

河南中原高速公路股份有限公司
及其发行的 17 豫高速、18 豫高 01 与 18 豫高 02

跟踪评级报告

 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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100066】

评级对象: 河南中原高速公路股份有限公司
及其发行的 17 豫高速、18 豫高 01 与 18 豫高 02

	17 豫高速	18 豫高 01	18 豫高 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 6 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 6 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 6 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2017 年 7 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 3 月 2 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 3 月 22 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	7.67	13.35	13.20	19.32
刚性债务	293.93	320.77	311.69	314.83
所有者权益	111.24	117.23	99.13	102.49
经营性现金净流入量	27.86	32.39	39.64	8.93
合并口径数据及指标:				
总资产	483.58	502.41	501.48	506.32
总负债	360.70	369.29	389.37	389.43
刚性债务	293.93	320.77	333.15	336.29
所有者权益	122.88	133.12	112.11	116.89
营业收入	39.34	58.47	57.76	17.30
净利润	7.51	11.92	8.04	4.64
经营性现金净流入量	33.71	29.16	46.10	8.97
EBITDA	32.78	41.46	42.23	—
资产负债率[%]	74.59	73.50	77.64	76.91
权益资本与刚性债务 比率[%]	41.81	41.50	33.65	34.76
流动比率[%]	25.29	28.15	51.40	55.07
现金比率[%]	12.71	15.94	23.68	27.77
利息保障倍数[倍]	1.56	1.92	1.55	—
净资产收益率[%]	6.15	9.31	6.55	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	26.70	22.74	39.22	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	0.22	-2.07	12.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.20	2.72	2.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.13	0.13	—

注:根据中原高速经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对河南中原高速公路股份有限公司(简称“中原高速”、“该公司”或“公司”)及其发行的 17 豫高速、18 豫高 01 与 18 豫高 02 的跟踪评级反映了 2017 年以来中原高速在外部发展环境、路产质量、资金回笼能力及融资渠道等方面继续保持优势,同时也反映了公司在主营业务增长、债务规模、房地产业务及金融业务投资等方面继续面临压力。

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,中原高速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。
- **核心路产质量优良。**中原高速控股路产均为经营性高速公路,其中京港澳郑漯高速与漯驻高速为国家高速路网核心路段,路产质量优良,跟踪期内,公司通行费收入保持增长趋势。
- **资金回笼能力较强。**中原高速的高速公路收费业务资金回笼能力强,经营环节资金持续较大规模净流入,可对债务偿付提供较强保障。
- **外部融资渠道通畅,融资成本能得到一定控制。**中原高速可通过资本市场进行股权融资和债务融资,具有较强的融资能力,且公司融资成本能得到一定控制。

主要风险:

- **主业营收增长压力。**中原高速主业收入对核心路产依赖度较高,核心路产进入成熟期,收费增速放缓,公司新通车路产多为非主干线路段,培育期较长,主业面临一定业绩增长压力。

- **债务规模持续增长，即期债务偿付能力较大。**中原高速债务负担较重，2018年，公司赎回部分优先股，财务杠杆进一步上升；2019年3月末公司短期刚性债务规模较大，现金类资产对即期债务的偿付保障力度相对有限。此外，公司资产受限比例较大，公司面临一定流动性压力。
- **房地产业务风险。**2018年末中原高速完成资产置换，房地产业务规模扩大，并存在一定资本支出压力；且房地产业务布局郑州、海南及部分三四线城市，其中泰和院项目进展缓慢，项目去化压力大。
- **金融投资风险。**中原高速拓展金融投资业务，金融投资行业与高速公路主体特征相差较大，对公司经营效益和资本安全形成挑战；2018年公司基金投资亏损，公司面临一定的投资风险。

➤ 未来展望

通过对中原高速及其发行的上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性很强，并维持上述公司债AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



河南中原高速公路股份有限公司

及其发行的 17 豫高速、18 豫高 01 与 18 豫高 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照河南中原高速公路股份有限公司面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券、2018 年公司债（第一期）及 2018 年公司债（第二期）（分别简称“17 豫高速”、“18 豫高 01”及“18 豫高 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中原高速提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对中原高速的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2019 年 6 月 6 日，该公司存续的债券及非公开定向融资工具本金共计 86.00 亿元，还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2019 年 6 月 6 日公司存续债券情况（单位：亿元，年）

类型	发行日期	债券期限	发行金额	到期日期	发行利率
19 中原高速 CP001	2019.5.30	1	10.00	2020.6.2	3.50%
14 中原高速 PPN002	2014.12.2	5	10.00	2019.12.3	6.00%
17 豫高速	2017.8.2	5 (3+2)	20.00	2022.8.4	4.95%
18 豫高 01	2018.3.16	5 (3+2)	15.00	2023.3.20	5.67%
18 豫高 02	2018.4.11	5 (3+2)	13.00	2023.4.13	5.21%
18 中原高速 SCP004	2018.9.11	0.74	7.00	2019.6.9	4.07%
18 中原高速 SCP005	2018.11.26	0.74	6.00	2019.8.24	3.80%
18 中原高速 SCP006	2018.12.17	0.74	5.00	2019.9.14	3.90%
合计	--	--	86.00	--	--

资料来源：wind 资讯

经中国证券监督管理委员会《关于核准河南中原高速公路股份有限公司非公开发行优先股的批复》（证监许可[2015]897 号）核准，该公司于 2015 年 7 月完成优先股非公开发行并在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成登记托管手续，中原高速非公开发行优先股于 2015 年 8 月 10 日起在上海证券交易所综合业务平台挂牌转让。优先股发行 3400 万股，每股发行价格 100.00 元，票面股息率为 5.8%，募集资金总额人民币 34 亿元，扣除各项发行费用 0.29 亿元，公司募集资金净额为人民币 33.71 亿元。公司将优先股募集资金用于偿还银行贷款及其他有息负债和补充公司流动资金，募集资金已全部使用完毕，其中 26.00 亿元用于偿还银行贷款及其他有息债务，7.71 亿元用于补充流动资金。

根据本次优先股发行条款，本次发行的优先股的赎回选择权为该公司所有，即公司拥有赎回权。本次发行的优先股不设置投资者回售条款，优先股股东无权向公司回售其所持有的优先股。在符合相关法律、法规、规范性文件的前提下，公司可根据经营情况于优先股股息发放日全部或部分赎回注销本次优先股，赎回期至本次优先股全部赎回之日止。

2016 年，该公司完成支付 2015 年度普通股股利 3.60 亿元和优先股股利 2.78 亿元；2017 年公司完成支付 2016 年度普通股股利 1.98 亿元和优先股股利 2.70 亿元。根据公司 2018 年 6 月公告，公司赎回优先股股票 1700 万股，票面金额合计 17 亿元，公司向各优先股股东赎回比例一致，为其持有优先股规模的 50%。本次赎回后，公司优先股股票剩余规模为 1700 万股，票面金额合计 17 亿元。同期，公司完成 2017 年度普通股股利 3.79 亿元和优先股股利 3.38 亿元的支付。公司 2019 年 4 月 25 日召开的第六届董事会第十九次会议审议通过 2018 年度利润分配预案为：向普通股股东派发股利 2.45 亿元；向优先股股东派发股利 1.47 亿元，其中固定股息 0.96 亿元将于 2019 年 6 月 29 日发放，参与剩余利润分配的部分 0.49 亿元将与普通股股东的利润分配同步进行，上述预案已通过股东大会审议批准。股利的分配对公司资本积累及现金流存在一定影响。

根据该公司 2019 年 5 月 18 日公告，公司计划赎回剩余全部优先股股票 1700 万股，票面金额合计 17 亿元。本次赎回后，公司优先股股数规模为 0。赎回价格：本次发行的优先股的赎回价格为优先股票面金额加当期经股东大会决议应支付优先股股息；赎回时间：2019 年优先股固定股息发放日，即 2019 年 6 月 29 日，优先股的赎回将带来公司权益资本缩减财务杠杆高企的压力。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，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；中长期内，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年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，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，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升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；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；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有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；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走低，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；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。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。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。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、非标融资等得以有效控制，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

率稳中有升，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。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，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，对外开放的大门越开越大。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面临压力，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、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，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，全行业还本付息能力或将持续弱化。

a. 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、2.12万亿元和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，2018年年末全国公路总里程484.65万公里，较上年末增加7.31万公里，其中高速公路里程14.26万公里，较上年末增加0.61万公里。收费高速公路是现代综合交通运输体系的重要组成部分，具有高效、安全以及灵活等特点，截至2017年末我国收费高

速公路累计完成投资 7.63 万亿元，较上年末增长 9.75%，增速较上年上升 0.10 个百分点，其中 2015-2017 年年度收费高速公路投资分别为 0.80 万亿元、0.61 万亿元和 0.68 万亿元，2017 年以来收费高速公路投资有所回升。

图表 2. 我国收费公路投资规模与里程规模（单位：亿元、公里）

投资额	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	63431.24	14.47%	69552.17	9.65%	76335.80	9.75%
收费公路：一级公路	3554.08	4.32%	3741.22	5.27%	3703.52	-1.01%
收费公路：二级公路	1008.93	-22.25%	1004.58	-0.43%	473.60	-52.86%
收费公路：独立桥梁	1287.53	14.82%	1353.43	5.12%	1602.40	18.40%
收费公路：独立隧道	206.72	-2.61%	206.11	-0.29%	228.63	10.93%
收费公路年度总投资	69488.49	13.08%	75857.52	9.17%	82343.94	8.55%
里程规模	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	117021.90	9.63%	124507.60	6.40%	132637.50	6.53%
收费公路：一级公路	23376.60	-0.17%	23512.80	0.58%	20666.60	-12.10%
收费公路：二级公路	22867.30	-27.70%	21949.00	-4.02%	9549.70	-56.49%
收费公路：独立桥梁	1007.20	43.09%	963.60	-4.33%	779.10	-19.15%
收费公路：独立隧道	161.10	80.20%	159.20	-1.18%	103.70	-34.86%
收费公路里程总计	164434.10	1.14%	171092.20	4.05%	163736.60	-4.30%

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等（2018 年尚未公布）

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。2017 年末收费高速公路债务余额为 49867.38 亿元，其中年末银行贷款余额 43409.83 亿元，单公里债务余额达 3759.67 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 3. 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	2015 年（末）	2016 年（末）	2017 年（末）
收费高速公路投资资本金	19671.36	21152.38	23230.55
收费高速公路财政性资本金	10733.29	11524.45	13132.04
收费高速公路非财政性资本金	8938.07	9627.94	10098.51
收费高速公路投资银行贷款	40723.05	44833.43	49091.03
收费高速公路年末债务余额	41460.06	45634.98	49867.38
收费高速公路年末银行贷款余额	35389.45	39365.54	43409.83
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3543	0.3665	0.3760

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等

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，2013-2017年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-617.57亿元、-1359.63亿元、-2942.35亿元、-3821.66亿元和-3770.99亿元，入不敷出的局面严重，且预计中短期内收支缺口仍将保持高位。

图表 4. 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	2015年	2016年	2017年
收费高速公路通行费收入	3724.75	4181.32	4752.75
收费高速公路支出项	6667.10	8002.97	8523.75
其中：还本付息支出	5298.55	6570.07	6976.22
--偿还债务本金	3182.62	4381.67	4603.73
--偿还债务利息	2115.92	2188.40	2372.49
收费高速公路收支平衡结果	-2942.35	-3821.66	-3770.99
单公里年通行费收入[万元/公里]	318.30	335.83	358.33
存量债务消化周期[年]	11.13	10.91	10.49
通行费收入利息覆盖水平[倍]	1.76	1.91	2.00
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.17	0.95	1.03
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.70	0.64	0.68
利息支出占通行费收入比重	56.81%	52.34%	49.92%
当期债务本金支出占通行费收入比重	85.45%	104.79%	96.86%
当期还本付息占通行费收入比重	142.25%	157.13%	146.78%

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

b. 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。

2015年7月21日，交通运输部公布《收费公路管理条例（修订征求意见稿）》，根据意见稿，政府收费公路中的高速公路实行统借统还，不再规定具体的收费期限，而是以实际偿债期为准，确定收费期限。特许经营高速公路经营期限一般不超过30年，投资规模大、回报周期长的高速公路可以约定超过30年；偿债期、经营期结束后，实行养护管理收费。未来高速公路是否按照“用路者付费”的原则实行长期收费将对收费公路企业公路建设、经营规划和投融资决策产生一定影响。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的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。

c. 竞争格局/态势

收费公路建设经营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和规划过程复杂等，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。

图表 5. 收费公路上市公司经营财务表现（单位：亿元、%）

代码	简称	里程	通行费收入	收费水平[万元/年/公里]	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流入	资产	带息负债	资产负债率
601107.SH	四川成渝	744	35.68	480	59.69	37.66	9.01	26.20	362.04	176.00	58.89
600377.SH	宁沪高速	604	74.60	1235	99.69	54.11	44.76	57.15	481.63	168.05	39.05
600350.SH	山东高速	1243	63.35	510	68.29	49.48	36.26	38.91	685.96	330.42	57.26
600269.SH	赣粤高速	796	30.73	386	45.07	37.09	11.04	19.36	329.81	124.46	50.93
600548.SH	深高速	506	43.38	857	58.07	50.78	35.79	32.22	411.01	148.81	52.46
000900.SZ	现代投资	338	25.09	740	118.61	14.56	9.56	23.85	247.07	118.89	60.82
600020.SH	中原高速	806	48.02	548	57.76	51.72	8.04	46.10	501.48	304.76	77.64
600033.SH	福建高速	282	26.20	930	26.63	61.17	9.58	19.12	172.99	45.17	36.05
600012.SH	皖通高速	577	27.24	470	29.67	56.76	10.97	18.08	147.80	19.49	28.41
000429.SZ	粤高速 A	154	31.16	2020	32.19	60.26	19.03	19.16	162.96	54.82	38.35
600035.SH	楚天高速	415	13.70	330	30.70	35.38	4.41	6.02	108.97	35.01	42.81
000916.SZ	华北高速	880	50.15	570	67.59	44.93	43.71	36.83	840.84	250.34	40.77
000548.SZ	湖南投资	62	1.81	290	2.99	59.38	0.31	0.65	21.32	0.01	23.20
600368.SH	五洲交通	257	11.14	430	18.19	50.70	4.05	15.01	106.03	55.16	66.68
000828.SZ	东莞控股	56	12.27	2190	16.24	65.24	10.52	22.29	110.09	34.18	40.72
601518.SH	吉林高速	152	8.51	560	8.51	63.51	2.41	5.79	66.67	23.92	42.69
600106.SH	重庆路桥	16	2.35	1470	2.40	85.00	2.25	1.08	65.21	27.71	45.81
601188.SH	龙江交通	133	3.90	290	6.99	50.91	3.20	4.91	51.27	0.00	16.00
000755.SZ	山西路桥	79	8.46	1070	16.07	31.89	0.46	7.72	91.81	50.43	88.60

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理、计算（数据时间节点为 2018 年（末）；深高速通行费收入不包括南光高速、盐排高速和盐坝高速。）

d. 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、剩余收费期限相对紧张、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。

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，全行业还本付息能力或将持续弱化。

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，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。

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，多元化带来了主营业务稳定性的波动和其他行业典型性风险，多元化带来的风险不容低估。

不同区域高速公路信用质量分化

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，不同区域高速公路信用质量出现分化。

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能力或将进一步弱化。

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。

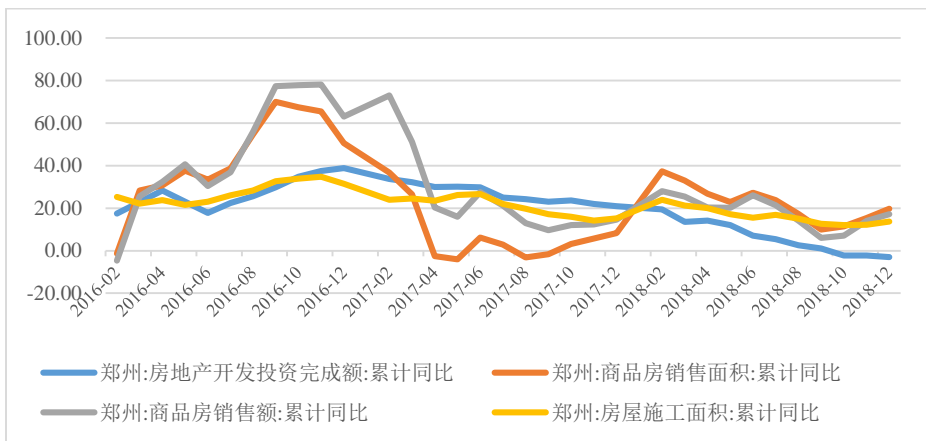
2018年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

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%。

在经济持续发展的同时，河南省财政实力也不断增强。2018年，河南省地方财政总收入5875.82亿元，同比增长11.9%。一般公共预算收入3763.94亿元，同比增长10.5%，其中税收收入2656.50亿元，同比增长14.0%，占一般公共预算收入的70.6%。一般公共预算支出9225.41亿元，同比增长12.3%，其中财政民生支出7126.49亿元，同比增长11.1%，占一般公共预算支出的77.2%。

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¹、“三大国家战略规划”²和“四个河南”³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

该公司主要从事高速公路投资与运营、房地产开发及金融投资等业务，公司核心路产质量优良，是公司收入和利润的主要来源，跟踪期内，公路收费收

¹ 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。

² 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。

³ 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。

入稳步增长，而房地产业务板块受交房时点影响，收入大幅下降；此外 2018 年公司基金投资出现亏损，公司面临一定的投资风险。

该公司以高速公路投资及运营为主业，由于高速公路投资规模大，建设周期长，且建成后存在较长时间的路产培育期，公司前期面临较大的资本化支出和经营效益压力。为拓宽收入及利润来源，近年来公司加大多元化业务的开展力度，主要包括房地产开发、油品贸易及金融投资等业务。目前，公司业务主要布局河南省，暂无海外业务拓展。

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	业务的核心驱动因素
通行费业务	河南省	规模/资本/资产/政策等
房地产开发	河南省	规模/资本/成本/政策等
油品销售	河南省	规模/成本/政策等

资料来源：中原高速

(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（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度
营业收入合计		39.34	58.47	57.76	17.30
其中：核心业务营业收入	金额	38.43	57.83	56.86	16.98
	占比	97.69	98.92	98.44	98.17
其中：（1）通行费收入	金额	34.60	40.26	48.02	12.14
	占比	87.95	68.87	83.13	70.21
（2）房地产销售	金额	3.16	13.15	5.35	3.82
	占比	8.04	22.50	9.26	22.09
（3）油品销售	金额	0.65	4.40	3.47	1.01
	占比	1.66	7.53	6.02	5.86

资料来源：中原高速

2018 年，该公司实现营业收入 57.76 亿元，同比减少 1.21%，降幅主要系房地长板块确认收入减少。中通行费收入为 48.02 亿元，占营业收入比重为 83.13%。2019 年第一季度，公司实现营业收入 17.30 亿元，较上年同期增长 36.35%，主要系房地产业务收入结转产生的波动。

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。

路产规模及效益

该公司主要运营高速公路及桥梁均位于全国高速公路网中“大十字架”结构的轴心区域，同时也是河南省高速公路网的核心部分，整体路产质量良好。

该公司于 2018 年 12 月 24 日召开 2018 年第六次临时股东大会，审议通过了《关于公司资产置换暨关联交易的议案》，公司以持有的河南新永高速公路有限责任公司（简称“新永公司”）100%的股权与河南高速公路发展有限责任公司（简称“高发公司”）持有的河南明开高速公路有限责任公司（简称“明开公司”）100%的股权及河南高速房地产开发有限公司（简称“高速地产”）80.875%的股权进行资产置换，置入资产和置出资产的差额部分 7.69 亿元由高发公司以现金方式补足。根据 2018 年 12 月 29 日公告，明开公司、新永公司、高速地产分别完成了工商变更登记，且差额部分资金已结清。经过路产置换，截至 2018 年末公司运营路产总里程达 805.71 公里，约占河南省现有高速公路通车里程 12% 左右。

图表 9. 公司收费高速公路总体运营指标

路产名称	2016 年	2017 年	2018 年
年通行费（亿元）	34.60	40.26	48.02
单位公里年通行量（万辆）	1379.23	1669.43	2036.98
单位公里年通行费收入（万元）	455	487	548

资料来源：中原高速（注：2018 年单公里收费水平含置出路产里程及收入）

图表 10. 资产置换涉及的标的公司新主要财务指标（单位：亿元）

置出资产	时间	总资产	负债	所有者权益	营业收入	利润总额	净利润	评估价值
新永公司 100% 股权	2017 年（末）	40.40	14.46	25.94	1.91	-0.33	-0.25	26.93
	2018 年 1-9 月（末）	40.10	14.10	26.00	1.77	-0.05	-0.04	
置入资产	时间	总资产	负债	所有者权益	营业收入	利润总额	净利润	评估价值
明开公司 100% 股权	2017 年（末）	29.34	24.10	5.25	0.76	-0.67	-0.67	6.58
	2018 年 1-9 月（末）	28.34	23.32	5.03	0.72	-0.32	-0.32	
高速房地产公司 80.875% 股权	2017 年（末）	24.73	13.29	11.43	3.17	0.62	0.42	12.66
	2018 年 1-9 月（末）	21.63	10.27	11.36	0.93	-0.00	-0.07	

资料来源：中原高速

2018 年，该公司实现通行费收入 48.02 亿元，较上年增加 7.76 亿元，得益于前期已通车路段逐渐成熟及新通车路产逐步培育，公司通行费收入稳步增长。其中，京港澳高速郑州至漯河段和京港澳高速漯河至驻马店段为公司核心路产，2018 年该部分路段实现通行费收入合计为 24.72 亿元，较上年增加 0.88 亿元，整体呈增长趋势，其中京港澳高速漯河至驻马店段近三年通行费呈下降趋势主要系京港澳高速武汉军山大桥原计划于 2017 年 7 月 30 日至 2018 年 10 月封闭施工，对货车采取远端分流（京港澳高速与宁洛高速互通处分流），后工期延迟至 2018 年末，因此漯河段货车流量减少，导致通行费收入减少。此外，商

登高速二期（郑州至登封段）于 2017 年 9 月开通运行，随着商登高速的全线贯通，2018 年通行费收入增长较为明显。

图表 11. 公司主要高速公路资产及运营情况⁴

路产名称	收费里程 (公里)	指标	2016 年	2017 年	2018 年	备注
京港澳高速 郑州至漯河 段	142.00	通行费收入（亿元）	15.52	17.59	18.67	
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	1092.96	1238.75	1314.62	
		日均车流量（辆）	85201	90373	100030	
京港澳高速 漯河至驻马店 段	67.20	通行费收入（亿元）	6.64	6.25	6.05	
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	988.10	930.56	900.58	
		日均车流量（辆）	83036	84408	78604	
郑尧高速	183.50	通行费收入（亿元）	5.98	7.41	8.89	
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	325.89	403.63	484.46	
		日均车流量（辆）	16964	20937	23599	
郑民高速一 期郑开段	72.66	通行费收入（亿元）	2.21	3.05	3.67	
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	304.16	419.60	505.93	
		日均车流量（辆）	20165	27966	31746	
济祁路永城 段	一期 41.02；二 期 15.83	通行费收入（亿元）	0.57	0.75	0.86	
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	100.06	132.42	150.85	
		日均车流量（辆）	15165 ⁵	18262	16159 ⁶	
商登高速	一期 167.41； 二期 66.52	通行费收入（亿元）	2.08	3.32	6.58	
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	124.25	141.78	281.20	
		日均车流量（辆）	7967	11222	14189	
郑民高速二 期（开封至 民权段）	49.57	通行费收入（亿元）	--	0.76	0.97	2018.1 2 置换 资产 [入]
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	--	152.65	196.24	
		日均车流量（辆）	--	7460	8775	
郑新黄河大 桥	24.28	通行费收入（亿元）	1.16	1.39	1.66	2018.1 2 置换 资产 [出]
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	477.76	572.48	684.67	
		日均车流量（辆）	13042	18886	26523	
永登高速永 城段	45.94	通行费收入（亿元）	0.44	0.51	0.66	2018.1 2 置换 资产 [出]
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	95.78	109.94	143.63	
		日均车流量（辆）	15621	18797	19798	

资料来源：中原高速

收费标准

目前，该公司控股的高速路产的收费期限与收费标准的确定和调整由国家
和河南省政府决定，公司自主权小。跟踪期内，公司路产收费标准未发生变化。
新纳入合并口径路段郑民高速二期（开封至民权段）收费标准如下表所示。

⁴ 郑漯高速和漯驻高速的收费年限分别为 2000.12.28-2030.12.27 和 2004.09.23-2032.09.22，其他路段已申请 30 年的收费期限，但尚未获得相关部门批复。

⁵ 济祁高速永城段二期于 2015 年 12 月 19 日通车运营，因流量计算口径为断面折算最低车型流量，随着济祁高速二期开通里程的增加而平均到济祁高速一、二期全段的流量，在里程系数增加且流量不变的情况下，导致流量出现下降的现象，因此出现 2016 年较同期流量下降而通行费收入增长的情况。

⁶ 节假日车流量减少所致。

图表 12. 公司郑民高速二期（开封至民权段）通行车型分类和收费标准

车型	车型座位（吨位）界定		收费标准（元/车公里）	
	客车	货车	客车	货车
一类车	<=7	<=2	0.50	0.50
二类车	[8,19]	(2,5]	0.80	0.80
三类车	[20, 39]	(5,10]	1.00	1.50
四类车	>=40	(10,15] ^a	1.20	1.70
五类车	—	>15 ^b	—	2.30

注：a. 包括 20 英尺集装箱车；b. 包括 40 英尺集装箱车

资料来源：中原高速

资本支出

目前，该公司暂无其他在建及拟建高速公路项目，短期内公司在公路建设业务方面投融资压力较小。

整体来看，该公司所拥有主要路产的优良质量为其业务开展奠定了坚实的基础，且随着郑州作为国家中心城市的建设以及郑州市航空港区和河南省周边地区的经济发展，公司下属路产的客货交通量有望进一步上升，但考虑到公司路产收费对核心路产依赖程度高，核心路产收费进入成熟期，成熟路产通行费收入增速有所放缓，主业面临一定业绩增长压力。

B. 房地产开发

该公司房地产开发业务的运营主体为河南英地置业有限公司（简称“英地置业”）及 2018 年末纳入合并口径的高速地产。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“招拍挂”方式获得。

英地置业成立于 2008 年 8 月，受制于国有企业管理体制，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 2018 年末，已投资 12.50 亿元，累计销售面积 12.24 万平方米，累计回笼资金 16.83 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 2018 年末，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 2.66 亿元。此外，2017 年英地置业新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 2018 年末累计投资 3.78 亿元，包含土地成交价 3.36 亿元，该项目预计于 2019 年 9 月开始预售，预计能回笼资金 10.68 亿元。

高速地产成立于 2005 年 9 月，成立伊始主要是针对公司股东河南交投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，并于 2018 年末纳入公司合并口径。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，已完成投资 16.13 亿元，累计回笼资金 14.08 亿元。此外，高速地产土地储备项目“1136 项目”的土地面积为 75.74 万平方米，公司已全额支付土地出让金合计 2.12 亿元。

图表 13. 2018 年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	3.94	7.37	4.40	高速地产
保亭海南奥兰花园项目二期	5.39	8.58	2019-2022	1.54	--	--	高速地产
郑州奥兰和园项目	13.67	13.00	2016-2019	10.37	7.40	9.68	高速地产
周口奥兰天和家园项目三期	4.13	9.58	2018-2022	0.28	--	--	高速地产
小计	27.77	38.85	—	16.13	14.77	14.08	—
英地金台府邸项目	12.50	19.90	2014-2017	12.50	12.24	16.83	英地置业
许昌泰和院项目	10.51	24.00	2012-2022	4.71	7.21	2.66	英地置业
英地运河上苑	8.48	11.63	2017-2021	3.78	--	--	英地置业
小计	31.49	55.53	—	20.99	19.45	19.49	—
合计	59.26	94.38	—	37.12	34.22	33.57	—

资料来源：中原高速

截至 2018 年末，该公司近期无拿地计划，未来公司房地产业务投资重心仍在已有项目的续建及滚动开发，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，短期内公司房地产业务风险尚可控。

C. 成品油销售业务

该公司成品油销售业务自 2016 年下半年开展，经营主体为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%）⁷，公司成品油销售业务的盈利模式是公司从中石化采购油品，采购价格为市场价；采购结算方式上，中原中石化一部分油品通过合资股东方给予授信额度，中原中石化 1 个月内无息结算一次，另一部分使用现金结算，先付款再供货。销售方面，通过京港澳及郑尧高速公路服务区等 7 对 14 座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。2018 年及 2019 年第一季度，公司油品贸易业务实现收入分别为 3.47 亿元和 1.01 亿元，毛利率分别为 19.84% 和 22.22%，2018 年 8 月至 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 12 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 1.91 万吨，加之 2018 年 2 月至 12 月，许昌服务区 2 座加油站因“危险化学品经营许可证”和“工商营业执照”证照不全，被政府责令关停近一年，2018 年油品销售业务收入同比减少 21.06%；同时受油品市场采销价格变化影响，公司吨油毛利降低。

⁷ 中国石化销售有限公司河南石油分公司持股 39%，河南省中原节能公司持股 10%。

D. 金融投资业务

该公司基金投资主要由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，该公司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，公司获得基金投资收益分别为0.97亿元、0.92亿元和-1.20亿元，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1.49亿元。

图表 14. 截至 2018 年末秉原投资主要基金情况（单位：亿元）

项目或基金的名称	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
合计	16.12	--	--	--	--	--	0.97	0.92	-1.20

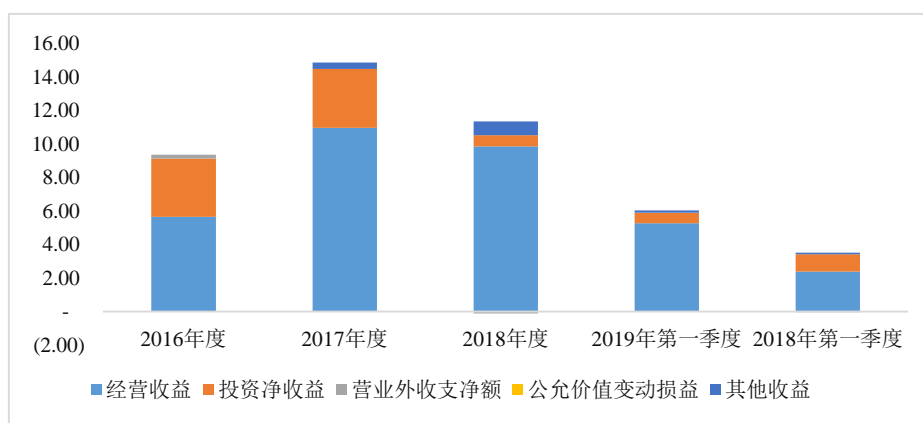
资料来源：中原高速（投资收益未包含管理费）

在直接投资方面，该公司主要参股中原信托有限公司（简称“中原信托”，

持股 18.61%⁸)、中原银行股份有限公司 (持股 1.59%)、中原农业保险股份有限公司⁹ (持股 18.18%) 等三家金融机构。2017 年 7 月 12 日, 公司董事会通过《关于参与发起筹建河南资产管理有限公司的议案》, 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公司等 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, 其中公司以自有资金出资 5.00 亿元, 持股 10%, 2017 年末 9 家公司已出资完毕。2016-2018 年, 公司权益法核算的长期股权投资收益分别为 3.21 亿元、3.51 亿元和 0.41 亿元, 其中对中原信托投资有限公司权益法下确认的投资收益分别为 2.45 亿元、2.44 亿元和 1.32 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。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公司金融投资回报效益以及可能面临的损失情况。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据中原高速所提供数据绘制

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

目前, 该公司业务主要涉及下属路产的道路建设及运营、房地产销售、油品贸易和金融投资等业务。2018 年, 公司营业收入为 57.76 亿元, 受房地产业

⁸ 根据公司 2018 年 1 月 27 日公告, 公司放弃中原信托增资扩股优先认购权, 本次中原信托拟增加注册资本 26.10 亿元, 增资扩股后, 公司持有中原信托的股份比例将由 31.91% 下降至 18.61%, 截至 2018 年 6 月 11 日, 中原信托增资扩股已完成, 工商变更登记手续于 2019 年 1 月 4 日完成。

⁹ 中原高速以自有资金 2 亿元同河南省农业综合开发公司、河南省豫资城乡投资发展有限公司、洛阳城市发展投资集团有限公司等 16 家公司共同发起筹建中原农业保险股份有限公司 (以下简称“中原农保”), 注册资本人民币 11 亿元, 公司为其主要股东之一。此次筹建方案已于 2014 年 9 月 18 日经中国保险监督管理委员会 (以下简称“中国保监会”) 批复。2014 年 10 月 20 日, 公司完成参与发起设立中原农保 2 亿元资本金的出资。2015 年 5 月, 中国保监会批复同意 (保监许可[2015]408 号) 中原农业保险开业并核准其章程。2017 年中原农保计划新增股份 19 亿股, 注册资本由目前 11 亿元增加到 30 亿元, 公司经董事会审议通过, 出资 3.80 亿元, 认购中原农保增资扩股股份 3.45 亿股, 认购后公司持有中原农保 18.18% 的股份, 截至 2017 年末, 公司已完成认购。

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。

务收入结转时间点影响,营业收入较上年减少1.21%。得益于较好的路产质量,公司主业毛利率较高,2018年公司综合毛利率为51.72%。2019年第一季度,受益于房地产确认收入增加以及通行费收入的增长,公司实现营业收入17.30亿元,同比增长36.35%;同期毛利率为57.43%。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业收入合计(亿元)	39.34	58.47	57.76	17.30	12.69
毛利(亿元)	21.35	28.17	29.87	9.93	6.77
通行费业务(亿元)	19.54	21.95	26.59	7.29	5.82
房地产业务(亿元)	1.71	5.53	2.94	2.42	0.69
油品贸易业务(亿元)	0.13	1.10	0.69	0.23	0.25
毛利率(%)	54.28	48.17	51.72	57.43	53.33
通行费业务(%)	56.46	54.52	55.37	60.01	55.79
房地产业务(%)	53.95	42.04	55.03	63.38	66.81
油品贸易业务(%)	19.52	25.03	19.84	22.22	20.60
期间费用率(%)	37.34	26.04	32.28	23.96	32.83
其中:财务费用率(%)	35.05	24.44	29.77	22.25	31.40
全年利息支出总额(亿元)	14.87	15.23	18.31	--	--
其中:资本化利息数额(亿元)	1.07	0.81	1.07	--	--
通行费收入利息覆盖倍数(倍)	2.33	2.64	2.62	--	--

资料来源:根据中原高速所提供数据整理

该公司外部融资规模较大,期间费用以财务费用为主。2018年及2019年第一季度,公司期间费用合计分别为18.64亿元和4.15亿元。其中,财务费用分别为17.19亿元和3.85亿元,较大规模的期间费用一定程度上削弱了公司盈利能力,同期期间费用率分别为32.28%和23.96%,2018年因合并口径增加高速地产和明开公司的财务费用以及融资成本增加,公司财务费用同比增长20.31%,导致期间费用增长;2019年第一季度,受益于营业收入的增长,期间费用率有所降低。

由于该公司前期高速公路建设和改扩建资金投入量大,在部分项目资本金支持的基础上,公司通过筹融资借款满足项目资金需求,利息支出规模较大,2016-2018年,公司利息支出(含费用化和资本化利息支出)合计分别14.87亿元、15.23亿元和18.31亿元,其中费用化的利息支出为13.80亿元、14.22亿元和17.23亿元;同期公司高速公路通行费收入分别为34.60亿元、40.26亿元和48.02亿元,通行费收入对利息的覆盖倍数分别为2.33倍、2.64倍和2.62倍,通行费收入对利息偿付能够提供强有力的保障。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
其他收益（亿元）	--	0.37	0.47	0.14	0.08
投资净收益（亿元）	3.48	3.52	0.68	0.59	1.04
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	3.21	3.51	0.41	--	--
银行理财产品收益（亿元）	0.12	0.01	--	--	--
营业外收入（亿元）	0.35	0.22	0.08	0.02	0.01
其中：政府补助（亿元）	0.24	0.06	--	--	--
赔偿款收入（亿元）	0.09	0.14	0.08	--	--

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

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，2018 年及 2019 年第一季度，公司实现投资收益分别为 0.68 亿元和 0.59 亿元，2018 年受宏观经济及资本市场的影响，公司确认联营企业中原信托的投资收益同比减少，子公司秉原投资利润同比减少，因此公司投资收益同比减少 80.64%。根据《企业会计准则第 16 号-政府补助》，公司将与资产相关的政府补助在其他收益科目核算，2018 年及 2019 年第一季度，公司其他收益分别为 0.47 亿元和 0.14 亿元。受益于主业留存利润的大幅增长及投资收益补充，2018 年及 2019 年第一季度，公司实现净利润分别为 8.04 亿元和 4.64 亿元，受房地产交付确认的房地产收入较少以及金融投资板块收益减少影响，公司 2018 年净利润同比降低 32.58%。

（3）运营规划/经营战略

根据该公司运营规划，公司目前暂无在建高速公路项目，投资资金需求降低，多元化业务中，房地产业务投资增加，金融投资业务仍有一定的投资计划。根据公司工作报告和预计收支计划，2019 年公司偿还到期债务本息 89.18 亿元，日常运营支出 11.84 亿元，项目投资支出 45.24 亿元，计划完成融资 105.00 亿元。

管理

跟踪期内，该公司控股股东仍为河南交通投资集团有限公司，实际控制人为河南省人民政府。公司为上市公司，法人治理结构逐步完善，运营管理及财务具有较强的独立性。

跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构等方面无重大变化。公司控股股东仍为河南交通投资集团有限公司，实际控制人为河南省人民政府。

根据该公司 2018 年 7 月 19 日公告，因工作调整，张超先生申请辞去公

司董事及董事会审计委员会、薪酬与考核委员会委员职务；刘剑君先生申请辞去公司副总经理职务。张超先生、刘剑君先生辞职后不再担任公司任何职务。根据公司 2019 年 1 月 15 日公告，因工作调整，田燕玲女士、段永灿先生申请辞去公司副总经理职务，王继东女士申请辞去公司总会计师职务。根据公司 2019 年 1 月 31 日公告，公司董事会选举马沉重为公司董事长，聘任王铁军为公司总经理，聘任冯可、郭伦远为公司副总经理，聘任彭武华为公司总会计师，聘任李长建为公司总经理助理，任期至公司第六届董事会届满。根据公司 2019 年 2 月 23 日公告，经公司第六届董事会第十七次会议通过，推选王铁军先生为公司第六届董事会副董事长，任期至第六届董事会届满。

该公司存在一定规模关联交易与往来，采购商品或接受劳务方面，2018 年公司与河南省公路工程局集团有限公司（简称“公路工程局”）的工程建设款关联交易金额为 1.78 亿元，同比减少 4.90 亿元；截至 2018 年末，公司应付公路工程局款项为 3.65 亿元，主要是工程未结算款。

根据该公司提供的 2019 年 4 月 30 日《企业征信报告》，公司本部暂无债务违约情况。

图表 18. 公司不良行为记录列表（近三年）

信息类别	信息来源	查询日期	公司本部	英地置业	高速地产	乘原投资	中原中石化
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019 年 4 月	无	未提供	未提供	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019 年 5 月	正常	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼（详见表外事项分析）	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2019 年 5 月	涉及	涉及	涉及	无	涉及
行政处罚	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2019 年 5 月	无	无	涉及 ¹²	无	涉及 ¹³

资料来源：根据中原高速所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

该公司前期新建或扩建路产项目较多，加上基金等多元投资，公司累积了较大规模刚性债务，财务杠杆处于偏高水平，2018 年公司赎回部分优先股，权益规模有所缩减，财务杠杆进一步上升。目前，公司暂无新建高速公路项目，短期内投融资需求主要集中于房地产项目、金融板块以及存量债务循环。公司债务期限结构较合理，经营环节现金持续较大规模净流入，加之较为充裕的货币资金，可为即期债务偿付提供较强保障。

¹² 天眼查显示，周口市住房和城乡建设局于 2018 年 5 月 28 日对高速地产处罚，行政处罚内容为勘察和设计未招标。

¹³ 国家企业信用信息公示系统 2016 年 3 月 15 日公示，鲁山县工商行政管理局于 2015 年 12 月 23 日对中原中石化的行政处罚，违法行为类型为在产品中掺杂、掺假，以假充好，或者以不合格产品冒充合格产品。处罚内容为警告、责令限期改正；罚款；没收违法所得。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 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及其补充规定。

该公司于 2018 年 12 月 24 日召开 2018 年第六次临时股东大会，审议通过了《关于公司资产置换暨关联交易的议案》，公司以持有的新永公司 100% 的股权与河南高发持有的明开公司 100% 的股权及高速房地产 80.875% 的股权进行资产置换，资产置入和划出时点为 2018 年 2 月 31 日。公司同一控制下合并明开公司和高速房地产两家企业，因此对 2018 年年初数据进行追溯调整，变动较大数据如下表列示。

图表 19. 2018 年年初主要数据调整变动情况（单位：亿元）

主要会计数据	2018 年	2017 年	
		调整后（18 年年初）	调整前（17 年年末）
其他应收款	2.90	6.38	0.61
存货	25.55	25.18	11.14
可供出售金融资产	4.31	4.94	6.84
总资产	501.48	554.58	502.41
营业收入	57.76	62.39	58.47
财务费用	17.19	15.67	14.29
经营活动产生的现金流量净额	46.10	32.38	29.16
投资活动产生的现金流量净额	3.05	-39.86	-36.71
筹资活动产生的现金流量净额	-43.15	4.94	9.40

资料来源：中原高速

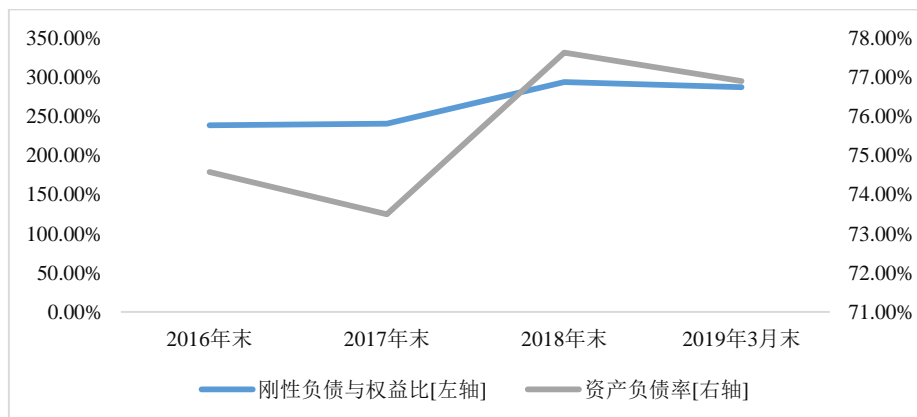
2018 年该公司合并口径增加上海昊夏资产管理中心（有限合伙）及其子公司以及经过资产置换¹⁴增加的明开公司、高速房地产，减少新永公司。截至 2018 年末，公司合并口径内 24 家子公司，其中一级子公司 7 家。

¹⁴ 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凰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凰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。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



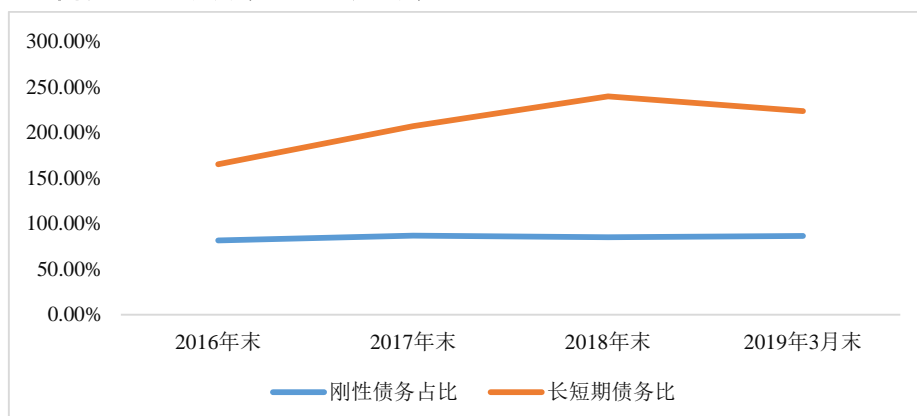
资料来源：根据中原高速所提供数据绘制

该公司高速公路项目建设具有投资规模大，资金回笼期较长的特点。由于前期高速公路项目的建设，公司积累了大规模的刚性债务，财务杠杆水平偏高。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 389.37 亿元和 389.43 亿元；同期末，资产负债率分别为 77.64% 和 76.91%。2018 年末，因赎回优先股 17.00 亿元，所有者权益减少，负债规模增加，资产负债率回升。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 112.11 亿元和 116.89 亿元。2018 年公司支付 2017 年度普通股股利 3.79 亿元和优先股股利 3.38 亿元，并赎回优先股股本 17.00 亿元，因此公司 2018 年末所有者权益有所减少。考虑到公司将赎回剩余优先股，其权益规模或将出现缩减，财务杠杆或进一步上升。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务（亿元）	293.93	320.77	333.15	336.29

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
应付账款 (亿元)	35.56	22.11	16.07	12.72
预收款项 (亿元)	10.90	1.49	12.31	11.83
其他应付款 (亿元)	4.47	4.64	5.48	5.70
递延收益 (亿元)	6.95	6.59	9.86	10.26
刚性债务占比 (%)	81.49	86.86	85.56	86.35
应付账款占比 (%)	9.86	5.99	4.13	3.27
预收款项占比 (%)	3.02	0.40	3.16	3.04
其他应付款占比 (%)	1.24	1.26	1.41	1.46
递延收益 (%)	1.93	1.79	2.53	2.63

资料来源：根据中原高速所提供数据绘制（2018 年及 2019 年 3 月末其他应付款按照 17 年审计报告拆分）

从负债期限结构来看，2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 239.47% 和 223.49%，债务以非流动负债为主，债务期限结构较合理。从负债结构上来看，2018 年末公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收款项、其他应付款和递延收益等构成，2018 年末应付账款余额为 16.07 亿元，较上年末下降 27.34%，主要为尚未结算的道路施工工程款及质保金，降幅主要系公司项目通车后期结算工程所致；预收款项 12.31 亿元，较上年末增加 10.83 亿元，主要系子公司英地置业金台府邸预收房款以及合并高速房地产奥兰和园等项目的预收款，增幅主要系合并奥兰和园 9.53 亿元预收款所致；其他应付款余额 5.48 亿元，主要为应付暂估待摊支出和施工方保证金；递延收益 9.86 亿元，较上年末增长 49.46%，主要为郑州机场改扩建工程及新增分离式立交项目补助款等，增幅主要系中华路互通立交相关的政府补助随着工程通车转入递延收益所致。截至 2019 年 3 月末，公司债务结构较 2018 年末无重大变化，其中应付账款较上年末减少 20.80% 至 12.72 亿元，主要系工程款的结算所致。

图表 22. 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 3 月末
短期刚性债务合计	81.22	87.65	75.85	85.19
其中：短期借款	21.27	18.20	17.50	8.85
一年内到期非流动负债	12.37	44.72	29.96	50.91
应付短期债券	45.00	22.00	23.00	23.00
其他短期刚性债务	2.58	2.73	5.39	2.43
中长期刚性债务合计	212.71	233.12	257.30	251.10
其中：长期借款	162.93	199.24	209.40	203.19
应付债券	49.78	33.88	47.90	47.92
综合融资成本 (%)	4.65	4.66	4.84	4.68

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

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，有助于公司运营保持稳定。公司借款多以长期借款和应付债券等长期债务为主，

与其主业投资额较大，资金回笼期较长的特征相适应。截至 2018 年末，公司刚性债务余额为 333.15 亿元，较上年末增长 3.86%，其中短期刚性债务 75.85 亿元，较上年末减少 13.47%，主要由短期借款、一年内到期非流动负债及短期融资券等构成，降幅主要系一年内到期的非流动负债到期偿付所致，短期刚性债务现金覆盖率为 35.81%，短期偿债压力仍较大，中长期刚性债务 257.30 亿元，较上年末增长 10.37%，其中长期借款和应付债券分别增加 10.16 亿元和 14.02 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司刚性债务为 336.29 亿元，较上年末增加 0.94%，其中因部分长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债核算，2019 年 3 月末一年内到期的非流动负债大幅增长至 50.91 亿元；短期借款因到期偿付，较上年末大幅降低至 8.85 亿元。

从借款方式来看，该公司借款以质押借款为主，2018 年末公司银行借款 242.89 亿元，其中长期借款中质押借款 157.58 亿元，质押物主要为高速公路资产及收费权；2018 年公司新增债务加权融资成本为 4.97%，较 2017 年有所上升，但整体间接融资成本控制较好。

图表 23. 2018 年末公司银行借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款
质押借款	--	15.99	157.58
信用借款	17.50		51.82
合计	17.50	15.99	209.40

资料来源：中原高速

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 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 第一季度
营业收入现金率（%）	115.49	82.85	106.52	88.39
业务现金收支净额（亿元）	32.98	29.34	41.78	8.89
其他因素现金收支净额（亿元）	0.73	-0.17	4.32	0.08
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	33.71	29.16	46.10	8.97
EBITDA（亿元）	32.78	41.46	42.23	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.13	0.13	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.20	2.72	2.31	--

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

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

该公司高速公路收费业务获现能力较强，房地产业务销售资金回笼与收入确认之间存在一定的时间差异，公司现金流总体较为稳定，但营业收入现

金率受房地产项目完工确认收入结转影响具有一定波动性。2018 年及 2019 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 106.52% 和 88.39%。2018 年及 2019 年第一季度，经营活动产生的现金流量净额分别为 46.10 亿元和 8.97 亿元，2018 年合并口径增加两家子公司高速地产和明开公司收益并且成本支出较上年同期减少土地款的支付，因此业务现金收支净额较上年同比增长较多。

该公司收到其他与经营活动给有关现金主要核算收到的项目保证金、承包及出租收入、利息收入、收到往来款等，支付其他与经营活动给有关现金主要核算支付保证金、销售费用及管理费用和支付往来款等，2018 年及 2019 年第一季度，公司其他因素现金收支净额分别为 4.32 亿元和 0.08 亿元，2018 年其他因素现金收支净额较大主要系本期子公司高速房地产收到的僵尸企业的退休退养托管费及明开公司收到的往来款增加所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出等构成，2016-2018 年，公司 EBITDA 分别为 32.78 亿元、41.46 亿元和 42.23 亿元，呈增长趋势，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度逐步提高并形成有效保障，但对刚性债务的覆盖能力仍较弱。

(2) 投资环节

图表 25. 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 第一季度
回收投资与投资支付净额	-4.11	-15.32	11.49	0.01
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额	-28.04	-21.35	-11.53	-2.17
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.76	-0.04	3.08	-0.01
投资环节产生的现金流量净额	-32.91	-36.71	3.05	-2.17

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

近年来，随着该公司新建高速公路项目的完工，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额逐年降低，2018 年及 2019 年第一季度，公司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出额分别为 11.53 亿元和 2.17 亿元。公司投资支付的现金主要核算股权、基金及理财投资等，2018 年及 2019 年第一季度，回收投资与投资支付净额分别为 11.49 亿元和 0.01 亿元，2018 年因子公司秉原投资处置部分投资的股权而收回的本金增加以及资产置换收到的价差款，因此公司投资资金回流规模较大。2018 年及 2019 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 3.05 亿元和 -2.17 亿元。目前公司房地产项目和金融板块仍存在部分资金需求，且根据公司投资规划，仍有部分基金投资计划，公司仍面临一定资金压力。

(3) 筹资环节

图表 26. 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 第一季度
权益类净融资额	-6.38	-4.68	-24.17	--
其中：永续债及优先股	--	--	-17.00	--
债务类净融资额	-4.33	11.60	-19.12	-0.50
其中：现金利息支出	14.99	14.89	17.54	3.64
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-3.79	2.48	0.13	-0.11
筹资环节产生的现金流量净额	-14.50	9.40	-43.15	-0.61

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

目前，该公司日常经营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。近年来，随着公司承建的高速公路项目逐渐完工，公司高速公路项目建设融资需求减少，目前公司筹资活动除了为在建房地产项目和对外基金投资融资外，主要用于偿还到期债务。2018 年及 2019 年第一季度，公司筹资活动净现金流净额分别为-43.15 亿元和-0.61 亿元，其中 2018 年权益类融资净额分别为-24.17 亿元，主要为普通股股利支付以及优先股股利支付以及公司赎回 17.00 亿元优先股。2018 年及 2019 年第一季度，公司债务类融资净额分别为-19.12 亿元和-0.51 亿元。

4. 资产质量

图表 27. 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 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	34.42	33.89	58.95	66.30
	7.12%	6.75%	11.76%	13.09%
其中：货币资金（亿元）	17.30	19.19	27.16	33.42
应收款项（亿元）	1.27	2.14	2.09	3.66
其他应收款（亿元）	0.64	0.61	2.90	3.08
存货（亿元）	14.21	11.14	25.55	24.56
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	449.15	468.52	442.53	440.02
	92.88%	93.25%	88.24%	86.91%
其中：固定资产（亿元）	190.03	177.49	147.90	145.79
在建工程（亿元）	30.81	1.67	1.84	0.77
可供出售金融资产（亿元）	4.68	6.84	4.31	-
其他权益工具投资（亿元）	-	-	-	4.41
投资性房地产（亿元）	1.12	1.55	6.73	6.68
长期股权投资（亿元）	35.76	52.20	43.37	44.02
无形资产（亿元）	181.39	221.38	230.94	230.92
其他非流动资产（亿元）	1.15	3.92	3.86	3.86
抵押的高速公路资产和高速公路收费权净资产值（亿元）	309.75	338.17	324.07	/

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
受限资产账面余额/总资产 (%)	64.05	61.76	64.62	/

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产总额分别为 501.48 亿元和 506.32 亿元，2018 年末总资产减少主要系公司利用自有资金偿还 17.00 亿元优先股所致。2018 年末及 2019 年 3 月末，非流动资产分别为 442.53 亿元和 440.02 亿元，分别占资产总额的 88.24% 和 86.91%，以非流动资产为主的资产结构与公司业务性质较为一致。

截至 2018 年末，该公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、在建工程、投资性房地产、长期股权投资以及其他非流动资产等构成。其中，固定资产净额为 147.90 亿元，较上年末减少 16.67%，主要为公司经营的路产及相关设备，降幅主要系公司资产置换出去的郑新黄河大桥资产（24.18 亿元）、公路路产折旧及工程决算调减金额所致；无形资产余额为 230.94 亿元，较上年末增长 4.32%，主要为高速公路特许经营权和土地使用权等，年末余额变动综合原因为当年末公司与高发公司资产置换，置出郑新黄河大桥和永登高速永城段与置入郑民高速开封至民权段特许经营权差额以及置入高速地产土地使用权增加；在建工程余额为 1.84 亿元，主要为在建的零星项目；长期股权投资余额为 43.37 亿元，较上年末减少 16.92%，主要为公司投资的中原信托有限公司（26.90 亿元）、河南资产管理有限公司（5.32 亿元）、上海秉原吉股权投资发展中心（2.76 亿元）等公司，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 1.53 亿元以及秉源投资处置一部分股权投资所致；投资性房地产为 6.73 亿元，增加 5.18 亿元，主要系子公司秉原投资非同一控制下企业合并上海昊夏资产管理中心（有限合伙）所致，增加的投资性房地产为两个持有型物业项目（商铺和写字楼）；可供出售金融资产为 4.31 亿元，较上年末减少 37.00%，主要为投资的中原银行股份有限公司等企业，2018 年末增幅主要系公司资产置换合并高速房地产所致；其他非流动资产为 3.86 亿元，主要为预付长期资产购置款和对联营企业中原农保的增资（因尚未获得保监会批准在该科目核算）。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产结构较 2018 年末无重大变化，其中根据最新会计准则将原可供出售金融资产分别列示在交易性金融资产和其他权益工具投资科目。

截至 2018 年末，该公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款以及其他应收款等构成。其中，货币资金余额为 27.16 亿元，较上年末增长 46.51%，其中受限货币资金为 0.89 亿元，受限比例较小，增幅主要系资产置换交易价差、经营所得以及债务增加所致；存货余额为 25.55 亿元，较上年末增长 129.31%，主要为许昌英地泰和院、英地运河上苑、奥兰和园、保亭奥兰花园二期等项目开发成本，以及完工后由开发成本结转至开发产品的天骄华庭二期和郑东新区金台府邸等项目，增幅主要系合并高速房地产增加的奥兰和园、保亭奥兰花园二期等房地产项目；应收账款为 2.09 亿元，主要为应收河南省

高速公路联网监控收费通信服务有限公司通行费收入；其他应收款 2.90 亿元，较上末增加 2.28 亿元，主要系合并高速房地产增加的应收河南绿地商城置业有限公司合作划款等。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产结构与 2018 年末相比无重大变化，其中货币资金较上年末减少 14.04% 至 16.50 亿元，主要系偿还到期债务所致。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 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 3 月末
流动比率 (%)	25.29	28.15	51.40	55.07
速动比率 (%)	14.82	18.85	29.07	34.60
现金比率 (%)	12.71	15.94	23.68	27.77

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

由于该公司资金大量沉淀于固定资产和无形资产等非流动资产，公司流动比率和速动比率均较低，2018 年末流动比率和速动比率分别为 51.40% 和 29.07%；且公司用于抵质押的高速公路资产和高速公路收费权合计净值达 324.07 亿元，占资产总额的 64.62%，资产受限比例较大，资产流动性偏弱。

6. 表外事项

对外担保方面，截至 2018 年末，该公司下属子公司河南英地置业有限公司及孙公司许昌英地置业有限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 6.42%。

根据该公司 2018 年审计报告披露，公司存在 6 笔未决诉讼，公司或子公司作为被告 4 笔，涉及金额 0.76 亿元；公司作为原告的诉讼 2 笔，涉及金额 0.46 亿元，新世纪评级持续关注公司涉诉进展。

7. 公司本部财务质量

该公司本部主要负责高速公路的建设及运营，同时起到战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能，多元化业务板块则由各子公司进行经营发展，2018 年及 2019 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 449.60 亿元和 454.66 亿元，其中占比较大的主要为货币资金、其他应收款、可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产等，2018 年末分别为 13.20 亿元、8.98 亿元、4.31 亿元、61.69 亿元、147.47 亿元和 203.18 亿元，同期末，公司本部刚性债务分别为 293.93 亿元、320.77 亿元、311.69 亿元和 314.83 亿元，资产负债率分别为 75.70%、75.66%、77.95% 和 77.46%，公司本部负债经营水平较高。2018 年及 2019 年第一季度，公司本部实现营业收入 47.55 亿元和 12.15 亿元，主要为通行费收入，净利润分别为 10.78 亿元和 3.22 亿元。同期，公司本部经营环节净现金流入分别为 39.64 亿元和 8.93 亿元，持续稳定的现金

流入对公司本部即期债务的偿付提供一定保障，加之公司本部货币资金较为充裕，作为上市公司，本部融资渠道较多，可为公司债务偿付提供一定保障。

外部支持因素

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2018 年末，公司银行授信总额度 419.03 亿元，已使用 330.88 亿元，剩余未使用 88.15 亿元。同时，公司可通过资本市场进行股权融资和债务融资，具有较强的融资能力。

附带特定条款的债项跟踪分析

17 豫高速、18 豫高 01、18 豫高 02：调整票面利率选择权和投资者回售选择权

17 豫高速、18 豫高 01 与 18 豫高 02 分别于 2017 年 8 月 2 日、2018 年 3 月 16 日和 2018 年 4 月 11 日发行，均为 5（3+2）年公司债，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

调整票面利率选择权：该公司有权决定是否在债券存续期的第 3 年末调整债券后 2 年的票面利率，公司将于债券第 3 个计息年度付息日前的第 20 个工作日刊登关于是否向上或向下调整债券票面利率以及调整幅度的公告，若公司未行使利率调整选择权，则债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

投资者回售选择权：该公司发出关于是否调整债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的债券按面值全部或部分回售给公司。若债券持有人未做登记，则视为继续持有债券并接受公告关于是否调整债券票面利率及调整幅度的安排。

跟踪评级结论

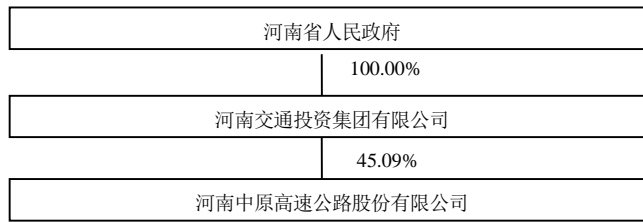
跟踪期内，该公司控股股东仍为河南交通投资集团有限公司，实际控制人为河南省人民政府。公司为上市公司，法人治理结构逐步完善，运营管理及财务具有较强的独立性。

该公司主要从事高速公路投资与运营、房地产开发及金融投资等业务，公司核心路产质量优良，是公司收入和利润的主要来源，跟踪期内，公路收费收入稳步增长，而房地产业务板块受交房时点影响，收入大幅下降；此外 2018 年公司基金投资出现亏损，公司面临一定的投资风险。

该公司前期新建或扩建路产项目较多，加上基金等多元投资，公司累积了较大规模刚性债务，财务杠杆处于偏高水平，2018 年公司赎回部分优先股，权益规模有所缩减，财务杠杆进一步上升。目前，公司暂无新建高速公路项目，短期内投融资需求主要集中于房地产项目、金融板块以及存量债务循环。公司债务期限结构较合理，经营环节现金持续较大规模净流入，加之较为充裕的货币资金，可为即期债务偿付提供较强保障。

附录一：

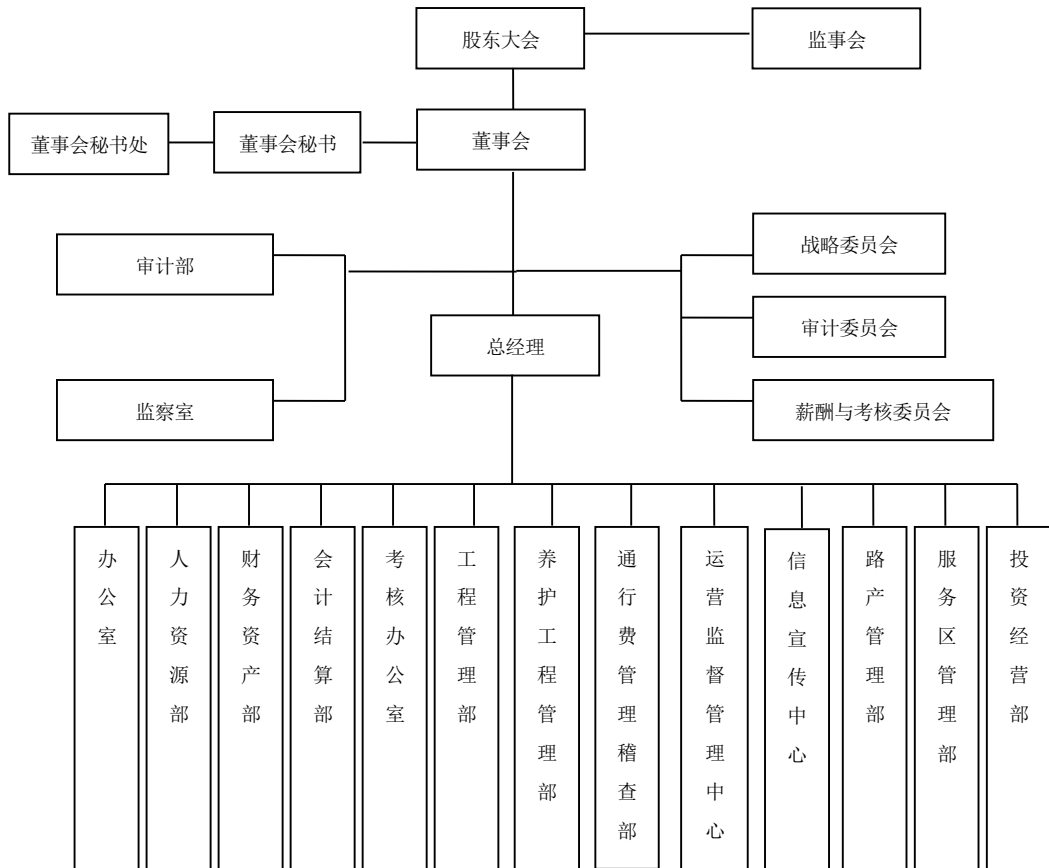
公司与实际控制人关系图



注：根据中原高速提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据中原高速提供的资料绘制（截至 2019 年 3 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	经营环节现金净流量	
河南中原高速公路股份有限公司	中原高速	本部	—	高速公路运营	311.69	99.13	47.55	10.78	39.64	
河南英地置业有限公司	英地置业	一级子公司	98.175	房地产开发	0.00	14.81	4.44	1.06	3.17	合并口径
河南高速房地产开发有限公司	高速地产	一级子公司	99.875	房地产开发	--	11.27	1.15	-0.21	1.55	合并口径
秉原投资控股有限公司	秉原投资	一级子公司	100.00	项目投资	--	9.02	0.69	-1.14	-0.21	合并口径

注：根据中原高速 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

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 第一季度
资产总额 [亿元]	483.58	502.41	501.48	506.32
货币资金 [亿元]	17.30	19.19	27.16	33.42
刚性债务[亿元]	293.93	320.77	333.15	336.29
所有者权益 [亿元]	122.88	133.12	112.11	116.89
营业收入[亿元]	39.34	58.47	57.76	17.30
净利润 [亿元]	7.51	11.92	8.04	4.64
EBITDA[亿元]	32.78	41.46	42.23	—
经营性现金净流入量[亿元]	33.71	29.16	46.10	8.97
投资性现金净流入量[亿元]	-32.91	-36.71	3.05	-2.17
资产负债率[%]	74.59	73.50	77.64	76.91
权益资本与刚性债务比率[%]	41.81	41.50	33.65	34.76
流动比率[%]	25.29	28.15	51.40	55.07
现金比率[%]	12.71	15.94	23.68	27.77
利息保障倍数[倍]	1.56	1.92	1.55	—
担保比率[%]	5.61	5.18	6.42	—
营业周期[天]	299.50	163.37	253.50	—
毛利率[%]	54.28	48.17	51.72	57.43
营业利润率[%]	23.21	25.40	19.62	34.76
总资产报酬率[%]	4.83	5.93	5.67	—
净资产收益率[%]	6.15	9.31	6.55	—
净资产收益率*[%]	6.14	9.19	6.55	—
营业收入现金率[%]	115.49	82.85	106.52	88.39
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.70	22.74	39.22	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.22	-2.07	12.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.20	2.72	2.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.13	0.13	—

注：表中数据依据中原高速经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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

附录五：

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、CCC 及以下等级外，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

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。