

信用等级公告

联合〔2019〕1872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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持河南省收费还贷高速公路管理有限公司主体长期信用等级为AAA，“16豫高管MTN001”“16豫高管MTN002”“17豫高管MTN001”“18豫高管MTN001”“18豫高管MTN003”“18豫高管MTN004”和“19豫高管MTN001”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

二〇一九年七月九日



河南省收费还贷高速公路管理有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
16 豫高管 MTN001	20.00 亿元	2026/08/15	AAA	AAA
16 豫高管 MTN002	20.00 亿元	2026/09/05	AAA	AAA
17 豫高管 MTN001	20.00 亿元	2020/07/13	AAA	AAA
18 豫高管 MTN001	25.00 亿元	2021/03/15	AAA	AAA
18 豫高管 MTN003	10.00 亿元	2021/04/28	AAA	AAA
18 豫高管 MTN004	15.00 亿元	2021/10/31	AAA	AAA
19 豫高管 MTN001	15.00 亿元	2022/03/21	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 9 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.88	67.23	93.65	131.25
资产总额(亿元)	1785.21	1850.05	1963.13	2033.59
所有者权益(亿元)	569.22	598.49	660.06	677.66
短期债务(亿元)	191.51	157.22	213.37	194.31
长期债务(亿元)	948.69	1026.65	1014.69	1094.19
全部债务(亿元)	1140.20	1183.87	1228.06	1288.50
营业收入(亿元)	97.32	109.40	147.92	33.68
利润总额(亿元)	15.16	29.25	59.29	14.91
EBITDA(亿元)	73.39	86.15	115.91	--
经营性净现金流(亿元)	75.39	86.80	117.29	27.49
营业利润率(%)	78.08	79.80	81.68	86.00
净资产收益率(%)	2.63	4.86	8.95	--
资产负债率(%)	68.11	67.65	66.38	66.68
全部债务资本化比率(%)	66.70	66.42	65.04	65.53
流动比率(%)	21.42	40.62	42.66	63.66
经营现金流动负债比(%)	28.22	38.61	40.72	--
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—3 月财务数据未经审计；2.长期债务中包括长期应付款。

分析师

张建飞 许狄龙

评级观点

河南省收费还贷高速公路管理有限公司（以下简称“公司”）作为河南省交通基础设施的两大国有投资主体之一，负责河南省内政府收费还贷高速公路的投资、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备显著优势。跟踪期内，随着在建高速公路的通车和路网效益的显现，公司营业收入快速增长；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到跟踪期内公司债务负担较重、财务费用规模大及存在资本支出压力等因素对其信用水平带来的不利影响。

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

公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对公司债券单年偿付峰值的保障能力较好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“16 豫高管 MTN001”“16 豫高管 MTN002”“17 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN003”“18 豫高管 MTN004”和“19 豫高管 MTN001”的债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，河南省作为中国中部重要的陆路交通枢纽之一，经济持续平稳增长。
2. 公司为河南省人民政府收费还贷高速公路的唯一投资、建设和运营管理主体，跟踪期内得到了河南省地方政府在税收政策、资金补助等多方面的持续支持。
3. 公司所辖路产质量良好，随着在建高速公

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

路的通车和路网效益的显现, 营收和利润规模快速增长。

4. 公司EBITDA和经营活动现金净流量对公司债券单年偿付峰值的保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内, 公司有息债务持续增长, 债务负担仍较重, 财务费用对公司整体盈利能力影响较大。
2. 公司在建和拟建项目投资规模较大, 存在较大资本支出压力。

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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于河南省收费还贷高速公路管理有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化；截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 185.00 亿元，实际控制人为河南省人民政府。

公司是河南省高速公路和特大桥梁的投资建设、经营管理和维护企业之一，负责河南省内所有收费还贷高速公路的投融资、建设和经营管理；截至 2019 年 3 月底，公司所辖高速公路通车总里程 2790.88 公里，占河南省内高速公路通车总里程的 42.29%。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 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 3 月底，公司合并资产总额 2033.59 亿元，所有者权益 677.66 亿元（其中少数股东权益 39.90 万元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 33.68 亿元，利润总额 14.91 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“16 豫高管 MTN001”“16 豫高管 MTN002”“17 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN003”“18 豫高管 MTN004”和“19 豫高管 MTN001”，债券余额

合计 125 亿元，详情见表 1。跟踪期内，“18 豫高管 MTN004”和“19 豫高管 MTN001”均尚未到付息日，“16 豫高管 MTN001”“16 豫高管 MTN002”“17 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN001”和“18 豫高管 MTN003”均已按时足额支付跟踪期内利息。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
16 豫高管 MTN001	20.00	2016/08/15	10	3.66
16 豫高管 MTN002	20.00	2016/09/05	10	3.79
17 豫高管 MTN001	20.00	2017/07/13	3	4.65
18 豫高管 MTN001	25.00	2018/03/15	3	5.40
18 豫高管 MTN003	10.00	2018/04/28	3	4.85
18 豫高管 MTN004	15.00	2018/10/31	3	4.09
19 豫高管 MTN001	15.00	2019/03/21	3	3.75

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“16 豫高管 MTN001”“16 豫高管 MTN002”“17 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN003”“18 豫高管 MTN004”和“19 豫高管 MTN001”募集资金均用于偿还有息债务，截至 2019 年 3 月底，募集资金均已按计划使用完。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国

内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三

产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。

2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所

回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。根据交通运输部《2018年交通运输行业发展统计公报》，截至2018年底中国公路总里程484.65万公里，增加7.31万公里，其中高速公路通车里程14.26万公里，增加0.61万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为2.9%；公路密度50.48公里/百平方公里，增加0.76公里/百平方公里。2018年，中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%；普通国省道建设完成投资6378亿元，下降12.2%；农村公路建设完成投资4986亿元，增长5.4%。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2018年全国营业性客运车辆完成公路客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，比上年分别下降6.2%和5.0%，客运量和旅客周转量降幅同比有所扩大。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2018年全国营业性货运车辆完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，比上年分别增长7.3%和6.7%。

高速公路行业政策

2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预〔2017〕97

号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改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。《修订草案》提出：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”并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”；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、管理支出需求等原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。若《修订草案》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响，目前《修订草案》正在向社会公开征求意见中，不排除会有进一步的修改。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工

作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受车流量小、高速公路需求低、债务负高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

总体看，2018年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供低成本融资来源，收费公路管理条例的修订进展及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响仍需关注。

2. 区域经济环境

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

根据《2018年河南省国民经济和社会发展统计公报》，2018年河南省生产总值48055.86亿元，增长7.6%。其中，第一产业增加值4289.38亿元，增长3.3%；第二产业增加值22034.83

亿元，增长7.2%；第三产业增加值21731.65亿元，增长9.2%；三次产业结构为8.9:45.9:45.2。

固定资产投资方面，跟踪期内河南省固定资产投资保持较快增长，2018年同比增长8.1%。其中，第一产业投资比上年增长16.9%，第二产业投资增长1.7%，第三产业投资增长10.6%。基础设施投资增长18.5%，民间投资增长2.9%，工业投资增长2.0%。

2018年，河南省地方财政总收入5875.82亿元，增长11.9%；一般公共预算收入3763.94亿元，增长10.5%，其中税收收入2656.50亿元，增长14.0%，占一般公共预算收入的比重70.6%。

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。2018年，河南省完成公路货运量23.52亿吨，增长13.6%；公路客运量9.37亿人，下降5.1%，公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的90.64%和83.21%；同期，河南省完成公路货物周转量5893.92亿吨公里，公路旅客周转量711.19亿人公里，增速分别为10.3%和-3.5%，分别占各运输方式货、客周转总量的65.97%和35.93%。在不同运输方式中，公路运输继续保持绝对优势。

截至2018年底，河南省全省高速公路通车里程6600.03公里，增加77.40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。

跟踪期内，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。

六、基础素质分析

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，公司负责河南省内收费还贷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经营性高速公路的投资建设和运营管理。河南省政府收费还贷性高速公路通车里程占河南省内高速公路通车总里程的 42.29%，公司行业地位突出。

截至 2019 年 3 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。

跟踪期内，公司持续在税收政策和资金补助方面获得政府的大力支持。根据豫政文〔2011〕228 号文件，公司收取的车辆通行费不缴纳税金，资产不计提折旧；2018 年，公司收到地方财政建设项目支持款 3.08 亿元，计入“资本公积”；其中，郑西高速尧山至栾川段 2.68 亿元，郑西高速栾川至双龙段 0.96 亿元，济阳至洛阳西高速公路 0.30 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证：G1041010102706430C），截止 2019 年 5 月 8 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。

七、管理分析

2019 年 2 月，中共河南省交通运输厅党组决定免去柴中畅同志公司董事、董事长、总经理职务，任命尹如军同志担任公司董事、董事长、总经理；该变动系公司日常运营过程中管理层的正常变动，不会对公司日常管理、生产

经营及偿债能力产生不利影响。

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（正厅级），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、党委副书记，公司董事、董事长、总经理、党委副书记。

除上述事项外，跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司负责河南省内收费还贷高速公路投融资、建设和运营管理。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（占 97.59%），同比增长 36.19%，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；其他业务收入 3.56 亿元，同比增加 0.16 亿元。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率为 81.76%，同比上升 1.86 个百分点。其中，高速公路运营业务毛利率为 83.15%，同比增长 1.37 个百分点，营收规模提升带动毛利率增加；其他业务毛利率为 25.22%，同比提升 3.30 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 33.68 亿元，同比下降 10.26%，系当期收到财政返还超出预算部分通行费收入同比有所滞后；综合毛利率为 86.08%，同比变化不大。

表2 公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

行业名称	2017年			2018年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
车辆通行费	106.00	96.89	81.77	144.36	97.59	83.15
其他业务	3.40	3.11	21.92	3.56	2.41	25.22
合计	109.40	100.00	79.90	147.92	100.00	81.76

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

高速公路投资和经营

（1）已建成高速公路情况

截至2019年3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。

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—3月，公司无新通车高速公路。

公司所辖高速公路中有28条共计1598.3公里由下属7个分公司负责收费运营，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2019年3月底公司主要经营的高速公路（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	新郑管理分公司	2004.01	国高网
2	郑州西南绕城高速	52.0	新郑管理分公司	2005.08	地方高速
3	濮鹤高速	58.4	濮鹤管理分公司	2004.11	地方高速
4	大广高速濮阳段	59.4	濮鹤管理分公司	2006.11	国高网
5	大广高速南乐至豫冀界段	14.2	濮鹤管理分公司	2010.12	国高网
6	大广高速安阳至新乡段	80.3	濮鹤管理分公司	2006.01	国高网
7	安南高速安阳至南乐段	64.7	濮鹤管理分公司	2008.12	地方高速
8	郑卢高速少林寺至洛阳段	58.8	少新管理分公司	2005.08	地方高速
9	宁洛高速洛阳西南绕城段	36.0	少新管理分公司	2005.09	国高网
10	二广高速济源至洛阳段	46.1	少新管理分公司	2005.09	国高网
11	长济高速济源至焦作段	55.8	少新管理分公司	2005.09	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
12	长济高速焦作至修武段	29.1	少新管理分公司	2007.09	国高网
13	长济高速获嘉至新乡段	50.4	少新管理分公司	2007.09	国高网
14	长济高速济源至邵原段	59.7	少新管理分公司	2008.12	地方高速
15	沪陕高速南阳至豫陕界	151.2	南阳管理分公司	2007.01	国高网
16	连霍高速河南段	610.2	河南高发公司代管	1994-2001	国高网
17	沪陕高速叶集至信阳段	185.4	河南高发公司代管	2005.12	国高网

2011年12月变更性质划入

18	永登高速许昌至扶沟段	27.8	河南高发公司代管	2007.01	地方高速
19	二广高速大安至寄料段	27.2	河南高发公司代管	2008.11	国高网
20	新阳高速新蔡至驻马店段	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	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
26	洛栾高速嵩县至栾川段	67.3	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
27	郑卢高速洛阳至洛宁段	68.9	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
28	郑卢高速洛宁至卢氏段	55.0	洛阳管理分公司	2012.12	地方高速
29	三淅高速灵宝至卢氏段	80.9	三门峡管理分公司	2012.12	地方高速
30	郑卢高速洛宁至卢氏段（三门峡）	13.5	三门峡管理分公司	2012.12	地方高速

2015年新通车

31	郑州机场至周口西华高速公路（一期）	106.3	航空港管理分公司	2015.12	地方高速
32	德商高速范县段	19.6	濮鹤管理分公司	2015.11	国高网
33	南林高速南乐至豫鲁省界段	33.5	濮鹤管理分公司	2015.11	地方高速
34	三淅高速卢氏至西坪（三门峡段）	51.2	三门峡管理分公司	2015.12	地方高速
35	三淅高速卢氏至西坪段（南阳段）	33.0	南阳管理分公司	2015.12	地方高速
36	三淅高速西坪至寺湾段	37.5	南阳管理分公司	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	航空港管理分公司	2018.12	地方高速
合计		2790.9	--	--	--

资料来源：公司提供

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。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。

（2）高速公路经营情况

跟踪期内，河南省内高速公路收费标准未发生变化。

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河南省财政厅专户，河

南省财政厅将收到的车辆通行费资金扣除3%的水利基金、拆分服务费及部分干线公路支出后返还公司，每年以批复的预算收入作为当年车辆通行费的返还基数，超出预算部分于次年返还给公司，公司以当年实际收到河南省财政厅返还的车辆通行费确认收入。

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—3月，公司实际通行费收入36.76亿元，同比增长19.33%。

跟踪期内，随着路网效应的逐步显现，公司下辖高速公路实际通行费收入呈良好增长态势。

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1—3月
新郑管理分公司	237204.12	267516.46	64807.26
濮鹤管理分公司	128270.12	149066.97	37955.54

表5 截至2018年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
三浙高速豫晋省界至灵宝段	2019年	5.20	7.24	6.67	自建
济阳高速豫境段	2019年	19.80	29.85	24.83	自建
郑西高速尧山至栾川段	2020年	78.80	105.18	37.72	PPP
济洛高速济源至洛阳西段	2020年	42.40	47.86	14.60	PPP
三门峡黄河公铁两用桥公路南引线工程	2019年	2.20	11.84	7.12	自建
台辉高速豫鲁省界至范县段	2020年	37.70	47.33	18.01	PPP
郑西高速栾川至双龙段	2020年	49.40	68.63	27.72	自建
郑西高速双龙至西峡段	2020年	13.20	19.81	4.48	自建
合计	--	248.70	337.74	141.15	--

管理单位	2017年	2018年	2019年1—3月
少新管理分公司	145157.39	181751.72	49416.34
南阳管理分公司	78953.96	79490.81	13451.76
洛阳管理分公司	21855.75	24921.52	5203.59
三门峡管理分公司	8943.71	10848.69	1732.82
航空港分公司	32959.73	42611.13	12258.07
河南高发公司代管	676809.21	724047.38	182770.40
合计	1330154.00	1480254.68	367595.78

资料来源:公司提供

(3) 高速公路养护情况

2018年和2019年1—3月，公司高速公路养护支出分别为9.29亿元和0.80亿元，同比均变化不大。

(4) 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2018年底，公司在建的高速公路项目8个，总建设里程248.70公里，计划总投资合计337.74亿元，已完成投资141.15亿元，计划于2019-2020年通车。

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司拟建的高速公路项目 12 个，总建设里程 706.19 公里，总投资合计 854.82 亿元，具体建设模式尚未确定。

表 6 截至 2018 年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
滹淅高速公路西峡至浙川段	52.75	67.37
滹淅高速公路滹池至洛宁段	40.11	58.61
滹淅高速公路洛宁至栾川段	51.45	118.00
栾川至卢氏高速公路	75.33	153.62
兰原高速公路封丘至原阳段	67.47	55.41
连霍二广高速公路联络线	81.34	95.26
连霍呼北高速公路联络线	27.26	39.09
濮阳至阳新高速公路濮阳段	33.90	32.47
安罗高速公路上蔡至罗山段	148.82	124.27
濮阳至卫辉高速公路濮阳段	38.97	35.00
濮阳至卫辉高速公路滑县至卫辉段	59.22	50.34
沿太行高速新乡段	29.57	25.38
合计	706.19	854.82

资料来源：公司提供

总体看，公司在建和拟建项目未来投资规模较大，未来资本支出压力较大。

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 年，公司实现其他业务收入 3.56 亿元，业务毛利率为 25.22%。

九、财务分析

1. 财务概况

表 7 公司主要资产构成情况(单位：亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	91.31	4.94	122.89	6.26	166.44	8.18
货币资金	67.23	3.63	93.65	4.77	131.25	6.45
非流动资产	1758.74	95.06	1840.23	93.74	1867.15	91.82

河南省收费还贷高速公路管理有限公司

公司提供了 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 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司共 19 家；跟踪期内，公司合并范围内新增 8 家子公司，均系为拟建高速公路成立的子公司，目前规模均较小，对公司合并口径财务数据影响小，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 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 3 月底，公司合并资产总额 2033.59 亿元，所有者权益 677.66 亿元（其中少数股东权益 39.90 万元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 33.68 亿元，利润总额 14.91 亿元。

截至 2018 年底，公司母公司资产总额 1672.07 亿元，所有者权益 639.19 亿元；2018 年，公司母公司实现营业收入 146.72 亿元，利润总额 59.04 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司母公司资产总额 1682.55 亿元，所有者权益 654.06 亿元；2019 年 1—3 月，公司母公司实现营业收入 33.43 亿元，利润总额 14.87 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 1963.13 亿元，同比增长 6.11%，流动资产和非流动资产均有所增长，资产结构仍以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。

固定资产	1330.81	71.93	1370.21	69.80	1371.45	67.44
在建工程	59.43	3.21	94.41	4.81	120.27	5.91
无形资产	364.12	19.68	375.27	19.12	375.35	18.46
资产总额	1850.05	100.00	1963.13	100.00	2033.59	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018年度，公司流动资产122.89亿元，同比增长34.59%。其中，货币资金同比增长39.30%至93.65亿元，主要系经营获现留存；预付账款同比增长20.93%至21.92亿元，主要系在建项目投资规模加大导致预付工程款增加；公司其他应收款主要为收取的项目质保金，2018年底为7.10亿元。

2018年底，公司非流动资产1840.23亿元，同比增长4.63%。其中，固定资产同比增加39.40亿元至1370.21亿元，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；在建工程同比增长58.86%至94.41亿元，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；无形资产375.27亿元，同比增加11.15亿元，系新增高速公路沿线土地使用权。

2019年3月底，公司资产总额2033.59亿元，较上年底增长3.59%，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以及经营获现留存导致货币资金增加，资产结构变化不大。

2019年3月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资623.40亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为1050.29亿元，占公司资产总额的51.65%，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。

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构以固定资产和无形资产为主，符合高速公路行业特征，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益660.06亿元，同比增长10.29%。其中，实收资本185.00亿元，

同比未发生变化；资本公积264.53亿元，同比增加3.08亿元，系收到的地方财政建设项目支持款。

2019年3月底，公司所有者权益677.66亿元，较2018年底增长2.67%，主要系收到的地方财政建设项目支持款和利润留存。跟踪期内，公司所有者权益规模持续增长，构成以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债总额1303.07亿元，同比增长4.12%，主要来自流动负债的增加，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。

2018年底，公司流动负债288.07亿元，同比增长28.14%。其中，短期借款16.00亿元，同比下降62.79%；应付票据及应付账款36.44亿元，同比变化不大，全部为应付工程款；其他应付款36.01亿元，同比增长27.09%，其中应付债券利息11.62亿元，其余主要为应付履约保证金和诚意金等；一年内到期的非流动负债197.37亿元，同比增长72.80%。

2018年底，公司非流动负债1015.00亿元，同比减少11.75亿元。其中，长期借款同比下降3.27%至693.12亿元，由质押借款和信用借款构成；应付债券同比增长7.91%至296.09亿元，主要系通过中期票据和地方政府专项债券形式融资；长期应付款25.49亿元，同比下降28.70%，系部分融资租赁款将于一年内到期转入，长期应付款全部为融资租赁款，调整至全部债务核算。

表8 2018年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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019年3月底，公司负债总额1355.92亿元，较上年底增长4.06%；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80.72%。

2018年底，公司全部债务1228.06亿元，同比增长3.73%，债务结构以长期债务为主；2019年3月底，公司全部债务1288.50亿元，较上年底增长4.92%，债务结构变化不大，其中2019年4-12月、2020年和2021年需偿还到期债务187.54亿元、187.26亿元和179.52亿元，有息债务到期时间较为分散，不存在集中兑付压力。

表9 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	157.22	213.37	194.31
长期债务	1026.65	1014.69	1094.19
全部债务	1183.87	1228.06	1288.50
资产负债率	67.65	66.38	66.68
全部债务资本化比率	66.42	65.04	65.53
长期债务资本化比率	63.17	60.59	61.75

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

受利润留存影响，2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.38%、65.04%和60.59%，同比分别下降1.27个、1.38个和2.58个百分点；2019年3月底，上述指标分别为66.68%、65.53%和61.75%。

跟踪期内，受在建高速公路项目较多影响，

公司扩大债务规模，债务结构仍以长期债务为主，整体债务负担仍较重。未来，在建和拟建高速公路项目投资规模仍维持在较高水平，公司仍存在较强融资需求。

4. 盈利能力

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；同期，公司营业利润率为81.68%，同比增长1.88个百分点。

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。

2018年，公司利润总额59.29亿元，同比增长102.74%。

表10 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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。

2019年1—3月，公司实现营业收入33.68亿元，同比下降9.63%，主要系当期收到财政返还超出预算部分通行费收入同比有所滞后；同期，公司营业利润率86.00%，利润总额14.91亿元。

跟踪期内，公司营收和利润规模持续高速增长，整体盈利能力进一步增强，但利息支出对利润侵蚀仍较大。

5. 现金流

经营活动方面，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；同期，公司现金收入比99.27%，收现质量好；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；同期，公司经营活动现金流量净额117.29亿元，同比增长35.12%，经营活动获现能力进一步增强。

投资活动方面，公司投资活动主要为支付在建高速公路工程款，2018年为84.28亿元，其余为少量收到和支付的履约保证金。2018年，公司投资活动现金流净额-82.88亿元，同比增加30.00亿元，公司加大对在建高速公路的投入。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要系各种形式借入的有息负债，2018年为234.98亿元筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金，2018年为242.97亿元；2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额-7.99亿元。

表11 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
经营活动现金流入量	111.37	149.62
经营活动现金流出量	24.57	32.33
经营活动现金净流量	86.80	117.29
投资活动现金净流量	-52.28	-82.88
筹资活动现金净流量	-14.30	-7.99
现金收入比	99.40	99.27
经营现金流动负债比	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—3月，公司经营活动产生的现金流量净额27.49亿元；投资活动产生的现金流量净额-37.34亿元；筹资活动产生的现金流量净额47.46亿元，系通过中期票据和地方政府

府专项债券等形式融资。

跟踪期内，公司经营活动获现能力进一步增强，经营活动现金净流入可以满足投资活动需求；未来，在建和拟建高速公路项目投资规模仍维持在较高水平，公司面临较大资本支出压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，受货币资金增加影响，2018年底，公司流动比率和速动比率分别为42.66%和42.60%，同比分别提高2.04个和2.05个百分点；2019年3月底，上述指标分别为63.66%和63.66%。2018年，公司经营现金流动负债比由上年的38.61%增长至40.72%，经营活动现金净流量对流动负债覆盖能力有所增强。2019年3月底，公司现金类资产131.25亿元，为短期债务的0.68倍。总体看，公司短期支付压力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为115.91亿元，同比增长34.55%；受此影响，公司全部债务/EBITDA由上年的13.74倍下降至10.59倍；总体看，公司长期支付压力尚可。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

截至2019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1830.75亿元，尚未使用额度1174.23亿元，公司间接融资渠道通畅。

总体看，公司作为河南省交通基础设施的两大国有投资主体之一，在行业地位、资产规模和政府支持等方面具备显著优势，公司整体偿债能力极强。

十、存续期内债券偿债能力

截至本评级报告出具日，联合资信评定的公司存续期内债券包括“16豫高管MTN001”、“16豫高管MTN002”、“17豫高管MTN001”、“18豫高管MTN001”、“18豫高管MTN003”、

“18 豫高管 MTN004”和“19 豫高管 MTN001”，债券余额合计 125.00 亿元，集中兑付峰值出现在 2021 年，公司需于当年兑付 50.00 亿元。

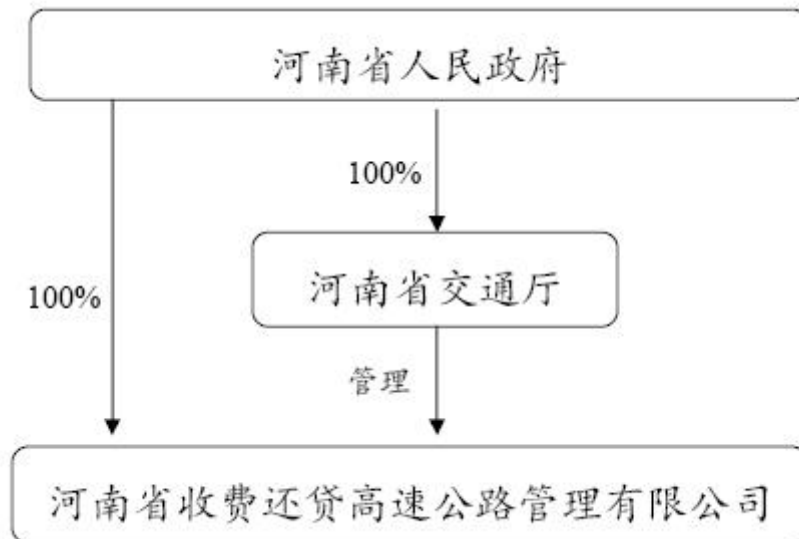
2018 年，公司 EBITDA 和经营活动现金净流量分别为 115.91 亿元和 117.29 亿元，对公司债券集中兑付峰值的覆盖倍数分别为 2.32 倍和 2.35 倍，保障能力较强。未来，随着在建高速公路竣工通车，通行费收入不断增长，公司盈利能力及经营活动现金流入量规模将持续增长，对公司存续期债券保障能力将不断提升。

跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对债券单年偿付峰值的保障能力较强。

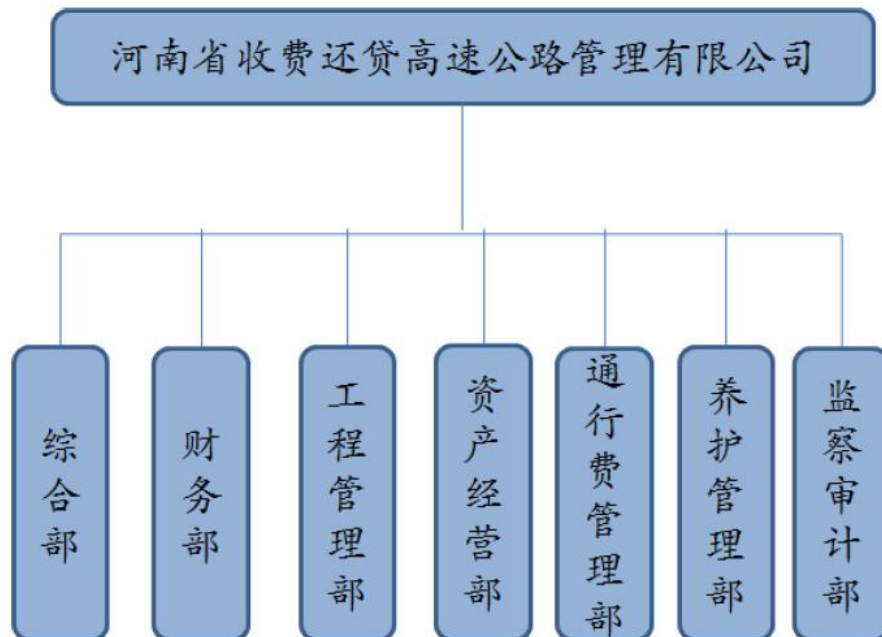
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“16 豫高管 MTN001”“16 豫高管 MTN002”“17 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN003”“18 豫高管 MTN004”和“19 豫高管 MTN001”债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 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；机械设备租赁及维修等。
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；机械设备租赁与维修等。
河南省濮菏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；机械设备租赁与维修等。
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；机械设备租赁与维修等。
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；机械设备租赁与维修等。
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；机械设备租赁与维修等。
河南省滏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；机械设备租赁与维护等。
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。

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.88	67.23	93.65	131.25
资产总额(亿元)	1785.21	1850.05	1963.13	2033.59
所有者权益(亿元)	569.22	598.49	660.06	677.66
短期债务(亿元)	191.51	157.22	213.37	194.31
长期债务(亿元)	948.69	1026.65	1014.69	1094.19
全部债务(亿元)	1140.20	1183.87	1228.06	1288.50
营业收入(亿元)	97.32	109.40	147.92	33.68
利润总额(亿元)	15.16	29.25	59.29	14.91
EBITDA(亿元)	73.39	86.15	115.91	--
经营性净现金流(亿元)	75.39	86.80	117.29	27.49
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	100.22
营业利润率(%)	78.08	79.80	81.68	86.00
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	61.75
全部债务资本化比率(%)	66.70	66.42	65.04	65.53
资产负债率(%)	68.11	67.65	66.38	66.68
流动比率(%)	21.42	40.62	42.66	63.66
速动比率(%)	21.36	40.55	42.60	63.60
经营现金流流动负债比(%)	28.22	38.61	40.72	--
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 年一季度财务数据未经审计；2.长期债务中包括长期应付款。

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	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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