

信用等级公告

联合〔2020〕1063号

联合资信评估有限公司通过对河南省收费还贷高速公路管理有限公司及其拟发行的 2020 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定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，河南省收费还贷高速公路管理有限公司 2020 年度第三期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年四月三十日



河南省收费还贷高速公路管理有限公司 2020 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

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”）是河南省两大交通基础设施投资建设主体之一，主要负责河南省内的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，在资产规模和外部支持等方面具有显著优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司整体债务负担较重，短期支付压力较大及存在资本支出压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司拟发行的本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据的清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款的设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。但利息递延支付条款对公司的约束力较弱，若公司选择行使相关权利，则导致本期中期票据本息支付时间的不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

随着在建高速公路的陆续通车，路网规模效应逐步显现，公司的车辆通行费收入及利润有望增长，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，本期中期票据本息到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 河南省是中国中东部重要的陆路交通枢纽，近年来经济持续平稳增长，公司发展面临良好的外部环境。2019年，河南省实现地区生产总值 54259.20 亿元，同比增长 7.0%。
2. 公司是河南省两大交通基础设施投资建设主体之一，行业地位突出，在税收政策和资金补助等方面获得政府较大支持。
3. 公司路产质量较好，随着在建高速公路的通车和路网效益的显现，实际车辆通行费收入呈稳步增长态势。

债项概况：

本期中期票据发行规模：20 亿元

本期中期票据期限：3+N 年

偿还方式：按年付息，根据发行条款约定
赎回时还本

募集资金用途：置换到期债务

评级时间：2020 年 4 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	2	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	2	
			经营分析	1	
财务风险	F3	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	1	
			现金流量	1	
		资本结构		3	
		偿债能力		3	
		调整因素和理由			
政府支持				2	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：许狄龙 李 坤

邮箱：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)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司有息债务规模呈增长趋势，整体债务负担较重。
2. 公司计划投资规模大，存在资本支出压力。
3. 公司短期债务规模大，存在较大的短期偿付压力。
4. 新型冠状病毒肺炎疫情对公司管理路产的车流量及通行费收入带来较大冲击。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，利息递延支付条款对公司的约束力较弱。若公司选择行使相关权利，则导致本期中期票据本息支付时间的不确定，可能对债券持有人产生不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产（亿元）	46.88	67.23	93.65	224.01
资产总额（亿元）	1785.21	1850.05	1963.13	2192.55
所有者权益（亿元）	569.22	598.49	660.06	716.93
短期债务（亿元）	191.51	157.22	213.37	239.74
长期债务（亿元）	948.69	1026.65	1014.69	1167.66
全部债务（亿元）	1140.20	1183.87	1228.06	1407.40
营业收入（亿元）	97.32	109.40	147.92	114.29
利润总额（亿元）	15.16	29.25	59.29	53.39
EBITDA（亿元）	73.39	86.15	115.91	--
经营性净现金流（亿元）	75.39	86.80	117.29	92.22
营业利润率（%）	78.08	79.80	81.68	83.99
净资产收益率（%）	2.63	4.86	8.95	--
资产负债率（%）	68.11	67.65	66.38	67.30
全部债务资本化比率（%）	66.70	66.42	65.04	66.25
流动比率（%）	21.42	40.62	42.66	85.15
经营现金流动负债比（%）	28.22	38.61	40.72	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.43	0.44	0.93
全部债务/EBITDA（倍）	15.54	13.74	10.59	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.25	1.48	1.98	--

公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1602.52	1637.22	1672.07	1713.93
所有者权益（亿元）	552.59	580.86	639.19	692.88
全部债务（亿元）	1002.42	999.75	969.67	963.67
营业收入（亿元）	96.40	108.33	146.72	113.59
利润总额（亿元）	15.03	29.20	59.04	53.27
资产负债率（%）	65.52	64.52	61.77	59.57
全部债务资本化比率（%）	64.46	63.25	60.27	58.17
流动比率（%）	14.50	12.84	14.07	24.94
经营现金流流动负债比（%）	31.24	40.33	43.00	--

注：1. 2019 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 已将长期应付款调整至长期债务计算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/03/05	张建飞、许狄龙	收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907 收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2015/09/09	刘珺轩、王兴萍	收费公路企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由河南省收费还贷高速公路管理有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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。

河南省收费还贷高速公路管理有限公司 2020 年度第三期中期票据信用评级报告

一、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”）是经河南省人民政府豫政文〔2011〕228号文件批复，于2012年2月由河南省收费还贷高速公路管理中心改组设立。河南省收费还贷高速公路管理中心是河南省人民政府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，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2019年9月底，公司注册资本185.00亿元，已全部实收到位，河南省交通运输厅作为出资代表，为公司唯一股东，公司实际控制人为河南省人民政府（见附件1-1）。

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的投资与经营管理；服务区管理；高科技项目投资、开发；机械设备租赁、维修；加油站设施设备租赁；高速公路自有产权广告牌租赁；汽车配件、公路建筑材料、机电产品、家具、百货、日用品、文体用品、工艺美术品、服装鞋帽、家用电器的销售；货物装卸服务；车辆清洗服务；技术服务、咨询服务。（以上范围凡需审批的，未获批准前不得经营）

截至2019年9月底，公司本部内设综合部、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共7个部门（见附件1-2），并设有7家分公司；拥有纳入合并范围的子公司22家（见附件1-3）。

截至2018年底，公司资产总额1963.13亿元，所有者权益660.06亿元（其中少数股东权益39.90万元）；2018年，公司实现营业收入147.92亿元，利润总额59.29亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额2192.55亿元，所有者权益716.93亿元（其中

少数股东权益39.90万元）；2019年1—9月，公司实现营业收入114.29亿元，利润总额53.39亿元。

公司住所：河南省郑州市郑东新区农业东路100号；法定代表人：尹如军。

二、本期中期票据概况

2020年3月，公司取得了中国银行间市场交易商协会核发的“中市协注〔2020〕DFI11号”《接受注册通知书》。现公司计划在该注册框架下发行2020年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模20.00亿元，全部用于置换到期债务。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据为永续期中期票据，在公司依照发行条款约定赎回前长期存续，并在公司依据约定赎回时到期。在本期中期票据发行日起的每3个计息年度末，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据。

票面利率及其重置

本期中期票据前3个计息年度的票面利率通过集中簿记建档方式确定，并在前3个计息年度内保持不变。如果公司在第3个计息年度末不行使赎回权，则自第4个计息年度起，票面利率调整为当期基准利率¹加初始利差²再加300个基点。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

¹当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）

²初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值；初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）

清偿顺序

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在公司破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付

在利息递延支付方面，除非发生强制付息事件，公司在本期中期票据的每个付息日可以自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应当按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构应在付息日前披露《递延支付利息公告》。

强制付息事件是指，在付息日前 12 个月内，若发生公司向普通股股东分红和减少注册资本等事项，则公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，联合资信认为：

(1) 本期中期票据的本金及利息在公司破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 在本期中期票据的每个赎回日，若公司选择不赎回，则需要按约定重置本期中期票据的票面利率，重置后的票面利率为：当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，在本期中期票据的赎回日公司具有赎回权或重置票面利率选择权，重置后票面利率跳升幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3) 本期中期票据的利息递延支付条款未设置罚则，公司若在某个付息日选择递延支付利息，递延利息按当期票面利率累计计息，

对公司的实际约束力较弱。

综上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。但递延利息未设置罚则，约束力较弱，若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2016—2019年中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8

公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1
----------	-----	-----	-----	-----

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模

数据来源：联合资信国家统计局和wind数据整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长3.5%。2019年12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019年全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标2万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资

提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中1月和9月全面下调金融机构存款准备金率共1.5个百分点，释放长期流动性约2.3万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了10多年来新的降息进程，实现一年期LPR报价下调11个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累2020年经济增长。在空前疫情影响下，2020年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累2020年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使PPI的继

续回升受阻。PPI再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在2月初再一次提前下达2020年新增地方债券限额8480亿元（其中一般债券限额5580亿元、专项债券限额2900亿元），合计提前下达2020年新增地方债券限额18480亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2月14日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积

极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

(1) 高速公路建设

2018年,中国高速公路通车里程及投资规模保持增长,增速同比均有不同程度下滑。根据交通运输部发布的《2018年交通运输行业发展统计公报》,2018年底,全国公路总里程达484.65万公里,比上年末增加7.31万公里,公路密度50.48公里/百平方公里,同比提高0.76公里/百平方公里。2018年底中国高速公路通车里程达14.26万公里,比上年末增加0.61万公里;其中,国家高速公路10.55万公里,同比增加0.33万公里。2018年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.94%,同比提升0.08个百分点;在全国收费公路里程中占比超过80%。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路里程的增加,中国收费公路结构不断优化。分区域看,广东、湖南是全国高速公路里程最长的两个省份;近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。除部分中西部地区省份外,全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

高速公路是重资产行业,其建设所需资金规模大,回报周期长。目前中国高速行业逐步形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元,比上年增长0.4%。其中,高速公路建设完成投资9972亿元,增长7.7%,增速较2017年(12.4%)有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小,但投资规模大,2018年投资规模占公路建设投资的46.74%,同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源,近年资本金比率维持在30%左右,银行

贷款比重介于64%—66%,其余资金来源为其他债务(占比5%左右),如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源(如社会资本投资、企事业单位自筹),资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大,高速公路行业债务规模不断提升。截至2018年底,全国高速公路累计债务余额56913.60亿元,同比增长7.70%;其中银行贷款余额占比83.90%。

从目前情况看,中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求,随着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经济持续发展,“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通,临近省(区)之间及同区域间联系的加密,各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出:到2020年,全国高速公路建成里程要达到15万公里,加快推进国家高速公路网建设,尽快打通国家高速公路主线待贯通路段,推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设;有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接,“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元(包括高速公路和其他各级公路)。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求,高速公路行业未来投资规模仍较大。

(2) 高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年,受高铁、航空等其他交通方式分流影响,公路旅客运输指标延续上年下滑趋势,且降幅有所扩大;货运方面,受益于宏观经济向好带动货运需求增加,加之路网效应的进一步体现,公路货运指标保持较为稳健的增长。2018年公路运输完成营业性客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里,同比分别下降6.2%、5.0%;完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里,同比分别增长7.3%、6.7%。

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高,高速公路车辆通行费收入呈上升趋势,但收支缺口仍较大。2018年,中国高速公路实现通行费总收入5552.40亿元,同比增长8.20%,在收费公路通行费总收入中占比为92.65%。2017年,中国高速公路支出总额9621.80亿元,同比增长5.10%;通行费收支缺口4069.40亿元,比上年增加42.90亿元,收支缺口仍然巨大。

(3) 高速公路行业政策

高速公路行业具有很强的政策性,公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月,财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》,推出为新建政府收费公路而发行,以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行行为中国未来路网建设提供了资金来源。

2018年12月,交通运输部就《收费公路管理条例(修订草案)》(以下简称“《修订草案》”),向社会公开征求意见。修订要点:①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路,停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道,车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路;②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置;经营性公路项目经营期限,一般不得超过30年,对于投资规模大、回报周期长的收费公路,收费期限可以超过30年;③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”,范围限定为“偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路

以及处于偿债期的政府收费高速公路”,并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”,具体包括统一举借债务,统一收费机制,统筹偿债来源,统一支出安排;④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的,按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则,重新核定收费标准,实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准(含养护管理收费标准)确定因素,建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置,取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过,其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则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有一定积极意义。

2020年1月起,全国取消省界收费站,原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高全网统一运行;同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》,新标准主要作了三个方面的调整:①增加了专项作业车大类;②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车;③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践,有利于提升收费公路通行效率及实载率。

2020年初,受新冠病毒疫情影响,春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日,交通运输部发布通知,自2月17日零时起至疫情防控工作结束,全国收费公路免收车辆通行费。免费政策旨在服务疫情防控工作,促进企业复工复产,有助于保障宏观经济长远发展,但对收费公路企业短期现金流负面冲击较大,加大了相关企业资金周转压力。4月28日,交通运输部发布通知,5月6日起,收费公路恢复收费。新冠病毒疫情对

收费公路行业后续影响程度取决于疫情防控持续时间以及宏观经济恢复情况。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站等系列政策的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义；突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展及新冠病毒疫情对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2. 区域经济环境

河南省经济稳定发展，交通区位优势明显，公路运输继续保持绝对优势，省内高速公路建设发展空间较大，公司发展的外部环境良好。

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。

近年来，河南省区域经济水平持续增强。根据 2017—2019 年《河南省国民经济和社会发展统计公报》，近三年河南省分别实现地区生产总值（GDP）44988.16 亿元、48055.86 亿元和 54259.20 亿元，同比增幅分别为 7.8%、7.6%和 7.0%，增速逐年下降，但仍高于全国平均水平。分产业看，第一产业增加值 4635.40 亿元，增长 2.3%；第二产业增加值 23605.79 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 26018.01 亿元，增长 7.4%；三次产业结构为 8.5：43.5：48.0。

固定资产投资方面，近三年河南省固定资产投资保持较快增长，2019 年同比增长 8.0%。其中，第一产业投资比上年下降 12.1%，第二产业投资增长 9.0%，第三产业投资增长 9.0%。基础设施投资增长 16.1%，民间投资增长 6.7%，工业投资增长 9.7%。

2017—2019 年，河南省地方财政总收入逐年增长，2019 年为 6187.23 亿元，增长 5.3%。

一般公共预算收入 4041.60 亿元，增长 7.3%，其中税收收入 2841.06 亿元，增长 6.9%，占一般公共预算收入的比重 70.3%。

区域经济的增长，为河南省高速公路行业提供了有利的发展环境。2019 年，河南省完成公路货运量 19.09 亿吨；公路客运量 9.13 亿人，下降 2.6%，公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的 87.33%和 81.88%；同期，河南省完成公路货物周转量 5299.76 亿吨公里，公路旅客周转量 699.03 亿人公里，分别占各运输方式货、客周转总量的 61.66%和 34.73%。在不同运输方式中，公路运输继续保持绝对优势。

截至 2019 年底，河南省全省高速公路通车里程 6966.76 公里，增加 366.73 公里。根据河南省交通运输“十三五”规划，河南省计划“十三五”期间高速公路投资 1000 亿元，新增高速公路里程 1000 公里，总里程达到 7300 公里，截至 2019 年底，“双千工程”项目已全部开工。

五、基础素质分析

公司是河南省两大交通基础设施投资建设主体之一，在区域内行业地位突出，竞争实力强，并持续得到河南省政府的大力支持。

1. 股权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本 185 亿元，河南省交通运输厅作为出资人代表，拥有公司 100%股权。公司实际控制人为河南省人民政府。

2. 企业规模及竞争力

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融资、建设和经营管理。

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

(以下简称“河南交投”)。高速公路业务上,公司负责河南省内收费还贷高速公路的投融资、建设和经营管理;河南交投负责河南省内主要的经营性高速公路的投融资、建设和经营管理工作。公司与河南交投在河南省内业务定位无交集。

截至2019年9月底,公司旗下管辖的高速公路37条,通车里程2790.88公里,其中委托河南交投下属全资子公司河南高速公路发展有限责任公司(以下简称“河南高发”)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2019年9月底,公司旗下管辖的高速公路里程为2790.88公里,占河南省省内高速公路通车里程的42.29%,公司区域内行业地位突出。

截至2019年9月底,公司拥有纳入合并范围的子公司22家,其中全资子公司20家;此外,公司设有7家分公司负责经营已通车高速公路。

3. 人员素质

公司现有4位高级管理人员,其中董事长兼总经理1名,副总经理3名,全部具有本科及以上学历。

尹如军先生,中共党员,研究生学历,教授级高级工程师;曾任河南省交通厅高速公路建设管理局副局长,河南省路桥工程集团有限公司总经理、党委委员、董事,河南公路工程局集团有限公司董事、总经理、党委委员,河南省交通厅计划处副处长(正处级),河南省交通工程定额站站长、党总支副书记,河南省交通运输厅总规划师,河南省交通运输厅总工程师,河南省交通运输厅副巡视员;现任河南省收费还贷高速公路管理中心主任兼党委副书记,公司董事、董事长、总经理兼党委副书记。

截至2019年9月底,公司本部在职员工

70人。从学历来看,硕士及以上学历16人、本科学历54人;从职称来看,副高级及以上职称17人,中级职称12人。同期,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、监控等工作人员7291人;管理人员中硕士研究生及以上学历74人,本科学历687人;河南高发代建和代管人员7090人。

总体看,公司高管人员综合素质较高,具备多年的相关工作经历;公司本部员工整体素质较高,能够满足公司经营需要。

4. 外部支持

公司作为河南省收费还贷公路的投融资、建设和运营管理主体,在税收政策和资金补助等方面获得政府的大力支持。

(1) 税收政策

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),公司收取的车辆通行费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。

(2) 资金补助

2016年,公司收到财政贴息拨款资金869.00万元,计入“营业外收入”;2016—2018年,公司分别收到地方财政建设项目支持款0.77亿元、0.96亿元和3.08亿元,计入“资本公积”;公司负责投资、建设的收费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收费还贷高速公路建设项目给予资本金拨款补助,截至2019年9月底累计收到中央车购税补助资金46亿元,计入“资本公积”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用信息报告》(银行版)(机构信用代码:G1041010102706430C),截至2020年3月3日,公司本部无未结清和已结清的关注类和不良

类贷款记录，企业信用记录良好。

六、管理分析

公司依法建立和规范法人治理结构，并根据实际需要设立组织架构、建立内部管理制度；但公司代表政府履行交通设施投资建设与运营管理职责，在投资和经营上受政策影响较大。

1. 法人治理结构

公司不设股东会，由出资人依法行使股东职权，履行委派和更换非职工代表董事、审议批准公司年度财务预、决算方案以及利润分配或弥补亏损方案等职责。

公司设立董事会，行使决定公司的经营和投资计划及方案、制定公司年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司依法设监事会，按规定行使监督职能，设监事会召集人1名。

目前公司经营层设总经理1人，副总经理3人，负责公司的日常经营管理工作。

2. 管理水平

公司本部内设综合部、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共7个部门。公司部门设置基本满足目前管理需要。公司严格执行国家及行业的相关规范，同时制定了较为完备的财务、投资、高速公路养护、通行费收入和项目招标等方面的管理制度。

财务管理方面，公司制订了《河南省收费还贷高速公路管理有限公司财务管理制度（试行）》《河南省收费还贷高速公路管理有限公司本部财务开支规定》《河南省收费还贷高速公路管理有限公司会计核算办法（试行）》等管理制度，使公司财务管理、会计核算全面规范。同时，公司通过健全内部各岗位职责，规范工作流程和权限管理等措施，有效保障了资金使用的安全性。

投融资管理方面，公司制订了《河南省收费还贷高速公路管理有限公司投资管理暂行

办法》等制度，对公司所投资参股控股企业投资活动、国有股权管理工作以及集团所属单位运营风险的防控工作进行了明确规定；同时公司制订了《河南省收费还贷高速公路管理有限公司融资管理制度》，规定了公司资金筹措、成本负担以及债务到期偿还等各融资工作的具体操作流程，有效降低了融资风险，提高了管理效率。

子公司管理方面，公司内设各职能部门按照业务分工、职责范围分别制定了相关管理制度，从人力管控、财务管控和项目建设资金使用及监管各方面，规范了公司对下属子公司的管理职责、管理范围。

工程管理方面，公司制订了《河南省收费还贷高速公路管理有限公司建设项目管理办法（试行）》《河南省收费还贷高速公路管理有限公司路产管理办法（试行）》等制度，对公司及下属公司建设工地施工、养护作业，高速公路路政作业，高速公路路面及附属设施安全等方面进行了规定。

七、经营分析

公司负责省内收费还贷高速公路的投融资、建设和运营管理，业务包括高速公路运营和附属设施、服务区的经营管理；近年来，公司营业收入快速增长，综合毛利率维持在较高水平。

1. 经营概况

公司营业收入分为车辆通行费收入和其他业务收入，其中车辆通行费收入是公司收入主要来源，占营业收入比例均保持在95.00%以上；其他业务收入规模较小，主要为商品销售收入和管理服务收入等。

2016—2018年，公司营业收入快速上升，年均复合增长23.29%，主要系随着路网效应的逐步显现，下辖各高速公路实际通行费收入呈良好增长态势；2018年，公司实现营业收入147.92亿元，同比增长35.21%；其中车辆通行

费收入144.36亿元，其他业务收入3.56亿元。

毛利率方面，由于公司高速公路路产不计提折旧，公司车辆通行费业务毛利率处于较高水平，近三年稳步增长，分别为79.96%、81.77%和83.15%；公司综合毛利率变动受通行费收入

影响大，2018年为81.76%。

2019年1—9月，公司实现营业收入114.29亿元，同比下降7.96%，系当期收到财政返还超出预算部分通行费收入有所减少；综合毛利率为84.07%，同比下降3.58个百分点。

表2 公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2016年			2017年			2018年			2019年1—9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	94.11	96.71	79.96	106.00	96.89	81.77	144.36	97.59	83.15	114.29	100.00	84.07
其他收入	3.21	3.29	25.39	3.40	3.11	21.92	3.56	2.41	25.22	--	--	--
合计	97.32	100.00	78.17	109.40	100.00	79.90	147.92	100.00	81.76	114.29	100.00	84.07

资料来源：公司提供

2. 业务运营分析

（1）高速公路投资和经营

随着路网效应的逐步显现，公司主要高速公路车辆通行费收入呈良好增长态势，新通车高速公路车辆通行费收入规模有所增长但仍较小，车流量仍有待培育；未来，公司在建和拟建项目投资规模大，存在资本支出压力。

高速公路路产情况

截至2019年9月底，公司旗下管辖的高速公路里程为2790.88公里，共37段，占河南省省内高速公路通车里程的42.29%，全部为政府收费还贷高速公路。公司管辖的高速公路中13段为国高网境内路段，其中包括国高网北京放射线京港澳高速公路（北京-港澳）G4的组成路段、国高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、国高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和沪陕高速公路（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。

公司所辖京港澳高速新乡至郑州段等17段高速公路为公司前身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的债务负担和经营

压力，将永登高速（永州-登封）许昌至扶沟段等7段高速公路由经营性质变更为收费还贷性质，并无偿划入公司。2012年，公司新通车高速公路6段，包括洛栾高速（洛阳-栾川）洛阳至嵩县段和嵩县至栾川段、郑卢高速（郑州-卢氏）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（三门峡-淅川）灵宝至卢氏段。2015年，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（德州-商丘）范县段、南林高速（南乐-林州）南乐至豫鲁省界段、三淅高速卢氏至西坪段（三门峡）、卢氏至西坪段（南阳）和西坪至寺湾段。2018年，公司新通车高速公路1段，系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）。

2019年1—9月，公司无新通车高速公路。

公司下辖高速公路中有28条共计1598.3公里由下属7个分公司负责经营，分别为新郑管理分公司、濮鹤管理分公司、少新管理分公司、南阳管理分公司、洛阳管理分公司、三门峡管理分公司和航空港管理分公司；另外，公司有9条共计1192.6公里高速公路由河南高发代管。

河南高发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，公司管辖路段资产优良，多为国家高速公路，边路网有待完善。家和河南省重要陆路交通线路，但部分路段周

表3 截至2019年9月底公司下辖高速公路情况（单位：公里）

序号	路段名称	里程	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	107.60	新郑管理分公司	2004.01	国高网
2	郑州西南绕城高速	52.00	新郑管理分公司	2005.08	地方高速
3	濮鹤高速	58.40	濮鹤管理分公司	2004.11	地方高速
4	大广高速濮阳段	59.40	濮鹤管理分公司	2006.11	国高网
5	大广高速南乐至豫冀界段	14.20	濮鹤管理分公司	2010.12	国高网
6	大广高速安阳至新乡段	80.30	濮鹤管理分公司	2006.01	国高网
7	安南高速安阳至南乐段	64.70	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	58.80	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	36.00	少新管理分公司	2005.09	国高网
10	二广高速济源至洛阳段	46.10	少新管理分公司	2005.09	国高网
11	长济高速济源至焦作段	55.80	少新管理分公司	2005.09	地方高速
12	长济高速焦作至修武段	29.10	少新管理分公司	2007.09	国高网
13	长济高速获嘉至新乡段	50.40	少新管理分公司	2007.09	国高网
14	长济高速济源至邵原段	59.70	少新管理分公司	2008.12	地方高速
15	沪陕高速南阳至豫陕界	151.20	南阳管理分公司	2007.01	国高网
16	连霍高速河南段	610.20	河南高发代管	1994-2001	国高网
17	沪陕高速叶集至信阳段	185.40	河南高发代管	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	27.80	河南高发代管	2007.01	地方高速
19	二广高速大安至寄料段	27.20	河南高发代管	2008.11	国高网
20	新阳高速新蔡至驻马店段	82.30	河南高发代管	2007.12	地方高速
21	焦桐高速泌阳至铜柏段	36.40	河南高发代管	2007.11	地方高速
22	新阳高速驻马店至泌阳段	81.30	河南高发代管	2007.09	地方高速
23	焦桐高速泌阳段	43.90	河南高发代管	2010.01	地方高速
24	二广高速分水岭至南阳段	98.10	河南高发代管	2008.12	国高网
2012年新通车					
25	洛栾高速洛阳至嵩县段	62.70	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
26	洛栾高速嵩县至栾川段	67.30	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
27	郑卢高速洛阳至洛宁段	68.92	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
28	郑卢高速洛宁至卢氏段	55.00	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
29	三淅高速灵宝至卢氏段	80.89	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）	13.52	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）	106.30	航空港管理分公司	2015.12	地方高速
32	德商高速范县段	19.61	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	33.51	濮鹤管理分公司	2015.11	地方高速
34	三淅高速卢氏至西坪段（三门峡）	51.24	三门峡管理分公司	2015.12	地方高速
35	三淅高速卢氏至西坪段（南阳）	32.99	南阳管理分公司	2015.12	地方高速
36	三淅高速西坪至寺湾段	37.50	南阳管理分公司	2015.12	地方高速
2018年新通车					

序号	路段名称	里程	所属公司	通车时间	高速公路性质
37	郑州机场至周口西华高速公路（二期）	45.1	航空港管理分公司	2018.12	地方高速
合计		2790.9	--	--	--

注：公司所辖的连霍高速河南段，分别为 1994 年底通车的郑州至开封段、1995 年底通车的郑州至洛阳段。其中，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。资料来源：公司提供

高速公路运营情况

根据公司会计政策，公司以实际收到省财政返还的通行费确认营业收入。公司实际车辆通行费收入和财务报表中确认的车辆通行费收入有所差异，主要系①省财政以批复的预算收入作为当年车辆通行费的返还基数；②省财政于返还收入时扣除 3%水利基金、拆分服务费及部分干线公路支出；③车辆通行费从分拆到上缴省财政再返还公司存在时间滞后。

2016—2018 年，公司实际车辆通行费收入年均复合增长 13.72%；2018 年，公司实际通行费收入 148.03 亿元，同比增长 11.28%，各管理单位分管路段实际通行费收入均同比有所增长，主要系随着路网效应的逐步显现，所辖高速公路实际通行费收入呈良好增长态势。其中，少新管理分公司所辖路段实际通行费同比增长 25.21%，主要系①与高速公路平行国道和省道设置限高杆禁止超限货车的通行，致使货车绕行至高速公路；②与高速公路临近地方道路施工导致车辆绕行至高速公路；三门峡管理分公司所辖路段实际通行费同比增长

21.30%，主要系①所辖路段通车时间相对较晚，逐渐度过培育期；②所辖路段多位于豫西山区，路段沿线旅游景点较多，旅游行业火爆导致车流量增加；航空港管理分公司所辖路段实际通行费同比增长 29.28%，主要系①与高速公路相交 311 国道大修通车后，路网效应逐步显现；②与高速公路临近国道施工导致车辆绕行至高速公路；南阳管理分公司所辖路段实际通行费同比变化不大。

2019 年 1—9 月，公司实际通行费收入 125.81 亿元，同比增长 9.91%，除三门峡管理分公司和南阳管理分公司外，各管理单位分管路段实际通行费收入保持高增长态势。其中，三门峡管理分公司所辖路段实际通行费同比下降 27.38%，主要系所辖路段由于地方公路在收费站出口连接国道处治超，导致货车绕行及去年同期干线公路施工车辆分流影响造成对比基数较高；南阳管理分公司所辖路段实际通行费同比下降 23.01%，主要系所辖路段由于去年同期干线公路施工车辆分流影响造成对比基数较高。

表 4 公司高速公路实际通行费收入情况（单位：万元、%）

管理单位	2016 年	2017 年	2018 年	复合增长率	2019 年 1—9 月
新郑管理分公司	220262.47	237204.12	267516.46	10.21	243003.74
濮鹤管理分公司	103267.25	128270.12	149066.97	20.15	135504.13
少新管理分公司	116533.32	145157.39	181751.72	24.89	171732.83
南阳管理分公司	51036.92	78953.96	79490.81	24.80	47600.47
洛阳管理分公司	18533.12	21855.75	24921.52	15.96	22054.71
三门峡管理分公司	5674.20	8943.71	10848.69	38.27	6354.78
航空港管理分公司	27321.93	32959.73	42611.13	24.88	590758.28
河南高发代管	602086.06	676809.21	724047.38	9.66	41088.79
合计	1144715.27	1330154.00	1480254.68	13.72	1258097.73

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

收费标准

2015年4月,根据河南省发改委、财政厅和交通运输厅《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》,公司所辖高速公路全部实行客车分类收费和货车计重收费。第1类(7座及以下客车)收费标准在0.45~0.55元/公里,计重收费基本费率在0.09~0.11元/吨公里,在全国属中等水平。

2019年12月,根据河南省发改委、财政厅和交通运输厅《关于调整我省高速公路车辆通行费计费方式及收费标准有关事项的通知》,自2020年1月1日起,公司所辖高速公路客车和货车收费方式均有所变化。其中,客车将原第2类客车中8至9座客车调整至第1类进行收费,其他车型分类不变;货车调整为根据总轴数、车长和最大允许总质量进行车型分类,第1类货车收费标准在0.45~0.55元/车公里。总体看,客车收费较之前有所降低,货车在满载时收费有所降低,但空载时收费有所增加,该政策对公司实际通行费收入影响有限。

根据河南省交通运输厅《关于我省高速公路继续实行分时段差异化收费有关事项的通知》,河南省高速公路运营企业继续对通行河南省高速公路的货车实行分时段差异化收费政策,对当日20点至次日6点期间驶离高速公路收费站口的货车实施9.5折优惠,对持有河南省ETC卡的货车实施9折优惠。其余时段仍按现行收费标准执行。优惠政策期限自2018年8月1日起至2019年7月31日。2019年8月,根据河南省交通运输厅下发的通知,上述有关持有ETC卡货车的优惠政策期限延长至2019年底。上述政策有利于缓解白天路网通行压力,合理配置时段资源;同时,公司实际通行费收入面临一定下行风险,但优惠亦能带来车流量的增加。总体看,该政策对公司实际通行费收入影响有限。

收费结算方面,公司车辆通行费收入由河南省交通运输厅所属河南省高速公路联网监控收费通行服务有限公司拆分后直接上缴省财政专户,省财政厅将收到的全部车辆通行费资金扣除3%的水利基金后按预算返还至公司,超出预算部分于次年返还给公司。

高速公路养护

公司按照河南省交通运输厅下发的《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,按照经批准后的预算控制资金使用。2016—2018年,公司高速公路养护支出分别为9.50亿元、9.09亿元和9.29亿元,较为稳定。2019年1—9月,公司高速公路养护支出6.11亿元。

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。

在建和拟建高速公路情况

公司在建和拟建高速公路项目分别采用两种方式进行建设:①自建模式:公司自筹项目资本金,并通过外部融资方式筹措项目建设资金。②政府与社会资本合作(PPP)模式:公司自身或与其他企业(主要为央企)合作成立联合体参与河南省地市政府高速公路PPP项目招标,地市政府负责征地拆迁,并给予可行性缺口补助。截至目前,公司在建和拟建高速公路参与合作的央企包括中国铁建股份有限公司、中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司等。

截至2019年9月底,公司在建的高速公路项目15个,其中自建项目10个,PPP合作项目5个;总建设里程575.21公里,总投资合计778.60亿元,已投资344.55亿元,计划于2019—2022年通车。

表 5 截至 2019 年 9 月底公司在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	计划通车时间	建设里程	总投资	已投资	建设模式
三淅高速豫晋省界至灵宝段	2019 年	5.20	7.24	6.67	自建
济源至阳城高速豫境段	2019 年	19.80	29.85	27.91	自建
郑西高速尧山至栾川段	2020 年	78.80	105.18	58.91	PPP
济洛西高速济源至洛阳西	2020 年	42.40	47.86	19.60	PPP
三门峡黄河公铁两用桥公路南引线工程	2019 年	2.20	11.84	7.13	自建
台辉高速豫鲁省界至范县段	2020 年	37.66	47.33	27.01	PPP
郑西高速公路栾川至双龙段	2020 年	48.36	68.63	45.81	自建
郑西高速公路双龙至西峡段	2020 年	13.44	19.81	9.48	自建
濮阳至卫辉高速公路濮阳段	2022 年	39.00	35.00	16.05	自建
滢淅高速公路西峡至淅川段	2022 年	52.75	67.37	24.05	自建
栾川至卢氏高速公路	2022 年	75.33	153.62	51.10	自建
滢淅高速滢池至洛宁段	2022 年	40.11	58.61	22.10	自建
濮阳至卫辉高速公路滑县至卫辉段	2022 年	59.00	54.70	18.00	自建
连霍呼北高速联络线	2022 年	27.26	39.09	6.51	PPP
濮阳至湖北阳新高速公路濮阳段一期	2022 年	33.90	32.47	4.22	PPP
合计	--	575.21	778.60	344.55	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司拟建的高速公路项目 1 个，系安罗高速公路上蔡至罗山段，建设里程 148.82 公里，计划总投资 124.27 亿元。

（2）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和河南高发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。2016—2018 年，公司分别实现其他业务收入 3.21 亿元、3.40 亿元和 3.56 亿元，毛利率分别为 25.39%、21.92%和 25.22%。

3. 未来发展

公司未来将继续以收费还贷高速公路建设与运营管理作为核心业务。项目建设方面，公司将根据相关规划和任务逐步推进省内收费还贷高速公路建设，完善路网。经营管理方面，公司计划通过强化收费管理、加强养护管理、规范路政管理和加强服务区管理，进一步理顺体制机制，提升综合实力和市场竞争力。

此外，未来公司计划稳步推进多元化投资

和经营。公司拥有丰富的高速公路互通立交区和城市周边土地资源，可发展路域经济，如仓储物流、旅游地产、养老社区等经营性业务的开发。同时公司拥有大量服务区、加油站、通信管网及广告位资源，未来通过专业化、市场化管理可对公司利润和业务发展形成有力支撑。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年度合并财务报表，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2019 年 1—9 月财务报表未经审计。

截至 2019 年 9 月底，公司合并范围内子公司共 22 家。2016—2018 年和 2019 年 1—9 月，公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 1963.13 亿元，所有者权益 660.06 亿元（其中少数股东权益 39.90 万元）；2018 年，公司实现营业收

入 147.92 亿元，利润总额 59.29 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 2192.55 亿元，所有者权益 716.93 亿元（其中少数股东权益 39.90 万元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 114.29 亿元，利润总额 53.39 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，构成以

高速公路资产和土地资产为主，其中高速公路资产可为公司带来稳定的通行费收入，公司整体资产质量较好，但受限资产规模较大。

2016—2018 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长 4.86%，流动资产和非流动资产均有所增长；2018 年底，公司资产总额 1963.13 亿元，较 2017 年底增长 6.11%，资产结构仍以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	57.23	3.21	91.31	4.94	122.89	6.26	261.97	11.95
货币资金	46.88	2.63	67.23	3.63	93.65	4.77	224.01	10.22
预付账款	4.18	0.23	18.12	0.98	21.92	1.12	29.58	1.35
其他应收款	5.98	0.34	5.78	0.31	7.10	0.36	8.14	0.37
非流动资产	1727.98	96.79	1758.74	95.06	1840.23	93.74	1930.58	88.05
固定资产	1335.75	74.82	1330.81	71.93	1370.21	69.80	1,370.87	62.52
在建工程	27.30	1.53	59.43	3.21	94.41	4.81	183.94	8.39
无形资产	360.59	20.20	364.12	19.68	375.27	19.12	375.59	17.13
资产总额	1785.21	100.00	1850.05	100.00	1963.13	100.00	2192.55	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 46.54%，主要来自货币资金和预付账款的增加；2018 年度，公司流动资产较 2017 年底增长 34.59%至 122.89 亿元，主要由货币资金和预付款项构成，分别占比 76.20%和 17.83%。

2016—2018 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 41.33%，主要系经营获现留存；2018 年底，货币资金 93.65 亿元，较 2017 年底增长 39.30%，构成以银行存款为主，占 99.85%。

公司预付款项主要是预付工程款。2016—2018 年，公司预付款项大幅增长，年均复合增长 128.85%，主要系在建项目投资规模加大导致预付工程款增加；2018 年底，公司预付款项 21.92 亿元，较 2017 年底增长 20.93%。

2016—2018 年，公司其他应收款有所波动；

2018 年底，公司其他应收款 7.10 亿元，较 2017 年底增长 22.74%，主要系应收保证金增加；从集中度看，公司其他应收款前五名合计 4.56 亿元（占 64.23%），集中度偏高。总体看，公司其他应收款主要是融资租赁保证金和代垫工程款等，回收风险较低。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 3.20%，主要来自在建工程的增加；2018 年底，公司非流动资产 1840.23 亿元，较 2017 年底增长 4.63%。

2016—2018 年，公司固定资产较为稳定；2018 年底，固定资产 1370.21 亿元，较 2017 年底增加 39.40 亿元，主要系郑州机场至周口高速公路二期项目完工由在建工程结转；年末公司固定资产主要为持有的高速公路路产（占 93.41%）。

2016—2018 年，公司在建工程大幅增长，年均复合增长 85.97%，主要系台辉高速和郑西高速等多条在建高速公路持续投入；2018 年底，公司在建工程 94.41 亿元，较 2017 年底增长 58.86%。

2016—2018 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 2.02%；2018 年底，公司无形资产 375.27 亿元，较 2017 年底增加 11.15 亿元，系新增高速公路沿线土地使用权；年末公司无形资产主要为持有的高速公路沿线土地使用权（占 99.93%）。

2019 年 9 月底，公司资产总额 2192.55 亿元，较上年底增长 11.69%，主要系在建高速公路持续投入导致预付账款和在建工程增加、经营获现留存及扩大筹资规模导致货币资金增加，资产结构变化不大。

2019 年 9 月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资 637.67 亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为 1199.87 亿元，占公司资产总额的 54.72%，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给公司未来融资和资产运作带来一定的风险。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益保持增长，实收资本和资本公积占比较高；债务规模不断扩张，以长期债务为主，整体债务负担较重。

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 7.68%，主要来自未分配利润的增加；2018 年底，公司所有者权益 660.06 亿元，较 2017 年底增长 10.29%，主要由实收资本（占 28.03%）、资本公积（占 40.08%）和未分配利润（占 28.63%）构成。

2016—2018 年，公司实收资本未发生变化，近三年均为 185.00 亿元；同期，公司资本公积逐年增长，年均复合增长 0.62%，系取得的政府支持，2018 年底为 264.53 亿元。

2019 年 9 月底，公司所有者权益 716.93 亿元，较 2018 年底增长 8.62%，主要系收到的地

方财政建设项目支持款和利润留存。

2016—2018 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 3.52%，流动负债和非流动负债均呈波动增长趋势；2018 年底，公司负债总额 1303.07 亿元，较 2017 年底增长 4.12%，负债结构以非流动负债（占 77.89%）为主，与公司高速公路较长的投资回收周期匹配。

2016—2018 年，公司流动负债有所波动；2018 年底，公司流动负债 288.07 亿元，较 2017 年底增长 28.14%。主要来自一年内到期的非流动负债的增加；年末公司流动负债以短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，占比分别为 5.55%、12.65%、8.47% 和 68.51%。

2016—2018 年，公司短期借款波动较大；2018 年底，公司短期借款 16.00 亿元，较 2017 年底下降 62.79%。

2016—2018 年，公司应付账款有所下降，年均复合下降 15.20%，主要系结算部分工程款所致；2018 年底，公司应付账款 36.44 亿元，较 2017 年底变化不大，主要为未结算工程款和质保金。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 29.16%，主要系收取在建高速公路施工单位的履约保证金；2018 年底，公司其他应付款 24.39 亿元，较 2017 年底增长 15.30%。

公司一年内到期非流动负债主要为一年内到期长期借款、应付债券和长期应付款。公司将发行的短期融资券和超短期融资券计入“一年内到期的应付债券”。2016—2018 年，公司一年内到期非流动负债波动较大；2018 年底，公司一年内到期非流动负债 197.37 亿元，较 2017 年底增长 72.80%。

2016—2018 年，公司非流动负债有所波动；2018 年底，公司非流动负债 1015.00 亿元，较 2017 年底减少 11.75 亿元，来自长期借款和长期应付款的减少；年末公司非流动负债主要由长期借款（占 68.29%）和应付债券（占 29.17%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款有所波动，分别为 698.97 亿元、716.52 亿元和 693.12 亿元。2018 年底，公司长期借款中质押借款占比 84.68%，质押物为高速公路收费权；信用借款占比 15.32%。

2016—2018 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 20.47%，主要系通过中期票据和地方政府专项债券形式融资；2018 年底，公司应付债券 296.09 亿元，较 2017 年底增长 7.91%。

表 7 2019 年 9 月底公司存续期债券情况
(单位：亿元)

债券简称	发行规模
15 豫高管 PPN001	21.00
15 豫高管 MTN001	30.00
15 豫高管 PPN002	3.00
16 豫高管 PPN001	10.00
16 豫高管 MTN001	20.00
16 豫高管 MTN002	20.00
17 豫高管 MTN001	20.00
18 豫高管 MTN001	25.00
18 豫高管 MTN002	20.00
18 豫高管 MTN003	10.00
18 豫高管 MTN004	15.00
18 豫高管 MTN005	15.00
19 豫高管 MTN001	15.00
19 豫高管 MTN002	31.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2016—2018 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 25.34%，系部分融资租赁款于一年内到期转出；2018 年底，公司长期应付款 25.49 亿元，较 2017 年底下降 28.70%，全部为融资租赁款，调整至全部债务核算。

2019 年 9 月底，公司负债总额 1475.62 亿元，较上年底增长 13.24%；公司持续通过中期票据和地方政府专项债券等形式融资，非流动负债占比增长至 79.15%。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务规模有所增长，年均复合增长 3.78%；2018 年底，公司全部债务 1228.06 亿元，较 2017 年底增长 3.73%，债务结构以长期债务为主；2019 年 9 月底，公司全部债务 1407.40 亿元，较上年底增长 14.60%，债务结构变化不大，其中 2020 年、2021 年和 2022 年需偿还到期债务分别为 242.11 亿元、189.95 亿元和 158.54 亿元，相较于近几年每年还本付息规模，公司不存在集中兑付压力。

债务指标方面，2016—2018 年，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有所下降，2018 年底分别为 66.38%、65.04%和 60.59%，较 2017 年底分别下降 1.27 个、1.38 个和 2.58 个百分点；2019 年 9 月底，上述指标分别为 67.30%、66.25%和 61.96%。

表 8 公司债务负担情况 (单位：亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
短期债务	191.51	157.22	213.37	239.74
长期债务	948.69	1026.65	1014.69	1167.66
全部债务	1140.20	1183.87	1228.06	1407.40
资产负债率	68.11	67.65	66.38	67.30
全部债务资本化比率	66.70	66.42	65.04	66.25
长期债务资本化比率	62.50	63.17	60.59	61.96

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入快速增长，利润大幅提升，但财务费用对营业利润侵蚀明显。未来随着公司在建高速公路的逐步建成通车以及路网效应的显现，公司整体收入水平及盈利规

模均有望上升。

2016—2018 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 23.29%；2018 年，公司实现营业收入 147.92 亿元，同比增长 35.21%，主要系随着路网效应的逐步显现，主要高速公路实际通

行费收入呈良好增长态势所致。2016—2018年，公司营业成本年均复合增长12.68%，增幅小于营业收入；受此影响，公司营业利润率不断增长，2018年为81.68%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用有所波动；2018年，公司期间费用59.03亿元，同比增长1.86%；其中，财务费用57.57亿元，同比增长0.76%，主要系汇兑损益增加所致。同期，公司期间费用率39.91%，受营业收入快速提升影响下降13.06个百分点，费用控制能力有所增强。

2016—2018年，公司利润总额分别为15.16亿元、29.25亿元和59.29亿元；公司成本相对固定，营业收入快速增长带动利润大幅提升。

盈利指标方面，2016—2018年，公司总资本收益率和净资产收益率快速提升；2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.12%和8.95%，同比分别提升1.30个和4.09个百分点。

表9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	97.32	109.40	147.92
期间费用	60.92	57.95	59.03
利润总额	15.16	29.25	59.29
营业利润率	78.08	79.80	81.68
总资本收益率	4.28	4.82	6.12
净资产收益率	2.63	4.86	8.95

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年1—9月，公司实现营业收入114.29亿元，同比下降7.96%，主要系当期收到财政返还超出预算部分通行费收入有所减少；同期，公司营业利润率83.99%，利润总额53.39亿元。

5. 现金流

近年来，受营业收入快速增长影响，公司经营活动现金流入量快速增长，收入实现质量好，经营现金净流量可覆盖在建高速公路项目的支出；未来，随着在建拟建项目建设的推进，公司或仍存在一定资本支出压力。

经营活动方面，2016—2018年，随着路网效应的逐步显现，主要高速公路实际通行费收入呈良好增长态势，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长22.92%；2018年，公司经营活动现金流入量149.62亿元，同比增长34.34%，其中销售商品、提供劳务收到的现金146.85亿元，主要为收到的通行费收入。2016—2018年，公司现金收入比分别为99.25%、99.40%和99.27%，公司经营业务收现能力较为稳定且质量好。同期，公司经营活动产生的现金流出年均复合增长16.96%；2018年，公司经营活动现金流出量32.33亿元，同比增长31.59%，其中购买商品、接受劳务支付的现金11.32亿元，主要为支付的养护费，支付的职工薪酬16.80亿元。近三年，公司经营活动净现金流均表现为净流入，2018年为117.29亿元。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动产生的现金流入为收到的履约保证金，2018年为5.71亿元；同期，公司投资活动流出的现金大幅增长，年均复合增长33.91%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，2018年为84.28亿元，其余为少量收到和支付的履约保证金。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-47.42亿元、-52.28亿元和-82.88亿元；公司加大对在建高速公路的投入，近年来投资活动资金流出不断扩大。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量有所波动，2018年为234.98亿元，主要为取得有息债务收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出有所波动，2018年为242.97亿元，以偿还债务本息支付的现金为主；2016—2018年，公司筹资活动净现金流均表现为净流出，2018年为-7.99亿元。

表10 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	99.02	111.37	149.62
经营活动现金流出量	23.63	24.57	32.33
经营活动现金净流量	75.39	86.80	117.29
投资活动现金净流量	-47.42	-52.28	-82.88

项目	2016 年	2017 年	2018 年
筹资活动现金净流量	-32.48	-14.30	-7.99
现金收入比	99.25	99.40	99.27
经营现金流动负债比	28.22	38.61	40.72

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额 92.22 亿元；投资活动产生的现金流量净额-96.18 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 134.31 亿元。

6. 偿债能力

公司短期债务规模较大，存在短期支付压力；公司长期偿债能力指标尚可，考虑到公司行业地位和政府的有力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率不断增长，2018 年底分别为 42.66%和 42.60%，同比分别提高 2.04 个和 2.05 个百分点；2019 年 9 月底，上述指标分别为 85.15%和 85.09%。2016—2018 年，经营现金流动负债比不断提升，分别为 28.22%、38.61%和 40.72%，经营活动净现金流对流动负债覆盖能力尚可。2019 年 9 月底，公司现金短期债务比为 0.93 倍。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 快速增长，年均复合增长 25.67%；同期，公司全部债务年均复合增长 3.78%，增幅小于 EBITDA；受此影响，公司全部债务/EBITDA 不断下降，2018 年为 10.59 倍。近年来，随着通行费收入的快速增长，公司 EBITDA 对有息债务的保障程度不断提升。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得各商业银行等金融机构授信额度合计 2277.79 亿元，尚未使用额度 1460.79 亿元，间接融资渠道通畅。

7. 母公司分析

公司资产和收入主要来自于母公司，母公司所有者权益稳定性好，债务负担较重。

2018 年底，母公司资产总额 1672.07 亿元，2017 年底增长 2.13%，资产构成以非流动资产（占 97.67%）为主。其中，固定资产和无形资产分别为 1173.07 亿元和 334.63 亿元，均较 2017 年底变化不大，主要为高速公路路产和土地资产。

2018 年底，母公司所有者权益 639.19 亿元，较 2017 年底增长 10.04%，主要来自利润留存；负债总额 1032.87 亿元，较 2017 年底下降 2.22%，构成以非流动负债为主，占比 73.22%。其中，一年内到期的非流动负债 197.37 亿元，较 2017 年底增长 72.80%；长期借款和应付债券分别为 521.81 亿元和 209.00 亿元，较 2017 年底分别下降 7.61%和 13.64%。2018 年底，母公司资产负债率 61.77%，全部债务资本化比率 60.27%。

2018 年，母公司实现营业收入 146.72 亿元，营业成本为 26.12 亿元，利润总额 59.04 亿元，同比增加 29.85 亿元。

2019 年 9 月底，母公司资产总额 1713.93 亿元，所有者权益 692.88 亿元；2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 113.59 亿元，利润总额 53.27 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模为 20.00 亿元，相当于 2019 年 9 月底公司全部债务和长期债务规模的 1.42%和 1.71%，对公司现有债务规模影响小。

2019 年 9 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 67.30%、66.25%和 61.96%。本期中期票据募集资金拟用于置换到期债务，以 2019 年 9 月底财务报表数据为基础，假设其他条件不变，其发行后对公司现有债务水平不会造成影响。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金净流量分别为 75.39 亿元、86.80 亿元和 117.29 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 3.77 倍、4.34 倍和 5.86 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 73.39 亿元、86.15 亿元和 115.91 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 3.67 倍、4.31 倍和 5.80 倍。总体看，公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据的保障程度很高。

考虑到公司是河南省两大交通基础设施投资建设主体之一，行业地位突出，并持续得到河南省政府的有力支持，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。同时联合资信注意到本期中期票据具有利息递延支付的可能性，一旦出现递延支付，累积利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

但递延利息未设置罚则，约束力较弱，若公司选择行使相关权利，则导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

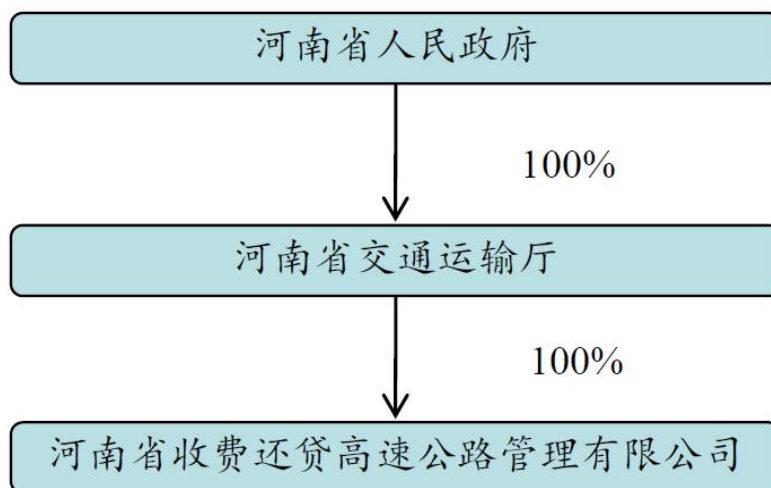
十、结论

高速公路行业具有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。

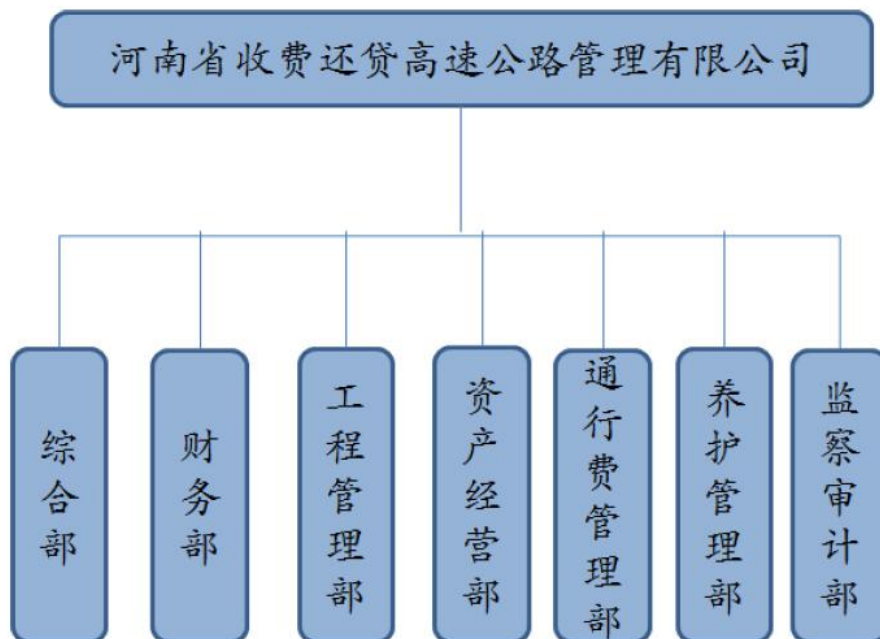
河南省是中国中东部重要的陆路交通枢纽，公司作为河南省政府收费还贷高速公路的唯一投融资、建设和运营管理主体，区域内行业地位突出。近年来公司在建高速公路项目投资规模大，债务规模呈增长趋势，债务负担较重，财务费用高，且存在资本支出压力，但公司所辖路产质量较好，实际车辆通行费收入持续增长，并且获得了政府在税收政策、资金补助等多方面的支持。未来随着在建高速公路的通车、区域经济的发展 and 近年通车路段效益的显现，公司车辆通行费收入和利润规模有望增长。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图和组织架构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

单位名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	经营范围
河南和鼎高速公路管理有限公司	100.00	100.00	高速公路设施维护、高速公路服务区管理
河南省机西高速公路建设有限公司	100.00	1000.00	高速公路建设；高速公路管理和养护；服务区场地及房屋租赁、机器设备的租赁及维修；交通技术的技术咨询及技术服务
河南省南林高速公路南乐段建设有限公司	100.00	500.00	高速公路(桥梁)的建设、开发、经营、养护、管理
河南省德商高速公路建设有限公司	100.00	500.00	高速公路、桥梁的基础设施开发、经营、养护管理
河南省三门峡至浙川高速公路项目有限公司	100.00	1000.00	三门峡至浙川高速公路项目建设、经营管理和维护等
河南省济阳高速公路建设有限公司	100.00	1000.00	高速公路投资
河南省济源至洛阳西高速公路建设有限公司	100.00	1000.00	高速公路投资
河南省三门峡黄河大桥高速公路建设有限公司	100.00	400.00	三门峡至浙川高速公路豫晋省界至灵宝段项目建设、经营管理和维护
河南省豫晋高速公路建设有限公司	100.00	400.00	三门峡黄河公铁两用桥公路南引桥及南引线工程建设、经营管理和维护
河南省尧栾西高速公路建设有限公司	100.00	1000.00	高速公路工程建筑、项目建设、经营管理与养护
河南省台辉高速公路建设有限公司	100.00	500.00	高速公路工程建筑、项目建设、经营管理与养护等
河南省西浙高速公路建设有限公司	100.00	1000.00	高速公路工程建筑、项目建设、经营管理与养护
河南省滹栾高速公路建设有限公司	99.00	3000.00	高速公路工程建设、项目建设、经营管理与养护等
河南省栾卢高速公路建设有限公司	100.00	3000.00	高速公路工程建筑、项目建设、经营管理与养护等
河南省连霍呼北联络线高速公路建设有限公司	99.00	3000.00	连霍呼北高速公路联络线项目的投资、建设、运营；项目沿线规定区域内的广告牌
河南省濮新高高速公路建设有限公司	100.00	500.00	高速公路工程建筑、项目建设、经营管理与养护等
河南安罗高速公路有限公司	100.00	500.00	公路工程；高速公路管理与养护等
河南省濮卫高速公路有限公司	100.00	500.00	高速公路工程建筑、项目建设、经营管理与养护等
河南省融辉高速公路建设有限公司	100.00	3000.00	高速公路项目建设、工程建筑、经营管理与维护
河南省兰原高速公路有限公司	100.00	500.00	高速公路工程建设、项目建设、经营管理与养护等
河南省新伊高速公路有限公司	100.00	1000.00	高速公路的建设、养护；服务区的经营管理
河南省新融高速公路建设有限公司	100.00	1000.00	高速公路建设、经营管理与养护

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	46.88	67.23	93.65	224.01
资产总额（亿元）	1785.21	1850.05	1963.13	2192.55
所有者权益（亿元）	569.22	598.49	660.06	716.93
短期债务（亿元）	191.51	157.22	213.37	239.74
长期债务（亿元）	948.69	1026.65	1014.69	1167.66
全部债务（亿元）	1140.20	1183.87	1228.06	1407.40
营业收入（亿元）	97.32	109.40	147.92	114.29
利润总额（亿元）	15.16	29.25	59.29	53.39
EBITDA（亿元）	73.39	86.15	115.91	--
经营性净现金流（亿元）	75.39	86.80	117.29	92.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5874.64	7169.21	5131.77	--
存货周转次数（次）	141.53	142.57	158.86	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.08	--
现金收入比（%）	99.25	99.40	99.27	98.81
营业利润率（%）	78.08	79.80	81.68	83.99
总资本收益率（%）	4.28	4.82	6.12	--
净资产收益率（%）	2.63	4.86	8.95	--
长期债务资本化比率（%）	62.50	63.17	60.59	61.96
全部债务资本化比率（%）	66.70	66.42	65.04	66.25
资产负债率（%）	68.11	67.65	66.38	67.30
流动比率（%）	21.42	40.62	42.66	85.15
速动比率（%）	21.36	40.55	42.60	85.09
经营现金流动负债比（%）	28.22	38.61	40.72	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.43	0.44	0.93
全部债务/EBITDA（倍）	15.54	13.74	10.59	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.25	1.48	1.98	--

注：1. 2019 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 已将长期应付款调整至长期债务计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	26.60	19.56	29.09	63.80
资产总额（亿元）	1602.52	1637.22	1672.07	1713.93
所有者权益（亿元）	552.59	580.86	639.19	692.88
短期债务（亿元）	191.51	157.22	213.37	239.74
长期债务（亿元）	810.91	842.53	756.30	723.93
全部债务（亿元）	1002.42	999.75	969.67	963.67
营业收入（亿元）	96.40	108.33	146.72	113.59
利润总额（亿元）	15.03	29.20	59.04	53.27
EBITDA（亿元）	75.20	86.39	116.71	--
经营性净现金流（亿元）	74.66	86.24	118.92	91.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2900426.87	319760.35	433066.07	--
存货周转次数（次）	173.18	17.86	205.78	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.09	--
现金收入比（%）	99.13	99.20	99.35	98.82
营业利润率（%）	78.66	97.96	82.13	84.31
总资本收益率（%）	4.82	5.46	7.25	--
净资产收益率（%）	2.69	5.00	9.21	--
长期债务资本化比率（%）	59.47	59.19	54.20	51.10
全部债务资本化比率（%）	64.46	63.25	60.27	58.17
资产负债率（%）	65.52	64.52	61.77	59.57
流动比率（%）	14.50	12.84	14.07	24.94
速动比率（%）	14.45	12.79	14.03	24.88
经营现金流动负债比（%）	31.24	40.33	43.00	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.12	0.14	0.27
全部债务/EBITDA（倍）	13.33	11.57	8.31	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.32	1.47	2.10	--

注：1. 2019 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 已将长期应付款调整至长期债务计算

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^ (1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(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 - 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%
短期债务现金比	现金类资产 / 短期债务
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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用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。详见下表：

信用等级设置	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 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

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 2020 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

河南省收费还贷高速公路管理有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

河南省收费还贷高速公路管理有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对河南省收费还贷高速公路管理有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，河南省收费还贷高速公路管理有限公司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河南省收费还贷高速公路管理有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现河南省收费还贷高速公路管理有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对河南省收费还贷高速公路管理有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如河南省收费还贷高速公路管理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河南省收费还贷高速公路管理有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与河南省收费还贷高速公路管理有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。