信用等级公告

联合〔2020〕2236 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”“18 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN003”“18 豫高管 MTN004”“19 豫高管 MTN001”“20 豫高管 MTN001”和“20 豫高管 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

河南省收费还贷高速公路管理有限公司
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
16 豫高管 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 豫高管 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 豫高管 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 豫高管 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
18 豫高管 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 豫高管 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 豫高管 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 豫高管 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 豫高管 MTN001	20 亿元	20 亿元	2026/08/15
16 豫高管 MTN002	20 亿元	20 亿元	2026/09/05
18 豫高管 MTN001	25 亿元	25 亿元	2021/03/15
18 豫高管 MTN003	10 亿元	10 亿元	2021/04/28
18 豫高管 MTN004	15 亿元	15 亿元	2021/10/31
19 豫高管 MTN001	15 亿元	15 亿元	2022/03/21
20 豫高管 MTN001	10 亿元	10 亿元	2023/03/13
20 豫高管 MTN003[1]	20 亿元	20 亿元	2023/05/19

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 07 月 17 日

[1] “20 豫高管 MTN003”为可续期中期票据，表中到期兑付日为首个赎回日

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”）是河南省两大国有交通基础设施投资主体之一，主要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，公司的行业地位突出，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，公司实际通行费收入持续增长；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，跟踪期内公司债务负担较重、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。

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”“18豫高管MTN001”“18豫高管MTN003”“18豫高管MTN004”“19豫高管MTN001”“20豫高管MTN001”和“20豫高管MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**河南省是中国中部重要的陆路交通枢纽之一，跟踪期内经济持续平稳增长，公司发展面临良好的外部环境。
2. **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，跟踪期内持续得到了河南省政府在税收政策和资金补助等多方面的支持。

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+		评价结果	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
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

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

3. **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，实际车辆通行费收入呈稳步增长态势。

关注

1. **债务负担较重。**跟踪期内，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。
2. **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。
3. **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。

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

评级历史：

债项名称	债项级别	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
20 豫高管 MTN003	AAA	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
20 豫高管 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/03/05	张建飞、许狄龙	收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907 收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 豫高管 MTN001 18 豫高管 MTN004 18 豫高管 MTN003 18 豫高管 MTN001 16 豫高管 MTN002 16 豫高管 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/07/09	张建飞、许狄龙	收费公路行业企业信用评级方法（2018 年） 收费公路企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 豫高管 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/03/13	张建飞、许狄龙	收费公路行业企业信用评级方法（2018 年） 收费公路企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 豫高管 MTN004	AAA	AAA	稳定	2018/10/24	张建飞、许狄龙	高速公路行业企业信用评级方法（2017 年） 收费公路企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 豫高管 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/04/23	张建飞、许狄龙	高速公路行业企业信用评级方法（2017 年） 收费公路企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 豫高管 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/03/08	赵起峰、许狄龙	高速公路行业企业信用评级方法（2017 年） 收费公路企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 豫高管 MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/08/26	刘博、顾喆彬、刘珺轩、王兴萍	收费公路企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
16 豫高管 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/08/08	刘博、顾喆彬	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、准确性和完整性要求。

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
2020年跟踪评级报告

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”）及其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 2020 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 2020 年 3 月底，公司所辖高速公路通车总里程 2840.59 公里，占河南省内高速公路通车总里程的 40.77%。

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。

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”“18 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN003”“18 豫高管 MTN004”“19 豫高管 MTN001”“20 豫高管 MTN001”和“20 豫高管 MTN003”，债券余额合计 135.00 亿元，详情见表 1。其中，“20 豫高管 MTN003”为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。跟踪期内，“20 豫高管 MTN001”和“20 豫高管 MTN003”尚未到付息日，其余由联合资信所评存续债券均已按时足额支付跟踪期内的利息。

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
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
20 豫高管 MTN001	10.00	2020/03/13	3	2.90
20 豫高管 MTN003	20.00	2020/05/19	3+N	3.30
合计	**135.00**	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司由联合资信所评存续债券募集资金均用于偿还有息债务，截至本评级报告日，募集资金均已按计划使用完。

四、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 2　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。

五、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《中国人民共和国公路法》，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，比上年增加 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

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，公司面临良好的外部发展环境。

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《2019年河南省国民经济和社会发展统计公报》，2019年河南省生产总值54259.20亿元，比上年增长7.0%。其中，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，跟踪期内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%。

2019年，河南省地方财政总收入6187.23亿元，增长5.3%；一般公共预算收入4041.60亿元，增长7.3%，其中税收收入2841.06亿元，增长6.9%，占一般公共预算收入的比重70.3%。

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

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

六、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。

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”）。其中，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 40.77%，公司行业地位突出。

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，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。2019 年，公司收到地方财政建设项目支持款 4.02 亿元，计入“资本公积”；其中，河南省尧栾西高速公路建设有限公司 2.54 亿元，河南省济源至洛阳西高速公路建设有限公司 1.40 亿元，河南济阳高速公路建设有限责任公司 0.08 亿元。同期，公司收到收费公路专项债资金 150.00 亿元，计入“应付债券”。

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

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重大变化。

八、经营分析

公司负责省内收费还贷高速公路的投资建设和运营管理，业务包括高速公路运营和附属设施、服务区的经营管理；跟踪期内，公司营业收入有所下降，综合毛利率维持在较高水平。

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。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，2019 年公司综合毛利率为 77.57%，同比下降 4.19 个百分点。其中，收入规模下降带动毛利率下降，高速公路运营业务毛利率为 78.92%，同比下降 4.23 个百分点；其他业务毛利率为 24.82%，同比下降 0.40 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，收入主要来自于收到的财政返还超出预算部分的通行费收入。

表 3　公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
车辆通行费	144.36	97.59	83.15	134.86	97.50	78.92
其他业务	3.56	2.41	25.22	3.45	2.50	24.82
合计	**147.92**	**100.00**	**81.76**	**138.32**	**100.00**	**77.57**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

高速公路投资和经营

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；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。

（1）已建成高速公路情况

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。

2019 年，公司新通车高速公路 1 段，系三淅高速豫晋省界段。2020 年 1—3 月，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 4　截至 2020 年 3 月底公司主要经营管理的高速公路（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	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

序号	路段名称	里程	所属公司	通车时间	高速公路性质
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
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	三淅高速灵宝至卢氏段	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	三淅高速卢氏至西坪（三门峡段）	51.2	三门峡分公司	2015.12	地方高速
35	三淅高速卢氏至西坪段（南阳段）	33.0	宛坪分公司	2015.12	地方高速
36	三淅高速西坪至寺湾段	37.5	宛坪分公司	2015.12	地方高速
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	三淅高速豫晋省界段	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
资料来源：公司提供

（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发生变化。

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。

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。

2019 年，公司所辖路产日均车流量 140.37 万辆，同比增加 10.47 万辆；同期，随着路网效应的逐步显现，公司实现实际通行费收入 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%）；2019 年，公司所辖路产单公里通行费收入 595.81 万元，同比增加 66.2 万元。

表 5　公司高速公路实际通行费收入情况（单位：万元）

管理单位	2018 年	2019 年
郑州分公司	267516.31	320314.18
濮鹤分公司	149066.94	182640.16
少新分公司	181751.64	221354.28
宛坪分公司	79490.79	63180.10
洛阳分公司	24921.52	28657.99
三门峡分公司	10848.69	9288.54
航空港分公司	43218.06	54578.83
河南高发公司代管	724047.18	785875.43
合计	**1480861.13**	**1665889.51**

资料来源：公司提供

（3）高速公路养护情况

2019 年，公司所辖高速公路发生养护支出 9.45 亿元，同比变化不大。

（4）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6　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
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

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
濮阳至卫辉高速公路濮阳段	2022 年	39.00	35.00	16.05	自建
渑淅高速公路西峡至淅川段	2022 年	52.75	67.37	24.05	自建
栾川至卢氏高速公路	2023 年	75.33	153.62	51.10	自建
渑淅高速渑池至洛宁段	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

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。

2019 年，公司实现其他业务收入 3.45 亿元，业务毛利率为 24.82%。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 21 家；跟踪期内，公司合并范围内新增 3 家子公司，均系为在建高速公路成立的子公司，注销子公司 1 家；上述变动对公司合并口径财务数据影响小，财务数据可比性强。

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

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产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。

2019 年底，公司资产总额 2198.73 亿元，较 2018 年底增长 12.00%，主要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（占 89.82%）为主，符合高速公路行业特征。

表 7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**122.89**	**6.26**	**223.87**	**10.18**	**228.08**	**10.17**
货币资金	93.65	4.77	185.62	8.44	184.88	8.24
非流动资产	**1840.23**	**93.74**	**1974.87**	**89.82**	**2014.88**	**89.83**
固定资产	1370.21	69.80	1385.46	63.01	1385.59	61.78
在建工程	94.41	4.81	215.67	9.81	255.56	11.39
无形资产	375.27	19.12	373.24	16.98	373.24	16.64
资产总额	**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

2019 年度，公司流动资产 223.87 亿元，较 2018 年底增长 82.17%。其中，货币资金较 2018 年底增长 98.21%至 185.62 亿元，主要系经营获现留存和融资取得的资金；预付款项较 2018 年底增长 43.52%至 31.45 亿元，主要系在建项目投资规模加大导致预付工程款增加；其他应收款主要为收取的项目质保金，2019 年底为 6.39 亿元。

2019 年底，公司非流动资产 1974.87 亿元，较 2018 年底增长 7.32%。其中，固定资产较 2018 年底增加 15.25 亿元至 1385.46 亿元，主要系三淅高速豫晋省界至灵宝段等项目完工由在建工程结转；在建工程较 2018 年底增长 128.43%至 215.67 亿元，主要系台辉高速和郑西高速等多条在建项目持续投入；无形资产 373.24 亿元，较 2018 年底变化不大，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

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

2019 年底，公司所有者权益 713.88 亿元，较 2018 年底增长 8.15%，主要系利润留存导致。其中，实收资本 185.00 亿元，较 2018 年底未发生变化；资本公积 268.55 亿元，较 2018 年底增加 4.02 亿元，系收到的地方政府支持资金。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。

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。

2019 年底，公司流动负债 310.51 亿元，较 2018 年底增长 7.79%。其中，短期借款 20.20 亿元，较 2018 年底增长 26.24%；应付账款 34.37 亿元，较 2018 年底下降 5.69%，全部为应付工程款；其他应付款 30.73 亿元，较 2018 年底下降 14.66%，其中应付债券利息 10.60 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 182.56 亿元，较 2018 年底下降 7.50%；其他流动负债 40.00 亿元，系发行的超短期融资券，调整至全部债务核算。

2019 年底，公司非流动负债 1174.35 亿元，较 2018 年底增长 13.95%。其中，长期借款较 2018 年底增长 6.99%至 741.58 亿元，由质押借款和信用借款构成；应付债券较 2018 年底增长 41.20%至 418.09 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 14.37 亿元，较 2018 年底下降 43.61%，系部分融资租赁款将于一年内到期转出，长期应付款全部为融资租赁款，调整至全部债务核算。

表 8　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：联合资信根据公司审计报告整理

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%。

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。

表 9　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	213.37	242.75	312.41
长期债务	1014.69	1174.04	1134.30
全部债务	1228.06	1416.79	1446.71
资产负债率	66.38	67.53	67.48
全部债务资本化比率	65.04	66.50	66.48
长期债务资本化比率	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

受有息债务规模增长影响，2019 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较 2018 年底增加 1.15 个、1.46 个和 1.60 个百分点至 67.53%、66.50%和 62.19%；2020 年 3 月底，上述指标分别为 67.48%、66.48%和 60.87%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入和利润规模有所下降，盈利能力有所减弱，利息支出对利润侵蚀较大。

2019 年，公司实现营业收入 138.32 亿元，同比下降 6.49%；同期，公司营业利润率为 77.48%，同比下降 4.20 个百分点。

2019 年，公司期间费用 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。同期，公司期间费用率为 40.72%，同比变化不大。2019 年，公司利润总额 50.28 亿元，同比下降 15.20%。

表 10　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	147.92	138.32
期间费用	59.03	56.32
利润总额	59.29	50.28
营业利润率	81.68	77.48
总资本收益率	6.12	4.93
净资产收益率	8.95	7.02

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司总资本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。

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

跟踪期内，公司经营活动获现能力有所减弱，随着在建项目的持续投入，筹资规模有所扩大；未来，在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。

经营活动方面，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；同期，公司现金收入比 99.55%，收现质量好；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；同期，公司经营活动现金流量净额 102.21 亿元，同比下降 12.86%，经营活动获现能力有所减弱。

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，2019 年为 138.51 亿元，其余为少量收到和支付的履约保证金。2019 年，公司投资活动现金流净额-140.47 亿元，净流出规模大幅增加，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通过各种形式融资取得的资金，2019 年为

431.41 亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金，2019 年为 301.24 亿元；2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 130.17 亿元。

表 11　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	149.62	140.64
经营活动现金流出量	32.33	38.44
经营活动现金净流量	117.29	102.21
投资活动现金净流量	-82.88	-140.47
筹资活动现金净流量	-7.99	130.17
现金收入比	99.27	99.55
经营现金流动负债比	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。

从短期偿债指标来看，受收到政府专项债券资金影响，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 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%。2019 年，公司经营现金流动负债比由上年的 40.72%下降至 32.92%，经营活动现金净流量对流动负债覆盖能力有所减弱。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，2019 年公司 EBITDA 为 105.19 亿元，同比下降 9.25%；受有息债务规模增长及 EBITDA 下降综合影响，公司全部债务/EBITDA 由 2018 年的 10.59 倍增长至 13.47 倍；总体看，公司长期偿债能力指标有所减弱。

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。

十、存续期内债券偿还能力

截至本评级报告出具日，由联合资信评级的公司存续债券包括“16 豫高管 MTN001”“16 豫高管 MTN002”“18 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN003”“18 豫高管 MTN004”“19 豫高管 MTN001”“20 豫高管 MTN001”和“20 豫高管 MTN003”，债券余额合计 135.00 亿元，兑付峰值出现在 2021 年，当年公司需兑付到期债券 50.00 亿元。

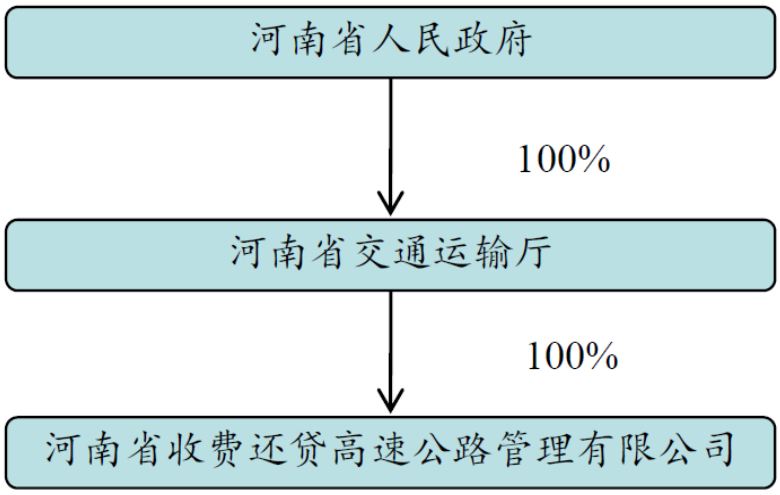
2019 年，公司 EBITDA 和经营活动现金净

流量分别为 105.19 亿元和 102.21 亿元，对公司债券集中兑付峰值的覆盖倍数分别为 2.10 倍和 2.04 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。

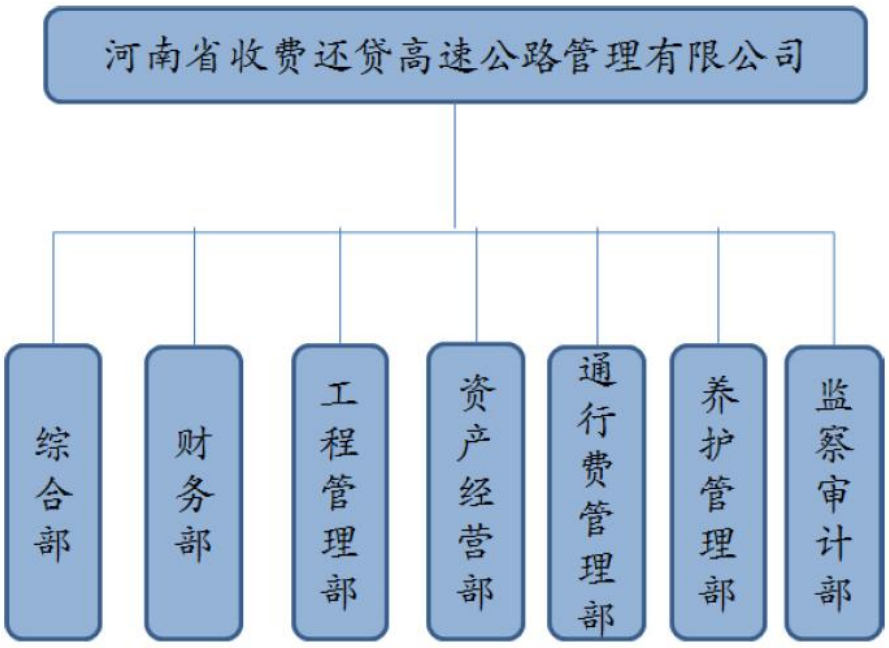
十一、结论

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”“18 豫高管 MTN001”“18 豫高管 MTN003”“18 豫高管 MTN004”“19 豫高管 MTN001”“20 豫高管 MTN001”和“20 豫高管 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



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
河南省三门峡至淅川高速公路项目有限公司	100.00	1000.00	三门峡至淅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	三门峡至淅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
河南省西淅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
河南省渑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%
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%
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

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