

信用等级公告

联合〔2019〕2871号

联合资信评估有限公司通过对辽宁交通投资有限责任公司及其拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定辽宁交通投资有限责任公司主体长期信用等级为AAA，辽宁交通投资有限责任公司2020年度第一期中期票据的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年九月二十六日



辽宁交通投资有限责任公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：20 亿元

本期中期票据期限：3+N

偿还方式：按年付息，根据发行条款约定赎回时还本

募集资金用途：偿还公司到期债务

评级时间：2019 年 9 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	aa ⁺		评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	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	
			经营分析	3	
			企业管理	3	
财务风险	F2	现金流	盈利能力	3	
			现金流量	1	
			资产质量	4	
		资本结构		1	
			偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				1	

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

评级观点

辽宁交通投资有限责任公司（以下简称“公司”）是辽宁省大型省属国有企业之一，负责省内所有高速公路投资及运营管理，同时承担部分铁路项目投资职能。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其的评级反映了公司在辽宁省交通投资领域的重要地位且在高速公路行业具备区域垄断优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存在较大规模待处理资产、财务费用对利润侵蚀明显等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

本期中期票据为可续期中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。但递延利息条款对利息支付约束力较弱，若公司选择行使相关权利，则导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较强。

近年来，辽宁省经济形势企稳向好，财政实力不断提升，交通运输业平稳发展，汽车保有量持续增长，为公司业务开展提供了良好的外部环境；公司核心业务经营稳健，能持续为公司带来稳定的现金流。联合资信对公司评级展望为稳定。

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，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 高速公路行业抵御经济周期风险能力较强，伴随着国民经济进入稳增长新常态的宏观背景，政府加大对高速公路行业支持力度，行业未来发展空间广阔。
2. 公司承担了辽宁省内全部高速公路的投资建设及运营管理职能，业务具有区域垄断优势；辽宁省是中国最早开展高速公路建设投资的地区，省内路网规模优势

分析师：马玉丹 韩晓昱

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

突出，公司整体竞争实力很强。

3. 公司核心业务经营稳健，能持续为公司带来稳定的现金流入；近年来，公司通行费收入保持增长，带动营业收入和利润总额不断增长。
4. 公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障能力均较强。

关注

1. 公司资本公积中存在较大规模的待处理资产，经辽宁省国资委批复后将予以核销，一定程度上影响了公司权益的稳定性。
2. 公司财务费用对利润侵蚀明显，铁路项目尚未形成投资收益，对公司盈利能力形成一定不利影响。
3. 公司核心高速公路通车时间早，若进行大修或将短期内对公司整体通行费收入产生不利影响。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，递延利息条款对利息支付约束力较弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	73.14	48.07	86.73	83.44
资产总额(亿元)	2343.15	2491.88	2529.57	2523.04
所有者权益(亿元)	1181.81	1183.98	1274.47	1288.74
短期债务(亿元)	101.22	159.32	158.18	189.99
长期债务(亿元)	1010.50	1043.64	1053.93	1013.49
全部债务(亿元)	1111.73	1202.96	1212.11	1203.49
营业收入(亿元)	106.78	118.04	121.56	56.02
利润总额(亿元)	4.00	5.32	6.38	4.63
EBITDA(亿元)	77.34	89.34	97.30	--
经营性净现金流(亿元)	33.16	71.00	87.02	34.32
现金收入比(%)	56.00	104.96	101.82	103.11
营业利润率(%)	53.80	50.99	51.02	59.11
净资产收益率(%)	0.25	0.33	0.39	--
资产负债率(%)	49.56	52.49	49.62	49.00
全部债务资本化比率(%)	48.47	50.40	48.75	48.29
流动比率(%)	76.05	93.10	82.85	80.50
速动比率(%)	75.83	92.96	82.71	80.38
经营现金流动负债比(%)	24.03	38.55	46.16	--
现金短期债务比(倍)	0.72	0.30	0.55	0.44
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.58	1.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.37	13.47	12.56	--
公司本部				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额(亿元)	2239.25	2488.17	2508.40	2505.66
所有者权益(亿元)	1181.82	1253.80	1274.33	1288.23
全部债务(亿元)	1111.73	1202.96	1195.01	1186.94
营业收入(亿元)	106.77	118.01	120.80	55.73
利润总额(亿元)	3.99	4.90	6.33	4.59
资产负债率(%)	47.22	49.61	49.20	48.59
全部债务资本化比率(%)	48.47	48.97	48.39	47.95
流动比率(%)	75.17	92.95	88.66	87.21
经营现金流动负债比(%)	22.95	38.70	46.58	--

注：1. 长期应付款中有息部分纳入全部债务计算，其中到期日在 1 年以内部分纳入短期债务计算，到期日在 1 年以上部分纳入长期债务计算；2. 2019 年上半年财务数据未经审计

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
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由辽宁交通投资有限责任公司（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、本次信用评级结果的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。

辽宁交通投资有限责任公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

辽宁交通投资有限责任公司（以下简称“公司”）成立于 2013 年 12 月 12 日，初始注册资本 1000.00 万元，由辽宁省交通规划设计院（以下简称“设计院”）以货币形式出资。2016 年 4 月 26 日，根据辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会《关于同意划转辽宁省交通规划设计院等 4 户企业股权的批复》（辽国资改革〔2016〕31 号），公司股东由设计院变更为辽宁省交通建设投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）。2016 年 4 月 27 日，交投集团做出股东决议，将公司注册资本增至 100.00 亿元，并于同年 5 月 30 日以货币加实物出资方式完成注册资本实缴。2017—2018 年，辽宁交投农银聚力交通发展合伙企业（有限合伙）、上海国泰君安证券资产管理有限公司（代表“国君资管 1888 定向资产管理计划”）、招商证券资产管理有限公司（代招资建行 2017026 号定向资产管理计划）及工银瑞信投资管理有限公司（代工银瑞信投资—辽宁交投专项资产管理计划）4 家公司陆续以货币方式向公司合计增资 19.15 亿元，公司实收资本增至 119.15 亿元。截至 2019 年 6 月底，公司注册资本 117.66 亿元，实收资本 119.15 亿元，交投集团持有公司 83.68% 股权，辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会持有交投集团 76.28% 股权，为公司实际控制人。

公司经营范围：公路、铁路及相关基础设施投资与管理、开发、建设、运营；道路运输服务；仓储服务；成品油、汽车配件销售；餐饮服务；住宿服务；道路施救；汽车维修；物业管理服务；房地产开发；旅行社服务；广告设计、制作、代理、发布。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

截至 2019 年 6 月底，公司内设综合事务部、人力资源部、财务管理部、资本运营部、建设管理部、技术发展部和安全管理部共 7 个职能部门；拥有 4 家全资子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 2529.57 亿元，所有者权益 1274.47 亿元；2018 年，公司实现营业收入 121.56 亿元，利润总额 6.38 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 2523.04 亿元，所有者权益 1288.74 亿元；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 56.02 亿元，利润总额 4.63 亿元。

公司注册地址：辽宁省沈阳市和平区丽岛路 42-2 号；法定代表人：徐大庆。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2019 年注册额度为 50 亿元的中期票据，本期计划在注册额度内发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）20 亿元，募集资金计划用于偿还公司到期债务。

本期中期票据为可续期中期票据，在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第 3 个和其后每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息（及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前 20 个工作日，按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》。

利率

本期中期票据采用固定利率，前 3 个计息

年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第3个付息日不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上300个基点，并在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

清偿顺序

本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息，公司应在付息日前10个工作日通过交易商协会认可的网站披露《递延支付利息公告》。

强制付息事件是指：在本期中期票据付息日前12个月内，发生以下事件的，公司应当在事项发生之日起2个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

基于以上条款，可得出如下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融

资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据若在首个赎回日不赎回，则从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。从票面利率角度分析，若公司在赎回日不行使赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）本期中期票据的利息递延支付条款未设置罚则，公司若在某个付息日选择递延支付利息，仍可按照当期票面利率累计计息，则实际约束力较弱。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回日设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，但公司递延利息未设置罚则，约束力较弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

三、宏观经济和政策环境

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

¹初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

²当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

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（PPRM）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。

表 1 2016—2019 年上半年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

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

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合

运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，我国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售

“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、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，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产

对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

高速公路投资建设

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

高速公路是重资产行业，其建设所需资金规模大，回报周期长。目前中国高速行业逐步

形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资机制。2018年全国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%，增速较2017年（12.4%）有所下降。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2018年投资规模占公路建设投资的46.74%，同比增长3.18个百分点。资本金及银行贷款是高速公路建设资金主要来源，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其余资金来源为其他债务（占比5%左右），如发行债券、对外借款等。高速公路建设资本金包括政府财政投入和其他来源（如社会资本投资、企事业单位自筹），资本金中财政性资本性比重约为55%。随着投资及建设规模的持续扩大，高速公路行业债务规模不断提升。截至2018年底，全国高速公路累计债务余额53666.19亿元，同比增长7.62%；其中银行贷款余额占比84.55%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接，“十三五”期间计划完成公路投资规模7.80万亿元（包括高速公路和其他各级公路）。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

高速公路运营

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2018年，受高铁、航空等其他交

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

随着高速公路通车里程增加及货车通行量占比的提高，高速公路车辆通行费收入呈上升趋势，但收支缺口仍较大。2018年，中国高速公路实现通行费总收入5168.38亿元，同比增长8.75%，在收费公路通行费总收入中占比为93.08%。2018年，中国高速公路支出总额9025.69亿元，同比增长5.89%；通行费收支缺口3857.31亿元，收支缺口仍然巨大。

高速公路行业政策

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

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

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收

费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务清偿的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

总体看，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。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。

2. 区域经济环境

公司是辽宁省内从事高速公路投资建设及运营管理的国有企业，辽宁省经济发展水平、交通运输情况等因素对公司经营发展影响大。

辽宁省经济发展概况

根据《辽宁省国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，辽宁省分别实现地区生产总值22037.88亿元、23942.0亿元和25315.4亿元，同比变化分别为-2.5%、3.6%和5.7%，增速逐步回升；三次产业结构由9.9:38.6:51.5调整为8.0:39.6:52.4，产业结构进一步优化；人均可支配收入分别为26040元、27835元和29701元，同比增速分别为6.0%、6.9%和6.7%。2018年，辽宁省地区生产总值25315.4亿元，其中，第一产业增加值2033.3亿元，增长3.1%；第二产业增加值10025.1亿元，增长7.4%；第三产业增加值13257.0亿元，增长4.8%；人均地区生产总值58008元，比上年增长5.9%。

固定资产投资方面，近年来，辽宁省固定资产投资规模相对保持稳定，投资增速有所回升，但仍处于较低水平。2016—2018年辽宁省分别完成固定资产投资（不含农户）6436.3亿元、6444.7亿元和6683.15亿元，同比变化分别为-63.5%、0.1%和3.7%。2018年，辽宁省实现固定资产投资（不含农户）同比增长3.7%，分投资渠道看，房地产开发投资比上年增长13.5%，建设项目投资下降1.7%；分产业看，全年第一产业投资比上年下降2.1%，第二产业投资增长12.1%，其中高技术制造业投资增长8.2%，第三产业投资下降0.7%；分经济类型看，全年民间投资比上年增长7.7%，外商及港澳台商投资增长25.6%，国有控股投资下降9.3%。

经济的稳定发展带动辽宁省财政实力不断增强。2016—2018年，辽宁省一般公共预算收入分别为2199.3亿元、2390.2亿元和2616.0亿元，同比增速分别为3.4%、8.6%和9.3%。

辽宁省交通发展概况

根据《辽宁省国民经济和社会发展统计公报》，客运方面，2016—2018年，辽宁省旅客运输总量分别为75077万人、74042万人和72985万人，分别同比增长0.1%、-1.4%和-1.43%；辽宁省旅客运输周转量分别为1145.1亿人公里、1166.5亿人公里和1181.6亿人公里，分别同比增

长2.60%、1.91%和1.29%。

货运方面，2016—2018年，辽宁省货物运输总量分别为207071万吨、216144万吨和223354万吨，分别同比增长2.5%、4.4%和3.34%；辽宁省货物运输周转量分别为12114.5亿吨公里、12758.1亿吨公里和10655.3亿吨公里，分别同比增长3.4%、5.3%和-16.48%。

在铁路、公路、水路、民航、管道等各种交通运输方式中，公路运输是辽宁省主要的客货运输方式。2016—2018年，辽宁省公路旅客运输总量分别为59054万人、57665万人和56355万人，分别占同年辽宁省旅客运输总量的78.66%、77.88%和77.21%；2016—2018年，辽宁省公路货物运输总量分别为177371万吨、184273万吨和189737万吨，分别占同年辽宁省货物运输总量的85.66%、85.25%和84.95%。

2016—2018年，辽宁省民用汽车保有量分别为666.7万辆、731.3万辆和800.01万辆，分别同比增长11.7%、9.7%和9.4%。2018年底，辽宁省全省私人汽车保有量690.6万辆，增长10.5%。

辽宁省是我国内陆最早开展高速公路投资建设的地区，至2002年在全国率先实现了全省省辖市通高速公路的目标，提前8年完成了“五纵七横”国家公路主骨架在辽宁省境内的建设规划，也是目前实现“县县通高速”的省份之一。2018年底，辽宁省公路通车里程（不含城管路段）122044公里，其中，高速公路4331公里，高速公路密度（公路里程）为2.97公里/百平方公里，全省形成了以高速公路为主骨架、国省干线公路为主通道、县乡村公路紧密衔接的功能完善、四通八达交通网络格局。

“十三五”期间，辽宁省将针对交通运输内在条件和外部环境的一系列变化，立足阶段特征，顺应时代要求，遵循发展规律，转变发展理念。一是由积极适应向主动引领发展转变，自觉服务国家战略和全省经济社会发展大局。二是由设施建设为主向建设、养护、管理与服务协调发展转变，切实转变交通运输发展方式。

三是由主要依靠增加要素投入，向依靠科技进步、改革创新、提高资源利用效率驱动转变。到2020年，实现高速公路里程4429公里，国铁营业里程6496公里，高铁客运专线2248公里，实现全部省辖市通高铁的建设目标。

总体来看，近年来，辽宁经济形势企稳向好，地区生产总值逐年提升，人均可支配收入稳定增长，财政实力不断增强；辽宁省交通运输行业平稳发展，汽车保有量持续增长，为公司业务开展提供了良好的外部经营环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年6月底，交投集团持有公司83.68%股权，辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会持有交投集团76.28%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争实力

2016年，交投集团将辽宁省交通厅划转的所有高速公路收费权、存量资产及部分铁路投资收益权等资产划转至公司，公司实收资本增至100亿元，同时被定位为辽宁省内高速公路和铁路投融资主体，负责辽宁省内所有高速公路的建设及经营管理，以及参与省内部分铁路项目投资。截至2019年6月底，公司负责运营管理的高速公路共36条，通车里程合计4331.40公里，其中国家高速公路里程占82.22%，地方高速公路里程占17.78%。

总体看，交投集团在资产注入方面给予了公司大力支持，公司承担了辽宁省内全部高速公路的投资建设及运营管理职能，业务具有区域垄断优势，公司整体竞争实力很强。

3. 人员素质

截至2019年6月底，公司有高级管理人员4人（包括党委书记1名、总经理1名副总经理2名），均具有大学本科以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业经历和

管理经验。

徐大庆先生，汉族，1964年9月生，中共党员，研究生学历；历任辽宁省人力资源和社会保障厅副厅长及党组成员、辽宁省锦州市委副书记、辽宁省政府副秘书长、省政府办公厅党组成员。2015年11月至今任公司党委书记、董事长。

陈良民先生，汉族，1963年3月生，中共党员，研究生学历，博士学位，教授研究员级高级会计师；历任辽宁省财政厅预算处副主任科员、辽宁会计师事务所副所长、辽宁省注册会计师工会副主任、辽宁省机场管理集团有限公司党委副书记、董事、总经理、总会计师。2017年11月至今任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2019年6月底，公司拥有在职员工约14908人，其中管理人员797人，工作人员14111人，主要岗位由收费人员、养护人员、经营开发人员构成，岗位设置合理。按学历划分，专科及以上学历员工9448余人，其他员工5460人。从职称分布来看，公司拥有职称的员工合计863人，其中高级职称占44.84%，中级职称占36.62%，初级职称占18.54%。

总体看，公司高级管理人员综合素质高，员工岗位及职称结构合理，能够满足企业正常经营管理需要。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G1021010203009950Q），截止2019年6月18日，公司本部无未结清的不良信贷信息，已结清的信贷信息中存在4笔欠息记录，最后一笔已于2018年12月25日结清。根据有关银行出具的情况说明，上述欠息均非恶意欠息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及其

他有关法律、法规的规定，制定了公司章程。根据公司章程，公司建立了由股东会、董事会、监事和经理层构成的法人治理结构。

公司股东会由公司全体股东组成。股东会职权主要包括批准董事会制订的章程、章程修订方案；决定公司的经营方针和战略布局；任免非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司发行债券、企业合并、分立、上市、增加或者减少注册资本、重大投融资等重大事项做出决议等。

公司董事会由7名董事组成，董事由股东会选举，董事长按照章程规定由股东会选举产生，是公司的法定代表人。董事会职权主要包括执行出资人的决议；制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本的方案；拟订公司合并、分立、变更公司形式、解散的方案等。

公司设监事1名，由股东委派。董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。监事行使职权主要包括：检查公司财务；董事长、副董事长、董事和总经理的行为损害公司的利益时，要求予以纠正；对董事长、副董事长、董事和总经理执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程的董事长、副董事长、董事和总经理、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理，由董事会聘任或解聘。总经理职权主要包括主持公司的生产经营管理工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人等。

2. 管理水平

公司设有综合事务部、人力资源部、财务

管理部、资本运营部、建设管理部、技术发展部和安全管理部共 7 个职能部门。

管理制度方面，公司股东交投集团制定了一套旨在规范集团内部管理的管理制度，内容涉及人力资源管理、成本控制、安全生产、预算管理、财务管理、高速公路项目管理等方面，公司是交投集团的核心子公司，遵从交投集团制订的相关管理制度。同时，公司针对自身风险控制，制定出台了适用于各项业务的《“三重一大”决策管理办法》《内部审计制度》《财务管理办法》《内部控制贯彻执行管理办法》等管理规范，分别对重大决策的决策程序及规则、组织实施与监督检查、责任追究，内审机构和人员、内审职责和权限、审计工作程序、审计结果利用，以及资金管理等做出了明确规定。通过这些制度办法，将风控管理制度化、体系化，增强了风控制度的适用性和有效性。此外，公司针对投融资等重要业务分别制定出台了《融资业务管理办法》和《投资管理办法》。融资管理方面，《融资管理办法》分别对融资业务分工、融资业务授权、审批程序、风险评估和控制、组织与实施、内部委贷和转贷、贷后管理、监督检查等内容做出了明确规定，并对包括债券发行在内的融资业务流程做出了规范。投资管理方面，《投资管理办法》对投资决策和审批程序、投资计划与统计管理、投资实施与管理、投资转让与退出、投资项目后评价等均做出了明确规定，为今后科学高效地使用债券融资资金提供了制度保障。

总体看，公司法人治理制度基本建立，近

年来积累了丰富的高速公路建设、融资和管理经验，管理制度相对健全。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是辽宁省内高速公路投资和运营主体以及省内部分铁路项目投资主体。其中，高速公路建设与经营是公司的核心业务，通行费收入是公司收入和利润的最主要来源；铁路业务目前尚未产生经营收入。

2016—2018年，公司营业收入不断增长，年均复合增长6.70%，其中通行费收入是公司的主要收入来源，近年来占营业收入比重均超过99%，2018年为99.65%。2016—2018年，公司通行费收入不断增长，年均复合增长6.54%，主要系车流量自然增长带动，2018年公司通行费收入121.13亿元，同比增长2.78%。公司其他业务收入规模小，主要为监理、检测收入。

毛利率方面，2016—2018年，公司高速公路业务毛利率保持相对稳定，分别为54.61%、51.75%和51.48%，公司高速公路修建时间较早，路产造价较低，整体毛利率水平较高；同期，公司综合毛利率亦保持相对稳定，2018年为51.64%。

2019年1—6月，公司实现营业收入56.02亿元，同比增长0.43%；相当于2018年全年营业收入的46.13%，仍以通行费收入为主。同期，公司综合毛利率59.76%，较2018年全年水平有所提升。

表2 2016—2018年及2019年1—6月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—6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
通行费	106.71	99.94	54.61	117.85	99.84	51.75	121.13	99.65	51.48	55.59	99.23	59.64
其他	0.07	0.06	94.02	0.19	0.16	-22.73	0.43	0.35	97.90	0.43	0.77	74.80
合计	106.78	100.00	54.63	118.04	100.00	51.63	121.56	100.00	51.64	56.02	100.00	59.76

注：高速路产于2016年6月注入公司，2016年通行费收入为模拟值
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

高速公路业务

（1）已建成高速公路运营情况

公司负责辽宁省内全部高速公路的运营管理业务，截至2019年6月底，公司投入运营的高速公路共计36条，通车里程合计

4331.40 公里，均为经营性高速公路，单公里路产造价约 4600 万元。公司路产来源包括由设计院移交和公司自主投资建设的路产，对于移交路产（含在建项目），公司一并承接相应的债务及相应高速公路收费管理权。辽宁省是中国最早投资建设高速公路的地区，经过数年的发展，已在省内形成相对完备的高速公路网络，2019 年 6 月底路网密度（约）达 297 公里/万平方公里。公司核心路产包括沈大高速和沈山高速，其中，沈大高速北起辽宁省会沈阳市，南至大连市，全程 348.62 公里，于 1990 年正式通车，2004 年完成拓宽改造，目前为双向 8 车道，其纵贯辽东半岛，沟通连接大连、营口两大港口和沈阳桃仙、大连周水子两大国际机场，是同江至三亚国道主干线的重要组成部分，是东北三省及内蒙古东部地区通过海上进入

华东、华南的主要公路运输通道，是辽宁省最重要的公路运输大动脉，被誉为辽东半岛的“黄金大道”；沈山高速东起沈阳市于洪区，西止省界龙家庄，全程 361.33 公里，于 2000 年正式通车，设计双向 8 车道，目前为双向 6 车道，经辽中县、台安县、盘山县、凌海市、葫芦岛市、兴城市、绥中县，贯穿沈阳、鞍山、盘锦、锦州、葫芦岛五市，与北京至秦皇岛高速公路对接，是国家公路网规划“两纵两横三条重要路段”之一，是辽宁及整个东北地区乃至内蒙古东部地区与关内往来的重要通道，也是辽宁省西部地区对外开放，联通环渤海经济带的纽带。同时，联合资信关注到公司目前所辖路产均无明确收费期限，部分重要路产收费期已超过或接近 30 年。

表 3 截至 2019 年 6 月底公司公路资产情况（单位：公里）

序号	公路名称	高速类型	通车时间	收费里程
1	沈阳至桃仙机场高速公路	国道 10.66 公里、省道 5.42 公里	1988 年 12 月	16.08
2	沈阳至大连高速公路	国道	1990 年 08 月	348.62
3	沈阳过境绕城公路	国道	1995 年 09 月	81.87
4	沈阳至四平高速公路	国道	1998 年 08 月	158.02
5	沈阳至山海关高速公路	国道	2000 年 09 月	361.33
6	锦州至阜新公路	国道	2002 年 08 月	119.13
7	锦州至朝阳公路	国道	2002 年 08 月	100.73
8	盘锦至海城、营口高速公路	国道 80.01 公里、省道 26.79 公里	2002 年 08 月	106.80
9	沈阳至丹东高速公路	国道	2002 年 08 月	206.92
10	丹东至大连高速公路	国道	2005 年 09 月	253.80
11	沈阳至彰武高速公路	国道	2007 年 10 月	89.13
12	大窑湾疏港高速公路	省道	2007 年 10 月	21.71
13	丹东至大连高速公路延长线	国道	2008 年 08 月	85.91
14	铁岭(辽吉界)至朝阳(辽冀界)高速公路	国道 442.45 公里、省道 84.22 公里	2008 年 09 月	526.67
15	辽宁中部环线高速公路	国道	2009 年 09 月	181.77
16	沈阳至康平高速公路	国道 9.60 公里、省道 77.69 公里	2009 年 09 月	87.28
17	朝阳至黑水（辽蒙界）高速公路	国道	2010 年 09 月	103.72
18	沈阳至吉林（辽吉界）高速公路	国道	2010 年 09 月	160.36
19	长兴岛疏港高速公路	省道	2010 年 10 月	34.66
20	丹东(孤山)至海城高速公路	国道	2011 年 09 月	143.35
21	彰武至阿尔乡高速公路	国道	2011 年 10 月	54.96
22	皮口至炮台高速公路	省道	2011 年 10 月	44.86
23	西丰（辽吉界）至开原高速公路	省道	2012 年 08 月	87.12
24	丹东至通化高速公路	国道	2012 年 09 月	196.62
25	新民至铁岭高速公路	国道	2012 年 09 月	74.38
26	抚顺南杂木至旺清门高速公路	省道	2012 年 09 月	96.87
27	永陵至桓仁高速公路	省道	2012 年 09 月	68.85
28	庄河至盖州高速公路	省道	2012 年 09 月	100.58
29	阜新至盘锦高速公路	省道	2013 年 07 月	111.40
30	盘锦辽滨疏港高速公路	省道	2014 年 09 月	16.52

31	建昌至兴城高速公路	省道	2014 年 09 月	82.91
32	辽阳灯塔至沈阳辽中高速公路	省道	2014 年 09 月	41.90
33	中朝鸭绿江界河公路大桥连接线	省道	2014 年 12 月	7.06
34	康平海洲窝堡（辽蒙界）至北四家子高速公路	国道	2015 年 07 月	23.15
35	丹东大东港疏港高速公路	省道	2017 年 11 月	17.14
36	辽宁中部环线高速公路铁岭至本溪段	国道	2018 年 12 月	119.24
合计				4331.40

资料来源：公司提供

从车流量情况看，近年来公司所辖高速公路车流量有所波动，2016—2018 年分别为 53.47 万辆、40.22 万辆和 40.58 万辆，2017 年明显下降系统统计口径变化所致；其中沈山高速、沈环高速、沈大高速和沈四高速车流量占比较高，2018 年占比分别为 14.74%、11.35%、10.01%和 7.61%，剩余高速公路车流量占比较小，均在 5%以下。

表 4 2016—2018 公司高速公路通车流量情况（单位：辆、%）

序号	路桥名称	2016年		2017年		2018年	
		车流量	占比	车流量	占比	车流量	占比
1	沈阳至桃仙机场高速公路	16002	2.99	12794	3.18	13224	3.26
2	沈阳至大连高速公路	55247	10.33	40877	10.16	40613	10.01
3	沈阳过境绕城公路	53074	9.93	44418	11.04	46041	11.35
4	沈阳至四平高速公路	13320	2.49	36774	9.14	30883	7.61
5	沈阳至山海关高速公路	81637	15.27	61016	15.17	59823	14.74
6	锦州至阜新公路	32755	6.13	10065	2.50	11836	2.92
7	锦州至朝阳公路	16771	3.14	13019	3.24	13768	3.39
8	盘锦至海城、营口高速公路	26070	4.88	17604	4.38	18560	4.57
9	沈阳至丹东高速公路	16002	2.99	12794	3.18	13224	3.26
10	丹东至大连高速公路	11497	2.15	9120	2.27	9688	2.39
11	沈阳至彰武高速公路	13564	2.54	10464	2.60	10546	2.60
12	大窑湾疏港高速公路	23628	4.42	16961	4.22	17894	4.41
13	丹东至大连高速公路延长线	6955	1.30	9475	2.36	11081	2.73
14	铁岭(辽吉界)至朝阳(辽冀界)高速公路	21552	4.03	8423	2.09	9175	2.26
15	辽宁中部环线高速公路	10136	1.90	5982	1.49	6157	1.52
16	沈阳至康平高速公路	22491	4.21	9707	2.41	9527	2.35
17	朝阳至黑水（辽蒙界）高速公路	7801	1.46	5446	1.35	4914	1.21
18	沈阳至吉林（辽吉界）高速公路	18455	3.45	13180	3.28	14577	3.59
19	长兴岛疏港高速公路	6456	1.21	5601	1.39	6355	1.57
20	丹东(孤山)至海城高速公路	8507	1.59	6137	1.53	6078	1.50
21	彰武至阿尔乡高速公路	7837	1.47	5083	1.26	4686	1.15
22	皮口至炮台高速公路	4596	0.86	3599	0.89	3768	0.93
23	西丰（辽吉界）至开原高速公路	1555	0.29	2748	0.68	2778	0.68
24	丹东至通化高速公路	4491	0.84	3521	0.88	3571	0.88
25	新民至铁岭高速公路	8757	1.64	3693	0.92	4111	1.01
26	抚顺南杂木至旺清门高速公路	5658	1.06	4647	1.16	4419	1.09
27	永陵至桓仁高速公路	2389	0.45	1808	0.45	1725	0.43
28	庄河至盖州高速公路	4502	0.84	3296	0.82	2970	0.73
29	阜新至盘锦高速公路	6096	1.14	4007	1.00	4273	1.05
30	盘锦辽滨疏港高速公路	2011	0.38	1397	0.35	1477	0.36
31	建昌至兴城高速公路	4008	0.75	3402	0.85	3534	0.87
32	辽阳灯塔至沈阳辽中高速公路	2135	0.40	1806	0.45	1656	0.41
33	中朝鸭绿江界河公路大桥连接线	3803	0.71	3250	0.81	3123	0.77
34	康平海洲窝堡（辽蒙界）至北四家子高速公路	14931	2.79	10030	2.49	9453	2.33
35	丹东大东港疏港高速公路	--	--	16	0.00	251	0.06
36	辽宁中部环线高速公路铁岭至本溪段	--	--	--	0.00	49	0.01
合计		534689	100.00	402160	100.00	405808	100.00

资料来源：公司提供

通行费收入方面，2016—2018 年，公司通行费收入不断增长，年均复合增长 6.54%，2018 年为 121.13 亿元，其中，沈山高速和沈大高速对公司通行费收入贡献较大，合计占比超过 50%，其余高速公路通行费收入占比均在 8% 以下。2016—2018 年，公司单公里通行费收入（单公里通行费收入=通行费收入/收费里程

/10000）分别为 254.38 万元/公里、279.80 万元/公里和 279.68 万元/公里，由于大部分高速公路的通行费收入贡献较低，公司高速公路平均单公里通行费收入略低。经营效率方面，2016—2018 年，公司总资产周转率（总资产周转率=通行费收入/资产总额*100%）保持稳定，分别为 4.77%、4.74%和 4.83%，处于行业较高水平。

表 5 2016—2018 年公司高速公路通行费收入情况（单位：万元、%）

序号	路桥名称	2016年		2017年		2018年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
1	沈阳至桃仙机场高速公路	16693.00	1.54	15002.78	1.24	14826.58	1.20
2	沈阳至大连高速公路	211852.44	19.55	234579.98	19.32	233072.08	18.79
3	沈阳过境绕城公路	49352.09	4.55	53496.81	4.41	55752.25	4.50
4	沈阳至四平高速公路	67088.34	6.19	107537.30	8.86	91997.68	7.42
5	沈阳至山海关高速公路	348529.56	32.16	368802.86	30.38	389848.16	31.43
6	锦州至阜新公路	20317.26	1.87	19999.47	1.65	24259.80	1.96
7	锦州至朝阳公路	20490.82	1.89	26340.59	2.17	28107.95	2.27
8	盘锦至海城、营口高速公路	32655.05	3.01	34034.01	2.80	36437.59	2.94
9	沈阳至丹东高速公路	26196.19	2.42	25861.47	2.13	26358.37	2.13
10	丹东至大连高速公路	21310.04	1.97	27711.55	2.28	30314.00	2.44
11	沈阳至彰武高速公路	11330.52	1.05	13718.18	1.13	14016.94	1.13
12	大窑湾疏港高速公路	8843.02	0.82	9796.74	0.81	9403.84	0.76
13	丹东至大连高速公路延长线	19805.97	1.83	26688.62	2.20	29125.21	2.35
14	铁岭(辽吉界)至朝阳(辽冀界)高速公路	71196.53	6.57	77568.51	6.39	86270.61	6.96
15	辽宁中部环线高速公路	18220.69	1.68	21110.70	1.74	21269.81	1.72
16	沈阳至康平高速公路	9477.42	0.87	8350.58	0.69	7549.40	0.61
17	朝阳至黑水（辽蒙界）高速公路	8790.64	0.81	10658.43	0.88	8644.76	0.70
18	沈阳至吉林（辽吉界）高速公路	36827.21	3.40	38292.45	3.15	42608.00	3.44
19	长兴岛疏港高速公路	3287.59	0.30	3731.36	0.31	4024.75	0.32
20	丹东(孤山)至海城高速公路	13338.71	1.23	14941.65	1.23	14686.73	1.18
21	彰武至阿尔乡高速公路	6060.82	0.56	6040.45	0.50	4959.88	0.40
22	皮口至炮台高速公路	2942.27	0.27	2934.31	0.24	2932.54	0.24
23	西丰（辽吉界）至开原高速公路	2004.81	0.18	4750.08	0.39	4254.57	0.34
24	丹东至通化高速公路	10916.47	1.01	13033.53	1.07	12476.11	1.01
25	新民至铁岭高速公路	3392.69	0.31	4482.54	0.37	5075.73	0.41
26	抚顺南杂木至旺清门高速公路	7614.71	0.70	8612.04	0.71	8558.37	0.69
27	永陵至桓仁高速公路	997.68	0.09	1128.08	0.09	1086.33	0.09
28	庄河至盖州高速公路	4904.7	0.45	5610.65	0.46	4885.04	0.39
29	阜新至盘锦高速公路	8686.14	0.80	8092.24	0.67	8378.24	0.68
30	盘锦辽滨疏港高速公路	545.19	0.05	521.28	0.04	467.21	0.04
31	建昌至兴城高速公路	4969.26	0.46	5359.35	0.44	5119.05	0.41
32	辽阳灯塔至沈阳辽中高速公路	1624.64	0.15	1751.27	0.14	1573.95	0.13
33	中朝鸭绿江界河公路大桥连接线	781.34	0.07	465.23	0.04	231.66	0.02
34	康平海洲窝堡（辽蒙界）至北四家子高速公路	12778.8	1.18	12862.95	1.06	11340.21	0.91
35	丹东大东港疏港高速公路	--	--	4.72	--	89.55	0.01
36	辽宁中部环线高速公路铁岭至本溪段	--	--	--	--	180.53	0.01
合计		1083822	100.00	1213872	100.00	1240183	100.00

注：上表中列示高速公路通行费收入均为清分后收入，包含 ETC 扣费数据，故合计数与同期通行费收入总数略有差异；由于通行费收入分拆至各路段工作量较大，公司每年仅对年末数据进行分拆，故未提供2019年1—6月通行费明细数据

资料来源：公司提供

运营成本方面，路产折旧和人员薪资是公司高速公路运营成本的主要构成。公司采用车流量法和平均年限法相结合的方法计提折旧，预计净残值率为 10%。2016—2018 年，公司路产折旧成本随着公司路产增加及车流量增长不断增长，分别为 20.19 亿元、29.29 亿元和 31.38 亿元。同期，公司高速公路运营人员薪资快速增长，年均复合增长 51.90%，分别为 5.25 亿元、11.16 亿元和 12.12 亿元。公司养护支出以日常养护为主，2016—2018 年，日常养护支出分别为 3.27 亿元、4.74 亿元和 5.03 亿元；同期专项养护支出逐年下降，分别为 1.95 亿元、1.68 亿元和 1.40 亿元。

总体看，公司大部分路产通车时间久，运营成熟，近年来通行费收入保持稳定增长。同时，联合资信也关注到，公司通行费收入对两条核心高速公路依赖程度较高，其中沈山高速路面破损及车辙等病害较多，于 2019 年 5 月启动路面大规模维修工程，预计 2020 年 9 月完工，或将对公司整体通行费收入产生不利影响。

（2）高速公路收费标准及结算方式

公司高速公路收费标准按照《辽宁省交通厅、辽宁省物价局关于全省高速公路车辆通行费收费标准的批复》（辽交财审发〔2016〕249 号）执行，实行全省收费公路统一收费标准。对于客车按照车型收费；对于货车或客货两用车按照计重收费，当计重收费系统发生故障时按照车型收费。

辽宁省全省高速公路执行统一的车辆通行费车型收费标准，具体表 6 所示：

表6 辽宁省按车型分类收费标准（元/公里）

类别	车型及规格			收费标准
	客车	货车		
		装载质量	轴数	
第 1 类	≤7 座	≤2t	2 轴货车	0.45
第 2 类	8 座-19 座	2t-5t（含 5t）	2 轴货车	0.80
第 3 类	20 座-39 座	5t-10t（含 10t）	2 轴货车	1.15
			3 轴普通货车	
		20 英尺集装箱货车	--	
第 4 类	≥40 座	10t-15t（含 15t）	3 轴半挂列车	1.45

		40 英尺集装箱或装载两个 20 英尺集装箱货车	--	
第 5 类	--	15t 以上	4 轴以上的货车或 4 轴以上的半挂车	1.70

注：当单车拖曳另一辆挂车时，该组合车辆的车型按照高于主车一个类别的车型分类标准执行

资料来源：公司提供

计重收费标准计：基本费率为 0.09 元/吨公里。车货总质量小于等于 5 吨的（不足 5 吨的按 5 吨计），按基本费率计收；车货总质量大于 5 吨小于等于 35 吨的，按基本费率 0.09 元/吨公里线性递减至 0.0486 元/吨公里计收；车货总质量大于 35 吨小于等于 49 吨的，按 0.0486 元/吨公里非线性递减至 0.0346 元/吨公里计收。其中，对车货总质量大于 5 吨小于 17 吨的两轴和三轴货车，按基本费率 0.09 元/吨公里线性递减至 0.066 元/吨公里计收取。

公司运营的高速公路全部为经营性高速公路，现金收入统一通过“TOD”交班缴款电子收费系统进行计量和收取；ETC 通行费预存款、联名卡收入统一通过“业务报表电子系统”进行计量和收取；ETC 通行费全国联网跨省结算收入统一通过“ETC 综合业务系统（收费公路联网结算管理中心）”进行计量和收取。公司通行费收入实行日清日结，根据每日实际收到款项进行价税分离，所收价款减去增值税后的部分确认为当日收入。

（3）在建高速公路项目

在建高速公路项目方面，公司主要在国家及辽宁省内高速公路建设规划指导下开展高速公路建设。截至 2019 年 6 月底，公司高速公路在建项目为沈阳至康平高速公路鸭绿江街至新城子段，计划总投资 27.60 亿元，已完成投资 5.30 亿元，剩余投资计划于 2021 年前完成；公司暂无拟建高速公路项目。总体看，经过多年的发展，辽宁省已形成相对完善的高速公路网络，未来不会再有大规模的新建高速公路投资支出，剩余投资规模及投资压力不大。

铁路投资业务

经辽宁省人民政府授权，公司作为辽宁省

方出资人代表和中国铁路总公司共同出资修建部分辽宁省过境铁路项目。目前公司参与投资的铁路项目均处于在建阶段，尚未通车投产形成经营收入。在建铁路项目资产一部分来源于交投集团注入公司的铁路投资收益资产，系辽宁省交通厅以财政资金出资形成，一部分来源于公司自主融资出资。

截至 2019 年 6 月底，公司参股投资的在建铁路项目包括蒙辽客运专线、京沈客运专线和朝凌客运专线等，计划出资 161.12 亿元，已完成出资 149.64 亿元（尚未确权部分反映在“长期应收款”科目，已确权部分反映在“长期股权投资”科目）。公司目前无拟投资铁路项目。

表7 截至2019年6月底公司参股投资铁路项目投资情况
(单位: 亿元)

项目名称	计划出资	已出资
京沈客运专线	31.12	28.65
蒙辽客运专线	81.30	77.56
朝凌客运专线	22.20	19.00
扩能改造项目	26.50	24.43
合计	161.12	149.64

资料来源：公司提供

总体看，公司铁路业务未来投资支出较小，投资压力不大，但铁路项目已投资规模较大，且投资收益较低，回收周期长，对公司资产的流动性和盈利能力形成一定的负面影响。

3. 未来发展

未来，公司将在新一轮全面振兴辽宁的重大发展机遇中，进一步发挥高速公路及相关产业的资产、技术和管理优势，努力开创交通建设投资新局面。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，均出具了带有强调事项段的无保留意见的审计结论。公司 2019 年半年度财务报表未经审计。强调事项段系提醒财务报表使用者注意，2016—2018 年，公司分别存在待处理资产 141.30 亿元、140.93 亿元和 140.93 亿元，公司已于 2017 年 2 月 23 日向辽宁省国资委提出申请予以核销，如获得批复，将影响以前年度资本公积 140.93 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司纳入合并报表范围内的子公司合计 4 家。2017 年，公司合并报表范围无变化；2018 年，公司合并范围通过股权划转方式新增 2 家子公司。总体看，近年来新纳入子公司资产及营收规模小，公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 2529.57 亿元，所有者权益 1274.47 亿元；2018 年，公司实现营业收入 121.56 亿元，利润总额 6.38 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 2523.04 亿元，所有者权益 1288.74 亿元；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 56.02 亿元，利润总额 4.63 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长 3.90%，主要来自其他应收款、长期应收款、长期股权投资和固定资产的增长。2018 年底，公司资产总额 2529.57 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 6.17%和 93.83%，公司资产结构以非流动资产为主，主要构成见表 8。

表8 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	73.14	3.12	48.07	1.93	86.39	3.42	83.44	3.30
其他应收款	31.36	1.34	47.05	1.89	62.37	2.47	65.39	2.59
其他流动资产	0.11	0.00	75.89	3.05	6.56	0.26	6.54	0.26
流动资产	104.93	4.48	171.48	6.88	156.19	6.17	171.64	6.95

长期应收款	60.91	2.60	85.47	3.43	138.53	5.48	141.38	5.59
长期股权投资	10.60	0.45	59.86	2.40	63.95	2.53	64.36	2.55
固定资产	1937.85	82.70	1947.68	78.16	1978.37	78.21	1964.53	77.74
在建工程	37.83	1.61	60.32	2.42	22.89	0.90	31.01	1.23
其他非流动资产	190.92	8.15	165.10	6.63	160.75	6.36	141.04	5.58
非流动资产	2238.22	95.52	2320.40	93.12	2373.38	93.83	2351.40	93.05
资产总额	2343.15	100.00	2491.88	100.00	2529.57	100.00	2523.04	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2016—2018 年，公司流动资产有所波动，分别为 104.93 亿元、171.48 亿元以及 156.19 亿元，公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，2018 年底分别占流动资产比重为 55.31%和 39.93%。

2016—2018 年，公司货币资金有较大幅度波动，分别为 73.14 亿元、48.07 亿元和 86.39 亿元。2018 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 99.77%）构成；受限资金 0.08 亿元，系子公司为履约合同存入的保证金。

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，分别为 31.36 亿元、47.05 亿元和 62.37 亿元，年均复合增长 41.03%。2018 年底，公司其他应收款同比增长 32.57%，主要系公司与辽交建信（辽宁）基金管理有限公司（以下简称“辽交建信”）和华晨汽车集团控股有限公司之间有息借款增加以及与辽宁哈大铁路客运专线投资有限公司往来款增加；公司其他应收款前五名欠款单位合计欠款 56.10 亿元，占其他应收款总额的 90.16%，集中度很高，应收对象主要为辽宁省国资委实际控制的企业；按款项性质分，公司其他应收款中有息借款占 60.27%，往来款占 39.54%。2018 年底，公司对其他应收款共计计提坏账准备 0.36 亿元，计提比例为 0.58%。

表 9 2018 年底公司其他应收款前 5 名明细

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	账龄	占比
辽交建信（辽宁）基金管理有限公司	借款	27.00	2 年以内	43.39
辽宁哈大铁路客运专线投资有限公司	往来款	14.00	2—3 年	22.50
华晨汽车集团控股有限公司	借款	10.00	1 年以内	16.07
辽宁省交通建设投资集团有限责任公司	往来款	3.70	1 年以内	5.95
辽宁省交通厅运输管理局	往来款	1.40	2—3 年	2.25

合计	--	56.10	--	90.16
----	----	-------	----	-------

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司其他流动资产主要是公司购买的银行理财产品，2016—2018 年波动幅度较大，分别为 0.11 亿元、75.89 亿元和 6.56 亿元。

2016—2018 年，公司非流动资产有所增长，分别为 2238.22 亿元、2320.40 亿元和 2373.38 亿元，年均复合增长 2.98%。2018 年底，公司非流动资产同比增长 2.28%，以长期应收款（占 5.84%）、固定资产（占 83.36%）和其他非流动资产（占 6.77%）为主。

2017—2018 年，公司可供出售金融资产分别为 1.75 亿元和 7.18 亿元，系公司持有的本钢板材股份有限公司和辽宁时代万恒股份有限公司按公允价值计量的股权投资。

2016—2018 年，公司长期应收款快速增长，分别为 60.91 亿元、85.47 亿元和 138.53 亿元，年均复合增长 50.81%，主要为公司未来可确权的铁路投资收益。2018 年底，公司长期应收款中未来可确权的铁路投资收益为 130.53 亿元，辽交建信借款 8.00 亿元。

公司已确权的铁路项目投资计入长期股权投资。2016—2018 年，公司长期股权投资分别为 10.60 亿元、59.86 亿元和 63.95 亿元。2017 年同比增加 49.26 亿元，主要系对蒙辽铁路项目追加投资。2018 年底，公司长期股权投资中对蒙辽铁路投资 63.60 亿元，对辽交建信投资 0.35 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产有所增长，分别为 1937.85 亿元、1947.68 亿元和 1978.37 亿元，年均复合增长 1.04%。公司固定资产中主要为线路资产，2018 年底公司线路资产 1929.48 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程有较大幅度波动，系工程投入及完工转固所致，分别为 37.83 亿元、60.32 亿元和 22.89 亿元。2018 年底，公司主要在建项目包括铁本高速公路、沈四高速改扩建、沈环高速改扩建工程³等。

2016—2018 年，公司其他非流动资产不断下降，年均复合下降 8.24%，2018 年底为 160.75 亿元，其中预付工程款 19.83 亿元；待处理资产 140.93 亿元，是由辽宁省国资委于公司改制基准日（2016 年 6 月 30 日）投入公司，公司已向辽宁省国资委申请，对上述待处理资产予以核销资本公积—资本溢价处理，辽宁省国资委尚未予以批复。

2019 年 6 月底，公司资产总额 2527.04 亿元，较 2018 年底增长 1.51%，其中非流动资产占 93.05%，公司资产结构仍以非流动资产为主。2019 年 6 月底，公司货币资金 83.44 亿元，较 2018 年底下降 3.42%，主要系偿还到期债务本息支出；预付款项 19.74 亿元，较 2018 年底增加 19.47 亿元，主要系原在其他非流动资产中核算的预付工程款调整至预付款项科目核算，相应的，公司其他非流动资产较 2018 年底下降 12.26%至 141.04 亿元；其他应收款 65.39 亿元，较 2018 年底增长 4.84%；长期应收款 141.38 亿元，较 2018 年底上升 2.06%，主要系对铁路项目增加投资；在建工程 31.01 亿元，较 2018 年底增长 35.50%，主要系对沈阳至康平高速公路鸭绿江街至新城子段投资所致。

受限资产方面，2019 年 6 月底，公司受限资产 140.93 亿元，均为待处理资产，公司受限资产占资产比重极低。

总体看，近年来，公司资产规模有所增长，以高速公路资产和铁路项目投资形成的非流动资产为主。其中高速公路资产能够形成稳定的现金流入，但铁路项目投资回收周期长，对公司资产的流动性和盈利能力形成一定的负面

影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 3.85%，主要来自资本公积的增加。2018 年底，公司所有者权益 1274.47 亿元，主要由实收资本（占 8.47%）和资本公积（占 91.15%）构成。

2017—2018 年，辽宁交投农银聚力交通发展合伙企业（有限合伙）、上海国泰君安证券资产管理有限公司（代表“国君资管 1888 定向资产管理计划”）、招商证券资产管理有限公司（代招资建行 2017026 号定向资产管理计划）及工银瑞信投资管理有限公司（代工银瑞信投资—辽宁交投专项资产管理计划）4 家公司作为财务投资人分别与公司签订增资扩股协议，对公司合计投资 101.51 亿元。根据增资扩股协议，上述财务投资人对公司投资期限 5 至 10 年不等，到期后由公司股东交投集团对上述股权进行回购。2017—2018 年，上述资金合计到位 90.00 亿元⁴，其中 7.99 亿元计入实收资本，82.01 亿元计入资本公积。2018 年底，公司实收资本和资本公积分别为 107.99 亿元和 1161.68 亿元；其中，资本公积中包括待处理资产 140.93 亿元，在获得核销批复后将相应减少公司资本公积，截至本报告出具日，辽宁省国资委尚未批复。

2018 年底，公司其他综合收益-3.60 亿元，系可供出售金融资产公允价值变动所致。

2019 年 6 月底，公司所有者权益合计 1288.74 亿元，较 2018 年底增长 1.12%，主要系实收资本和未分配利润增加所致。2019 年 6 月底，公司实收资本 1195.00 亿元，较 2018 年底增加 11.51 亿元，系上述财务投资人增资到位所致。

总体看，公司所有者权益主要由实收资本

³ 截至 2018 年底，铁本高速公路、沈四高速改扩建、沈环高速改扩建工程均已完工通车试运行

⁴ 部分资金于 2017 年 12 月到账，现金流体现在 2017 年度筹资活动现金流入科目，公司统一于 2018 年调增资产负债表的实收资本和资本公积科目

和资本公积构成，稳定性较好。联合资信也关注到，公司资本公积中存在较大规模的待处理资产，经辽宁省国资委批复后将予以核销，一定程度上影响了公司权益的稳定性。

负债

2016—2018 年，公司负债总额有所波动，分别为 1161.33 亿元、1307.90 亿元和 1255.09 亿元。2018 年底，公司负债总额同比下降 4.04%，主要系其他非流动负债下降；公司负债中，流动负债占 15.02%、非流动负债占 84.98%。

2016—2018 年，公司流动负债不断增长，分别为 137.97 亿元、184.20 亿元和 188.52 亿元。2018 年底，公司流动负债同比增长 2.35%，主要来自应付账款和其他应付款的增加；公司流动负债以短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债为主。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 61.96%，分别为 28.90 亿元、73.64 亿元和 75.81 亿元，均为保证借款。

2016—2018 年，公司应付账款有所波动，分别为 22.88 亿元、18.75 亿元和 19.19 亿元。2018 年底，公司应付账款同比增长 2.35%，主要为应付工程款（占 98.49%）。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，分别为 72.32 亿元、85.68 亿元和 81.88 亿元，年均复合增长 6.40%。2018 年底，公司一年内到期的非流动负债同比下降 4.44%，均为一年内到期的长期借款（保证借款）。

2016—2018 年，公司非流动负债有所波动，分别为 1023.37 亿元、1123.70 亿元和 1066.57 亿元。2018 年底，公司非流动负债同比下降 5.08%，主要包括长期借款（占 97.97%）及长期应付款（占 1.54%）。

2016—2018 年，公司长期借款有所增长，年均复合增长 1.69%，分别为 1010.50 亿元、1043.64 亿元和 1044.93 亿元，均为保证借款。

2016—2018 年，公司长期应付款波动幅度较大，其中 2016 及 2017 年，公司长期应付款分别为 12.86 亿元和 7.41 亿元，均为应付 BT 项目回购款；2018 年，公司长期应付款同比增

长 122.14%，系新增 9.75 亿元应付融资租赁款，本报告将其纳入全部债务计算（期日在 1 年以内部分纳入短期债务计算，到期日在 1 年以上部分纳入长期债务计算）。

2017—2018 年，公司递延收益分别为 2.65 亿元和 5.19 亿元，均为与资产相关的政府补助。2018 年，公司递延收益同比增长 95.71%，主要为政府拨付铁本高速车辆购置税专项资金。

2017 年，公司其他非流动负债 70.00 亿元，为应付工银瑞信、国泰君安资管和招商证券资管 3 家机构结构化主体权益款，2018 年按照入股协议，6.15 亿元调整至实收资本，63.85 亿元调整至资本公积。

2019 年 6 月底，公司负债总额 1238.30 亿元，较 2018 年底下降 1.34%，其中：流动负债占 17.22%，非流动负债占 82.78%。2019 年 6 月底，公司流动负债 213.22 亿元，较 2018 年底增长 13.10%，主要由于一年内到期的非流动负债上升；公司非流动负债 1025.09 亿元，较 2018 年底下降 3.89%，主要由于长期借款下降。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务不断增长，年均复合增长 4.42%。2018 年底，公司全部债务 1212.11 亿元，其中短期债务占 13.05%，长期债务占 86.95%，公司有息债务以长期债务为主。债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所波动，2018 年底因公司所有者权益增长，上述债务指标同比均有所下降，分别为 49.62%、48.75%和 45.26%。

2019 年 6 月底，公司全部债务 1203.49 亿元，较 2018 年底下降 0.71%；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较 2018 年底均有所下降，分别为 49.00%、48.29%和 44.02%。考虑到公司所有者权益增长实质为债务融资所致，且其中存在较大规模待处理资产，公司实际债务负担高于上述指标。以 2019 年 6 月底公司有息债务看，2019 年 7—12 月、2020 年及 2021 年，公司有息债务到期规模分别为 98.06 亿元、143.45 亿元和 112.87 亿元。

表10 公司债务负担情况(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年6月
短期债务	101.22	159.32	158.18	189.99
长期债务	1010.50	1043.64	1053.93	1013.49
全部债务	1111.73	1202.96	1212.11	1203.49
资产负债率	49.56	52.49	49.62	49.00
全部债务资本化比率	48.47	50.40	48.75	48.29
长期债务资本化比率	46.09	46.85	45.26	44.02

注:长期应付款中有息部分纳入全部债务计算,其中到期日在1年以内部分纳入短期债务计算,到期日在1年以上部分纳入长期债务计算

资料来源:联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

总体看,近年来公司负债规模有所波动,有息债务以长期债务为主,公司整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2016—2018年,公司营业收入保持增长,分别为106.78亿元、118.04亿元和121.56亿元,年均复合增长6.70%;同期,公司营业成本分别为48.44亿元、57.09亿元和58.78亿元,年均复合增长10.16%。

表11 公司盈利能力情况(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	106.78	118.04	121.56
营业成本	48.44	57.09	58.78
营业外收入	0.31	0.35	0.42
利润总额	4.00	5.32	6.38
营业利润率	53.80	50.99	51.02
总资本收益率	2.45	2.45	2.59
净资产收益率	0.25	0.33	0.39

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2016—2018年,公司期间费用分别为53.75亿元、55.25亿元和56.04亿元,以利息支出构成的财务费用为主,分别为52.92亿元、53.94亿元和54.97亿元。2016—2018年,公司期间费用占营业收入比重分别为50.34%、46.81%和46.10%,对公司利润侵蚀明显。

2016—2018年,公司利润总额快速增长,年均复合增长26.30%,分别为4.00亿元、5.32亿元和6.38亿元,主要来源于高速公路经营获利。

从盈利指标来看,2016—2018年,公司营

业利润率有所波动,但均保持在较高水平,2018年为51.02%;总资本收益率和净资产收益率有所提升,2018年分别为2.59%和0.39%。

2019年1—6月,公司营业收入及利润总额分别为56.02亿元和4.63亿元,相当于2018年全年的46.09%和72.54%。2019年1—6月,公司营业利润率为59.11%,较2018年全年水平提升8.09个百分点。

总体看,近年来公司通行费收入增长带动营业收入和利润总额不断增长,营业利润率保持在较高水平;但同时公司财务费用对利润侵蚀明显,加之铁路项目尚未形成收益,均对公司盈利能力形成一定不利影响。

5. 现金流

经营活动现金流方面,2016—2018年,公司经营活动现金流入有所增长。其中,销售商品、提供劳务收到的现金快速增长,分别为59.79亿元、123.90亿元和123.77亿元,主要为通行费收入形成的现金流入,2016年金额较小的原因系公司高速公路资产是2016年6月注入,当年销售商品、提供劳务收到的现金仅体现下半年通行费收入形成的现金流入。2016—2018年,公司现金收入比分别为56.00%、104.96%和101.82%,公司收入实现质量好。2016—2018年,公司收到其他与经营活动有关的现金有所波动,分别为86.25亿元、27.18亿元和30.19亿元,以往来款为主。2016—2018年,公司经营活动流出不断下降,主要为支付其他与经营有关的现金流出,分别为101.07亿元、46.97亿元和33.21亿元,以往来款为主。2016—2018年,公司经营活动现金流量净额快速增长,分别为33.16亿元、71.00亿元和87.02亿元。

投资活动现金流方面,2016—2018年,公司投资活动以购买和赎回理财产品以及高速公路和铁路项目投资支出为主。2017—2018年,公司收回投资收到的现金分别为23.01亿元和115.79亿元,主要为赎回理财产品现金流入。

2016—2018年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金不断下降，以对高速公路项目投资支出为主。同期，公司投资支付的现金快速增长，以购买理财产品和对铁路项目投资为主。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-80.83亿元、-187.70亿元和10.44亿元。

筹资活动现金流方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入分别为257.53亿元、299.12亿元和189.58亿元，以取得借款收到的现金为主。同期，公司吸收投资收到的现金分别为89.43亿元、77.66亿元和20.02亿元，2016年为股东交投集团对公司增资，2017—2018年为工银瑞信、招商证券资管等4家机构投资者对公司投资。2016—2018年，公司筹资活动现金流出快速增长，分别为141.81亿元、207.49亿元和252.41亿元，以偿还债务本息现金支出为主。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额快速下降，分别为115.72亿元、91.63亿元和-62.83亿元。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	146.04	151.07	153.95
经营活动现金流出量	112.89	80.07	66.93
经营活动产生的现金流量净额	33.16	71.00	87.02
投资活动产生的现金流量净额	-80.83	-187.70	10.44
筹资活动产生的现金流量净额	115.72	91.63	-62.83
现金收入比	56.00	104.96	101.82

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年1—6月，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流出分别为78.57亿元和44.25亿元，其中收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为20.80亿元和29.11亿元，仍以往来款为主；经营活动现金流量净额为34.32亿元，现金收入比为103.11%。同期，公司投资活动现金产生的现金流量净额为-0.75亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-36.55亿元。

总体看，近年来公司高速公路业务经营稳健，收入实现质量好，为其提供了稳定的现金流；同期，公司对高速公路项目投资不断收缩，

筹资压力有所缓解。考虑到公司现有债务还本付息的资金需求，公司仍存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2018年底分别为82.85%和82.71%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为24.03%、38.55%和46.16%。2019年6月底，公司现金类资产为83.44亿元，相当于同期短期债务的0.44倍。公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为77.34亿元、89.34亿元和97.30亿元；全部债务/EBITDA分别为14.37倍、13.47倍和12.56倍；EBITDA利息倍数分别为1.36倍、1.58倍和1.58倍。公司长期偿债能力指标强。

截至2019年6月底，公司无对外担保。

截至2019年6月底，公司获得银行授信合计为1693.19亿元，已使用额度1116.24亿元，剩余未使用额度576.95亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司长期偿债能力强，但存在短期支付压力，考虑到其间接融资渠道畅通且在辽宁省交通投资领域的重要地位，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务状况

截至2018年底，母公司资产规模为2508.40亿元，同比增长0.66%，其中流动资产为162.69亿元，非流动资产2345.71亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收账款构成，非流动资产主要由固定资产构成。截至2019年6月底，母公司资产规模为2505.66亿元，规模和构成较2018年底变化不大。

截至2018年底，母公司所有者权益为1274.33亿元，同比增长7.63%，主要由资本公积构成（占91.32%）。截至2019年6月底，母公司所有者权益为1288.22亿元，同比增长1.09%，其中资本公积占90.25%。

截至2018年底，母公司负债规模1234.07亿元，同比下降5.64%，其中流动负债183.50亿元，主要由短期借款及一年内到期的非流动负债构成；非流动负债1050.57亿元，主要由长期借款构成。2018年底，母公司资产负债率为49.20%，同比有所下降。截至2019年6月底，母公司负债规模1217.43亿元，同比下降1.35%，仍以非流动负债为主要构成。2019年6月底，母公司资产负债率为48.59%，较2018年底有所下降，母公司整体债务负担一般。

2018年，母公司营业收入为120.80亿元，营业成本为59.92亿元，净利润为5.02亿元，利润总额为6.33亿元。2019年1—6月，母公司营业收入为55.73亿元，营业成本为22.79亿元，净利润为3.45亿元，利润总额为4.59亿元。

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

本期中期票据计划发行规模20亿元，相当于2019年6月底公司长期债务、全部债务的1.97%和1.66%，对公司现有债务影响不大。

以2019年6月底财务数据为准，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至49.48%、48.59%和44.37%。考虑到本期中期票据部分资金将用于偿还公司到期债务，公司实际债务水平将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为146.04亿元、151.07亿元和153.95亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的7.30倍、7.55倍和7.70倍；公司经营活动现金流量净额分别为33.16亿元、71.00亿元和87.02亿元，分别为本期中期票据的1.66倍、3.55倍和4.35倍；公司EBITDA分别为77.34亿元、89.34亿元和97.30亿元，分别为本期中期票据的3.87倍、4.47倍和4.87倍。

总体看，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据保障能力均较强。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序上等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小，但递延利息未设置罚则，约束力较弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

十、结论

高速公路行业抵御经济周期风险能力较强，伴随着国民经济进入稳增长新常态的宏观背景，政府加大对高速公路行业支持力度，行业未来发展空间广阔。

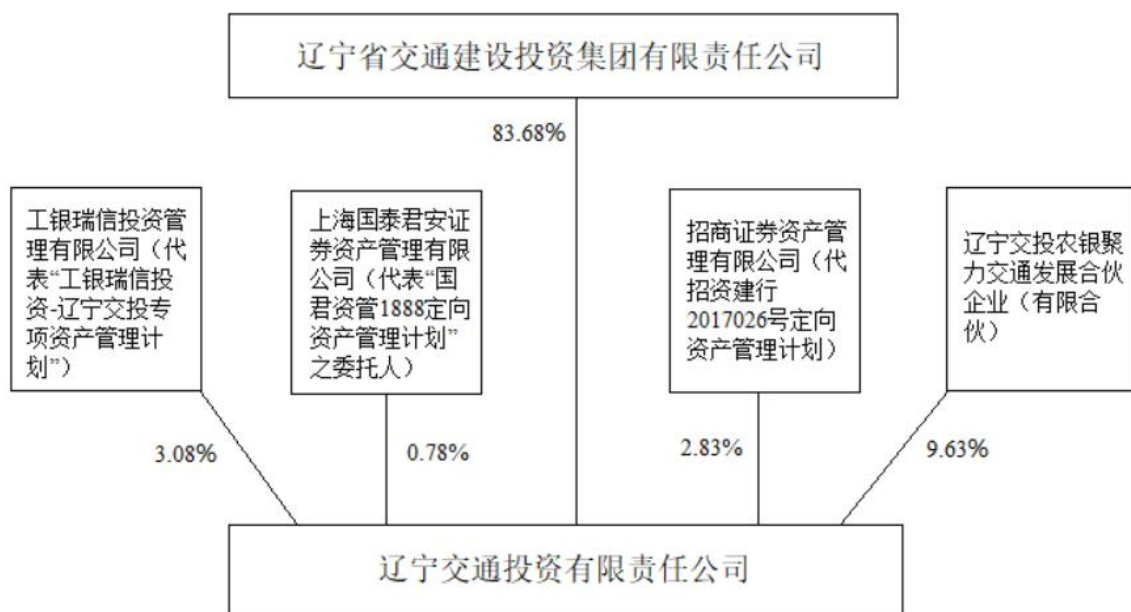
公司核心业务为辽宁省内高速公路的投资建设及运营管理，具有区域垄断优势；辽宁省是中国最早开展高速公路建设投资的地区，省内路网规模优势突出，公司整体竞争实力很强。近年来，公司资产规模有所增长，核心业务经营稳健，营业收入和利润总额不断增长，营业利润率保持在较高水平，但财务费用对利润侵蚀明显，铁路项目尚未形成投资收益，均对公司盈利能力形成一定不利影响；公司收入实现质量好，经营活动现金流量净额快速增长，考虑到未来公司铁路项目仍需一定规模投资以及偿付债务本息的资金需求，公司仍存在一定的筹资压力；公司长期偿债能力指标强，但存在短期支付压力，考虑到其间接融资渠道畅通且在辽宁省交通投资领域的重要地位，公司整体偿债能力极强。

公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据保障能力均较强。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序上等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中

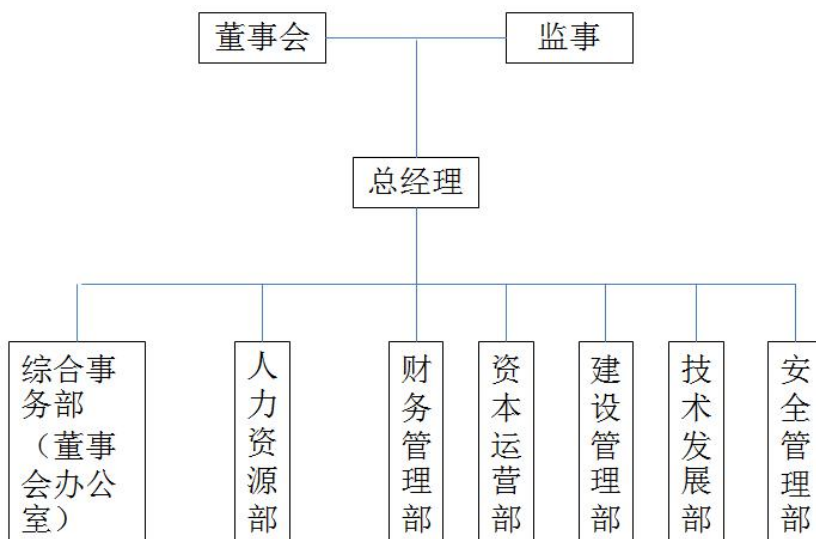
期票据不赎回可能性较小，但递延利息未设置罚则，约束力较弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

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，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 6 月底公司子公司情况

(单位: 万元、%)

企业名称	主营业务	注册资本	持股比例	取得方式
辽宁省高速公路运营管理有限责任公司	对省内已建成高速公路实行统一的运营管理	5000.00	100.00	投资设立
辽宁省交投建设管理有限公司	公路、铁路、市政及相关基础设施投资与管理、建设、施工、维修、养护	2000.00	100.00	投资设立
辽宁驰通工程管理有限公司	公路、桥梁、交通、市政、隧道、机电、水运、房屋建筑工程监理	500.00	100.00	股权划转
辽宁鸿达交通建设有限责任公司	交通基础设施项目建设与管理, 工程总包	1000.00	100.00	股权划转

资料来源: 公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	73.14	48.07	86.73	83.44
资产总额(亿元)	2343.15	2491.88	2529.57	2523.04
所有者权益(亿元)	1181.81	1183.98	1274.47	1288.74
短期债务(亿元)	101.22	159.32	158.18	189.99
长期债务(亿元)	1010.50	1043.64	1053.93	1013.49
全部债务(亿元)	1111.73	1202.96	1212.11	1203.49
营业收入(亿元)	106.78	118.04	121.56	56.02
利润总额(亿元)	4.00	5.32	6.38	4.63
EBITDA(亿元)	77.34	89.34	97.30	--
经营性净现金流(亿元)	33.16	71.00	87.02	34.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	154.23	201.13	225.83	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	56.00	104.96	101.82	103.11
营业利润率(%)	53.80	50.99	51.02	59.11
总资本收益率(%)	2.45	2.45	2.59	--
净资产收益率(%)	0.25	0.33	0.39	--
长期债务资本化比率(%)	46.09	46.85	45.26	44.02
全部债务资本化比率(%)	48.47	50.40	48.75	48.29
资产负债率(%)	49.56	52.49	49.62	49.00
流动比率(%)	76.05	93.10	82.85	80.50
速动比率(%)	75.83	92.96	82.71	80.38
经营现金流流动负债比(%)	24.03	38.55	46.16	--
现金短期债务比(倍)	0.72	0.30	0.55	0.44
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.58	1.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.37	13.47	12.56	--

注：1. 长期应付款中有息部分纳入全部债务计算，其中到期日在 1 年以内部分纳入短期债务计算，到期日在 1 年以上部分纳入长期债务计算；2. 公司 2019 年半年度财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	70.89	45.50	79.84	76.84
资产总额(亿元)	2239.25	2488.17	2508.40	2505.66
所有者权益(亿元)	1181.82	1253.80	1274.33	1288.23
短期债务(亿元)	101.22	159.32	157.08	189.99
长期债务(亿元)	1010.50	1043.64	1037.93	996.94
全部债务(亿元)	1111.73	1202.96	1195.01	1186.94
营业收入(亿元)	106.77	118.01	120.80	55.73
利润总额(亿元)	3.99	4.90	6.33	4.59
EBITDA(亿元)	76.79	87.82	96.08	--
经营性净现金流(亿元)	30.77	69.92	85.47	33.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)		--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	56.21	103.06	102.68	102.69
营业利润率(%)	53.06	49.53	50.01	58.72
总资本收益率(%)	2.45	2.37	2.61	--
净资产收益率(%)	0.25	0.29	0.39	--
长期债务资本化比率(%)	46.09	45.43	44.89	43.63
全部债务资本化比率(%)	48.47	48.97	48.39	47.95
资产负债率(%)	47.22	49.61	49.20	48.59
流动比率(%)	75.17	92.95	88.66	87.21
速动比率(%)	75.17	92.95	88.66	87.21
经营现金流动负债比(%)	22.95	38.70	46.58	--
现金短期债务比(倍)	0.70	0.29	0.51	0.40
EBITDA 利息倍数(倍)	14.48	13.70	12.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.39	1.56	1.56	--

注：1. 长期应付款中有息部分纳入全部债务计算，其中到期日在 1 年以内部分纳入短期债务计算，到期日在 1 年以上部分纳入长期债务计算；2. 母公司 2019 年半年度财务数据未经审计

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-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%
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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 辽宁交通投资有限责任公司 2020 年度第一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。

辽宁交通投资有限责任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。

辽宁交通投资有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对辽宁交通投资有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，辽宁交通投资有限责任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辽宁交通投资有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现辽宁交通投资有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对辽宁交通投资有限责任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。

如辽宁交通投资有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对辽宁交通投资有限责任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辽宁交通投资有限责任公司联系，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。