

河南交通投资集团有限公司

2019 年度第一期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪债评(2019)011164】

评级对象： 河南交通投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据

主体信用等级： AAA 级

评级展望： 稳定

债项级别： AAA 级

本期发行： 10 亿元

存续期限： 5 年

增级安排： 无

评级时间： 2019 年 9 月 11 日

发行目的： 偿还有息债务

偿还方式： 按年付息，到期一次还本付息

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	4.72	4.40	0.19	2.79
刚性债务	15.03	17.08	15.58	28.28
所有者权益	399.92	445.48	448.83	455.75
经营性现金净流入量	0.04	-0.14	1.35	0.14
合并口径数据及指标：				
总资产	1667.80	1724.84	1779.32	1790.27
总负债	1172.70	1136.70	1206.28	1217.11
刚性债务	985.97	1005.33	1078.30	1101.88
所有者权益	495.10	588.14	573.04	573.16
营业收入	98.74	140.56	142.74	76.12
净利润	14.04	25.79	21.53	21.75
经营性现金净流入量	67.35	69.33	69.18	40.64
EBITDA	72.87	88.15	90.82	—
资产负债率[%]	70.31	65.90	67.79	67.98
资产负债率*[%]	77.18	75.43	77.03	77.16
长短期债务比[%]	241.02	292.99	231.98	286.27
营业利润率[%]	17.08	21.47	19.74	35.32
短期刚性债务现金覆盖率[%]	38.89	42.27	31.05	31.36
营业收入现金率[%]	112.77	95.01	105.51	101.92
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.90	-2.73	1.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.28	1.58	1.60	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.09	0.09	—

注：根据河南交投经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。资产负债率*为将计入权益的永续债调整为负债计算所得。

分析师

张 佳 zhangjia@shxsj.com

王树玲 wangsl@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势：

- **外部发展环境良好。**河南省为我国综合交通枢纽和物流枢纽之一，且“中原经济区”的发展与建设将为河南省高速公路行业发展提供较好的支撑，河南交投业务发展具备良好的外部环境。此外，我国收费公路行业拥有相对透明、较为稳定收入来源和较充沛现金流，行业整体发展较稳健。
- **区域垄断地位明显。**河南交投作为河南省高速公路投资和运营的两大主体之一，在河南省高速公路行业中处于重要地位，区域垄断地位明显。
- **主业发展稳健，资金回笼能力较强。**河南交投核心高速路产质量较优良，高速公路通行费收入稳步增长，经营环节资金持续较大规模净流入，资金回笼稳定。未来随着区域内及周边路网的进一步完善以及下属路产车流量的提升，预计公司通行费收入将持续增加，可为其债务偿付提供较好保障。
- **外部融资渠道畅通。**河南交投通过发行债券和银行借款等方式获得借款，上市子公司中原高速可通过资本市场进行股权融资和债务融资，公司具有较强的融资能力，加之银行授信规模较大，可为债务偿付提供一定支撑。

主要风险/关注：

- **收费公路行业风险。**考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车路产投资回收期拉长和居高的造价成本等，收费公路行业投资边际效益递减明显，行业整体还本付息压力加重。区域经济及客货运输需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，全行业还本付息能力或将持续承压。
- **债务负担较重，利息支出压力大。**由于前期高速公路建设累积较大规模债务，河南交投财务杠杆处于较高水平，近两年子公司中原高速逐步赎回优先股，资产负债率回升。此外，高速公路项目建成后利息停止资本化，财务费用将维持较高水平，较大规模的利息支出对利润产生侵蚀影响。

- **主业经营对核心路产依赖程度高，新通车路产能释放存在不确定性。**河南交投路产收费对核心路产京港澳高速等依赖程度高，新通车、在建及拟建路产主要为非主动脉路段，投运后培育期较长，路产能释放存在不确定性。此外，公司所辖部分路产面临高铁和其他路段改扩建分流影响。
- **房地产业务风险。**河南交投房地产业务部分项目位于河南省内三、四线城市，而海南项目则受限购影响，部分项目进展缓慢，面临一定去化压力。

➤ 未来展望

通过对河南交投及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性极强，并给予本期中票 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



河南交通投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

河南交通投资集团有限公司（简称“河南交投”、“该公司”或“公司”）成立于 2009 年 7 月，是以河南省交通运输厅管理的河南高速公路发展有限责任公司（简称“高发公司”）为基础，整合河南省交通运输厅所辖的全部经营性高速公路资产组建而成，其中原高发公司持有的河南中原高速公路股份有限公司（简称“中原高速”，600020.SH）股权也划归公司。公司是河南省人民政府出资的国有独资公司，经多次增资，截至 2019 年 6 月末，公司注册资本增至 267.47 亿元，河南省人民政府持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

该公司是河南省从事高速公路建设和运营的两大投融资主体之一¹，负责河南省内经营性高速公路路网的投资和运营。截至 2019 年 6 月末，公司管理路段（含代管路段）3491.04 公里，占全省高速公路总里程（2018 年末 6600.03 公里）的比重为 52.89%，其中公司自身运营管理的收费路桥里程为 2297.80 公里，占全省高速公路总里程比重为 34.81%。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司于 2019 年 5 月 14 日取得中国银行间市场交易商协会《接受注册通知书》（中市协注[2019]DFI14 号），同意自通知书落款日（2019 年 5 月 14 日）起 2 年内，可分期发行超短期融资券、短期融资券、中期票据和永续票据，并于每期发行时确定当期主承销商、发行品种、发行规模、发行期限等要素。公司利用该注册文号已发行 1 笔超短期融资券（6 亿元，3.19%），公司拟继续发行规模 10 亿元中期票据（简称“本期中票”），拟将募集资金全部用于偿还有息债务（本期拟发行中期票据概况如图表 1 所示）。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	河南交通投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据
本期发行规模：	10 亿元人民币
本期债券期限：	5 年

¹ 河南省另一家高速公路投融资主体为收费还贷高速公路管理中心（简称“收费还贷中心”），主要负责省内收费还贷高速公路的建设和运营。

债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息, 到期一次还本付息
增级安排:	无

资料来源: 河南交投

该公司自 2012 年起发行了多期债券, 截至 2019 年 8 月末, 公司合并口径仍存续的债券余额合计 347.50 亿元, 其中 45.00 亿元债券将于 2019 年 9-12 月到期偿付。截至目前, 公司合并口径已发行债券还本付息情况均正常。

图表 2. 公司合并口径存续债券情况 (截至 2019 年 8 月末)

债券简称	金额 (亿元)	起息日期	期限 (年)	票面利率 (%)	到期日
12 豫交投 PPN001	30.00	2012-10-12	7	7.35	2019-10-12
13 豫交投 PPN001	30.00	2013-01-15	7	7.40	2020-01-15
14 豫交投 MTN001	23.50	2014-03-07	12(7+5)	8.50	2026-03-07
15 豫交投 MTN001	15.00	2015-11-25	6(6+N)	5.20	2021-11-25
16 豫交投 MTN001	30.00	2016-07-27	5(5+N)	4.28	2021-07-27
16 豫交投 MTN002	30.00	2016-12-26	5(5+N)	5.37	2021-12-26
17 豫交投 MTN001	20.00	2017-08-14	3(3+N)	5.30	2020-08-14
17 豫交投 MTN002	30.00	2017-09-29	3(3+N)	5.35	2020-09-29
18 豫交投 MTN001	35.00	2018-06-07	5	5.46	2023-06-07
18 豫交投 MTN002	25.00	2018-08-07	5	4.33	2023-08-07
19 豫交投 SCP001	6.00	2019-07-03	0.74	3.19	2020-03-29
14 中原高速 PPN002	10.00	2014-12-03	5	6.00	2019-12-03
17 豫高速	20.00	2017-08-04	5(3+2)	4.95	2022-08-04
18 豫高 01	15.00	2018-03-20	5(3+2)	5.67	2023-03-20
18 豫高 02	13.00	2018-04-13	5(3+2)	5.21	2023-04-13
18 中原高速 SCP006	5.00	2018-12-18	0.74	3.90	2019-09-14
19 中原高速 CP001	10.00	2019-06-03	1	3.50	2020-06-02
合计	347.50	—	—	—	—

资料来源: 河南交投

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期中票全部募集资金用于偿还到期有息债务, 优化公司债务结构, 截至 2019 年 6 月末, 公司刚性债务为 1101.88 亿元, 其中短期刚性债务为 217.93 亿元。

(3) 信用增进安排

本期中票未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年上半年, 全球经济景气度持续下降, 主要央行货币政策正在转向宽

松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；

地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

A. 收费公路行业

近年来收费公路网络不断完善，收费公路运营有相对透明和较为稳定的收入来源和较充沛现金流；但考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回报期拉长和居高的造价成本等，带来收费公路收费边际效益递减，行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力。区域经济及客货运输需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，全行业还本付息或将持续承压。

行业概况

交通运输是国民经济发展的基础，是社会生产、流通、分配、消费各环节正常运转和协调发展的先决条件，对保障国民经济持续健康快速发展、人民生活改善具有十分重要的作用。近年来在大规模投资的带动下，我国交通运输业发展迅速，以公路建设为例，2016-2018年，我国公路建设完成投资额分别为

1.80 万亿元、2.125 万亿元和 2.13 万亿元，同比分别增长 8.9%、18.2%和 0.40%，继 2016-2017 年大力度投资（2016-2017 年合计投资额占“十三五”公路规划投资 7.80 万亿的 50%），2018 年公路投资增速明显放缓，其中高速公路完成投资 9972 亿元，同比增长 7.7%，普通国省道、农村公路分别完成投资 6378 亿元（同比下降 12.2%）和 4986 亿元（同比增长 5.4%），公路投资细分项中高速公路建设持续推进，普通国省道投资下滑；2019 年上半年度，公路建设完成投资 0.95 万亿元，较上年同期增长 4.79%。

随着高速公路建设投资的不断推进，我国已建成世界最大的高速公路网络，高速公路通车里程从 2001 年末的 1.94 万公里增至 2018 年末的 14.26 万公里，我国公路网络不断延伸，“7918”²国家高速公路网基本成形，截至 2018 年末，国家高速公路通车里程 10.55 万公里，高速公路收费里程达 13.79 万公里，占收费公路总里程 82.03%。

图表 3. 我国收费公路里程规模（单位：亿元）

里程规模	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	124507.60	6.40%	132637.50	6.53%	137876.70	3.95%
收费公路：一级公路	23512.80	0.58%	20666.60	-12.10%	19592.30	-5.20%
收费公路：二级公路	21949.00	-4.02%	9549.70	-56.49%	9651.00	1.06%
收费公路：独立桥梁	963.60	-4.33%	779.10	-19.15%	818.40	5.04%
收费公路：独立隧道	159.20	-1.18%	103.70	-34.86%	133.00	28.25%
收费公路里程总计	171092.20	4.05%	163736.60	-4.30%	168071.40	2.65%

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等

收费公路投建及运营主体经营情况与省内路网规划与建设息息相关，北京、河南、山东及江浙沪等地收费路网已较完善，未来更多侧重于扩容改造，区域内公路投建及运营主体在建及拟建高速里程相对较小，但征拆迁等成本的攀升也带来了一定资金需求和投融资压力。中西部路网由于区域经济等因素较东部发展慢，中西部地区公路投建及运营主体仍有较大的建设里程和投资需求，同时由于地区地形构造较复杂，收费公路建设成本通常较高，企业将面临相对较大的投融资压力。2018 年末收费高速公路债务余额为 53666.19 亿元，其中年末银行贷款余额 45373.00 亿元，单公里债务余额达 3892 万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率普遍偏高；而十三五时期，收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

图表 4. 收费高速公路资本金及债务余额情况（单位：亿元）

收费高速公路	2016 年末	2017 年末	2018 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	21152.38	23230.55	24461.74
收费高速公路财政性资本金累计投入	11524.45	13132.04	13575.33
收费高速公路非财政性资本金累计投入	9627.94	10098.51	10886.40
收费高速公路投资银行贷款	44833.43	49091.03	53494.43
收费高速公路年末债务余额	45634.98	49867.38	53666.19

² 《国家高速公路网规划》采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北大通道，由 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线组成，简称为“7918 网”。

收费高速公路	2016 年末	2017 年末	2018 年末
收费高速公路年末银行贷款余额	39365.54	43409.83	45373.00
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3665	0.3760	0.3892

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等（四舍五入存在尾差）

收费公路行业在路产建设时期对外筹融资的资金需求大，考虑到行业内发债企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政府和金融机构的支持，有利于降低企业的项目资金风险。

但是就目前而言，收费公路行业面临着收支难抵的重大困境，近期通车路产的产能释放效力和释放速度远不及大动脉和干线路产，收费公路还本付息规模超过年度通行费收入规模，行业收支严重失衡，2016-2018 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3821.66 亿元、-3770.99 亿元和-3857.30 亿元，入不敷出的局面严重，且预计中短期内收支缺口仍将处于高位。

图表 5. 收费高速公路收支及还本付息能力表（单位：亿元）

收费高速公路	2016 年	2017 年	2018 年
收费高速公路通行费收入	4181.32	4752.75	5168.38
收费高速公路支出项	8002.97	8523.75	9025.69
还本付息支出	6570.07	6976.22	7265.45
偿还债务本金	4381.67	4603.73	4766.20
偿还债务利息	2188.40	2372.49	2499.24
收费高速公路收支平衡结果	-3821.66	-3770.99	-3857.30
单公里年通行费收入[万元/公里]	335.83	358.33	374.86
存量债务消化周期[年]	10.91	10.49	10.38
通行费收入利息覆盖水平[倍]	1.91	2.00	2.07
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	0.95	1.03	1.08
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.64	0.68	0.71
利息支出占通行费收入比重	52.34%	49.92%	48.36%
当期债务本金支出占通行费收入比重	104.79%	96.86%	92.22%
当期还本付息占通行费收入比重	157.13%	146.78%	140.57%

资料来源：根据 Wind 资讯及各年收费公路统计公报等整理计算绘制

政策环境

收费公路收费具有很强的政策性，收费公路的收费年限和收费标准需严格遵照国家和地方交通主管部门有关规定执行，行业对收费公路收费政策变化的敏感度较高，具体收费方面，国家对收费公路收费期限、收费标准等均作了明确规定。

2018 年 12 月，交通部公布《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》，明确政府收费公路项目的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；经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，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，可以超过 30 年，实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。并进一步提出省、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。同时，为防止盲目投资建设，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。政策修订稿逐步释放的信号是有条件延长收费期限和实行养护管理收费，长期来看，条例的修订意见对国内收费公路企业是政策利好的导向，带来了政策红利，预期将改善收费公路企业的经营业绩。

收费公路投融资政策方面，2015 年 5 月，交通运输部在《关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》(简称“《交通运输投融资意见》”)中提出，我国目前基本形成了“中央投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的交通运输基础设施投融资模式。根据《交通运输投融资意见》，为开展交通运输的转型发展，各地交通运输部门要打破各类行业垄断和市场壁垒，建立公平、公开透明的市场规则，创新投资运营机制，改进政府投资安排方式，进一步完善“多元筹资、规范高效”的投融资体制，结合自身行业特点，积极推广政府和社会资本合作模式 (PPP)，鼓励和吸引社会资本投入，激发社会资本投资活力。此外，交通部提出探索设立交通产业投资基金，以财政性资金为引导，吸引社会法人投入，建立稳定的公路、水路交通发展的资金渠道。同时，鼓励民间资本发起设立用于公路、水路交通基础设施建设的产业投资基金，研究探索运用财政性资金通过认购基金份额等方式支持产业基金发展。

为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，财政部和交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》财预(2017)97 号(简称“97 号文”)，重点提出：(1)“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，除用于公路养护管理外，主要用于偿还政府还贷收费公路债务。(2)“收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理”。收费公路为资金密集型产业，截至 97 号文发布之前，地方发展收费公路主要有两种模式，一种是由社会投资者运用 BOT 等经营性模式投资建设，另一种是由县级以上交通运输部门采用“贷款修路、收费还贷”模式建设。97 号文的颁布实施为政府收费公路融资提供新渠道的同时，也对地方收费公路的“贷款修路、收费还贷”模式进行调整，并规范和合理控制政府债务规模。(3)“收费公路专项债券资金应当专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设，重点支持一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划由政府收费公路项目建设，不得用于非收费公路项目建设，不得用于经常性支出和公路养护支出”。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路项目，有利于合理控制收费公路建设进度和新增债务规模，防范债务风险。2017 年 10 月，广东省发行了全国首单地方政府收费公路专项债，而后包括海南省、河北省等多个省市及计划单列市先后发行了收费公路专项债券，2017-2018 年全国收费公路专项债券发行规模分别为 440.04 亿元和 744.60 亿元。

竞争格局/态势

收费公路建设经营等各环节体现政府意志，现阶段我国收费公路建设大多

由国家、省、市三级政府共同投资，并由省级公路运营管理主体负责区域内收费公路的投资建设，项目公司负责具体项目的运营，区域专营现象较为明显，行业进入壁垒高。由于高初始投资成本和随后而来的规模经济，在收费公路行业内构建竞争资产通常在经济上不可行。此外，收费公路行业区域布局 and 规划过程复杂等，均在一定程度上限制行业内部竞争。

个体企业在经营上的差异主要体现在以下几个方面：规模、路产地位、路产效益、竞争分流、基础设施开发/改扩建和多元化业务拓展。（1）收费公路行业具有较强的规模经济特征，业务规模是其综合实力的体现，控股路产数量、收费路产里程、通行费收入规模、总资产规模等均是决定收费公路规模的关键因素。（2）收费公路作为国家重要交通基础设施，其路段地位主要体现在国家/省级收费公路网络规划，主干线收费公路在交通区位等方面具有突出表现，因此收费公路企业控股路产在国家收费公路网络布局中的地位对其发展较为重要，其竞争能力和经营稳定性较强。（3）控股路产效益是衡量收费公路企业持续竞争能力的核心标准，规模是体现企业竞争能力的“量”，而效益则是体现竞争能力的“质”，从单公里收费水平、路产收费对利息和债务的覆盖能力等方面路产效益。（4）竞争分流因素并非长期性，但需关注初期对车流量和收入的波动影响。（5）基础设施开发/改扩建是规模化的延伸，持续的再投资确保收费公路设施的完善和更新，以吸引相对稳定的客货运输需求；同时也考察企业资本改善能力和增量债务压力。（6）多元业务特定风险及对主业稳定性的影响。对于刚开始探索多元化且未形成多元化业务经营方向的收费公路企业，多元化业务风险或将被放大，或对稳健发展的收费主业产生反噬影响。

风险关注

收费公路行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车高速投资回报期拉长、居高的造价成本以及其他运输方式竞争分流，带来收费公路收费边际效益递减，行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力，尤其是随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）的投运，部分中西部区域的收费公路财务风险或将进一步上升。对于收费公路发债主体而言，养护成本上升叠加资金成本提高，将显著加大收费公路经营企业的总成本控制压力，但在通行费收入环节，受制于价格管制及舆论导向，未来通过提升价格以补偿增量成本的可能性几乎为零。

行业债务和利息偿付将继续承压，发债主体财务杠杆普遍较高。收费公路行业存量债务规模大，且存量债务付息的比例明显升高，通行费收入已经难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以偿息。考虑到未来仍有较大的投资资金需求，收费公路行业收支缺口或将继续扩大，行业债务和利息偿付将继续承压。区域经济及客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，增量债务压力加大，全行业还本付息或将持续承压。对于收费公路发债主体而言，前期积累较大规模债务且部分债务陆续到期需兑付，同时在建及拟建高速公路存在一定资金需求量，收费公路发债主体财务杠杆普遍较高，未来收费公路行业对外筹融资需求仍较强烈，增量债务滚动存量债务将

进一步提高企业财务杠杆。

多元化业务对收费公路企业主营业务和财务稳健性或产生影响。收费公路行业内部分企业加大多元化业务的开展力度，投资或经营房地产、物流、商品销售及金融投资等板块，多元业务与收费公路行业特征相差较大，在涉足新行业新领域寻求新增长点的同时，多元化带来的风险不容低估。

不同区域高速公路主体信用质量分化。中西部区域地质复杂，建造等成本高，建成后路产培育期长，中西部地区收费公路企业信用质量对政府财力和支持力度依赖度高，在融资环境趋紧情况下，融资成本上升，更易受冲击，不同区域还本付息质量（债务化解）、收支平衡能力及发债主体信用质量的分化趋势将进一步显现。

纵观行业发展趋势，我国收费公路行业仍可凭借主业现金流及政府支持而保持较高的信用质量。但随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）投运，部分中西部区域的收费公路财务风险将进一步上升。未来一段时间，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖或将继续承压，且不同区域分化明显。

B. 房地产行业

房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年同期增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年同期增长 13.00%，增速高于房地产增速。

2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比

例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37%收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00%升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69%回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

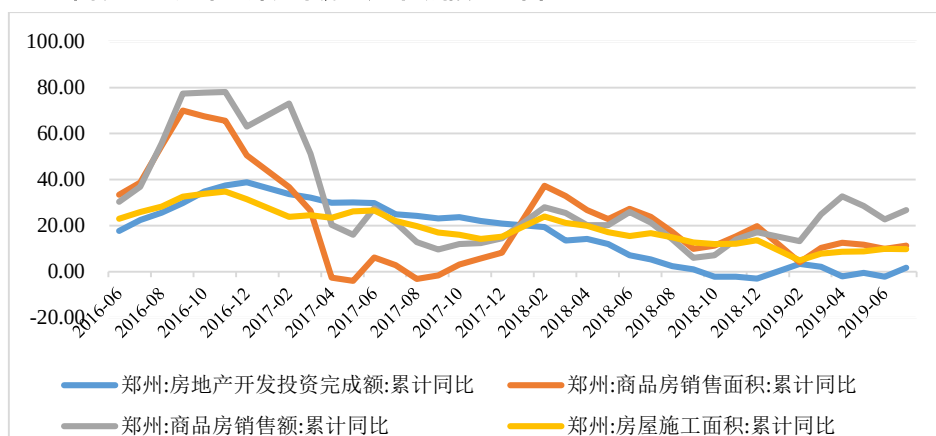
2018 年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

2018 年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年 4 月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据统计，2019 年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过 5,000 亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

近年来，郑州加快国家中心城市建设，城市分为一主一城，两轴多心，随着城市框架的不断拉大和建设进程的推进，带动了郑州市房地产业务的发展，同时郑州作为租售同权试点城市，同样对郑州房地产市场产生影响，2018 年，郑州市累计完成房地产开发投资 3258.41 亿元，同比减少 3.00%，投资增速持续回落；房屋施工面积 1.86 亿平方米，同比增长 13.70%。2017 年以来，在去库存等政策红利的持续影响下，房地产市场销量持续攀升。在“房子是用来住的，不是用来炒的”房地产市场定调下，房地产调控范围不断扩大，郑州市房地产维持较好的去化情况，2018 年郑州市商品房销售 3712.11 万平方米，同比

增长 19.80%，商品房销售额 3134.00 亿元，同比增长 17.20%。

图表 6. 近年来郑州市房地产市场情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

（3）区域市场因素

河南省位于承东启西、连南贯北的交通枢纽位置，区位优势明显，而中原经济区规划上升为国家战略为河南省经济发展带来了新的发展机遇。近年来，河南省区域经济及财政实力不断增强，为河南省高速公路的投资建设提供了较好保障。

河南省地处我国中东部地区，位于京津唐、长三角、珠三角和成渝城市带之间，是国家南北、东西交通大动脉的枢纽要冲，亚欧大陆桥和进出西北六省的门户，是我国最重要的交通枢纽省区之一，起到承东启西、联南望北的作用。优越的地理位置使得河南省成为我国重要的铁路、公路、航空、水利、能源和物流等枢纽，全国重要的商品集散地。根据《中欧班列建设发展规划（2016-2020 年）》，郑州定位为内陆主要货源地节点和铁路枢纽节点的双节点城市。郑欧班列的常态化运行，郑州拥有了便捷的国际物流通道，郑州综合交通枢纽优势进一步增强。同时，随着中国（郑州）跨境电子商务综合试验区进入国家综合试点和河南自贸区的相继获批，郑州国际陆港再次迎来新的发展机遇。

近年来，河南省国民经济保持平稳发展态势。2018 年，河南省实现地区生产总值 48055.86 亿元，同比增长 7.6%，高于全国 1.0 个百分点。其中，第一产业增加值 4289.38 亿元，同比增长 3.3%；第二产业增加值 22034.83 亿元，同比增长 7.2%；第三产业增加值 21731.65 亿元，同比增长 9.2%。同期，河南省城镇居民人均可支配收入 31874.19 元，同比增长 7.8%。

作为全国重要的交通枢纽，公路交通是河南省主要运输方式，目前河南省公路交通网络发达，省内拥有京港澳高速、连霍高速、济广高速等 9 条国家高速公路、20 余条区域地方高速公路以及 105、106、107 等 9 条国道。截至 2018 年末，河南省高速公路通车里程达 6600.03 公里。依托全国重要的交通枢纽地位，河南省公路建设有较大增长空间，“十三五”时期，河南省计划高速公路投资 1000 亿元，新增 1000 公里，总里程达到 7300 公里，形成完善的内联外通

高速公路网。普通干线公路投资 600 亿元，新改建干线公路 5000 公里，大中修 6000 公里，形成以二级公路为主的普通干线公路网。

河南省强力加大推进米字型铁路网建设，涉及多条以郑州为中心的高速铁路建设筹备。其中，郑州到合肥高速铁路作为河南省米字型高铁战略的重要组成部分，已于 2016 年全线开工建设，预计 2019 年末投入使用；郑州到济南高速铁路预计于“十三五”期间开工建设；郑州至徐州高速铁路因加快建设进程，已于 2016 年开通；郑州到重庆高速铁路中的郑万铁路河南段已于 2014 年底开工。河南省境内高铁网络的完善预计将对省内高速公路客货流量，尤其是旅客运输量产生一定分流影响。

综合而言，从地区层面来看，河南省交通运输发展既面临“一带一路”国家战略³、“三大国家战略规划”⁴和“四个河南”⁵建设等战略机遇，也面临转型升级、资源环境、投资建设压力等挑战。

2. 业务运营

该公司是河南省经营性高速公路主要的投融资和建设运营主体。近年来，受益于主业通行费收入持续增长，营业收入呈增长趋势；施工业务经营主体工程局集团因混合所有制改革，2019 年 1 月后不再纳入合并范围，公司收入结构进一步向收费公路主业聚集。此外，以财务费用为主的期间费用仍保持在较大规模，对公司利润形成侵蚀。

该公司是河南省经营性高速公路主要的投融资和建设运营主体，自身运营收费高速公路的通车里程约占全省高速公路里程的 35%。除高速公路投资和运营业务外，还涉足房地产开发、油品贸易和公路养护等业务。2016-2018 年及 2019 年上半年度，公司实现营业收入分别为 98.74 亿元、140.56 亿元、142.74 亿元和 76.12 亿元，其中通行费收入分别 81.04 亿元、93.69 亿元、101.78 亿元和 57.32 亿元，占核心业务比重分别为 84.67%、68.05%、73.04%和 77.06%，是收入和利润的主要来源。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
通行费业务	河南省	横向规模化	规模/资本/资产/政策等
房地产开发	河南省	横向规模化	规模/资本/成本/政策等

资料来源：河南交投

³ 中原城市群以郑州为中心，以洛阳为副中心，开封为新兴副中心，新乡、焦作、漯河、平顶山、许昌、济源、长葛等地区性中心城市为节点构成的紧密联系圈，是中国“一带一路”中七大国家级城市群之一。中原城市群也是河南省乃至中部地区承接发达国家及中国东部地区产业转移、西部资源输出的枢纽和核心区域，在“一带一路”国家战略具有重要地位。

⁴ 河南省三大国家战略规划分别是粮食生产核心区、中原经济区和郑州空港经济综合试验区。

⁵ 为贯彻落实党“十八大”“五位一体”的精神，河南省提出“富强河南、文明河南、平安河南、美丽河南”的“四个河南”建设战略。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度
营业收入合计	98.74	140.56	142.74	76.12
其中：核心业务营业收入（亿元）	95.71	137.68	139.34	74.38
在营业收入中所占比重（%）	96.94	97.95	97.62	97.71
其中：（1）通行费业务	81.04	93.69	101.78	57.32
在核心业务收入中所占比重（%）	84.67	68.05	73.04	77.06
（2）房地产开发	5.59	16.10	5.27	4.73
在核心业务收入中所占比重（%）	5.84	11.70	3.78	6.36
（3）工程施工	6.70	6.77	11.40	1.33
在核心业务收入中所占比重（%）	7.00	4.91	8.18	1.79
（4）油品贸易	--	18.90	17.97	8.77
在核心业务收入中所占比重（%）	--	13.73	12.90	11.79
毛利率（%）	75.00	65.93	64.07	70.98
其中：通行费业务（%）	82.45	81.83	80.39	84.80
房地产开发（%）	38.88	38.64	49.96	62.98
工程施工（%）	63.33	73.23	37.99	27.78
油品贸易（%）	--	21.10	15.76	20.04

资料来源：河南交投（四舍五入存在尾差）

A. 收费公路建设和运营业务（通行费业务）

收费公路行业具有显著的资本与资产驱动特征，收费公路资本投入不断增加形成收费公路资产（或公路收费权益），业务规模随之扩大，路产不断培育，路产效益随之提升，但不同区域和区位路产收费质量存在差异，收费公路企业在路产规模、路产地位与效益、收费政策和资本持续投入等核心驱动要素上体现其综合业务实力和抵御周期性波动的能力。

路产规模

目前，河南省内高速公路主要由该公司和收费还贷中心两大主体分别进行管理，公司主要负责运营管理经营性高速公路。公司收费公路投资与运营业务的主体为二级子公司河南中原高速公路股份有限公司（简称“中原高速”）和河南高速公路发展有限责任公司（简称“高发公司”）。截至 2019 年 6 月末，公司管理路段（含代管路段）合计里程为 3491.04 公里，占全省高速公路总里程 6600.03 公里的比例为 52.89%，共计管理 39 条高速公路（含 9 条代管路段）以及 1 座大桥。公司自身拥有并运营的收费路桥总里程达到 2297.80 公里，占全省高速公路通车里程比例为 34.81%，其中高发公司和中原高速分别运营管理 805.69 公里和 1492.11 公里。另外，高发公司受托管理收费还贷中心下属的 9 条收费还贷高速公路，合计 1193.24 公里，由高发公司义务代管，不收取任何道路代管费和车辆通行费。

图表 9. 公司运营路产情况（单位：公里）

路段名称	通车时间	收费里程	收费截止时间
京港澳高速郑州至漯河段	2000 年 12 月	142.00	2030 年 12 月
京港澳高速漯河至驻马店段	2004 年 9 月	67.20	2032 年 9 月
武西高速郑州至尧山段	2007 年 12 月	183.48	尚未批复
郑民高速开封段一期	2011 年 12 月	39.93	
郑民高速开封至民权段	2016 年 9 月	49.57	
郑民高速郑州段	2011 年 12 月	32.73	
济祁高速永城段（一期、二期）	2012 年 11 月	41.02	
	2015 年 12 月	15.83	
商登高速（商丘至郑州航空港区至段、郑州航空港区至登封段）	2015 年 12 月	167.41	
	2017 年 9 月	66.52	
中原高速管理路段小计		805.69	—
京港澳高速安阳至新乡段	1997 年 11 月	113.17	尚未批复
京港澳高速驻马店至信阳（豫鄂省界）段	2003 年 12 月	134.00	2033 年 12 月
济广高速公路商亳菏段	2005 年 10 月商亳 2006 年 12 月商菏	57.63	尚未批复
大广高速公路周口段	2006 年 11 月	140.79	
沪陕高速信阳至南阳段	2006 年 12 月	182.90	
商周高速商丘段	2006 年 12 月	67.60	
商周高速周口段	2006 年 12 月	67.24	
大广高速开封至通许段	2006 年 12 月	64.23	
永登高速禹州至登封段	2007 年 10 月	48.38	
大广高速息县段	2007 年 10 月	32.50	
大广高速息光段	2007 年 10 月	33.50	
化庄至新蔡高速	2011 年 12 月	25.82	
商周高速商丘段二期	2011 年 12 月	27.00	
淮滨至息县高速	2012 年 10 月	49.23	
淮滨至固始高速	2012 年 10 月	66.59	
焦桐高速巩义至登封段	2012 年 12 月	42.28	
武西高速公路桃花峪黄河大桥	2013 年 9 月	28.64	
岳阳至常德高速公路	2013 年 12 月	141.03	2043 年 12 月
焦桐高速登封至汝州段	2016 年 9 月	61.22	尚未批复
武陟至云台山高速	2016 年 11 月	38.14	尚未批复
郑新黄河大桥	2010 年 11 月	24.28	尚未批复
永登高速任庄至小新庄段	2011 年 12 月	45.94	尚未批复
高发公司管理路段小计		1492.11	—
永登高速许昌至扶沟段	2007 年 10 月	27.83	尚未批复
新泌高速驻马店至泌阳段	2007 年 9 月	81.91	
新泌高速新蔡至驻马店段	2007 年 12 月	82.26	
焦桐高速泌阳至桐柏段	2007 年 11 月	36.39	
二广高速分水岭至南阳段	2007 年 12 月	98.55	
二广高速大安至寄料段	2008 年 11 月	27.16	
焦桐高速泌阳段	2010 年 10 月	42.94	
连霍高速	郑开段 1994 年 12 月	610.80	
	郑洛段 1995 年 12 月		
	商开段 2001 年 12 月		

路段名称	通车时间	收费里程	收费截止时间
	洛三灵段 2001 年 12 月		
叶信高速	2005 年 12 月	185.40	
高发公司代管路段小计		1193.24	—
高发公司自身加代管路段合计		2685.35	—
河南交投自身经营路段合计		2297.80	—
集团管理路段（含代管）合计		3491.04	—

注：根据河南交投提供的资料绘制（2019 年 6 月末，四舍五入存在尾差）

路产地位与效益

该公司收费公路通行费收入随运营里程增加及通行量提升而稳步增长。2016-2018 年及 2019 年上半年度，通行费收入分别为 81.04 亿元、93.69 亿元、101.78 亿元和 57.32 亿元，占核心业务收入比重分别为 84.67%、68.05%、73.04% 和 77.06%；2018 年自身经营路段单公里年通行费收入为 442 万元/年/公里，较上年提升 35 万元/年/公里，综合收费质量处于中等偏上水平。

从该公司运营的各路段看，目前京港澳高速路段对通行费收入贡献仍最大，属于核心路产，公司控股路产京港澳高速在河南境内路段包括郑州至漯河段、漯河至驻马店段、驻马店至信阳段、安阳至新乡段，合计里程达 456.37 公里，属于国内高速公路大动脉，单公里年通行费收入约 919.53 万元/年/公里，处于行业较前列。2016-2018 年及 2019 年上半年度，京港澳高速河南境内路段平均车流量分别 6.45 万辆/日、7.17 万辆/日、7.14 万辆/日和 10.09 万辆/日，车流量大；同期该路段通行费收入分别为 43.02 亿元、43.42 亿元、44.29 亿元和 25.56 亿元，占通行费收入比重分别为 53.08%、46.34%、43.52%和 44.59%。2017 年以来京港澳高速河南段通行费收入增速放缓主要是：京港澳高速武汉军山长江大桥危桥改造导致京港澳高速大车分流，京港澳高速驻信路段和漯河路段通行费收入均有所降低，武汉军山长江大桥已于 2018 年底完成施工。2019 年上半年度随着武汉军山长江大桥通车，加之汽车保有量的增长，京港澳高速河南段通行费以及日均车流量增长。

大广高速也是该公司通行费收入的重要来源和核心路产之一。大广高速为国家高速公路网 7 条南北纵线之一，全长 3429 公里，于 2012 年全线通车，公司控股其中 4 段，收费里程 271.02 公里，于 2006-2007 年陆续建成通车。2016-2018 年及 2019 年上半年度，大广高速河南境内路段平均车流量分别为 2.02 万辆/日、2.51 万辆/日、2.51 万辆/日和 3.75 万辆/日，通行费收入分别为 9.51 亿元、10.25 亿元、10.38 亿元和 5.74 亿元，占通行费收入的比重分别为 11.73%、10.94%、10.20%和 10.01%，随着周边路网逐步完善，大广高速河南段车流量预计持续增长。2019 年上半年度，平行路段罗山县至潢川县部分路段桥梁维修，客货车禁行；加之大广高速周口东站改扩建以及周口东站通往市区方向路面维修完成，因此大广高速公路河南境内路段日均车流量增长。

图表 10. 公司主要路段经营情况

路产名称	指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
京港澳高速 郑州至漯河 段	通行费收入（亿元）	14.75	15.32	16.18	8.81
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	1038.74	1320.75	1394.83	--
	日均车流量（辆）	85201	99480	100030	125344
京港澳高速 漯河至驻马店 段	通行费收入（亿元）	6.78	6.44	6.23	3.96
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	1008.92	958.47	927.08	--
	日均车流量（辆）	83036	84408	78604	114670
京港澳高速 安阳至新乡 段	通行费收入（亿元）	9.58	11.18	12.25	6.74
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	846.51	987.91	1082.25	--
	日均车流量（辆）	46779	59229	65268	84262
京港澳高速 驻马店至信阳 段	通行费收入（亿元）	11.91	10.48	9.63	6.05
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	888.61	782.09	718.35	--
	日均车流量（辆）	42932	43727	41805	79181
大广高速公 路周口段	通行费收入（亿元）	4.97	5.41	5.56	3.04
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	353.01	384.26	395.03	--
	日均车流量（辆）	21123	29205	29488	38106
大广高速开 封至通许段	通行费收入（亿元）	2.33	2.42	2.74	1.49
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	362.76	376.77	426.72	--
	日均车流量（辆）	22301	25559	28623	42503
大广高速息 县段、息光 段	通行费收入（亿元）	2.21	2.42	2.08	1.21
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	334.85	366.67	631.32	--
	日均车流量（辆）	17261	20565	17164	31889
武西高速郑 州至尧山段	通行费收入（亿元）	6.11	7.63	9.16	4.59
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	332.97	415.79	499.24	--
	日均车流量（辆）	16964	20937	23599	25283
沪陕高速信 阳至南阳段	通行费收入（亿元）	4.20	4.78	4.42	2.37
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	229.64	261.34	241.48	--
	日均车流量（辆）	12372	18160	16974	30080 ⁶

注：根据河南交投提供的资料绘制（注意：因统计口径存在差异，表中通行费收入和日均车流量等数据与中原高速下属路产披露数据存在差异）

收费标准

2006 年以来，该公司高速公路收费标准一直未作调整。公司向河南省人民政府和河南省交通厅申请对连霍、京港澳高速河南境及机场高速的“四改八”改扩建项目收费标准调整方案，提出将一类客车调整至 0.55 元/车公里（目前执行标准为 0.45 元/车公里），二类客车调整至 0.8 元/车公里（目前执行标准为 0.65 元/车公里和 0.7 元/车公里），三类客车调整至 1 元/车公里（目前执行标准为 0.85 元/车公里和 1 元/车公里），四类客车调整至 1.2 元/车公里（目前执行标准为 1 元/车公里和 1.3 元/车公里）；货车计重的基本费率调整至 0.11 元/吨公里（目前执行标准为 0.09 元/吨公里）。目前仍在申请推进中，河南省政府和河南省交通厅尚未下发明文。从目前收费水平来看，公司下属高速公路收费水平在全国处于中等水平。但考虑到高速公路收费标准调整涉及民生和生产运输成本，影响面较广，因此公司路产收费标准调整存在一定不确定性。

⁶ 沪陕高速信阳至南阳段 2019 年上半年度日均车流量增长系：1、泌阳站附近物流园的建成投入使用、平行路段唐河至泌阳段的地方公路路况较差，往返高速车辆增多；2、因唐河服务区及南阳东停车场污水改造施工，运输垃圾车辆及施工车辆大量从唐河站上道；3、2019 年 4 月长江路修路，禁止大型货车通过，因此由方城方向往新野方向的重型货车均由南阳站上道从南阳南站下道，导致车流量增长。

图表 11. 各省高速公路收费标准（元/每车公里、元/吨公里）

省份	一类车收费标准		货车计重收费基本费率	
	车型及规划标准	每公里收费基价	车货总质量	计重收费基本费率
福建	7 座以下轿车、小型客车	0.60	<=10 吨	0.09
重庆	9 座以下轿车、小型客车	0.60	<=20 吨	0.08
贵州	7 座以下轿车、小型客车；2 吨以下小货车	0.50	<=20 吨	0.09
河南	7 座以下客车；2 吨以下货车	0.45	<=15 吨	0.09
江苏	7 座以下客车	0.45	<=10 吨	0.09
安徽	7 座以下轿车、小型客车；2 吨以下小货	0.45	<=10 吨	0.09
广西	7 座以下轿车、小型客车；2 吨以下小货车	0.40	<=10 吨	0.08
河北	7 座以下轿车、小型客车；2 吨以下小货车	0.40	<=10 吨	0.06-0.08
四川	7 座以下轿车、小型客车；2 吨以下小货车	0.35	<=20 吨	0.08

资料来源：Wind

资本投入

该公司目前在建项目有 2 个，分别为周口至南阳高速公路和淮信高速公路息县至邢集段，均采用 PPP 投融资模式。周口至南阳高速公路项目由高发公司（97%）、河南中天高新智能科技股份有限公司（高发公司子公司）（1%）和河南省公路工程局集团有限公司（简称“工程局集团”）（2%）组成联合体，并组建项目公司作为项目法人，公司合计持有项目公司 98% 股权。淮信高速公路息县至邢集段项目则由高发公司（持股 86%）、工程局集团（持股 2%）、上海绿地建筑工程有限公司（持股 9%）、贵州建工集团有限公司（持股 1%）、河南中天高新智能科技开发有限公司（持股 1%）和河南省交通规划设计研究院股份有限公司（持股 1%）组成联合体，并组建项目公司作为法人，公司合计持有项目公司 87% 股权。

上述项目资本金比例均为 20%，高速公路沿线各地人民政府通过负责对应路段项目征地拆迁工作并承担相关费用和责任作为资本金注入；此外，各市政府同意以财政补贴方式为项目建设提供批复概算投资（扣除概算中所列土地征用及拆迁补偿费、耕地指标交易与基本农田补划费用补差、文物保护费和建设期贷款利息）20% 作为资金补助给项目公司，剩余建设资金则由项目公司融资解决。各公司采用同股同权同责的方式进行项目建设，项目建设完成后由公司负责运营管理。截至 2019 年 6 月末，公司高速公路在建项目建设总里程 296.98 公里，规划投资总额 227.47 亿元，累计完成投资额 185.05 亿元，短期内仍有资本性支出安排。

图表 12. 2019 年 6 月末公司在建主要高速公路情况（单位：公里、亿元）

项目	建设里程	预计建设时间	计划投资额	累计投资额	2019 年 7-12 月计划投资
周口至南阳高速公路（PPP）	196.28	2016.10-2019.12	151.48	124.39	16.98
淮信高速公路息县至邢集段（PPP）	100.70	2016.10-2019.12	75.99	60.66	9.10
在建项目小计	296.98	--	227.47	185.05	26.08

注：根据河南交投提供的资料绘制

该公司参与拟建项目有 2 个（参股形式），分别为许昌至信阳高速公路项目和濮阳至阳新高速公路宁陵至沈丘段，公司仅作为参股方参与，不承担项目

公司投融资职能，拟建项目资本支出压力较小。

许昌至信阳高速公路项目全长约 171.20 公里，估算投资约 156.33 亿元，项目采用 PPP 模式进行建设，地方政府负责征地拆迁，并以财政补贴形式承担部分建设费用，项目由绿地集团所属企业、中国建筑股份有限公司（简称“中国建筑”）所属企业与公司（含下属子公司）通过组建联合体共同投资建设，各方按约定出资共同组成项目公司⁷（绿地集团所属企业合并占比 60.15%、中国建筑所属企业合并占比 30%、公司及子公司合计占比 9.85%），由项目公司担任项目建设和融资主体。2019 年公司及子公司合计计划出资资本金 0.03 亿元。

濮阳至阳新高速公路宁陵至沈丘段项目全长约 154.00 公里，估算投资约 123.77 亿元，项目采用 PPP 模式进行建设，地方政府负责征地拆迁，并以财政补贴形式承担部分建设费用。项目由中国铁建股份有限公司（简称“中铁建”）所属企业与该公司及所属企业通过组建联合体共同投资建设，出资组建项目公司（中铁建所属企业合并占比 90%，绿地集团所属工程局集团占比 0.15%，交投集团及所属企业占比 9.85%）。2019 年公司及子公司合计计划出资资本金 0.01 亿元。

总体来看，河南省及周边省市经济的较快发展为该公司的高速公路运营业务提供了较好的外部环境。公司路产收费对核心路产依赖程度高，随着路网的完善以及路产的培育，通行费收入逐年增长，未来随着区域内及周边地区的经济发展及路网的日益完善，下属路产的交通量有望进一步上升。

B. 工程施工业务

该公司工程施工业务运营主体为工程局集团⁸，主要承担国内外公路、桥梁和交通安全设施的建设。工程局集团承接的工程项目多数在河南省内，工程施工业务已具备一定规模，工程局集团在承做集团内部业务的同时也会通过招投标方式承接集团外项目。2016-2018 年及 2019 年 1 月该公司工程施工业务实现收入分别为 6.70 亿元、6.77 亿元、11.40 亿元和 1.33 亿元，业务毛利率分别为 63.33%、73.23%、37.99%和 27.78%。

为切实贯彻《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》（国发[2015]54 号）、《中共河南省委河南省人民政府关于印发〈河南省省属国有费工业企业改革推进方案〉的通知》（豫发[2017]5 号）精神，该公司将所持工程局集团 70%股权通过河南省公共资源交易中心公开转让，公开征集意向受让方（国有全资、国有控股、国有参股、非公有资本法人或其他经济组织），对工程局集团进行混合所有制改革。根据 2019 年 1 月 31 日公告，股权转让事项已经完成，并完成工商变更登记，受让方为绿地城市投资集团有限公司，转让股权比例 70%，转让价格为 8.18 亿元。截至 2019 年 1 月末，公司持有工程局集团 30%股权，工程局集团不再纳入合并范围。

⁷ 项目公司 2017 年 12 月已完成工商注册，注册资本 3000 万元，注册资本和应缴纳项目资本金，股东各方按出资比例在建设期内每年按照建设进度及时足额到位，截至目前注册资本尚未实缴到位。

⁸ 工程局集团拥有公路工程施工总承包一级资质，路基、路面、桥梁工程专业承包一级资质、公路交通安全设施资质、公路养护各类资质以及市政公用工程施工总承包贰级资质、隧道工程专业承包二级、房屋建筑工程施工总承包三级、特种工程（结构补强）等资质。

C. 房地产业务

该公司房地产开发业务的运营主体为中原高速下属河南英地置业有限公司（简称“英地置业”）及河南高速房地产开发有限公司（简称“高速地产”）。英地置业和高速地产均具有房地产开发企业一级资质，产品以住宅为主，土地主要通过在一二级市场竞拍方式获得。

英地置业成立于 2008 年 8 月，英地置业项目开发较为缓慢，开发项目数量较少，开发完成的项目为英地天骄华庭项目一期、二期，且已销售完毕。目前，在售项目为英地金台府邸项目和许昌英地泰和院项目。英地金台府邸项目位于郑东新区核心居住区，于 2015 年 5 月部分开盘销售，项目总投资 12.50 亿元，可售面积 19.90 万平方米，截至 2019 年 6 月末已投资 12.50 亿元，累计销售面积 12.58 万平方米，累计回笼资金 19.43 亿元。许昌英地泰和院项目根据初步规划共分五期，其中一期项目为高层住宅，建筑面积 7.40 万平方米，一期项目已基本完工，并于 2013 年末开始销售，截至 2019 年 6 月末许昌英地泰和院项目已销售面积 7.21 万平方米，累计回笼资金 2.75 亿元。2017 年英地置业开工英地运河上苑项目，该项目位于新郑市新村镇，滨河南路南侧、规划道路西侧，建筑面积 6.47 万平方米，规划容积率 1.0-2.0，项目计划总投资 8.48 亿元，截至 2019 年 6 月末累计投资 4.28 亿元，包含土地成交价 3.36 亿元，该项目预计回笼资金 10.68 亿元。2019 年 8 月 7 日，中原高速公告，英地置业竞拍获得郑政经开出[2019]019 号（网）地块国有建设用地使用权，该地块位于郑州市经开区国际物流园区，占地面积 4.36 万平方米，土地用途为城镇住宅，土地成交价为 7.03 亿元（完成支付），项目建设期预计 2.5 年，总成本约 16.95 亿元。

高速地产成立于 2005 年 9 月，成立伊始主要是针对该公司内部员工开发和销售住宅项目，历史累积盈余较少，近年来则开始涉足市场化房地产开发项目。自成立以来，高速地产先后在郑州市、洛阳市、商丘市、周口市、南阳市、信阳市以及海南省保亭县完成土地摘牌 9 宗，净地 1960 余亩。目前高速地产在售和在建项目有 4 个，规划总投资额为 27.77 亿元，截至 2019 年 6 月末已完成投资 17.14 亿元，累计回笼资金 15.46 亿元。此外，高速地产土地储备项目“1136 项目”土地面积 75.74 万平方米，已全额支付土地出让金合计 2.12 亿元。

图表 13. 2019 年 6 月末公司在售在建项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	总投资	可售面积	建设期间	已完成投资额	已售面积	累计回笼资金	开发主体
保亭海南奥兰花园项目一期	4.58	7.69	2013-2015	4.06	7.37	4.46	高速地产
保亭海南奥兰花园项目二期	5.39	8.58	2019-2022	1.72	—	—	高速地产
郑州奥兰和园项目	13.67	13.00	2016-2019	11.07	9.06	11.00	高速地产
周口奥兰天和家园项目三期	4.13	9.58	2018-2022	0.29	—	—	高速地产
小计	27.77	38.85	—	17.14	16.43	15.46	—
英地金台府邸项目	12.50	19.90	2014-2017	12.50	12.58	19.43	英地置业
许昌泰和院项目	10.51	24.00	2012-2022	5.28	7.21	2.75	英地置业
英地运河上苑	8.48	11.63	2017-2021	4.28	—	—	英地置业

项目名称	总投资	可售面积	建设期间	已完成投资额	已售面积	累计回笼资金	开发主体
小计	31.49	55.53	—	22.06	19.79	22.18	—
合计	59.26	94.38	—	39.20	36.22	37.64	—

资料来源：河南交投

该公司房地产业务投资建设采用滚动开发模式，投资压力尚可。销售方面，由于许昌英地泰和院项目周边基础设施配套尚不完善，销售进展缓慢，去化压力较大。综合来看，短期内房地产业务风险尚可控。

D. 油品贸易业务

该公司成品油销售业务经营主体为河南中油高速公路有限责任公司（简称“中油高速”，公司持股 51%）、河南中石化高速公路有限责任公司（简称“高发中石化”，公司持股 51%）和河南中石化中原高速石油有限责任公司（简称“中原中石化”，公司持股 51%）。

该公司成品油销售业务的营运模式：采购方面，从合资股东方中石化、中石油等采购油品，采购价格为市场价；采购结算方式上，高发中石化、中原中石化一部分油品通过合资股东方给予授信额度，高发中石化和中原中石化 1 个月内无息结算一次，中石油高速每 10 天无息结算一次，另一部分使用现金结算，先付款再供货。销售方面，通过公司高速公路沿线服务区加油站销售油品给途径车辆，从中赚取差价，销售价格以当期发改委定价为基础，不高于发改委定价，不定期降价促销。2017-2018 年及 2019 年上半年度，油品贸易业务实现收入分别为 18.90 亿元、17.97 亿元和 8.77 亿元，毛利率分别为 21.10%、15.76%和 20.04%。2018 年 8-12 月，应国家环保部及河南大气污染攻坚办公室文件要求，公司多座加油站进行了双层罐改造，改造期间停业导致销量较同期降低，2018 年油品销售业务收入同比减少 4.88%；同时受油品市场采销价格变化影响，吨油毛利降低。

E. 金融投资业务

该公司基金投资主要由中原高速全资子公司秉原投资控股有限公司（简称“秉原投资”）负责。秉原投资成立于 2008 年，是国内较早按照市场化运作的专业投资机构，注册资金 7 亿元。秉原投资专注于地产基金、现代农业、节能环保、文化传媒等多个投资领域，业务横跨基金管理、个人金融、资产管理、直接投资等领域。在设立投资基金方面，秉原投资主要采取“基金公司+基金管理公司”的运营模式，即通过成立有限合伙企业募集资金，并以基金发起人职能参与基金管理，公司持股比例一般在 40-50%之间。在项目退出并完成清算后，按持股比例分配投资收益。

秉原投资设立投资基金类型包括债权型及股权型。债权型基金主要以河南省内房地产开发企业为主要投资对象。秉原投资股权型基金主要投向河南省内处于初创期、早中期企业，也包括种子期和 Pre-ipo 企业。2016 年 9 月，秉原投资设立中原高速产业发展基金，基金期限原则上不超过 10 年（7+3 年，7 年内可以滚动投资，最后 3 年为退出期）；资金来源为该公司和秉原投资自有资

金以及外部投资机构，基金投资模式包括为母基金 FOF 投资模式和直接投资模式；基金投资方向以养老、医疗健康、先进制造及物流等行业项目为主。2016-2018 年，该公司获得基金投资收益分别为 0.97 亿元、1.30 亿元和-1.05 亿元，2018 年上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）的联营企业对部分股权基金项目计提资产减资损失，上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）按照权益法确认投资亏损 1.48 亿元。

图表 14. 截至 2019 年 6 月末公司主要基金情况（单位：亿元）

项目或基金名称	认购基金金额	基金类型	投资标的主要分布行业	投资期限	管理费率	预计退出方式	2016 年收益	2017 年收益	2018 年收益
上海秉原安股权投资发展中心（有限合伙）	0.89	中原高速产业发展基金	养老、医疗健康、先进制造及物流等行业	10 年	2.50%	基金清算，合伙企业解散	--	0.00	0.01
上海秉原吉股权投资发展中心（有限合伙）	1.77	项目公司股权	生态农业、制造业	10 年	2%	基金清算，合伙企业解散	0.09	0.05	0.02
北京红土嘉辉创业投资有限公司	0.20	项目公司股权	生态农业、制造业	7 年	2%	秉原减资	0.02	-0.03	0.01
上海秉原兆资产管理中心（有限合伙）	0.28	地产基金项目（城市发展基金）	房地产	10 年	2%-3%	于 2018 年末注销	0.05	0.03	--
上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）	3.59	项目公司股权	生态农业、制造业	10 年	2%	基金清算，合伙企业解散	0.27	0.44	-1.49
上海卓衍资产管理中心（有限合伙）	2.17	中原高速产业发展基金	养老、医疗健康、先进制造及物流等行业	10 年	2.50%	基金清算，合伙企业解散	--	0.00	-0.04
上海昊夏资产管理中心（有限合伙）	7.22	地产基金（城市发展基金）	房地产、医疗健康	10 年	2%-3%	基金清算，合伙企业解散	0.54	0.43	0.29
苏州工业园区豫交投农银投资中心（有限合伙）	37.50	债转股基金	交通	15 年	100 万/年	基金清算，合伙企业解散	---	0.38	0.15
合计	53.62	--	--	--	--	--	0.97	1.30	-1.05

资料来源：河南交投（投资收益未包含管理费）

2017 年该公司本部与农银金穗（苏州工业园区）投资管理有限公司（简称“农银金穗”）、宁波农银投资管理有限公司（简称“宁波农银”）共同出资成立豫交投农银（苏州工业园区）投资管理有限公司（简称“豫交投农银”），注册资本 0.10 亿元，农银金穗出资 480 万元，持股 48%；宁波农银出资 30 万元，持股 3%；公司出资 490 万元，持股 49%。2019 年 6 月末公司本部持有豫交投农银 49% 股权，根据《股权委托管理协议》，公司拥有豫交投农银 100% 表决权。

2017 年 9 月 25 日，豫交投农银（普通合伙）与农银金穗（普通合伙）、农银汇理（上海）资产管理有限公司（优先级有限合伙人，代表“农银汇理资产-河南交投专项资产管理计划”）、公司（劣后级有限合伙人）合伙成立苏州工业园区豫交投农银投资中心（有限合伙）（简称“工业园区豫交投农银”），总认缴额为 375.01 亿元，其中公司出资 75 亿元，认缴比例 19.99946%，农银汇理（上海）资产管理有现公司出资 300 亿元，认缴比例 79.99785%。2019 年 6 月末实际认缴 37.51 亿元，其中公司认缴 7.50 亿元。工业园区豫交投农银的资金主要用于偿还公司债务、补充日常运营资金，投资期限不超过 15 年。优先级有限合伙人年化投资收益为 4.8%，同时工业园区豫交投农银将支付豫交投

农银固定管理费 100 万/年，支付农银金穗管理费为 0.1%/年⁹。

在直接投资方面，截至 2019 年 6 月末该公司主要参股中原信托有限公司（简称“中原信托”，持股 31.91%）、中原银行股份有限公司（持股 1.22%）、中原农业保险股份有限公司（持股 18.18%）、郑州银行股份有限公司（002936.SZ，持股 0.78%）等四家金融机构。2016-2018 年，公司可供出售金融资产等取得的投资收益和权益法核算的长期股权投资收益合计分别为 3.91 亿元、3.89 亿元和 0.80 亿元。2018 年因上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）按照权益法确认投资亏损 1.49 亿元，公司对外投资项目总体效益低。2017 年 7 月，河南投资集团有限公司作为主发起人，与大河传媒投资有限公司、国投资产管理公司、中原信托投资有限公司及中原高速等 9 家公司¹⁰共同出资设立河南资产管理有限公司（简称“资产管理公司”）¹¹，注册资本 50 亿元，其中中原高速以自有资金出资 5 亿元，持股 10%，9 家公司已出资完毕。

由于国内外金融环境变动、特定行业风险等因素影响，金融投资业务风险较大，且与该公司高速公路主业特征相差较大，公司面临一定金融投资风险，新世纪评级将持续关注金融投资回报效益以及可能面临的损失情况。

管理

河南省人民政府持有该公司 100% 股权，为公司实际控制人。公司股权结构清晰，控股股东控股地位稳定。公司设有董事会及监事会等决策及监督机构，经营及财务管理较为独立，法人治理情况较好。同时根据自身经营管理及业务发展需要，设置了相关职能部门，能较好地满足公司日常经营管理的需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司为国有独资企业，截至 2019 年 6 月末，河南省人民政府持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。河南省人民政府授权河南省财政厅履行出资人职责，委托河南省交通运输厅负责行业管理职责。

(2) 主要关联方及关联交易

根据该公司 2018 年审计报告披露，公司与合并口径外关联方暂无关联交易情况。

⁹ 管理费/日=优先级有限合伙人实缴出资额*管理费率/360。

¹⁰ 9 家公司及出资比例：河南投资集团有限公司（39%）、大河传媒投资有限公司（10%）、国投资产管理公司（10%）、河南中原高速公路股份有限公司（10%）、中原信托投资有限公司（10%）、中州蓝海投资管理有限公司（10%）、河南颐城控股有限公司（5%）、建业住宅集团（中国）有限公司（5%）和河南省农村信用社联合社（1%）。

¹¹ 资产管理公司主营业务主要包括不良资产收购、管理和处置；投资及资产管理；私募基金管理；股权托管管理，受托资产管理；企业破产、清算等管理服务。

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》、《企业国有资产监督管理条例》及公司章程等相关法律法规及规范性文件要求进行管理和运作。公司不设股东会，由河南省财政厅依法行使股东职权：包括决定公司的经营方针、批准公司财务预决算方案、对企业负责人进行年度和任期考核等。

根据《公司章程》规定，该公司设立董事会，董事会是公司的决策机构，决定公司的重大事项，对出资人负责。董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名，其中给职工代表董事按照干部管理权限和有关规定产生，职工代表董事按有关法律规定执行。董事的任期为每届 3 年，董事任期届满，连派（选）可以连任。公司设党委书记 1 名，专职副书记 1 名，党委委员若干；纪委书记 1 名，纪委委员若干。党委成员与董事会成员“双向进入，交叉任职”，党委书记和董事长原则上由 1 人担任。公司设监事会，职工监事由职代会民主选举产生；其他监事会成员由履行出资人职责机构委派，监事会主席由履行出资人职责机构从监事会成员中指定。公司设总经理 1 名，负责公司的运营和管理，由董事会聘任或解任，对董事会负责。

该公司实行“三重一大”决策制度，凡属公司重大决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金运作（简称“三重一大”）的事项必须由公司领导班子集体作出决定。紧急情况下由个人或少数集团领导班子成员临时决定的，应当在事后 24 小时内向党委、董事会、党政联席会或总经理办公会报告；临时决定人应当对决策情况负责，党委、董事会、党政联席会、总经理办公会在事后按相关规定和程序予以确认。党委会、董事会、党政联席会、总经理办公会和职代会等会议是“三重一大”决策的主要形式。未设董事会、总经理办公会时，根据有关规定由党政联席会代行董事会的职权。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身经营业务需要设立了综合事务部、投资发展部、财务管理部、人力资源部、营运管理部、工程技术部、纪检监察部和审计考核部等部门，并通过相关制度明确各部门的权责分工，能够保障部门之间的协作顺畅和有效监督。

为规范运营及管理、有效保障相关工作规范有序进行，该公司根据国家相关法律法规和业务管理、职能管理、岗位管理的实际需要，制定了一系列内部控制制度，强化公司各部门在财务、生产、人事、内部审计等方面的管理职能，使公司的内部控制制度趋于完善。

(2) 管理制度及水平

在对外担保方面，该公司在《河南交通投资集团有限公司管控方案（试行）》、

《集团融资决策委员会议事规则》、《关于进一步加强集团所属企业金融机构债务管理的通知》中对公司及下属子公司的对内、对外担保需履行的审批程序、权限、方式进行规范。

在项目招标管理方面，该公司制订了《2010 年集团计划开工建设项目土建施工及施工监理招标工作指导意见》、《关于高速公路建设项目路面工程施工招标的指导意见》，对公司及下属单位作为业主的项目招标工作进行规范，对标段划分原则、投标人资质要求、施工监理标段申请人资质要求进行了明确规定，确保了公司的项目招标工作合规有效开展。

在财务管理方面，该公司制订了《河南交通投资集团有限公司财务管理制度（试行）》、《河南交通投资集团有限公司会计核算办法（试行）》等管理制度，建立了一套经营事前预算计划，事中预算控制和信息反馈、分析，事后决算和绩效考核的财务控制和监督体系，有效保障了资金使用的安全性。

在项目投融资方面，该公司制定了一系列制度方案，对公司所投资参股控股企业投资活动、国有股权管理工作以及公司所属单位运营风险的防控工作进行了明确规定。

（3）过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的 2019 年 9 月 4 日《企业征信报告》，公司本部暂无债务违约情况。

截至 2019 年 8 月末，根据国家企业信用信息公示系统和全国法院被执行人信息查询网，该公司本部和中原高速暂无重大异常，高发公司存在三项被执行情况，涉及金额合计 1782.33 万元。

截至 2018 年末，该公司及下属子公司涉及多笔经济纠纷，涉诉金额共计约 3.25 亿元，其中被诉金额占比 61.00%，以上案件大部分处于审理阶段，诉讼结果存在不确定性，存在一定或有负债风险。

3. 运营规划

该公司以高速公路的现金流、信息流和资产资源等优势，强化高速公路主业；通过中原高速上市公司的平台和资源优势，增强投融资功能；以 PPP 模式参与地方交通和城市基础设施建设，带动养护、监理咨询、物流等业务发展。此外，在推进多元化经营过程中，优化业务布局：金融板块推动地产基金业务发展，运作城市和交通发展基金，结合财务状况，推进财务公司的设立；物流板块方面，通过推动物流园区建设，探索发展高速公路物流、多式联运、国际货代、国际贸易和口岸物流等业务。

图表 15. 公司 2019 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度
资本性支出计划（亿元）	83.11
其中：高速公路项目（亿元）	73.35

主导产品或服务	2019 年度
物流项目	4.62
产业基金	1.76
营运资金需求（亿元）	84.16
融资安排（亿元）	412.73
其中：权益类融资（亿元）	83.00
债务类融资（亿元）	329.73

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

根据该公司发展规划，短期内高速公路项目仍有投资需求，中长期将围绕高速拓展物流板块，与高速主业相辅相成；多元化业务中，房地产业务投资速度放缓，金融投资业务仍有一定的投资计划。

财务

由于前期高速公路建设累积较大规模债务，该公司资产负债率处于较高水平，近两年子公司中原高速逐步赎回优先股，权益规模有所缩减，加之债务规模持续增长，财务杠杆回升。目前，公司以参股方式参与拟建项目，实际资金压力不大，在建公路项目仍有一定规模资本支出安排，得益于主业现金流回笼较稳定，经营活动现金流持续大额净流入，且基本可满足投资资金需求，整体高速公路项目资本支出压力尚可，同时公司可动用货币资金相对充裕，外部融资渠道较通畅，可对债务偿付和循环提供一定支撑。

1. 数据与调整

亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则-基本准则》和具体会计准则、其后颁布的企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他规定。

该公司作为河南省政府高速公路建设管理主体，所属公路资产具有一定特殊性，同时还承担着河南省一些经济欠发达地区、效益较差的交通基础设施投资建设职责。鉴于此，根据 2014 年 10 月党政联席会审议通过的《关于变更固定资产、无形资产及特许经营权会计政策的议案》，经河南省交通运输厅和河南省财政厅批复，同意公司对高速公路资产折旧摊销政策进行变更，会计政策变更日期为 2014 年 9 月 1 日。本次会计政策变更不包括中原高速，公司在编制合并报表时，统一子公司的会计政策，并按照“所属公路附属设施以外的固定资产、无形资产不折旧摊销”的会计政策调整中原高速的财务报表。公司其他子公司公路资产涉及折旧摊销会计政策变更的，与公司保持同步变更，采用追溯调整法进行会计处理，并以此对财务报告相关科目进行

调整。

2018 年审计报告披露，因该公司财务自查发现前期会计处理存在差错，在审计 2018 年末数时调整 2017 年末数，其中影响较大的科目为无形资产和固定资产，主要系新郑黄河大桥和郑尧高速原作为 BOT 项目列示在无形资产，2018 年公司进行相关财务信息自查时发现上述资产确认存在差错，新郑黄河大桥和郑尧高速应作为固定资产列示。针对上述差错，公司对 2017 年末数据进行调整，并相应调整固定资产、无形资产、年初未分配利润等项目。因上述因素数据调整影响科目少，其他因素调整影响规模相对较小，本评级报告不予调整 2017 年数据。

图表 16. 2018 年审计报告主要调整数据情况（单位：亿元）

项目	2018 年报披露 2017 年末数	2017 年报原披露审计数	差异
固定资产	428.71	319.92	108.79
无形资产	1001.33	1112.20	-110.87
预收款项	166.26	182.09	-1.58
未分配利润	-19.59	-17.87	-1.72
少数股东权益	169.08	170.24	-1.16
营业成本	49.35	47.89	1.46
管理费用	4.16	6.24	-2.08

资料来源：河南交投 2018 年审计报告

2016 年该公司合并范围新增 3 家子公司：河南宛龙高速公路有限公司、河南淮信高速公路有限公司和河南中石化中原高速石油有限公司；2016 年 12 月转让南阳奥兰置业有限公司股权，南阳奥兰置业有限公司不再纳入合并范围。2017 年河南中油高速公路有限责任公司、河南中石化高速公路有限责任公司、新郑市英地置业有限公司、西藏秉原创业投资有限公司等 8 家子公司新纳入公司合并范围，同时注销河南通衢高速公路有限公司、河南禹州至登封高速公路有限公司等 11 家项目公司；2018 年公司合并口径增加上海昊夏资产管理中心（有限合伙）及其子公司¹²，2018 年末合并口径共计 66 家子公司。2019 年 1 月，公司以 8.18 亿元价格转让工程局集团 70% 股权，并已完成工商变更登记，2019 年 1 月末公司持有工程局集团 30% 股权，工程局集团¹³不再纳入合并范围。

2015 年 11 月，该公司发行永续中票 15.00 亿元（15 豫交投 MTN001）；2016 年发行两期永续中票合计 60.00 亿元（16 豫交投 MTN001 和 16 豫交投 MTN002），借入三期永续委托借款合计 40.00 亿元；2017 年发行两期永续中票合计 50.00 亿元（17 豫交投 MTN001 和 17 豫交投 MTN002），截至 2019

¹² 上海昊夏资产管理中心（有限合伙）原系秉原投资公司的联营企业，委托普通合伙人上海秉原股权投资管理有限公司为执行合伙事务的合伙人。2018 年 11 月 30 日秉原投资公司与上海秉原股权投资管理有限公司签订《关于解除委托管理关系并进行交接结算的协议》，约定解除委托管理关系，并对相关业务、费用等事项进行交接、结算。2018 年 12 月上海昊夏资产管理中心（有限合伙）及其子公司的财务、业务已全部移交至秉原投资公司管理，由秉原投资公司下属子公司西藏秉原创业投资有限公司对上述企业实施控制，于 2018 年 12 月 31 日将上述企业纳入合并财务报表的范围。

¹³ 2018 年末工程局集团资产总额 65.16 亿元，所有者权益 13.39 亿元，2018 年实现营业收入 60.71 亿元，净利润 1.27 亿元。

年 6 月末，公司存续期内权益融资工具 165.00 亿元。若将权益类融资工具纳入负债核算，公司相关指标调整如下表。

图表 17. 权益类债务调整对比表

重要指标	调整前				调整后			
	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
总负债（亿元）	1172.70	1136.70	1206.28	1217.11	1287.21	1301.05	1370.63	1381.46
刚性债务（亿元）	985.97	1005.33	1078.30	1101.88	1100.49	1169.68	1242.65	1266.23
所有者权益（亿元）	495.10	588.14	573.04	573.16	380.58	423.79	408.68	408.81
资产负债率（%）	70.31	65.90	67.79	67.98	77.18	75.43	77.03	77.16
权益资本与刚性债务比率[%]	50.21	58.50	53.14	52.02	34.58	36.23	32.89	32.29
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.09	0.09	—	0.07	0.08	0.08	—

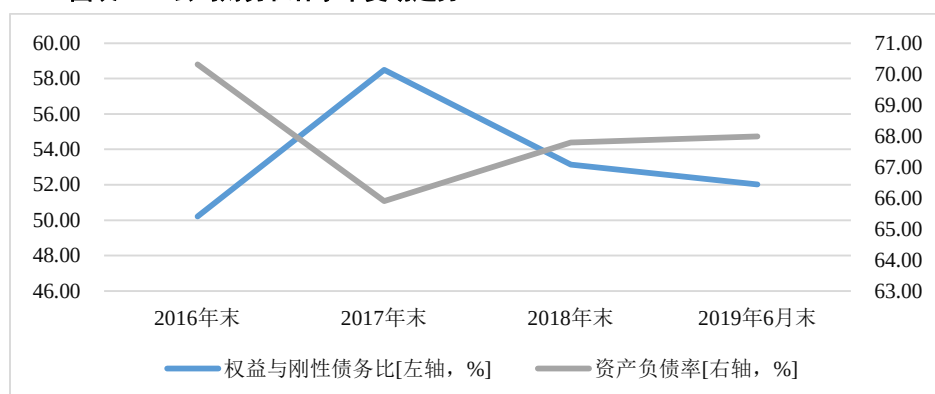
资料来源：河南交投

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



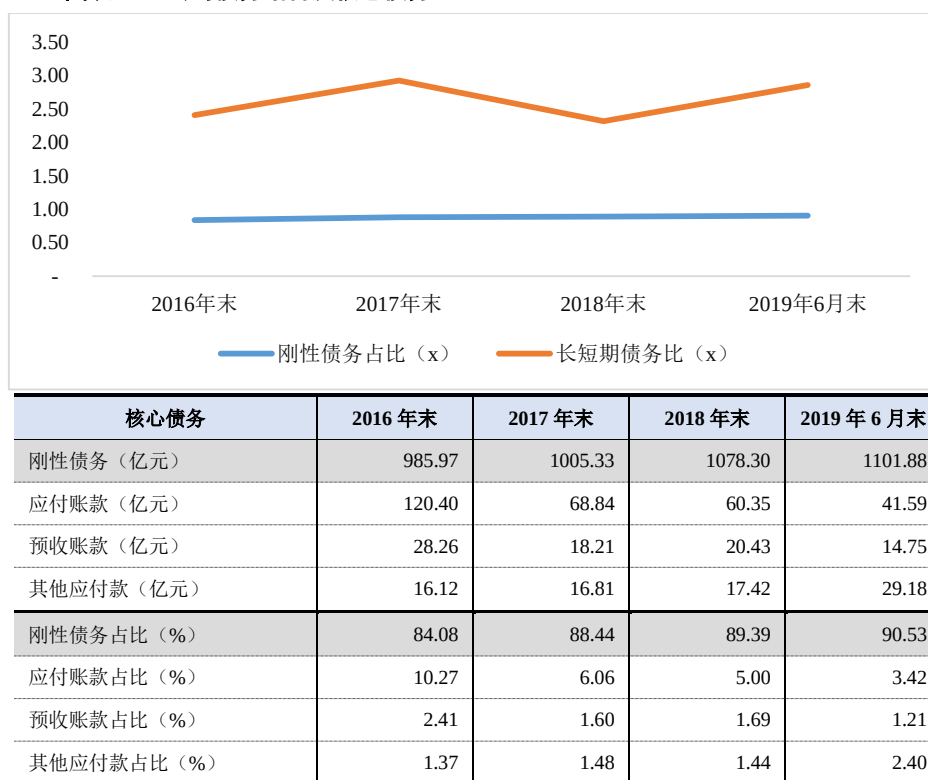
资料来源：根据河南交投所提供数据绘制

2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，该公司所有者权益分别为 495.10 亿元、588.14 亿元、573.04 亿元和 573.16 亿元，权益资本集中于实收资本和少数股东权益，两者合计占所有者权益比重分别为 77.15%、73.42%、73.61%和 71.85%。2015 年 6 月，子公司中原高速发行 3400 万股优先股，募集资金净额为 33.71 亿元（票面股息率为 5.80%），2018 年 6 月赎回 1700 万股优先股（导致 2018 年末少数股东权益较上年末减少 9.34%至 154.34 亿元），2019 年 7 月 1 日赎回剩余 1700 万股优先股，截至目前中原高速优先股已全部赎回。2016-2018 年，公司合并口径进行现金分红（优先股和永续债）分别为 4.70 亿元、10.80 亿元和 13.03 亿元。

近年来，随着河南省高速公路项目建设的推进，该公司以发行永续期债务融资工具和间接融资等方式缓解资金需求，累积债务规模偏大。2016-2018

年末及 2019 年 6 月末，负债总额分别为 1172.70 亿元、1136.70 亿元、1206.28 亿元和 1217.11 亿元，资产负债率分别为 70.31%、65.90%、67.79%和 67.98%，2018 年子公司中原高速赎回 17.00 亿元优先股，权益缩减，加之项目资本支出，负债规模增加，资产负债率较上年末上升了 1.89 个百分点；2019 年 6 月，子公司中原高速剩余 17.00 亿元优先股因即将赎回转入其他应付款核算，负债规模增加，资产负债率略有增长。若将可续期债务融资工具纳入负债考虑，2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，实际资产负债率分别为 77.18%、75.43%、77.03%和 77.16%，债务经营程度较高。

图表 19. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据河南交投所提供数据绘制（其他应付款不含应付股利和应付利息）

从负债期限结构来看，2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，该公司长短期债务比分别为 241.02%、292.94%、231.98%和 286.27%，债务以非流动负债为主，债务期限结构较合理，符合收费公路行业资本投资回收时间长等行业特性。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款等构成，并以刚性债务为主，2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，刚性债务总额分别 985.97 亿元、1005.33 亿元、1078.30 亿元和 1101.88 亿元，占负债总额比重分别为 84.08%、88.44%、89.39%和 90.53%。2018 年末应付账款余额 60.35 亿元，较上年末减少 12.33%，主要为应付建设项目的工程款和材料款等，因尚未到结账支付期以及工程暂未验收结算等原因致相关款项尚未支付，降幅主要系支付工程款以及质保金所致；预收款项余额为 20.43 亿元，较上年末增长 12.22%，主要为预售房款、预收中石化河南分公司租赁费以及预收工程款

等，增幅系预收金台府邸项目售房款；其他应付款余额 17.42 亿元，较上年末增长 3.66%，主要是外部往来款、工程款及保证金等。2019 年 6 月末，负债结构较上年末无重大变化，其中应付账款较上年末减少 31.08%至 41.59 亿元，主要系工程局集团不再纳入合并范围致应付工程款、材料款等减少所致；预收款项较上年末减少 27.83%至 14.75 亿元，主要系工程局集团不再纳入合并范围致周南高速、息邢高速等多个项目的预收工程款以及预收材料款减少所致；其他应付款较上年末增长 67.48%至 29.18 亿元，主要系子公司中原高速计划于 2019 年 7 月 1 日赎回的 17 亿元优先股由其他权益转入其他应付款核算所致。

B. 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
短期刚性债务合计	170.57	174.92	253.39	217.93
其中：短期借款	21.27	30.20	44.10	27.96
一年内到期长期借款	12.73	20.31	62.70	155.80
应付短期债券	53.00	22.00	23.00	21.27
其他短期刚性债务	83.57	102.41	123.58	12.90
中长期刚性债务合计	815.41	830.41	824.91	883.95
其中：长期借款	532.13	604.98	620.71	693.29
应付债券	283.28	225.43	204.20	190.66
新增债务融资成本（年化，%）	3.77	4.71	4.76	/

资料来源：根据河南交投所提供数据整理（四舍五入存在尾差，/表示未提供）

2018 年末，该公司刚性债务余额 1078.30 亿元，较上年末增长 7.26%，主要为短期借款增加及部分长期借款和应付债券转入一年内到期非流动负债核算所致。同期末短期刚性债务余额 253.39 亿元，较上年末增长 44.85%，主要由短期借款、一年内到期长期借款、一年内到期应付债券以及应付短期债券等构成，短期刚性债务现金覆盖率为 31.05%，现金类资产对短期债务偿付的保障能力相对有限。同期末中长期刚性债务为 824.91 亿元，较上年末略有降低，主要为应付债券转入一年内到期非流动资产核算所致。2019 年 6 月末刚性债务余额 1101.88 亿元，较上年末增长 2.19%，债务构成暂无重大变化。

该公司拥有较为畅通的间接融资渠道以及长期稳定的银企合作关系，有助于运营保持稳定。刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，2018 年末银行借款余额 727.51 亿元，主要由信用借款和质押借款构成，长期借款中信用借款为 62.88 亿元，质押借款为 557.83 亿元，占长期银行借款的比例分别为 10.13%和 89.87%，质押借款主要以高速公路收费权作为质押取得建设资金借款。借款主体方面，银行借款主要为下属子公司中原高速、高发公司和工程局集团借款。2018 年末公司长期借款成本区间为 3.80-6.15%，融资成本控制水平尚可。

图表 21. 公司 2018 年末银行借款方式（单位：亿元）

分类	短期借款	一年内到期长期借款	长期借款	合计
质押借款	--	62.70	557.83	--
信用借款	44.10		62.88	--
合计	44.10	62.70	620.71	727.51

注：根据河南交投提供的资料绘制

应付债券方面，主要债券发行主体为该公司本部和子公司中原高速，直接融资渠道较通畅，本部发行的债券大部分转贷给高发公司使用，2016-2018 年公司债券融资成本区间为 3.19-5.46%。

C. 或有负债

截至 2018 年末，该公司下属子公司及孙公司作为担保方为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保，担保金额为 7.20 亿元，担保比率为 1.26%。

(2) 现金流量

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
营业收入现金率（%）	112.77	95.01	105.51	101.92
业务现金收支净额（亿元）	70.07	72.97	71.87	41.47
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.72	-3.64	-2.69	-0.82
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	67.35	69.33	69.18	40.64

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司收费公路主业获现能力较强，现金流总体较为稳定，房地产业务销售资金回笼与收入确认之间存在时点差异，营业收入现金率存在一定波动性，2016-2018 年及 2019 年上半年度营业收入现金率分别为 112.77%、95.01%、105.51%和 101.92%，经营活动净现金流量分别为 67.35 亿元、69.33 亿元、69.18 亿元和 40.64 亿元，持续稳定的大额现金流入可为投资需求和即期债务提供一定支撑。

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
回收投资与投资支付净流入额	15.50	-12.57	2.26	-7.32
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-54.56	-84.96	-56.99	-36.02
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.89	1.05	1.52	0.26
投资环节产生的现金流量净额	-38.17	-96.48	-53.21	-43.08

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

从投资活动现金流来看，该公司投资主要为高速公路项目、房地产项目、基金及理财投资。2016-2018 年及 2019 年上半年度，投资活动产生的净现金流量分别为-38.17 亿元、-96.48 亿元、-53.21 亿元和-43.08 亿元。2016 年收回

投资收到的现金和投资支付的现金规模较大，主要系公司利用闲置资金购买金融机构短期保本理财产品及到期收回所致，2017 年根据审计机构意见，公司发行债券获得的资金不再用于购买理财，收回投资收到的现金和投资支付的现金规模大幅降低。近年来，公司经营环节现金净流量可基本满足高速公路项目投资需求，实际项目资本投资支出的压力相对可控。

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
权益类净融资额	95.20	69.15	-29.93	-1.24
其中：永续债及优先股	99.90	79.95	-17.00	--
债务类净融资额	-95.53	-36.29	20.11	-5.60
其中：现金利息支出	57.32	55.60	54.75	33.44
其他与筹资活动有关现金净额	-24.36	1.80	-1.47	-1.09
筹资环节产生的现金流量净额	-24.70	34.66	-11.29	-7.93

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

注：权益类净融资额=吸收投资收到的现金（包含其他权益类融资工具获得现金）-分配股利利润产生现金支出

目前，该公司日常经营、债务循环及投资所需的资金主要通过银行借款、发行债券等方式来解决。2016-2018 年及 2019 年上半年度，筹资活动净现金流净额分别为-24.70 亿元、34.66 亿元、-11.29 亿元和-7.93 亿元，其中权益类融资净额分别为 95.20 亿元、69.15 亿元、-29.93 亿元和-1.24 亿元，流入主要为永续类债券和农银汇理（上海）资产管理有限公司投资工业园区豫交投农银资金，2018 年中原高速赎回 17.00 亿元优先股，加之永续债利息及股利分配等因素，权益类融资呈净流出状态。2016-2018 年及 2019 年上半年度，债务类融资净额分别为-95.53 亿元、-36.29 亿元、20.11 亿元和-5.60 亿元，其中利息支出 57.32 亿元、55.60 亿元、54.75 亿元和 33.44 亿元，利息支出压力较大。

图表 25. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.28	1.58	1.60
EBITDA/刚性债务(倍)	0.07	0.09	0.09
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	23.04	21.90	21.20
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	6.70	6.96	6.64
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	9.98	-8.58	4.90
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	2.90	-2.73	1.53

资料来源：河南交投

该公司 EBITDA 主要由列入财务费用的利息支出和利润总额构成，2016-2018 年分别为 72.87 亿元、88.15 亿元和 90.68 亿元，EBITDA 对全部利息支出覆盖倍数分别为 1.28 倍、1.58 倍和 1.60 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖能力尚可，EBITDA 对刚性债务覆盖倍数分别为 0.07 倍、0.09 倍和 0.09 倍，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度偏弱。

综合而言，该公司经营活动现金流入较充沛，经营活动现金流入基本能满足主业项目投资需求，但还本付息仍需要外部融资来解决，关注债务循环压力。

(3) 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	175.23	192.55	190.69	156.78
	10.51%	11.16%	10.72%	8.76%
其中：货币资金（亿元）	66.33	73.94	78.68	68.33
应收款项（亿元）	12.73	11.64	10.77	8.54
其他应收款（亿元）	33.61	34.20	30.48	42.96
存货（亿元）	47.92	62.74	61.90	31.07
其他流动资产（亿元）	11.85	6.93	6.98	4.72
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	1492.56	1532.29	1588.63	1633.49
	89.49%	88.84%	89.28%	91.24%
其中：固定资产（亿元）	322.97	319.92	431.50	426.49
在建工程（亿元）	32.16	15.41	68.01	92.96
可供出售金融资产（亿元）	15.32	13.45	16.82	12.33
长期股权投资（亿元）	37.06	53.61	43.72	49.82
无形资产（亿元）	1074.58	1112.20	1000.76	998.92
其他非流动资产（亿元）	1.84	9.24	12.75	34.93
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1123.60	1248.10	未披露	
受限资产账面余额/总资产（%）	67.37	62.36	/	/

资料来源：根据河南交投所提供数据整理（/表示未提供）

2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，该公司资产总额分别为 1667.80 亿元、1724.84 亿元、1779.32 亿元和 1790.27 亿元。其中非流动资产分别为 1492.56 亿元、1532.29 亿元、1588.63 亿元和 1633.49 亿元，分别占资产总额的 89.49%、88.84%、89.28%和 91.24%，以非流动资产为主的资产结构与业务性质较为一致。

该公司非流动资产由无形资产、固定资产、长期股权投资、在建工程、可供出售金融资产和其他非流动资产等构成，2018 年末无形资产为 1000.76 亿元，较上年末减少 10.02%，主要为土地使用权和高速公路特许经营权，降幅系郑新黄河大桥和郑尧高速因前期确认存在差错，调整至固定资产核算；固定资产净值为 431.50 亿元，较上年末增长 34.88%，主要为高速公路项目，增幅主要系差错调整；在建工程为 68.01 亿元，较上年末增长 341.30%，主要为在建高速公路项目持续投资；长期股权投资为 43.72 亿元，较上年末减少 18.44%，降幅主要系公司获得上海昊夏资产管理中心（有限合伙）控制权并纳入合并口径，获得宣告发放现金股利或利润 1.73 亿元以及秉源投资处置一部分股权投资所致；可供出售金融资产余额为 16.82 亿元，较上年末增长 25.09%，主要是公司持有的河南民航发展投资有限公司、中原银行股份有限公司及国开精诚（北京）投资基金有限公司等公司的股权，增幅主要系公司

投资河南民航发展投资有限公司 4.80 亿元；其他非流动资产为 12.75 亿元，较上年末增长 37.98%，主要为预付长期资产购置款、预付投资款及项目部临时设施款等，增幅主要系预付长期资产购建款增加。2019 年 6 月末，非流动资产较上年末增长 2.82%至 1633.49 亿元，增幅来自在建工程和其他非流动资产，其中在建工程较上年末增长 36.70%至 92.96 亿元，主要系在建项目投入增加；其他非流动资产较上年末增长 173.95%至 34.93 亿元，主要系对预付长期资产购建款增加所致。此外，根据财政部于 2017 年 3 月修订发布的新金融工具系列准则¹⁴，将原在可供出售金融资产中部分重分类至交易性金融资产和其他权益工具投资（3.43 亿元，主要为对中原银行的投资）。

2018 年末，该公司流动资产为 190.69 亿元，主要由货币资金、存货、其他应收款、应收账款和其他流动资产构成。其中货币资金为 78.68 亿元，基本不受限，现金比率为 21.65%，现金及现金等价物对短期债务偿付的保障程度有限；同期末存货为 61.90 亿元，较上年末减少 1.35%，主要为自制半成品及在产品、工程施工（已完工未结算款）；其他应收款为 30.48 亿元，较上年末减少 10.88%，主要系公司应收河南省收费还贷高速公路管理中心已划转路段垫付项目资本金及债券等，增幅主要系应收河南省收费还贷管理中心贷款本金利息增加所致；应收账款为 10.77 亿元，主要是应收河南省交通运输厅的通行费收入以及应收业主的工程款（账龄 1 年内）等；其他流动资产为 6.98 亿元，主要为银行理财，理财产品一般 33 天到期，收益率在 3.4-3.81%范围内，即期可赎回。2019 年 6 月末，流动资产较上年末减少 17.78%至 156.78 亿元，其中存货较上年末减少 49.80%至 31.07 亿元，主要系工程局集团出表导致工程施工（已完工未结算款）大幅降低所致；其他应收款较上年末增长 40.94%至 42.96 亿元，主要系公司应收工程局集团拆借款增加 10 亿元；货币资金较上年末减少 13.15%至 68.33 亿元，主要系偿还到期债务和项目投资；应收账款较上年末减少 20.73%至 8.54 亿元，主要系工程局集团不再纳入合并口径，工程局应收工程款减少所致；其他非流动资产较上年末减少 32.35%至 4.72 亿元，主要系理财产品到期赎回。

（4）流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动比率（%）	50.96	66.57	52.48	49.76
现金比率（%）	19.29	25.56	21.65	21.69
短期刚性债务现金覆盖率（%）	38.89	42.27	31.05	31.36

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

该公司主要负责河南省内高速公路的建设及运营，属于资本密集型企业，资金大量沉淀于固定资产和无形资产等非流动资产，2018 年末及 2019 年 6

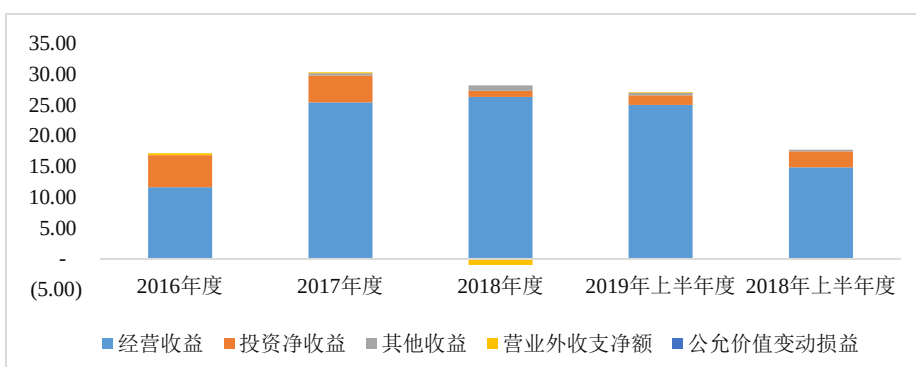
¹⁴ 《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号—套期会计》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》。

月末流动比率分别为 52.48%和 49.76%，2019 年 6 月末，公司受限高速公路资产净值为 825.03 亿元，占总资产比重为 46.08%。

3. 盈利能力

该公司业务主要涉及河南省经营性高速公路的建设和运营等业务。2016-2018 年及 2019 年上半年度，公司营业收入分别为 98.74 亿元、140.56、142.74 亿元和 76.12 亿元，2017 年因金台府邸等项目部分收入结转及新增油品销售业务收入，营业收入较上年同期增长 42.36%。2016-2018 年及 2019 年上半年度，综合毛利率分别为 75.00%、65.93%、64.07%和 70.98%，2017 年综合毛利率下降主要系新增油品贸易业务毛利率较低所致。

图表 28. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据河南交投所提供数据绘制

图表 29. 公司经营收益结构分析

经营收益结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度
营业收入合计（亿元）	98.74	140.56	142.74	76.12
毛利（亿元）	74.05	92.67	91.45	54.03
其中：通行费业务（亿元）	66.82	76.67	81.82	48.61
房地产开发（亿元）	2.17	6.22	2.63	2.98
工程施工（亿元）	4.25	4.95	4.33	0.37
油品贸易（亿元）	--	3.99	2.83	1.76
毛利率（%）	75.00	65.93	64.07	70.98
其中：通行费业务（%）	82.45	81.83	80.39	84.80
房地产开发（%）	38.88	38.64	49.96	62.98
工程施工（%）	63.33	73.23	37.99	27.78
油品贸易（%）	--	21.10	15.76	20.04
期间费用率（%）	59.84	43.80	44.17	36.45
其中：财务费用率（%）	54.07	38.53	38.18	32.99
全年利息支出总额（亿元）	57.08	55.93	56.65	--
其中：资本化利息数额（亿元）	3.95	1.46	2.77	--
通行费收入利息覆盖倍数（倍）	1.42	1.68	1.80	--

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

2016-2018 年及 2019 年上半年度，该公司期间费用（含研发费用）分别为 59.09 亿元、61.57 亿元、63.04 亿元和 27.75 亿元，其中财务费用分别为 53.39 亿元、54.16 亿元、54.49 亿元和 25.11 亿元，同期期间费用率分别为 59.84%、43.80%、44.17%和 36.45%，期间费用严重侵蚀公司利润。

一般而言，收费公路建设项目资金投入量大，在部分项目资本金支持的基础上，收费公路企业通过筹融资借款产生较大规模的利息支出，2016-2018 年，该公司利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 57.08 亿元、55.93 亿元和 56.65 亿元，其中费用化的利息支出为 53.13 亿元、54.47 亿元和 53.88 亿元；同期通行费收入分别为 81.04 亿元、93.69 亿元和 101.78 亿元，通行费收入对利息的覆盖倍数为 1.42 倍、1.68 倍和 1.80 倍，通行费收入对利息偿付能够提供较强保障；但考虑到河南省骨干线路基本完成，在建及后续建设项目主要为非主干线路，路产效益不高，待在建项目陆续建成投入运营后，公司因利息负担加重或将面临较大的经营压力。

图表 30. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年上半年度	2018 年上半年度
其他收益	--	0.37	0.49	0.43	0.23
资产处置收益	--	0.00	0.37	0.00	--
投资净收益	5.24	4.41	1.02	1.56	2.62
其中：权益法核算的长期股权投资收益	3.57	3.71	0.50	--	--
处置长期股权投资产生的投资收益	0.79	0.11	--	--	--
可供出售金融资产等取得的投资收益	0.34	0.18	0.30	--	--
营业外收入	0.55	1.07	1.11	0.13	0.12
其中：政府补助	0.27	0.67	0.00	--	--
非流动资产处置利得	0.01	0.00	0.77	--	--

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

近年来，该公司在巩固高速公路经营业务的基础上，加大开展了金融投资业务，投资收益保持一定规模，2016-2018 年及 2019 年上半年度，实现投资收益分别为 5.24 亿元、4.41 亿元、1.02 亿元和 1.56 亿元，2018 年受宏观经济及资本市场的影响，投资收益同比减少 76.95%。2016-2018 年及 2019 年上半年度，营业外收入分别为 0.55 亿元、1.07 亿元、1.11 亿元和 0.13 亿元，对利润的补充相对有限。受益于良好的主业经营积累、投资收益补充和借款成本的相对控制，同期净利润分别为 14.04 亿元、25.79 亿元、21.53 亿元和 21.75 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司核心高速路产质量较优良，属于区域路网大动脉，高速公路通行费收入稳步增长，经营环节资金持续较大规模净流入，资金回笼稳定。2016-

2018 年及 2019 年上半年度，公司实现营业收入分别为 98.74 亿元、140.56 亿元、142.74 亿元和 76.12 亿元，其中通行费收入 81.04 亿元、93.69 亿元、101.78 亿元和 57.32 亿元，同期，经营活动产生现金净流入 67.35 亿元、69.33 亿元、69.18 亿元和 40.64 亿元，且未来随着区域内及周边路网的进一步完善以及下属路产车流量的提升，通行费收入将持续增加，可以为债务还本付息提供较好保障。

2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，该公司货币资金余额分别为 66.33 亿元、73.94 亿元、78.68 亿元和 68.33 亿元，受限规模小，账户上充裕的货币资金能为即期债务的偿付提供一定保障。

2. 外部支持因素

该公司是河南省从事高速公路建设和运营的两大投融资主体之一，在河南省高速公路行业中处于重要地位，2019 年 6 月末公司管理路段（含代管路段）合计里程为 3491.04 公里，占全省高速公路总里程的 52.89%，并可获得河南省政府在土地资产注入、资本金拨付和贴息补助等方面较大力度支持。资产注入方面，根据河南省政府、河南省国土资源局和河南省国资委等部门颁发的相关文件，公司部分国有划拨土地使用权按原用途（原为国家划拨高速公路建设用地）作为国家出资，2012-2013 年，公司分两批完成 224 宗共计 7326.86 万平米土地的作价出资工作，分别增资 65.64 亿元和 13.78 亿元。资金拨付方面，河南省政府以税收返还、资金划拨等形式拨付公司资本金，2016 年公司收到政府对商州高速公路二期工程建设期间税收补助 0.20 亿元（入账资本公积）；2018 年公司获得政府补贴 0.09 亿元（入账资本公积）。

该公司与多家商业银行等金融机构保持着较密切的合作关系，融资渠道较为畅通。2019 年 6 月末公司共获得各银行等金融机构授信额度共计 2594.38 亿元，其中已使用授信额度 1162.77 亿元，未使用授信额度 1431.60 亿元，未使用授信规模较充裕，可为后续项目投资和债务循环提供一定支撑。

图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信
全部（亿元）	2594.38	1162.77	1431.60
其中：国家政策性金融机构（亿元）	355.12	279.86	75.26
工农中建交五大商业银行（亿元）	1243.59	584.67	658.92
其中：大型国有金融机构占比	61.62%	74.35%	51.28%

资料来源：根据河南交投所提供数据整理（截至 2019 年 6 月末）

该公司下属子公司中原高速为上市公司，其可通过资本市场进行股权融资和债务融资，具有较为通畅的融资渠道和较强的融资能力。此外，公司本部开展和发行可续期债务融资工具等，以优化债务期限结构。

评级结论

河南省人民政府持有该公司 100% 股权，为公司实际控制人。公司股权结构清晰，控股股东控股地位稳定。公司设立有董事会及监事会等决策及监督机构，经营及财务管理较为独立，法人治理情况较好。同时根据自身经营管理及业务发展需要，设置了相关职能部门，能较好地满足公司日常经营管理的需要。

该公司是河南省经营性高速公路主要的投融资和建设运营主体，区域垄断经营优势不变。近年来，受益于主业通行费收入持续增长，营业收入呈增长趋势；施工业务经营主体工程局集团因混合所有制改革，2019 年 1 月后不再纳入合并范围，公司收入结构进一步向收费公路主业聚集。此外，以财务费用为主的期间费用仍保持在较大规模，对公司利润形成侵蚀。

由于前期高速公路建设累积较大规模债务，该公司资产负债率处于较高水平，近两年子公司中原高速逐步赎回优先股，权益规模有所缩减，加之债务规模持续增长，财务杠杆进一步上升。目前，公司以参股方式参与拟建项目，实际资金压力不大，在建公路项目仍有一定规模资本支出安排，得益于主业现金流回笼较稳定，经营活动现金流持续大额净流入，且基本可满足投资资金需求，整体高速公路项目资本支出压力尚可，同时公司可动用货币资金相对充裕，外部融资渠道较通畅，可对债务偿付和循环提供一定支撑。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

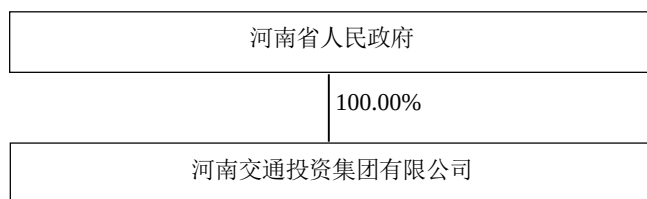
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

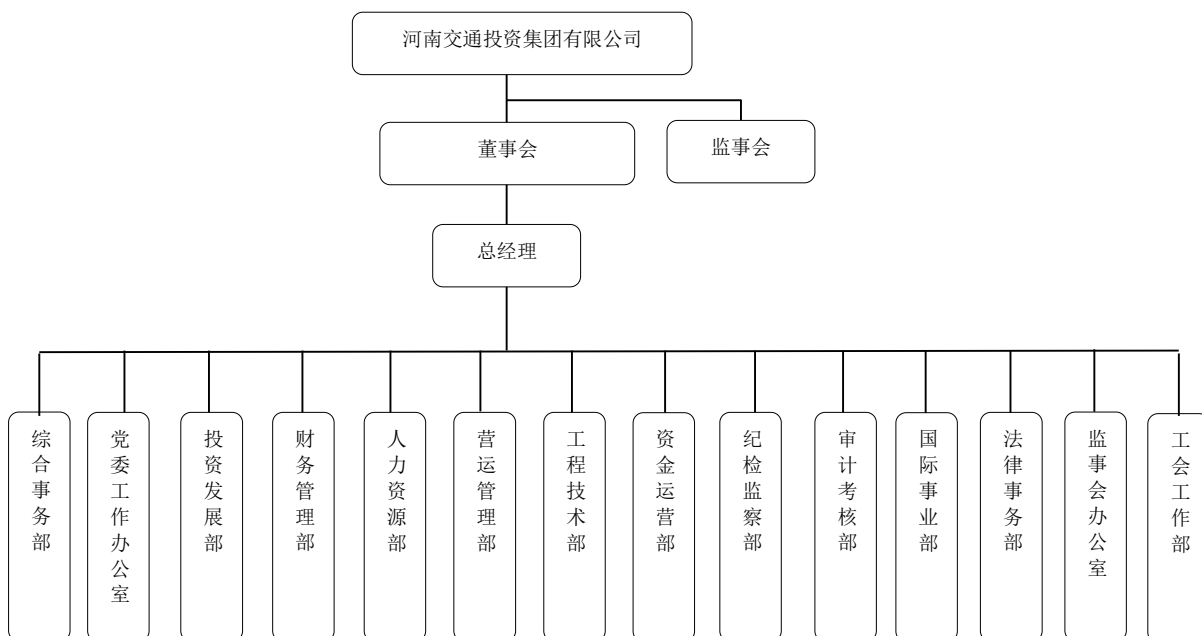
公司股权结构图



注：根据河南交投提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据河南交投提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
河南交通投资集团有限公司（本部）	河南交投	本级	—	道路交通	15.58	448.83	2.02	3.67	1.35	
河南中原高速公路股份有限公司[合并]	中原高速	核心子公司	45.09	道路交通	333.15	112.11	57.76	8.04	46.10	
河南高速公路发展有限责任公司[合并]	高发公司	核心子公司	100.00	道路交通	752.18	271.02	60.44	1.36	41.89	
河南省公路工程局集团有限公司[合并]	工程局集团	子公司	100.00	建筑	10.77	12.66	62.06	1.04	3.68	
河南英地置业有限公司	英地置业	三级子公司	100.00	房地产开发	0.00	14.81	4.44	1.06	3.17	
河南高速房地产开发有限公司	高速地产	三级子公司	99.875	房地产开发	--	11.27	1.15	-0.21	1.55	
秉原投资控股有限公司	秉原投资	三级子公司	100.00	股权投资	--	9.02	0.69	-1.14	-0.21	

注：根据河南交投 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理（河南省公路工程局集团有限公司 2019 年 1 月后不再纳入公司合并报表）

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
资产总额 [亿元]	1,667.80	1,724.84	1,779.32	1,790.27
货币资金 [亿元]	66.33	73.94	78.68	68.33
刚性债务[亿元]	985.97	1,005.33	1,078.30	1,101.88
所有者权益 [亿元]	495.10	588.14	573.04	573.16
营业收入[亿元]	98.74	140.56	142.74	76.12
净利润 [亿元]	14.04	25.79	21.53	21.75
EBITDA[亿元]	72.87	88.15	90.82	—
经营性现金净流入量[亿元]	67.35	69.33	69.18	40.64
投资性现金净流入量[亿元]	-38.17	-96.48	-53.21	-43.08
资产负债率[%]	70.31	65.90	67.79	67.98
长短期债务比[%]	241.02	292.99	231.98	286.27
权益资本与刚性债务比率[%]	50.21	58.50	53.14	52.02
流动比率[%]	50.96	66.57	52.48	49.76
速动比率[%]	36.21	44.02	34.93	39.64
现金比率[%]	19.29	25.56	21.65	21.69
短期刚性债务现金覆盖率[%]	38.89	42.27	31.05	31.36
利息保障倍数[倍]	1.23	1.52	1.43	—
有形净值债务率[%]	-201.43	-215.88	-280.65	-284.11
担保比率[%]	1.39	1.17	1.26	—
毛利率[%]	75.00	65.93	64.07	70.98
营业利润率[%]	17.08	21.47	19.74	35.32
总资产报酬率[%]	4.35	5.00	4.63	—
净资产收益率[%]	3.18	4.76	3.71	—
净资产收益率*[%]	1.77	2.67	1.81	—
营业收入现金率[%]	112.77	95.01	105.51	101.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.04	21.90	21.20	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	6.70	6.96	6.64	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.98	-8.58	4.90	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.90	-2.73	1.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.28	1.58	1.60	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.09	0.09	—

注：表中数据依据河南交投经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。

附录五：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	2
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	4
		流动性	8
	个体风险状况		3
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015年9月14日	AAA/稳定	毕庆澜、黄立冬、张佳	新世纪评级方法总论（2012） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2019年7月25日	AAA/稳定	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体信用评级模型（参见注册文件）	报告链接
	本次评级	2019年9月11日	AAA/稳定	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级	本次评级	2019年9月11日	AAA	张佳、王树玲	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计－期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。