年度报告

1. 高速公路运营

截至 2016 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。

京津塘高速公路是国家“七五”跨“八五”期间的重点基本建设项目，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，收费权期限 30 年。跟踪期内，京津塘高速收费标准无变化。

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。受益于优越的路网地位以及京津冀经济的快速发展，京津塘高速公路通行费收入基本保持稳定。2015年，公司实现通行费收入5.98亿元，同比下降2.92%，主要系受天津18公里高架桥项目断交施工损失补偿不足影响。毛利率方面，2015年受天津高架项目断交施工补偿不足及迎国检导致养护支出同比快速增长，公司通行费收入板块毛利率同比减少8.51个百分点至37.85%。

2014年7月，公司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。

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2016年3月底，公司已收到补偿款1.50亿元（已计入通行费收入核算），按协议约定补偿总额为1.935亿元，剩余的4350万元应于通车后一个月内支付。由于实际损失变动幅度超过10%，公司一直积极与项目建设单位天津城市道路管网配套建设投资有限公司、项目代建单位天津市市政工程建设公司进行沟通、协商。由于协商结果尚未确定，故包括超额损失（未完成评估）及剩余尾款4350万元的补偿款尚未支付，其中剩余尾款已计入当期“应收账款”科目核算。

表 2　公司运营高速公路自然车流量情况

（单位：万辆次、%）

项目	2014 年	2015 年	同比增长率	2016 年 1-3 月
京津塘高速	3357	3591	6.97	992

资料来源：公司提供

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。2015年断路施工期间，京津塘高速车流量较去年同期下降17.05%，且车辆的行驶里程大大缩短，导致单车费额相应下降（货车单车费额比去年同期下降4.3%，客车的单车费额比去年同期下降1.74%，导致车流量呈增长趋势但收入同比有所下降）。2015年全年，京津塘高速车流量为3591万辆次，同比增长6.97%。

通车后，京津塘高速公路下半年车流量稳步回流，通行费收入也逐渐成回升状态；京津冀一体化战略的实施对车流量增长有积极作用，围绕京津塘高速周边经济技术开发区的发展，京津塘高速仍是最便捷黄金通道。2016年1~3月，京津塘高速公路车流量为992万辆次；同期实现通行费收入1.52亿元。

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。2015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1.02亿元，同比增长59.38%，占当期通行费收入比重为17.06%。2016年1~3月，公司尚未发生养护支出。

表 3　2013~2016 年 1~3 月公司养护费用情况

项　　目	养护费用（万元）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
京津塘高速	2218	6368	10198	--

资料来源：公司提供

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年以来，公司先后投资收购多个光伏电站项目，截至2016年3月底，公司已拥有光伏电站装机容量293.8MW，权益规模达272MW。

表4 截至2016年3月底公司投资收购、建设电站情况

电站名称		所在地区	装机容量（MW）	上网电价	并网日期	投资金额（亿元）	持股比例（%）	合作方
江苏徐州丰县23.8MW		江苏	23.8	2.41元/度	2011.12.30	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	3.96	96.68	联合光伏（常州）公司
科左后旗二期20MW		内蒙古	20.0	0.95元/度	2014.12.21并网5MW，2015.1.20全部并网	1.84	96.68	--
新疆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	2015.05.01		100.00	
	吐鲁番昱泽	新疆	20.0	0.95元/度	2015.02.14		100.00	
	吐鲁番中晖	新疆	20.0	0.95元/度	2014.12.01		100.00	
	伊犁矽美仕	新疆	20.0	0.95元/度	2014.11.05		100.00	
宁夏中利100MW		宁夏	100.0	0.90元/度	2014.11.23	9.10	100.00	--
合计			**293.8**	--	--	**27.37**	--	

资料来源：公司提供

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”。

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。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。其中，公司针对上网电网与出让方、运维方或担保方构建担保协议，对除因限电因素导致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。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，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，江苏徐州丰县晖泽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。截至2016年3月底，公司投资的光伏电站仅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，对于公司短期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。截至目前，公司尚未列入国补目录的电站均已完成网上申请工作，最终审核结果尚未完成。

截至2016年3月底，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。2015年，公司实现发电收入3.19亿元，占当期主营业务收入34.49%；其中江苏徐州丰县光伏电站、

科左后旗光伏电站（一、二期）全年发电量分别为2698万千瓦时和8956万千瓦时；分别实现发电收入0.58亿元和0.75亿元，均达到预测值。新疆110M项目及宁夏项目受限电政策、电力外送通道拥堵、区域内部电力消纳不足影响，全年实现发电量和发电收入分别为11166万kWh和8893.85万元，均未达到预测值。其中，新疆项目（吐鲁番协和项目）及宁夏项目受消缺工作影响，实际发电量未达到预测值部分，公司已与出让方及运维方按协议约定针对该部分补偿电量（0.20亿元）进行核算，并纳入当期“营业外收入核算”。

表5　2015年公司电站经营数据

项目名称	发电量（万 kWh）		2015 年营业收入	2015 年净利润	2015 年运营情况
	2014 年	2015 年			
江苏丰县晖泽	2947	2698	5845.94	3311.84	全年设备运营正常，并网发电达到计划指标
科左后旗（一、二期）	1988	8956	7527.31	3561.33	全年设备运营正常，并网发电达到计划指标
哈密常晖	675	3244	2466.10	879.45	电站设备运营正常。2015 年累计限电损失 1513.44 万 kWh。限电原因主要为：由电网限电造成，在冬季取暖期（11 月至次年 4 月）尤其严重。
吐鲁番协合	0.15	1467	1506.31	1239.63	电站设备运营正常。2015 年累计限电损失 789.12 万 kWh。限电原因主要为：新疆冬季供暖期间热电联产机组投运，挤占新能源发电空间，调度对新能源电站采取限电措施，从而保障热电联产机组最低运行负荷；新疆区域内部电力消纳不足；电网建设情况无法满足日益增长的新能源发电需求，导致新疆电力外送通道拥堵，调度为保障电网安全运作，适当限制新能源发电。
吐鲁番昱泽	0.15	2189	1472.83	1079.87	电站设备运营正常。2015 年累计限电损失 806.77 万 kWh，限电原因主要为：新疆冬季供暖期间热电联产机组投运，挤占新能源发电空间，调度对新能源电站采取限电措施，从而保障热电联产机组最低运行负荷；新疆区域内部电力消纳不足；电网建设情况无法满足日益增长的新能源发电需求，导致新疆电力外送通道拥堵，调度为保障电网安全运作，适当限制新能源发电。
吐鲁番中晖	364	2411	1942.46	867.00	电站设备运营正常。2015 年累计限电损失约 7454.64kWh，限电原因主要为：新疆冬季供暖期间热电联产机组投运，挤占新能源发电空间；新疆区域内部电力消纳不足；电网建设情况无法满足日益增长的新能源发电需求，导致新疆电力外送通道拥堵，调度为保障电网安全运作，适当限制新能源发电。
伊犁矽美仕	160	1855	1506.15	470.12	电站设备运营正常。2015 年累计限电损失 1327.31 万 kWh。限电原因主要为：项目处于新疆兵团网，兵团网内负荷消纳有限，无法满足新能源发电需求，同时由于网架结构问题，兵团网负荷无法有效送至国家电网，导致新能源发电量受限严重；取暖期热电联产机组投运，挤占部分出力空间；基于兵团网的局限性，电站无法参加电网组织的电量交易活动。

宁夏中利	217	12548	9620.97	3274.38	电站设备运营正常。2015 年累计限电损失 1916.90 万 kWh。限电原因主要为：配合西北网调峰以及取暖期热电联产机组投运，自 2015 年 9 月下旬开始限电，挤占部分出力空间。
合 计	**6351.30**	**35367**	**31888.07**	**14683.61**	--

资料来源：公司提供。

注：1. 2014 年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。

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造成一定影响。2015年，受限电政策影响，公司运营电站实际并网电量较预测值低7176万Kwh，产生的收入损失约0.57亿元。由于出让方及运维方未对限电政策导致上网电量未达预期部分损失进行担保，公司积极通过替代电量及外送等电力营销方式，降低限电政策对经营带来的不利影响。

总体看，跟踪期内稳定的电费收入已成为公司整体收入及利润的新增长点，但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对公司光伏发电板块短期现金回流及盈利水平带来的不利影响。

八、募集资金使用情况

“15 华北公路 MTN001”发行额度为 1 亿元，发行期限为 5 年。截至 2016 年 3 月底，上述募集资金已按预定用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2013~2015 年财务报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2015 年公司合并范围新增 2 家子公司，分别为公司与中利腾晖光伏科技有限公司、瑞阳（天津）股权投资基金管理有限公司投资成立的华利光晖新能源投资有限公司（以下简称“华利光晖”），以及华利光晖新能源投资有限公司出资成立全资子公司华利光晖（北京）新能源投资有限公司。截至 2016 年 3 月底，公司合并范围子公司共 44 家。整体看，跟踪期内公司合并范围变动对公司财务数据可比性影响不大。

会计估计变更方面，随着公司对外投资项目的增加，不同业务形成的应收款项呈现出新的特点，为更恰当的反映公司信用风险特征组合分类，公司对应收款项会计估计相关的计提方法进行变更。公司新增关联方往来组合及光伏项目应收财政补贴组合，在坏账准备计提方法方面对信用风险组合中的关联方往来组合不计提坏账准备[2]，对光伏项目应收财政补贴组合中可再生能源电价附加补助单独分析坏账准备计提方法。受上述因素影响，公司基于 2015 年底应收款项的金额及结构进行初步测算，本次会计估计预计将会增加 2015 年度利润总额约 285 万元。由于该估计变更涉及国家给予的可再生能源电价附加补助，目前尚无法准确预计 2016 年度的发电量及国家补助的实际到账金额，故无法预计对 2016 年利润总额的影响数。

[1] 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016 年 6 月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

[2] 单项金额重大和不重大的应收关联方款项单独进行减值测试，已单项确认减值损失的应收关联方款项不包括在信用风险组合中测试。信用风险组合中的关联方往来组合不计提坏账准备。

截至2015年底，公司合并资产总额为62.28亿元，所有者权益合计为48.01亿元（其中少数股东权益3.38亿元）。2015年，公司实现营业收入9.33亿元，利润总额2.13亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为60.68亿元，所有者权益合计为47.95亿元（其中少数股东权益3.41亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入2.23亿元，利润总额0.72亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受益于光伏电站实现全年并网发电，公司营业收入同比较快增长31.50%至9.33亿元。同期，随着光伏电站逐步并网发电及限电政策导致光伏板块运营成本提升，公司营业成本同比增长44.94%至5.29亿元。受营业成本增速较快影响，公司营业利润率有所下滑，2015年为40.68%，同比减少4.46个百分点。

从期间费用来看，2015年公司期间费用呈快速增长趋势，主要系公司收购光伏电站导致承接的债务增长，带动财务费用明显增长所致；期间费用率亦呈增长趋势，2015年为10.45%，同比增加8.64个百分点。

资产减值损失方面，2015年公司资产减值损失同比大幅增长362.59%至1.25亿元，主要系全资子公司华祺投资有限责任公司（以下简称“华祺公司”）投资的四个基金项目已逾期，其中山东济宁项目已在2014年计提了50%的减值准备，无锡盾建项目已在2015年三季度中全额计提了减值准备，各基金项目的回款至今尚未有明确的结果。基于目前基金项目的追讨状况，根据谨慎性原则，公司按照不同比例计提余下三个基金项目的减值准备合计金额1.28亿元所致。

非经营性损益方面，2015年，公司实现投资收益0.07亿元，同比下降76.33%，主要系投资有限合伙企业取得的投资收益同比大幅下降所致。2015年，公司实现营业外收入0.53亿元，同比增长424.75%，主要包括下朱庄出入口补偿0.30亿元及部分电站由于消缺工作导致并网电量未达预测值，公司收到的承诺电量补偿0.20亿元。2015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为28.04%，对利润总额有一定贡献。

从利润总额来看，2015年公司利润总额同比下降31.90%至2.13亿元，主要系资产减值损失增长导致。从盈利指标来看，受利润规模下降影响，2015年公司总资本收益率和净资产收益率均呈下滑趋势，分别为3.49%和3.17%，同比减少1.44个百分点和2.12个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入2.23亿元，同比增长6.59%；实现利润总额0.72亿元，同比略有下降，主要系无断交补偿收入所致；营业利润率为46.55%，同比减少0.82个百分点。

跟踪期内，随业务范围扩展至光伏发电，公司营业收入快速增长，但受资产减值损失、限电政策及断交施工损失补偿不足等因素影响，盈利水平有所弱化。

2. 现金流分析

从经营活动看，2015年公司经营活动现金流入量8.24亿元，同比下降7.77%，主要系断交施工导致车流量下降，且补偿款尚未支付完毕所致；其中收到其他与经营活动有关的现金主要为利息收入、代收代付等往来款项及保证金。2015年，公司经营活动现金流出同比增长6.51%至5.08亿元；其中支付其他与经营活动有关的现金同比增长79.00%，主要系公司本期支付保函保证金5700万元所致。受大部分电站尚未纳入国补目录导致上网电价中补贴部分尚未收到影响，公司经营活动产生的现金流量净额为3.16亿元，同比下降24.11%。收入实现质量方面，2015年公司现金收入比降至77.27%，同比减少23.31个百分点，收入实现质量明显下滑。光伏板块受尚未纳入国补目录因素影响，经营获现能力相对较弱。

从投资活动来看，2015年公司投资活动现金流入规模快速降至2.77亿元，主要系本期理

财产品的交易及投资收益减少所致。同期，公司投资活动现金流出亦呈下降趋势，2015年为6.12亿元，同比主要系本期支付EPC工程款同比减少所致。2015年，公司投资活动现金流量净额为-3.36亿元，公司当期经营活动产生的现金流量基本能够覆盖投资需求。

从筹资活动看，2015年公司筹资活动现金流入7.10亿元，主要为取得借款收到的现金及发行中期票据收到的现金；公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金（支付融资租赁款等），2015年为6.30亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为0.80亿元。

2016年1~3月，公司经营活动净现金流为0.90亿元；现金收入比为77.90%，主要由于部分电站应收电费尚未结算，导致应收账款大幅增长；公司投资活动净现金流为-0.16亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.45亿元。

跟踪期内，公司高速公路板块保持良好的经营获现能力，光伏板块受尚未纳入国补目录因素影响，经营获现能力相对较弱。2015年以来，随着各光伏电站收购的完成，公司投资需求有所下降，对外融资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至2015年底，公司资产总额62.28亿元，同比变化不大；其中流动资产合计占25.18%，非流动资产合计占74.82%，跟踪期内资产构成保持稳定。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产15.68亿元，同比增长14.06%，主要由货币资金（占30.80%）、应收账款（占21.52%）、其他应收款（占23.98%）和其他流动资产（占15.94%）构成。

截至2015年底，公司货币资金4.83亿元，同比增长32.41%；其中，银行存款占88.20%，其他货币资金占11.80%，主要为公司在中国民生银行开具保函以定期存款单提供的质押担保。

截至2015年底，公司应收账款净额同比大幅增长276.78%至3.37亿元，主要来自光伏项目应收财政补贴款2.78亿元。目前，除江苏丰县晖泽电站项目已纳入国补目录外，其余电站已完成国补网上申请流程，审批尚未完成前，公司光伏发电上网电价中补贴部分纳入应收账款核算。截至2015年底，公司应收账款账面余额3.39亿元，按账龄组合计提坏账准备的应收账款0.60亿元，其中账龄1年以内的占96.67%，账龄短；前五名应收账款占比为89.08%，集中度高。公司累计计提坏账准备0.02亿元，综合计提比例为0.49%。联合资信将持续关注公司运营电站纳入国补目录后续进展情况。

截至2015年底，公司其他应收款大幅增至3.76亿元，主要系公司将应收黑龙江信通房地产开发公司（公司持有其35%股权，以下简称“黑龙江信通”）已到期款项从一年内到期的非流动资产转入核算所致。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房地产项目后期开发投入。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2015年底，公司累计向黑龙江信通提供无息借款3.45亿元，其中3.28亿元到期日为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，且项目所在区域库存高企，去化压力大；根据补充协议，股东方协商一致后可延长借款期限，因此上述款项回收具有一定不确定性，对公司资金形成一定占用。截至2015年底，公司未对上述款项计提坏账准备。

表 6　截至 2015 年底其他应收款金额前五名

（单位：万元）

项目	应收金额	账龄	款项性质
黑龙江信通房地产开发有限公司	3.28	1 年以内	借款
北京市公路桥梁建设集团有限公司	0.22	1-5 年	海南项目垫付款
苏州工业园区中伏投资管理有限公司	0.13	1-2 年	往来款

项目	应收金额	账龄	款项性质
中利腾晖光伏科技有限公司	0.06	1年以内	补偿款
代垫社保款	0.02	1年以内	往来款
合 计	3.70	--	--

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司一年内到期的非流动资产同比下降67.19%至1.03亿元，主要系公司将应收黑龙江信通款项转入其他应收款核算所致。

截至2015年底，公司其他流动资产2.50亿元，同比下降51.25%，主要系公司针对有限合伙投资款计提减值准备所致。公司有限合伙企业投资均已发生逾期，其中北京和信恒越投资中心（有限合伙）用款人的土地使用权及部分房产已被法院查封，预计价值可对75%的委托贷款本息形成覆盖，公司按该贷款占本基金项目的比例（25%）计提减值准备1500万元；石家庄乐久投资管理中心（有限合伙）投资款项由河北融投控股集团有限公司提供担保，鉴于融资方及担保方债务重大，且资产不足以覆盖债务，对上述项目本金计提50%的减值准备3500万元。其余有限合伙投资款均已全额计提减值准备。

表7　截至2015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	5000.00
北京和信恒越投资中心（有限合伙）	6000.00	1500.00
石家庄乐久投资管理中心（有限合伙）	7000.00	3500.00
济宁东海股权投资中心（有限合伙）	5000.00	5000.00
合　计	23000.00	15000.00

资料来源：公司审计报告

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产46.60亿元，同比下降4.66%，主要由可供出售金融资产（占16.72%）和固定资产（占81.11%）构成。

截至2015年底，公司可供出售金融资产7.79亿元，同比增长14.91%，主要来自按公允价值计量的可供出售权益工具的增长（公司持有的现代投资股份有限公司股票产生的公允价值变动）。

截至2015年底，公司长期应收款同比下降84.77%至0.18亿元，其中应收融资租赁风险金0.41亿元、应收山东宏昌路桥集团有限公司0.58亿元。

截至2015年底，公司固定资产37.79亿元，同比增长32.81%，主要系光伏电站并网发电后由在建工程转入固定资产核算。截至2015年底，公司固定资产原值60.50亿元，主要由公路及构筑物和光伏电站构成；当期，公司固定资产累计折旧22.69亿元，计提减值准备0.02亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额60.68亿元，其中流动资产合计占25.57%，非流动资产合计占74.43%，与2015年底相比变化不大。

跟踪期内，资产规模保持稳定，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占比高。整体看，公司资产构成符合行业经营特点。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益48.01亿元，同比增长3.24%。截至2015年底，公司归属于母公司所有者权益中，股本占24.42%、资本公积占30.04%、盈余公积占12.20%、未分配利润占26.58%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占92.96%，少数股东权益占7.04%。

截至2016年3月底，公司所有者权益47.95亿元，较2015年底下降0.13%；所有者权益构成较2015年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较大，所有者权益稳定性强。

负债

截至2015年底，公司负债规模同比下降

11.49%至14.26亿元，主要系长期应付款的下降；其中流动负债占85.65%，非流动负债占14.35%。

截至2015年底，公司流动负债12.21亿元，同比下降4.91%，主要由短期借款（占24.56%）和应付账款（占43.68%）构成。

截至2015年底，公司短期借款3.00亿元，全部为信用借款。

截至2015年底，公司应付账款5.33亿元，同比下降43.10%，主要系公司逐步支付光伏电站工程款所致。截至2015年底，公司应付账款构成主要为工程款4.72亿元和运营维护费0.44亿元。

截至2015年底，公司其他应付款同比下降60.37%至0.69亿元，主要系应付往来款的下降。

截至2015年底，公司非流动负债2.05亿元，同比下降37.36%，主要系跟踪期内公司全部清偿融资租赁本金及利息导致长期应付款下降；构成主要为应付债券（占48.38%）和递延所得税负债（占47.80%）。

截至2015年底，公司应付债券0.99亿元，系当期发行的1亿元“15华北公路MTN001”。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部有息债务6.79亿元，同比增长96.97%，主要来自短期借款增长；其中短期债务占85.41%，长期债务占14.59%。债务指标方面，公司资产负债率及长期债务资本化比率呈下降趋势，2015年底上述两项指标分别为22.90%和2.02%，同比分别减少3.01个百分点和2.83个百分点；全部债务资本化比率有所提升，2015年底为12.39%，同比增加5.49个百分点，公司债务负担轻。

截至2016年3月底，公司负债规模进一步降至12.73亿元；其中流动负债占85.57%，非流动负债占14.43%，负债结构仍以流动负债为主。截至2016年3月底，公司全部有息债务5.63亿元，较2015年底下降17.06%；其中短期债务占比为82.41%，长期债务占比为17.59%。同期，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20.97%、10.51%和2.02%，资产负债率和全部债务资本化比率均较2015年底有所下降。

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，债务结构以短期债务为主，整体债务负担轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，公司流动比率和速动比率均呈增长趋势，分别为128.36%和128.19%；截至2016年3月底，上述两项指标分别为142.44%和142.29%。2015年，公司经营现金流动负债比为25.90%。考虑到公司经营活动现金流入量、货币资金和流动性强的可供出售金融资产具有一定规模，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，截至2015年底，公司EBITDA同比增长6.45%至4.85亿元，EBITDA利息倍数为12.44倍，全部债务/EBITDA为1.40倍。总体看，公司长期偿债能力强。

2015年公司EBITDA对1亿元“15华北公路MTN001”的保障倍数为4.85倍；公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为“15华北公路MTN001”的8.24倍和3.16倍。总体看，公司经营活动现金流量及EBITDA对“15华北公路MTN001”的保障能力强。

截至2016年3月底，公司无对外担保。

截至2016年3月底，公司合并范围内获得银行授信为7.50亿元，尚未使用额度为3.00亿元，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。

5. 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2016年6月23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。

6. 抗风险能力

公司为招商局华建公路投资有限公司下属

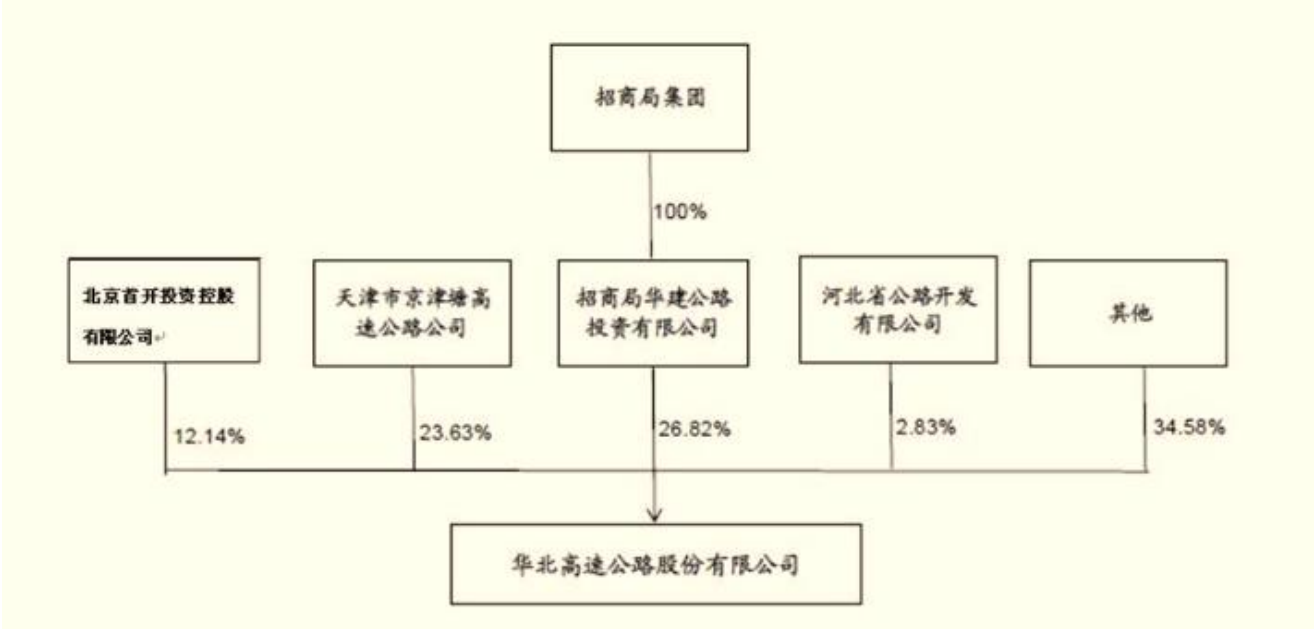
高速公路运营公司，自成立以来已逐步建立起以高速公路运营及光伏发电双轮驱动的经营格局。公司所辖路产运营成熟，在京津冀交通一体化持续推进的背景下，区域竞争优势显著。公司整体盈利能力较强，营业收入稳定增长，整体经营态势良好。

总体看，公司具备很强的抗风险能力。

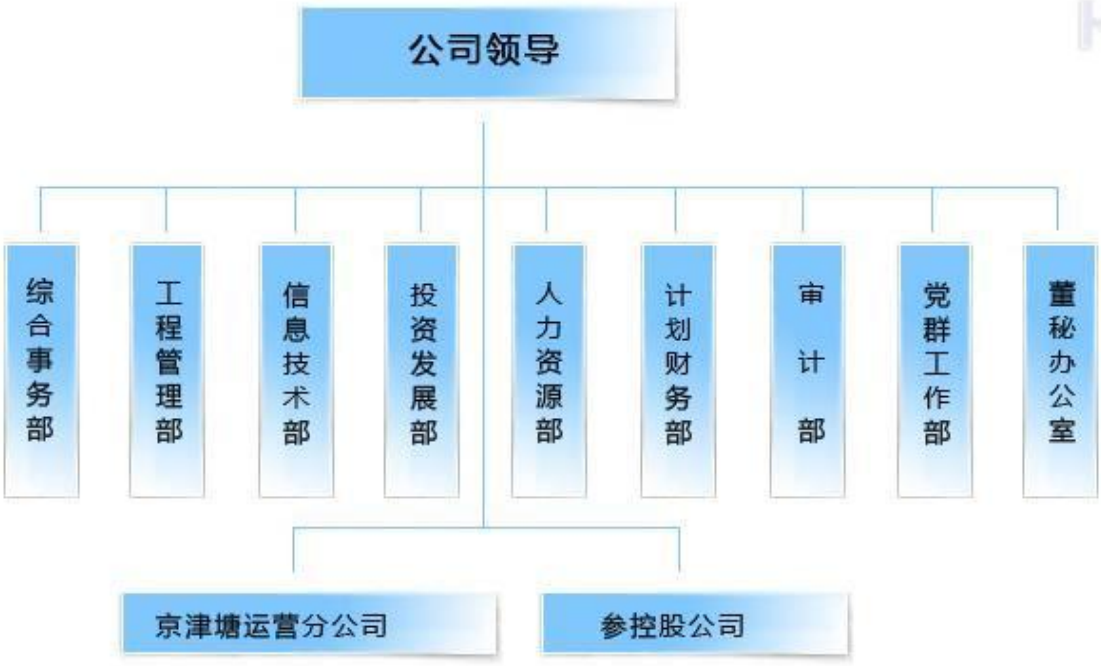
十、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司 AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“15 华北公路 MTN001”AA^+的信用等级。

附件1-1　截至2016年3月底公司股权结构图



附件1-2　截至2016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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.62	3.75	4.35	3.60
资产总额(亿元)	46.62	62.62	62.28	60.68
所有者权益(亿元)	43.89	46.51	48.01	47.95
短期债务(亿元)	0.00	0.98	5.80	4.64
长期债务(亿元)	0.00	2.46	0.99	0.99
全部债务(亿元)	0.00	3.45	6.79	5.63
营业收入(亿元)	6.64	7.09	9.33	2.23
利润总额(亿元)	3.59	3.13	2.13	0.72
EBITDA(亿元)	4.81	4.56	4.85	--
经营性净现金流(亿元)	2.31	4.17	3.16	0.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.57	10.96	4.27	--
存货周转次数(次)	129.74	170.95	239.71	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.13	0.15	--
现金收入比(%)	100.12	100.58	77.27	77.90
营业利润率(%)	51.82	45.14	40.68	46.55
总资本收益率(%)	6.02	4.93	3.49	--
净资产收益率(%)	6.02	5.30	3.17	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	5.03	2.02	2.02
全部债务资本化比率(%)	0.00	6.90	12.39	10.51
资产负债率(%)	5.87	25.73	22.90	20.97
流动比率(%)	926.96	107.02	128.36	142.44
速动比率(%)	926.04	106.85	128.19	142.29
经营现金流动负债比(%)	103.41	32.45	25.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	12.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	0.76	1.40	--

注：1. 公司 2016 年一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. 现金类资产已剔除受限资金。

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
增长指标	
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% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营收入年复合增长率	
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
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×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率	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+一年内到期的非流动负债+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等级设置及其含义同主体长期信用等级。