

信用评级公告

联合〔2021〕9636号

联合资信评估股份有限公司通过对河南省交通运输发展集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第六期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定河南省交通运输发展集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，河南省交通运输发展集团有限公司 2021 年度第六期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年十月二十六日

河南省交通运输发展集团有限公司

2021 年度第六期中期票据信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：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：10 亿元

本期中期票据期限：10 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还存量债务

评级时间：2021 年 10 月 26 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		aaa	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	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
--				--

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

河南省交通运输发展集团有限公司（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，主要负责河南省内主要的政府收费还贷高速公路和部分经营性高速公路的投资建设和运营管理，行业地位突出，持续获得政府的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务规模持续增长、债务负担较重和资本支出压力很大等因素给其信用水平可能带来的不利影响。

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。

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

- 经营环境良好。**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，2020 年河南省实现地区生产总值 54997.07 亿元，同比增长 1.3%。
- 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，在财政补贴和资金补助等方面获得政府较大支持。
- 路产质量较好。**截至 2021 年 3 月底，公司旗下管辖的 43 段高速公路里程合计 2974.86 公里，多为国高网连接线或河南省重要通道，2020 年单公里通行费收入 446.80 万元/公里。
- 路产经营获现能力较强。**2020 年，公司经营活动现金净流量 97.77 亿元，经营现金流动负债比为 32.96%。

分析师：许狄龙 王金磊

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. **债务规模持续增长，债务负担较重。**2021年3月底，公司全部债务1564.84亿元，较2018年底增加336.78亿元；全部债务资本化比率为67.40%。
2. **资本支出压力很大。**公司建设任务很重，截至2021年3月底，在建和拟建高速公路项目未来尚需投资1158.86亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	93.65	185.62	65.79	101.00
资产总额（亿元）	1963.13	2198.73	2353.43	2411.54
所有者权益（亿元）	660.06	713.88	794.43	756.73
短期债务（亿元）	213.37	242.75	213.62	187.29
长期债务（亿元）	1014.69	1174.04	1247.39	1377.56
全部债务（亿元）	1228.06	1416.79	1461.01	1564.84
营业收入（亿元）	147.92	138.32	138.29	39.65
利润总额（亿元）	59.29	50.28	47.34	18.82
EBITDA（亿元）	115.91	105.19	100.58	--
经营性净现金流（亿元）	117.29	102.21	97.77	24.97
现金收入比（%）	99.27	99.55	100.19	85.69
营业利润率（%）	81.68	77.48	73.37	81.04
净资产收益率（%）	8.95	7.02	5.95	--
资产负债率（%）	66.38	67.53	66.24	68.62
全部债务资本化比率（%）	65.04	66.50	64.78	67.40
流动比率（%）	42.66	72.10	47.79	65.40
速动比率（%）	42.60	72.03	47.74	65.34
经营现金流动负债比（%）	40.72	32.92	32.96	--
现金短期债务比（倍）	0.44	0.76	0.31	0.54
全部债务/EBITDA（倍）	10.59	13.47	14.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	1.68	1.55	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	1672.07	1708.17	2144.61	2353.69
所有者权益（亿元）	639.19	688.93	794.52	758.15
全部债务（亿元）	969.67	964.65	1083.77	1310.24
营业收入（亿元）	146.72	137.33	137.24	39.20
利润总额（亿元）	59.04	50.16	47.99	19.96
资产负债率（%）	61.77	59.67	62.95	67.79
全部债务资本化比率（%）	60.27	58.34	57.70	63.35
流动比率（%）	14.07	17.65	13.88	55.07
经营现金流动负债比（%）	43.00	34.36	20.29	--

注：2021 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	2021/07/27	许狄龙、王金磊	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交通运输发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

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。

河南省交通运输发展集团有限公司 2021 年度第六期中期票据信用评级报告

一、主体概况

河南省交通运输发展集团有限公司（原名“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。2020年8月，公司变更为现名称。截至2021年3月底，公司注册资本185.00亿元，已全部实收到位，河南省交通运输厅代河南省人民政府行使出资人职责，河南省人民政府为公司唯一股东和实际控制人（见附件1-1）。

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和部分经营性高速公路的投资建设和运营管理。截至2021年3月底，公司本部内设综合部、党群工作部（人力资源部）、纪检监察部、投资发展部（董事会办公室、招标办公室）、财务管理部、运营管理部、建设管理部、养护管理部、安全管理部、审计部、服务区管理部共11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32家（见附件1-3）。

截至2020年底，公司资产总额2353.43亿元，所有者权益794.43亿元（其中少数股东权益0.18亿元）；2020年，公司实现营业收入138.29亿元，利润总额47.34亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额2411.54亿元，所有者权益756.73亿元（其中少数股东

权益0.18亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入39.65亿元，利润总额18.82亿元。

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2021年度第六期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模10.00亿元，期限10年。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金拟用于偿还存量债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021年上半年，中国国内生产总值53.22万亿元，不变价累计同比增长12.70%，两年平均增长5.31%，较一季度

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

加快 0.31 个百分点, 低于 2019 年上半年水平。分产业看, 第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看, 上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%, 均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平 (2019 年上半年分别为

3.10% 和 5.00%), 恢复情况良好; 而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%, 远未达到 2019 年上半年 7.2% 的水平, 恢复空间仍然较大, 主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表1 2018—2021年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 其余指标增速均为名义增长率; 4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看, 消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力, 但仍然弱于 2019 年水平, 是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年, 中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元, 同比增长 23.00%, 两年平均增长 4.39% (2019 年上半年为 8.40%), 与疫情前水平仍有一定差距, 但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年, 全国固定资产投资 (不含农户) 累计完成 25.59 万亿元, 同比增长 12.60%, 6 月份环比增长 0.35%; 两年平均增长 4.40%, 比一季度加快 1.50 个百分点, 低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年, 中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元, 进出口规模创历史同期最高水平。其中, 出口 1.52 万亿美元, 增长 38.60%; 进口 1.27 万亿美元, 增长 36.00%; 贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨, PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年, 全国居民消费价格 (CPI) 累计同比上涨 0.50%, 处于近年来较低的水平, 整体呈现逐月上升的态势; 全国工业生产者出厂价格 (PPI) 累计同比上涨 5.10%。分月看, 受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响, 1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%; 6 月涨幅小幅回落至 8.80%, 主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨, 加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年, 社融存量同比增速整体呈下行趋势; 截至 6 月末, 社融存量同比增速与上月末持平, 维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元, 虽同比少增 3.09 万亿元, 但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值, 反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看, 人民币贷款是支撑上半年社融增长的主

要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持

恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

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

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。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其所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。

根据交通运输部发布的《2019—2020 年交通运输行业发展统计公报》，2019—2020 年，中国高速公路通车里程分别达 14.96 万公里和 16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年底提高 0.12 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、云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。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；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，2015—2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8% 和 71.3%。受新冠疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。

表 2 2015—2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比	绝对值	同比
营业性旅客运输总量（亿人次）	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量（亿人公里）	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量（亿吨）	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量（亿吨公里）	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

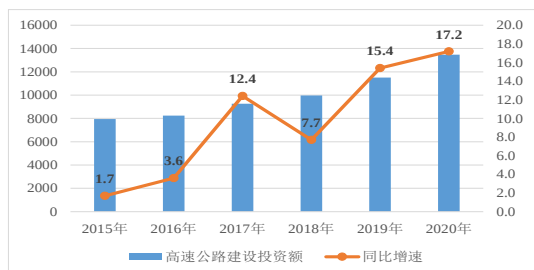
注：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面, 2021 年一季度, 随着疫情得到有效控制, 国内经济增速企稳回升, 中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平, 营业性客运量仍处于恢复阶段。其中, 公路货物运输量 80.87 亿吨, 较 2020 年同期增长 52.9%, 货物运输周转量 1447.87 亿吨公里, 较 2020 年同期增长 56.9%; 公路旅客运输量 13.10 亿人次, 较 2020 年同期下降 4.1%, 旅客运输周转量 896.84 亿人公里, 较 2020 年同期下降 5.0%, 受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响, 公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

(2) 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。

图 1 2015 - 2020 年中国高速公路建设投资情况
(单位: 亿元、%)



注: 联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

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。2020 年, 中国高速公路建设完成投资 13479 亿元, 增长 17.2%, 增速较 2019 年 (15.4%) 提升 1.8 个百分点, 投资规模及增速维持高位。

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。2019 年, 中国高速公路通行费总收入同比增长 7.40%, 同期, 支出总额 (存量项目还本付息支出、养护支出等) 同比增长 13.29%, 通行费收支缺口扩大至 4673.94 亿元, 较上年增加 816.63 亿元。其中, 支出总额以对存续债务的还本付息支出为主, 2019 年占 78.12%, 由于存续债务规模大, 高速公路行业年度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。

表 3 2015 - 2019 年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
					绝对值	同比变化
通行费收入 (亿元)	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40%
支出总额 (亿元)	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29%
其中: 偿还债务利息支出 (亿元)	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07%
偿还债务本金支出 (亿元)	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45%
收支缺口 (亿元)	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17%
通行费收入/偿还债务利息 (倍)	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金 (倍)	1.17	0.96	1.04	1.08	1.05	--

资料来源: 联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

（3）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9月17日，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的优势。

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年初，受新冠肺炎疫情影响，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）。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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。同时，根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准有所降低。

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。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020年,多省份积极推动高速公路企业债务化解工作,由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议,通过原债务置换、展期或重组等方式,降低企业融资成本,拉长到期时间,平滑债务期限,有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言,为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

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等政策以及债务化解方案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。

(4) 未来发展

短期来看,中国国内疫情得以有效控制,宏观经济修复性增长,公路货物运输指标保持高位增长;境外疫情扩散蔓延,居民境内短途出行意愿增加,均对公路运输需求形成有力支撑,2021年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

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。2020年11月,中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》(以

下简称“十四五规划”)提出:统筹推进基础设施建设,加快建设交通强国,完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络,加快城市群和都市圈轨道交通网络化,提高农村和边境地区交通通达深度。

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,河南省区域水平持续提高。根据2018—2020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)48055.86亿元、54259.20亿元和54997.07亿元,同比增幅分别为7.6%、7.0%和1.3%。分产业看,2020年第一产业增加值5353.74亿元,增长2.2%;第二产业增加值22875.33亿元,增长0.7%;第三产业增加值26768.01亿元,增长1.6%;三次产业结构为9.7:41.6:48.7。

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,2020年同比增长4.3%。其中,第一产业投资增长11.2%,第二产业投资增长2.5%,第三产业投资增长4.7%。基础设施投资增长2.2%,民间投资增长2.5%,工业投资增长2.7%。

2018—2020年,河南省地方财政总收入逐年增长,2020年为6267.39亿元,增长1.3%;2020年,河南省一般公共预算收入4155.22亿元,增长2.8%,其中税收收入2764.66亿元,

下降 2.7%，占一般公共预算收入的比重 66.5%。2020 年，河南省一般公共预算支出 10382.77 亿元，增长 2.2%，其中民生支出 7957.57 亿元，增长 1.4%，占一般公共预算支出的比重 76.6%。

2020 年，河南省完成公路货运量 19.36 亿吨，增长 1.4%；受新冠肺炎疫情影响，公路客运量 4.63 亿人，下降 49.3%，公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的 88.36% 和 78.61%；同期，河南省完成公路货物周转量 5572.59 亿吨公里，公路旅客周转量 314.20 亿人公里，分别占各运输方式货、客周转总量的 64.12% 和 29.23%。在不同运输方式中，公路运输继续保持绝对优势。

截至 2020 年底，河南省全省高速公路通车里程 7100 公里。2020 年 9 月，河南省政府印发了《河南省高速公路网规划（2021—2035 年）》和《关于加快高速公路建设的意见》，提出在“双千工程”基础上全面启动实施高速公路“13445 工程”：2025 年底，省内高速公路通车里程达到 10000 公里以上，新增通车里程 3000 公里以上，完成投资 4000 亿元以上，力争通车里程居全国第四位、路网密度居全国第五位；2035 年底，省内高速公路网总规模达到 13800 公里。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 185.00 亿元，已全部实收到位，河南省人民政府为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是河南省两大交通基础设施投资建设和运营主体之一，在区域内行业地位突出。

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，负责河南省内主要的收费还贷高速公路和部分经营性高速公路的投资建设和运营管理。

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，公司负责河南省内主要的收费还贷高速公路和部分经营性高速公路的投资建设和运营管理；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运营管理工作。

截至 2021 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路 43 条，通车里程 2974.86 公里，其中委托河南高速公路发展有限责任公司（河南交投全资子公司，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

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

公司现有 9 位高级管理人员，其中董事长兼党委书记 1 名，总经理兼党委副书记 1 名，党委副书记兼工会主席 1 名，纪委书记 1 名，副总经理 3 名，总工程师 1 名，总会计师 1 名。

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；现任公司董事长兼党委书记。

马远先生，中共党员，大学学历，工程师；曾任河南省商丘市交通局局长、党委书记，河南省交通运输厅办公室主任、人事教育处处长，河南省收费还贷高速公路管理中心党委书记；现任公司总经理兼党委副书记。

截至 2021 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 31 人、本科学历 35 人；从职称来看，副高级及以上职称 18 人，中级职称 25 人。

4. 外部支持

公司作为河南省内主要的收费还贷高速公路和部分经营性高速公路的投资建设和运营管理主体，在财政补贴和资金补助等方面获得政府的大力支持。

(1) 财政补贴

2020 年，公司收到财政补贴资金 0.14 亿元，计入“其他收益”。

(2) 资金补助

2018—2019 年，公司分别收到地方财政建设项目支持款 3.08 亿元和 4.02 亿元，计入“资本公积”。

2020 年和 2021 年一季度，公司分别收到地方财政建设项目支持款 4.46 亿元和 3.44 亿元，计入“递延收益”。

2018—2019 年，公司分别收到收费公路专项债资金 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 2021 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（机构授信版），统一社会信用代码：91410000590836288H，截至 2021 年 10 月 20 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

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善，能够保障公司正常运行。

公司不设股东会，由河南省交通运输厅依法行使股东职权，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计划、制订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。

目前公司经理层设总经理 1 名，副总经理 3 名，总工程师 1 名，总会计师 1 名，负责公司的日常经营管理工作。

2. 管理水平

公司根据实际需要设立组织架构、建立内部管理制度，可满足公司日常经营管理需要。

公司本部内设综合部、党群工作部（人力资源部）、纪检监察部、投资发展部（董事会办公室、招标办公室）、财务管理部、运营管理部、建设管理部、养护管理部、安全管理部、审计部、服务区管理部共 11 个部门，目前由河南和鼎高速公路管理有限公司履行服务区管理部职责。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、投融资、安全、建设、运营、养护等方面的管理制度。

财务管理方面，公司制订了《河南省交通运输发展集团有限公司财务管理制度》《河南省交通运输发展集团有限公司总部财务开支规定（试行）》《河南省交通运输发展集团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《河南省交通运输发展集团有限公司投资管理办法（试行）》等制度，明确了公司投资行为的内容、管理原则、职责分工，建立投资事项立项、决策、监管、投资后评价、项目处置全链条管理流程；同时公司制订了《河南省交通运输发展集团有限公司融资管理办法》、《河南省交通运输发展集团有限公司债务管理办法》，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。

安全管理方面，公司制订了《河南省交通运输发展集团有限公司安全生产检查管理办法（试行）》《河南省交通运输发展集团有限公司安全生产工作考核制度（试行）》等十项制度，对标对表企业安全生产标准化建设规范，对公司安全生产责任、目标管理、检查、考核、教育培训、风险管控、隐患排查等方面进行了规定，形成了与公司高质量发展相适应的现代化安全生产制度体系。

工程管理方面，公司制订了《河南省交通运输发展集团有限公司高速公路建设项目创优管理办法（试行）》、《河南省交通运输发展集团有限公司高速公路建设项目设计变更管理办法（试行）》、《河南省交通运输发展集团有限公司高速公路建设项目缺陷责任期质量管理及竣工验收质量鉴定管理办法（试行）》等制度，对建设项目工程质量、施工安全、品质创优、设计变更、交竣工验收等全寿命周期进行规范管理。

运营管理方面，公司制订了《河南省交通运输发展集团有限公司收费工程机电工程管理办法（试行）》、《河南省交通运输发展集团有限公司通行费发票管理办法》等十四项制

度，对标对表企业通行费和机电运维管理规范，对公司通行费和机电专项工程、绿通管理、收费站应急保通、通行费发票管理、新建收费站开通运营、网络安全管理、机电系统应急预案等方面进行了规定，形成了与公司高质量发展相适应的现代化通行费和机电运维制度体系。

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等各方面，规范了公司对下属子公司的管理职责、管理范围。

七、经营分析

公司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，近三年营业收入和综合毛利率均有所下降，但综合毛利率仍维持在较高水平。

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。

2018—2020年，公司营业收入有所下降，年均复合下降3.31%，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；2020年，公司营业收入同比变化不大。

2018—2020年，公司综合毛利率有所下降，主要系受通行费收入下降和养护支出等成本增加综合影响；2020年，公司综合毛利率同比下降4.10个百分点，仍维持在较高水平。

2021年1—3月，公司营业收入同比增长17.13%，综合毛利率同比下降5.41个百分点。

表4 公司营业收入与毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务类别	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	144.36	97.59	83.15	134.86	97.50	78.92	135.07	97.67	74.55	38.88	98.05	83.14

其他收入	3.56	2.41	25.22	3.45	2.50	24.82	3.22	2.33	27.98	0.77	1.95	7.76
合计	147.92	100.00	81.76	138.32	100.00	77.57	138.29	100.00	73.47	39.65	100.00	81.67

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

受新冠肺炎疫情和免收通行费等因素影响，公司实际通行费收入波动中有所下降；此外，公司在建和拟建高速公路项目投资规模大，资本支出压力很大。

已建成高速公路情况

截至 2021 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路里程为 2974.86 公里，共 43 段，占河南省省内高速公路通车里程的 42.00%，除台辉高速台前至范县段及豫鲁省界至台前段、郑西高速尧山至栾川段和济洛西高速外全部为政府收费还贷性高速公路。公司管辖的高速公路包括国家高速公路和地方高速公路，其中，国家高速公路网路段 25 段，包括京台高速公路并行线德上高速公路（德州-上饶）G0321、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、京港澳高速公路（北京-港澳）G4、沪陕高速公路（上海-西安）G40、大广高速公路（大庆-广州）G45、二广高速公路（二连浩特-广州）G55 及其联络线、晋新高速公路（晋城-新乡）G5512、呼北高速公路（呼和浩特-北海）G59、荷宝高速公路（菏泽-宝鸡）G3511 等路段；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公路新乡至郑州段等 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，将永登高速公路（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，包括洛栾高速公路（洛阳-栾川）洛阳至嵩县段和嵩县至栾川段、郑卢高速公路（郑州-卢氏）洛阳至洛宁段、洛宁至卢氏（洛阳）段和洛宁-卢氏（三门峡）段、呼北高速公路（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）、德上高速公路（德州-上饶）范县段、南林高速公路（南乐-林州）南乐至豫鲁省界段、呼北高速公路卢氏至西坪（南阳）段、卢氏至西坪（三门峡）段和西坪至寺湾（豫鄂省界）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，系呼北高速公路豫晋省界至灵宝段；2020 年，公司新通车高速公路 5 段，分别为济阳高速公路（济源-阳城）济源段、台辉高速公路（台前-辉县）台前三段及豫鲁省界至台前段、济洛西高速公路（洛阳-济源）和郑西高速公路（郑州-西峡）尧山至栾川段。

公司所辖高速公路中有 34 条共计 1779.75 公里由下属 7 个分公司负责收费运营，分别为郑州分公司、濮阳分公司、少洛分公司、南阳分公司、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 1195.11 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。

表 5 截至 2021 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
1	G4 京港澳高速新乡至郑州段	105.63	郑州分公司	2004.10	政府还贷高速
2	G3001 郑州西南绕城高速	52.02	郑州分公司	2005.08	政府还贷高速
3	S26 台辉高速濮鹤段	58.35	濮阳分公司	2004.11	政府还贷高速

序号	路段名称	里程	所属公司	通车时间	高速公路性质
4	G45 大广高速安阳至新乡段	80.30	濮阳分公司	2006.11	政府还贷高速
5	G45 大广高速濮阳段	59.44	濮阳分公司	2006.11	政府还贷高速
6	S22 南林高速安阳至南乐段	64.70	濮阳分公司	2008.12	政府还贷高速
7	G45 大广高速南乐至豫冀界段	14.15	濮阳分公司	2010.12	政府还贷高速
8	G0321 德上高速范县段	19.61	濮阳分公司	2015.11	政府还贷高速
9	S22 南林高速南乐至豫鲁省界段	33.50	濮阳分公司	2015.11	政府还贷高速
10	S26 台辉高速台前至范县段	24.14	濮阳分公司	2020.01	经营性高速
11	S26 台辉高速豫鲁省界至台前段	13.54	濮阳分公司	2020.12	经营性高速
12	G1516 盐洛高速少林寺至洛阳段	58.76	少洛分公司	2005.08	政府还贷高速
13	G36 宁洛高速洛阳西南绕城段	36.04	少洛分公司	2005.09	政府还贷高速
14	G55 二广高速济源至洛阳段	46.10	少洛分公司	2005.09	政府还贷高速
15	G3511 荷宝高速济源至焦作段	56.53	少洛分公司	2005.09	政府还贷高速
16	G3511 荷宝高速获嘉至新乡段	50.29	少洛分公司	2007.09	政府还贷高速
17	G3511 荷宝高速焦作至修武段	28.48	少洛分公司	2007.09	政府还贷高速
18	G3511 荷宝高速济源至邵原段	59.70	少洛分公司	2008.12	政府还贷高速
19	S95 济阳高速济源段	19.51	少洛分公司	2020.01	政府还贷高速
20	S93 济洛高速济源至洛阳西	42.38	少洛分公司	2020.12	经营性高速
21	G40 沪陕高速南阳至豫陕界	151.20	南阳分公司	2007.10	政府还贷高速
22	G59 呼北高速卢氏至西坪段（南阳）	32.99	南阳分公司	2015.12	政府还贷高速
23	G59 呼北高速西坪至寺湾段	37.50	南阳分公司	2015.12	政府还贷高速
24	S96 洛栾高速嵩县至栾川段	67.30	洛阳分公司	2012.12	政府还贷高速
25	S92 洛卢高速洛宁至卢氏段（洛阳）	59.32	洛阳分公司	2012.12	政府还贷高速
26	S92 洛卢高速洛阳至洛宁段	68.92	洛阳分公司	2012.12	政府还贷高速
27	S96 洛栾高速洛阳至嵩县段	62.70	洛阳分公司	2012.12	政府还贷高速
28	S88 郑西高速尧山至栾川段	78.74	洛阳分公司	2020.12	经营性高速
29	G59 呼北高速灵宝至卢氏段	80.88	三门峡分公司	2012.12	政府还贷高速
30	S92 洛卢高速洛宁至卢氏段（三门峡）	9.21	三门峡分公司	2012.12	政府还贷高速
31	G59 呼北高速卢氏至西坪（三门峡）	51.24	三门峡分公司	2015.12	政府还贷高速
32	G59 呼北高速豫晋省界至灵宝段	5.17	三门峡分公司	2019.08	政府还贷高速
33	S25 安罗高速机西一期	106.30	航空港分公司	2015.12	政府还贷高速
34	S25 安罗高速机西二期	45.10	航空港分公司	2018.11	政府还贷高速
35	G30 连霍高速河南段	611.66	河南高发公司代管	1994-2001	政府还贷高速
36	G40 沪陕高速叶集至信阳段	185.40	河南高发公司代管	2005.11	政府还贷高速
37	S32 永登高速许昌至扶沟段	27.83	河南高发公司代管	2007.10	政府还贷高速
38	S38 新阳高速驻马店至泌阳段	81.91	河南高发公司代管	2007.09	政府还贷高速
39	G0421 许广高速泌阳至桐柏段	36.39	河南高发公司代管	2007.11	政府还贷高速
40	S38 新阳高速新蔡至驻马店段	82.26	河南高发公司代管	2007.12	政府还贷高速
41	G55 二广高速分水岭至南阳段	98.55	河南高发公司代管	2007.12	政府还贷高速
42	G55 二广高速大安至寄料段	27.19	河南高发公司代管	2008.11	政府还贷高速
43	G0421 许广高速泌阳段	43.92	河南高发公司代管	2010.10	政府还贷高速
合计		2974.86	--	--	--

注：公司所辖的连霍高速开封至洛阳段 2014 年底达到《收费管理条例》最长 20 年收费年限。公司已对连霍高速公路开封至洛阳段进行改扩建，且公司管辖的政府收费还贷高速公路统贷统还，在全部贷款未结清前按照原模式继续收费

资料来源：公司提供

高速公路运营情况

2021 年以前，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。

根据《关于河南省收费还贷高速公路管理中心改制方案的批复》(豫政文(2020)81 号)，河南省人民政府同意公司通行费收入转为企业经营收入并使用税务发票。2021 年 1 月 1 日起，公司通行费收入由河南省高速公路联网监控收费通信服务有限公司拆分后直接返还，并按照应拆分金额确认通行费收入。通行费结算方式变化对公司通行费收入影响较小。

2018—2020 年，公司所辖高速公路车流量波动中有所下降，2020 年同比下降 6.57%，主要系受新冠肺炎疫情影响；其中郑州分公司、少洛分公司、南阳分公司和河南高发公司代管路段车流量同比分别下降 7.75%、6.09%、7.42%和 11.87%；但部分管理单位所辖路段车流量同比增长较快，三门峡分公司、洛阳分公司和航空港公司所辖路段车流量同比分别增长 21.09%、8.84%和 6.41%，主要系旅游带动车流量增加和地方道路维修部分车流量绕行高速导致。受车流量下降和免收通行费等因素综合影响，2018—2020 年，公司实际通行费收入有所下降，2020 年同比下降 20.22%。2018—2020 年，公司所辖路产单公里通行费收入波动下降，分别为 529.64 万元/公里、595.81 万元/公里和 446.80 万元/公里；总资产周转率分别为 7.53%、6.65%和 6.08%。

表 6 公司高速公路实际通行费收入和车流量情况 (单位: 万元、万辆)

管理单位	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	车流量	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量	通行费收入	车流量	通行费收入
郑州分公司	17319.46	267516.31	19807.39	320314.18	18272.36	231419.16	4593.00	65677.27
濮阳分公司	4122.74	149066.94	4622.55	182640.16	4771.36	153036.47	1141.22	43758.28
少洛分公司	4863.17	181751.64	5557.16	221354.28	5218.84	151192.97	1401.34	47688.39
南阳分公司	1939.68	79490.79	2001.74	63180.10	1853.29	76262.11	514.57	22888.35
洛阳分公司	1820.95	24921.52	2160.76	28657.99	2351.87	27102.53	633.35	7930.72
三门峡分公司	335.41	10848.69	359.82	9288.54	435.72	10465.03	119.21	2921.34
航空港分公司	988.92	43218.06	1231.75	54578.83	1310.76	47217.73	314.74	14982.36
河南高发代管	16024.87	724047.18	15494.25	785875.43	13655.02	632356.19	3858.43	196211.50
合计	47415.20	1480861.13	51235.40	1665889.51	47869.22	1329052.20	12575.86	402058.21

注：车流量统计范围包含免通行费期间

资料来源：公司提供

高速公路收费标准

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。

高速公路养护情况

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（试行）》等相关制度，制定了《河南省交通运输发展集团有限公司养护管理办法（试行）》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。

2018—2020 年和 2021 年 1—3 月，公司高速公路养护支出分别为 9.45 亿元、8.34 亿元、13.42 亿元和 1.25 亿元，2020 年养护支出较多的主要原因系对连霍高速河南段以及沪陕高速叶集至信阳段进行专项养护导致。

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，延缓大修。

在建高速公路情况

公司在建高速公路项目分别采用三种方

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。

③ BOT+EPC 模式：公司与其他企业合作成立联合体参与河南省地市政府高速公路 BOT 招标项目，建设期与其他企业共同负担资本金的投资，项目建成后由公司回购其他企业的股份。

截至目前，公司在建高速公路参与合作的企业主要为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央企二级子公司和河南省公路工程局集团有限公司、浙江交工集团股份有限公司等省级重点施工企业。

截至 2021 年 3 月底，公司在建高速公路情况如下表所示，未来尚需投资 519.62 亿元。

表 7 截至 2021 年 3 月底公司在建高速公路情况（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
三门峡黄河公铁两用桥公路南引线工程	2021 年	2.18	11.84	9.89	自建
郑西高速栾川至双龙段	2021 年	48.36	68.63	64.10	自建
栾卢高速栾川至卢氏段	2022 年	75.33	153.62	87.50	自建
郑西高速双龙至西峡段	2022 年	13.44	19.81	11.62	自建
濮卫高速濮阳段	2022 年	38.97	35.00	20.73	自建
滢淅高速西峡至淅川段	2022 年	52.75	67.37	38.23	自建
滢淅高速淅池至洛宁段	2022 年	40.15	58.61	37.13	自建
濮卫高速滑县至卫辉段	2022 年	59.03	54.72	22.15	自建
连霍呼北高速联络线	2022 年	27.41	39.09	22.88	PPP
濮新高速濮阳段（一期）	2022 年	33.90	32.47	20.38	PPP
安罗高速上蔡至罗山段	2022 年	148.84	138.46	53.20	PPP
沿太行高速安阳段	2024 年	58.94	72.95	12.54	BOT+ETC
栾卢高速卢氏至豫陕省界段	2025 年	45.51	99.29	3.80	BOT+ETC
滢淅高速淅川至豫鄂省界段	2024 年	25.50	46.90	1.50	BOT+ETC
鹤辉高速	2022 年	61.21	61.03	34.52	BOT+ETC
合计	--	731.52	959.79	440.17	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司拟建高速公路如下表所示，计划总投资639.24亿元，均拟采用

BOT+EPC模式进行建设。公司在建和拟建高速公路投资规模大，资本支出压力很大。

表 8 截至 2021 年 3 月底公司拟建高速公路项目情况 (单位: 公里、亿元)

项目名称	建设里程	计划总投资	建设模式
安罗高速原阳至郑州段	21.66	106.92	BOT+EPC
安罗高速罗山至豫鄂省界段	43.97	50.80	BOT+EPC
沿太行高速焦作至济源段	52.00	77.10	BOT+EPC
安罗高速原阳至豫冀省界段	144.37	183.60	BOT+EPC
沿黄高速武涉至济源段	99.30	131.16	BOT+EPC
济新高速	48.54	89.66	BOT+EPC
合计	409.84	639.24	

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速公路发展有限责任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。2018—2020 年, 公司分别实现其他业务收入 3.56 亿元、3.45 亿元和 3.22 亿元, 其他业务毛利率分别为 25.22%、24.82% 和 27.98%。

3. 未来发展

公司未来将继续以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 2018—2020 年度合并财务报表, 众华会计师事务所(特殊普通合伙)对 2018 年度和 2020 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 2021 年 1—3 月财务报表未经审计。

截至 2021 年 3 月底, 公司拥有合并范围内子公司 32 家, 近三年公司合并范围变化主要系为新增在建高速公路设立项目公司; 2021 年 1 月 1 日, 公司调整固定资产折旧类别、残值率和折旧年限及无形资产摊销类别和摊销年限, 其中固定资产采用直线法计提折旧, 无形资产-特许经营权采用车流量法计提摊销, 并追溯调整可比期间数据。总体看, 上述变动对公司财务数据可比性影响小。

2. 资产质量

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, 资产质量较好, 但受限资产规模较大。

2018—2020 年底, 公司资产规模稳步增长, 年均复合增长 9.49%; 截至 2020 年底, 公司资产总额较 2019 年底增长 7.04%, 资产结构以非流动资产为主, 符合高速公路行业特征。

表 9 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	122.89	6.26	223.87	10.18	141.79	6.02	168.71	7.00
货币资金	93.65	4.77	185.62	8.44	65.79	2.80	101.00	4.19

非流动资产	1840.23	93.74	1974.87	89.82	2211.64	93.98	2242.83	93.00
固定资产	1370.21	69.80	1385.46	63.01	1445.58	61.42	1383.16	57.36
在建工程	94.41	4.81	215.67	9.81	225.39	9.58	281.60	11.68
无形资产	375.27	19.12	373.24	16.98	507.84	21.58	523.47	21.71
资产总额	1963.13	100.00	2198.73	100.00	2353.43	100.00	2411.54	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

2018—2020 年底，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 7.41%；截至 2020 年底，公司流动资产较 2019 年底下降 36.66%，主要系货币资金下降导致；流动资产主要由货币资金和预付款项构成。

2018—2020 年底，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降 16.18%；截至 2020 年底，货币资金较 2019 年底下降 64.55%，主要系支付在建项目工程款较多导致；货币资金以银行存款为主，占比 99.75%。

公司预付款项主要是预付工程款。2018—2020 年底，公司预付款项大幅增长，年均复合增长 69.94%，主要系在建项目投资规模加大导致预付工程款增加；截至 2020 年底，公司预付款项较 2019 年底增长 101.23%。

2018—2020 年底，公司其他应收款小幅波动；截至 2020 年底，公司其他应收款较 2019 年底增长 17.20%；从集中度看，公司其他应收款前五名合计 2.91 亿元（占 39.15%），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。

2018—2020 年底，公司非流动资产稳步增长，年均复合增长 9.63%；截至 2020 年底，公司非流动资产较 2019 年底增长 11.99%，主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

2018—2020 年底，公司固定资产持续增长，截至 2020 年底较 2019 年底增长 4.34%，主要系洛栾高速洛阳至嵩县段等项目完工后由在建工程结转；年末公司固定资产主要为持有的高速公路路产（1238.91 亿元）。

2018—2020 年底，公司在建工程大幅增长，年均复合增长 54.51%，主要系郑西高速、滹淅高速和栾卢高速等多条在建项目持续投入所致；

截至 2020 年底，公司在建工程较 2019 年底增长 4.51%。

2018—2020 年底，公司无形资产有所增长，年均复合增长 16.33%；截至 2020 年底，公司无形资产较 2019 年底增长 36.06%，主要系台辉高速等项目完工由在建工程结转；无形资产主要由高速公路沿线土地使用权（365.10 亿元）和经营性高速公路特许经营权（142.44 亿元）构成。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产 31.52 亿元，其中委托贷款 30.51 亿元，系向河南能源化工集团有限公司提供的 3 年期委托贷款，其以直接和间接持有的永煤集团股份有限公司 18.95 亿股股份为质押。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额较 2020 年底增长 2.47%，资产结构变化不大。其中，固定资产较 2020 年底下降 4.32%，系固定资产折旧政策变更追溯调整可比期间数据导致；在建工程较 2020 年底增长 24.94%，主要系在建高速公路项目持续投入。

截至 2021 年 3 月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资 698.05 亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为 1196.78 亿元，占公司资产总额的 49.63%，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

所有者权益

公司所有者权益波动增长，构成以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

2018—2020 年底，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 9.71%，主要来自未分配利润

的增加和发行永续中期票据；截至 2020 年底，公司所有者权益较 2019 年底增长 11.28%，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

2018—2020 年底，公司实收资本未发生变化。截至 2020 年底，公司其他权益工具 41.00 亿元，系发行两期永续中期票据。2018—2020 年底，公司资本公积有所下降，年均复合下降

1.43%；截至 2020 年底，公司资本公积较 2019 年底下降 4.29%，主要系以前年度收到的政府补助转入未分配利润（3.69 亿元）和负债（7.83 亿元）。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益较 2020 年底下降 4.75%，系固定资产折旧政策变更追溯调整可比期间数据导致。

表 10 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.00	1.23	20.20	1.36	24.50	1.57	29.00	1.75
应付账款	36.44	2.80	34.37	2.31	29.78	1.91	23.73	1.43
其他应付款	36.01	2.76	30.73	2.07	50.23	3.22	44.72	2.70
一年内到期的非流动负债	197.37	15.15	182.56	12.29	174.12	11.17	128.29	7.75
其他流动负债	0.00	0.00	40.00	2.69	15.00	0.96	30.00	1.81
流动负债	288.07	22.11	310.51	20.91	296.67	19.03	257.96	15.59
长期借款	693.12	53.19	741.58	49.94	860.60	55.20	991.39	59.91
应付债券	296.09	22.72	418.09	28.16	383.09	24.57	383.09	23.15
非流动负债	1015.00	77.89	1174.35	79.09	1262.33	80.97	1396.85	84.41
负债总额	1303.07	100.00	1484.86	100.00	1559.00	100.00	1654.81	100.00
实收资本	185.00	28.03	185.00	25.91	185.00	23.29	185.00	24.45
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	41.00	5.16	41.00	5.42
资本公积	264.53	40.08	268.55	37.62	257.03	32.35	257.03	33.97
未分配利润	189.00	28.63	233.80	32.75	279.91	35.23	242.20	32.01
所有者权益	660.06	100.00	713.88	100.00	794.43	100.00	756.73	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

负债

公司债务规模不断扩张，以长期债务为主，债务结构良好，但债务负担较重。

2018—2020 年底，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 9.38%；截至 2020 年底，公司负债总额较 2019 年底增长 4.99%，负债结构以非流动负债为主，与公司高速公路较长的投资回收周期匹配。

2018—2020 年底，公司流动负债有所增长，年均复合增长 1.48%；截至 2020 年底，公司流动负债较 2019 年底下降 4.46%，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。

2018—2020 年底，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 23.74%；截至 2020 年底，公司短期借款较 2019 年底增长 21.29%，全部为信用借款。

2018—2020 年底，公司应付账款逐年下降，年均复合下降 9.59%，系结算部分工程款所致；截至 2020 年底，公司应付账款较 2019 年底下降 13.33%，主要为未结算工程款和质保金。

2018—2020 年底，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 18.12%；截至 2020 年底，公司其他应付款较 2019 年底增长 63.48%，主要来自项目施工方诚意金的增加；其他应付款中应付债券利息 10.81 亿元，其余主要为应付履约保证金和诚意金等。

2018—2020 年底，公司一年内到期非流动负债逐年下降，年均复合下降 6.07%；截至 2020 年底，公司一年内到期非流动负债较 2019 年底下降 4.62%，主要为一年内到期的长期借款（68.44 亿元）和一年内到期的应付债券（95.00 亿元）。

截至 2020 年底，公司其他流动负债较 2019 年底减少 25.00 亿元，系偿还超短期融资券导致；其他流动负债全部为超短期融资券，已调整至短期债务计算。

2018—2020 年底，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 11.52%；截至 2020 年底，公司非流动负债较 2019 年底增长 7.49%，主要由长期借款和应付债券构成。

2018—2020 年底，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 11.43%；截至 2020 年底，公司长期借款较 2019 年底增长 16.05%，由质押借款和信用借款构成。

2018—2020 年底，公司应付债券有所增长，年均复合增长 13.75%，主要系通过中期票据和地方政府专项债券形式融资；截至 2020 年底，公司应付债券较 2019 年底下降 8.37%，明细详见下表。

表 11 截至 2020 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 MTN001	20.00
16 豫高管 MTN002	20.00
19 豫高管 MTN001	15.00
19 豫高管 MTN002	31.00
20 豫高管 MTN001	10.00
20 豫高管 MTN002	15.00

表 12 公司债务负担情况 (单位：亿元、%)

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	213.37	242.75	213.62	187.29
长期债务	1014.69	1174.04	1247.39	1377.56
全部债务	1228.06	1416.79	1461.01	1564.84
资产负债率	66.38	67.53	66.24	68.62
全部债务资本化比率	65.04	66.50	64.78	67.40
长期债务资本化比率	60.59	62.19	61.09	64.54

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

20 豫高管 MTN005	20.00
20 豫交运 MTN006	15.00
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

2018—2020 年底，公司长期应付款大幅下降，年均复合下降 55.09%，系部分融资租赁款到期或将于一年内到期转出；截至 2020 年底，公司长期应付款较 2019 年底下降 64.23%，本报告已将长期应付款中融资租赁款调整至长期债务计算。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额较 2020 年底增长 6.15%，主要系通过银行项目贷款融资导致；负债结构仍以非流动负债为主。

2018—2020 年底，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长 9.07%；截至 2020 年底，公司全部债务较 2019 年底增长 3.12%，债务结构以长期债务为主，占比为 85.38%；截至 2021 年 3 月底公司全部债务较 2020 年底增长 7.11%，债务结构仍以长期债务为主。公司将于 2021 年、2022 年和 2023 年到期的债务本金分别为 213 亿元、200 亿元和 240 亿元，债务到期时间相对较为分散。

2018—2020 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均变化不大；截至 2020 年底，上述指标较 2018 年底分别变化-0.14 个、-0.26 个和 0.50 个百分点；截至 2021 年 3 月底，上述指标较 2020 年底分别提升 2.38 个、2.62 个和 3.45 个百分点。

4. 盈利能力

公司营业收入和利润总额均有所下降，利息支出对利润侵蚀明显，盈利能力有所下降。

2018—2020 年，公司营业收入有所下降，年均复合下降 3.31%；营业成本逐年增长，年均复合增长 16.61%；营业利润率逐年下滑，2020 年较 2018 年下降 8.31 个百分点。

2018—2020 年，公司期间费用小幅下降，年均复合下降 3.48%，2020 年同比下降 2.35%，期间费用主要由财务费用构成；2018—2020 年，公司期间费用率较为稳定，2020 年较 2018 年下降 0.14 个百分点，利息支出对利润侵蚀明显；受营业利润率下降等因素影响，公司利润总额逐年下降，2018—2020 年年均复合下降 10.65%。

2018—2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降；2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率较 2018 年分别下降 1.67 个和 3.00 个百分点。

表 13 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	147.92	138.32	138.29	39.65
营业成本	26.98	31.02	36.69	7.27
期间费用	59.03	56.32	55.00	13.68
利润总额	59.29	50.28	47.34	18.82
期间费用率	39.91	40.72	39.77	34.49
营业利润率	81.68	77.48	73.37	81.04
总资本收益率	6.12	4.93	4.45	--
净资产收益率	8.95	7.02	5.95	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司营业收入同比增长 17.13%，利润总额同比增长 21.70%。

5. 现金流

公司收入实现质量好，经营活动现金流持续表现为净流入，但无法满足持续扩大的项目建设投资支出需求，资金来源依赖对外筹资；未来，随着在建拟建项目建设的推进，公司仍存在较大融资需求。

经营活动方面，2018—2020 年，公司经营活动现金流入量有所下降，年均复合下降 1.57%；2020 年，公司经营活动现金流入量同比增长 3.06%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 138.55 亿元，主要为收到的通行费收入。2018—2020 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 20.80%；2020 年，公司经营活动现金流出量同比增长 22.74%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 21.27 亿元，主要为支付的养护费，支付的职工薪酬 18.62 亿元。近三年，公司经营活动净现金流均表现为净流入。

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动产生的现金流入主要为收到的履约保证金；投资活动现金流出大幅增长，年均复合增长 57.28%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司加大对在建高速公路的投入，投资活动资金流出规模不断扩大。

筹资活动方面，2018—2020 年公司筹资活动现金流入量和流出量均有所波动，主要为取得债务收到的现金和偿还债务本息支付的现金；筹资活动净现金流波动很大。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	149.62	140.64	144.95	34.63
经营活动现金流出量	32.33	38.44	47.18	9.66
经营活动现金净流量	117.29	102.21	97.77	24.97
投资活动现金流入量	5.71	8.60	5.13	0.79
投资活动现金流出量	88.59	149.08	219.16	54.61
投资活动现金净流量	-82.88	-140.47	-214.03	-53.83
筹资活动现金流入量	234.98	431.41	402.72	200.24
筹资活动现金流出量	242.97	301.24	406.25	136.33
筹资活动现金净流量	-7.99	130.17	-3.53	63.91
现金收入比	99.27	99.55	100.19	85.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 24.97 亿元；投资活动产生的现金流量净额 -53.83 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 63.91 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，考虑到公司的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，2018—2020 年底，公司流动比率和速动比率波动增长；截至 2021 年 3 月底上述指标较 2020 年底分别提高 17.61 个和 17.60 个百分点。截至 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.54 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，2018—2020 年公司 EBITDA 有所下降，年均复合下降 6.85%；2020 年，公司 EBITDA 为 100.58 亿元。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 有所提升，EBITDA 利息倍数有所下降，2020 年分别为 14.53 倍和 1.55 倍。总体看，公司长期偿债能力指标尚可。

表 15 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	42.66	72.10	47.79	65.40
速动比率	40.72	72.03	47.74	65.34
现金短期债务比	0.44	0.92	0.31	0.54
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	1.98	1.68	1.55	--
全部债务/EBITDA	10.59	13.47	14.53	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 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 3075.56 亿元，尚未使用额度 1787.82 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。

截至 2020 年底，母公司资产总额 2144.61 亿元，较 2019 年底增长 25.55%，资产构成以非流动资产（占 96.91%）为主。其中，固定资产和无形资产分别为 1443.85 亿元和 365.40 亿

元，主要为高速公路路产和土地资产。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 794.52 亿元，较 2019 年底增长 15.33%，主要来自利润留存和发行永续中期票据；母公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性良好。

截至 2020 年底，母公司负债总额 1350.09 亿元，较 2019 年底增长 32.50%，构成以非流动负债为主，占比 64.64%。其中，其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券分别为 246.37 亿元、174.12 亿元、710.97 亿元和 155.49 亿元。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 62.95%，全部债务资本化比率为 57.70%。

2020 年，母公司实现营业收入 137.24 亿元，营业成本为 35.62 亿元，利润总额 47.99 亿元，同比下降 4.33%。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 2353.69 亿元，所有者权益 758.15 亿元；2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 39.20 亿元，利润总额 19.96 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 10.00 亿元，相当于 2021 年 3 月底公司全部债务和长期债务规模的 0.64%和 0.73%，对公司现有债务规模影响小。

2021 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 68.62%、67.40%和 64.54%。本期中期票据募集资金拟用于偿还存量债务，以 2021 年 3 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

2018—2020 年，公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据拟发行规模的 11.73 倍、10.22 倍和 9.78 倍，EBITDA 分别为本期中期

票据拟发行规模的 11.59 倍、10.52 倍和 10.06 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。

十、结论

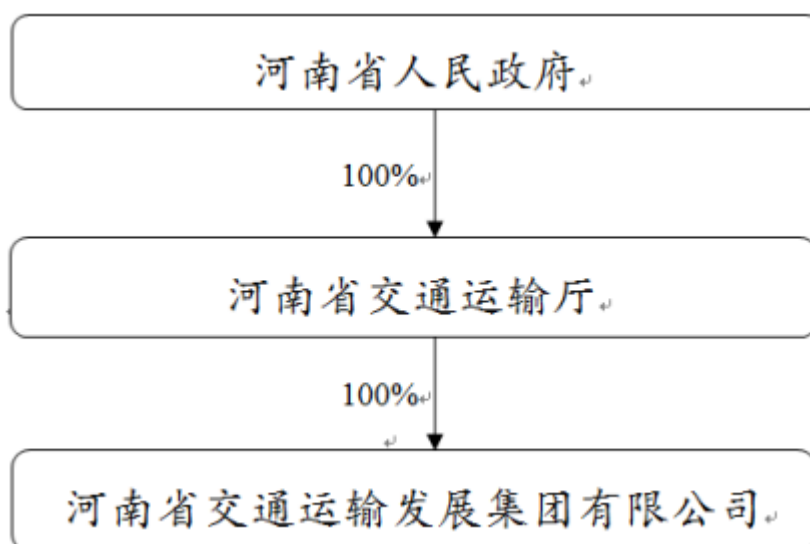
高速公路行业具有良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济的稳步发展，中国高速公路建设发展空间较大。

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和部分经营性高速公路的投资建设和运营管理主体，区域内行业地位突出，可获得政府在财政补贴和资金补助等多方面的支持。公司在建高速公路项目投资规模大，存在很大的资本支出压力；债务规模逐年增长，债务负担较重，利息支出对利润侵蚀明显；受新冠肺炎疫情和免收通行费等因素影响，公司实际通行费收入有所下降。

未来，随着区域经济的发展、在建高速公路的陆续通车和路网规模效应逐步显现，公司车辆通行费收入和利润规模有望增长。

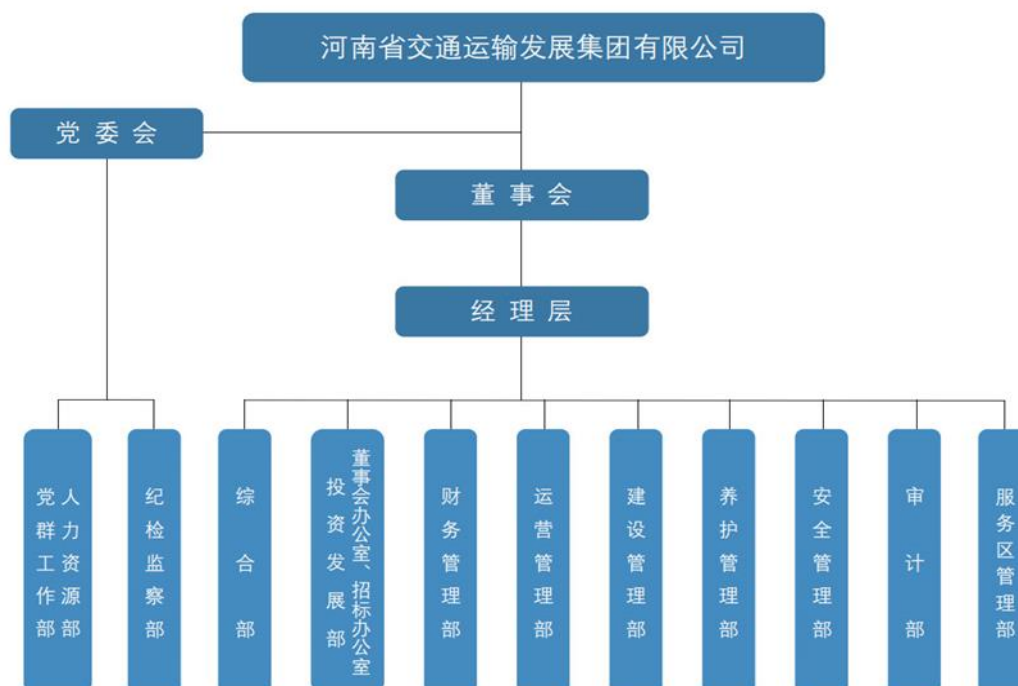
公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据的保障程度很高。综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 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）
河南和鼎高速公路管理有限公司	100.00	100.00
河南省机西高速公路建设有限公司	100.00	1000.00
河南省南林高速公路南乐段建设有限公司	100.00	500.00
河南省德商高速公路建设有限公司	100.00	500.00
河南省三门峡至淅川高速公路项目有限公司	100.00	1000.00
河南省济阳高速公路建设有限公司	100.00	1000.00
河南省济源至洛阳西高速公路建设有限公司	100.00	1000.00
河南省三门峡黄河大桥高速公路建设有限公司	100.00	400.00
河南省豫晋高速公路建设有限公司	100.00	400.00
河南省尧栾西高速公路建设有限公司	100.00	1000.00
河南省台辉高速公路建设有限公司	98.50	500.00
河南省西淅高速公路建设有限公司	100.00	1000.00
河南省滢栾高速公路建设有限公司	99.00	3000.00
河南省栾卢高速公路建设有限公司	100.00	3000.00
河南省连霍呼北联络线高速公路建设有限公司	99.00	3000.00
河南省濮新高速公路建设有限公司	99.00	600.00
河南安罗高速公路有限公司	97.00	3000.00
河南省濮卫高速公路有限公司	100.00	500.00
河南省融辉高速公路建设有限公司	100.00	3000.00
河南省新伊高速公路有限公司	100.00	1000.00
河南省新融高速公路建设有限公司	100.00	1000.00
濮阳豫龙高速公路有限责任公司	100.00	500.00
河南省鹤新高速公路有限公司	78.80	500.00
河南省卢华高速公路有限公司	51.01	500.00
河南省豫浙高速公路有限公司	51.00	501.00
河南省豫冀高速公路有限公司	51.00	501.00
河南省豫申高速公路有限公司	51.00	500.00
河南省焦源高速公路有限公司	51.00	500.00
河南省黄河高速公路有限公司	51.00	500.00
河南省沿黄高速公路有限公司	51.00	500.00
河南省济新高速公路有限公司	51.00	500.00
河南省京武高速公路有限公司	51.00	500.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	93.65	185.62	65.79	101.00
资产总额（亿元）	1963.13	2198.73	2353.43	2411.54
所有者权益（亿元）	660.06	713.88	794.43	756.73
短期债务（亿元）	213.37	242.75	213.62	187.29
长期债务（亿元）	1014.69	1174.04	1247.39	1377.56
全部债务（亿元）	1228.06	1416.79	1461.01	1564.84
营业收入（亿元）	147.92	138.32	138.29	39.65
利润总额（亿元）	59.29	50.28	47.34	18.82
EBITDA（亿元）	115.91	105.19	100.58	--
经营性净现金流（亿元）	117.29	102.21	97.77	24.97
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5131.77	1739.04	1390.88	--
存货周转次数（次）	158.86	154.88	201.39	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.07	0.06	--
现金收入比（%）	99.27	99.55	100.19	85.69
营业利润率（%）	81.68	77.48	73.37	81.04
总资本收益率（%）	6.12	4.93	4.45	--
净资产收益率（%）	8.95	7.02	5.95	--
长期债务资本化比率（%）	60.59	62.19	61.09	64.54
全部债务资本化比率（%）	65.04	66.50	64.78	67.40
资产负债率（%）	66.38	67.53	66.24	68.62
流动比率（%）	42.66	72.10	47.79	65.40
速动比率（%）	42.60	72.03	47.74	65.34
经营现金流动负债比（%）	40.72	32.92	32.96	--
现金短期债务比（倍）	0.44	0.76	0.31	0.54
全部债务/EBITDA（倍）	10.59	13.47	14.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.98	1.68	1.55	--

注：2021 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 公司主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	29.09	43.33	42.72	40.80
资产总额（亿元）	1672.07	1708.17	2144.61	2353.69
所有者权益（亿元）	639.19	688.93	794.52	758.15
短期债务（亿元）	213.37	242.75	213.62	160.29
长期债务（亿元）	756.30	721.90	870.15	1149.95
全部债务（亿元）	969.67	964.65	1083.77	1310.24
营业收入（亿元）	146.72	137.33	137.24	39.20
利润总额（亿元）	59.04	50.16	47.99	19.96
EBITDA（亿元）	116.71	105.00	100.76	--
经营性净现金流（亿元）	118.92	102.16	96.85	24.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	433066.07	2160248.20	299569.17	--
存货周转次数（次）	205.78	225.79	287.20	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	0.07	--
现金收入比（%）	99.35	99.48	100.17	85.57
营业利润率（%）	82.13	77.83	73.96	82.43
总资本收益率（%）	7.25	6.34	5.36	--
净资产收益率（%）	9.21	7.26	6.03	--
长期债务资本化比率（%）	54.20	51.17	52.27	60.27
全部债务资本化比率（%）	60.27	58.34	57.70	63.35
资产负债率（%）	61.77	59.67	62.95	67.79
流动比率（%）	14.07	17.65	13.88	55.07
速动比率（%）	14.03	17.60	13.85	55.04
经营现金流动负债比（%）	43.00	34.36	20.29	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.18	0.20	0.25
全部债务/EBITDA（倍）	8.31	9.19	10.76	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.10	1.95	1.94	--

注：2021 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	
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/(平均应收账款账面价值+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货
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%
期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×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%
受限比率	受限资产/资产总额×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/流动负债×100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金净流量/流动负债×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 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

联合资信评估股份有限公司关于 河南省交通运输发展集团有限公司 2021 年度第六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。

河南省交通运输发展集团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。

河南省交通运输发展集团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交通运输发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，河南省交通运输发展集团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交通运输发展集团有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现河南省交通运输发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对河南省交通运输发展集团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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如河南省交通运输发展集团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交通运输发展集团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交通运输发展集团有限公司联系，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。