

跟踪评级公告

联合[2016] 756 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持河南省收费还贷高速公路管理有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“15豫高管CP001”、“16豫高管CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月三日



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>

河南省收费还贷高速公路管理有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA	评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA	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 豫高管 CP001	21 亿元	2015/12/4- 2016/12/4	A-1	A-1
16 豫高管 CP001	20 亿元	2016/3/16- 2017/3/16	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 3 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	65.37	73.00	51.40	57.01
资产总额(亿元)	1550.95	1653.63	1751.30	1770.92
所有者权益(亿元)	509.25	525.53	553.45	555.75
短期债务(亿元)	183.08	117.99	115.15	117.47
全部债务(亿元)	931.74	1033.33	1114.93	1137.44
营业收入(亿元)	84.91	92.89	106.69	21.54
利润总额(亿元)	14.78	12.82	26.70	2.30
EBITDA(亿元)	67.66	73.94	87.82	--
经营性净现金流(亿元)	64.64	73.23	82.69	16.27
营业利润率(%)	78.00	79.95	77.41	82.05
净资产收益率(%)	2.88	2.41	4.79	--
资产负债率(%)	67.17	68.22	68.40	68.62
全部债务资本化比率(%)	64.66	66.29	66.83	67.18
流动比率(%)	44.61	43.78	30.08	34.11
全部债务/EBITDA(倍)	13.77	13.98	12.70	--
经营现金流流动负债比(%)	22.06	34.42	41.75	--

注: 2016 年一季度财务数据未经审计; 长期应付款为有息债务, 已计入长期债务。

分析师

刘琨轩 王兴萍

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

河南省收费还贷高速公路管理有限公司(以下简称“公司”)作为河南省交通基础设施的两大国有投资主体之一,负责河南省内政府收费还贷高速公路的投融资、建设和运营管理,公司行业地位突出,在资产规模和政府支持等方面具备显著优势。跟踪期内,公司下辖多条高速公路建成通车,通行费收入持续增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司债务负担仍较重,财务费用规模大,存在资本支出压力等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来,公司新通车高速公路有望带动车流量的增加,发挥路网规模效应,公司通行费收入及整体利润规模将得以增长。同时,考虑公司在河南省高速公路领域的重要地位,以及各级政府给予政府还贷性高速公路的政策和资金支持,都将对公司中长期发展产生积极影响。

公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对待偿还短期融资券保障能力较好。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,并维持“15 豫高管CP001”、“16 豫高管CP001”的信用等级为A-1。

优势

1. 跟踪期内,河南省作为中国中南部重要的陆路交通枢纽之一,经济持续平稳增长。
2. 公司为河南省政府收费还贷高速公路的唯一投融资、建设和经营管理主体,跟踪期内得到了河南省地方政府在税收、资本金注入、财政补贴等多方面的持续有力支持。
3. 跟踪期内,公司新增通车里程281.2公里,通行费收入持续增长。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流入量及

经营活动现金净流量对待偿还短期融资券保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务持续增长，债务负担仍较重，财务费用对公司整体盈利能力影响较大。
2. 公司计划投资规模较大，存在资本支出压力。
3. 跟踪期内，部分通车道路通车时间较短，车流量和通行费收入仍有待培育。
4. 公司存在一定短期支付压力。

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）与河南省收费还贷高速公路管理有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与河南省收费还贷高速公路管理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，未因河南省收费还贷高速公路管理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河南省收费还贷高速公路管理有限公司提供，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至“15 豫高管 CP001”、“16 豫高管 CP001”到期兑付之日有效；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省收费还贷高速公路管理有限公司主体长期信用及“15 豫高管 CP001”、“16 豫高管 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

河南省收费还贷高速公路管理有限公司（以下简称“公司”）成立于2012年2月，为经河南省人民政府豫政文【2011】228号文件批复，由河南省人民政府作为出资人并由河南省交通运输厅作为出资代表设立的国有独资公司。公司由河南省收费还贷高速公路管理中心改组设立，为了整合收费还贷高速公路资源并发挥收费还贷高速公路的融资功能，河南省收费还贷高速公路管理中心于2010年8月由河南省交通运输厅组建，系经河南省人民政府批准成立的国有事业单位。截至2016年3月底，公司注册资本为人民币185亿元，公司股东及实际控制人为河南省人民政府。

公司经营范围：高等级公路、大型和特大型独立桥梁等交通基础设施项目投资、经营管理和维护；高科技项目投资、开发；机械设备租赁与维修；加油站设施、设备租赁，实物租赁；高速公路自有产权广告牌租赁等；技术服务、咨询服务；服务区经营管理；车辆清洗服务；货物配送服务；房屋租赁。

公司是河南省高速公路和特大桥梁的投资建设、经营管理和维护企业之一，负责河南省内所有政府还贷性高速公路的投资运营。截至2016年3月底，公司运营高速公路通车总里程2745.8公里，占河南省内高速公路通车里程的43.5%。

截至2016年3月底，公司本部设综合部、财务部、工程管理部、资产经营部、通行费管理部、养护管理部和监察审计部等7个职能部门。公司纳入合并范围子公司9家，均为全资

子公司。

截至2015年底，公司资产总计1751.30亿元，所有者权益合计553.45亿元；2015年公司实现营业收入106.69亿元，利润总额26.70亿元。

截至2016年3月底，公司资产总计1770.92亿元，所有者权益合计555.75亿元；2016年1~3月，公司实现营业收入21.54亿元，利润总额2.30亿元。

公司注册地址：河南省郑州市郑东新区农业东路100号；法定代表人：柴中畅。

三、宏观经济和政策环境

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，中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（PIRM）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，中国就业形势总体稳定。

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；中国消费与人均收入情况大致相同，中国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。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 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、行业与区域环境分析

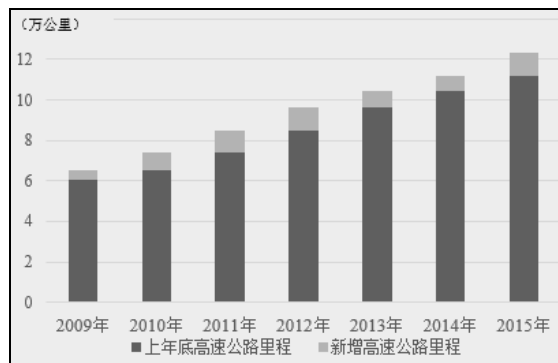
1. 高速公路发展概况

高速公路建设

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

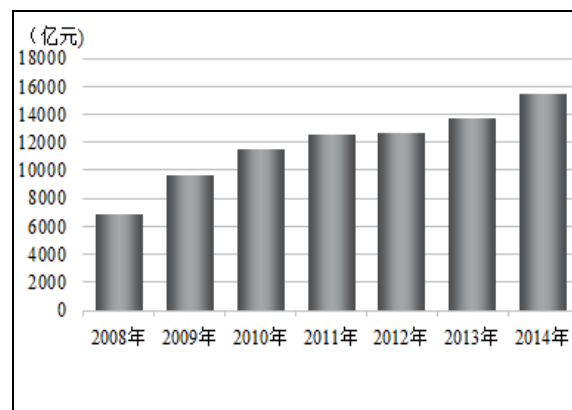
相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50~250公里之间；1993~1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450~1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2015年底的12.32万公里，年均复合增幅约为20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。截至2015年底，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。

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。

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。

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。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。

4. 河南省经济发展与高速公路情况

公司及下属主要企业位于河南省，河南省位于中国中东部、黄河中下游，东接安徽、山东，北接河北、山西，西连陕西，南临湖北，是中国承东启西、连贯南北的重要交通枢纽，具有独特的区位优势。

根据《2015年河南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，2015年河南省全省生产总值37010.25亿元，比上年增长8.3%。其中，第一产业增加值4209.56亿元，增长4.4%；第二产业增加值18189.36亿元，增长8.0%；第三产业增加值14611.33亿元，增长10.5%。三次产业结

构为11.4:49.1:39.5。2015年,河南省地方财政总收入4426.96亿元,比上年增长8.1%。地方一般公共预算收入3009.65亿元,增长9.9%,其中,税收收入2100.95亿元,增长7.7%,税收收入占地方一般公共预算收入的69.8%。区域经济的发展,为河南省高速公路行业提供了有利的发展环境。2015年河南省完成公路货运量19.16亿吨、客运量13.18亿人,同比分别增长6.6%和2.7%,公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的90.42%和90.21%;2015年河南省完成公路货物周转量5208.16亿吨公里,公路旅客周转量898.08亿人公里,同比增速分别为8.0%和6.3%,分别占全省各运输方式货、客周转总量的68.69%和46.25%。在不同运输方式中,公路运输继续保持绝对优势。

“十二五”期间,河南省公路水路基础设施建设共完成投资2296亿元。截至2015年年底,全省公路通车里程达26.7万公里。其中,高速公路通车里程6305公里,居全国第3位,新增通车里程1289公里,实现所有县城20分钟上高速。国省普通干线公路通车里程达3.1万公里,居全国第4位,实现“县县通国道、乡乡有干线”。

根据河南省交通运输“十三五”规划,“十三五”期间,河南省计划高速公路投资1000亿元,新增高速公路里程1000公里,总里程达到7300公里。

总体来看,跟踪期内,河南省经济稳定发展,交通区位优势明显,客货运输持续增长,公路运输需求将随着社会经济的进一步发展继续保持增长趋势,省内高速公路建设发展空间较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年3月底,公司出资人为河南省人民政府,河南省交通运输厅作为出资代表,拥有公司100%股权,公司实际控制人为河南省人民政府。

2. 企业规模

公司是经河南省人民政府批准成立的国有独资公司,是河南省交通基础设施的两大国有投资主体之一,负责河南省内收费还贷高速公路投资运营。

河南省内交通基础设施两大国有投资主体分别为公司和河南交通投资集团有限公司。高速公路业务上,公司负责河南省内收费还贷性高速公路的投资建设和运营管理;河南交通投资集团有限公司负责主要经营性高速公路的投资建设和运营管理。河南省政府收费还贷性高速公路通车里程占河南省内高速公路通车总里程43.5%,公司行业地位突出。

截至2016年3月底,公司纳入合并范围内高速公路36条,通车里程2745.8公里,其中委托河南高速公路发展有限责任公司(以下简称“河南高发公司”)代管高速公路9条。公司下辖的高速公路中包括京港澳高速、沪陕高速、连霍高速和二广高速等国家高速公路网组成路段,在国家交通主干线网中居于重要地位。截至2016年3月底,公司纳入合并范围内子公司9家,均为全资子公司,另外公司设7家分公司(含筹建中的航空港分公司)负责建成高速公路的运营。

总体看,公司具有较强的规模实力,在区域内行业地位突出,竞争实力强。

3. 人员素质

跟踪期内,公司高层管理人员无重大变动。

截至2016年3月底,公司本部在职员工64人。从学历来看,硕士及以上15人、本科学历44人;从职称来看,副高以上职称16人,中级职称11人;公司下属分、子公司现有人员8607人,其中管理人员1316人,一线收费、路政、监控等工作人員7291人;管理人员中硕士以上学历74人,本科学历687人;河南高发公司代建和代管人员7090人。总体看,公司员工整体素质较高,能满足公司发展需要。

4. 政府支持

跟踪期内，公司持续在税收政策和资金补助方面获得政府的大力支持。

政策税收方面，根据国务院《收费公路管理条例》，公司车辆通行费收入直接上缴财政专户，实行收支两条线管理。河南省财政厅扣除3%的水利基金后返还公司，公司以实际收到财政返还的通行费收入确认为公司的收入。截至2016年3月底，公司拥有2745.8公里的路桥通行费收费权。根据河南省人民政府《关于成立河南省收费还贷高速公路管理有限公司的批复》（豫政文【2011】228号），公司的车辆通行费用使用行政事业性专用票据，收入纳入财政预算管理，不缴纳税金，资产不计提折旧。

资金支持方面，河南省财政厅每年给予公司一定的财政贴息拨款，2013~2015年公司分别收到财政贴息拨款资金0.16亿元、0.17亿元和0.11亿元，计入“营业外收入”。2013~2015年，公司收到地方财政建设项目支持款584.75万元、1.67亿元和1.40亿元，2013年当期计入“营业外收入”，2014年起计入“资本公积”，同时将以前年度计入利润部分追溯调整至“资本公积”。公司负责投资、建设的政府还贷高速公路全部为国家和省重点工程项目，按照国家政策，财政部和交通运输部对符合条件的政府还贷性高速公路建设项目给予资本金拨款补助。2013~2014年，公司分别收到中央车购税补助资金0.50亿元和1.97亿元；2015年末收到车购税补助资金。截至2016年3月底，公司累计收到中央车购税补助资金46.00亿元，计入“资本公积”科目。

六、管理分析

跟踪期内公司法人治理结构及管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2015年，公司实现营业收入106.69亿元，同比增长14.86%；其中，高速公路车辆通行费收入为公司收入的主要来源，占营业收入的97.04%，2015年，公司通行费收入103.53亿元，同比增长15.22%，主要系公司通车里程的增加和路网效应的显现所致。2015年公司实现其他业务收入3.16亿元，同比增长4.10%。

从毛利率来看，2015年，公司通行费业务毛利率有所下降，为79.20%，主要系为迎接“十二五”全国干线公路养护管理检查，公司加大了所属高速公路养护支出所致；2015年，公司其他业务毛利率为23.12%，较2014年有所上升，主要系前期通车高速车流量的增多，服务区收入增长快于成本所致；综合来看，受车辆通行费业务毛利率下降影响，公司综合毛利率2015年有所下降，为77.54%。

2016年1~3月，公司实现营业收入21.54亿元，同比增长4.86%，其中通行费收入20.95亿元；2016年1~3月，公司综合毛利率82.14%，较2015年同期下降1.74个百分点，其中其他业务毛利率为-1.40%，主要系2015年新通车高速公路服务区经营效益较差所致。

总体来看，跟踪期内，公司主营业务收入以高速公路通行费收入为主，通行费收入持续增长，主营业务突出。

表1 2013~2016年3月公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

行业名称	2013年			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	收入	占比	毛利率
车辆通行费	82.07	96.66	80.72	89.86	96.73	82.12	103.53	97.04	79.20	20.95	97.28	84.48
其他	2.84	3.34	1.57	3.04	3.27	19.74	3.16	2.96	23.12	0.59	2.72	-1.40
合计	84.91	100.00	78.07	92.89	100.00	80.08	106.69	100.00	77.54	21.54	100.00	82.14

资料来源：公司提供

注：公司主营业务中其他业务收入主要来自商品销售收入、管理服务收入等。

2. 高速公路投资和经营

已建成高速公路情况

截至 2016 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路里程为 2745.8 公里，共 36 段，占河南省省内高速公路通车里程的 43.5%，全部为政府收费还贷性高速公路。公司管辖的高速公路中 13 段为国家高速公路网境内路段，其中包括国家高速公路网北京放射线京港澳高速公路（北京-港澳）G4 的组成路段、国家高速公路网南北纵线大广高速（大庆-广州）G45、济广高速公路（济南-广州）G35、二广高速（二连浩特-广州）G55 的组成路段及二广高速的联络线晋新高速公路（晋城-新乡）G55₁₂ 的组成路段、国家高速公路网东西横线连霍高速公路（连云港-霍尔果斯）G30、宁洛高速公路（南京-洛阳）G36 及沪陕高速公路（上海-西安）G40 的组成路段。另外，公司所辖地方高速公路多为国高网连接线或河南省重要通道。

公司所辖高速公路京港澳高速新乡至郑州段等 17 段高速公路为河南省收费还贷高速公路管理中心成立时划入；2011 年，河南省交通运输厅为缓解河南高发公司的债务负担和经营压力，将永登高速许昌至扶沟段等 7 段高速公路由经营性质变更为政府还贷性质，无偿划入公司，上述路段周边地区经济相对欠发达，存在

“断头路”等问题，路网效应有待显现，盈利能力较弱。2012 年，公司新通车高速公路 6 段，包括洛栾高速洛阳至嵩县段和嵩县至栾川段、郑卢高速洛阳至洛宁段、洛宁至卢氏段和洛宁卢氏段（三门峡）、三淅高速灵宝至卢氏段。跟踪期内，公司新通车高速公路 6 段，包括郑州机场至周口西华高速公路（一期）、德商高速范县段、南林高速南乐至豫鲁省界段、三淅高速卢氏至西坪（三门峡段）、三淅高速卢氏至西坪段（南阳段）及三淅高速西坪至寺湾段，新增高速公路通车里程 281.2 公里。

公司下属负责路桥收费运营主体为 7 个分公司，分别为新郑管理分公司、濮鹤管理分公司、少新管理分公司、宛坪管理分公司、洛阳管理分公司、三门峡管理分公司和筹建中的航空港分公司；另外，公司有 1192.6 公里高速公路由河南高发公司代管。

河南高发公司代管高速公路所需养护支出等经营管理费用按公司要求单独核算、由公司拨付，财务行为上作为公司所属的独立核算单位，与各分公司管理模式类似。

总体看，公司旗下的路段资产优良，多为国家和河南省重要陆路交通线路，但部分路段周边路网有待完善。

表 2 截至 2016 年 3 月底公司主要经营管理的高速公路

序号	路段名称	里程(公里)	所属公司	通车时间	高速公路性质
河南省收费还贷高速公路管理中心成立时划入					
1	京港澳高速新乡至郑州段	107.6	新郑管理分公司	2004.01	国高网
2	郑州西南绕城高速	52.0	新郑管理分公司	2005.08	地方高速
3	濮鹤高速	58.4	濮鹤管理分公司	2004.11	地方高速
4	大广高速濮阳段	59.4	濮鹤管理分公司	2006.11	国高网
5	大广高速南乐至豫冀界段	14.2	濮鹤管理分公司	2010.12	国高网
6	大广高速安阳至新乡段	80.3	濮鹤管理分公司	2006.01	国高网
7	安南高速安阳至南乐段	64.7	濮鹤管理分公司	2008.12	地方高速
8	郑卢高速少林寺至洛阳段	58.8	少新管理分公司	2005.08	地方高速
9	宁洛高速洛阳西南绕城段	36.0	少新管理分公司	2005.09	国高网
10	二广高速济源至洛阳段	46.1	少新管理分公司	2005.09	国高网

11	长济高速济源至焦作	55.8	少新管理分公司	2005.09	地方高速
12	长济高速焦作至修武段	29.1	少新管理分公司	2007.09	国高网
13	长济高速获嘉至新乡段	50.4	少新管理分公司	2007.09	国高网
14	长济高速济源至邵原	59.7	少新管理分公司	2008.12	地方高速
15	沪陕高速南阳至豫陕界	151.2	宛坪管理分公司	2007.01	国高网
16	连霍高速河南段	610.2	河南高发公司代管	1994.-2001	国高网
17	沪陕高速叶集至信阳段	185.4	河南高发公司代管	2005.12	国高网

2011 年 12 月变更性质划入

18	永登高速许昌至扶沟段	27.8	河南高发公司代管	2007.01	地方高速
19	二广高速大安至寄料段	27.2	河南高发公司代管	2008.11	国高网
20	新阳高速新蔡至驻马店	82.3	河南高发公司代管	2007.12	地方高速
21	焦桐高速泌阳至铜柏段	36.4	河南高发公司代管	2007.11	地方高速
22	新阳高速驻马店至泌阳	81.3	河南高发公司代管	2007.09	地方高速
23	焦桐高速泌阳段	43.9	河南高发公司代管	2010.01	地方高速
24	二广高速分水岭至南阳段	98.1	河南高发公司代管	2008.12	国高网

2012 年底新建成通车

25	洛栾高速洛阳至嵩县段	62.7	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
26	洛栾高速嵩县至栾川段	67.3	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
27	郑卢高速洛阳至洛宁段	68.9	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
28	郑卢高速洛宁至卢氏	55.0	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
29	三淅高速灵宝至卢氏	80.9	三门峡管理分公司	2012.12	地方高速
30	郑卢高速洛宁至卢氏段（三门峡）	13.5	三门峡管理分公司	2012.12	地方高速

2015 年新通车

31	郑州机场至周口西华高速公路（一期）	106.3	航空港分公司（筹）	2015.12	地方高速
32	德商高速范县段	19.6	濮鹤管理分公司	2015.11	国高网
33	南林高速南乐至豫鲁省界段	33.5	濮鹤管理分公司	2015.11	地方高速
34	三淅高速卢氏至西坪（三门峡段）	51.2	三门峡分公司	2015.12	地方高速
35	三淅高速卢氏至西坪段（南阳段）	33.0	宛坪分公司	2015.12	地方高速
36	三淅高速西坪至寺湾段	37.5	宛坪分公司	2015.12	地方高速
合计		2745.8	--	--	--

资料来源：公司提供

注：公司所辖的连霍高速公路河南段中的郑州至开封段于 1994 年底通车、郑州至洛阳段于 1995 年底通车。连霍高速郑州至开封段 2014 年底达到《收费管理条例》最长 20 年收费年限。根据交通部 2015 年 7 月公布的《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》，政府收费公路的偿债期限，应当按照用收费偿还债务的原则确定。公司对连霍高速公路郑州至开封段、郑州至洛阳段进行过改扩建，需待新的《收费公路管理条例》出台后，重新核定收费年限，目前尚未获得政府正式批复。根据河南省发改委、财政厅和交通运输厅 2015 年 4 月《关于我省高速公路车辆通行费车型分类收费标准与部颁标准对接归类及有关事项的通知》，连霍高速郑州至开封段、郑州至洛阳段收费继续。

高速公路经营情况

2015 年，公司实际通行费收入 102.10 亿元，较表 3 为公司近年高速公路通行费收入情况。2014 年增长 1.04%，实际通行费收入和确认的

通行费收入有所差异一是由于财政扣除 3%水利基金及二级公路利息，二是由于通行费从分拆到上缴财政再返还公司存在时间滞后。

公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段包括（以 2015 年实际通行费收入为基础）：连霍高速河南段（占 43.68%）、京珠高速新郑段（占 16.14%）、大广高速濮阳段和安新段（合计占 6.61%）、沪陕高速叶集至信阳段和南阳至豫陕界段（合计占 7.55%）。上述四条高速公路均为国家高速公路网的组成路段，路网地位优越，收费能力强。2015 年，京港澳高速新

乡至郑州段通行费收入增长较快，同时大广高速和二广高速的部分路段通行费收入有所下降，主要系京港澳高速河北段贯通，部分车流量由大广、二广高速回流至京港澳高速所致。郑州西南绕城高速 2015 年通行费收入同比增长 21.91%，主要受经济发展和郑州市汽车保有量增多的影响。2015 年沪陕高速通行费收入有所下降，主要受经济下行、山西省运煤量的减少影响。

公司 2015 年新通车高速公路通车时间较短，车流量和通行费收入均有待培育。

表 3 公司主要高速公路通行费收入（单位：万元、%）

管理单位	路段名称	2013 年	2014 年	2015 年	复合增长率	2016 年 1~3 月
新郑管理分公司	京港澳高速新乡至郑州段	122629.49	141148.77	164900.11	15.96	40137.47
	郑州西南绕城高速	23996.17	31199.62	38036.50	25.90	9615.08
濮鹤管理分公司	濮鹤高速	13229.78	15368.61	13919.60	2.57	3665.18
	大广高速濮阳段	38500.19	42644.79	32250.57	-8.48	8185.17
	大广高速安阳至新乡段	33696.73	40745.77	35034.05	1.97	9192.06
	南林高速安阳至南乐段	11396.65	14587.27	11171.01	-0.99	2987.6
	德商高速范县段	--	--	61.17	--	170.69
	南林高速南乐至豫鲁省界段	--	--	42.81	--	543.03
少新管理分公司	郑卢高速少林寺至洛阳段	12508.74	14186.5	13647.93	4.45	2822.31
	宁洛高速洛阳西南绕城段	14953.63	15128.73	14511.93	-1.49	3404.62
	二广高速济源至洛阳段	23040.79	22398.42	20019.06	-6.79	4308.63
	长济高速济源至邵原	15133.67	15132.01	15067.37	-0.22	3420.44
	长济高速济源至焦作	16830.51	15593.77	14918.83	-5.85	3732.39
	长济高速焦作至修武段	8627.82	8500.38	7695.26	-5.56	1906.92
	长济高速获嘉至新乡段	16113.44	16898.96	15973.82	-0.43	4346.79
宛坪管理分公司	沪陕高速南阳至豫陕界	40013.57	40517.87	37410.56	-3.31	9074.56
	三淅高速卢氏至西坪段（南阳段）	--	--	11.90	--	203.49
	三淅高速西坪至寺湾段	--	--	3.43	--	137.67
洛阳管理分公司	洛栾高速洛阳至嵩县段	2880.99	4038.51	5255.13	35.06	1169.95
	洛栾高速嵩县至栾川段	2744.57	3561	4177.55	23.37	781.78
	郑卢高速洛阳至洛宁段	3753.88	4468.17	5170.66	17.36	1367.76
	郑卢高速洛宁至卢氏	822.26	1087.41	1362.29	28.72	364.02
三门峡管理分公	三淅高速灵宝至卢氏	3344.61	1838.82	1969.15	-23.27	727.3

司	郑卢高速洛宁至卢氏段（三门峡）	95.2	156.45	163.24	30.95	47.72
	三淅高速卢氏至西坪（三门峡段）	--	--	27.58	--	482.07
航空港分公司	郑州机场至周口西华高速公路（一期）	--	--	485.19	--	6133.75
河南高发公司代管	连霍高速河南段	423285.77	451330.11	450952.90	3.22	109023.33
	沪陕高速叶集至信阳段	30907.71	39126.3	38727.24	11.94	11746.07
	新阳高速驻马店至泌阳	8024.98	10522.72	11752.20	21.01	2748.1
	焦桐高速泌阳至铜柏段	7287.49	9313.78	9422.43	13.71	1801.88
	焦桐高速泌阳段	8489.39	10687.14	10510.25	11.27	2200.49
	新阳高速新蔡至驻马店	14251.12	16462.04	21593.12	23.09	4514.33
	永登高速许昌至扶沟段	5079.54	5647.14	5365.17	2.77	1269.49
	二广高速大安至寄料段	3348.8	3713.86	3757.24	5.92	800.98
	二广高速分水岭至南阳段	13667.32	14537.72	15628.61	6.93	3750.06
合计		918654.8	1010542.63	1020995.86	5.42	256783.2

资料来源：公司提供

收费结算模式及收费标准

跟踪期内，河南省收费结算模式及收费标准无重大变化。

高速公路养护

公司按照河南省交通厅下发的《河南省高速公路养护管理办法》等相关制度，制定了《河南省收费还贷高速公路管理有限公司养护管理办法》等管理细则，根据路况采用科学的技术手段制定养护工程计划和方案，严格按照标准进行施工和监督，按照经批准后预算控制资金使用。2014~2015 年，公司高速公路养护支出分别为 9.08 亿元和 11.46 亿元，增长主要受全国

干线公路养护管理检查影响。

公司建立“保养包干和维修单价计量结合”的养护模式，注重小修保养、专项维护，未来 3~5 年暂无大修工程计划。

在建高速公路情况

截至 2016 年 3 月底，公司在建的高速公路项目 2 个，总建设里程 50.05 公里，总投资合计 56.92 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计投资 14.16 亿元，计划于 2017~2018 年通车。

资金筹措方面，公司通过通行费收入、银行信贷融资、直接融资等渠道筹集。

表 4 公司目前在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

序号	项目名称	开工时间	通车时间	建设里程	总投资	截至 2016 年 3 月底累计投资
1	郑州机场至周口高速公路二期（郑州航空港经济综合实验区东环高速）	2015 年	2017 年	45.05	48.93	13.35
2	三淅高速豫晋省界至灵宝段	2015 年	2018 年	5.00	7.99	0.81
合计				50.05	56.92	14.16

资料来源：公司提供

拟建项目

公司拟建项目 5 个，总概算 263.19 亿元，总建设里程 194.81 公里。

表 5 截至 2016 年 3 月底公司拟建项目情况
(单位: 公里、亿元)

序号	项目名称	建设里程	总投资	工期 (年)
1	郑西高速尧山至栾川段	80.30	103.72	2016-2020
2	郑西高速栾川至双龙段	49.41	65.84	
3	济洛高速济源至洛阳西	42.20	51.53	2016-2020
4	三门峡黄河公铁两用桥公路南引线工程	3.50	14.5	2016-2019
5	济阳高速济源至阳城高速豫境段	19.40	27.60	
合计		194.81	263.19	--

资料来源: 公司提供

总体看，公司在建及拟建项目未来投资规模较大，未来资本支出压力较大。

3. 其他业务

公司的其他业务收入主要来自下属子公司河南和鼎高速公路管理有限公司、河南高发公司服务区管理分公司对公司所辖高速公路附属设施、服务区的经营管理收入。2015 年，公司实现其他业务收入 3.16 亿元，同比增长 4.10%。2015 年，公司其他业务毛利率为 23.12%，较 2014 年有所上升，主要系前期通车高速车流量的增多，服务区收入增长快于成本所致；2016 年 1~3 月，公司其他业务毛利率为-1.40%，主要系 2015 年新通车高速公路服务经营效益较差所致。

八、募集资金使用情况

公司于 2015 年 12 月发行 21 亿元“15 豫高管 CP001”，用于偿还公司借款和补充营运资

金；截至 2016 年 4 月 27 日，“15 豫高管 CP001”募集资金 21 亿元中 15 亿元已用于偿还公司借款，6 亿元已用于补充营运资金。

公司于 2016 年 3 月发行 20 亿元“16 豫高管 CP001”，用于偿还公司借款和补充营运资金；截至 2016 年 4 月 27 日，“16 豫高管 CP001”募集资金 20 亿元中 14.75 亿元已用于偿还公司借款，1.58 亿元已用于补充营运资金。

九、财务分析

公司提供的 2013~2014 年度财务报表已经众华会计师事务所（特殊普通合伙）河南分所审计，2015 年度财务报表已经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准的无保留意见审计报告。2016 年一季度财务报表未经审计。

2015 年，公司合并范围未发生变化。2016 年 1~3 月，公司通过设立纳入合并范围全资子公司 3 家，分别为河南省三门峡黄河大桥高速公路建设有限公司、河南省豫晋高速公路建设有限公司和河南省尧栾西高速公路建设有限公司，新设立子公司对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司资产总计 1751.30 亿元，所有者权益合计 553.45 亿元；2015 年公司实现营业收入 106.69 亿元，利润总额 26.70 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总计 1770.92 亿元，所有者权益合计 555.75 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 21.54 亿元，利润总额 2.30 亿元。

1. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 106.69 亿元，同比增长 14.86%，增长主要来自通行费收入。营业成本 2015 年同比增长 29.54%，增速快于营业收入主要系养护支出增加较多所致。2015 年，公司营业利润率为 77.41%，较 2014 年下降 2.54 个百分点。

2015 年, 公司期间费用 56.07 亿元, 较 2014 年下降 9.28%, 主要来自财务费用的下降。公司期间费用主要以财务费用为主, 2015 年公司财务费用为 55.26 亿元, 较 2014 年有所下降主要系公司融资成本有所下降所致。2015 年公司期间费用占营业收入的 52.55%, 较 2014 年下降 13.98 个百分点, 公司期间费用对利润侵蚀仍较大, 但呈下降趋势。

2015 年, 公司营业外收入 0.15 亿元, 主要为政府补助收入。2015 年, 公司利润总额 26.70 亿元, 同比增长 108.26%。

从主要盈利指标看, 受期间费用对利润侵蚀减少影响, 2014~2015 年, 公司总资本收益率分别为 4.73%和 5.25%, 净资产收益率分别为 2.41%和 4.79%。总体看, 公司整体盈利能力增强。

2016 年 1~3 月, 公司合并口径实现营业收入 21.54 亿元, 同比增长 4.86%; 利润总额 2.30 亿元, 同比下降 30.87%, 主要系财务费用和营业成本增长较快所致; 2016 年一季度公司营业利润率为 82.05%, 较 2015 年同期下降 2.00 个百分点。

总体看, 跟踪期内, 公司通行费业务盈利能力稳定, 财务费用对营业利润侵蚀有所下降但仍较大。

2. 现金流及保障

2015 年公司经营活动现金流入量 108.18 亿元, 同比增长 14.46%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 105.68 亿元, 较上年增长 13.64%; 2015 年现金收入比 99.05%, 收现质量较 2014 年有所下降。2015 年, 公司经营活动产生的现金流出 25.49 亿元, 同比增长 19.78%, 其中购买商品、接受劳务支付的现金 13.00 亿元, 同比增长 38.01%。受行业特性影响, 公司经营活动具有较强的获现能力, 2015 年经营活动产生的现金流净额为 82.69 亿元。2016 年 1~3 月, 公司经营活动现金流入合计为 21.92 亿元, 同比增

长 4.64%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金为 21.48 亿元, 现金收入比为 99.73%; 经营活动现金流出 5.66 亿元, 主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金, 相应的经营活动现金流量净额为 16.27 亿元, 同比增长 0.01%。

投资活动方面, 2015 年, 公司投资活动现金流入较小, 投资活动现金流出 86.59 亿元, 同比下降 7.46%, 其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 76.24 亿元, 同比下降 14.62%, 投资活动现金流净额为-85.04 亿元。2016 年 1~3 月, 公司投资活动流出的现金 20.80 亿元, 同比下降 33.80%, 主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金; 公司投资活动净流出 20.50 亿元。

筹资活动方面, 公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金和收到政府补助资金, 2014~2015 年分别为 361.28 亿元和 238.03 亿元, 其中取得借款收到的现金分别为 359.30 亿元和 236.63 亿元; 筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金和偿付利息支付的现金, 2014~2015 年分别为 340.92 亿元和 257.28 亿元。2014~2015 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 20.35 亿元和-19.25 亿元。2016 年 1~3 月, 筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金 43.37 亿元, 筹资活动现金流出主要为偿还债务和支付利息, 筹资活动现金流量净额为 9.85 亿元。

跟踪期内, 公司收现质量有所下滑, 随着前期大规模的项目建设逐步完成, 公司在建高速公路项目规模有所下降, 公司新增融资规模有所减少; 公司在建和拟建高速公路项目待投资规模仍较大, 公司仍面临较大资本支出压力。

3. 资本及债务结构

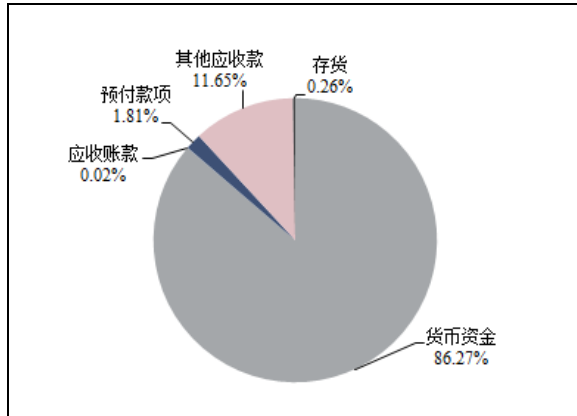
资产

截至 2015 年底, 公司资产合计 1751.30 亿元, 同比增长 5.91%, 其中, 非流动资产占

96.60%，流动资产占 3.40%。公司资产构成以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 59.58 亿元，同比下降 36.03%，主要来自货币资金和预付款项的减少。流动资产构成以货币资金和其他应收款为主。

图 3 截至 2015 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 51.40 亿元，同比下降 29.59%。货币资金构成以银行存款为主，占 99.96%。截至 2015 年底，公司无受限货币资金。

公司预付款项主要是预付工程款。截至 2015 年底，公司预付款项 1.08 亿元，同比下降 92.02%，主要系公司在建工程竣工项目较多，相应预付款减少所致。从账龄看，以 1 年以内为主，占 89.80%，1~2 年占 0.26%，2~3 年占 0.01%，3 年以上的占 9.94%。

公司其他应收款主要是融资租赁保证金、代垫工程款和往来款等。截至 2015 年底，公司其他应收款为 6.94 亿元，同比增长 7.39%。从账龄看，1 年以内占 32.26%，1~2 年占 9.02%，2~3 年占 14.63%，3 年以上占 44.09%，共计提坏账准备 0.97 亿元，公司账龄较长款项主要为融资租赁保证金，回收风险较低。

表 6 截至 2015 年底公司其他应收款前 5 名

欠款单位	账面余额 (亿元)	款项性质
国银金融租赁有限公司	2.50	融资租赁 保证金
建信金融租赁有限公司	0.82	融资租赁 保证金
建信金融租赁有限公司	0.56	融资租赁 保证金
濮阳市人民政府濮鹤高速连接线加宽工程款	0.34	应收代垫 工程款
国银金融租赁有限公司	0.28	融资租赁 保证金
合计	4.49	--

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司非流动资产合计为 1691.71 亿元，同比增长 8.41%，主要来源于固定资产和无形资产的增加。非流动资产结构以固定资产和无形资产为主，分别占非流动资产的 78.05%和 21.20%。

截至 2015 年底，公司固定资产 1320.40 亿元，同比增长 34.14%，主要系公路在建工程竣工决算转入或暂估转入固定资产所致。截至 2015 年底，公司固定资产主要由公路及构筑物（占 89.72%）和房屋及建筑物（占 3.37%）构成。

表 7 2015 年公司主要在建工程转入固定资产暂估情况

项目	金额（万元）
郑卢高速洛阳至洛宁段	307783.41
郑卢高速洛宁至卢氏段	451468.78
洛栾高速洛阳至嵩县段	363426.86
洛栾高速嵩县至栾川段	553070.26
三淅高速灵宝至卢氏段	589266.36
高速服务区改扩建	77673.73
连霍高速商兰段改扩建	291344.43
连霍高速兰刘段改扩建	220495.59
连霍高速郑州段改扩建	169785.89
连霍高速郑洛段改扩建	465230.28
连霍高速洛三段改扩建	966175.58

三浙高速卢氏至西坪段	833315.91
三浙高速西坪至寺湾段	337067.77
德商高速范县段	97703.23
南林高速南乐段	111677.35
机西高速郑州机场至周口高速公路一期	440317.34
郑开大道与京港澳高速立交	29390.90
合计	6305193.67

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司在建工程 12.63 亿元，较 2014 年底下降 95.20%，主要系连霍高速商兰段改扩建工程等高速公路转入固定资产所致。

截至 2015 年底，公司无形资产 358.64 亿元，同比增长 14.61%，增加的无形资产主要为转入固定资产公路所在土地使用权。目前公司尚未全部取得变更性质后土地使用权证，相关权证正在办理过程中，开发利用受到限制。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 1770.92 亿元，较 2015 年底增长 1.12%，主要来源于货币资金、固定资产和在建工程的增长。其中，流动资产占 3.76%，非流动资产占 96.24%，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2016 年 3 月底，公司货币资金 57.01 亿元，较 2015 年底增长 10.92%；2016 年 3 月底，公司预付款项较 2015 年底增长 85.61%，主要为预付工程款；同期固定资产增加 9.88 亿元，主要系在建工程中高速路产转入所致；2016 年 3 月底，公司在建工程较 2015 年底增加 2.74 亿元，主要系公司对在建项目的投入。

截至 2016 年 3 月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资 464.75 亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为 825.38 亿元，占公司资产总额的 46.61%，公司所有权受限的质押资产规模较大。高速公路收费权质押的限制给公司未来融资和资产运作带来一定的风险。

跟踪期内，公司资产规模持续增长；资产构成以固定资产和无形资产为主；公司整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 553.45 亿元，其中实收资本占比 33.43%、资本公积占比 47.07%、盈余公积占比 2.04%、未分配利润占 17.46%。截至 2015 年底，公司资本公积 260.50 亿元，同比增长 0.54%，主要系收到地方政府支持资金。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 555.75 亿元，较 2015 年底增长 0.41%，增长主要来源于未分配利润。所有者权益构成与期初相比变化不大。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好。

负债方面，截至 2015 年底，公司负债 1197.84 亿元，同比增长 6.18%，增长主要来源于长期借款和应付债券。公司负债结构以非流动负债为主，占 83.47%，流动负债占 16.53%，负债结构与项目资金周转期限匹配。

截至 2015 年底，公司流动负债 198.05 亿元，同比下降 6.91%，主要系短期借款和其他应付款下降所致；公司流动负债以短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他应付款为主，占比分别为 8.11%、29.37%、50.03%和 7.90%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 16.06 亿元，同比下降 63.01%，其中质押借款 7.20 亿元，信用借款 8.86 亿元。

截至 2015 年底，公司应付账款为 58.18 亿元，同比增长 88.72%，主要为未结算工程款和质保金。

公司其他应付款主要为在建的工程项目收取施工单位的履约保证金、投标保证金、已通车项目的预留费用等。截至 2015 年底，公司其他应付款 15.65 亿元，同比下降 71.46%，主要系公司偿还市财政借款所致。

截至 2015 年底，公司一年内到期非流动负债 99.09 亿元，主要为一年内到期长期借款、应付债券和长期应付款。

截至 2015 年底,公司非流动负债 999.79 亿元,同比增长 9.23%,构成以长期借款和应付债券为主,分别占非流动负债的 72.98%和 21.50%。

截至 2015 年底,公司长期借款 729.68 亿元,同比增长 6.71%,其中质押借款占 52.17%,信用借款占 47.83%。

截至 2015 年底,公司应付债券 215.00 亿元,较 2014 年增长 33.54%,系公司发行的 10 期私募债 145.00 亿元和 2 期中期票据 70.00 亿元。

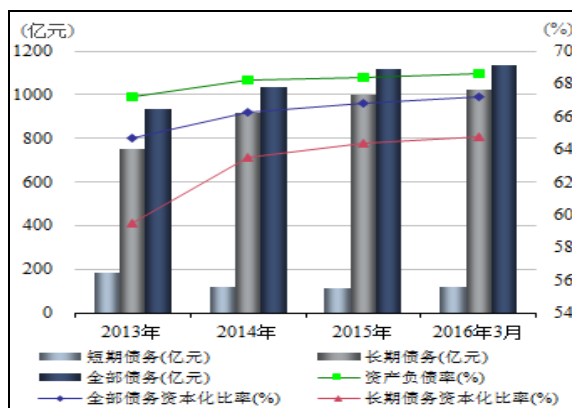
截至 2015 年,公司长期应付款 55.11 亿元,全部为融资租赁款,已计入长期债务核算。

截至 2016 年 3 月底,公司负债总额 1215.17 亿元,较 2015 年底增长 1.45%,增长仍来自长期借款和应付债券。截至 2016 年 3 月底,公司流动负债 195.20 亿元,较 2015 年底下降 1.44%,主要系短期借款和应付账款有所下降所致;公司非流动负债 1019.97 亿元,较 2015 年底增长 2.02%,其中长期借款和应付债券分别增长 1.67%和 4.65%。

有息债务方面,截至 2015 年底,公司全部债务合计 1114.93 亿元,同比增长 7.90%,有息债务中短期债务占 10.33%,长期债务占 89.67%,公司债务结构以长期债务为主,且占比呈上升趋势。截至 2015 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 68.40%、66.83%和 64.37%,较 2014 年底分别上升 0.18 个、0.54 个和 0.84 个百分点。

截至 2016 年 3 月底,公司全部债务 1137.44 亿元,较 2015 年底增长 2.02%,债务期限结构变化不大;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 68.62%、67.18%和 64.73%,较 2015 年底分别上升 0.22 个、0.35 个和 0.36 个百分点。

图 4 2013~2016 年 3 月底公司债务负担变化情况



资料来源：联合资信整理

总体看,跟踪期内,公司债务规模有所增长,债务结构仍以长期债务为主,整体债务负担仍较重。从未来发展看,未来几年在建拟建项目投资规模仍较大,仍存在较强融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看,受公司货币资金和预付款项下降影响,2015 年底流动比率和速动比率分别为 30.08%和 30.01%,较 2014 年底有所下降。截至 2016 年 3 月底,公司流动比率和速动比率分别为 34.11%和 34.03%,较上年底有所上升。2014~2015 年,公司经营现金流动负债比分别为 34.42%和 41.75%。截至 2016 年 3 月底,公司短期债务规模为 117.47 亿元,为公司现金类资产的 2.06 倍,公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看,2014~2015 年,公司 EBITDA 分别为 73.94 亿元和 87.82 亿元;全部债务/EBITDA 分别为 13.98 倍和 12.70 倍,EBITDA 利息倍数分别为 1.00 倍和 1.18 倍,2015 年公司长期偿债能力指标有所改善。同时考虑到公司获得政府拨付的高速公路项目建设资金具有一定持续性并计入“资本公积”,公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底,公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底,公司共获得各商业银行等金融机构授信额度合计 1185.48 亿元,尚未使用额度 745.29 亿元,公司间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码证：G1041010102706430C），截至2016年5月16日，公司无未结清和已结清的关注类和不良类贷款记录。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及河南省区域及财力状况、河南省各级政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

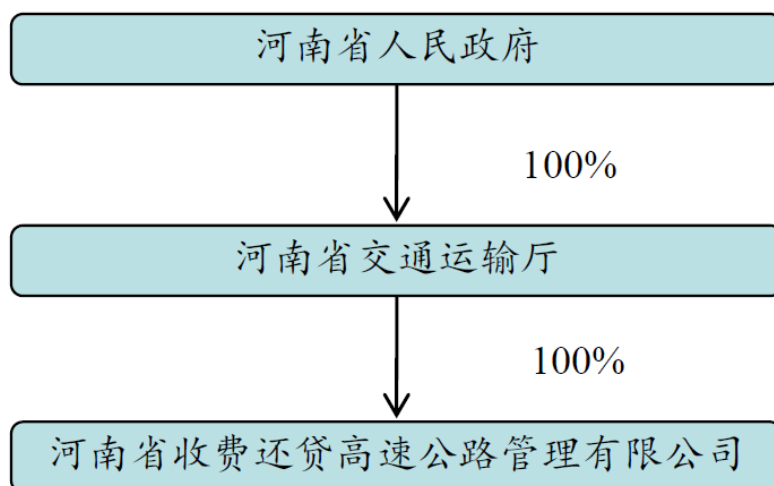
十、存续期内债券偿债能力

“15豫高管CP001”发行额度21亿元，将于2016年12月4日到期兑付；“16豫高管CP001”发行额度20亿元，将于2017年3月16日到期兑付。2015年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“15豫高管CP001”本金的保障倍数分别为5.15倍和3.94倍，对“16豫高管CP001”本金的保障倍数分别为5.41倍和4.13倍，对两期短融合计41亿元本金的保障倍数分别为2.64倍和2.02倍；截至2016年3月底，公司现金类资产（无受限货币资金）对“15豫高管CP001”本金的保障倍数为2.71倍，对“16豫高管CP001”本金的保障倍数为2.85倍，对两期短融资券合计本金的保障倍数为1.39倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量及经营活动现金净流量对“15豫高管CP001”、“16豫高管CP001”的保障能力较好。

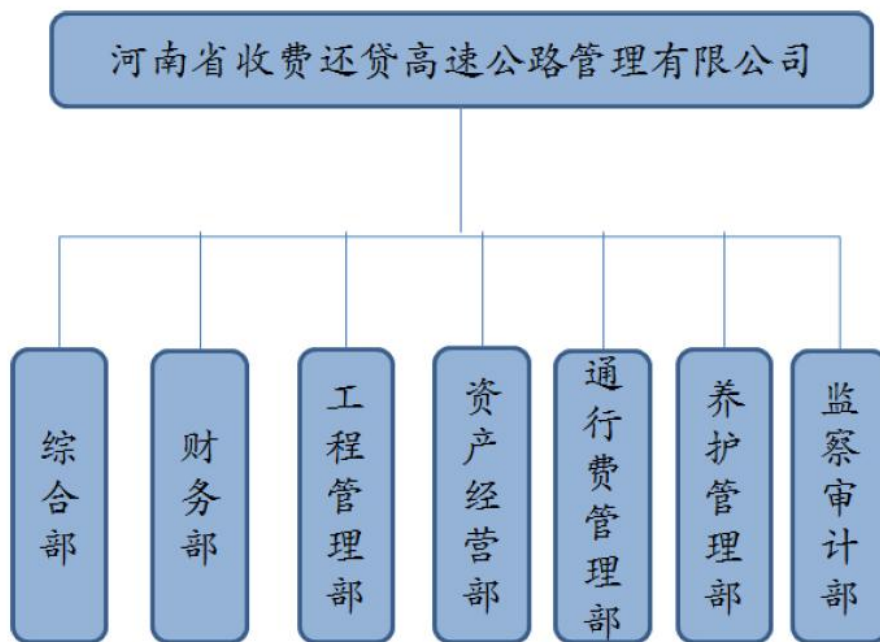
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“15豫高管CP001”、“16豫高管CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2014 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.37	73.00	51.40	57.01
资产总额(亿元)	1550.95	1653.63	1751.30	1770.92
所有者权益(亿元)	509.25	525.53	553.45	555.75
短期债务(亿元)	183.08	117.99	115.15	117.47
长期债务(亿元)	748.65	915.34	999.79	1019.97
全部债务(亿元)	931.74	1033.33	1114.93	1137.44
营业收入(亿元)	84.91	92.89	106.69	21.54
利润总额(亿元)	14.78	12.82	26.70	2.30
EBITDA(亿元)	67.66	73.94	87.82	--
经营性净现金流(亿元)	64.64	73.23	82.69	16.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15678.01	21517.32	17910.07	--
存货周转次数(次)	169.47	140.84	160.28	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	100.50	100.10	99.05	99.73
营业利润率(%)	78.00	79.95	77.41	82.05
总资本收益率(%)	4.69	4.73	5.25	--
净资产收益率(%)	2.88	2.41	4.79	--
长期债务资本化比率(%)	59.52	63.53	64.37	64.73
全部债务资本化比率(%)	64.66	66.29	66.83	67.18
资产负债率(%)	67.17	68.22	68.40	68.62
流动比率(%)	44.61	43.78	30.08	34.11
速动比率(%)	44.57	43.71	30.01	34.03
经营现金流动负债比(%)	22.06	34.42	41.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.77	13.98	12.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.03	1.00	1.18	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计；长期应付款为有息债务，已调整至长期债务核算。

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	(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	
营业收入年复合增长率	
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	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	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

附件 5 短期融资券信用等级的定义

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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息