

河南交通投资集团有限公司  
及其发行的公开发行业债券  
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(2022)100347】

### 评级对象: 河南交通投资集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪:		前次跟踪:		首次评级	
	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	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
18 豫交投 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2018年05月03日			
18 豫交投 MTN002	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2018年07月30日			
19 豫交投 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2019年09月11日			
20 豫交投 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2019年12月20日			
20 豫交投 MTN002	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年04月09日			
20 豫交投 MTN003	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年07月29日			
20 豫交投 MTN004	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年07月29日			
21 豫通 01	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2021年07月27日			
21 豫通 Y1	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2021年09月17日			
21 豫通 Y2	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2021年09月17日			
21 豫交投 MTN002	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2021年10月19日			
21 豫通 Y3	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2021年11月11日			
21 豫通 Y4	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2021年11月11日			
21 豫交投 MTN003	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2021年11月18日			
21 豫通 Y5	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2021年12月03日			
22 豫交投 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月17日	—	AAA/稳定/AAA/2022年03月15日			

### 主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	2.65	8.45	13.80	12.06
刚性债务	28.32	22.73	29.55	31.48
所有者权益	457.80	467.90	515.91	528.75
经营性现金净流入量	0.92	1.97	-7.37	-0.65
<b>合并数据及指标:</b>				
总资产	1901.50	1941.50	2149.33	2246.32
总负债	1277.60	1305.61	1478.63	1558.82
刚性债务	1121.37	1192.85	1338.45	1407.88
所有者权益	623.90	635.89	670.70	687.49
营业收入	160.55	140.41	286.75	73.90
净利润	26.15	15.40	29.97	5.60
经营性现金净流入量	77.89	67.42	73.84	10.14
EBITDA	85.31	76.13	94.25	—
资产负债率[%]	67.19	67.25	68.80	69.39
资产负债率*[%]	76.75	77.18	80.01	80.71
长短期债务比[%]	271.05	377.82	549.54	473.53
营业利润率[%]	19.88	12.65	12.67	8.71
短期刚性债务现金覆盖率[%]	21.29	23.80	29.30	18.78
营业收入现金率[%]	107.95	96.20	56.28	41.07
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.30	-1.38	-8.47	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.55	1.37	1.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.07	0.07	—

注1:发行人数据根据河南交投经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

注2:资产负债率\*系将永续类债券纳入债务后的数值。

### 分析师

楼斐仪 lwy@shxsj.com  
林贻婧 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:

- **政策变动风险,疫情反弹影响。**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落地形式仍有不确定性。2022年以来全国局部省市(含河南省)出现疫情反弹并实施较严格的封控措施,一定程度上影响河南省内车流量和过境车辆通行,关注河南交投全年车流量和通行费收费波动情况。
- **债务负担较重,利息支出压力大。**由于前期高

速公路建设累积较大规模债务，河南交投财务杠杆处于较高水平，加之公司投建的省内“13445工程”高速公路路网规划批次项目建设期集中于2022-2025年，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。

- **主业经营对核心路产依赖程度高，新通车路产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。
- **房地产去化压力。**河南交投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。
- **金融股权投资风险。**河南交投金融投资业务所处行业与高速公路主体特征相差较大，对经营效益和资金安全形成挑战。公司金融股权投资对象主要分布信托、保险、资产处置和房地产行业，2021年以来投资对象涉及较多舆情，关注后续金融投资回报效益以及可能面临的损失情况。
- **递延付息风险。**河南交投多期存续债券为可续期债券，设置有递延付息条款，存在递延付息风险。

#### 关注：

- **重组整合事项进展。**2022年初，河南省政府以持有河南交通运输发展集团有限公司股权评估作价出资注入河南交投，重组为新的河南交通投资集团，重组后即实施人员、组织、业务融合，统一管理运营；公司预计2022年12月底完成该重组整合方案，新世纪评级将及时关注事项进展。

#### ➤ 未来展望

通过对河南交投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券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及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照河南交通投资集团有限公司 2018 年度第一期中期票据、2018 年度第二期中期票据、2019 年度第一期中票、2020 年度第一期中期票据、2020 年度第二期中期票据、2020 年度第三期中期票据、2020 年度第四期中期票据、2021 年公司债（第一期）、2021 年可续期公司债（第一期）（品种一）、2021 年可续期公司债（第一期）（品种二）、2021 年度第二期中期票据、2021 年可续期公司债（第二期）（品种一）、2021 年可续期公司债（第二期）（品种二）、2021 年度第三期中期票据、2021 年可续期公司债（第三期）和 2022 年度第一期中期票据（分别简称“18 豫交投 MTN001”、“18 豫交投 MTN002”、“19 豫交投 MTN001”、“20 豫交投 MTN001”、“20 豫交投 MTN002”、“20 豫交投 MTN003”、“20 豫交投 MTN004”、“21 豫通 01”、“21 豫通 Y1”、“21 豫通 Y2”、“21 豫交投 MTN002”、“21 豫通 Y3”、“21 豫通 Y4”、“21 豫交投 MTN003”、“21 豫通 Y5”、“22 豫交投 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据河南交投提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对河南交投的财务状况、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。

该公司自 2012 年起发行了多期债券，截至 2022 年 5 月 27 日，公司合并口径仍存续的债务融资工具余额 493.43 亿元，未来一年内将有 67.93 亿元（含永续类债券）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 1. 合并口径存续债务融资工具（截至 2022 年 5 月 27 日，单位：亿元，年，%）**

债券简称	发行金额	当期余额	起息日期	期限	当期利率	到期日
14 豫交投 MTN001	23.50	23.50	2014-03-07	12(7+5)	8.50	2026-03-07
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
21 豫交投 MTN001	13.00	13.00	2021-09-17	5	3.76	2026-09-17
21 豫通 Y2	10.00	10.00	2021-09-24	5(5+N)	4.25	2026-09-24
21 豫通 Y1	7.00	7.00	2021-09-24	3(3+N)	3.60	2024-09-24
21 豫交投 MTN002	21.00	21.00	2021-10-27	3(3+N)	3.74	2024-10-27

债券简称	发行金额	当期余额	起息日期	期限	当期利率	到期日
21 豫通 Y4	7.00	7.00	2021-11-26	5(5+N)	3.90	2026-11-26
21 豫通 Y3	8.00	8.00	2021-11-26	3(3+N)	3.40	2024-11-26
21 豫交投 MTN003	20.00	20.00	2021-12-03	3(3+N)	3.40	2024-12-03
21 豫通 Y5	13.00	13.00	2021-12-13	1(1+N)	2.99	2022-12-13
22 豫交投 MTN001	13.00	13.00	2022-03-21	5(5+N)	4.05	2027-03-21
22 豫交投 SCP001	10.00	10.00	2022-05-06	270 天	2.15	2023-01-31
北金所债权融资计划 一三四期	40.00	40.00	2020-08-07	3+N	4.42	2023-08-07
平安-河南交投债权投 资计划	35.00	35.00	2013-08-27	10	6.03	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
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
22 中原高速 SCP002	8.00	8.00	2022-04-07	90 天	2.27	2022-07-06
22 中原高速 MTN001	10.00	10.00	2022-04-14	3+N	3.38	2025-04-14
22 中原高速 SCP003	5.00	5.00	2022-04-20	177 天	2.29	2022-10-14
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
<b>合计</b>	<b>517.50</b>	<b>493.43</b>	—	—	—	—

资料来源：河南交投

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对

全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (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、新通车路产投资回收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，行业收支失衡达到历史最新高位，2022 年以来局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，但支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

### 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 年公路建设完成投资 2.60 万亿元，同比增长 6.0%，2022 年第一季度，公路建设完成投资 0.48 万亿元，较上年同期增长 11.8%。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 2021 年末 16.91 万公里，我国公路网络不断完善，2021 年末国家高速公路通车里程 11.70 万公里。2020 年末（2021 年数据未披露），收费公路里程达 17.92 万公里，占公路总里程 519.81 万公里的 3.45%，其中收费高速公路里程为 15.29 万公里，占收费总里程的 85.31%，占比进一步上升，随着高速公路里程不断增长和普通收费公路逐步到期停止收费，全国收费公路结构进一步优化。

图表 2. 我国收费公路里程规模（单位：公里）

里程规模	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	137876.70	3.95%	142831.10	3.59%	152910.5	7.06%
收费公路：一级公路	19592.30	-5.20%	18577.90	-5.18%	17363.60	-6.54%
收费公路：二级公路	9651.00	1.06%	8659.50	-10.27%	7899.20	-8.78%
收费公路：独立桥梁	818.40	5.04%	899.40	9.90%	943.30	4.88%
收费公路：独立隧道	133.00	28.25%	125.00	-6.02%	125.00	0.00%
<b>收费公路里程总计</b>	<b>168071.40</b>	<b>2.65%</b>	<b>171092.90</b>	<b>1.80%</b>	<b>179241.70</b>	<b>4.76%</b>
其中：收费高速公路占比	82.03%	/	83.48%	/	85.31%	/

资料来源：各年收费公路统计公报（2021 年收费公路统计公报尚未披露）

中长期内，公路行业仍可保持较大规模和较大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<sup>1</sup>。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。

受高速公路里程增加和建设投资总额扩大的影响，以及部分项目为养护管理、偿还利息举借新债等因素，收费公路债务余额持续上升。2020 年末全国收费高速公路债务余额 66983.54 亿元，其中年末银行贷款余额 55656.78 亿元，单公里债务余额达 4381 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量大，债务融资依存度高，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

**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	2018 年末	2019 年末	2020 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	24461.74	27193.01	31620.69
收费高速公路财政性资本金累计投入	13575.33	15363.05	16760.36
收费高速公路非财政性资本金累计投入	10886.40	11829.96	14860.33
收费高速公路投资银行贷款	53494.43	56553.85	63883.71
<b>收费高速公路年末债务余额</b>	<b>53666.19</b>	<b>58044.58</b>	<b>66983.54</b>
收费高速公路年末银行贷款余额	45373.00	48322.41	55656.78
<b>收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]</b>	<b>0.3892</b>	<b>0.4064</b>	<b>0.4381</b>

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，2018-2020 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3857.30 亿元、-4673.92 亿元和-7177.43 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。2020 年因疫情影响，全行业通行费收入规模明显缩减<sup>2</sup>，支出扩大<sup>3</sup>，行业收支失衡达到历史最新高位。

2018-2020 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 7265.45 亿元、

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 2020 年度，全国收费公路共减免车辆通行费 2382.5 亿元，占 2020 年度应收通行费总额的 32.9%。其中：两次延长春节假期小型客车免费通行政策，共免收通行费 19.8 亿元，2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日期间又免收车辆通行费 1593 亿元。

<sup>3</sup> 随着债务规模持续扩大，还本付息支出不断增加。

7987.74 亿元和 9760.61 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 2015-2020 年利息支出就已分别占通行费收入的 56.81%、52.34%、49.92%、48.36%、48.21% 和 63.83%，行业付息压力大，债务循环压力大。

**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	2018 年	2019 年	2020 年
收费高速公路通行费收入	5168.38	5551.03	4566.24
收费高速公路支出	9025.69	10224.94	11743.67
还本付息支出	7265.45	7987.74	9760.61
偿还债务本金	4766.20	5311.80	6845.89
偿还债务利息	2499.24	2675.93	2914.72
<b>收费高速公路收支平衡结果</b>	<b>-3857.30</b>	<b>-4673.92</b>	<b>-7177.43</b>
单公里年通行费收入[万元/公里]	374.86	388.64	298.62
通行费收入利息覆盖水平[倍]	2.07	2.07	1.57
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.08	1.05	0.67
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.71	0.69	0.47

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

2020 年 5 月初恢复车辆收费以及全国范围内疫情良好防控，车流量持续恢复，2020 年下半年度至 2021 年行业现金流逐步恢复，但 2022 年以来，局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，其中清明和五一假期虽依旧实施高速公路小型客车免费通行政策，但多数省份高速公路车流量较往年同期有不同程度降幅；考虑到疫情局部反复亦为短期影响，支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

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清偿的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通

行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。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。

收费标准和车型结构调整方面，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。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1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。

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，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。2017-2021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、1895.67亿元和1387.31亿元。

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。减免收费方面，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。交通运输部信息显示：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。

### 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；（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，如单公里收费水平、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。

铁路客运和航空客运具有单次运量大和省时等优势，但班次密度较低且站点相对离市区较远；而公路运输在价格、机动便捷、班次等方面具有优势。近年来，我国高铁建设进程加快，路网布局规划陆续出台，同时航空运输呈快速发展态势，政府政策在不同时期鼓励不同运输模式发展从而增加了道路运输业的替代风险。国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）的通知（国办〔2018〕91号）提出：以推进大宗货物运输“公转铁”、“公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系。2021年11月，交通运输部关于印发《综合运输服务“十四五”发展规划》（交运发〔2021〕111号），再次提出加快优化调整运输结构，提高道路货运组织化、集约化程度，发挥道路货运在枢纽集疏运体系方面的比较优势，推动大宗货物和中长途货物运输“公转铁”、“公转水”；发展内河集装箱运输、江海（河海）直达运输，提高航运枢纽水水中转比例。政策导向的交通运输方式分流，或将影响高速公路货车流量及路段通行费收入。

### 风险关注

**政策变动风险。**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一定不确定性。2022年以来，局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，其中清明和五一假期虽依旧实施高速公路小型客车免费通

行政策，但多数省份高速公路车流量较往年同期有不同程度降幅；考虑到疫情局部反复亦为短期影响，支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

**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、新通车路产投资回收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。

**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，甚至部分省份难以付息；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。

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

**不同区域高速公路主体信用质量分化。**中西部区域地质复杂，建造等成本高，建成后路产培育期长，中西部地区收费公路企业信用质量对政府财力和支持力度依赖度高但区域经济发展水平偏低，若在融资环境趋紧情况下，融资成本上升且融资难度加大，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。

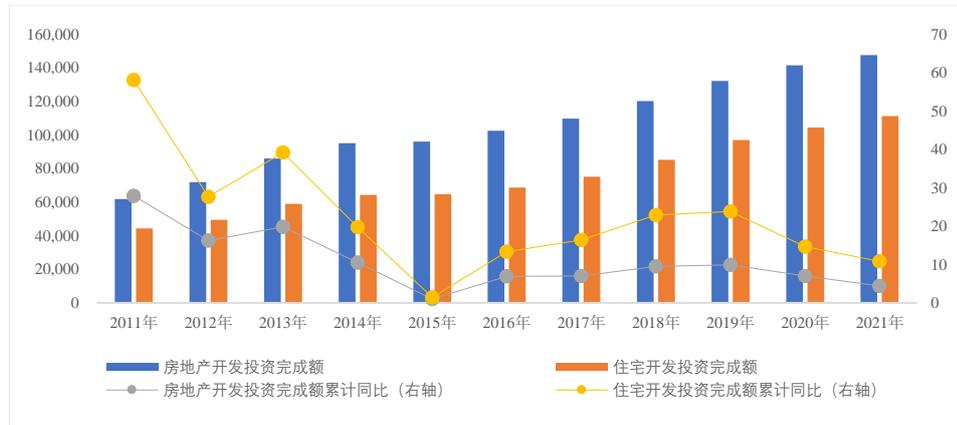
## **B. 房地产行业**

**2021 年我国房地产政策调控总体持续，企业加快推进存量项目以加速资金回笼，全年房地产投资与销售保持增长但增速逐步放缓，土地市场则呈现供需双缩局面。2021 年底以来，房地产市场政策环境逐步得到改善，但部分大型民营房企前期因信用风险暴露而逐步退出，行业竞争格局发生改变，整体经营效率或将较明显弱化。**

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2011-2021 年我国房地产开发投资完成额从 6.18 万亿元升至 14.76 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.43 万

亿元升至 11.12 万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 9.9%、7.0%和 4.4%，放缓态势明显。2022 年前四个月，我国房地产开发投资完成额为 3.92 万亿元，同比增幅为-2.70%，其中住宅开发投资完成额为 2.95 亿元，同比增幅为-2.10%。

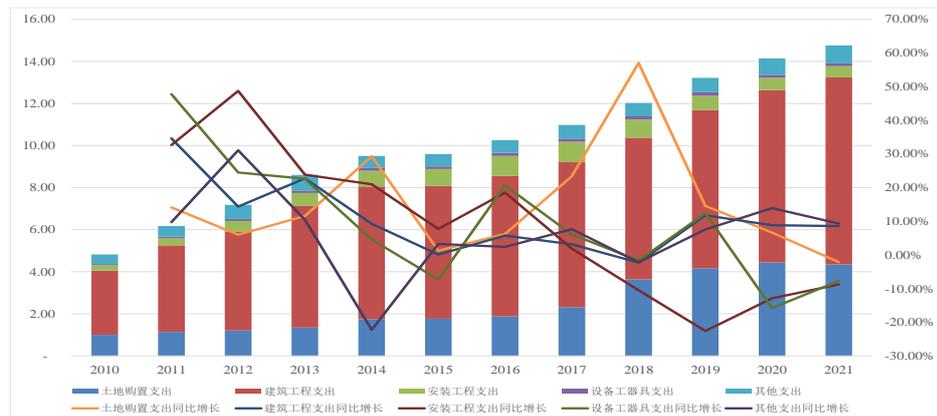
**图表 5. 2011-2021 年我国房地产投资情况（单位：亿元、%）**



资料来源：国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2011 年以来，我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长，从 1 万亿元增长至 2020 年的 4.45 万亿元，2021 年出现首次下滑，当年降幅为-2.13%；同期建筑工程支出从 3.06 万亿元增至 8.89 万亿元，其中 2021 年同比增长 8.55%，显著高于房地产开发投资增幅，反映出严格监管预售款以及融资持续收紧背景下房企加快存量项目建筑投资进度以加速回笼资金的紧迫性。

**图表 6. 2011-2021 年我国房地产投资结构及变化情况（单位：亿元、%）**

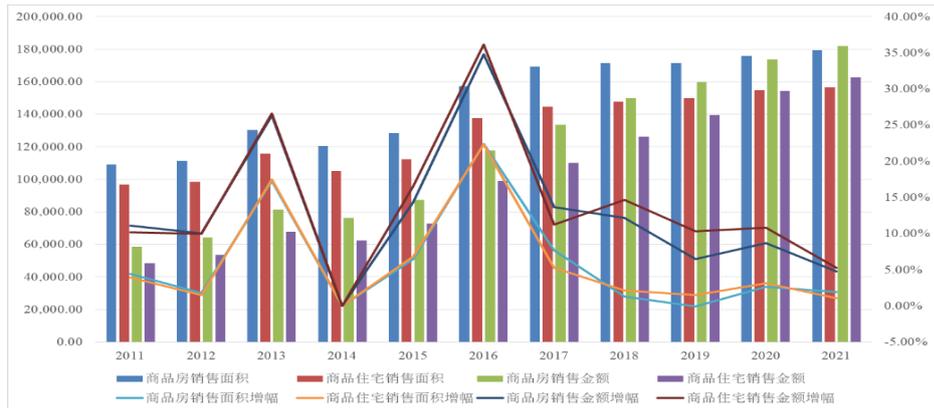


资料来源：根据 WIND 数据整理

2018 年以来我国商品房销售面积和商品住宅销售面积变动明显趋缓。2018~2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米，增速分别为 1.33%、-0.06%、2.64%和 1.90%；住宅销售面积分别为 14.79 亿平方米、15.01 亿平方米、15.49 亿平方米和 15.65 亿平方米，增速分别为 2.17%、1.50%、3.15%和 1.07%。同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元，增速分别为 12.17%、6.50%、8.69%和 4.79%；商品住宅销售金额分别为 12.64 万亿元、

13.94 万亿元、15.46 万亿元和 16.27 万亿元，增速分别为 14.65%、10.32%、10.85%和 5.28%。在销售面积趋稳的情况下，销售金额增长相对较快，房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90%和 2.84%；商品住宅销售均价分别为 8,544.11 元/平方米、9,287.06 元/平方米、9,979.89 元/平方米和 10,395.94 元/平方米，涨幅分别为 12.22%、8.70%、7.46%和 4.17%。

图表 7. 2011-2021 年我国商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局

2022 年前 4 个月，受政策松绑效应存在时滞及部分主要城市疫情冲击等影响，我国房地产市场主要数据出现明显恶化。其中，房地产开发企业土地购置支出和建筑工程支出（累计数）均呈现负增长，分别为-2.70%和-3.84%；同期土地购置面积为 1766.14 万平方米，同比降幅高达-46.50%，为 2012 年以来同期最大降幅。同期全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 3.98 万平方米、3.78 万亿元和 9502.43 元/平方米，同比降幅分别为-20.95%、-29.51%和-10.83%；商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 3.37 万平方米、3.32 万亿元和 9859.67 元/平方米，同比降幅分别为-25.40%、-32.16%和-9.06%。

土地市场方面，为缓解疫情对经济的影响，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资进一步收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%；全年各类建设用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92 万平方米，同比下降 24.01%。

图表 8. 2019-2021 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	13.97	1.06%	14.80	5.96%	13.81	-6.67%
其中:住宅建设用地推出面积 (亿平方米)	5.75	6.22%	5.97	3.87%	5.44	-8.87%
各类用地成交面积 (亿平方米)	11.67	1.49%	12.93	10.78%	11.27	-12.79%
其中:住宅建设用地成交面积 (亿平方米)	4.67	9.89%	5.16	10.49%	4.01	-22.31%
各类用地成交出让金 (万亿元)	5.22	20.40%	6.14	17.84%	5.72	-6.97%
其中:住宅建设用地出让金 (万亿元)	4.39	25.15%	5.23	18.96%	4.89	-6.51%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,018.01	15.55%	4,241.67	5.57%	4,897.54	15.46%
住宅建设用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,120.50	14.22%	4,456.51	8.15%	5,438.48	22.03%
各类用地成交溢价率		15.88%		17.71%		11.12%
住宅建设用地成交溢价率		14.13%		15.31%		11.02%

资料来源: CREIS 中指数据

注:住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地(含住宅)。

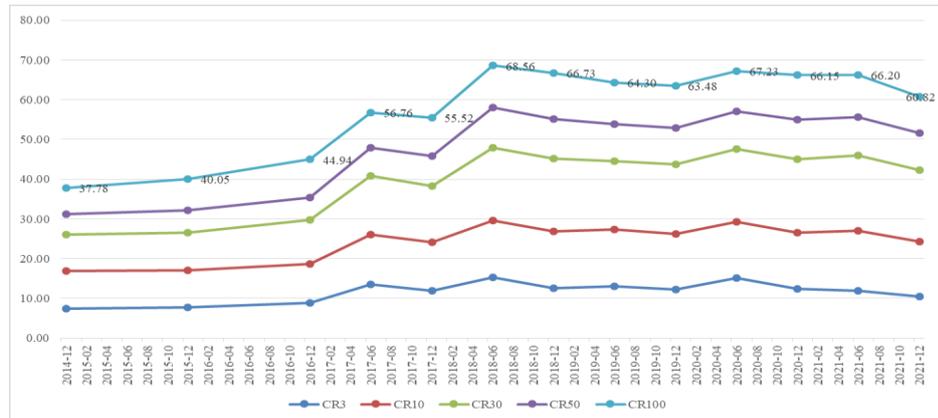
2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调,国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体,强化资金流向监管,房地产开发企业融资环境进一步趋紧。在土地购置环节,22 个重点城市实施集中供地政策,同时要求房企投销比不高于 40%;在融资环节,央行执行房地产金融审慎管理制度,对金融机构提出贷款集中度限制,并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管,控制行业债务扩张速度;在销售环节,除限购、限售外,还强化了预售资金监管,同时限制金融机构的个人住房贷款放款比例。与此同时,各地方政府亦围绕中央相关政策方针并结合自身特点,通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面进行房地产市场调控。如:年初北京、上海、武汉等地推出“房地联动”机制,在集中供地环节中,进一步对相应地块未来的房屋销售指导价设置上限;深圳、成都、西安等地则推出“二手房指导价”。

在多层次、全方位的政策调控下,我国住宅市场价格过快上涨的局面得到了有效遏制。但同时部分大型民营房地产开发企业的“高杠杆、高成本、高周转”模式难以为继,信用风险较集中暴露。为了确保房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施。2021 年 12 月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松,同时出台鼓励并购化债政策,近期更是因应国内外形势重大变化,及时优化调整各项调控政策,采取了包括降准、下调 5 年期贷款市场报价利率(LRP)等手段,全力推动包括房地产在内的经济运行处于健康有序发展轨道。多个地方政府也陆续出台包括购房补助在内的各项支持政策。

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。受益于城市化进程及经济增长等长期因素,“高杠杆、高成本、高周转”模式获得有效支撑,偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等,通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大,并在房地产这一支柱性产业重获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实,“高周转”策略逐步失灵,“高杠杆、高成本”失去支撑,部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化,尤其是部分民营房地产企业的逐步退出,未来行业竞争格局将发生深刻变化,能

够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于2018年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中2021年出现明显下降。根据Wind数据，2021年CR3/CR10/CR30/CR100比值由2018年的12.58%/26.89%/55.10%/66.73%降至10.45%/24.20%/42.35%/60.82%。

图表 9. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

**项目去化压力大。**长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境更为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求或将进一步弱化。而从主要房地产上市企业存货占款数据<sup>4</sup>看，2016~2021年末存货余额合计数分别为6.16万亿元、8.08万亿元、10.29万亿元、12.53万亿元、14.36万亿元和15.00万亿元，2017~2021年同比增幅分别为31.14%、27.28%、21.79%、14.56%和4.47%。上述上市房企2019~2021年结转的营业收入合计数分别为4.98万亿元、5.62万亿元和6.25万亿元<sup>5</sup>。此外，房产税改革尚待落地，也在一定程度上影响住宅去化。

**开发投资或放缓。**2021年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022年以来更是出现大幅度下滑，预计短期内新房开工量承压；受信用风险暴露或资金链紧张等因素影响，部分民营企业加速存量项目出清，该类项目集中投入期之后，建筑工程等投资也将放缓。此外，随着行业竞争格局的调整，整体运营效率将逐步弱化，将进一步对开发投资增长形成约束。

**仍面临一定的流动性风险释放压力。**房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、大额债务陆续到期的情境下，部分房地产开发企业流动性依然

<sup>4</sup> 以在沪、深、港证券交易所上市的2020年末存货占款金额排名前100的房地产开发企业为统计范围。其中中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布2021年度报告，其存货数据基准日为2021年6月30日。

<sup>5</sup> 中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布2021年度报告，其营业收入数据按照上年数据计算。

承压。尤其是短期内有大量境外债务到期的房企，承压更为明显。

### (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、连南贯北的作用。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、水利和物流枢纽，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。2019-2021年，河南省地区生产总值分别为54259.20亿元、54997.07亿元和58887.41亿元，增速分别为7.0%、1.3%和6.3%。2020年初受新冠肺炎疫情冲击影响明显，随着疫情良好防控，全省经济持续恢复向好。2021年7月，特大洪涝灾害和新冠疫情反复对河南省经济产生短期冲击，但全年来看，全省经济发展呈现一定韧性。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，2021年河南省第一产业增加值5620.82亿元，同比增长6.4%；第二产业增加值24331.65亿元，同比增长4.1%；第三产业增加值28934.93亿元，同比增长8.1%。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，服务业有所增长。河南省三次产业结构由2020年的9.7:41.6:48.7调整为2021年的9.5:41.3:49.1，第三产业占比持续提升。2022年第一季度，河南省地区生产总值为14228.79亿元，同比增长4.7%；分产业来看，第一产业增加值614.96亿元，同比增长6.7%，第二产业增加值6119.07亿元，同比增长5.8%，第三产业增加值7494.76亿元，同比增长3.6%。

河南省固定资产投资稳步恢复，2021年全省固定资产投资（不含农户）同比增长4.5%。从三大主要领域看，工业投资同比增长11.7%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长0.3%，房地产开发投资增长1.2%。工业投资中采矿业投资同比增长7.7%，制造业投资增长12.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长7.5%。全年全省新开工项目完成投资同比增长8.0%，高于全部投资增速3.5个百分点。各地推动重大项目开工建设，周口、

驻马店、开封、平顶山、焦作、信阳、商丘等 7 个省辖市新开工亿元及以上项目完成投资增速超过 20%以上。2022 年第一季度，全省固定资产投资（不含农户）同比增长 15.0%；从三大主要领域看，工业投资同比增长 34.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 6.2%，房地产开发投资增长 5.1%。

**图表 10. 近年来河南省经济情况（单位：亿元，%）**

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	54259.20	7.0	54997.07	1.3	58887.41	6.3	14228.79	4.7
规模以上工业增加值	-	7.8	-	0.4	-	6.3	-	6.7
固定资产投资(不含农户)	-	8.0	-	4.3	-	4.5	-	15.0
社会消费品零售总额	22733.02	10.4	22502.77	-4.1	24381.70	8.3	6031.60	3.5
进出口总值	5711.63	3.6	6654.82	16.4	8208.10	22.9	2033.7	5.1
人均可支配收入（元）	23902.68	8.8	24810.10	3.8	26811.00	8.1	7419.00	-
三次产业结构	8.5:43.5:48.0		9.7:41.6:48.7		9.5:41.3:49.1		4.3:43.0:52.7	

资料来源：河南省统计局

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 2021 年末，河南省高速公路通车里程达 7216 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”<sup>6</sup>，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。随着河南省境内高铁网络的完善，以及“公转铁”、“公转水”政策导向下，预计将

<sup>6</sup> 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。

对省内高速公路客货流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”<sup>7</sup>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。2021 年公路收费业务恢复性增长，加之推进省内“13445 工程”高速公路路网建设，确认建造服务收入较多，营业收入增长明显；但建造服务收入无利润空间，毛利水平有所下降，叠加以财务费用为主的期间费用仍保持在较大规模，对利润形成一定侵蚀。2022 年公司计划完成与交发集团重组整合事项，新河南交投将成为省内负责高速公路投资运营的唯一主体，并将负责实施投建所有“13445 工程”高速公路路网规划项目，未来投资支出压力进一步加大。

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。2019-2021 年及 2022 年第一季度，营业收入分别为 160.55 亿元、140.41 亿元、286.75 亿元和 73.90 亿元，其中通行费收入分别 121.16 亿元、97.26 亿元、120.49 亿元和 25.09 亿元，2019-2020 年通行费收入占比近 70%，2021 年因确认建造服务收入，通行费收入占比降至 42%，但仍是主要利润来源。

图表 11. 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
油品贸易	河南省	横向规模化	规模/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 12. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计	160.55	140.41	286.75	73.90	38.90
其中：核心业务营业收入（亿元）	154.50	133.78	279.70	72.68	37.52
在营业收入中所占比重（%）	96.23	95.28	97.54	98.34	96.45
(1) 通行费业务	121.16	97.26	120.49	25.09	29.91
在核心业务收入中所占比重（%）	78.42	72.70	43.08	34.52	79.73
(2) 房地产开发	6.70	11.41	8.53	0.32	2.36
在核心业务收入中所占比重（%）	4.34	8.53	3.05	0.44	6.30

<sup>7</sup> “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。

主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
(3) 工程施工	4.34	1.27	2.79	0.0001	0.001
在核心业务收入中所占比重 (%)	2.81	0.95	1.00	0.0002	0.003
(4) 油品贸易	19.34	19.93	19.34	5.17	4.89
在核心业务收入中所占比重 (%)	12.52	14.90	6.92	7.11	13.02
(5) 道路养护	2.95	3.91	4.26	1.93	0.35
在核心业务收入中所占比重 (%)	1.91	2.92	1.52	2.66	0.94
(6) 建造服务	—	—	124.29	40.17	—
在核心业务收入中所占比重 (%)	—	—	44.44	55.27	—
毛利率 (%)	65.94	56.46	33.70	28.33	69.27
其中：通行费业务 (%)	78.82	71.94	72.34	79.27	82.48
房地产开发 (%)	63.91	38.75	47.52	49.83	49.15
工程施工 (%)	21.91	32.34	28.05	-571.43	98.55
油品贸易 (%)	19.70	20.78	18.26	14.21	23.50
道路养护 (%) <sup>8</sup>	33.53	2.24	3.51	7.75	-53.26
建造服务 (%)	—	—	0.00	0.00	—

资料来源：河南交投（四舍五入，存在尾差）

### A. 收费公路建设和运营业务（通行费业务）

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

#### 路产规模

目前，河南省内高速公路主要由该公司和河南省交通运输发展集团有限公司（简称“交发集团”）两大主体分别进行管理，公司主要负责运营管理经营性高速公路。公司收费公路投资与运营业务的主体为二级子公司河南中原高速公路股份有限公司（简称“中原高速”）和河南高速公路发展有限责任公司（简称“高发公司”）。截至 2022 年 3 月末，公司管理路段（含代管路段）主线里程 3776.38 公里，占全省高速公路通车里程（2021 年末 7216 公里）的比重为 52.33%，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 35.78%，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 13. 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）	2000 年 12 月；改扩建 2010 年 11 月	115.72	2030 年 12 月
	机场高速（S1）	2000 年 12 月；改扩建 2016 年 6 月	26.53	
京港澳高速漯河至驻马店段		2001 年 9 月；改扩建 2010 年 11 月	67.19	2032 年 9 月

<sup>8</sup> 因疫情影响，2020 年收入虽相比增加，但成本增加更多，因此毛利率下滑。

路段名称		通车时间	主线收费里程	收费截止时间	
		2015年11月; 改扩建 2015年11月			
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		
<b>中原高速管理路段小计</b>			<b>792.03</b>		—
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泽段		2005年10月商亳	57.71	尚未批复	
		2006年12月商菏泽			
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		
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	尚未批复	
郑云高速武云段(武陟至云台山高速)		2016年11月	36.93	尚未批复	
郑新黄河大桥		2010年11月	24.28	尚未批复	
盐洛高速永城段(永登高速任庄至小新庄段)		2011年12月	45.94	尚未批复	
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		
<b>高发公司管理路段小计</b>			<b>1,789.88</b>	—	
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		
<b>高发公司代管路段小计</b>			<b>1,194.47</b>	—	
<b>高发公司自身加代管路段合计</b>			<b>2,984.35</b>	—	
<b>河南交投自身经营路段合计</b>			<b>2,581.91</b>	—	
<b>集团管理路段(含代管)合计</b>			<b>3,776.38</b>	—	

注：根据河南交投提供的资料绘制（2022年3月末，四舍五入存在尾差）

## 路产地位与效益

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年该公司通行费收入为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%;2021年通行费收入同比增长23.88%至120.49亿元,业务毛利率72.34%,疫情常态化管控后,控股路段的通行费收入基本恢复至疫情前状态,但通行费收入较2019年仍有小幅减少0.56%,当年度河南水灾、两次疫情反复、“公转铁”和“公转水”政策引导下的交通运输方式分流等诸多因素,仍持续影响控股路段车流量波动;业务毛利率同比增加0.40个百分点,但较2019年水平下降6.48个百分点,主要系河南水灾导致设施维护支出较大,叠加河南省交通运输厅养护管理提升三年行动加大养护投入,致使成本支出较多。2022年第一季度,受国内部分地区因疫情爆发导致交通封锁,途径河南省内相关客货车辆有所下降,及“公转铁”、“公转水”政策持续分流影响,核心路段车流量和通行费收入较上年同期有所下滑,当期通行费收入为25.09亿元,较上年同期减少16.12%,毛利率为30.73%,较上年同期下降51.76个百分点。

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;2019-2021年,该路段通行费收入分别为57.59亿元、43.58亿元和54.03亿元,占通行费收入比重高。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%<sup>9</sup>,后随国内疫情良性防控及恢复收费,路段收费恢复稳健运行,2021年通行费同比增长23.98%,但受河南水灾与局部疫情影响,较2019年仍下降6.18%。

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。2019-2021年,大广高速河南境内路段通行费收入分别为12.24亿元、9.58亿元和11.64亿元,占通行费收入的比重较高。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%,后随国内疫情良性防控及恢复收费,路段收费恢复稳健运行,2021年通行费收入同比增长21.50%,但受河南水灾与局部疫情影响,较2019年仍下降4.90%。

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。

<sup>9</sup> 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。

图表 14. 公司主要路段经营情况

路产名称	指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021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)	22.14	16.26	19.93	3.92	4.92
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	1556	1143	1401	--	--
	日均车流量(辆)	120595	109177	100524	75813	102986
京港澳高速漯河至驻马店段	通行费收入(亿元)	8.41	5.59	7.00	1.42	1.68
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	1252	832	1042	--	--
	日均车流量(辆)	107449	78286	77195	59367	77744
京港澳高速安阳至新乡段	通行费收入(亿元)	14.30	11.19	13.90	2.90	3.13
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	1182	925	1149	--	--
	日均车流量(辆)	76900	61130	101500	99401	94798
京港澳高速驻马店至信阳段	通行费收入(亿元)	12.74	10.54	13.20	2.69	3.06
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	951	787	985	--	--
	日均车流量(辆)	57473	33032	80095	73860	78051
大广高速公路周口段	通行费收入(亿元)	6.45	4.78	5.94	1.42	1.59
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	458	340	422	--	--
	日均车流量(辆)	33248	26994	37790	39699	42133
大广高速开封至通许段	通行费收入(亿元)	3.17	2.76	3.38	0.75	0.85
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	494	430	526	--	--
	日均车流量(辆)	31683	30567	43025	42516	46136
大广高速息县段、息光段	通行费收入(亿元)	2.62	2.04	2.32	0.59	0.63
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	397	309	352	--	--
	日均车流量(辆)	22310	17590	45943	49508	54390
武西高速郑州至尧山段	通行费收入(亿元)	9.62	6.53	7.97	1.31	2.02
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	524	356	434	--	--
	日均车流量(辆)	25817	30243	29144	15681	28886
沪陕高速信阳至南阳段	通行费收入(亿元)	5.09	4.31	5.77	1.37	1.54
	单位里程年通行费收入(万元/公里)	278	236	315	--	--
	日均车流量(辆)	19363	15943	24717	25766	27164

注 1: 根据河南交投提供的资料绘制;

注 2: 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辆收费标准<sup>10</sup>, 经河南省人民政府同意, 2021 年起继续执行该收费标准。

图表 15. 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	1.00	大广高速公路周口段等
2	0.45	0.70	0.90	1.10	沪陕高速南阳至内乡段
3	0.45	0.70	1.00	1.30	京港澳高速郑州至漯河段等
4	0.50	0.80	1.00	1.20	大广高速新乡段等
5	0.50	0.75	0.95	1.10	南林高速安阳至南乐段等
6	0.55	0.80	1.00	1.20	京港澳高速新乡至郑州段等
7	0.55	0.75	0.95	1.10	宁洛高速洛河至平顶山段等
8	0.55	0.80	1.10	1.30	沪陕高速内乡至西坪段等
9	0.55	0.80	1.10	1.20	呼北高速卢氏至西坪段等

资料来源: 河南省交通运输厅

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

**图表 16. 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	1.40	1.50	1.70	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	1.70	1.90	2.00	
4 类货车	4	2.00	2.20	2.30	
5 类货车	5	2.30	2.40	2.60	
6 类货车	6	2.50	2.60	2.80	
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

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，采取全路网、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 17. 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

2022 年 4 月 30 日，根据《关于相关高速公路通行费实施政府购买服务的公告》，该公司收到河南省高速公路联网管理中心下发《关于做好郑开兰和郑港高速公路融合发展通行保障的通知》，经河南省政府批准，自 2022 年 5 月 5 日零点起，郑州、航空港区、开封、兰考间相关高速公路通行费实施政府购买服务，符合条件小型客车免费通行，并在机场高速郑州南站对往返郑港间的郑州籍安装 ETC 的小型客车设置专用通道。其中政府购买服务方面：①“郑开兰”间高速公路通行费政府购买服务，对郑州籍、开封籍牌照 ETC 小型客车（9 座以下，含 9 座），行驶郑州、开封、兰考间高速公路指定路段，且出入收费站均在指定收费站范围内产生的通行费，由政府统缴，免收车主通行费。②“郑港”间高速公路通行费政府购买服务，将航空港区尚未实施购买服务的高速公路及收费站纳入郑州市原购买服务范围，并将购买服务通行费计费方式由“通过即免”优化为“点对点”模式，即郑州籍牌照 ETC 小型客车（9 座以下，含 9 座），行驶高速公路指定路段，且出入收费站均在指定收费站范围内产生的通行费，由政府统缴，免收车主通行费。

政府购买服务优惠政策涉及该公司管辖的路段包括：郑民高速公路京港澳高速互通至南苑收费站段、机场高速公路郑州南收费站至京港澳高速互通段、

京港澳高速公路机场高速互通至新郑收费站段、郑栾高速公路郑州侯寨站至新郑西站段、商登高速公路安罗高速互通至郑少洛互通段、郑民高速公路京港澳高速互通至安罗高速互通段。公司预计政府购买服务优惠政策实施后，将会增加所涉及路段的车流量，但优惠车型涉及的免收车主通行费由地方政府统缴，需关注地方财力情况、资金缴付周期和资金到位及时程度。

### 资本支出

根据河南省人民政府所印发《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”<sup>11</sup>，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17个、建设里程1063公里、总投资约1522亿元；第二批项目18个、建设里程1070公里，总投资1334亿元。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542公里、总投资额约733亿元；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。“13445”工程主要采用“BOT+EPC”<sup>12</sup>模式，公司与社会资本方合作，组建投资人联合体，并与项目所在地政府签订投资协议。投资人联合体成立项目公司，负责具体投资建设工作，投资人按照各自持股比例分担项目资本金投入，其余资金贷款补足。项目公司与项目当地政府授权的项目实施机构签订特许经营协议，约定特许经营期满后，将项目及其附属设施无偿移交交通运输主管部门。

图表 18. 河南省“13445工程”两批次中公司参与在建项目情况（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
阳新高速商城至豫鄂省界段	63.0	110.0	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
<b>合计</b>	<b>542</b>	<b>733</b>	<b>合计</b>	<b>616</b>	<b>746</b>

注：根据河南交投提供的资料绘制（四舍五入存在尾差）

截至2022年3月25日，该公司在建“13445”高速公路项目共16个，总里程1026.01公里，项目总投资1444.73亿元，资金来源为自筹资本金及贷款，由各项目公司负责投资建设，期末累计完成投资248.91亿元，未来仍面临较大资本支出压力。

<sup>11</sup> 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。

<sup>12</sup> 一般公司控股51%，其他央企持股49%，双方按照持股比例分担项目资本金投入；此模式下政府不承担“净地”，也无补贴支持。

**图表 19. 截至 2022 年 3 月 25 日公司在建“13445”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	项目累计投资	2022 年投资计划
郑州至洛阳高速公路	97.90	2021.6-2025.6	197.48	20%	25.20	36.00 <sup>13</sup>
沿大别山高速鸡公山至商城（豫皖省界）段	123.32	2021.6-2024.6	159.02	20%	42.64	37.00
兰考至沈丘高速公路兰考至太康段	112.10	2021.12-2025.12	140.95	20%	14.68	27.00
焦作至平顶山高速公路新密至襄城段	95.46	2021.12-2025.12	140.42	20%	15.13	28.00
沈丘至卢氏高速沈丘至遂平段	105.96	2021.12-2025.6	136.30	20%	14.22	25.00
沿大别山高速公路明港至鸡公山段	96.46	2021.6-2024.12	131.97	20%	37.58	33.00
焦作至唐河高速公路汝州至方城段	100.70	2021.6-2024.6	115.60	20%	34.02	29.00
焦作至平顶山高速公路焦作至荥阳段	35.29	2021.12-2025.12	102.53	20%	7.43	13.00
沿黄高速公路民权至兰考段	58.81	2021.12-2025.6	75.03	20%	7.73	15.00
周口至平顶山高速公路临颍至襄城段	44.19	2021.12-2025.6	55.89	20%	6.72	12.00
固始至豫皖省界高速公路	38.61	2021.12-2025.6	46.96	20%	5.60	9.00
濮阳至湖北阳新高速公路豫鲁省界至宁陵段	32.00	2022.4-2025.4	34.79	20%	9.19	8.00
濮阳至湖北阳新高速公路沈丘至豫皖省界段	24.92	2022.2-2025.2	26.85	20%	7.67	6.50
淮滨至内乡高速公路豫皖省界至淮滨段 <sup>14</sup>	14.68	2021.6-2024.6	19.71	20%	6.05	5.90
信阳至随州（豫鄂界）高速公路	8.25	2021.12-2024.12	12.19	20%	1.38	2.40
濮阳至湖北阳新高速公路商城至豫鄂省界段一期工程	37.36	2021.6-2024.6	49.04	20%	13.67	12.50
<b>合计</b>	<b>1026.01</b>	<b>—</b>	<b>1444.73</b>	<b>—</b>	<b>248.91</b>	<b>299.30</b>

注：根据河南交投提供的资料绘制（四舍五入存在尾差）

该公司拟建“13445”工程高速公路项目为郑州至辉县高速公路和安阳至新乡高速公路新乡段，项目建设总里程为 111.20 公里，计划总投资 237.00 亿元，2022 年计划投资 13.50 亿元。

**图表 20. 公司在建“13445”高速公路拟建项目情况（单位：公里，亿元）**

项目	建设里程	计划投资额	资本金比例	2022 年投资计划
郑州至辉县高速公路	58.90	160.30	20%	9.00
安阳至新乡高速公路新乡段	52.30	76.70	20%	4.50
<b>合计</b>	<b>111.20</b>	<b>237.00</b>	<b>—</b>	<b>13.50</b>

注：根据河南交投提供的资料绘制

除“13445”工程外，该公司存量 3 个续建高速项目和 1 个外部收购企业新增项目，概算总投资 341.82 亿元，截至 2022 年 3 月 25 日已累计完成投资 213.03 亿元，2022 年计划投入 87.80 亿元。

**图表 21. 截至 2022 年 3 月 25 日其他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	项目累计投资	2022 年投资计划
沿太行高速公路新乡段 <sup>15</sup>	29.54	2019.12-2022.12	25.38	20%	20.42	5.80
濮阳至湖北阳新高速公路黄河特大桥（濮阳段二期）	8.13	2020.11-2023.12	28.45	20%	19.70	6.50

<sup>13</sup> 该投资额系根据 2022 年 1 月交通厅下发的投资计划所正式确定的，此前河南中原高速公路股份有限公司披露的投资额为估算数据。

<sup>14</sup> 与“13445”其他项目区别：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，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。即：净地+补贴。

<sup>15</sup> 2019 年 12 月，项目实施机构（新乡市人民政府）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%。濮阳至湖北阳新高速公路黄河特大桥（濮阳段二期）工程项目模式同样。

项目	建设里程	建设时间	概算总投资	资本金比例	项目累计投资	2022年投资计划
濮阳至湖北阳新高速公路宁陵至沈丘段	153.19	2021.9-2022.12	131.66	20%	75.31	42.00
许昌至信阳高速公路	172.15	2020.07-2023.07	156.33	20%	97.60	33.50
<b>合计</b>	<b>363.01</b>	<b>--</b>	<b>341.82</b>	<b>--</b>	<b>213.03</b>	<b>87.80</b>

注：根据河南交投提供的资料绘制（四舍五入存在尾差）

## B. 建造服务业务

财政部于 2021 年 2 月 2 日发布了《企业会计准则解释第 14 号》（财会〔2021〕1 号，简称“解释第 14 号”），自公布之日起施行，2021 年 1 月 1 日至施行日新增的有关业务，根据解释第 14 号进行调整。该公司根据“13445”等项目工程支出进度，按照总额法零毛利确认建造服务业务收支，具体执行标准详见财务分析所涉及的重要会计政策变更。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司确认建造服务收入分别为 124.29 亿元和 40.17 亿元。由于“13445”等项目于 2021-2025 年集中投入，投资期间将带来较大规模建造服务收入结转，但该业务为零毛利，或将摊薄建造期间综合毛利水平，且建造期该路段无通行费现金回笼，同样影响后续营业收入现金率表现。

图表 22. 2021 年及 2022 年第一季度确认建造服务项目（单位：亿元）

项目公司	2021 年确认额	2022 年第一季度确认额
河南安济高速公路有限公司	7.45	1.14
河南濮泽高速公路有限公司	5.33	3.52
河南滨淮高速公路有限公司（豫皖省界至淮滨段）	0.67	0.89
河南交投大别山明鸡高速公路有限公司	16.47	0.09
河南交投固商高速公路有限公司	5.76	0.20
河南交投民沈高速公路有限公司	5.43	0.01
河南交投平宛高速公路有限公司	16.92	1.12
河南交投商罗高速公路有限公司	17.81	0.73
河南交投沈皖高速公路有限公司	4.31	0.36
河南交投焦郑高速公路有限公司	3.63	3.25
河南交投沈遂高速公路有限公司	13.35	0.25
河南交投信随高速公路有限公司	0.44	0.23
河南交投固淮高速公路有限公司	4.27	0.74
河南交投民兰高速公路有限公司	4.39	2.73
河南交投郑平高速公路有限公司	6.69	4.92
河南交投周平高速公路有限公司	3.07	3.37
河南交投兰太高速公路有限公司	8.27	7.26
河南交投商麻高速公路有限公司	0.03	0.01
河南许信高速公路有限公司	—	9.32
河南交投中原高速郑洛建设有限公司	— <sup>16</sup>	0.03
<b>合计</b>	<b>124.29</b>	<b>40.17</b>

注：根据河南交投提供的资料绘制

## C. 房地产业务

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”）、河南高速房地产开发有限公司（简称“高速地产”）和河南君宸置业有

<sup>16</sup> 2021 年，河南交投中原高速郑洛建设有限公司的建造服务收入成本为 0.19 亿元，计入“主营业务收入-其他”科目，未体现在建造服务收入中。

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，君宸置业为房地产二级资质，公司房地产项目以住宅为主，土地主要通过在一二级市场竞拍方式获得。2019-2021年及2022年第一季度，房地产业务分别结转收入6.70亿元、11.41亿元、8.53亿元和0.32亿元，业务毛利率分别为63.91%、38.75%、47.52%和49.85%，结转收入和毛利率随项目差异而波动，2020年以来结转项目为奥兰和园。

**图表 23. 2022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	38.34	100.00%	英地置业
金台府邸	郑州	21.47	12.50	12.50	22.58	98.30%	
奥兰花园	郑州	45.65	23.15	23.25	25.63	100.00%	高速地产
商丘一品江山	商丘	17.22	5.17	5.4	5.43	98.72%	
信阳奥兰	信阳	7.32	2.69	2.59	2.76	97.07%	
周口奥兰天和家园一期、二期	周口	9.20	3.63	3.81	3.92	一期销售 98.56% 二期销售 96.83%	
保亭海南奥兰花园一期	海南保亭	7.99	4.58	4.17	4.58	96.92%	
奥兰和园	郑州	20.02	12.48	12.60	17.69	91.56%	
<b>合计</b>	—	<b>162.05</b>	<b>80.79</b>	<b>80.91</b>	<b>120.93</b>	—	

资料来源：中原高速

**图表 24. 截至 2022 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
								2022年	2023年	2024年	
泰和院	许昌	24.00	12.80	8.41	2012-2025年	39.50%	3.47	1.07	1.20	1.20	英地置业
运河上苑	新郑	11.63	8.64	6.56	2017-2025年	4.52%	0.27	0.65	0.83	0.64	
英地凤池桂苑	郑州	14.75	17.77	7.71	2022-2027年	—	—	0.65	0.72	—	
<b>小计</b>	—	<b>50.38</b>	<b>39.21</b>	<b>22.68</b>	—	—	<b>3.74</b>	<b>2.37</b>	<b>2.75</b>	<b>1.84</b>	—
周口奥兰天和家园三期	周口	9.57	4.13	2.66	2018-2022年	19.47%	0.88	0.57	0.08	—	高速地产
保亭海南奥兰花园项目二期	海南保亭	8.12	7.64	6.29	2019-2022年	16.87%	1.98	0.98	0.13	—	
中牟奥兰置业（奥兰景园）	郑州中牟	尚未确定	10.32	5.39	2023-2026年	—	—	0.13	1.60	1.05	
<b>小计</b>	—	<b>17.69</b>	<b>22.09</b>	<b>14.34</b>	—	—	<b>2.86</b>	<b>1.68</b>	<b>1.81</b>	<b>1.05</b>	—
君悦华庭（鸿苑路103地块）	郑州	19.17	18.00	11.63	2022年底-2024年	0.00%	—	1.30	2.00	3.00	君宸置业
<b>小计</b>	—	<b>19.17</b>	<b>18.00</b>	<b>11.63</b>	—	—	—	<b>1.30</b>	<b>2.00</b>	<b>3.00</b>	—
<b>合计</b>	—	<b>87.24</b>	<b>79.30</b>	<b>48.65</b>	—	—	<b>6.60</b>	<b>5.35</b>	<b>6.56</b>	<b>5.89</b>	—

资料来源：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2022年3月末累计投资22.68亿元；其中泰和院项目位于许昌，分地块分批次分期投建，建筑面积7.40万平方米，计划总投资12.80亿元，累计投资8.41亿元，并于2013年末开始销售，泰和院项目周边人流量偏少，去化水平偏弱且开发周期偏长，截至2022年3月末累计回笼资金3.47亿元；2017年英地置业开工英地运河上苑项目，计划总投资8.64亿元，包含土地成交价3.36亿元，于2020年5月底开盘预售，但项目周边配套（市政管网和道路）未完善，资金回笼欠佳；英地凤池桂苑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），项目建设期为 2022-2025 年，因对房地产行业景气度预期不高，公司暂缓项目开发。

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，近年来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 22.09 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 14.34 亿元，其中周口奥兰天和家园三期和保亭海南奥兰花园项目二期计划于 2022-2023 年交房结转收支，中牟奥兰置业为高速地产储备项目，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，目前为规划调整期，尚未有开发计划。

2019 年 10 月和 2021 年 11 月，该公司子公司中原高速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分别增加注册资本 9.90 亿元和 5.00 亿元。2021 年 12 月 28 日，君宸置业通过郑州市公共资源交易中心举办的国有建设用地使用权挂牌出让活动，竞得郑政出（2021）77 号（网）地块（简称“该地块”）的国有建设用地使用权，该地块土地面积 6.89 万平方米，成交金额 10.87 亿元，土地用途为城镇住宅，位于郑州市金水科教园区杨科路南、鸿苑路西。该地块用于建设君悦华庭项目（高层住宅），计划总投资 18.00 亿元，项目建设期为 2022 年底至 2024 年底，截至 2022 年 3 月末已投资 11.63 亿元。

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。从项目分布看，公司房产项目主要分布郑州及三四线城市，其中部分项目周边基础设施配套尚不完善，销售进展缓慢。总体看公司房产项目后续仍存在较大去化压力。

#### **D. 油品贸易业务**

该公司成品油销售业务经营主体为河南中油高速公路有限责任公司（简称“中油高速”，公司持股 51%）、河南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。2019-2021 年及 2022 年第一季度，油品贸易业务实现收入分别为 19.34 亿元、19.93 亿元、19.34 亿元和 5.17 亿元，毛利率分别

为 19.70%、20.78%、18.26%和 14.21%，其中 2021 年同比下滑 2.52 个百分点，主要系疫情期间高速公路服务区受封控管制，收入略有下滑而成本较为刚性所致；2022 年第一季度同比下滑 9.29 个百分点，主要系上游油品采购成本上涨，但销售价格受发改委定价约束，上调幅度未能覆盖成本端的上涨。

### E. 金融投资业务

该公司金融投资业务主要由上市公司中原高速及其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。

秉原投资对外投资类型包括债权基金、持有型物业及股权与基金。债权基金主要为“城市发展基金”，以河南省内房地产开发企业为主要投资对象，投资期 7 年，已于 2021 年 10 月到期清算，持有期收益近 2 亿元。持有型物业是以自有资金购买社区商铺等进行中长期投资，包含两部分收益：持有期间租金收益，退出增值收益，持有型物业目前主要布局郑州，截至 2022 年 3 月末秉原投资账面投资性房地产余额 3.99 亿元，每年租金近 0.2 亿元。股权与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，形式包括项目公司股权和基金投资，其中 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，2019-2021 年，上述股权与基金的损益分别为 0.10 亿元、1.32 亿元和 0.97 亿元；同期分别收到主要投资基金分红 0.59 亿元、1.00 亿元和 0.85 亿元。

图表 25. 截至 2021 年末长期股权投资主要基金情况（单位：亿元）

项目或基金的名称	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	2019 年收益	2020 年收益	2021 年收益
上海秉原安股权投资发展中心（有限合伙）	2.46	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	0.61	-0.19
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		-0.03	-0.004	-0.04
上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）	3.21	项目公司股权	生态农业、制造业	10年		0.16	1.16	1.22
上海卓衍资产管理中心（有限合伙）	2.79	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		-0.02	-0.45	-0.02
合计	10.23	--	--	--	--	0.10	1.32	0.97

资料来源：河南交投（四舍五入存在尾差）

图表 26. 截至 2021 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	投资成本	2019 年投资收益	2020 年投资收益	2021 年投资收益
中原信托有限公司	31.91	18.24	1.31	0.50	1.05
中原农业保险股份有限公司	25.86	5.80	0.07	0.10	0.10
河南资产管理有限公司	13.19	5.00	0.38	0.42	0.46
河南绿地商城置业有限公司	20.00	2.69	0.47	0.07	-0.02

投资对象	最新持股比例	投资成本	2019年投资收益	2020年投资收益	2021年投资收益
河南省公路工程局集团有限公司	30.00	1.45	3.35	-0.05	0.51
合计	--	33.18	5.58	1.04	2.10

资料来源：河南交投（四舍五入存在尾差）

图表 27. 2021 年公司直接投资对象基本情况（单位：亿元）

投资对象	所属行业	业务布局	总资产	所有者权益	营业收入	净利润	最新舆情与关注
中原信托有限公司	信托	城市基础设施建设信托/房地产信托/工业企业信托/PE 投资信托等	102.78	85.54	10.71	3.29	金融借款合同纠纷涉及房地产等企业 <sup>17</sup> 。其中2022年1月，中原信托向对泰禾集团及子公司郑州泰禾运成置业有限公司等相关当事人提起了诉讼，涉及本金9.57亿元及相关利息、罚息、违约金等；3月泰禾集团回应郑州中院已拍卖其名下某土地及其土地上地下附属物（拍卖成交价格6.22亿元），拍卖所得将优先用于偿还对中原信托的欠款。
中原农业保险股份有限公司	保险	农业保险、财产损失保险等	54.21	23.49	22.64	0.37	2021年河南水灾引发大规模理赔。
河南资产管理有限公司	地方资产管理	不良资产收购处置	274.47	118.93	20.51	5.99	不良资产收购处置业务区域主要集中在河南省，主营业务区域集中度较高且较为单一的风险；成立时间不长，尚处于业务发展初期，不良资产收购及处置业务尚未规模化开展，存在因不良资产本身的原因造成对其进行收购处置时，回款尚不稳定的情况；债转股及股权投资类业务规模较大；借款合同纠纷、追偿权纠纷及金融借款合同纠纷 <sup>18</sup> 。
河南绿地商城置业有限公司	房地产	房地产开发与销售	89.13	15.16	2.01	-0.37	金融借款合同纠纷 <sup>19</sup> 。
河南省公路工程局集团有限公司	工程施工	公路、桥梁和交通安全设施建设	120.70	19.14	83.12	3.63	与主营业务相关的合同纠纷。

资料来源：河南交投（四舍五入存在尾差），天眼查

该公司本部对外主要参股中原信托有限公司（简称“中原信托”）、中原农业保险股份有限公司、河南资产管理有限公司（简称“河南资管”）、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（简称“工程局集团”）等。2019-2021年，公司投资上述企业确认投资收益分别为2.23亿元、1.10亿元和2.10亿元。金融股权投资对象多分布于信托、保险、资产处置和房地产行业，业务开展面临所处行业特定风险，且近期较多关注性舆情并涉及借款纠纷；公司将根据市场环境和标的风险判定开展股权投资与收回。2022年3月8日，根据中原高速披露《关于放弃参股公司股权优先购买权且不参与竞拍的公告》，鉴于中原信托第三大股东河南省豫粮粮食集团有限公司（简称“豫粮集团”）与光大兴陇信托有限责任公司产生法律纠纷，甘肃省兰州市中级人民法院裁定拟拍卖被执行人豫粮集团所持中原信托9.124%股权（简称“标的股权”）；中原高速作为中原信托第二大股东，在同等条件下对上述股份享有优先购买权，根据发展战略及目前市场环境，中原高速放弃上述标的股权优先购买权且不参与此次法院的股权竞拍，继续聚焦主业投资。

<sup>17</sup> 2022年以来，中原信托与许昌锦恩置业有限公司、郑州宝泰置业有限公司及恒大地产集团兰州置业有限公司等公司发生多笔金融借款合同纠纷。

<sup>18</sup> 2021年以来，河南资管发生多笔借款合同纠纷、追偿权纠纷及金融借款合同纠纷，诉讼对象多为民营企业和自然人。

<sup>19</sup> 2021年以来，河南绿地商城置业有限公司与中国农业银行股份有限公司郑州金水支行、中国农业银行股份有限公司郑州自贸区分行及中信银行股份有限公司郑州分行发生金融借款合同纠纷。

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。

## F. 重组整合

2022年3月25日，该公司披露《关于资产注入的提示性公告》：“根据《河南省政府国资委关于提请批复河南交通投资集团有限公司重组整合方案的请示》和《河南省人民政府关于河南交通投资集团有限公司重组整合方案的批复》，河南省人民政府以持有的交发集团股权评估作价出资注入河南交投，整合后名称仍为‘河南交通投资集团有限公司’，注册资本金500亿元”。该重组整合方案预计于2022年12月底完成，完成后即实施人员、组织、业务融合，统一管理运营。

2022年4月，根据《河南省人民政府任免通知》（豫政任〔2022〕31号），河南省人民政府决定任命程日盛为新河南交通投资集团有限公司（简称“新河南交投”）董事长、尹如军为总经理、副董事长，免去其交发集团董事长职务，免去马健该公司总经理职务。

交发集团系河南省交通基础设施的国有投融资、建设和运营主体之一，主要负责河南省内收费还贷高速公路的投融资、建设和运营管理，经营性高速公路的投融资、建设和运营管理占比较少。截至2022年3月末，交发集团已通车收费公路共45条，通车里程3028.88公里，占全省高速公路通车里程（2021年末7216公里）比重约42%，其中经营性高速通车里程为158.80公里，其余均为政府收费还贷公路（含委托高发公司代管路段1194.47公里），2021年交发集团车流量4.92亿辆，实现通行费收入164.23亿元，单公里收费水平约542.21万元/年/公里，处于行业较好水平。2021年末，交发集团总资产2808.59亿元，所有者权益963.92亿元，资产负债率65.68%；2021年交发集团营业收入350.83亿元，净利润30.41亿元；经营活动现金流净额115.69亿元；后续关注交发集团入账后，新河南交投相应财务质量变化情况。

图表 28. 交发集团财务情况（单位：亿元）

重要指标	2019年（末）	2020年（末）	2021年（末）	2022年第一季度（末）
总资产	2198.73	2307.17	2808.59	2922.90
刚性债务	1416.80	1462.46	1734.47	1837.92
所有者权益	713.88	743.61	963.92	970.40
资产负债率（%）	67.53	67.77	65.68	66.80
营业收入	138.32	132.24	350.83	90.60
净利润	50.09	31.64	30.41	6.85
经营性现金净流入量	140.64	147.71	186.27	38.05

资料来源：交发集团财务报表

交发集团作为河南省另一大交通基础设施的投融资和运营主体，同样根据交通厅相关要求，承接了“13445”工程第一批切块项目中的9个及第二批切块项目中的8个，2021年及2022年第一季度实现建造服务收入分别为188.18亿元和57.13亿元。截至2022年3月25日，交发集团在建“13445”工程项目共计17个。资产重组整合后，新河南交投将承担“13445”工程全部项目建设

任务，进一步巩固其在河南省内交通基础设施投融资和运营主体的地位，投资支出压力亦将进一步加大。

## 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，2021 年 9 月起改由河南省国资委代为履行出资人职责。公司设立有董事会及监事会等决策及监督机构，经营及财务管理较为独立，法人治理情况较好。同时根据自身经营管理及业务发展需要，设置了相关职能部门，能较好地满足公司日常经营管理的需要。

该公司为国有独资企业，截至 2022 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。2021 年 9 月前，河南省人民政府授权河南省财政厅履行出资人职责，2021 年 9 月 1 日起，河南省财政厅将出资人职责移交河南省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“河南省国资委”）履行。此外，河南省人民政府委托河南省交通运输厅负责行业管理职责。

2021 年 12 月，该公司原副总经理段建新退休离任；此外，跟踪期内公司在法人治理结构、管理制度及组织架构等方面未发生重大变化。根据《公司章程》规定，公司设立董事会，董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名，按照干部管理权限任免，其中职工代表董事经由职工代表大会选举产生；公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，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，监事会主席按干部管理权限任免。截至 2022 年 4 月末，公司实际到位董事成员 4 名，分别为程日盛、尹如军、马健和周书文；到位监事 1 名，为刘渤。2022 年 4 月，公司总经理由马健变更为尹如军。

根据该公司 2021 年审计报告披露，2021 年公司采购商品和接受劳务的关联交易金额为 14.92 亿元，出售商品/提供劳务的关联交易金额为 0.12 亿元，关联交易对象均为工程局集团。关联方往来方面，截至 2021 年末公司应收关联方金额合计 4.02 亿元，应付关联方金额合计 3.31 亿元。

根据该公司提供的 2022 年 5 月 20 日《企业征信报告》，公司本部暂无债务违约情况。

**图表 29. 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 [2022.5.20]	无 [2022.5.16]	无 <sup>20</sup> [2022.5.16]
各类债券还本付息	Wind	2022.5.28	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	2022.5.28	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	2022.5.28	暂无		

<sup>20</sup> 高发公司关注类账户已结清。

信息类别	信息来源	查询日期	本部	中原高速	高发公司
	统：天眼查				

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

## 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；2021年以来公司持续推进省内“13445工程”高速公路路网建设，债务压力加大。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，但因“13445工程”资金需求较大，经营活动现金流对资金需求支撑减弱，未来对外部融资依赖度将进一步加深。考虑公司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2021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。

2021年，该公司合并口径增加河南交投中原高速郑安建设有限公司、河南公路工程招标咨询有限公司和河南许信高速公路有限公司<sup>21</sup>（简称“许信公司”）等15家子公司，并注销上海秉美实业有限公司、苏州工业园区豫交投农银投资中心（有限合伙）（简称“豫交投农银投资”）和豫交投农银（苏州工业园区）投资管理有限公司共3家子公司，高发公司在同一控制下吸收合并湖南岳常高速公路开发有限公司，子公司河南公路港务局集团有限公司对外转让濮阳公路港交通发展有限公司100%股权。截至2021年末，纳入公司合并口径内子公司共计77家。2022年第一季度，合并口径内子公司无变化。

2022年5月，该公司与瑞茂通供应链管理股份有限公司（简称“瑞茂通”，600180.SH）共同出资设立河南物产集团有限公司（简称“物产集团”，2022年5月18日完成工商注册登记并取得营业执照），物产集团注册资本60.00亿元，其中公司认缴30.60亿元，占比51%并实施并表；瑞茂通认缴29.40亿元，占比49%。截至目前物产集团实收资本15.00亿元，其中公司实际出资7.6亿元。

#### 重要会计政策和会计估计

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

<sup>21</sup> 2021年12月，高发公司收购许信公司90.17%股权，交易对价18.23亿元，资金来源为自有资金及外部融资，截至2022年3月末已支付2.90亿元。

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。

该公司与政府部门签订政府和社会资本合作协议（简称“PPP”），参与收费公路基建的发展、融资、经营及维护。公司根据 PPP 项目合同约定，在项目运营期间，有权向获取公共产品和服务的对象收取费用，但收费金额不确定的，该权利不构成一项无条件收取现金的权利，在 PPP 项目资产达到预定可使用状态时，将相关 PPP 项目资产的对价金额或确认的建造收入金额确认为无形资产，并按照《企业会计准则第 6 号-无形资产》的规定进行会计处理，建造服务过程中利息支出采取资本化处理。2021 年起公司新增建造服务业务，该项业务执行《企业会计准则解释第 14 号》，解释第 14 号适用于同时符合该解释所述“双控制”和“双特征”条件<sup>22</sup>；符合解释“双特征”和“双控制”但未纳入全国 PPP 综合信息平台项目库的特许经营项目协议，应当按照解释进行会计处理和追溯调整。

2019 年，该公司子公司中原高速开展银行永续类融资 17.50 亿元<sup>23</sup>；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）和北金所永续期债权计划 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）和三期永续期委托借款 40.00 亿元；2021 年，公司发行永续中票 41.00 亿元（21 豫交投 MTN002 和 21 豫交投 MTN003）、永续期公司债 45.00 亿元（21 豫通 Y1、21 豫通 Y2、21 豫通 Y3、21 豫通 Y4 和 21 豫通 Y5）、太平洋-河南交投沪陕高速债权投资计划 13.00 亿元和基础设施债权投资计划 24.00 亿元（中国人寿-豫交投基础设施债权投资计划和国寿投资-河南交投基础设施债权投资计划），当期偿付永续中票 75.00 亿元（15 豫交投 MTN001、16 豫交投 MTN001 和 16 豫交投 MTN002）。2022 年第一季度，公司发行 13.00 亿元永续中票（22 豫交投 MTN001）。截至 2022 年 3 月末，公司存量权益类融资工具金额合计 254.09 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。

<sup>22</sup> “双特征”：（1）社会资本方在合同约定的运营期间内代表政府方使用 PPP 项目资产提供公共产品和服务；（2）社会资本方在合同约定的期间内就其提供的公共产品和服务获得补偿。“双控制”：（1）政府方控制或管制社会资本方使用 PPP 项目资产必须提供的公共产品和服务的类型、对象和价格；（2）PPP 项目合同终止时，政府方通过所有权、收益权或其他形式控制 PPP 项目资产的重大剩余权益。

<sup>23</sup> 2022 年 4 月 19 日，根据中原高速《关于偿还永续债权融资的公告》，2019 年 8 月 15 日，中国工商银行股份有限公司-理财计划代理人（简称“工行理财计划代理人”）向中原高速发放永续委托债权 9.5 亿元人民币，期限 3+N 年，融资初始利率 5.9%；2022 年 4 月 18 日，中原高速向工行理财计划代理人偿还永续委托债权投资款及应付投资收益合计 9.54 亿元人民币。

图表 30. 权益类债务调整对比表

重要指标	调整前				调整后			
	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
总负债（亿元）	1277.60	1305.61	1478.63	1558.81	1459.45	1498.42	1719.72	1812.90
刚性债务（亿元）	1121.37	1192.85	1338.45	1407.88	1303.22	1385.66	1579.54	1661.97
所有者权益（亿元）	623.90	635.89	670.70	687.49	442.05	443.08	429.61	433.40
资产负债率（%）	67.19	67.25	68.80	69.39	76.75	77.18	80.01	80.71
权益资本与刚性债务比率[%]	55.64	53.31	50.11	48.83	33.92	31.98	27.20	26.08
EBITDA/刚性债务（倍）	0.08	0.07	0.07	—	0.08	0.06	0.06	—

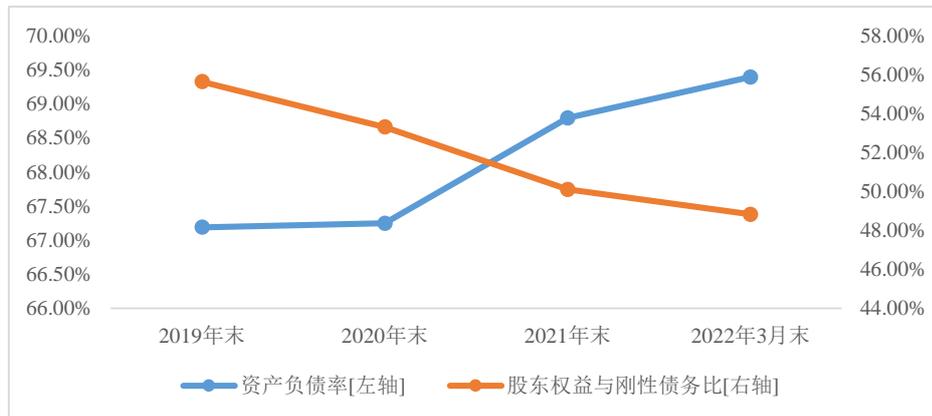
资料来源：河南交投

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

图表 31. 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

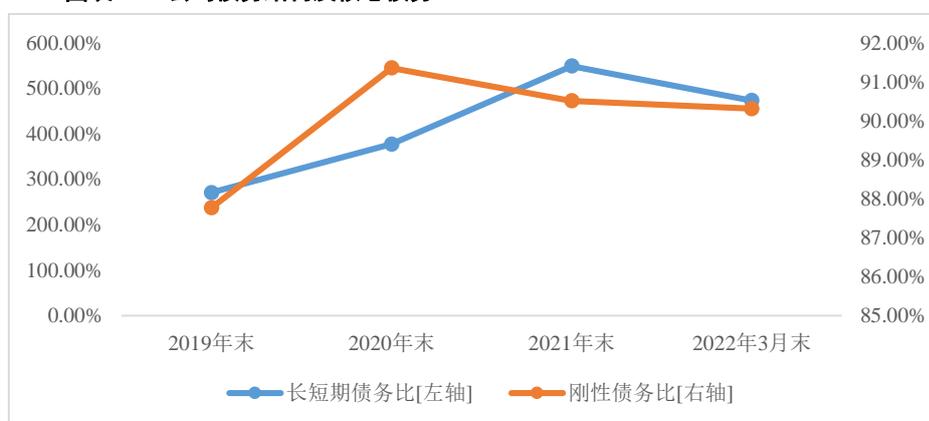
2019-2021 年末及 2022 年 3 月末, 该公司所有者权益分别为 623.90 亿元、635.89 亿元、670.70 亿元和 687.49 亿元, 权益资本集中于实收资本、资本公积、其他权益工具和少数股东权益, 其中实收资本均为 267.47 亿元, 资本公积分别为 43.80 亿元、45.82 亿元、45.82 亿元和 45.82 亿元; 同期末, 其他权益工具分别为 164.35 亿元、175.31 亿元、223.59 亿元和 236.54 亿元, 主要为永续类债务融资工具, 2021 年末较上年末增长 27.54%, 主要系发行 21 豫交投 MTN002、21 豫交投 MTN003、21 豫通 Y1、21 豫通 Y2、21 豫通 Y3、21 豫通 Y4 和 21 豫通 Y5、太平洋-河南交投沪陕高速债权投资计划、中国人寿-豫交投基础设施债权投资计划和国寿投资-河南交投基础设施债权投资计划, 并兑付 15 豫交投 MTN001、16 豫交投 MTN001 和 16 豫交投 MTN002, 2022 年 3 月末较上年末增长 5.79%, 主要系发行 22 豫交投 MTN001。同期末, 少数股东权益分别为 169.15 亿元、173.39 亿元、153.59 亿元和 155.21 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<sup>24</sup>, 2021 年末较

<sup>24</sup> 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

上年末减少 11.42%，主要系注销子公司豫交投农银投资少数股东权益相应减少 30.00 亿元所致。同期末，未分配利润分别为-21.76 亿元、-27.75 亿元、-20.41 亿元和-17.94 亿元，为以前年度亏损所致，2021 年以来经营利润留存较多，大幅弥补了未分配利润历史亏损。

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。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，负债总额分别为 1277.60 亿元、1305.61 亿元、1478.63 亿元和 1558.81 亿元，资产负债率分别为 67.19%、67.25%、68.80%和 69.39%，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 76.75%、77.18%、80.01%和 80.71%，债务经营程度偏高。

图表 32. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	1121.37	1192.85	1338.45	1407.88
应付账款 (亿元)	93.12	54.61	44.12	36.71
递延收益 (亿元)	10.46	12.44	11.53	11.79
其他应付款 (亿元)	12.70	12.35	9.60	31.80
预收账款 (亿元)	20.18	9.41	3.69	3.94
刚性债务占比 (%)	87.77	91.36	90.52	90.32
应付账款占比 (%)	7.29	4.18	2.98	2.35
递延收益占比 (%)	0.82	0.95	0.78	0.76
其他应付款占比 (%)	0.99	0.95	0.65	2.04
预收账款占比 (%)	1.58	0.72	0.25	0.25

资料来源：根据河南交投所提供数据绘制（其他应付款不含应付股利和应付利息）

从负债期限结构来看，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 271.05%、377.82%、549.54%和 473.54%，其中 2021 年末大幅提升主要系部分借款及短期应付债券到期且增加较多长期借款所致。公司债务以非流动负债为主，债务期限结构较合理，符合收费公路行业资本投资回收时间长等特性。

该公司负债主要由刚性债务<sup>25</sup>、应付账款、递延收益、其他应付款和预收账款等构成，并以刚性债务为主。2021 年末刚性债务余额 1338.45 亿元，较上

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。

<sup>25</sup> 此处列式未含权益类融资工具。

年末增长 12.21%，占负债总额比重 90.52%；应付账款余额 44.12 亿元，较上年末减少 19.21%，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；其他应付款（不含应付股利和应付利息）余额 9.60 亿元，较上年末减少 22.26%，主要是应付外部往来款、工程款和保证金等；递延收益余额 11.53 亿元，主要是政府补助；预收款项余额为 3.69 亿元，较上年末减少 60.76%，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；合同负债余额 9.46 亿元，较上年末增长 96.94 亿元。

2022 年 3 月末，该公司刚性债务余额 1409.88 亿元，占负债总额比重为 90.32%，较上年末增长 5.19%；应付账款余额 36.71 亿元，较上年末减少 16.80%，主要系支付项目工程款所致；其他应付款余额 31.80 亿元，较上年末增长 231.15%，主要系向交发集团拆入 20.00 亿元无息往来款（已于 2022 年 4 月归还）所致；其余负债科目较上年末暂无重大变化。

## B. 刚性债务

图表 33. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	206.02	179.93	146.78	180.87
其中：短期借款	21.83	63.11	34.93	46.28
应付票据	--	0.30	3.90	3.90
一年内到期长期借款	87.67	63.09	86.52	125.64
应付短期债券	36.20	16.30	--	5.00
其他短期刚性债务	60.31	37.44	21.43	0.05
中长期刚性债务合计	915.35	1012.92	1191.66	1227.01
其中：长期借款	748.89	831.09	990.04	1032.86
应付债券	166.46	181.83	201.62	194.15
其他中长期刚性债务	--	--	--	0.01
新增债务融资成本（年化，%）	4.28	3.80	3.94	3.90

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；2022 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）

2021 年末，该公司刚性债务余额 1338.45 亿元，较上年末增长 12.21%，以中长期刚性债务为主。同期末短期刚性债务余额 146.78 亿元，较上年末减少 18.42%，短期刚性债务现金覆盖率为 29.30%，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 1191.66 亿元，较上年末增长 17.65%，主要为新增长期借款还本付息并优化债务结构所致。2022 年 3 月末，刚性负债余额 1407.88 亿元，较上年末增长 5.19%；因部分长期债务临近到期，短期刚性债务较上年末增长 23.22%至 180.87 亿元，短期刚性债务现金覆盖率下降至 18.78%；长期刚性债务较上年末增长 2.97%至 1227.01 亿元，中长期刚性债务占比 87.15%。

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，2021 年末银行借款余额 1111.49 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。

**图表 34. 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	1.00	86.52	797.45	3.92%-4.90%
信用借款	33.90		184.71	3.80%-4.90%
保证借款	—		7.89	3.92%-4.90%
应付利息	0.03		—	--
<b>合计</b>	<b>34.93</b>	<b>86.52</b>	<b>990.04</b>	<b>--</b>

注：根据河南交投提供的资料绘制

外部融资成本方面，2019-2021 年及 2022 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 4.28%、3.80%、3.94%和 3.90%，融资成本控制尚可。

### C. 或有负债

对外担保方面，截至 2021 年末，中原高速下属子公司英地置业、高速房地产及其子公司、孙公司等作为担保方，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 6.51 亿元，担保比率 0.97%。此外，2021 年末该公司重大未决诉讼或仲裁涉及标的额合计 1.27 亿元，或有负债风险可控。

## (2) 现金流量

**图表 35. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入现金率（%）	107.95	96.20	56.28	41.07	89.60
业务现金收支净额（亿元）	82.43	66.45	78.29	3.57	17.56
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.55	0.97	-4.45	6.56	-0.37
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	77.89	67.42	73.84	10.14	17.19

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，2019-2021 年及 2022 年第一季度，营业收入现金率分别为 107.95%、96.20%、56.28%和 41.07%，其中 2021 年及 2022 年第一季度同比分别下降 39.92 个百分点和 48.54 个百分点，主要系根据最新收入确认准则，对建造期间 PPP 项目按投入规模确认建造服务收入但此期间并无业务现金流入所致；经营活动净现金流量分别为 77.89 亿元、67.42 亿元、73.84 亿元和 10.14 亿元，持续大额现金流入可为投资需求和即期债务偿付提供一定支撑，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，2021 年已恢复常态运营，2022 年第一季度因君宸置业缴纳君悦华庭项目土地款，业务现金收支净额较上年同期有所缩减。

**图表 36. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）**

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021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）	1.43	-1.78	-12.76	-1.81	0.29
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	-84.07	-61.16	-157.30	-57.50	-40.43
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-9.56	-20.51 <sup>26</sup>	-11.02	-44.93	-0.06
投资环节产生的现金流量净额	-92.21	-83.45	-181.08	-104.24	-40.20

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

2019-2021年及2022年第一季度，该公司投资活动产生的净现金流量分别为-92.21亿元、-83.45亿元、-181.08亿元和-104.24亿元。从投资活动现金流来看，公司主要投向高速公路项目和房地产项目，2021年以来随着公司推进“13445”高速公路项目投资，投资活动净流出规模大幅增长，经营环节现金净流入量对投资需求的支撑减弱，公司对外融资需求大幅提高。此外，2021年其他因素对投资环节现金流量影响净额为-11.02亿元，主要系为收购许信公司支付的相关款项；2022年第一季度其他因素对投资环节现金流量影响净额为-44.93亿元，主要系高发公司收购中原银行股份有限公司（简称“中原银行”）不良资产支付投资款45.00亿元，高发公司依据省政府会议纪要收购不良资产相关协议尚在签署中，后续不良资产仍由中原银行负责清收，公司预期年化收益1%，投资款待中原银行清收之后收回。

**图表 37. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）**

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
权益类净融资额	-3.79	-0.48	39.22	10.03	-0.50
其中：永续债及优先股	抵消后 0.50	抵消后 11.00	抵消后 48.00	抵消后 13.00	--
债务类净融资额	-16.70	22.67	74.22	55.32	43.00
其中：现金利息支出	67.62	55.37	61.95	15.23	15.25
其他与筹资活动有关现金净额	-2.01	-5.79	-10.33	19.75	-0.01
筹资环节产生的现金流量净额	-22.50	16.40	103.11	85.10	42.49

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，2019-2021年及2022年第一季度，筹资活动净现金流净额分别为-22.50亿元、16.40亿元、103.11亿元和85.10亿元。其中权益类融资净额分别为-3.79亿元、-0.48亿元、39.22亿元和10.03亿元，2021年流入主要系公司发行永续中票41.00亿元、可续期公司债45.00亿元、债权投资计划37.00亿元与偿还永续中票75.00亿元的差额；2022年第一季度净流入主要系发行永续中票13.00亿元。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司债务类融资净额分别为-16.70亿元、22.67亿元、74.22亿元和55.32亿元，其中利息支出67.62亿元、55.37亿元、61.95亿元和15.23亿元，利息偿付压力较大。

<sup>26</sup> 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，导致其他因素对投资环节现金流量净流出20.51亿元。

**图表 38. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.55	1.37	1.68
EBITDA/刚性债务(倍)	0.08	0.07	0.07
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	22.01	21.84	29.48
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	7.08	5.83	5.83
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-4.05	-5.19	-42.82
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-1.30	-1.38	-8.47

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，2019-2021 年分别为 85.31 亿元、76.13 亿元和 94.25 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为稳定，但 2021 年以来，随着该公司在建项目推进，经营活动现金流入对主业资金需求的支撑力度有所减弱，对外部融资依赖度明显提升，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 39. 公司主要资产的分布情况**

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	127.15	106.15	117.46	156.28
	6.69%	5.47%	5.46%	6.96%
其中：货币资金（亿元）	43.85	42.82	43.01	33.97
应收账款（亿元）	7.61	7.85	13.07	11.04
其他应收款（亿元）	27.20	8.21	4.39	49.97
存货（亿元）	42.97	42.60	44.12	54.14
其他流动资产（亿元）	4.28	3.30	2.18	1.99
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	1774.35	1835.35	2031.87	2090.04
	93.31%	94.53%	94.54%	93.04%
其中：固定资产（亿元）	430.22	426.25	425.49	424.83
在建工程（亿元）	6.24	14.40	7.73	8.73
可供出售金融资产（亿元）	12.30	22.56	--	--
其他权益工具投资（亿元）	2.46	2.18	67.26	67.13
长期股权投资（亿元）	55.28	56.92	58.13	60.68
无形资产（亿元）	1236.77	1247.01	1380.85	1422.17
长期应收款（亿元）	--	--	32.63	32.68
其他非流动资产（亿元）	12.56	45.47	36.89	50.63
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>1234.54</b>	<b>1322.11</b>	<b>1159.56</b>	<b>1159.56</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>64.92</b>	<b>68.10</b>	<b>53.95</b>	<b>51.62</b>

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司资产总额分别为 1901.50 亿元、1941.50 亿元、2149.33 亿元和 2246.31 亿元，其中非流动资产占总资产的比重 90%以上，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，2021 年末无形资产 1380.85 亿元，较上年末增长 10.73%，主要为土地使用权、高速公路特许经营权和 PPP 建造业务确认的无形资产；固定资产净值 425.49 亿元，主要为高速公路资产；在建

工程 7.73 亿元，主要为高速公路配套投资项目，较上年末减少 46.34%，主要系执行解释第 14 号将在建高速公路项目投资额重分类至无形资产所致；长期股权投资 58.13 亿元，较上年末增长 2.12%，增幅系上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）、中原信托及工程局集团的投资收益；因执行新金融工具准则，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，期末其他权益工具投资 67.26 亿元，较年初增长 171.91%，增幅主要为公司持有的永煤集团股份有限公司（简称“永煤集团”<sup>27</sup>，由其他非流动资产科目转入）和河南省企信保基金（有限合伙）的股权；其他非流动资产 36.89 亿元，主要为预付项目工程款，较上年末减少 18.98%，主要系永煤集团完成审计评估备案，子公司高发公司上年支付的 30.00 亿元股权转让款确认为其他权益工具所致。2022 年 3 月末，非流动资产构成较上年末无重大变化，其他非流动资产较上年末增长 37.26%至 50.63 亿元，增幅系中原高速及高发公司预付项目工程款。

2021 年末，该公司流动资产 117.46 亿元，主要由货币资金、存货、应收账款、其他应收款和其他流动资产构成。其中货币资金 43.01 亿元，现金比率 18.89%，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 44.12 亿元，较上年末变化不大，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）；应收账款 13.07 亿元，较上年末增长 66.51%主要系应收工程局集团、驻马店高速公路建设指挥部办公室及河南省高速公路联网监控收费通信服务有限公司款项；其他应收款 4.39 亿元，较上年末减少 46.61%，余额主要为应收河南省交通运输发展集团有限公司、河南省海星高速公路发展有限公司等的往来款。2022 年 3 月末，流动资产构成较上年末无重大变化，其中其他应收款较上年末增长 1039.48%至 49.97 亿元，增幅主要系高发公司收购的中原银行不良资产预计于年底清收回款，计入其他应收款。

#### （4）流动性/短期因素

图表 40. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	36.93	38.85	51.60	57.50
现金比率 (%)	12.74	15.67	18.89	12.50
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	21.29	23.80	29.30	18.78

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，

<sup>27</sup> 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。2021 年 12 月 10 日，公司发布最新公告：评估公司对标的公司完成评估，标的公司的净资产评估值为 534.07 亿元，交易各方已签订《股份转让协议之补充协议》，明确了具体股份转让数额，合计转让标的公司 3.64 亿股股份，股份转让价款总计 30 亿元，其中永城煤电、焦作煤业、鹤壁煤业分别转让 1.4 亿股、0.8 亿股、1.44 亿股股份，下一步待前述质押股权完成解压后，办理股东名册变更。

资金大量沉淀于固定资产和无形资产等非流动资产，2021年末及2022年3月末流动比率分别为51.60%和57.50%。2022年3月末受限资产规模1159.56亿元，受限比率51.62%。

**图表 41. 2022年3月末公司资产受限情况表（单位：亿元，%）**

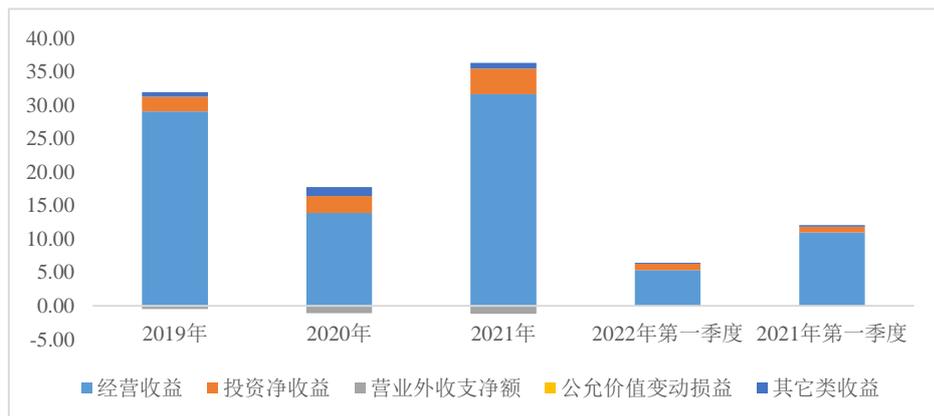
项目	受限资产账面价值	占科目比重	受限原因
货币资金	4.89	14.40	保证金
固定资产	160.53	37.79	质押
无形资产	994.14	69.90	质押
合计	1159.56	51.62	—

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。2019-2021年及2022年第一季度，营业收入分别为160.55亿元、140.41亿元、286.75亿元和73.90亿元，其中2021年及2022年第一季度收入同比增幅较大，主要系确认建造服务收入较多所致；综合毛利率分别为65.94%、56.46%、33.70%和28.33%，因良好的路产质量和不计提折旧政策，主业毛利率较高，2021年及2022年第一季度综合毛利率同比分别下降22.76个百分点和40.93个百分点，主要系建造服务无利润空间，大幅拉低整体毛利水平；同期经营收益分别为29.08亿元、13.89亿元、31.63亿元和5.34亿元，年度间主业经营积累能力较强，2020年因疫情政策性免收通行费等安排，通行费收入缩减，毛利水平和经营收益明显下滑；2021年以来收费公路业务已恢复至常态运行，经营收益较上年同期增加17.75亿元。

**图表 42. 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 43. 公司经营收益结构分析**

经营收益结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入合计（亿元）	160.55	140.41	286.75	73.90	38.90
毛利（亿元）	105.87	79.27	96.63	20.94	26.94
其中：通行费业务（亿元）	95.49	69.97	87.16	19.89	24.67
房地产开发（亿元）	4.28	4.42	4.05	0.16	1.16

经营收益结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
毛利率(%)	65.94	56.46	33.70	28.33	69.27
其中：通行费业务(%)	78.82	71.94	72.34	79.27	82.48
房地产开发(%)	63.91	38.75	47.52	49.85	49.15
期间费用率(%)	36.69	45.32	21.86	20.76	39.47
其中：财务费用率(%)	32.08	39.15	18.76	18.59	35.45
全年利息支出总额(亿元)	55.17	55.55	56.07	—	—
其中：资本化利息数额(亿元)	3.99	0.29	1.76	—	—
通行费收入利息覆盖倍数(倍)	2.20	1.75	2.15	—	—

资料来源：根据河南交投所提供数据整理

2019-2021年及2022年第一季度，该公司期间费用（含研发费用）分别为58.90亿元、63.63亿元、62.68亿元和15.34亿元，其中财务费用占比超过85%，同期期间费用率分别为36.69%、45.32%、21.86%和20.76%，2020年因收入下滑，利息支出侵蚀凸显，2021年以来随收入规模扩大有所下滑，但期间费用对利润侵蚀仍较为严重。

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，2019-2021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55.17亿元、55.55亿元和56.07亿元，同期通行费收入分别为121.16亿元、97.26亿元和120.49亿元，通行费收入对利息的覆盖倍数为2.20倍、1.75倍和2.15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 44. 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	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
其他收益	0.88	1.19	1.01	0.17
投资净收益	2.20	2.52	3.83	0.97
其中：权益法核算的长期股权投资收益	2.90	2.43	3.09	/
处置长期股权投资产生的投资收益	-1.20	0.002	0.72	/
可供出售金融资产等取得的投资收益	0.18	0.05	—	/
营业外收入	0.35	0.42	0.42	0.06
其中：政府补助	0.03	0.20	0.02	/
非流动资产处置利得	0.002	0.11	0.01	/

资料来源：根据河南交投所提供数据整理（“/”表示未提供）

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，2019-2021年及2022年第一季度，实现投资收益分别为2.20亿元、2.52亿元、3.83亿元和0.97亿元，同期营业外收入分别为0.35亿元、0.42亿元、0.42亿元和0.06亿元，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26.15亿元、15.40亿元、29.97亿元和5.60亿元，2020年因新冠疫情政策性减免通行费，净利润同比减少41.12%；2021年业务恢复常态化运行，净利润较同比增加14.57亿元。

## 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，该公司主业通行费业务较稳健经营，但由于前期高速公路建设累积较大规模债务，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；加之公司推进省内“13445 工程”高速公路路网项目建设，2021 年以来债务压力有所加大。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，但由于“13445 工程”资金需求较大，对外部融资依赖度进一步提升。考虑到公司目前外部融资渠道较通畅，且下属子公司中原高速作为 A 股上市公司，拥有直接融资能力，综合上述可对项目投入、债务偿付和循环提供一定保障，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

### 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，2022 年 3 月末，公司管理路段（含代管路段）主线里程 3776.38 公里，占全省高速公路通车里程（2021 年末 7216 公里）的比重为 52.33%，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 35.78%。

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。2022 年 3 月末公司获得各银行等金融机构授信额度共计 4302.66 亿元，其中已使用授信额度 1401.74 亿元，剩余额度 2900.92 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 45. 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）	4302.66	1401.74	2900.92
其中：国家政策性金融机构（亿元）	727.62	351.28	376.34
工农中建交五大商业银行（亿元）	1843.96	651.89	1192.07
其中：大型国有金融机构占比（%）	59.77	71.57	54.07

资料来源：根据河南交投所提供数据整理（截至 2021 年 6 月末）

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

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 可续期：

20 豫交投 MTN002、20 豫交投 MTN003、20 豫交投 MTN004、21 豫通 Y1、21 豫通 Y2、21 豫交投 MTN002、21 豫通 Y3、21 豫通 Y4、21 豫交投 MTN003、21 豫通 Y5 和 22 豫交投 MNT001 上述债券为可续期债券，允许递延付息，递延支付无递延次数限制，存在递延付息风险。

## 跟踪评级结论

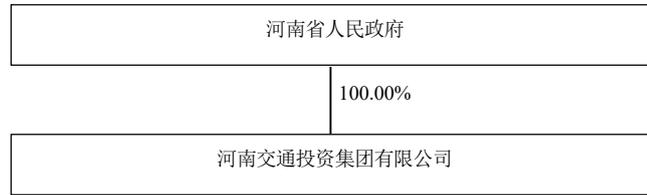
河南省人民政府持有该公司 100% 股权，为公司实际控制人。公司股权结构清晰，控股股东控股地位稳定，2021 年 9 月起改由河南省国资委代为履行出资人职责。公司设立有董事会及监事会等决策及监督机构，经营及财务管理较为独立，法人治理情况较好。同时根据自身经营管理及业务发展需要，设置了相关职能部门，能较好地满足公司日常经营管理的需要。

该公司是河南省经营性高速公路主要的投融资和运营主体。2021 年公路收费业务恢复性增长，加之推进省内“13445 工程”高速公路路网建设，确认建造服务收入较多，营业收入增长明显；但建造服务收入无利润空间，毛利水平有所下降，叠加以财务费用为主的期间费用仍保持在较大规模，对利润形成一定侵蚀。2022 年公司计划完成与交发集团重组整合事项，新河南交投将成为省内负责高速公路投资运营的唯一主体，并将负责实施投建所有“13445 工程”高速公路路网规划项目，未来投资支出压力进一步加大。

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；2021 年以来公司持续推进省内“13445 工程”高速公路路网建设，债务压力加大。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，但因“13445 工程”资金需求较大，经营活动现金流对资金需求支撑减弱，未来对外部融资依赖度将进一步加深。考虑公司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。

附录一：

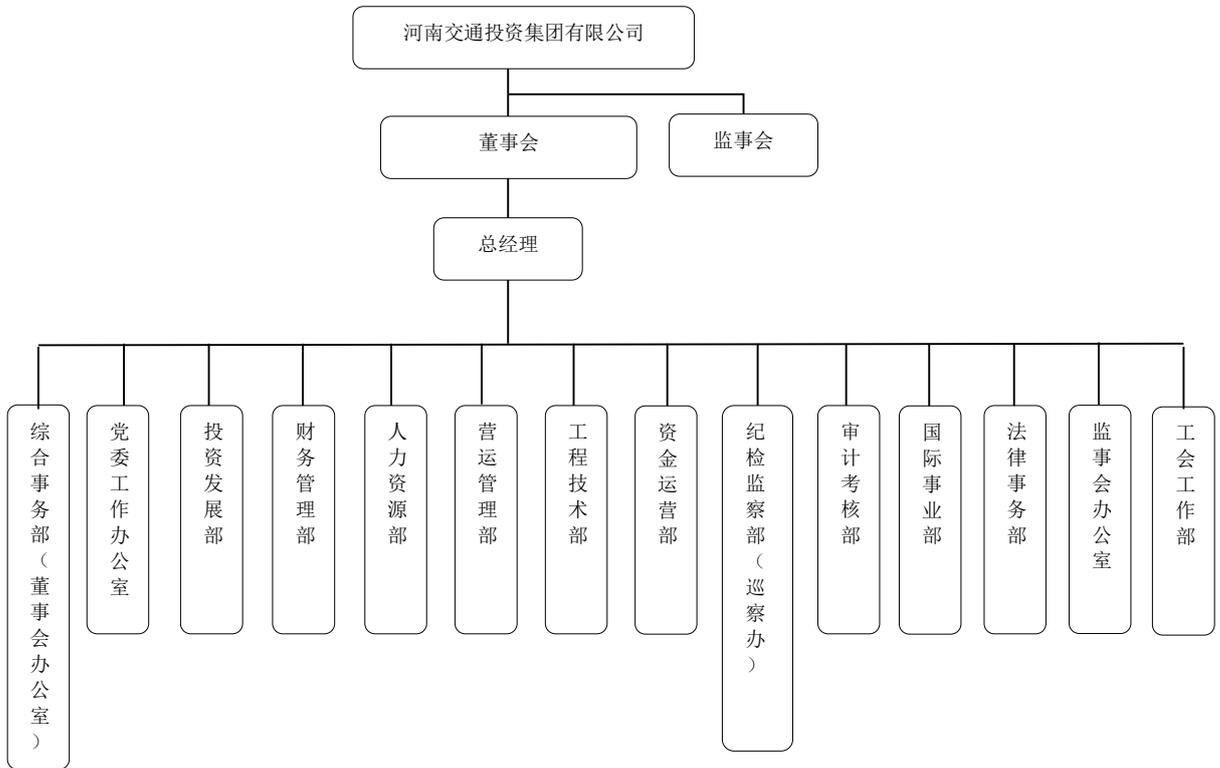
公司股权结构图



注：根据河南交投提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	29.55	515.91	1.96	0.28	-7.37	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	307.92	124.02	56.07	7.43	28.38	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	1035.26	349.37	199.13	5.87	57.52	合并

注：根据河南交投提供资料整理；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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	1901.50	1941.50	2149.33	2246.32
货币资金 [亿元]	43.85	42.82	43.01	33.97
刚性债务[亿元]	1121.37	1192.85	1338.45	1407.88
所有者权益 [亿元]	623.90	635.89	670.70	687.49
营业收入[亿元]	160.55	140.41	286.75	73.90
净利润 [亿元]	26.15	15.40	29.97	5.60
EBITDA[亿元]	85.31	76.13	94.25	—
经营性现金净流入量[亿元]	77.89	67.42	73.84	10.14
投资性现金净流入量[亿元]	-92.21	-83.45	-181.08	-104.24
资产负债率[%]	67.19	67.25	68.80	69.39
长短期债务比[%]	271.05	377.82	549.54	473.53
权益资本与刚性债务比率[%]	55.64	53.31	50.11	48.83
流动比率[%]	36.93	38.85	51.60	57.50
速动比率[%]	24.09	22.76	29.14	36.96
现金比率[%]	12.74	15.67	18.89	12.50
短期刚性债务现金覆盖率[%]	21.29	23.80	29.30	18.78
利息保障倍数[倍]	1.50	1.30	1.59	—
有形净值债务率[%]	-207.53	-212.47	-207.73	-211.64
担保比率[%]	2.45	2.03	0.97	—
毛利率[%]	65.94	56.46	33.70	28.33
营业利润率[%]	19.88	12.65	12.67	8.71
总资产报酬率[%]	4.49	3.74	4.37	—
净资产收益率[%]	4.37	2.44	4.59	—
净资产收益率*[%]	2.06	0.85	3.33	—
营业收入现金率[%]	107.95	96.20	56.28	41.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.01	21.84	29.48	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	7.08	5.83	5.83	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.05	-5.19	-42.82	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.30	-1.38	-8.47	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.55	1.37	1.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.07	0.07	—

注：表中数据依据河南交投经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

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

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015年9月14日	AAA/稳定	毕庆澜、黄立冬、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年3月15日	AAA/稳定	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月17日	AAA/稳定	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	-
债项评级 （18豫交投 MTN001）	历史首次评级	2018年5月3日	AAA	张佳、王树玲	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月17日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	-
债项评级 （18豫交投 MTN002）	历史首次评级	2018年7月30日	AAA	张佳、王树玲	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月17日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	-
债项评级 （19豫交投 MTN001）	历史首次评级	2019年9月11日	AAA	张佳、王树玲	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月17日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	-



评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
债项评级 (21 豫通 Y5)	历史首次评级	2021 年 12 月 3 日	AAA	楼雯仪、林 贇婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 17 日	AAA	楼雯仪、林 贇婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	-
债项评级 (22 豫交 投 MTN001)	历史首次评级	2022 年 3 月 15 日	AAA	楼雯仪、林 贇婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022 年 6 月 17 日	AAA	楼雯仪、林 贇婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

## 附录八：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。