

信用等级公告

联合〔2020〕2000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 年度第五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 年度第五期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



河南省收费还贷高速公路管理有限公司 2020 年度第五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

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+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：置换到期债务

评级时间：2020 年 07 月 02 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
财务风险	F2	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	2	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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

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优势明显。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较重、存在较大资本支出压力及经营受新冠疫情影响等因素给其信用水平带来的不利影响。

随着在建高速公路的陆续通车，路网规模效应逐步显现，未来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

- 公司发展的外部环境良好。**河南省是中国中东部重要的陆路交通枢纽，近年来经济持续稳步发展，2019 年，河南省实现地区生产总值 54259.20 亿元，同比增长 7.0%。
- 行业地位突出，持续获得外部支持。**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、资金补助等方面获得政府较大支持。
- 路产质量良好，通行费收入稳步增长。**公司路产质量良好，随着在建高速公路的通车和路网效益的显现，实际通行费收入呈稳步增长态势。

关注

- 公司债务负担较重。**近年来，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。财务费用对公司利润侵蚀较大。
- 公司存在资本支出压力。**公司在建高速公路投资规模大，未来存在较大的资本支出压力。
- 公司通行费收入短期受疫情影响较大。**新冠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。

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

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产（亿元）	67.23	93.65	185.62	184.88
资产总额（亿元）	1850.05	1963.13	2198.73	2242.96
所有者权益（亿元）	598.49	660.06	713.88	729.32
短期债务（亿元）	157.22	213.37	242.75	312.41
长期债务（亿元）	1026.65	1014.69	1174.04	1134.30
全部债务（亿元）	1183.87	1228.06	1416.79	1446.71
营业收入（亿元）	109.40	147.92	138.32	33.85
利润总额（亿元）	29.25	59.29	50.28	15.46
EBITDA（亿元）	86.15	115.91	105.19	--
经营性净现金流（亿元）	86.80	117.29	102.21	27.67
现金收入比（%）	99.40	99.27	99.55	101.50
营业利润率（%）	79.80	81.68	77.48	86.99
净资产收益率（%）	4.86	8.95	7.02	--
资产负债率（%）	67.65	66.38	67.53	67.48
全部债务资本化比率（%）	66.42	65.04	66.50	66.48
流动比率（%）	40.62	42.66	72.10	60.17
速动比率（%）	40.55	42.60	72.03	60.13
经营现金流流动负债比（%）	38.61	40.72	32.92	--
现金短期债务比（倍）	0.43	0.44	0.76	0.59
全部债务/EBITDA（倍）	13.74	10.59	13.47	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.98	1.68	--
公司本部				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	1637.22	1672.07	1708.17	1722.51
所有者权益（亿元）	580.86	639.19	688.93	704.33
全部债务（亿元）	999.75	969.67	964.65	967.08
营业收入（亿元）	108.33	146.72	137.33	33.71
利润总额（亿元）	29.20	59.04	50.16	15.39
资产负债率（%）	64.52	61.77	59.67	59.11
全部债务资本化比率（%）	63.25	60.27	58.34	57.86
流动比率（%）	12.84	14.07	17.65	18.00
经营现金流流动负债比（%）	40.33	43.00	34.36	--

注：2020年一季度财务数据未经审计；已将其他流动负债调整至短期债务计算，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	2020/04/30	许狄龙、李坤	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编号

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 年度第五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”）是根据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2020年3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2020年3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21家（见附件1-3）。

截至2019年底，公司资产总额2198.73亿元，所有者权益713.88亿元；2019年，公司实现营业收入138.32亿元，利润总额50.28亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额

2242.96亿元，所有者权益729.32亿元；2020年1-3月，公司实现营业收入33.85亿元，利润总额15.46亿元。

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

公司于2020年3月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年度第五期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为20.00亿元，期限3+2年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金拟用于置换到期债务。

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，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

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%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016 - 2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

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

4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年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，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。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；基础设施投资增速为 3.8%，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%，比上年低 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 8.0%、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%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和

-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。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 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，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和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。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。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，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。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

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，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行

向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六

保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

(1) 行业概况

依据《中华人民共和国公路法》，公路按

其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过15年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过20年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过25年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过30年。高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。

根据交通运输部发布的《2018—2019年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019年，中国高速公路通车里程分别达14.26万公里和14.96万公里，其中国家高速公路通车里程分别为10.55万公里和10.86万公里。2019年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的2.98%，较上年底提高0.04个百分点。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通车里程的增加，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。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019年，中国公路运输分别完成营业性客运量136.72亿人和130.12亿人，同比分别下降6.2%和4.8%；分别完成旅客周转量9279.68亿人公

里和8857.08亿人公里，同比分别下降5.0%和4.6%。2019年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为25.06%，较上年下降2.05个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019年，中国公路运输完成营业性货运量343.55亿吨、货物周转量59636.39亿吨公里，同比分别增长4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019年，中国高速公路货物运输量达171.57亿吨，同比增长6.8%。2020年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降59.4%和22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018年，中国高速公路通行费总收入5168.38亿元，同比增长8.75%，在收费公路通行费总收入中占比93.08%。

（2）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）》，开始在政府收费公路领域试点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。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；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，严格控制收费公路规模；明确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，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围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，保障养护管理资金需要。

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速公路全网统一运行；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。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

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、推出公募REITs等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。

（3）行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需

求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2019年，中国高速公路建设完成投资 11504 亿元，增长 15.4%，增速较 2018 年（7.7%）明显上升，创 2011 年以来最大增幅。

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在 30%左右，银行贷款比重介于 64%~66%，其他债务占比 5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2018 年，中国高速公路通行费总收入 5168.38 亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69 亿元，通行费收支缺口 3857.30 亿元，比上年增长 86.31 亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好（2018 年收入对利息支出的覆盖倍数约 2 倍）。

（4）未来发展

短期来看，2020 年初新冠疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自 2020 年 5 月 6 日

起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；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，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，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，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

2. 区域经济环境

河南省经济持续稳定发展，交通区位优势明显，公路运输保持绝对优势，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提高。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，2019年第一产业增加值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 2020 年 3 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 2020 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路 40 条，通车里程 2840.59 公里，占河南省省内高速公路通车里程的 40.77%，公司区域内行业地位突出。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。

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 2020 年 3 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资建设和运营管理主体，在税收政策、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

2017—2019 年，公司分别收到地方财政建设项目支持款 0.96 亿元、3.08 亿元和 4.02 亿元，计入“资本公积”；同期，公司分别收到收费公路专项债资金 40.47 亿元、46.62 亿元和 150.00 亿元，计入“应付债券”；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 2020 年 3 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

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：4101010002232586），截至2020年6月10日，公司本部无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

公司负责河南省内收费还贷高速公路的投资建设和运营管理，经营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，公司营业收入有所增长，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。

2017—2019年，公司营业收入有所增长，年均复合增长12.44%，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；2019年，公司实现营业收入138.32亿元，同比下降6.49%。其中，车辆通行费收入134.86亿元（占97.50%），同比下降6.58%，主要系收到的财政返还超出预算部分的通行费收入减少导致；其他业务收入3.45亿

元，同比减少0.11亿元。

毛利率方面，由于公司高速公路路产不计提折旧，公司高速公路运营业务毛利率处于较高水平，近三年分别为81.77%、83.15%和78.92%；公司综合毛利率变动受通行费收入影响大，2019年为77.57%，同比下降4.19个百分点。

2020年1—3月，公司营业收入和综合毛利率分别为33.85亿元和87.08%，同比均变化不大，收入主要来自于财政返还的通行费收入。

表2 公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2017年			2018年			2019年		
	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	106.00	96.89	81.77	144.36	97.59	83.15	134.86	97.50	78.92
其他收入	3.40	3.11	21.92	3.56	2.41	25.22	3.45	2.50	24.82
合计	109.40	100.00	79.90	147.92	100.00	81.76	138.32	100.00	77.57

注：尾差系四舍五所致
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，公司主要高速公路实际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；2020年，新冠肺炎疫情对公司经营影响很大；此外，公司在建高速公路项目未来投资规模较大，未来资本支出压力较大。

高速公路路产情况

截至2020年3月底，公司旗下管辖的高速公路里程为2840.59公里，共40段，占河南省省内高速公路通车里程的40.77%，除台辉高速台前至范县段外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和二广高速（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和宁洛高速公路（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）、三浙高速（三门峡-浙川）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、三浙高速

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，公司新通车高速公路1段，系三浙高速豫晋省界段。2020年一季度，公司新通车高速公路2段，分别为济阳高速济源段和台辉高速台前至范县段。

公司所辖高速公路中有31条共计1648.0公里由下属7个分公司负责收费运营，分别为郑州分公司、濮鹤分公司、少新分公司、宛坪

分公司、洛阳分公司、三门峡分公司和航空港分公司；另外，公司有9条共计1192.6公里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，公司管辖路段资产优良，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3 截至2020年3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	107.6	郑州分公司	2004.01	国高网
2	郑州西南绕城高速	52.0	郑州分公司	2005.08	地方高速
3	濮鹤高速	58.4	濮鹤分公司	2004.11	地方高速
4	大广高速濮阳段	59.4	濮鹤分公司	2006.11	国高网
5	大广高速南乐至豫冀界段	14.2	濮鹤分公司	2010.12	国高网
6	大广高速安阳至新乡段	80.3	濮鹤分公司	2006.01	国高网
7	安南高速安阳至南乐段	64.7	濮鹤分公司	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	少新分公司	2005.09	国高网
10	二广高速济源至洛阳段	46.1	少新分公司	2005.09	国高网
11	长济高速济源至焦作段	55.8	少新分公司	2005.09	地方高速
12	长济高速焦作至修武段	29.1	少新分公司	2007.09	国高网
13	长济高速获嘉至新乡段	50.4	少新分公司	2007.09	国高网
14	长济高速济源至邵原段	59.7	少新分公司	2008.12	地方高速
15	沪陕高速南阳至豫陕界	151.2	宛坪分公司	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段	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段	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年新通车					
25	洛栾高速洛阳至嵩县段	62.7	洛阳分公司	2012.12	地方高速
26	洛栾高速嵩县至栾川段	67.3	洛阳分公司	2012.12	地方高速
27	郑卢高速洛阳至洛宁段	68.9	洛阳分公司	2012.12	地方高速

序号	路段名称	里程	所属公司	通车时间	高速公路性质
28	郑卢高速洛宁至卢氏段	55.0	洛阳分公司	2012.12	地方高速
29	三浙高速灵宝至卢氏段	80.9	三门峡分公司	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	2015.12	地方高速
32	德商高速范县段	19.6	濮鹤分公司	2015.11	国高网
33	南林高速南乐至豫鲁省界段	33.5	濮鹤分公司	2015.11	地方高速
34	三浙高速卢氏至西坪（三门峡段）	51.2	三门峡分公司	2015.12	地方高速
35	三浙高速卢氏至西坪段（南阳段）	33.0	宛坪分公司	2015.12	地方高速
36	三浙高速西坪至寺湾段	37.5	宛坪分公司	2015.12	地方高速
2018年新通车					
37	郑州机场至周口西华高速公路（二期）	45.1	航空港分公司	2018.12	地方高速
2019年通车					
38	三浙高速豫晋省界段	5.5	三门峡分公司	2019.08	地方高速
2020年通车					
39	济阳高速济源段	19.5	少新分公司	2020.01	地方高速
40	台辉高速台前至范县段	24.7	濮鹤分公司	2020.01	地方高速
合计		2840.6	--	--	--

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。

近年来，随着路网效应的逐步显现，所辖高速公路日均车流量呈良好增长态势，近三年分别为116.0万辆、129.9万辆和140.4万辆；同期，公司实际车辆通行费收入年均复合增长11.91%；2019年，公司实际通行费收入为166.59亿元，同比增长12.49%，其中河南高发代管的路段通行费收入占比47.17%，主要来自于连霍高速河南段产生的通行费收入（占35.84%）。通行费收入的增长带动路产盈利能力的增强，近三年公司所辖路产单公里通行费

收入提升较快，分别为484.40万元/公里、529.64万元/公里和595.81万元/公里。

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	2017年	2018年	2019年
郑州分公司	237204.12	267516.31	320314.18
濮鹤分公司	128270.12	149066.94	182640.16
少新分公司	145157.39	181751.64	221354.28
宛坪分公司	78953.96	79490.79	63180.10
洛阳分公司	21855.75	24921.52	28657.99
三门峡分公司	8943.71	10848.69	9288.54
航空港分公司	32959.73	43218.06	54578.83
河南高发代管	676809.21	724047.18	785875.43
合计	1330154.00	1480861.13	1665889.51

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。2017—2019年，公司高速公路养护支出分别为9.09亿元、9.29亿元和9.45亿元，较为稳定。

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

公司在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2020年3月底，公司在建的高速公路项目14个，总建设里程699.03公里，计划总投资合计865.78亿元，已完成投资347.33亿元，计划于2020—2023年通车；公司无拟建的高速公路项目。

表5 截至2020年3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	计划总投资	已完成投资	建设模式
济洛西高速济源至洛阳西段	2020年	42.40	47.86	24.61	PPP
三门峡黄河公铁两用桥公路南引线工程	2021年	2.20	11.84	7.12	自建
台辉高速豫鲁省界至范县段	2020年	37.66	47.33	33.02	PPP

项目名称	计划通车时间	建设里程	计划总投资	已完成投资	建设模式
郑西高速尧山至栾川段	2020年	78.80	105.18	64.21	PPP
郑西高速栾川至双龙段	2021年	48.36	68.63	45.62	自建
尧栾西高速公路双龙至西峡段	2022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
淠浙高速公路西峡至浙川段	2022年	52.75	67.37	24.05	自建
栾川至卢氏高速公路	2023年	75.33	153.62	51.10	自建
淠浙高速淠池至洛宁段	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	6.35	PPP
濮阳至湖北阳新高速公路濮阳段一期	2022年	33.90	32.47	7.62	PPP
安阳至罗山高速公路上蔡至罗山段	2022年	148.82	124.27	18.00	PPP
合计	--	699.03	865.78	347.33	--

资料来源：公司提供

(2) 其他业务

公司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。2017—2019年，公司分别实现其他业务收入3.40亿元、3.56亿元和3.45亿元，业务毛利率分别为21.92%、25.22%和24.82%。

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2017—2019年度合并财务报表，众华会计师事务所(特殊普通合伙)对2017—2018年度合并财务报表进行审计，中证天通会计师事务所(特殊普通合伙)对2019年度合并财务报表进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2020年1—3月财务报表未经审计。

截至2020年3月底，公司拥有合并范围内子公司21家。近年来，公司合并范围变化不大，财务数据的可比性强。

截至2019年底，公司资产总额2198.73亿元，所有者权益713.88亿元；2019年，公司实现营业收入138.32亿元，利润总额50.28亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额2242.96亿元，所有者权益729.32亿元；2020年1—3月，公司实现营业收入33.85亿元，利润总额15.46亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，以固定资产和无形资产为主，符合高速公路行业特征；高速公路资产可为公司带来稳定的通行费收入，资产质量较好，但受限资产规模较大。

2017—2019年，公司资产规模有所增长，年均复合增长9.02%，流动资产和非流动资产均有所增长；2019年底，公司资产总额2198.73

亿元，较2018年底增长12.00%，资产结构以非流动资产为主，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	2017年		2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	91.31	4.94	122.89	6.26	223.87	10.18	228.08	10.17
货币资金	67.23	3.63	93.65	4.77	185.62	8.44	184.88	8.24
非流动资产	1758.74	95.06	1840.23	93.74	1974.87	89.82	2014.88	89.83
固定资产	1330.81	71.93	1370.21	69.80	1385.46	63.01	1385.59	61.78
在建工程	59.43	3.21	94.41	4.81	215.67	9.81	255.56	11.39
无形资产	364.12	19.68	375.27	19.12	373.24	16.98	373.24	16.64
资产总额	1850.05	100.00	1963.13	100.00	2198.73	100.00	2242.96	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

2017—2019年，公司流动资产大幅增长，年均复合增长56.58%，主要来自货币资金和预付款项的增加；2019年底，公司流动资产较2018年底增长82.17%至223.87亿元，主要由货币资金和预付款项构成，分别占比82.91%和14.05%。

2017—2019年，公司货币资金大幅增长，年均复合增长66.16%，主要系经营获现留存和融资取得的资金；2019年底，货币资金185.62亿元，较2018年底增长98.21%，构成以银行存款为主，占99.91%。

公司预付款项主要是预付工程款。2017—2019年，公司预付款项快速增长，年均复合增长31.74%，主要系在建项目投资规模加大导致预付工程款增加；2019年底，公司预付款项31.45亿元，较2018年底增长43.52%。

2017—2019年，公司其他应收款有所波动；2019年底，公司其他应收款6.39亿元，较2018年底下降9.97%；从集中度看，公司其他应收款前五名合计4.19亿元（占52.52%），集中度一般。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

2017—2019年，公司非流动资产稳步增长，

年均复合增长5.97%，主要来自在建工程的增加；2019年底，公司非流动资产1974.87亿元，较2018年底增长7.32%。

2017—2019年，公司固定资产持续增长，2019年底为1385.46亿元，较2018年底增加15.25亿元，主要系三浙高速豫晋省界至灵宝段等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89.67%）。

2017—2019年，公司在建工程大幅增长，年均复合增长90.50%，主要系台辉高速和郑西高速等多条在建项目持续投入；2019年底，公司在建工程215.67亿元，较2018年底增长128.43%。

2017—2019年，公司无形资产较为稳定，2019年底为373.24亿元，较2018年底减少2.03亿元，主要为高速公路沿线土地使用权。

2020年3月底，公司资产总额2242.96亿元，较2019年底增长2.01%，主要系在建高速公路持续投入，资产结构变化不大。

2020年3月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资623.73亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为1240.99亿元，占公司资产总额的55.33%，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，债务规模不断扩张，以长期债务为主，整体债务负担较重。

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 9.22%，主要来自未分配利润的增加；2019年底，公司所有者权益 713.88 亿元，较 2018 年底增长 8.15%，主要由实收资本（占 25.91%）、资本公积（占 37.62%）和未分配利润（占 32.75%）构成。

2017—2019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 1.35%，系取得的地方政府支持资金，2019 年底为 268.55 亿元。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 729.32 亿元，较 2019 年底增长 2.16%，系利润留存导致。

负债

2017—2019 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 8.92%，流动负债和非流动负债均有所增长；2019 年底，公司负债总额 1484.86 亿元，较 2018 年底增长 13.95%，负债结构以非流动负债（占 79.09%）为主，与公司高速公路较长的投资回收周期匹配。

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 17.53%，主要来自一年内到期的非流动负债的增加；2019 年底，公司流动负债 310.51 亿元，较 2018 年底增长 7.79%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，占比分别为 6.51%、11.07%、9.90% 和 58.79%。

2017—2019 年，公司短期借款波动较大；2019 年底，公司短期借款 20.20 亿元，较 2018 年底增长 26.24%。

2017—2019 年，公司应付账款小幅下降，年均复合下降 3.45%，主要系结算部分工程款所致；2019 年底，公司应付账款 34.37 亿元，较 2018 年底下降 5.69%，主要为未结算工程款和质保金。

2017—2019 年，公司其他应付款有所波动，2019 年底为 30.73 亿元，较 2018 年底下降 14.66%，主要为应付履约保证金和诚意金等。

2017—2019 年，公司一年内到期非流动负债有所增长，年均复合增长 26.42%；2019 年底，公司一年内到期非流动负债 182.56 亿元，较上年下降 7.50%，主要由一年内到期长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2019 年底，公司其他流动负债 40.00 亿元，系发行的“19 豫高管 SCP001”“19 豫高管 SCP002”和“19 豫高管 SCP003”，调整至短期债务计算。

2017—2019 年，公司非流动负债有所增长，年均复合增长 15.70%，主要来自应付债券的增加；2019 年底，公司非流动负债 1174.35 亿元，较 2018 年底增长 15.70%，主要由长期借款（占 63.15%）和应付债券（占 35.60%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款有所波动，分别为 716.52 亿元、693.12 亿元和 741.58 亿元。2019 年底，公司长期借款中质押借款占比 79.58%，质押物为高速公路收费权；其余均为信用借款。

2017—2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 23.44%，主要系通过中期票据和地方政府专项债券形式融资；2019 年底，公司应付债券 418.09 亿元，较 2018 年底增长 41.20%。

表 7 2019 年底公司应付债券明细
(单位：亿元)

债券简称	发行规模
16 豫高管 PPN001	10.00
16 豫高管 MTN001	20.00
16 豫高管 MTN002	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
17 专项债	40.47
18 专项债	46.62

19 专项债 1	50.00
19 专项债 2	51.00
19 专项债 3	49.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2017—2019 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 36.59%，系部分融资租赁款于一年内到期转出；2019 年底，公司长期应付款 14.37 亿元，较 2018 年底下降 43.61%，全部为融资租赁款，调整至长期债务计算。

2020 年 3 月底，公司负债总额 1513.64 亿元，较 2019 年底增长 1.94%；公司持续通过中期票据等形式融资，负债结构仍以非流动负债为主，但占比下降至 74.96%。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长 9.40%；2019

年底，公司全部债务 1416.79 亿元，较 2018 年底增长 15.37%，债务结构以长期债务（占 82.87%）为主；2020 年 3 月底，公司全部债务 1446.71 亿元，较 2019 年底增长 2.11%，债务结构仍以长期债务为主，但占比下降至 78.41%，其中 2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年需偿还到期债务 225 亿元、194 亿元和 154 亿元，有息债务到期时间较为分散，不存在集中兑付压力。

债务指标方面，2017—2019 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变化不大，2019 年底分别为 67.53%、66.50%和 62.19%，较 2018 年底分别提升 1.15 个、1.46 个和 1.60 个百分点；2020 年 3 月底，上述指标分别为 67.48%、66.48%和 60.87%。

表 8 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期债务	157.22	213.37	242.75	312.41
长期债务	1026.65	1014.69	1174.04	1134.30
全部债务	1183.87	1228.06	1416.79	1446.71
资产负债率	67.65	66.38	67.53	67.48
全部债务资本化比率	66.42	65.04	66.50	66.48
长期债务资本化比率	63.17	60.59	62.19	60.87

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，公司营业收入和利润总额均有所增长，但利息支出对利润侵蚀明显；未来，随着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。

2017—2019 年，公司营业收入有所增长，年均复合增长 12.44%；2019 年，公司实现营业收入 138.32 亿元，同比下降 6.49%，主要系收到的财政返还超出预算部分的通行费收入减少导致。2017—2019 年，公司营业成本年均复合增长 18.80%，增幅大于营业收入；受此影响，公司营业利润率有所下降，2019 年为 77.48%。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用有所波动，2019 年为 56.32 亿元，同比下

降 4.59%；其中，财务费用 54.93 亿元，同比下降 4.57%，主要系综合融资成本下降导致利息支出减少。2017—2019 年，公司期间费用率分别为 52.97%、39.91%和 40.72%，对利润侵蚀明显。

2017—2019 年，公司利润总额分别为 29.25 亿元、59.29 亿元和 50.28 亿元。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所提升；2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.93%和 7.02%，同比分别下降 1.19 个和 1.93 个百分点。

表 9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	109.40	147.92	138.32

期间费用	57.95	59.03	56.32
利润总额	29.25	59.29	50.28
营业利润率	79.80	81.68	77.48
总资本收益率	4.82	6.12	4.93
净资产收益率	4.86	8.95	7.02

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—3月，公司实现营业收入33.85亿元，同比变化不大；同期，公司营业利润率86.99%，利润总额15.46亿元。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流入量有所增长，收入实现质量好，但随着高速公路建设投资规模的不断扩大，经营现金净流量已无法覆盖建设支出，筹资规模有所扩大；未来，随着在建拟建项目建设的推进，公司仍存在一定资本支出压力。

经营活动方面，2017—2019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12.38%；2019年，公司经营活动现金流入量140.64亿元，同比下降6.00%，其中销售商品、提供劳务收到的现金137.69亿元，主要为收到的通行费收入。2017—2019年，公司现金收入比分别为99.40%、99.27%和99.55%，公司经营业务收现能力较强。同期，公司经营活动产生的现金流出年均复合增长25.08%；2019年，公司经营活动现金流出量38.44亿元，同比增长18.89%，其中购买商品、接受劳务支付的现金17.40亿元，主要为支付的养护费，支付的职工薪酬16.77亿元。近三年，公司经营活动净现金流均表现为净流入，2019年为102.21亿元。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动产生的现金流入为收到的履约保证金，2019年为8.60亿元；同期，公司投资活动现金流出量大幅增长，年均复合增长58.12%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，2019年为149.08亿元。2017—2019年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-52.28亿元、

-82.88亿元和-140.47亿元；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规模不断扩大。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量有所波动，2019年为431.41亿元，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，2019年为301.24亿元，以偿还债务本息支付的现金为主；2017—2019年，公司筹资活动净现金流逐年增加，2019年为130.17亿元，由负转正。

表10 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量	111.37	149.62	140.64
经营活动现金流出量	24.57	32.33	38.44
经营活动现金净流量	86.80	117.29	102.21
投资活动现金净流量	-52.28	-82.88	-140.47
筹资活动现金净流量	-14.30	-7.99	130.17
现金收入比	99.40	99.27	99.55
经营现金流动负债比	38.61	40.72	32.92

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额27.67亿元；投资活动产生的现金流量净额-39.98亿元；筹资活动产生的现金流量净额11.58亿元，系银行项目贷款增加的资金。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，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，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率不断增长，2019年底分别为72.10%和72.03%，较2018年底分别提高29.44个和29.43个百分点；2020年3月底，上述指标分别为60.17%和60.13%。2017—2019年，经营现金流动负债比分别为38.61%、40.72%和32.92%，经营活动净现金流对流动负债覆盖能力尚可。2020年3月底，公司现金短期债务比为0.59倍。考虑到公司较强的经营获现能力，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年公

司 EBITDA 快速增长, 年均复合增长 10.50%; 2019 年, 公司 EBITDA 为 105.19 亿元。同期, 公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 13.47 倍和 1.68 倍。

截至 2020 年 3 月底, 公司无对外担保。

截至 2020 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 2542.79 亿元, 尚未使用额度 1502.62 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。

2019 年底, 母公司资产总额 1708.17 亿元, 较 2018 年底增长 2.16%, 资产构成以非流动资产 (占 96.93%) 为主。其中, 固定资产和无形资产分别为 1173.97 亿元和 334.56 亿元, 主要为高速公路路产和土地资产。

2019 年底, 母公司所有者权益 688.93 亿元, 较 2018 年底增长 7.78%, 主要来自利润留存; 负债总额 1019.24 亿元, 较 2018 年底下降 1.32%, 构成以非流动负债为主, 占比 70.83%。其中, 一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券分别为 182.56 亿元、526.53 亿元和 181.00 亿元。2019 年底, 母公司资产负债率 59.67%, 全部债务资本化比率 58.34%。

2019 年, 母公司实现营业收入 137.33 亿元, 营业成本为 30.33 亿元, 利润总额 50.16 亿元, 同比下降 6.40%。

2020 年 3 月底, 母公司资产总额 1722.51 亿元, 所有者权益 704.33 亿元; 2020 年 1—3 月, 母公司实现营业收入 33.71 亿元, 利润总额 15.39 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 2020 年 3 月底公司全部债务和长期债务规模的 1.38% 和 1.76%, 对公司现有债务规模影响小。

2020 年 3 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.48%、66.48% 和 60.87%。以 2020 年 3 月底财务报表数据为基础, 假设其他条件不变, 预计本期中期票据发行后, 上述三项指标将分别上升至 67.77%、66.79% 和 61.28%, 债务负担有所加重。但考虑本期中期票据募集资金拟用于置换到期债务, 公司实际负债水平或低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年, 公司经营活动现金净流量分别为 86.80 亿元、117.29 亿元和 102.21 亿元, 分别为本期中期票据拟发行规模的 4.34 倍、5.86 倍和 5.11 倍; 同期, 公司 EBITDA 分别为 86.15 亿元、115.91 亿元和 105.19 亿元, 分别为本期中期票据拟发行规模的 4.31 倍、5.80 倍和 5.26 倍。总体看, 公司经营活动净现金流及 EBITDA 对本期中期票据的保障程度很高。

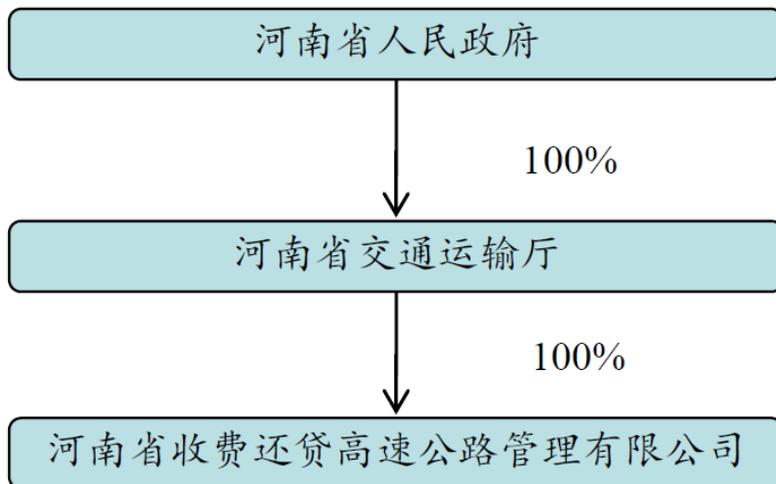
十、结论

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。

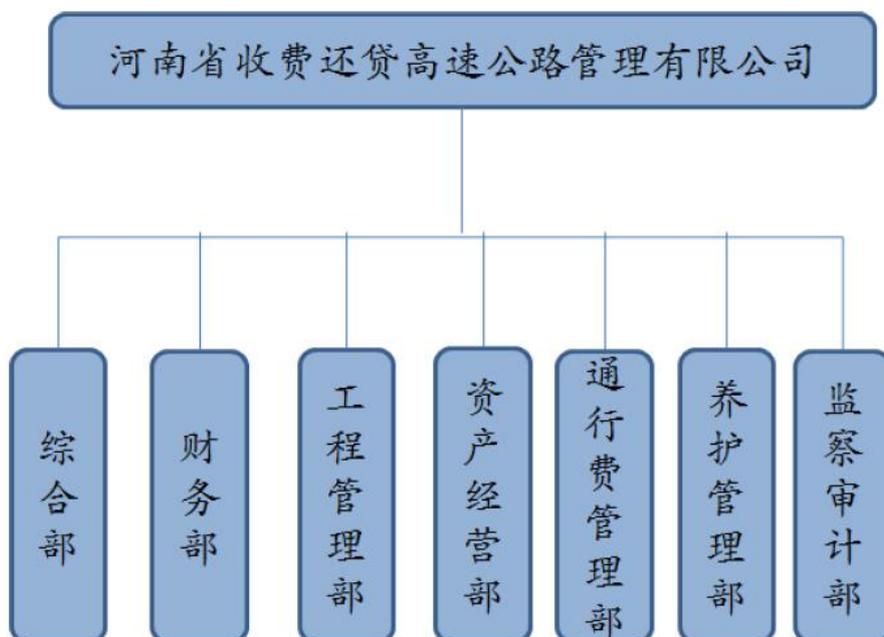
河南省是中国中东部重要的陆路交通枢纽, 公司作为河南省政府收费还贷高速公路的主要投资建设和运营管理主体, 区域内行业地位突出。近年来公司在建高速公路项目投资规模大, 债务规模逐年增长, 债务负担较重, 财务费用高, 且存在资本支出压力, 但公司所辖路产质量较好, 实际车辆通行费收入持续增长, 并且获得了政府在税收政策、资金补助等多方面的支持。未来, 随着在建高速公路的通车、区域经济的发展和近年通车路段效益的显现, 公司车辆通行费收入和利润规模有望增长。

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。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。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 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	98.50	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	99.00	1000.00	高速公路工程建筑、项目建设、经营管理与养护
河南省澠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	99.00	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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	67.23	93.65	185.62	184.88
资产总额（亿元）	1850.05	1963.13	2198.73	2242.96
所有者权益（亿元）	598.49	660.06	713.88	729.32
短期债务（亿元）	157.22	213.37	242.75	312.41
长期债务（亿元）	1026.65	1014.69	1174.04	1134.30
全部债务（亿元）	1183.87	1228.06	1416.79	1446.71
营业收入（亿元）	109.40	147.92	138.32	33.85
利润总额（亿元）	29.25	59.29	50.28	15.46
EBITDA（亿元）	86.15	115.91	105.19	--
经营性净现金流（亿元）	86.80	117.29	102.21	27.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7169.21	5131.77	1739.04	--
存货周转次数（次）	142.57	158.86	154.88	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.08	0.07	--
现金收入比（%）	99.40	99.27	99.55	101.50
营业利润率（%）	79.80	81.68	77.48	86.99
总资本收益率（%）	4.82	6.12	4.93	--
净资产收益率（%）	4.86	8.95	7.02	--
长期债务资本化比率（%）	63.17	60.59	62.19	60.87
全部债务资本化比率（%）	66.42	65.04	66.50	66.48
资产负债率（%）	67.65	66.38	67.53	67.48
流动比率（%）	40.62	42.66	72.10	60.17
速动比率（%）	40.55	42.60	72.03	60.13
经营现金流动负债比（%）	38.61	40.72	32.92	--
现金短期债务比（倍）	0.43	0.44	0.76	0.59
全部债务/EBITDA（倍）	13.74	10.59	13.47	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	1.98	1.68	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；已将其他流动负债调整至短期债务计算，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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.56	29.09	43.33	55.78
资产总额（亿元）	1637.22	1672.07	1708.17	1722.51
所有者权益（亿元）	580.86	639.19	688.93	704.33
短期债务（亿元）	157.22	213.37	242.75	312.41
长期债务（亿元）	842.53	756.30	721.90	654.67
全部债务（亿元）	999.75	969.67	964.65	967.08
营业收入（亿元）	108.33	146.72	137.33	33.71
利润总额（亿元）	29.20	59.04	50.16	15.39
EBITDA（亿元）	86.39	116.71	105.00	--
经营性净现金流（亿元）	86.24	118.92	102.16	27.54
财务指标				
销售债权周转次数（次）	319760.35	433066.07	2160248.20	--
存货周转次数（次）	17.86	205.78	225.79	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.09	0.08	--
现金收入比（%）	99.20	99.35	99.48	101.02
营业利润率（%）	97.96	82.13	77.83	87.11
总资本收益率（%）	5.46	7.25	6.34	--
净资产收益率（%）	5.00	9.21	7.26	--
长期债务资本化比率（%）	59.19	54.20	51.17	48.17
全部债务资本化比率（%）	63.25	60.27	58.34	57.86
资产负债率（%）	64.52	61.77	59.67	59.11
流动比率（%）	12.84	14.07	17.65	18.00
速动比率（%）	12.79	14.03	17.60	17.96
经营现金流动负债比（%）	40.33	43.00	34.36	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.14	0.18	0.18
全部债务/EBITDA（倍）	11.57	8.31	9.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.47	2.10	1.95	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；已将其他流动负债调整至短期债务计算，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	(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 - 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

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 年度第五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。