

河南交通投资集团有限公司

面向专业投资者公开发行

2021 年可续期公司债券（第一期）

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(2021)011405】

评级对象: 河南交通投资集团有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年可续期公司债券(第一期)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2021 年 9 月 17 日

注册金额: 不超过 170 亿元(含)

本期发行: 不超过 17 亿元(含)

存续期限: 品种一: 3+N 年, 品种二: 5+N 年, 引入品种间回拨选择权

增级安排: 无

发行目的: 偿还有息负债、补充流动资金

偿还方式: 在公司不行使递延支付利息权的情况下, 每年付息一次

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	0.19	2.65	8.45	7.79
刚性债务	15.58	28.32	22.73	22.58
所有者权益	448.83	457.80	467.90	468.35
经营性现金净流入量	1.35	0.92	1.97	-0.31
合并数据及指标:				
总资产	1779.32	1901.50	1941.50	1996.19
总负债	1206.28	1277.60	1305.61	1349.71
刚性债务	1078.30	1121.37	1192.85	1248.97
所有者权益	573.04	623.90	635.89	646.48
营业收入	142.74	160.55	140.41	38.90
净利润	21.53	26.15	15.40	10.57
经营性现金净流入量	69.18	77.89	67.42	17.19
EBITDA	90.82	85.31	76.13	—
资产负债率[%]	67.79	67.19	67.25	67.61
资产负债率*[%]	77.03	76.75	77.18	77.27
长短期债务比[%]	231.98	271.05	377.82	478.77
营业利润率[%]	19.74	19.88	12.65	31.10
短期刚性债务现金覆盖率[%]	31.05	21.29	23.80	40.73
营业收入现金率[%]	105.51	107.95	96.20	89.60
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.53	-1.30	-1.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.60	1.55	1.37	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.07	—

注: 发行人数据根据河南交投经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

楼雯仪 lwy@shxsj.com
林霞婧 lyj@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:

- **外部环境的优势。**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。
- **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, 主业经营稳健, 经营环节资金持续较大规模净流入, 资金回笼稳定, 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, 可为债务偿付提供支撑。

主要风险:

- **政策性风险。**收费公路行业的政策属性相当明显, 行业对政策及细则变化的敏感度较高, 行业内企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望, 未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍有不确定性。2020 年初疫情期间政策性免收通行费因素对行业及收费公路企业经营与现金流产生短期冲击, 目前该政策影响已基本出清。
- **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

楼雯仪
林霞婧

杠杆处于较高水平，加之公司投建省内“13445 工程”高速公路路网规划批次项目，债务规模仍可能维持上升趋势；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。此外，公司路产收费权及相关资产被抵质押，或一定程度影响未来融资空间。

- **主业经营对核心路产依赖程度高，新通车路产能释放或存在不确定性。**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，投运后路产产能释放或存在不确定性。
- **多元业务压力。**河南交投下属子公司地产项目布局郑州及三四线城市，部分项目进展缓慢，去化压力较大；金融投资行业与高速公路主体特征相差较大，对经营效益和资本安全形成一定挑战。
- **递延付息风险。**本期债券为可续期债券，设置有递延付息条款，存在递延付息风险。

➤ 未来展望

通过对河南交投及其发行的本期债券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；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 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面向专业投资者

公开发行 2021 年可续期公司债券（第一期）

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 2021 年 3 月末，注册资本为 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 2021 年 3 月末，公司管理路段（含代管路段）总里程约 3847 公里，其中主线里程 3776.38 公里，主线里程占全省高速公路通车里程（2020 年末 7100 公里）的比重为 53.19%，其中公司自身投资运营的收费路桥主线里程为 2581.91 公里，占全省高速公路通车里程比重为 36.36%。

2. 债项概况

(1) 债券条款

2021 年 7 月 26 日，经中国证监会“证监许可（2021）2491 号”文注册，该公司获准向专业投资者公开发行不超过人民币 170 亿元（含 170 亿元）的公司债券。本期债券计划发行不超过 17.00 亿元（含 17.00 亿元），设置两个品种，品种一期限为 3+N 年，品种二期限为 5+N 年，引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。

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面向专业投资者公开发行 2021 年可续期公司债券（第一期）
注册金额：	不超过 170.00 亿元（含）
本期发行规模：	不超过 17.00 亿元（含）

¹ 河南省另一家高速公路投融资主体为河南省交通运输发展集团有限公司（简称“河南交发集团”，原名：河南省收费还贷高速公路管理中心，2020 年 8 月完成更名），主要负责省内收费还贷高速公路的建设和运营。

本期债券期限:	本期债券分为两个品种，品种一基础期限为 3+N 年，以每 3 个计息年度为一个周期（重新定价周期）。在每个约定的周期末附公司续期选择权，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该重新定价周期到期全额兑付本期债券；品种二基础期限为 5+N 年，以每 5 个计息年度为一个周期（重新定价周期）。在每个约定的周期末附公司续期选择权，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该重新定价周期到期全额兑付本期债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	采用单利按年计息，不计复利。在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
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 2021 年 9 月 3 日，公司合并口径仍存续的债务融资工具余额合计 402.93 亿元，未来一年内将有 67.98 亿元到期偿付。截至目前，公司合并口径已发行债务融资工具还本付息情况均正常。

图表 2. 合并口径存续债务融资工具（截至 2021 年 9 月 3 日，单位：亿元，年，%）

债券简称	发行金额	当期余额	起息日期	期限	票面利率（当期）	到期日
14 豫交投 MTN001	23.50	23.50	2014-03-07	12(7+5)	8.50	2026-03-07
15 豫交投 MTN001	15.00	15.00	2015-11-25	6(6+N)	5.20	2021-11-25
16 豫交投 MTN002	30.00	30.00	2016-12-26	5(5+N)	5.37	2021-12-26
18 豫交投 MTN001	35.00	35.00	2018-06-07	5	5.46	2023-06-07
18 豫交投 MTN002	25.00	25.00	2018-08-07	5	4.33	2023-08-07
19 豫交投 MTN001	10.00	10.00	2019-09-24	5	3.95	2024-09-24
20 豫交投 MTN001	30.00	30.00	2020-01-09	5	3.84	2025-01-09
20 豫交投 MTN002	15.00	15.00	2020-05-08	5(5+N)	3.95	2025-05-08
20 豫交投 MTN003	25.00	25.00	2020-08-10	3+3+N	4.22	2023-08-10
20 豫交投 MTN004	21.00	21.00	2020-09-04	3+3+N	4.40	2023-09-04
21 豫通 01	5.00	5.00	2021-08-03	3	3.14	2024-08-03
北金所债权融资计划一 二三四期	40.00	40.00	2020-08-07	3+N	4.42	2023-08-07
17 豫高速	20.00	13.48	2017-08-04	5(3+2)	3.40	2022-08-04
18 豫高 01	15.00	7.50	2018-03-20	5(3+2)	3.85	2023-03-20
18 豫高 02	13.00	2.95	2018-04-13	5(3+2)	3.85	2023-04-13
21 中原高速 MTN001 (乡村振兴)	5.00	5.00	2021-04-21	3	3.79	2024-04-21
中国工商银行股份有限公司 银行永续类	9.50	9.50	2019-08-15	3+N	5.90	2022-08-15
工银理财有限责任公司 银行永续类	8.00	8.00	2019-11-26	3+N	5.70	2022-11-26
平安-河南交投债权投资 计划	35.00	35.00	2013-08-27	10	6.026	2023-08-27
人保资本-河南高发债权 投资计划	10.00	10.00	2017-12-22	10	5.15	2027-12-22
太平洋-河南交投沪陕 高速债权投资计划	13.00	13.00	2021-07-09	5+2+N	4.80	2028-07-09
中国人寿-豫交投基础 设施债权投资计划	18.00	18.00	2021-07-13	5+2+N	4.80	2028-07-13
国寿投资-河南交投基 础设施债权投资计划	6.00	6.00	2021-07-20	5+2+N	4.80	2028-07-20
合计	427.00	402.93	—	—	—	—

资料来源：河南交投

（2）募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，该公司拟将募集资金用于归还公司

有息债务及补充流动资金。其中不超过 10.00 亿元用于补充流动资金，其余募集资金拟归还公司有息债务。

(3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2021 年以来，随着疫苗接种持续推进，全球经济不断恢复，发达与新兴国家间表现分化，全球的通胀风险明显上升；部分新兴经济体率先加息、美联储货币政策宽松力度减弱，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战；中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续平稳恢复，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，在疫苗接种持续推进及宽松政策的支持下，全球经济不断恢复，发达经济体修复节奏明显快于大多数新兴经济体，全球的通胀风险明显上升。高物价、资本外流与货币贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下加息，美联储货币政策宽松力度也有所减弱，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持平稳恢复，内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价上涨压力总体可控，就业形势稳定。规模以上工业企业增加值保持较快增长且高技术制造业表现强劲，工业企业的经营效益修复良好但面临的成本上升压力较大，而小型企业及部分消费品行业生产活动仍有待加强。消费增速离正常水平的差距进一步缩小，消费升级类商品零售增长相对较快，餐饮消费依然偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资温和增长，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势的同时增速有所回落。人民币汇率在经历大幅升值后逐步调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行实行灵活精准的稳健货币政策，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，推进绿色金融发展和坚持发展普惠金融，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速放缓。金融监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续平稳恢复：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望持续恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落将导致房地产开发投资增速放缓但韧性不减，基建投资表现预计平稳；在外需恢复的支持下出口贸易延续强势表现但持续的时间将取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业环境

A. 收费公路行业

国内收费公路网络不断完善，并提供相对透明、较稳定收入来源和较充沛现金流。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造价成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力；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突出，全行业还本付息将持续承压。2020 年因新冠疫情，公众出行意愿下降，叠加政策性免收费措施，对收费公路行业当年经营和现金流产生明显短期冲击，但支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化，且随着疫情良性防控，行业现金流已基本恢复常态。

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，2016-2020 年，我国公路建设投资累计完成额 10.67 万亿元（“十三五”公路规划投资 7.80 万亿元），已超额完成投资计划，细分项中高速公路仍为主力；2021 年第一季度，公路建设完成投资 0.43 万亿元，较上年同期增长 60.6%。随着高速公路建设推进，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 1.94 万公里增至 2020 年末 16.10 万公里，我国公路网络不断完善，2020 年末国家高速公路通车里程 11.30 万公里。2019 年末²，收费公路里程达 17.11 万公里，其中收费高速公路里程为 14.28 万公里，占收费总里程的 83.48%，占比进一步上升。

图表 3. 我国收费公路里程规模（单位：公里）

里程规模	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	132637.50	6.53%	137876.70	3.95%	142831.10	3.59%
收费公路：一级公路	20666.60	-12.10%	19592.30	-5.20%	18577.90	-5.18%
收费公路：二级公路	9549.70	-56.49%	9651.00	1.06%	8659.50	-10.27%
收费公路：独立桥梁	779.10	-19.15%	818.40	5.04%	899.40	9.90%
收费公路：独立隧道	103.70	-34.86%	133.00	28.25%	125.00	-6.02%
收费公路里程总计	163736.60	-4.30%	168071.40	2.65%	171092.90	1.80%

资料来源：交通运输部各年收费公路统计公报

中长期内，公路行业仍保持较大规模和较强力度的投资建设进程。根据 2021 年 2 月国务院发布《国家综合立体交通网规划纲要》计划到 2035 年，国家综合立体交通网络中公路（包括国家高速公路网、普通国道网）将达 46 万公里左右，其中国家高速公路网 16 万公里³。根据 2021 年 3 月国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》交通强国建设工程板块将新改建高速公路里程 2.5 万公里，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设。

收费公路投建及运营主体经营情况与区域内路网规划息息相关，北京、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，其公路投建及运营主体新建高速里程相对较小。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，同时因地形构造较复杂，建设成本通常较高，区域内投建主体面临较大的投融资压力。2019 年末全国收费高速公路债务余额 58044.58 亿元，其中年末银行贷款余额 48322.41 亿元，单公里债务余额达 4064 万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率偏高；而后续项目建设资金需求高，对外融资依存度高，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

² 交通运输部尚未披露《2020 年全国收费公路统计公报》相关数据。

³ 由 7 条首都放射线、11 条南北纵向线、18 条东西横向线及若干地区环线、都市圈环线、城市绕城环线、联络线、并行线组成。

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	23230.55	24461.74	27193.01
收费高速公路财政性资本金累计投入	13132.04	13575.33	15363.05
收费高速公路非财政性资本金累计投入	10098.51	10886.40	11829.96
收费高速公路投资银行贷款	49091.03	53494.43	56553.85
收费高速公路年末债务余额	49867.38	53666.19	58044.58
收费高速公路年末银行贷款余额	43409.83	45373.00	48322.41
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3760	0.3892	0.4064

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，加之区域战略地位，较易获得地方政府和金融机构支持，降低企业的项目资金风险。但就目前而言，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，2017-2019 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3770.99 亿元、-3857.30 亿元和-4673.92 亿元，入不敷出局面严峻，且预计中短期内收支缺口仍将处于高位。考虑到新冠疫情影响，2020 年全行业通行费收入规模面临明显缩减境况，收入规模缩减也进一步加重刚性兑付的利息支出压力，年度收支缺口或处于历史高位。

2017-2019 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 6976.22 亿元、7265.45 亿元和 7987.74 亿元，占收费高速公路总支出比重近 80%，自 2014 年起，我国收费高速公路收费收入已难以覆盖行业债务本息，其中 2015-2019 年利息支出就已分别占通行费收入的 56.81%、52.34%、49.92%、48.36%和 48.21%，行业付息压力重，债务循环压力大。

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	2017 年	2018 年	2019 年
收费高速公路通行费收入	4752.75	5168.38	5551.03
收费高速公路支出	8523.75	9025.69	10224.94
还本付息支出	6976.22	7265.45	7987.74
偿还债务本金	4603.73	4766.20	5311.80
偿还债务利息	2372.49	2499.24	2675.93
收费高速公路收支平衡结果	-3770.99	-3857.30	-4673.92
单公里年通行费收入[万元/公里]	358.33	374.86	388.64
通行费收入利息覆盖水平[倍]	2.00	2.07	2.07
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.03	1.08	1.05
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.68	0.71	0.69

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

不同区域的收费公路发展趋势来看，东部地区大规模建设高峰已经过去，路网趋于稳定和完善，通行费收入随着交通量增长而增加，收费公路的偿债能力将不断增强，届时债务规模会逐步下降，收支趋于平衡，直到偿还全部债务，东部地区的债务清偿更多通过路段自身经营效益有效积累进行偿付。中西部地区建设规划任务仍旧繁重，增量债务叠加存量债务集中偿付，通行费收入规模预计不及国内主动脉收益贡献，收支平衡的实现难度偏大，中西部地区收费公路仅依赖于自身控股路产的效益释放或难以有效化解债务，一定程度上也更多

依赖于政策导向及上级资金支持。

政策环境

收费公路行业具有很强的政策导向性，其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，收费公路行业对收费政策及细则变化的敏感度高。

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。尚未落地实施的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。

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：“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。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。2017-2020 年全国收费公路专项债券发行规模分别为 440.04 亿元、749.60 亿元、1525.51 亿元和 1895.67 亿元。

收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度高，企业面临政策管控的压力仍较大。往年春节假期收费公路免收小型客车通行费时间为 7 天，2020 年春节假期收费公路免收小型客车通行费免收费时间由 7 天

增至 16 天；加之受疫情影响及防控措施相关要求，高速公路车流量恢复期拉长。交通运输部信息：2020 年 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费；根据交通运输部《关于恢复收费公路收费的公告》，自 2020 年 5 月 6 日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。2020 年春节假期收费公路免收小型客车通行费截止时间延长、疫情防控期间全国收费公路免收车辆通行费等收费政策对行业经营产生明显的短期削弱影响，并带来部分企业亏损，需关注中央及地方政府对此次疫情免收通行费的相关补助政策和配套保障措施等其他相关形式支持。

此外，2020 年初，全国各省交通运输厅等部门陆续出台地方收费公路车型分类及车辆通行费收费标准调整公告⁴，在不考虑车辆自然增长的基础上，此次收费标准和车型结构调整，或将带来收费公路行业内企业通行费业务收入的波动，该变动实际影响力度有待政策实施期间的持续观察，对疫情防控工作结束后，收费公路主体收费带来进一步不确定性。

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；（2）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：单公里收费水平、路产收费对利息的覆盖能力等；（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）对刚开始探索多元化且未形成多元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

（1）政策性风险。收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度高，企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望，未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍存在

⁴ 本次修订主要包括了对车辆类别体系重新划分，增加“专项作业车”大类，修订后的收费车辆将分为客车、货车和专项作业车三个大类。同时，新标准调整一类客车的分类界值：1 类和 2 类客车分类界限值由核定载人数 7 人修订为 9 人；新标准中各类货车调整为均按总轴数、车长和最大允许总质量进行车型分类，并补充六轴以上货车分类规定，以及明确专项作业车分类规定。

一定不确定性。2020年新冠疫情期间，春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费等措施对行业经营产生明显的短期冲击；而后随着疫情有效控制和良性消退，国内公路客货运输需求释放并基本恢复至常态。

(2) 收费公路行业面临收入增长趋缓及盈利空间收窄压力。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回报期拉长和造价成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力，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）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，将加大收费公路经营企业总成本控制压力，但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。

(3) 行业债务循环和利息偿付继续承压，财务杠杆较高。收费公路行业存量债务规模大，通行费收入难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以偿息；同时，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，全行业还本付息或将持续承压。收费公路行业因基建投资支出规模大，负债率较高，未来行业对外筹融资需求仍较强烈，增量债务滚动存量债务，财务杠杆或持续居高。

(4) 多元化业务对收费主业经营和财务的波动影响。收费公路行业内部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。

(5) 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，若在融资环境趋紧情况下，融资成本上升，则更易受冲击，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将继续承压，且不同区域分化明显。

B. 房地产行业

2020年房地产开发投资保持正增长，下半年来持续提升的市场热度抵消了前期疫情影响，全年房地产市场销售呈现量增价涨的态势。近年国家对房地产调控坚持“房住不炒”定位，落实因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。近期房地产市场融资环境持续收紧，在弱化市场预期时或亦弱化按揭贷款便利程度，进而削弱居民购买力，预计未来住宅销售去化压力加大。同时收紧的外部融资环境也加快资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步

伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升，中小房企面临挑战。在销售承压、大额到期债务待偿、增量融资受限的预估情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高，高杠杆、高负债的房企将面临很大的信用风险暴露可能性。

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2019 年我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 13.22 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 9.71 万亿元，占比保持在 70% 上下。2020 年以来，一季度受新冠肺炎疫情影响行业运行基本停滞，房地产开发投资增速为 -7.70%。随着 3 月份开始全国各地陆续复工复产，二季度起各企业加快了建设进度，6 月全国房地产开发投资累计同比由负转正。2020 年全年全国房地产开发投资完成额为 14.14 万亿元，同比增长 7.0%，其中住宅开发投资完成额为 10.44 万亿元，同比增长 7.6%，相比 2019 年，增速有所收窄。

近年我国商品房销售面积呈窄幅波动态势。2017-2019 年我国商品房销售面积分别为 16.94 亿平方米、17.17 亿平方米和 17.16 亿平方米，增速分别为 7.7%、1.3% 和 -0.1%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，全年商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。进入 2020 年，一季度因疫情原因销售受到较大冲击，当期全国商品房销售面积 21978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20365 亿元，同比下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。二季度商品房销售出现了恢复性增长，降幅逐月收窄，三、四季度房地产市场热度持续提升，全年销售指标小幅增长。2020 年全年我国商品房销售面积为 17.61 亿平方米，同比增长 2.6%；其中住宅销售面积增长 3.2%，办公楼销售面积下降 10.4%，商业营业用房销售面积下降 8.7%。同期我国商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%，其中住宅销售额增长 10.8%，办公楼销售额下降 5.3%，商业营业用房销售额下降 11.2%。

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020 年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。根据 CREIS 中指数据显示，2020 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 14.31 亿平方米，同比增长 5.40%，其中住宅建设用地推出 5.81 亿平方米，同比增长 3.96%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1849.91 万平方米，同比增长 7.63%，成交 1675.50 万平方米，同比增长 11.78%；二线城市住宅推地 22795.71 万平方米，同比增长 4.67%，成交 20584.05 万平方米，同比增长 9.06%；三四线城市住宅推地 33500.83 万平方米，同比增长 3.29%，成交 28051.73 万平方米，同比增长 10.30%。全年土地市场活跃度提升，流拍率下降，溢价率略有提升，原因主要为：一方面，实体经济恢复缓慢，多地政府为缓解财政压力加大推地力度，土地供应量明显增多；一方面，房企顺市场低迷时调整土地储备结构拿地愿望较强。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

2020 年以来我国房地产政策延续 2019 年主基调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策差异化调控，房地产市场平稳健康发展的长效管理调控逐步实施。针对疫情对经济造成的重大不利影响，强调不把房地产作为短期刺激经济的手段，保持房地产政策的连续性、一致性、稳定性。各地政府围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，根据区域市场特点出台不同的调控政策，承担更多的调控主体责任。各地落实“因城施策”，有收有放，不断优化调控措施，保持房地产市场健康稳定发展。

2020 年初，针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，以对冲疫情影响。随着市场逐渐回暖，部分地区对市场出现过高预期或过热形势，4 月中和 7 月底的政治局会议两次重申“房住不炒”定位，促进房地产市场平稳健康发展。7 月 24 日召开的房地产座谈会首次提出“实施好房地产金融审慎管理制度”。7 月以来，包括杭州、东莞、宁波、内蒙古、郑州、深圳、南京等房价有所上涨的城市开始出台房地产调控收紧政策。8 月，多个部门开始释放调控房地产市场和收紧房地产企业融资阀门的政策信号，后续将对房地产融资按“三条红线”进行分类监管。12 月 31 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（自 2021 年 1 月 1 日起实施），建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，以防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险，提高银行业金融机构稳健性。对房地产行业而言，8 月份的房企“三条红线”监管政策从资金需求端对行业进行约束，银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度则从资金供给端实行总额控制，防止金融机构进一步做增量。新融资政策的出台将有利于市场主体形成稳定的政策预期，推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。

2020 年政府在土地政策的重要调整系国务院发布《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》（以下简称“《决定》”），下放部分建设用地审批权至省、自治区、直辖市。用地审批权下放，赋予地方更大的自主权，让地方优化土地资源配置，释放地方发展的主动性、能动性，可助力地方经济发展，同时减少上报国务院审批的流程，可提高审批效率、项目落地效率和土地利用效率。《决定》还特别强调，各省级单位政府要严格审查涉及永久基本农田等特殊用地的占用，要切实保护耕地，节约集约用地，盘活存量土地。另外，国家对租赁住房的政策倾斜持续。

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛城市布局、充足项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多层调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。2019 年 Top10/Top30/Top50 比值由

2018 年 21.3%/35.1%/43.3%提升至 21.4%/35.7%/43.5%，2020 年前三季度行业集中度大幅提升，各档次企业销售占比均呈现大幅提升态势。预计未来行业集中度仍将进一步提升

去化压力加大。房地产开发及居民购房环节债务依赖度高，持续收紧的融资政策效应将进一步显现。一方面开发企业加速回款动力将进一步强化，另一方面按揭贷款便利程度弱化将削弱居民购买力。预计 2021 年住宅销售压力或将增大，在房价持稳的情况下面临的资金压力或明显增大。

集中度持续提升，中小房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，拿地动力强劲，土地资源倾斜度高。近期房地产市场融资环境的持续收紧加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升。而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资受限，面临更大的市场竞争压力和整合风险。

调控融资政策持续收紧，流动性风险进一步上升。房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力增大、在建项目投入不减、大额到期债务待偿、增量融资受限的预设（预估）情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高。尤其是近年来高杠杆扩张后销售端资金回笼受阻的经营风格较为激进的房企，信用风险暴露的可能性将进一步加大，部分房企如泰禾集团的流动性风险暴露。值得关注的是，房地产行业与其他行业的显著区分在于，房地产业更注重个体项目，而非法人主体，当法人主体遭遇资金链断裂时，将更侧重于项目的整合与处置，对法人主体实施直接救助的必要性弱。在流动性承压的情形下，需重点关注开发企业的治理水平与项目品质，以及出售项目以实现自救的便捷程度。

(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。“十四五”时期，考虑到河南省“13445 工程”高速公路路网规划批次项目发布并开始投建，省内投建主体投融资压力加大。

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，受宏观经济环境和需求、供给结构变化影响，河南省经济增速有所放缓，但全省经济结构逐步优化。2018-2020 年，河南省地区生产总值分别为 48055.86 亿元、54259.20 亿元和 54997.07 亿元，增速分别为 7.6%、7.0%和 1.3%，2020 年初受新冠疫情冲击影响明显，随着疫情良好防控，全省经济持续恢复向好。2021 年上半年度，河南省地区生产总值为 28927.96 亿元，同比增长 10.2%。近几年来河南省地区生产总值在全国各省中排名靠前，但受人口数量众多影响，河南省人均地区生产总值在全国各省中处于较低水平。从产业结构看，2020 年河南省第一产业增加值 5353.74 亿元，同比增长 2.2%；第二产业增加值 22875.33 亿元，同比增长 0.7%；第三产业增加值 26768.01 亿元，同比增长 1.6%。

在宏观经济下行的背景下，资源导向型产业产能去化压力上升，河南省工业结构仍需持续调整优化。凭借良好的地理位置和便捷的交通条件，近年来河南省加大力度发展航空物流、快递物流等产业，力争建成国际物流中心，服务业有所增长。河南省三次产业结构由 2019 年的 8.5:43.5:48.0 调整为 2020 年的 9.7:41.6:48.7，第三产业占比持续提升。

固定资产投资在拉动河南省经济增长方面依旧占有主导地位，2020 年河南省推进重大项目建设，交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 16.8%，信息传输、软件和信息技术服务业投资同比增长 115.9%，同期全省固定资产投资（不含农户）同比增长 4.3%。全年亿元及以上固定资产投资在建项目 9490 个，完成投资同比增长 6.8%，太焦高铁、青电入豫、尧山至栾川高速等项目建成投用，中原大数据中心等项目加快推进，西霞院水利枢纽输水及灌区工程等项目开工建设。

图表 6. 近年来河南省经济情况（单位：%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年上半年度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	48055.86	7.6	54259.20	7.0	54997.07	1.3	28927.96	10.2
人均生产总值（元）	50152.00	7.2	56388.00	6.4	-	-	-	-
工业增加值（亿元）	-	7.2	-	7.8	-	0.4	-	10.5
全社会固定资产投资（亿元）	-	8.1	-	8.0	-	4.3	-	7.8
社会消费品零售总额（亿元）	20594.74	10.3	22733.02	10.4	22502.77	-4.1	11813.09	17.1
进出口总值（亿元）	5512.71	5.3	5711.63	3.6	6654.82	16.4	3656.60	60.0
人均可支配收入（元）	21963.54	8.9	23902.68	8.8	24810.10	3.8	12735.00	-
三次产业结构	8.9:45.9:45.2		8.5:43.5:48.0		9.7:41.6:48.7		-	

资料来源：河南省统计局

2021 年 7 月中下旬的特大洪涝灾害给全省经济发展带来短期冲击，灾后重建过程又叠加新冠肺炎疫情影响制约，部分经济指标增速有所下滑。因部分企业停产，7 月全省规模以上工业增加值同比增长 4.6%，环比回落 1.0 个百分点；洪灾导致部分商超、临街店铺、汽车 4S 店受灾严重，7 月全省限额以上企业（单位）的商品零售额同比下降 0.8%，环比回落 9.2 个百分点；受省内多地段水漫线路、坍塌，列车无法通行影响，7 月铁路货物周转量同比下降 12.6%，环比回落 17.4 个百分点，全省货物周转量同比增长 9.9%，环比回落 1.2 个百分点。截至 7 月底，在受灾疫情影响、出现停产半停产的 2459 家规模以上工业

企业中已有 1767 家恢复生产，全省生产生活秩序正在加快恢复。

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、济广高速等国家高速公路、多条区域地方高速公路以及 105、106、107 等国道。截至 2020 年末，河南省高速公路通车里程达 7100 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，2020 年 8 月 28 日，河南省人民政府所印发《河南省高速公路规划（2021-2035 年）的通知》，该规划在 2016 年全省高速公路网规划总里程 10050 公里的基础上，进一步完善高速公路网布局，规划新增路线 3750 公里，规划总里程达到 13800 公里。其中，规划新增路线共 35 条，3750 公里，并按照功能划分为 5 大类：1.国家城市群大通道路线 10 条，1718 公里；2.郑州都市圈辐射路线 4 条，315 公里；3.洛阳都市圈联动路线 5 条，385 公里；4.大别山革命老区对外通道路线 7 条，565 公里；5.拥堵路段分流路线 9 条，767 公里。规划实施方面，至 2025 年末，全省完成通车里程 10000 公里以上；至 2035 年，全省完成通车里程达到 13800 公里。在此基础上，河南省全面启动实施高速公路“13445 工程”⁵，并将“13445 工程”分批切块建设，较高密度的路网规划之下，河南省路网将进一步完善，但也一定程度上带来较高的投资建设压力。

高速公路路网完善的同时，河南省也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，郑州至合肥高速铁路、郑州至徐州高速铁路、郑州至重庆高速铁路（郑万铁路河南段）等作为河南省高铁战略的重要组成部分，已于“十三五”期间陆续通车；郑州至济南高速铁路计划于“十四五”初期建成通车；2021 年开工铁路项目包括呼南高铁焦作经洛阳至平顶山段、京港台高铁阜阳至黄冈段、京雄商高铁雄安新区至商丘段等。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，开通运营后尤其将对公路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、“三大国家战略规划”和“四个河南”⁶建设等战略机遇，同时也面临转型升级和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运营主体。2018-2019 年受益于公路收费业务稳健经营，加之多元业务的补充，营业收入持续增长，利润留存有所保障；2020 年因新冠疫情防控 and 政策性收费减免措施导致主业收

⁵ 到 2025 年年底，全省高速公路通车里程达到 10000 公里以上，新增通车里程 3000 公里以上，完成投资 4000 亿元以上，力争通车里程居全国第四位、路网密度居全国第 5 位。

⁶ “一带一路”国家战略：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。“三大国家战略规划”：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。“四个河南”：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。

入和利润缩减，但属于短期冲击，目前公路收费业务恢复稳定运行；而以财务费用为主的期间费用仍保持在较大规模，对利润形成侵蚀。未来公司将投资运营省内“13445 工程”高速公路路网规划批次项目，投资支出压力大。

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通车里程的 30% 以上。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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司营业收入分别为 142.74 亿元、160.55 亿元、140.41 亿元和 38.90 亿元，其中通行费收入分别 101.78 亿元、121.16 亿元、97.26 亿元和 29.91 亿元，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/海南省	横向规模化	规模/资本/成本/政策等

资料来源：河南交投

(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	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	142.74	160.55	140.41	38.90	18.11
其中：核心业务营业收入（亿元）	138.28	154.50	133.78	37.52	17.05
在营业收入中所占比重（%）	96.88	96.23	95.28	96.45	94.11
（1）通行费业务（%）	101.78	121.16	97.26	29.91	7.51
在核心业务收入中所占比重（%）	73.60	78.42	72.70	79.73	44.03
（2）房地产开发	5.27	6.70	11.41	2.36	3.41
在核心业务收入中所占比重（%）	3.81	4.34	8.53	6.30	20.03
（3）工程施工	11.40	4.34	1.27	0.00	0.74
在核心业务收入中所占比重（%）	8.24	2.81	0.95	0.00	4.33
（4）油品贸易	17.97	19.34	19.93	4.89	5.39
在核心业务收入中所占比重（%）	13.00	12.52	14.90	13.02	31.61
（5）道路养护	1.86	2.95	3.91	0.35	--
在核心业务收入中所占比重（%）	1.35	1.91	2.92	0.94	--
毛利率（%）	64.07	65.94	56.46	69.27	30.09
其中：通行费业务（%）	80.39	78.82	71.94	82.48	42.68
房地产开发（%）	49.96	63.91	38.75	49.15	36.29
工程施工（%）	37.99	21.91	32.34	98.55	-17.15
油品贸易（%）	15.76	19.70	20.78	23.50	21.35
道路养护（%）	29.27	33.53	2.24 ⁷	-53.26 ⁸	--

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

⁷ 疫情期间账面仍需要确认固定成本，但疫情期收入极少，非疫情期间根据完工百分比确认收入和成本，整年下来虽然收入相比增加，但成本增加更多，因此毛利率下滑。

⁸ 2021 年第一季度毛利率亏损原因：河南交投交通建设集团有限公司单体报表对河南交投集团内部提供的养护收入和成本分别存在跨期确认所致。

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中原高速和高发公司。截至 2021 年 3 月末，公司管理路段（含代管路段）总里程约 3847 公里，其中主线里程 3776.38 公里，主线里程占 2020 年末全省高速公路通车里程（7100 公里）的比重为 53.19%；公司自身拥有并运营的收费路桥主线里程达到 2581.91 公里，占全省高速公路通车里程比例为 36.36%，其中高发公司和中原高速分别运营管理主线里程 1789.88 公里和 792.03 公里。另外，高发公司受托管理收费还贷中心下属的部分收费还贷高速公路，主线里程合计 1194.47 公里，由高发公司义务代管，不收取任何道路代管费。

图表 9. 公司运营路产情况（单位：公里）

路段名称		通车时间	主线收费里程	收费截止时间
京港澳高速郑漯路	京港澳高速郑州至漯河段（G4）	2010 年 11 月	115.72	2030 年 12 月
	机场高速（S1）	2016 年 6 月	26.53	
京港澳高速漯河至驻马店段		2010 年 11 月	3.73	2032 年 9 月
		2015 年 11 月	63.46	
武西高速郑州至尧山段	郑栾高速郑州至许昌段（S88）	2007 年 12 月	82.91	尚未批复
	郑栾高速平顶山段（S88）	2007 年 12 月	100.57	
郑民高速郑州至开封段（郑民一期）		2011 年 12 月	71.60	
郑民高速开封至民权段（郑民二期）		2016 年 9 月	47.97	
济祁高速永城段（一期、二期）		2012 年 12 月	41.02	
		2015 年 12 月	15.14	
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	161.50	
		2017 年 9 月	61.88	
中原高速管理路段小计			792.03	—
京港澳高速安阳至新乡段		1997 年 11 月	121.00	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	57.71	尚未批复
大广高速公路周口段（扶沟至项城段）		2006 年 11 月	140.79	
沪陕高速信阳至南阳段		2006 年 12 月	182.90	
商南高速商丘段		2006 年 12 月	67.60	
商南高速周口段		2006 年 12 月	67.24	
大广高速开封至通许段		2006 年 12 月	64.23	
盐洛高速禹州至登封段		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	
新阳高速化庄至新蔡段		2011 年 12 月	25.82	
商南高速商丘段二期		2011 年 12 月	26.99	

路段名称	通车时间	主线收费里程	收费截止时间
淮滨至息县高速	2012 年 10 月	49.24	
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	42.27	
郑云高速郑武段（武西高速公路桃花峪黄河大桥）	2013 年 9 月	28.64	
焦桐高速登封至汝州段	2016 年 9 月	58.68	
郑云高速武云段（武陟至云台山高速）	2016 年 11 月	36.93	
郑新黄河大桥	2010 年 11 月	24.28	
盐洛高速永城段（永登高速任庄至小新庄段）	2011 年 12 月	45.94	
G56 杭瑞高速岳阳至常德段	2013 年 12 月	140.97	2043 年 12 月
S81 商南高速周口至南阳段	2019 年 12 月	195.36	尚未批复
S62 淮内高速息县至邢集段	2019 年 12 月	98.32	
高发公司管理路段小计		1789.88	—
盐洛高速许昌至扶沟段	2007 年 10 月	27.83	尚未批复
新阳高速驻马店至泌阳段	2007 年 9 月	81.91	
新阳高速新蔡至驻马店段	2007 年 12 月	82.26	
许广高速泌阳至桐柏段	2007 年 11 月	36.39	
二广高速分水岭至南阳段	2007 年 12 月	74.30	
二广高速大安至寄料段	2008 年 11 月	27.19	
许广高速泌阳段	2010 年 10 月	42.94	
连霍高速	郑开段 1994 年 12 月	612.00	
	郑洛段 1995 年 12 月		
	商开段 2001 年 12 月		
	洛三灵段 2001 年 12 月		
沪陕高速叶信段	2005 年 12 月	185.40	
商南高速南阳北绕城	2008 年 11 月	24.25	
高发公司代管路段小计		1194.47	—
高发公司自身加代管路段合计		2984.35	—
河南交投自身经营路段合计		2581.91	—
集团管理路段（含代管）合计		3776.38	—

注：根据河南交投提供的资料绘制（2021 年 3 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。2018-2019 年，通行费收入分别为 101.78 亿元和 121.16 亿元，占核心业务收入比重分别为 73.60%和 78.42%，业务毛利率分别为 80.39%和 78.82%；2019 年自身经营路段单公里年通行费收入约 470 万元/年/公里，综合收费质量处于中等偏上水平。2020 年初新冠疫情防控期间，根据交通运输部政策指导意见，春节假期收费公路免收小型客车通行费免收费时间增至 16 天；2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日，全国收费公路免收车辆通行费。政策性收费减免属于收费公路行业内企业非可控力，对行业经营产生明显短期削弱影响。2020 年公司通行费收入为 97.26 亿元，同比缩减 19.72%，毛利率较上年下降 6.88 个百分点至 71.94%，账面单公里年通行费收入约 377 万元/年/公里，但因疫情属于突发事件，车流恢复常态后，公司控股路段的实际收费水平也基本恢复至疫情

前状态，2021 年第一季度通行费收入 29.91 亿元，较上年同期大幅增长，毛利率恢复至 82.48%。

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（含机场高速 S1 线）、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 438 公里，属于国内高速公路大动脉，单公里年通行费水平近 1200 万元/年/公里，处于行业较前列，且境内车流量大；2018-2020 年，该路段通行费收入分别为 47.36 亿元、57.59 亿元和 43.58 亿元，占通行费收入比重高。2019 年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明显增长，2020 年因疫情及政策性免收费等影响，合计通行费同比缩减 24.33%⁹，后期国内疫情良性防控及恢复收费，路段收费恢复稳健运行，2021 年第一季度路段合计收费 12.79 亿元，较上年同期增长 277.29%。

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。2018-2020 年，大广高速河南境内路段通行费收入分别为 10.38 亿元、12.24 亿元和 9.58 亿元，占通行费收入的比重较高；2019 年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和通行费同比实现较大幅度增长。2020 年因疫情及政策性免收费影响，合计通行费同比缩减 21.73%，后期国内疫情良性防控及恢复收费，路段收费恢复稳健运行，2021 年第一季度路段合计收费 3.07 亿元，较上年同期增长 230.11%。

除上述核心干线收费公路，该公司也控股部分非干线公路和近期新通车路段，收费质量偏弱，仍需持续观察控股路段路网状况和综合效益释放水平。

图表 10. 公司主要路段经营情况

路产名称	指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
京港澳高速郑州至漯河段(含机场高速 S1 线)	通行费收入(亿元)	19.24	22.14	16.26	4.92	1.31
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	1352.89	1556.36	1145.09	--	--
	日均车流量(辆)	100030	120595	97701	102986	78407
京港澳高速漯河至驻马店段	通行费收入(亿元)	6.24	8.41	5.59	1.68	0.45
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	928.58	1250.97	831.62	--	--
	日均车流量(辆)	78604	107449	78286	77744	50845
京港澳高速安阳至新乡段	通行费收入(亿元)	12.25	14.30	11.19	3.13	0.79
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	1012.4	1181.82	924.52	--	--
	日均车流量(辆)	65268	76900	61130	94798	37653
京港澳高速驻马店至信阳段	通行费收入(亿元)	9.63	12.74	10.54	3.06	0.84
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	718.66	950.45	786.23	--	--
	日均车流量(辆)	41805	57473	33032	78051	20340
	通行费收入(亿元)	5.56	6.45	4.78	1.59	0.48

⁹ 京港澳高速段通行费收入降幅超过全省平均降幅，主要是：2019 年京港澳高速漯河段所辖西平站引线国道 G345 大修，由 G107 国道通往上蔡、新蔡、平舆方向的所有货车和大型客车必须绕行高速，致使京港澳高速漯河段 2019 年车流量较大，2020 年道路施工结束，恢复正常通行，车辆回流 G345 国道，使京港澳高速漯河段车辆受到影响。

路产名称	指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
大广高速公路周口段	单位里程年通行费收入（万元/公里）	394.91	458.34	221.89	--	--
	日均车流量（辆）	29488	33248	26994	42133	22115
大广高速开封至通许段	通行费收入（亿元）	2.74	3.17	2.76	0.85	0.24
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	426.59	493.59	429.70	--	--
	日均车流量（辆）	28623	31683	30567	46136	23603
大广高速息县段、息光段	通行费收入（亿元）	2.08	2.62	2.04	0.63	0.21
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	315.15	396.97	618.46	--	--
	日均车流量（辆）	17164	22310	17590	54390	13256
武西高速郑州至尧山段	通行费收入（亿元）	9.16	9.62	6.53	2.02	0.53
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	499.50	524.11	355.63	--	--
	日均车流量（辆）	23599	25817	30243	28886	22376
沪陕高速信阳至南阳段	通行费收入（亿元）	4.42	5.09	4.31	1.54	0.47
	单位里程年通行费收入（万元/公里）	241.66	278.24	235.45	--	--
	日均车流量（辆）	16974	19363	15943	27164	17283

注 1：根据河南交投提供的资料绘制；

注 2：表中通行费收入为税前口径，与子公司中原高速（税后收入）存在差异。

收费标准

根据河南省交通运输厅《河南省高速公路货车收费标准信息公开表》及《省交通运输厅、省发展和改革委员会、省财政厅关于调整我省高速公路车辆通行费计费方式及收费标准有关事项的通知》，河南省内收费公路自 2020 年起执行最新的客货车收费标准¹⁰。

图表 11. 河南省高速公路客车车型分类及通行费收费标准（单位：元/车·公里）

序号	第 1 类	第 2 类	第 3 类	第 4 类	路段
	≤9 座	10-19 座	≥39 座	≥40 座	
1	0.45	0.65	0.85	1	大广高速公路周口段等
2	0.45	0.7	0.9	1.1	沪陕高速南阳至内乡段
3	0.45	0.7	1	1.3	京港澳高速郑州至漯河段等
4	0.5	0.8	1	1.2	大广高速新乡段等
5	0.5	0.75	0.95	1.1	南林高速安阳至南乐段等
6	0.55	0.8	1	1.2	京港澳高速新乡至郑州段等
7	0.55	0.75	0.95	1.1	宁洛高速洛河至平顶山段等
8	0.55	0.8	1.1	1.3	沪陕高速内乡至西坪段等
9	0.55	0.8	1.1	1.2	呼北高速卢氏至西坪段等

资料来源：河南省交通运输厅

图表 12. 河南省高速公路货车收费标准信息公开表（单位：元/车·公里）

类别	总轴数（含悬浮轴）	收费标准 1（元/公里）	收费标准 2（元/公里）	收费标准 3（元/公里）	备注
1 类货车	2	0.45	0.50	0.55	车长小于 6 米且最大允许总质量小于 4.5 吨
2 类货车	2	1.4	1.5	1.7	车长不小于 6 米或最大允许总质量不小于 4.5 吨
3 类货车	3	1.7	1.9	2.0	
4 类货车	4	2.0	2.2	2.3	
5 类货车	5	2.3	2.4	2.6	
6 类货车	6	2.5	2.6	2.8	
适用范围说明	--	2019 年 12 月 31 日以前基本费率 0.09 元/吨·公里路段	2019 年 12 月 31 日以前基本费率 0.10 元/吨·公里路段	2019 年 12 月 31 日以前基本费率 0.11 元/吨·公里路段	

资料来源：河南省交通运输厅

¹⁰ 河南省详细路段收费标准参见网址：<http://www.hned.gov.cn/portal/rootfiles/2020/01/04/1578098408227824-1578098408229328.pdf>

根据《关于河南省实施高速公路货车通行费差异化政策的通知》，按照交公路明电〔2020〕296号文件要求，结合河南省实际，采取全网、桥隧分车型折扣方式，即在现行通车路段的通行费标准上，对2至6类货车实施差异化政策。差异化政策自豫交文〔2021〕3号印发之日2021年1月11日起实施。

图表 13. 河南省货车高速公路通行费差异化政策优惠标准

1类货车 通行费标准 的路段	2类车	3类车	4类车	5类车	6类车	路段名称
0.45 元 / 车·公里	62.86%	77.65%	88.00%	82.17%	94.00%	京港澳高速郑州至漯河段、京港澳高速漯河至驻马店段、郑民高速郑州至开封段、德上高速永城段、德上高速公路永城段（二期）等
0.50 元 / 车·公里	62.67%	74.21%	83.64%	82.08%	93.08%	商丘至登封高速公路商丘至郑州航空港经济综合实验区段、郑民高速公路开封至民权段、商丘至登封高速公路郑州航空港经济综合实验区至登封段等
0.55 元 / 车·公里	62.94%	74.50%	83.48%	81.92%	89.29%	郑州至石人山高速公路等

资料来源：河南省交通运输厅

资本投入

该公司在建高速公路项目资金来源为自筹资本金及贷款，各个项目公司负责投资建设；资本金由股东方按项目公司股权比例出资，项目采用 BOT 运作模式¹¹。政府补助方面，由沿线地方政府方负责征拆迁并承担费用，提供满足开工条件的“净地”和建设补助¹²。截至2021年3月末，公司在建高速公路总里程152.88公里，总投资185.74亿元，期末累计完成投资23.99亿元，面临资本支出压力。

图表 14. 截至2021年3月末公司在建高速公路项目情况（单位：公里，亿元）

项目	建设里程	建设时间	概算总投资	资本金比例	资本金到位	项目累计投资
沿太行高速公路新乡段 ¹³	29.57	2020.01-2022.12	25.38	20%	2.20	11.21
濮阳至湖北阳新高速公路黄河特大桥（濮阳段二期）工程项目 ¹⁴	8.13	2020.11-2023.12	28.45	20%	1.60	11.44
[第一批切块项目]淮内高速豫皖省界至淮滨段	14.68	3年	19.71	20%	0.10	1.32
[第一批切块项目]平宛高速（焦唐汝方高速）	100.50	3年	112.20	20%	--	0.02
合计	152.88	--	185.74	--	3.90	23.99

注 1：根据河南交投提供的资料绘制

注 2：高发公司、工程局集团和中铁四局有限公司分别持有河南交投平宛高速公路有限公司股权比例 51%、24.6%和 24.4%。

该公司短期及中长期项目投资安排主要出自于河南省人民政府所印发的

¹¹ 即在实施机构与项目公司签订一个长期的 PPP 项目合同后，由项目公司承担投融资、建设、运营、维护和用户服务职责，合作期满后公路及其附属设施、相关资料及相关权利等移交政府。

¹² 建设补助资金为批复概算总投资扣除土地征用费和拆迁补偿费后投资金额的 20%，但是支付给公司的周期偏长，且要根据地方政府财力和支付安排。

¹³ 2019 年 12 月，项目实施机构（新乡市市人民政府）与联合体共同签订 PPP 建设合同，其中联合体牵头人为高发公司，联合体成员包括河南省公路工程局集团有限公司（简称“工程局集团”）、河南交投交通建设集团有限公司（简称“豫交建”，原名河南省高速公路实业开发有限公司）、河南中天高新智能科技股份有限公司（简称“中天智能”）、河南省第一公路工程有限公司（简称“第一工程公司”），各方按约定出资共同组成项目公司，高发公司作为牵头人占项目公司出资比 97%，工程局集团出资比 1.5%，其他联合体成员出资比均为 0.5%。

¹⁴ 同沿太行高速公路新乡段脚注。

《河南省高速公路规划（2021-2035）的通知》和《关于加快高速公路建设的意见》，河南省将全面启动实施高速公路“13445工程”¹⁵，并将“13445工程”分批切块建设。切块项目计两批下达，其中第一批项目16个、建设里程1000公里、总投资约1412亿元；第二批项目建设里程1200公里，总投资1600亿元。公司作为河南省经营性高速公路主要的投融资和运营主体，第一批切块项目中将承接8个，建设里程约517公里、总投资额约668亿元；第二批切块项目中将承接10个，建设里程约616公里、总投资约746亿元，公司“十四五”期间高速公路建设任务重，面临的投资支出压力加大。

图表 15. 河南省“13445工程”两批次中公司参与投建项目情况（单位：亿元）

第一批切块项目表			第二批切块项目表		
路段	规划里程	概算投资	路段	规划里程	概算投资
淮内高速豫皖省界至淮滨段	14.7	19.0	郑州至辉县高速公路	60	92
大别山高速明港至鸡公山段	96.5	135.3	安阳至新乡高速新乡段	43	54
阳新高速豫鲁界至宁陵段	32.6	29.0	沿黄高速民权至兰考段	54	50
阳新高速沈丘至豫皖界段	24.3	25.0	焦作至平顶山高速焦作至荥阳段	35	68
大别山高速鸡公山至商城（豫皖界）段	125.5	172.0	焦作至平顶山高速新密至襄城段	96	121
焦唐高速汝州至方城段	90.0	108.0	周口至平顶山高速临颍至襄城段	49	56
郑州至洛阳高速	95.0	135.0	兰考至沈丘高速兰考至太康段	110	120
阳信高速固始至商城段	38.13	44.44	沈丘至卢氏高速沈丘至遂平段	115	120
/	/	/	固始至豫皖省界高速公路	45	52
			信阳至随州（豫鄂界）高速公路	9	13
合计	516.73	667.74	合计	616	746

注：根据河南交投提供的资料绘制。

B. 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”）、河南高速房地产开发有限公司（简称“高速地产”）以及河南君宸置业有限公司（简称“君宸置业”）。英地置业和高速地产均具有房地产开发企业一级资质，君宸置业为房地产暂定级资质，公司房地产项目类型以住宅为主，土地主要通过在一二级市场竞拍方式获得。2018-2020年及2021年第一季度，房地产业务分别结转收入5.27亿元、6.70亿元、11.41亿元和2.36亿元，业务毛利率分别为49.96%、63.91%、38.75%和49.15%，波动系结转项目差异所致，2020年以来主要结转项目为奥兰和园。

图表 16. 2021年3月末公司房地产已完成开发项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	所在地	建筑面积	预计总投资	累计已投资	累计回款金额	销售进度（按可销售面积）	项目主体
英地·天骄华庭	郑州	33.00	16.59	16.59	38.33	100%	英地置业
金台府邸	郑州	21.47	12.50	12.50	22.15	98.00%	
奥兰花园	郑州	45.65	23.15	22.72	25.63	100%	高速地产
商丘一品江山	商丘	17.22	5.17	5.16	5.40	95.83%	
信阳奥兰	信阳	7.32	2.69	2.56	2.73	96.28%	
周口奥兰天和家园一期、二期	周口	9.20	3.63	3.76	3.91	一期销售 98.56%； 二期销售 96.79%	
保亭海南奥兰花园一期	海南保亭	7.99	4.58	4.17	4.58	95.31%	
奥兰和园	郑州	20.02	12.48	12.17	14.81	86.9%	

¹⁵ 到2025年年底，全省高速公路通车里程达到10000公里以上，新增通车里程3000公里以上，完成投资4000亿元以上，力争通车里程居全国第四位、路网密度居全国第5位。

项目名称	所在地	建筑面积	预计总投资	累计已投资	累计回款金额	销售进度（按可销售面积）	项目主体
合计	--	161.87	80.79	79.63	117.54	--	--

资料来源：河南交投下属子公司中原高速

图表 17. 截至 2021 年 3 月末公司房地产在建在售项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	所在地	可售面积	预计总投资	已完成投资	项目建设期	销售进度（按可销售面积）	累计回款金额	未来三年投资支出			项目主体
								2021 年	2022 年	2023 年	
泰和院	许昌	24.00	12.80	7.31	2012-2022 年	32.75%	2.88	1.05	0.80	1.20	英地置业
运河上苑	新郑	11.63	8.64	5.87	2017-2023 年	0.34%	0.06	0.87	1.14	0.83	
英地凤池桂苑	郑州	14.75	17.77	7.65	2021-2024 年	--	--	0.80	2.30	2.50	
小计	--	50.38	39.21	20.83	--	--	2.94	2.72	4.24	4.53	
周口奥兰天和家园三期	周口	9.57	4.13	1.90	2018-2022 年	10.16%	0.51	0.87	0.57	0.09	高速地产
保亭海南奥兰花园项目二期	海南保亭	8.58	7.64	4.24	2019-2022 年	--	1.40	1.88	1.16	0.80	
中牟奥兰置业	中牟	尚未确定	10.30	5.03	2021-2025 年	--	--	0.76	1.60	1.05	
小计	--	--	22.07	11.17	--	--	1.91	3.51	3.33	1.94	
合计	--	--	61.28	32.00	--	--	4.85	6.23	7.57	6.47	--

资料来源：河南交投下属子公司中原高速

英地置业成立于 2008 年 8 月，开发完成的项目为英地天骄华庭项目和英地金台府邸项目，项目资金回笼能力尚可。在开发项目 3 个，包括泰和院、运河上苑和英地凤池桂苑，规划总投资 39.21 亿元，截至 2021 年 3 月末累计投资 20.83 亿元；其中泰和院项目位于许昌，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，计划总投资 12.80 亿元，一期项目已基本完工，累计投资 7.31 亿元，并于 2013 年末开始销售，泰和院项目周边人流量偏少，去化水平偏弱且建设进度偏长，截至 2021 年 3 月末累计回笼资金 2.88 亿元；2017 年英地置业开工英地运河上苑项目，计划总投资 8.48 亿元，包含土地成交价 3.36 亿元，于 2020 年 5 月底开盘预售，项目整体预计回笼资金近 10 亿元；英地凤池桂苑为英地置业储备项目，根据公司 2019 年 8 月公告，英地置业竞拍获得国有建设用地使用权，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。

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、信阳市及海南省保亭县完成土地摘牌。目前高速地产在开发项目有 3 个，规划总投资 22.07 亿元，截至 2021 年 3 月末已完成投资 11.17 亿元；其中中牟奥兰置业为高速地产的储备项目，根据 2020 年 9 月 22 日公告，高速地产竞拍获得牟政出（2020）33 号（网）土地国有建设用地使用权，土地面积 3.87 万平方米，成交价 4.62 亿元，用途为城镇住宅，该土地款项已完成缴纳。其他储备项目方面，高速地产土地储备项目“1136 项目”（设施农用地），土地面积 70.77 万平方米，已全额支付土地出让金合计 1.07 亿元。

截至 2020 年末，君宸置业暂无地产项目建设。2019 年 10 月，该公司根据

君宸置业土地开发前期费用及土地竞拍资金需求，以自有资金向君宸置业增加注册资本 9.90 亿元，关注后续土地竞拍计划和资金配置安排。

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。

C. 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%）、河南高速石化有限责任公司（简称“高速石化”，公司持股 51%）和河南高速能源有限责任公司（简称“高速能源”，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，一部分油品通过合资股东方给予授信额度，每 10 天或 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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，油品贸易业务实现收入分别为 17.97 亿元、19.34 亿元、19.93 亿元和 4.89 亿元，毛利率分别为 15.76%、19.70%、20.78%和 23.50%。

D. 工程施工业务

2018 年，该公司工程施工业务运营主体为工程局集团¹⁶，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。2018 年工程施工业务收入 11.40 亿元，业务毛利率 37.99%。

2019 年，该公司为切实贯彻《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，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，工程局集团不再纳入合并范围，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。2020 年末，公司已收取转让款 8.18 亿元，并持有工程局集团 30%股权。

受工程局集团不再纳入合并范围影响，该公司工程施工业务营收规模和毛利水平均出现明显下降，目前工程施工业务运营主体主要为河南交投交通建设

¹⁶ 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。

集团有限公司（简称“豫交建”，原名河南省高速公路实业开发有限公司）和河南中天高新智能科技股份有限公司（简称“中天智能”）等，同时 2019-2020 年，工程施工业务收入分别为 4.34 亿元和 1.27 亿元，2020 年收入降幅系中天智能 2019 年实施“取消省界收费站专项工程”使其 2019 年收入增幅偏大；同期业务毛利率分别为 21.91%和 32.34%。

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。秉原投资主要负责基金投资，其成立于 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 7.00 亿元；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。

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。2018-2020 年主要投资基金的损益分别为-1.50 亿元¹⁷、0.10 亿元和 1.32 亿元。

图表 18. 截至 2020 年末长期股权投资主要基金情况（单位：亿元）

项目或基金名称	公司出资	基金类型	投资标的主要分布行业	投资期限	预计退出方式	2018 年收益	2019 年收益	2020 年收益
上海秉原安股权投资发展中心（有限合伙）	3.00	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	基金清算，合伙企业解散	0.01	-0.01	0.61
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		0.02	-0.03	-0.004
上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）	3.23	项目公司股权	生态农业、制造业	10 年		-1.49	0.16	1.16
上海卓衍资产管理中心（有限合伙）	2.81	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		-0.04	-0.02	-0.45
小计	10.82	--	--	--	--	-1.50	0.10	1.32

资料来源：河南交投（四舍五入存在尾差）

图表 19. 截至 2020 年末公司主要直接投资情况（单位：%，亿元）

投资对象	最新持股比例	投资余额	2018 年投资收益	2019 年投资收益	2020 年投资收益
中原信托有限公司	31.91	26.83	1.32	1.31	0.50
中原农业保险股份有限公司	25.86	6.09	0.05	0.07	0.10
河南资产管理有限公司	13.19	5.82	0.30	0.38	0.42
河南绿地商城置业有限公司	20.00	3.05	-0.09	0.47	0.07
河南省公路工程局集团有限公司	30.00	4.75	--	3.35	-0.05
小计	--	46.54	1.58	5.58	1.04

资料来源：河南交投

¹⁷ 2018 年联营企业上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）对部分股权基金项目计提资产减值损失，公司当期按照权益法确认投资亏损 1.49 亿元。

该公司本部对外主要参股中原信托有限公司、中原农业保险股份有限公司、河南资产管理有限公司、河南绿地商城置业有限公司和河南省公路工程局集团有限公司等。2018-2020 年，公司投资上述企业确认投资收益分别为 1.58 亿元、5.58 亿元和 1.04 亿元。

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，且与高速公路主业特征相差较大，该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。

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 2021 年 3 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 2020 年审计报告披露，2020 年公司购销商品、提供和接受劳务的关联交易金额为 3.63 亿元，关联交易对象为工程局集团。关联方资金拆借方面，截至 2020 年末公司拆出资金给河南绿地商城置业有限公司余额 1.18 亿元。关联方往来方面，截至 2020 年末公司应收关联方金额合计 1.27 亿元，应付关联方金额合计 1.02 亿元。

(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。实际工作中，截至 2021 年 3 月末，公司到位董事成员 3 名，到位监事 1 名。

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）管理架构及模式

该公司根据自身经营业务需要设立了综合事务部（董事会办公室）、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（巡察办）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制度和业务管理、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 2021 年 7 月 19 日《企业征信报告》，公司本部暂无债务违约情况。

图表 20. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	本部	中原高速	高发公司
欠贷欠息	企业征信报告	-	无 [2021.07.19]	无 [2021.07.27]	无 [2021.04.07]
各类债券还本付息	Wind	2021.09.03	暂无		
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台；天眼查	2021.09.03	相关合同纠纷等，综合影响可控		
工商与税收	国家企业信用信息公示系统；天眼查	2021.09.03	暂无		

资料来源：根据河南交投所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

3. 发展战略

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 等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。未来投资安排方面，公司将承担河南省高速公路“13445 工程”批次项目建设与运营，近五年内项目资本支出规模偏大，面临较大资本支出压力。

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；目前公司在建项目仍有一定规模资本支出安排，且“十四五”期间公司将投资运营省内“13445 工程”高速公路路网规划批次项目，公路投资建设压力不减，负债规模仍有上升的压力。公司主业现金流回笼较强，经营活动现金流持续大额净流入，加之外部融资渠道较通畅，可对项目投资、债务偿付和循环提供一定支撑。

1. 公司财务质量

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018-2020 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建设投资职责。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¹⁸；2019 年公司以 8.18 亿元价格转让工程局集团 70% 股权至绿地控股集团有限公司，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，工程局集团不再纳入合并范围。2020 年公司合并口径增加河南交通投资集团（天津）商业保理有限公司、河南交通投资集团（天津）供应链管理有限公司、河南交投大别山明鸡高速公路有限公司、河南交投固商高速公路有限公司、河南交投民沈高速公路有限公司、河南交投平宛高速公路有限公司、河南交投商罗高速公路有限公司、河南交投沈宛高速公路有限公司、河南交投技术咨询有限公司、河南滨淮高速公路有限公司、河南交投中原高速郑洛建设有限公司、河南郑东奥兰置业有限公司和中牟奥兰置业有限公司等 13 家子公司，当期同一控制下吸收合并河南宛龙高速公路有限公司、河南淮信高速公路有限公司、河南新永高速公路有限责任公司、河南明开高速公路有限责任公司和上海秉原股权投资有限公司等 5 家子公司。截至 2020 年末，纳入公司合并口径子公司共计 67 家。

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），借入三期可续期委托借款合计 40.00 亿元（已于 2020 年 8-10 月陆续偿付）；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）；2019 年子公司中原高速开展银行永续类融资 17.50 亿元；

¹⁸ 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。

2020 年公司发行永续中票 61.00 亿元（20 豫交投 MTN002、20 豫交投 MTN003 和 20 豫交投 MTN004）和北金所永续债权计划 40.00 亿元，当期偿付 50 亿元永续中票（17 豫交投 MTN001 和 17 豫交投 MTN002）和三期永续委托借款 40.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司存量权益类融资工具金额合计 193.50 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 21. 权益类债务调整对比表

重要指标	调整前				调整后			
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
总负债（亿元）	1206.28	1277.60	1305.61	1349.71	1370.63	1459.45	1498.42	1542.52
刚性债务（亿元）	1078.30	1121.37	1192.85	1248.97	1242.65	1303.22	1385.66	1441.77
所有者权益（亿元）	573.04	623.90	635.89	646.48	408.68	442.05	443.08	453.67
资产负债率（%）	67.79	67.19	67.25	67.61	77.03	76.75	77.18	77.27
权益资本与刚性债务比率[%]	53.14	55.64	53.31	51.76	32.89	33.92	31.98	31.47
EBITDA/刚性债务（倍）	0.09	0.08	0.07	—	0.08	0.07	0.06	—

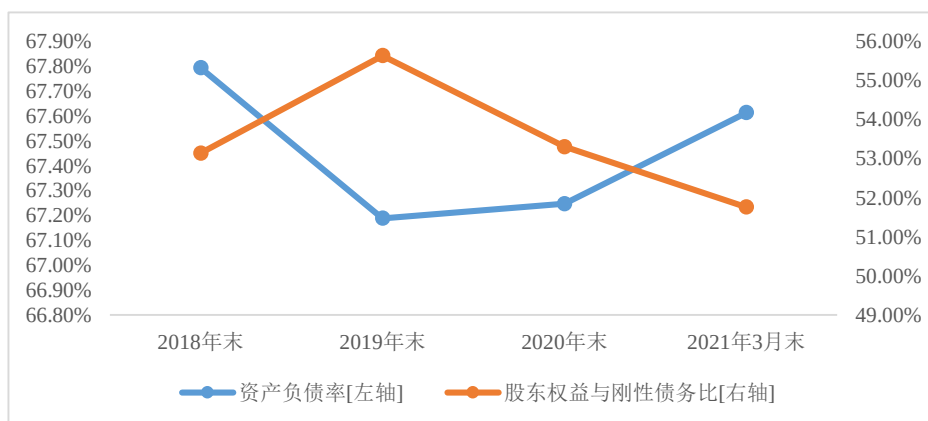
资料来源：河南交投

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

图表 22. 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

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 573.04 亿元、623.90 亿元、635.89 亿元和 646.48 亿元，权益资本集中于实收资本、资本公积、其他权益工具和少数股东权益，其中实收资本均为 267.47 亿元，资本公积（含其他综合收益）分别为 6.76 亿元、43.80 亿元、45.82 亿元和 45.82 亿元，2019 年末较上年末大幅增长系划拨土地暂估入账¹⁹所致；2018-2019 年末其他权益工具均为 164.35 亿元，主要为永续类债务融资工具，2020 年末其他权益

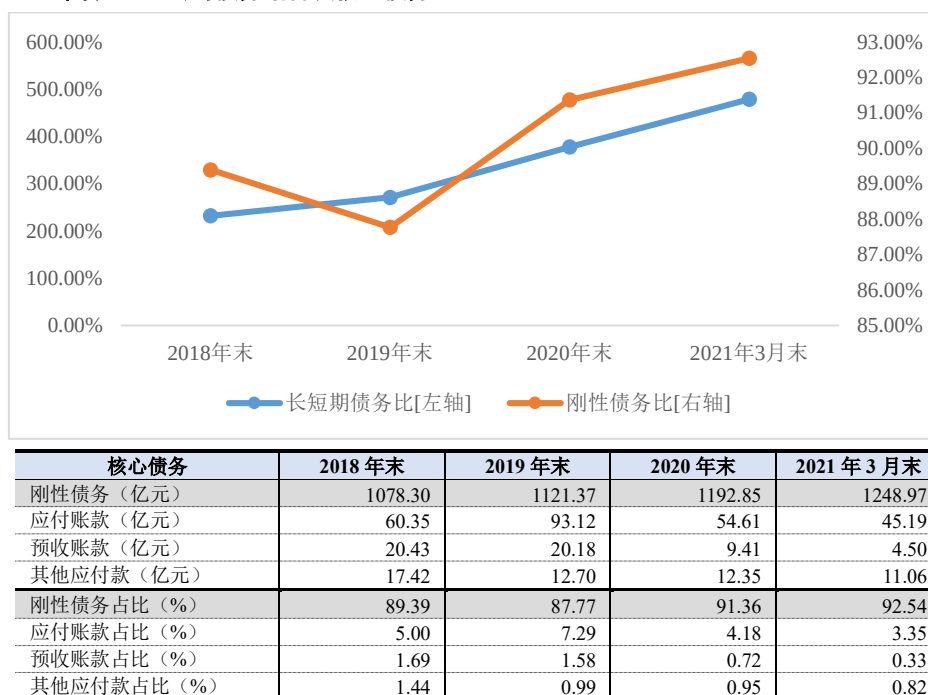
¹⁹ 河南宛龙高速公路有限公司 2019 年将高速公路沿线平顶山市、南阳市、周口市、驻马店市四地市划拨土地暂按征地拆迁费概算金额暂估入账及河南淮信高速公路有限公司 2019 年将划拨土地暂按征地拆迁费概算金额暂估入账，按照河南高速公路发展有限责任公司持股比例确认的资本公积。

工具较上年末同比增长 6.67%至 175.31 亿元，主要系 17 豫交投 MTN001 和 17 豫交投 MTN002 及永续期委托借款兑付，并发行 20 豫交投 MTN002、20 豫交投 MTN003 和 20 豫交投 MTN004 及北金所永续期债权融资计划所致。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，少数股东权益分别为 154.34 亿元、169.15 亿元、173.39 亿元和 177.31 亿元，为下属控股子公司少数股东资本投入及上市子公司中原高速权益融资²⁰，2019 年末较上年末增长 9.59%，主要系中原高速实现净利润中归属少数股东权益增加所致。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司未分配利润分别为-21.30 亿元、-21.76 亿元、-27.75 亿元和-21.01 亿元，为以前年度亏损所致，2019 年虽有经营利润留存，但因支付权益融资工具的利息导致未分配利润支出近 8.33 亿元，2019 年末未分配利润较上年末无重大变化；2020 年因疫情影响利润留存有所缩减且支付权益融资工具的利息 8.03 亿元，导致期末未分配利润亏损有所扩大。

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及周转，存量债务规模偏大。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，负债总额分别为 1206.28 亿元、1277.60 亿元、1305.61 亿元和 1349.71 亿元，资产负债率分别为 67.79%、67.19%、67.25%和 67.61%，若将永续期债务融资工具纳入负债考虑，实际资产负债率分别为 77.03%、76.75%、77.18%和 77.27%，债务经营程度较高。

图表 23. 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）

²⁰ 2015 年 6 月中原高速发行 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 17 亿元（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 17 亿元，中原高速优先股已全部赎回，2019 年 8 月与 11 月，中原高速开展银行永续类融资 17.50 亿元入账少数股东权益。

从负债期限结构来看，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 231.98%、271.05%、377.82%和 478.77%，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收回时间长等特性。

该公司负债主要由刚性债务²¹、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，2020 年末刚性债务总额 1192.85 亿元，占负债总额比重 91.36%，较上年末增长 6.37%；应付账款余额 54.61 亿元，较上年末减少 41.36%，科目余额主要为应付建设项目的工程款、工程质保金和材料款等，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，期末降幅系支付项目工程款和项目尾款等所致；预收款项余额为 9.41 亿元，较上年末减少 53.35%，主要为预收租赁款，期末降幅系原预收房款调整至合同负债科目；其他应付款（不含应付股利和应付利息）余额 12.35 亿元，较上年末减少 2.75%，主要是应付外部往来款、工程款和保证金等。2021 年 3 月末，负债结构较上年末暂无重大变化。

B. 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	253.39	206.02	179.93	152.99
其中：短期借款	44.10	21.83	63.11	49.60
一年内到期长期借款	62.70	87.67	63.09	86.83
应付短期债券	23.00	36.20	16.30	16.56
其他短期刚性债务	123.58	60.31	37.44	-
中长期刚性债务合计	824.91	915.35	1012.92	1095.98
其中：长期借款	620.71	748.89	831.09	902.05
应付债券	204.20	166.46	181.83	193.92
新增债务融资成本（年化，%）	4.76	4.28	3.80	4.20

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；2021 年 3 月末一年内到期的非流动负债未作拆分，均归入一年内到期的长期借款）

2020 年末，该公司刚性债务余额 1192.85 亿元，较上年末增长 6.37%，以中长期刚性债务为主。同期末短期刚性债务余额 179.93 亿元，较上年末减少 12.66%，短期刚性债务现金覆盖率为 23.80%，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 1012.92 亿元，较上年末增长 10.66%，主要为新增长期借款还本付息并优化债务结构所致。2021 年 3 月末，刚性债务余额 1248.97 亿元，较上年末增长 4.70%，其中中长期刚性债务占比 87.75%，刚性债务期限结构合理。

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，有助于运营保持稳定。刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，2020 年末银行借款余额 957.29 亿元，主要由信用借款和质押借款构成，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；银行借款主体集中在下属子公司中原高速和高发公司。应付债券方面，主要债券发行主体为公司本部和子公司中原高速，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。

²¹ 此处列式未含权益类融资工具。

图表 25. 公司 2020 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	长期借款 期末利率区间
质押借款		63.09	730.98	3.92-5.225%
信用借款	63.11		100.11	3.815-4.9%
合计	63.11	63.09	831.09	--

注：根据河南交投提供的资料绘制

外部融资成本方面，2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司新增债务融资成本（不含永续类债务融资工具）分别约为 4.76%、4.28%、3.80%和 4.20%，融资成本控制尚可。

C. 或有负债

截至 2020 年末，该公司下属子公司英地置业、高速房地产及其子公司、孙公司为等作为担保方为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保，商品房产权证办下来后担保责任解除，担保金额为 12.90 亿元，担保比率 2.03%；此外，2020 年末公司重大未决诉讼或仲裁涉及标的额合计 1.72 亿元，或有负债风险可控。

（2）现金流量

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入现金率（%）	105.51	107.95	96.20	89.60	119.21
业务现金收支净额（亿元）	71.87	82.43	66.45	17.56	7.40
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.69	-4.55	0.97	-0.37	-2.21
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	69.18	77.89	67.42	17.19	5.19

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

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，2018-2020 年及 2021 年第一季度，营业收入现金率分别为 105.51%、107.95%、96.20%和 89.60%，经营活动净现金流量分别为 69.18 亿元、77.89 亿元、67.42 亿元和 17.19 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，因新冠疫情带来的政策性收费减免等因素导致 2020 年经营活动现金流入缩减，但为短期影响并恢复常态运营，2021 年第一季度业务现金收支净额较上年同期增长 137.22%。

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额（含投资收益与处置子公司）	2.26	1.43	-1.78	0.29	5.35
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	-56.99	-84.07	-61.16	-40.43	-25.38
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.52	-9.56	-20.51	-0.06	-0.09
投资环节产生的现金流量净额	-53.21	-92.21	-83.45	-40.20	-20.11

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，该公司投向主要为高速公路项目和房地产项目。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，投资活动产生的净现金流量分别为-53.21 亿元、-92.21 亿元、-83.45 亿元和-40.20 亿元。随着高速公路项目持续投资推进，公司保持较大规模资本支出，且经营环节现金净流量可一定程度上支撑高速公路项目投资需求。此外，2019 年初工程局集团划出合并口径时账面有 10 亿元货币资金，因此导致其他因素对投资环节现金流量影响净额为-9.56 亿元；2020 年公司收回对工程局集团拆借款 10.00 亿元，但当期子公司高发公司先行支付永城煤电、焦作煤业、鹤壁煤业所持有永煤集团股份有限公司 30.00 亿元股权转让款²²，导致其他因素对投资环节现金流量净流出 20.51 亿元。

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
权益类净融资额	-29.93	-3.79	-0.48	-0.50	-0.55
其中：永续债及优先股	-17.00	抵消后 0.50	抵消后 11.00	--	--
债务类净融资额	20.11	-16.70	22.67	43.00	29.28
其中：现金利息支出	54.75	67.62	55.37	15.25	15.95
其他与筹资活动有关现金净额	-1.47	-2.01	-5.79	-0.01	5.62
筹资环节产生的现金流量净额	-11.29	-22.50	16.40	42.49	34.36

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，筹资活动净现金流净额分别为-11.29 亿元、-22.50 亿元、16.40 亿元和 42.49 亿元，其中权益类融资净额分别为-29.93 亿元、-3.79 亿元、-0.48 亿元和-0.50 亿元，2018 年流出主要为中原高速赎回 17.00 亿元优先股及分配股利和利润等；2019 年流出主要为中原高速融资银行永续类债的流入与偿还优先股、分配股利及利润流出的差额；2020 年权益活动系公司发行永续中票 61.00 亿元（20 豫交投 MTN002、20 豫交投 MTN003 和 20 豫交投 MTN004）和北金所永续期债权计划 40.00 亿元，当期偿还永续中票 50.00 亿元（17 豫交投 MTN001 和 17 豫交投 MTN002）和三期永续期委托借款 40.00 亿元。2018-2020 年及 2021 年第一季度，债务类融资净额分别为 20.11 亿元、-16.70 亿元、22.67 亿元和 43.00 亿元，其中利息支出 54.75 亿元、67.62 亿元、55.37 亿元和 15.25 亿元，利息偿付压力较大。

图表 29. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.60	1.55	1.37
EBITDA/刚性债务(倍)	0.09	0.08	0.07
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	21.20	22.01	21.84
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	6.64	7.08	5.83

²² 2020 年 11 月 23 日，高发公司与永城煤电控股集团有限公司（简称“永城煤电”）、焦作煤业（集团）有限责任公司（简称“焦作煤业”）、鹤壁煤业（集团）有限责任公司（简称“鹤壁煤业”）签订股权转让合同，永城煤电、焦作煤业、鹤壁煤业拟将所持永煤集团股份有限公司（简称“目标公司”）的股份作价 30 亿元，转让给高发公司。协议约定：（1）高发公司先行向永城煤电、焦作煤业、鹤壁煤业支付 30 亿元的股权转让款，在具体确认股权转让份额后冲抵股份转让价款；（2）高发支付预付款后，永城煤电、焦作煤业、鹤壁煤业分别将所持目标公司的 1.4 亿股、0.8 亿股、3.978 亿股股份质押给高发公司，并办理了股份质押登记；（3）本次股份转让完成之前，各方可协商解除股权转让协议或补充协议，届时，永城煤电、焦作煤业、鹤壁煤业公司应当返还高发公司支付的 30 亿元股份转让预付款，并按照年利率 4.41%向高发公司支付资金占用费；（4）本次股份转让完成之后，高发公司享有目标股份对应的股东权利。自评估基准日起至预付股权转让款支付完毕之日止，目标公司股份对应的期间损益由永城煤电、焦作煤业、鹤壁煤业公司享有和承担；自预付股份转让款支付完毕之日起至股份转让完成之日止，目标公司股份对应的期间损益由高发公司享有和承担。鉴于目标公司尚未完成审计评估备案，支付的 30 亿元股份转让款所对应的目标公司股份份额无法确认，高发公司将支付的 30 亿元股份转让款分类至其他非流动资产。

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	4.90	-4.05	-5.19
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	1.53	-1.30	-1.38

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，2018-2020 年分别为 90.82 亿元、85.31 亿元和 76.13 亿元，EBITDA 对利息支出的覆盖能力尚可，但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，经营活动现金流入可以一定程度支撑主业资金需求，但仍需持续关注债务循环压力、利息偿付安排及高速公路项目资金配置与投融资安排。

(3) 资产质量分析

图表 30. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	190.69	127.15	106.15	126.33
	10.72%	6.69%	5.47	6.33
其中：货币资金（亿元）	78.68	43.85	42.82	62.31
应收账款（亿元）	10.77	7.61	7.85	10.13
其他应收款（亿元）	30.48	27.20	8.21	6.79
存货（亿元）	61.90	42.97	42.60	41.66
其他流动资产（亿元）	6.98	4.28	3.30	3.86
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	1588.63	1774.35	1835.35	1869.86
	89.28%	93.31%	94.53	93.67
其中：固定资产（亿元）	431.50	430.22	426.25	425.50
在建工程（亿元）	68.01	6.24	14.40	41.56
可供出售金融资产（亿元）	16.82	12.30	22.56	--
其他权益工具投资（亿元）	--	2.46	2.18	24.44
长期股权投资（亿元）	43.72	55.28	56.92	57.87
无形资产（亿元）	1000.76	1236.77	1247.01	1244.26
其他非流动资产（亿元）	12.75	12.56	45.47	53.57
期末全部受限资产账面金额（亿元）	未披露	1234.54	1322.11	/
受限资产账面余额/总资产（%）	/	64.92	68.10	/

资料来源：根据河南交投所提供数据整理（/表示未提供）

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司资产总额分别为 1779.32 亿元、1901.50 亿元、1941.50 亿元和 1996.19 亿元。其中非流动资产分别为 1588.63 亿元、1774.35 亿元、1835.35 亿元和 1869.86 亿元，占总资产的比重近 90%，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，2020 年末无形资产 1247.01 亿元，较上年末增长 0.83%，主要为土地使用权和高速公路特许经营权；固定资产净值 426.25 亿元，主要为高速公路资产；在建工程 14.40 亿元，较上年末增长 130.71%，主要为在建高速公路项目与配套持续投资，增幅系在建项目高速公路黄河特大桥工程和沿太行高速公路新乡段工程持续投入所致；长期股权投资 56.92 亿元，较上年末增长 2.98%，增幅系公司对联营企业上海秉原安股权投资发展中心追加投资 2.09 亿元；可供出售金融资产 22.56 亿元，较上年末增长 83.33%，主要为公司持有的河南民航发展投资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，增幅系公司追加对河南民航发展投资有限公司²³和河南许信高速公路有限公司投资；其他非流动资产 45.47 亿元，较上年末增长 262.08%，包含待抵扣进项税等，增幅主要为子公司高发公司先行支付永城煤电、焦作煤业、鹤壁煤业所持有永煤集团股份有限公司 30.00 亿元股权转让款，鉴于永煤集团股份有限公司尚未完成审计评估备案，高发公司支付的股份转让款所对应的股份份额无法确认，故将股份转让款分类至其他非流动资产，新世纪评级持续关注股权份额确认进度和标的公司经营状况。2021 年 3 月末，非流动资产构成较上年末无重大变化，其中在建工程较上年末增长 188.68%至 41.56 亿元，主要系在建高速公路项目投资所致；可供出售金融资产科目余额分类至其他权益工具投资科目；其他非流动资产较上年末增长 17.82%至 53.57 亿元，增幅系预付工程款-固定资产类项目。

2020 年末，该公司流动资产 106.15 亿元，主要由货币资金、存货、其他应收款和其他流动资产构成。其中货币资金 42.82 亿元，受限规模小，现金比率 15.67%，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 42.60 亿元，较上年末基本持平，主要为自制半成品及在产品和库存商品（房地产项目）、工程施工（已完工未结算款）；其他应收款 8.21 亿元，较上年末减少 67.18%，降幅系公司收到工程局集团归还借款 10.00 亿元、股权转让款 5.70 亿元和股利 1.22 亿元等，余额主要为应收河南高速公路发展有限责任公司连霍郑洛改建工程项目部、河南金水金科建设发展有限公司和河南绿地商城置业有限公司往来款和借款。2021 年 3 月末，流动资产构成较上年末无重大变化，其中货币资金较上年末增长 45.50%至 62.31 亿元，增幅主要系刚性兑付增加及项目投入的资金储备。

（4）流动性/短期因素

图表 31. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	52.48	36.93	38.85	54.17
现金比率（%）	21.65	12.74	15.67	26.72
短期刚性债务现金覆盖率（%）	31.05	21.29	23.80	40.73

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，2020 年末及 2021 年 3 月末流动比率分别为 38.85%和 54.17%。2020 年末受限资产规模 1322.11 亿元，受限比率 68.10%，路产收费权及相关资产被抵质押，或一定程度影响未来融资空间。

图表 32. 2020 年末公司资产受限情况表（单位：亿元）

项目	受限资产账面价值	占科目比重	受限原因
货币资金	0.57	1.33%	保证金
固定资产	343.38	80.56%	质押
无形资产	978.13	78.44%	质押

²³ 公司参股河南民航发展投资有限公司，截至 2020 年末持股比例为 20.8458%。

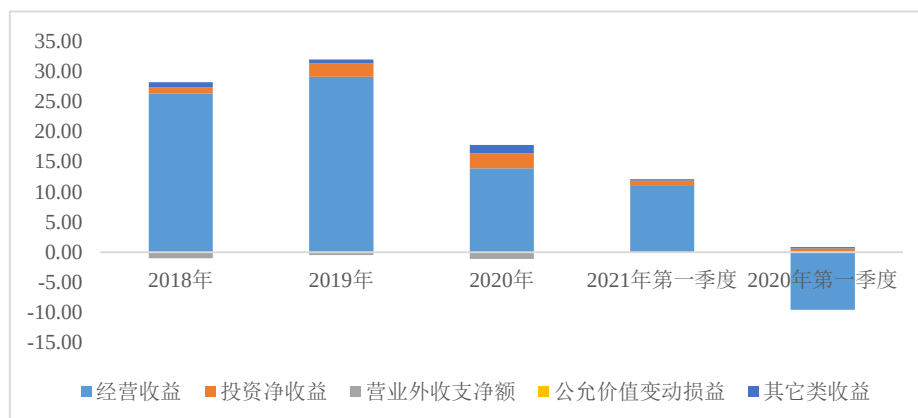
项目	受限资产账面价值	占科目比重	受限原因
投资性房地产	0.03	0.43%	资产权属证明未更正
合计	1322.11	68.10%	--

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

3. 公司盈利能力

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，主业收费公路建设及运营较稳健，为收入和利润提供稳定来源，房地产销售业务受项目推进进度和结转时间影响而产生波动。2018-2020 年及 2021 年第一季度，营业收入分别为 142.74 亿元、160.55 亿元、140.41 亿元和 38.90 亿元，综合毛利率分别为 64.07%、65.94%、56.46%和 69.27%，因良好的路产质量和不计提折旧政策，主业毛利率较高；同期经营收益分别为 26.29 亿元、29.08 亿元、13.89 亿元和 10.96 亿元，年度间主业经营积累能力较强，因疫情政策性免收通行费等安排，2020 年通行费收入缩减，毛利水平和经营收益下滑。

图表 33. 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 34. 公司经营收益结构分析

经营收益结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度	2020 年第一 季度
营业收入合计（亿元）	142.74	160.55	140.41	38.90	18.11
毛利（亿元）	91.45	105.87	79.27	26.94	5.45
其中：通行费业务（亿元）	81.82	95.49	69.97	24.67	3.20
房地产开发（亿元）	2.63	4.28	4.42	1.16	1.24
毛利率（%）	64.07	65.94	56.46	69.27	30.09
其中：通行费业务（%）	80.39	78.82	71.94	82.48	42.68
房地产开发（%）	49.96	63.91	38.75	49.15	36.29
期间费用率（%）	44.17	36.69	45.32	39.47	81.56
其中：财务费用率（%）	38.18	32.08	39.15	35.45	74.33
全年利息支出总额（亿元）	56.65	55.17	55.55	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	2.77	3.99	0.29	-	-
通行费收入利息覆盖倍数（倍）	1.80	2.20	1.75	-	-

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司期间费用（含研发费用）分别为 63.04 亿元、58.90 亿元、63.63 亿元和 15.35 亿元，其中财务费用占比超过 85%，同期期间费用率分别为 44.17%、36.69%、45.32%和 39.47%，期间费用严重侵

蚀利润，2020 年因收入下滑，利息支出侵蚀进一步凸显。此外，2019 年公司资产减值损失 15.31 亿元，主要系河南交发集团往来款计提减值 11.58 亿元（收回难度较大，根据会计谨慎性原则计提减值）所致。

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，2018-2020 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 56.65 亿元、55.17 亿元和 55.55 亿元，同期通行费收入分别为 101.78 亿元、121.16 亿元和 97.26 亿元，通行费收入对利息的覆盖倍数为 1.80 倍、2.20 倍和 1.75 倍，通行费收入对利息偿付能够提供一定保障；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，路产效益存在不确定性，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 35. 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	2018 年	2019 年	2020 年
其他收益	0.49	0.88	1.19
投资净收益	1.02	2.20	2.52
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.50	2.90	2.43
处置长期股权投资产生的投资收益	--	-1.20	0.002
可供出售金融资产等取得的投资收益	0.30	0.18	0.05
营业外收入	1.11	0.35	0.42
其中：政府补助	0.00	0.03	0.20
非流动资产处置利得	0.77	0.002	0.11

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，开展金融投资和股权投资，投资收益保持一定规模，2018-2020 年及 2021 年第一季度，实现投资收益分别为 1.02 亿元、2.20 亿元、2.52 亿元和 0.90 亿元，同期营业外收入分别为 1.11 亿元、0.35 亿元、0.42 亿元和 0.07 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 21.53 亿元、26.15 亿元、15.40 亿元和 10.57 亿元，2020 年因新冠疫情政策性减免通行费导致收入明显下滑，加之成本费用持续支出，利润空间受冲击，净利润同比减少 41.12%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

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，职能定位明确，企业站位高。近年来主业通行费业务较稳健经营，施工业务经营主体工程局集团因混合所有制改革，收入结构进一步向收费公路主业聚集。

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，且以利息支出为主的期间费用对利润形成侵蚀；加之公司将投资运营省内“13445 工程”高速公路路网规划批次项目，增量债务压力不减。但得益

于主业现金流回笼较稳定，经营活动现金流持续净流入，并可对项目投资资金需求提供一定支撑，加之外部融资渠道较通畅，综合上述可对项目投入、债务偿付和循环提供一定保障。

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，截至 2021 年 3 月末，公司管理路段（含代管路段）总里程约 3847 公里，其中主线里程 3776.38 公里，主线里程占全省高速公路通车里程比重为 53.19%。

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。2021 年 3 月末公司获得各银行等金融机构授信额度共计 3100.57 亿元，其中已使用授信额度 1308.67 亿元，剩余额度 1791.90 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 36. 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	剩余额度
全部（亿元）	3100.57	1308.67	1791.90
其中：国家政策性金融机构（亿元）	437.71	292.31	145.40
工农中建交五大商业银行（亿元）	1237.01	631.23	605.78
其中：大型国有金融机构占比（%）	54.01	70.57	41.92

资料来源：根据河南交投所提供数据整理（截至 2021 年 3 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。

本期债券偿付保障分析

1. 本期债券特定条款

偿付顺序：本期债券的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于该公司发行其他待偿还的普通债券和其他普通债务。

本期债券设定以下特殊条款：

该公司续期选择权：本期债券品种一以每 3 个计息年度为一个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延续 1 个周期，或选择在该重新定价周期末全额兑付本期债券；品种二以每 5 个计息年度为一个重新定价周期，在每个重新定价周期末，发行人有权选择将本债券期限延续 1 个周期，或选择在该重新定价周期末全额兑付本期债券。公司应至少于续期选择权年度付息日前 30 个交易日，在指定专区披露续期选择权行使公告。

该公司赎回选择权：（1）因税务政策变更进行赎回：发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本期

债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。（2）因会计准则变更进行赎回：若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时，发行人有权对本期债券进行赎回。

该公司递延支付利息权：除非发生监管部门要求的强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，该公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。债券存续期内如发生强制付息事件，公司应当于 2 个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

利息递延下的限制事件：若该公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。债券存续期内如发生利息递延下的限制事项，公司应当于 2 个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

2. 良好的主业经营积累与现金回笼

该公司核心高速路产质量较优良，属于区域路网大动脉，高速公路通行费业务较稳健，经营环节资金持续净流入，资金回笼稳定。2018-2020 年及 2021 年第一季度，通行费收入分别 101.78 亿元、121.16 亿元、97.26 亿元和 29.91 亿元，同期净利润分别为 21.53 亿元、26.15 亿元、15.40 亿元和 10.57 亿元；经营活动净现金流量分别为 69.18 亿元、77.89 亿元、67.42 亿元和 17.19 亿元，良好的经营积累和现金回笼可以为债务还本付息提供较好保障。

此外，2020 年末该公司货币资金余额 42.82 亿元，受限规模小，较充裕的货币资金可为即期债务的偿付提供一定保障。

评级结论

该公司是河南省经营性高速公路主要的投融资和运营主体。2018-2019 年受益于公路收费主业稳健经营，加之多元业务的补充，营业收入持续增长，利润留存有所保障；2020 年因新冠疫情防控和政策性收费减免措施导致主业收入和利润缩减，但属于短期冲击，目前公路收费业务恢复稳定运行；而以财务费用为主的期间费用仍保持在较大规模，对利润形成侵蚀。

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；目前公司在建项目仍有一定规模资本支出安排，且“十四五”期间公司将持续投资运营省内“13445工程”高速公路路网规划批次项目，公路投资支出压力大，负债经营规模或将持续攀升。公司主业现金流回笼较强，经营活动现金流持续大额净流入，加之外部融资渠道较通畅，可对项目投资、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，在本期公司债存续期（本期公司债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度报告披露后 2 个月内出具，且不得晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。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。

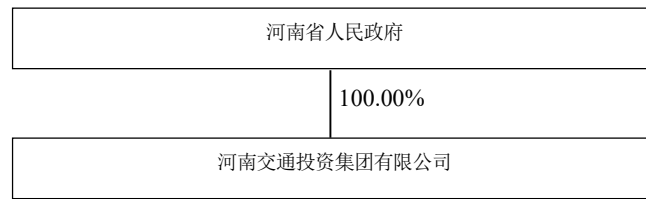
本评级机构将对本期债券存续期间特殊发行事项进行持续跟踪，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。本期债券特殊发行事项的具体条款见正文“本期债券偿付保障分析”章节中“1.本期债券特定条款”。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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：

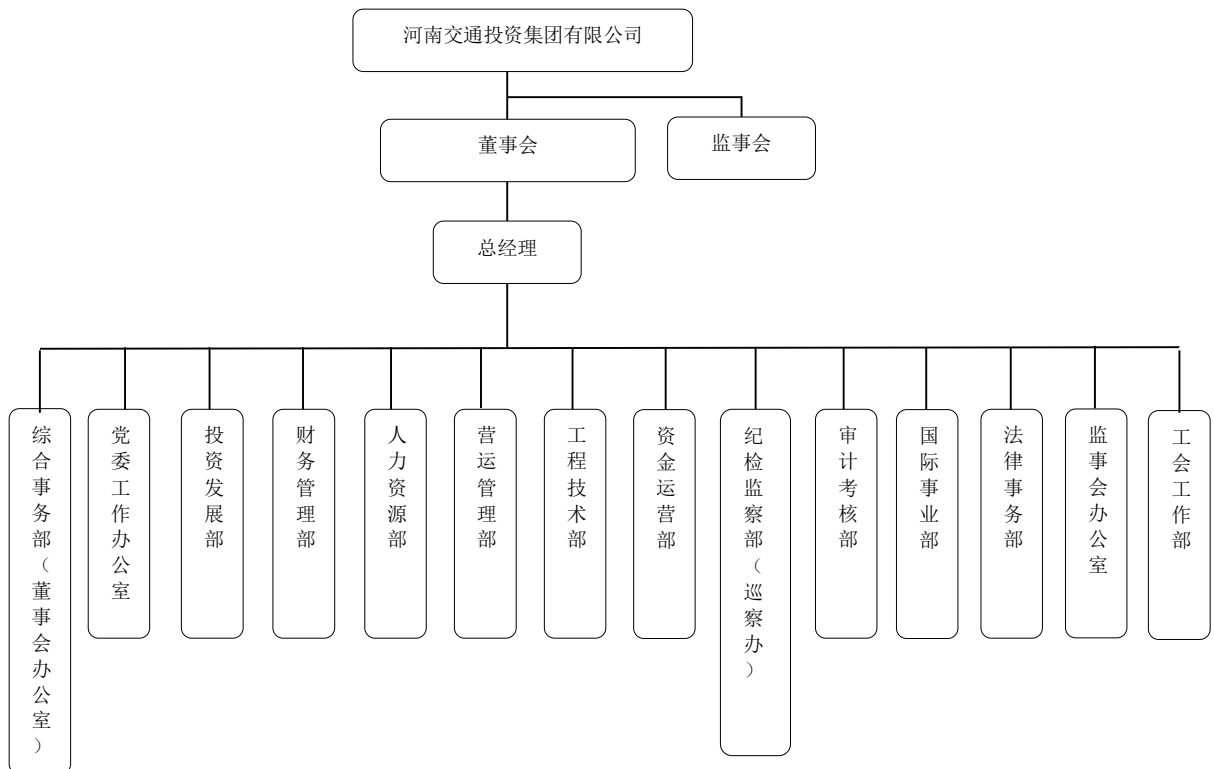
公司股权结构图



注：根据河南交投提供的资料绘制（截至 2021 年 3 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 2021 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 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	22.73	467.90	2.52	0.03	1.97	本部
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	317.87	119.61	50.77	2.45	22.70	合并
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	885.61	300.98	59.75	-2.19	44.16	合并
河南交投交通建设集团有限公司	豫交建	重要子公司	100.00	公路路面、养护工程施工	0.46	3.00	10.77	0.34	1.12	

注：根据河南交投提供资料整理；原子公司河南省高速公路实业开发有限公司，于 2020 年 6 月 23 日变更名称为河南交投交通建设集团有限公司。

注：此表列式的刚性债务未包含永续类债券。

附录四：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,779.32	1,901.50	1,941.50	1,996.19
货币资金 [亿元]	78.68	43.85	42.82	62.31
刚性债务[亿元]	1,078.30	1,121.37	1,192.85	1,248.97
所有者权益 [亿元]	573.04	623.90	635.89	646.48
营业收入[亿元]	142.74	160.55	140.41	38.90
净利润 [亿元]	21.53	26.15	15.40	10.57
EBITDA[亿元]	90.82	85.31	76.13	—
经营性现金净流入量[亿元]	69.18	77.89	67.42	17.19
投资性现金净流入量[亿元]	-53.21	-92.21	-83.45	-40.20
资产负债率[%]	67.79	67.19	67.25	67.61
长短期债务比[%]	231.98	271.05	377.82	478.77
权益资本与刚性债务比率[%]	53.14	55.64	53.31	51.76
流动比率[%]	52.48	36.93	38.85	54.17
速动比率[%]	34.93	24.09	22.76	35.64
现金比率[%]	21.65	12.74	15.67	26.72
短期刚性债务现金覆盖率[%]	31.05	21.29	23.80	40.73
利息保障倍数[倍]	1.43	1.50	1.30	—
有形净值债务率[%]	-280.65	-207.53	-212.47	-225.40
担保比率[%]	1.26	2.45	2.03	1.95
毛利率[%]	64.07	65.94	56.46	69.27
营业利润率[%]	19.74	19.88	12.65	31.10
总资产报酬率[%]	4.63	4.49	3.74	—
净资产收益率[%]	3.71	4.37	2.44	—
净资产收益率*[%]	1.81	2.06	0.85	—
营业收入现金率[%]	105.51	107.95	96.20	89.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.20	22.01	21.84	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	6.64	7.08	5.83	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.90	-4.05	-5.19	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.53	-1.30	-1.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.60	1.55	1.37	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.07	—

注：表中数据依据河南交投经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

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

附录六：

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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

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在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。