

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

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2018)100293】

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

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

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	26.51	7.67	13.35	60.47
刚性债务	283.10	293.93	320.77	366.48
所有者权益	109.79	111.24	117.23	119.38
经营性现金净流入量	24.20	27.86	32.39	8.01
合并口径数据及指标：				
总资产	474.07	483.58	502.41	547.56
总负债	352.65	360.70	369.29	411.58
刚性债务	283.10	293.93	320.77	366.48
所有者权益	121.42	122.88	133.12	135.98
营业收入	45.39	39.34	58.47	12.69
净利润	11.54	7.51	11.92	2.82
经营性现金净流入量	25.74	33.71	29.16	8.09
EBITDA	32.81	32.78	41.46	—
资产负债率[%]	74.39	74.59	73.50	75.17
权益资本与刚性债务 比率[%]	42.89	41.81	41.50	37.11
流动比率[%]	42.03	25.29	28.15	56.62
现金比率[%]	26.56	12.71	15.94	46.79
利息保障倍数[倍]	1.56	1.56	1.92	—
净资产收益率[%]	11.55	6.15	9.31	—
经营性现金净流入量与流动 负债比率[%]	25.66	26.70	22.74	—
非筹资性现金净流入量与负 债总额比率[%]	-9.80	0.22	-2.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.00	2.20	2.72	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.13	—

注：根据中原高速经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

张 佳 zhangjia@shxsj.com
单玉柱 shanyuzhu@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

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

主要优势：

- **外部发展环境良好。**河南省为我国综合交通枢纽和物流枢纽之一，且“中原经济区”的发展与建设将为河南省高速公路行业发展提供较好的支撑，河南交投业务发展具备良好的外部环境。此外，我国收费公路行业拥有相对透明、较为稳定收入来源和较充沛现金流，行业整体发展较稳健。
- **核心路产质量优良。**中原高速控股路产均为经营性高速公路，其中京港澳郑漯高速与漯驻高速为国家高速路网核心路段，路产质量优良，跟踪期内，公司通行费收入保持增长趋势。
- **资金回笼能力较强。**中原高速的高速公路收费业务资金回笼能力强，经营环节资金持续较大规模净流入，可对债务偿付提供较强保障。
- **外部融资渠道通畅，融资成本能得到一定控制。**中原高速可通过资本市场进行股权融资和债务融资，具有较强的融资能力，2017 年公司新增债务加权平均融资成本约为 4.92%，融资成本能得到一定控制。

主要风险：

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

培育期较长，主业面临一定业绩增长压力。

- **债务规模持续增长，即期债务偿付能力较大。**中原高速债务负担较重，跟踪期内，公司负债经营水平进一步上升；2018年3月末公司短期刚性债务规模较大，现金类资产对即期债务的偿付保障力度有限。此外，公司资产受限比例较大，公司面临一定流动性压力。
- **房地产业务风险。**中原高速房地产业务布局郑州及部分三四线城市，其中泰和院项目进展缓慢，项目去化压力大。
- **金融投资风险。**中原高速拓展金融投资业务，金融投资行业与高速公路主体特征相差较大，对公司经营效益和资本安全形成挑战；跟踪期内，公司对外投资增幅明显，公司面临一定的投资风险。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



河南中原高速公路股份有限公司

及其发行的 17 豫高速、18 豫高 01 与 18 豫高 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

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

截至 2018 年 4 月末，该公司存续的资券及非公开定向融资工具本金共计 78.00 亿元，2018 年公司将有 10.00 亿元债券到期，2019 年将有 20.00 亿元债券到期。

图表 1. 截至 2018 年 4 月末公司存续债券情况（单位：亿元，年）

类型	发行日期	债券期限	发行金额	到期日期	发行利率
13 中原高速 PPN002	2013.9.17	5	10.00	2018.9.18	6.95%
14 中原高速 PPN001	2014.5.29	5	10.00	2019.5.30	5.20%
14 中原高速 PPN002	2014.12.2	5	10.00	2019.12.3	6.00%
17 豫高速	2017.8.2	5（3+2）	20.00	2022.8.4	4.95%
18 豫高 01	2018.3.16	5（3+2）	15.00	2023.3.20	5.67%
18 豫高 02	2018.4.11	5（3+2）	13.00	2023.4.13	5.21%
合计	--	--	78.00	--	--

资料来源：中原高速

经中国证券监督管理委员会《关于核准河南中原高速公路股份有限公司非公开发行优先股的批复》（证监许可[2015]897 号）核准，该公司于 2015 年 7 月完成优先股非公开发行并在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成登记托管手续，中原高速非公开发行优先股于 2015 年 8 月 10 日起在上海证券交易所综合业务平台挂牌转让。优先股发行 3400 万股，每股发行价格 100.00 元，票面股息率为 5.8%，募集资金总额人民币 34 亿元，扣除各项发行费用 0.29 亿元，公司募集资金净额为人民币 33.71 亿元。公司将优先股募集资金用于偿还银行贷款及其他有息负债和补充公司流动资金，募集资金已全部使用完毕，其中 26.00 亿元用于偿还银行贷款及其他有息债务，7.71 亿元用于补充流动资金。2016 年，公司完成支付 2015 年度普通股股利 3.60 亿元和优先股股利 2.78 亿元；2017 年公司完成支付 2016 年度普通股股利 1.98 亿元和优先

股利 2.70 亿元，并计划于 2018 年 6 月 29 日分配 2017 年度普通股股利 3.79 亿元和优先股利 3.38 亿元，股利的分配对公司资本积累及现金流存在一定影响。

根据该公司 2018 年 6 月 2 日公告，公司计划赎回优先股股票 1700 万股，票面金额合计 17 亿元，公司向各优先股股东赎回比例一致，为其持有优先股规模的 50%。本次赎回后，公司优先股股票规模为 1700 万股，票面金额合计 17 亿元。赎回价格：本次发行的优先股的赎回价格为优先股票面金额加当期经股东大会决议应支付优先股股息；赎回时间：2018 年优先股固定股息发放日，即 2018 年 6 月 29 日。2018 年 3 月末，公司账面货币资金近 67 亿元，但是考虑到其他即期债务的偿付时间，公司短期债务偿付仍面临一定压力，优先股的赎回也将带来公司权益资本缩减财务杠杆高企的压力。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

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

A. 收费公路行业

行业概况

收费公路是现代综合交通运输体系的重要组成部分，具有高效、安全以及灵活等特点，对我国经济长远发展具有重要意义。2016 年作为“十三五规划”的开局年，我国公路（含公益性公路）建设当年度完成投资额为 1.80 万亿元，同比增长 8.90%；2017 年公路（含公益性公路）建设完成投资 2.12 万亿元，同比增长 18.97%，投资快速增长。截至 2016 年末¹我国收费高速公路累计完成投资 6.96 万亿元，较上年末增长 9.65%，增速较上年下滑 4.83 个百分点，其中 2014-2016 年年度收费高速公路投资分别为 0.63 万亿元、0.80 万亿元和 0.61 万亿元，2016 年收费高速公路投资有所放缓。

图表 2. 我国收费公路投资规模与里程规模（单位：亿元、公里）

投资额	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	55410.69	12.93%	63431.24	14.47%	69552.17	9.65%
收费公路：一级公路	3407.06	10.03%	3554.08	4.32%	3741.22	5.27%
收费公路：二级公路	1297.64	8.39%	1008.93	-22.25%	1004.58	-0.43%
收费公路：独立桥梁	1121.33	30.61%	1287.53	14.82%	1353.43	5.12%
收费公路：独立隧道	212.27	0.00%	206.72	-2.61%	206.11	-0.29%
收费公路年度总投资	61448.98	12.89%	69488.49	13.08%	75857.52	9.17%
里程规模	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	106738.70	6.31%	117021.90	9.63%	124507.60	6.40%
收费公路：一级公路	23415.90	-0.24%	23376.60	-0.17%	23512.80	0.58%
收费公路：二级公路	31627.90	-0.57%	22867.30	-27.70% ²	21949.00	-4.02%
收费公路：独立桥梁	703.90	21.40%	1007.20	43.09%	963.60	-4.33%
收费公路：独立隧道	89.40	-52.60%	161.10	80.20%	159.20	-1.18%
收费公路里程总计	162575.90	3.91%	164434.10	1.14%	171092.20	4.05%

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等

¹ 交通运输部尚未披露《2017 年全国收费公路统计公报》。

² 全国范围内逐步取消二级公路收费，导致 2015 年末及 2016 年末二级公路增速为负。根据《关于转发发展改革委、交通运输部财政部逐步有序取消政府还贷二级公路收费实施方案的通知》（国办发〔2009〕10 号）通知，我国未来二级收费公路规模将进一步缩减。

收费公路投建及运营主体经营情况与省内路网规划与建设息息相关，北京、河南、山东及江浙沪等地收费路网已较完善，未来更多侧重于扩容改造，区域内公路投建及运营主体在建及拟建高速里程相对较小，但征拆迁等成本的攀升也带来了一定资金需求和投融资压力。中西部路网由于区域经济等因素较东部发展慢，中西部地区公路投建及运营主体仍有较大的建设里程和投资需求，同时由于地区地形构造较复杂，收费公路建设成本通常较高，企业将面临相对较大的投融资压力。2016 年末收费高速公路债务余额为 45634.98 亿元，其中年末银行贷款余额 39365.54 亿元，单公里债务余额达 3665 万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率普遍偏高；而十三五时期，收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

图表 3. 收费高速公路资本金及债务余额情况（单位：亿元）

收费高速公路	2014 年（末）	2015 年（末）	2016 年（末）
收费高速公路投资资本金	16562.75	19671.36	21152.38
收费高速公路财政性资本金	/	10733.29	11524.45
收费高速公路非财政性资本金	/	8938.07	9627.94
收费高速公路投资银行贷款	36720.07	40723.05	44833.43
收费高速公路年末债务余额	35208.76	41460.06	45634.98
收费高速公路年末银行贷款余额	31631.39	35389.45	39365.54
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3299	0.3543	0.3665

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等

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

但是就目前而言，收费公路行业面临着收支难抵的重大困境，近期通车路产的产能释放效力和释放速度远不及大动脉和干线路产，收费公路还本付息规模超过年度通行费收入规模，行业收支严重失衡，2013-2016 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-617.57 亿元、-1359.63 亿元、-2942.35 亿元和-3821.66 亿元，入不敷出的局面严重，且预计中短期内收支缺口仍将扩大。

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	2014 年	2015 年	2016 年
收费高速公路通行费收入	3549.42	3724.75	4181.32
收费高速公路支出项	4909.05	6667.10	8002.97
其中：还本付息支出	3797.09	5298.55	6570.07
-- 偿还债务本金	/	3182.62	4381.67
-- 偿还债务利息	/	2115.92	2188.40
收费高速公路收支平衡结果	-1359.63	-2942.35	-3821.66
单公里年通行费收入[万元/公里]	332.53	318.30	335.83
存量债务消化周期[年]	8.99	10.12	10.03
通行费收入利息覆盖水平[倍]	/	1.76	1.91
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	/	1.17	0.95
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.93	0.70	0.64

收费高速公路	2014 年	2015 年	2016 年
利息支出占通行费收入比重	/	56.81%	52.34%
当期债务本金支出占通行费收入比重	/	85.45%	104.79%
当期还本付息占通行费收入比重	106.98%	142.25%	157.13%

资料来源：根据 Wind 资讯及各年收费公路统计公报等整理计算绘制

政策环境

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

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

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

为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，财政部和交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》财预（2017）97 号（简称“97 号文”），重点提出：（1）“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，除用于公路养护管理外，主要用于偿还政府还贷收费公路债务。（2）“收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理”。收费公路为资金密集型产业，截至 97 号文发布之前，地方发展收费公路主要有两种模式，一种是由社会投资者运用 BOT 等经营性模式投资建设，另一种是由县

级以上交通运输部门采用“贷款修路、收费还贷”模式建设。97号文的颁布实施为政府收费公路融资提供新渠道的同时，也对地方收费公路的“贷款修路、收费还贷”模式进行调整，并规范和合理控制政府债务规模。(3)“收费公路专项债券资金应当专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设，重点支持一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划由政府收费公路项目建设，不得用于非收费公路项目建设，不得用于经常性支出和公路养护支出”。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路项目，有利于合理控制收费公路建设进度和新增债务规模，防范债务风险。

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和规划过程复杂等，均在一定程度上限制行业内部竞争。

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

财务方面，受资本和资产驱动，收费公路行业内企业资产负债率普遍偏高(68%)，利率敏感性较明显。收费公路上市公司融资渠道较多元，包括股票定增、债券发行、银行借款等方式，其财务杠杆弹性相对较大，上市公司财务杠杆平均水平在45%，而交通集团平台资产负债率较高。由于行业特性提供了相对透明和较为稳定的收入来源和较充沛的现金流量，这一特性有助于收费公路企业运营相对稳定，并形成长期、可预期且稳定的现金流以偿还债务。此外，收费公路企业主要为国有背景，加之其重要的区域战略地位，较易得到地方政

府资金或财政补贴支持。

图表 5. 收费公路上市公司经营财务表现（单位：亿元、%）

代码	简称	里程	通行费收入	收费水平[万元/年/公里]	营业收入	毛利率	营业利润	净利润	经营性净现金流入	资产	负债	资产负债率
601107.SH	四川成渝	744	32.26	434	79.84	27.28	12.66	9.69	17.80	342.85	200.00	58.34
600377.SH	宁沪高速	582	71.04	1221	94.56	54.16	47.24	36.85	52.32	425.32	166.38	39.12
600350.SH	山东高速	1067	61.82	579	73.80	56.76	44.77	28.77	34.74	508.39	237.70	46.75
600269.SH	赣粤高速	796	30.78	387	43.28	41.44	9.45	9.23	19.34	340.87	180.60	52.98
600548.SH	深高速	541	42.85	792	48.37	48.34	19.08	15.46	26.61	374.74	216.99	57.91
000900.SZ	现代投资	338	23.45	694	105.93	14.84	10.03	8.46	6.42	229.98	141.43	61.50
600020.SH	中原高速	826	40.26	487	58.47	48.17	14.85	11.92	29.16	502.41	369.29	73.50
600033.SH	福建高速	282	24.42	866	24.74	60.59	11.64	8.63	17.59	176.35	70.87	40.19
600012.SH	皖通高速	526	26.75	509	28.61	58.60	15.40	10.86	18.83	141.76	41.46	29.25
000429.SZ	粤高速 A	158	29.79	1885	30.89	59.63	18.37	17.10	21.95	165.23	70.69	42.78
600035.SH	楚天高速	415	13.22	319	26.88	38.05	7.49	5.72	8.34	106.35	46.08	43.33
000916.SZ	华北高速	143	6.52	456	10.02	54.58	4.71	3.97	9.50	57.05	6.93	12.14
000548.SZ	湖南投资	62	1.58	255	9.71	34.03	1.63	1.22	2.65	20.81	4.47	21.48
600368.SH	五洲交通	368	11.38	309	17.92	56.22	4.48	3.56	13.74	106.93	74.40	69.58
000828.SZ	东莞控股	56	10.93	1952	14.52	65.34	11.06	8.89	0.49	102.17	45.33	44.37
601518.SH	吉林高速	152	9.73	641	9.74	64.05	3.76	2.67	6.84	63.09	30.85	48.90
600106.SH	重庆路桥	16	2.36	1475	2.38	89.86	2.98	2.80	3.33	67.06	31.25	46.61
601188.SH	龙江交通	133	4.02	302	17.87	27.26	4.57	3.91	6.81	48.74	7.95	16.31

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理、计算（①数据时间节点为 2017 年（末）；
②华北高速已于 2017-12-25 退市，原华北高速被吸收合并变更为“招商公路”）

风险关注

收费公路行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力

考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车高速投资回报期拉长、居高的造价成本以及其他运输方式竞争分流，带来收费公路收费边际效益递减，行业面临收入增长趋势风险及盈利空间收窄压力，尤其是随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）的投运，部分中西部区域的收费公路财务风险或将进一步上升。

行业债务和利息偿付将继续承压，发债主体财务杠杆普遍较高

收费公路行业存量债务规模大，且存量债务付息的比例明显升高，通行费收入已经难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以偿息。考虑到未来仍有较大的投资资金需求，收费公路行业收支缺口或将继续扩大，行业债务和利息偿付将继续承压。区域经济及客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，增量债务压力加大，全行业还本付息能力或将持续弱化。

对于收费公路发债主体而言，前期积累较大规模债务且部分债务陆续到期需兑付，同时在建及拟建高速公路存在一定资金需求量，收费公路发债主体财务杠杆普遍较高，十三五时期收费公路行业对外筹融资需求较强烈，增量债务

滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

多元化业务对收费公路企业主营业务和财务稳健性或产生影响

收费公路行业内部分企业加大多元化业务的开展力度，投资或经营房地产、物流、商品销售及金融投资等板块，多元业务与收费公路行业特征相差较大，在涉足新行业新领域寻求新增长点的同时，多元化带来了主营业务稳定性的波动和其他行业典型性风险。

不同区域高速公路信用质量分化

西部区域地质复杂，建造等成本高，建成后路产培育期长，区域收费公路企业信用质量对政府财力和支持力度依赖度高，在融资环境趋紧情况下，融资成本上升，更易受冲击。

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

B. 房地产行业

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望2018年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年度我国房地产行业完成投资额为10.98万亿元，较上年同期增长7.00%；住宅年完成投资额为7.51万亿元，较上年同期增长9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017年度我国人口城镇化率为58.52%，较上年提升了1.17个百分点，未来仍有较大的发展空间。

2017年我国商品房新房销售面积为16.94亿平方米，累计同比增长7.70%，较上年同期涨幅收窄14.80个百分点；其中住宅销售面积为14.48亿平方米，累计同比增长5.30%，较上年同期收窄17.10个百分点。值得关注的是，2016年9月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据CREIS中指数据的资料显示，2017年度

楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

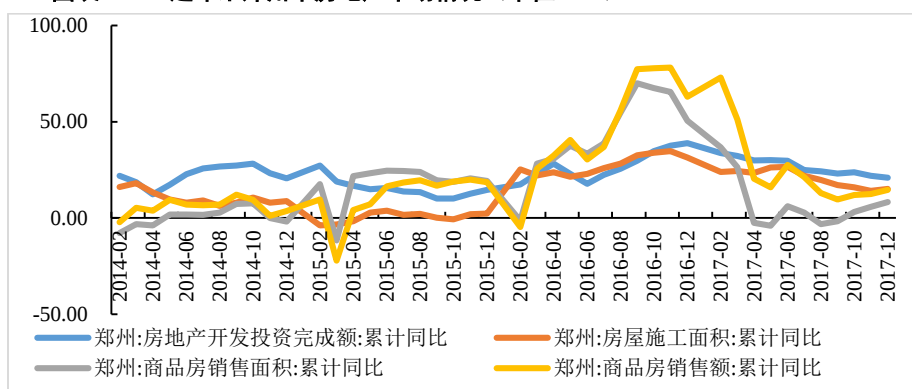
2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

近年来，郑州加快国家中心城市建设，城市分为一主一城，两轴多心，随着城市框架的不断拉大和建设进程的推进，带动了郑州市房地产业务的发展，同时郑州作为租售同权试点城市，同样对郑州房地产市场产生影响，2017 年，郑州市累计完成房地产开发投资 3358.84 亿元，同比增长 20.90%，房屋施工面积 1.64 亿平方米，同比增长 15.20%。2017 年以来，在去库存等政策红利的持续影响下，房地产市场销量持续攀升。在“房子是用来住的，不是用来炒的”房地产市场定调下，房地产调控范围不断扩大，郑州市房地产维持较好的去化情况，2017 年郑州市商品房销售 3097.81 万平方米，同比增长 8.30%，商品房销售额 2673.82 亿元，同比增长 14.60%。

图表 6. 近年来郑州市房地产市场情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

（3）区域市场因素

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

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

近年来，河南省国民经济保持平稳发展态势。2017 年，河南省实现地区生产总值 44988.16 亿元，同比增长 7.8%，高于全国 0.9 个百分点。其中，第一产业增加值 4339.49 亿元，同比增长 4.3%；第二产业增加值 21449.99 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 19198.68 亿元，同比增长 9.2%。同期，河南省城镇居民人均可支配收入 29558 元，同比增长 8.5%。

在经济持续发展的同时，河南省财政实力也不断增强。2017 年，河南省地方财政总收入 5238.35 亿元，同比增长 10.7%。一般公共预算收入 3396.97 亿元，同比增长 10.4%，其中税收收入 2329.00 亿元，同比增长 13.3%，占一般公共预算收入的 68.6%。一般公共预算支出 8224.66 亿元，同比增长 9.8%，其中财政民生支出 6389.86 亿元，同比增长 10.4%，占一般公共预算支出的 77.7%。政府性基金收入 2520.3 亿元，同比增长 38.2%，主要是国有土地使用权出让收入增加较多。全省政府性基金支出 2493.1 亿元，同比增长 32.3%，系国有土地

使用权出让收入安排的支出增加所致。

作为全国重要的交通枢纽，公路交通是河南省主要运输方式，目前河南省公路交通网络发达，省内拥有京港澳高速、连霍高速、济广高速等 9 条国家高速公路、20 余条区域地方高速公路以及 105、106、107 等 9 条国道。截至 2017 年末，河南省高速公路通车里程达 6522.36 公里。依托全国重要的交通枢纽地位，河南省公路建设有较大增长空间，“十三五”时期，河南省计划高速公路投资 1000 亿元，新增 1000 公里，总里程达到 7300 公里，形成完善的内联外通高速公路网。普通干线公路投资 600 亿元，新改建干线公路 5000 公里，大中修 6000 公里，形成以二级公路为主的普通干线公路网。

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

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

2. 业务运营

该公司主要从事高速公路投资与运营、房地产开发及金融投资等业务，公司核心路产质量优良，是公司收入和利润的主要来源，跟踪期内，公路收费收入稳步增长，同时受房地产业务交房结转收入及油品贸易业务逐渐步入正轨，公司营业收入大幅增长。此外 2017 年公司金融投资业务对外投资增幅明显，资本支出规模较大，公司面临一定的投资风险。

该公司以高速公路投资及运营为主业，由于高速公路投资规模大，建设周期长，且建成后存在较长时间的路产培育期，该公司面临资本化支出不断增加、效益降低的压力。为拓宽收入及利润来源，近年来公司加大多元化业务的开展力度，主要包括房地产开发及金融投资等业务，2017 年油品销售业务有所推进。目前，公司业务主要布局河南省，暂无海外业务拓展。

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

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

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

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
通行费业务	河南省	规模/资本/资产/政策等
房地产开发	河南省	规模/资本/成本/政策等
油品销售	河南省	规模/成本/政策等

资料来源：中原高速

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一 季度
营业收入合计		45.39	39.34	58.47	12.69
其中：核心业务营业收入	金额	44.48	38.43	57.83	12.69
	占比	98.00	97.69	98.92	99.99
其中：（1）通行费收入	金额	30.60	34.60	40.26	10.44
	占比	67.41	87.95	68.87	82.29
（2）房地产销售	金额	13.86	3.16	13.15	1.04
	占比	30.53	8.04	22.50	8.16
（3）油品销售	金额	--	0.65	4.40	1.21
	占比	--	1.66	7.53	9.52

资料来源：中原高速

2017 年，该公司实现营业收入 58.47 亿元，同比增长 48.63%，增幅来源于通行费收入、英地金台府邸项目收入的结转及油品贸易业务收入的增长，其中通行费收入为 40.26 亿元，占营业收入比重为 68.87%，随着房地产业务收入和油品贸易收入的增长，通行费收入在营业收入中占比有所下降。2018 年第一季度，公司实现营业收入 12.69 亿元，较上年同期减少 40.18%，主要系房地产业务收入结转产生的波动。

A. 收费公路建设和运营业务（通行费业务）

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

路产规模及效益

该公司主要运营高速公路及桥梁均位于全国高速公路网中“大十字架”结构的轴心区域，同时也是河南省高速公路网的核心部分，整体路产质量良好。截至 2017 年末，公司运营路产总里程达 826.33 公里，较上年末新增 66.52 公里，约占河南省现有高速公路通车里程 12%左右。

图表 9. 公司收费高速公路总体运营指标

路产名称	2015 年	2016 年	2017 年
单位公里年通行量（万辆）	1638.09	1379.23	1669.43
单位公里年通行费收入（万元）	555	455 ⁶	487

资料来源：中原高速

2017 年，该公司实现通行费收入为 40.26 亿元，较上年增加 5.66 亿元，得益于前期已通车路段逐渐成熟及新通车路产逐步培育，公司通行费收入稳步增长。其中，京港澳高速郑州至漯河段和京港澳高速漯河至驻马店段为公司核心路产，2017 年公司控股京港澳路段实现通行费收入合计为 23.84 亿元，较上年增加 1.68 亿元，占公司通行费收入比重在 60%左右，为公司通行费收入的主要来源。2017 年京港澳高速武汉军山长江大桥危桥改造导致京港澳高速漯河至驻马店段货车分流，该路段通行费收入有所降低，武汉军山长江大桥计划于 2018 年底施工完成，2018 年仍会造成分流影响。

2017 年，该公司通行费收入整体呈增长趋势，增长较为明显的有京港澳高速郑州至漯河段、郑尧高速、郑民高速和商登高速。其中商登高速（商丘至航空港区段）于 2015 年 12 月通车，航空港区至登封路段于 2017 年 9 月通车，商登高速尚处于培育期，2016-2017 年，该路段实现通行费收入分别为 2.08 亿元和 3.32 亿元，预计未来随着路产逐渐成熟，路段通行费收入或将继续增长。

图表 10. 公司主要高速公路资产及运营情况⁷

路产名称	收费里程（公里）	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
京港澳高速 郑州至漯河 段	142.00	通行费收入（亿元）	14.00	15.52	17.59	4.30
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	985.92	1092.96	1238.75	--
		日均车流量（辆）	78400	85201	90373	93958
京港澳高速 漯河至驻马店 店段	67.20	通行费收入（亿元）	5.86	6.64	6.25	1.38
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	872.02	988.10	930.56	--
		日均车流量（辆）	73533	83036	84408	89106
郑尧高速	183.50	通行费收入（亿元）	6.15	5.98	7.41	2.00
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	335.15	325.89	403.63	--
		日均车流量（辆）	17219	16964	20937	22634
郑新黄河大 桥	24.28	通行费收入（亿元）	1.32	1.16	1.39	0.37
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	543.66	477.76	572.48	--
		日均车流量（辆）	16014	13042	18886	22239
永登高速永 城段	45.94	通行费收入（亿元）	0.40	0.44	0.51	0.19
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	87.15	95.78	109.94	--
		日均车流量（辆）	14197	15621	18797	29833

⁶ 因新通车路产处于培育期，故单公里年通行费收入有所减少。

⁷ 郑漯高速和漯驻高速的收费年限分别为 2000.12.28-2030.12.27 和 2004.09.23-2032.09.22，其他路段已申请 30 年的收费期限，但尚未获得相关部门批复。

路产名称	收费里程 (公里)	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
郑民高速郑 开段	72.66	通行费收入（亿元）	2.47	2.21	3.05	0.79
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	339.75	304.16	419.60	--
		日均车流量（辆）	18618	20165	27966	27791
济祁路永城 段	一期 41.02；二 期 15.83	通行费收入（亿元）	0.35	0.57	0.75	0.19
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	85.32	100.06	132.42	--
		日均车流量（辆）	15601	15165 ⁸	18262	16740
商登高速	一期 167.41； 二期 66.52	通行费收入（亿元）	0.05	2.08	3.32	1.45
		单位里程年通行费收入（万元/公里）	—	124.25	141.78	--
		日均车流量（辆）	—	7967	11222	13491

资料来源：中原高速

收费标准

目前，该公司控股的高速路产的收费期限与收费标准的确定和调整由国家 and 河南省政府决定，公司自主权小。跟踪期内，公司路产收费标准未发生变化。

资本支出

随着商登高速的全线通车，该公司暂无其他在建及拟建高速公路项目，短期内公司在公路建设业务方面投融资压力较小。

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

B. 房地产开发

该公司房地产开发业务主要由子公司河南英地置业有限公司（简称“英地置业”）负责。受制于国有企业管理体制，英地置业项目开发较为缓慢，开发项目数量较少，开发完成的项目为英地天骄华庭项目一期、二期，目前已基本销售完毕。目前，在售项目为英地金台府邸项目（商品房），该项目位于郑东新区核心居住区，于 2015 年 4 月部分开盘销售，项目总投资 14.78 亿元，可售面积 19.90 万平方米，累计回笼资金 12.85 亿元，2018 年预计将有 8.00 亿元左右资金回笼，销售情况良好。2017 年，公司实现房地产销售收入为 13.15 亿元，受英地金台府邸项目收入结转影响，收入大幅增长。

⁸ 济祁高速永城段二期于 2015 年 12 月 19 日通车运营，因流量计算口径为断面折算最低车型流量，随着济祁高速二期开通里程的增加而平均到济祁高速一、二期全段的流量，在里程系数增加且流量不变的情况下，导致流量出现下降的现象，因此出现 2016 年较同期流量下降而通行费收入增长的情况。

图表 11. 2018 年 3 月末公司在售在建项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	建筑面积	可售面积	总投资	已完成投资	预计完工时间	累计销售面积	累计回笼资金
金台府邸	21.47	19.90	12.50	12.50	2017	8.98	12.85
泰和院	34.00	24.00	10.51	3.50	2022.10	6.97	2.53
英地运河上苑	11.67	11.63	7.70	3.55	2021.12	--	--
合计	67.14	55.53	30.71	19.55	--	15.95	15.38

资料来源：中原高速

许昌英地泰和院项目位于许昌市（距郑州市约 80 公里），该项目根据初步规划共分五期，其中，一期项目为高层住宅，建筑面积 7.40 万平方米，一期项目已交付。截至 2018 年 3 月末，许昌英地泰和院项目已销售面积 6.97 万平方米，累计回笼资金 2.53 亿元。由于许昌英地泰和院项目周边基础设施配套尚不完善，销售进展较缓慢，项目去化压力大。

英地运河上苑项目位于新郑市新村镇，滨河南路南侧、规划道路西侧，建筑面积 11.67 万平方米，规划容积率 1.0-2.0，项目计划总投资 7.70 亿元，截至 2018 年 3 月末累计投资 3.55 亿元，包含土地成交价 3.36 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司无储备房地产项目，且近期无拿地计划，未来公司房地产业务投资重心仍在已有项目的需建及滚动开发，投资压力尚可。销售方面，由于许昌英地泰和院项目周边基础设施配套尚不完善，销售进展缓慢，去化压力大。综合来看，短期内公司房地产业务风险尚可控。

C. 成品油销售业务

该公司成品油销售业务自 2016 年下半年开展，经营主体为河南中石化中原高速石油有限责任公司（简称“中原中石化”）（公司持股 51%）⁹，公司成品油销售业务的盈利模式是公司从中石化采购油品，采购价格为市场价；采购结算方式上，中原中石化一部分油品通过合资股东方给予授信额度，中原中石化 1 个月内无息结算一次，另一部分使用现金结算，先付款再供货。销售方面，通过京港澳及郑尧高速公路服务区等 7 对 14 座加油站销售油品给途径车辆，从中赚取差价，销售价格以当期发改委定价为基础，不高于发改委定价，不定期降价促销。2016-2017 年，公司油品贸易业务实现收入分别为 0.65 亿元和 4.40 亿元，毛利率分别为 19.52%和 25.03%，公司油品贸易逐渐步入正轨，毛利率有所提升。

D. 金融投资业务

该公司金融投资业务主要通过设立投资基金以及单个项目直接投资两种模式。设立投资基金模式主要由子公司秉原投资控股有限公司（简称“秉原投资”）负责运作，秉原投资专注于地产基金、现代农业、节能环保、文化传媒等多个投资领域，业务横跨基金管理、个人金融、资产管理、直接投资等领域。

在设立投资基金方面，秉原投资主要采取“基金公司+基金管理公司”的运营模式，即通过成立有限合伙企业募集资金，并以基金发起人职能参与基金管

⁹ 中国石化销售有限公司河南石油分公司持股 39%，河南省中原节能公司持股 10%。

理，公司持股比例一般在 40%-50%之间。在项目退出并完成清算后，该公司按持股比例分配投资收益。2015-2017 年，公司获得基金投资收益分别为 1.39 亿元、0.97 亿元和 0.99 亿元。

图表 12. 截至 2018 年 3 月末秉原投资主要基金情况（单位：亿元）

项目或基金名称	认购基金金额	基金类型	投资标的主要分布行业	投资期限	管理费率	预计退出方式	2016 年收益	2017 年收益
上海秉原安股权投资发展中心（有限合伙）	0.89	中原高速产业发展基金	养老、医疗健康、先进制造及物流等行业	10年	2.50%	基金清算，合伙企业解散	--	0.00
上海秉原吉股权投资发展中心（有限合伙）	1.77	项目公司股权	生态农业、制造业	10年	2%	基金清算，合伙企业解散	0.09	0.05
北京红土嘉辉创业投资有限公司	0.20	项目公司股权	生态农业、制造业	7年	2%	秉原减资	0.02	0.04
上海秉原兆资产管理中心（有限合伙）	0.28	地产基金项目（城市发展基金）	房地产	10年	2%-3%	基金清算，合伙企业解散	0.05	0.03
上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）	3.59	项目公司股权	生态农业、制造业	10年	2%	基金清算，合伙企业解散	0.27	0.44
上海卓衍资产管理中心（有限合伙）	2.17	中原高速产业发展基金	养老、医疗健康、先进制造及物流等行业	10年	2.50%	基金清算，合伙企业解散	--	0.00
上海昊夏资产管理中心（有限合伙）	7.22	地产基金（城市发展基金）	房地产、医疗健康	10年	2%-3%	基金清算，合伙企业解散	0.54	0.43
合计	16.12	--	--	--	--	--	0.97	0.99

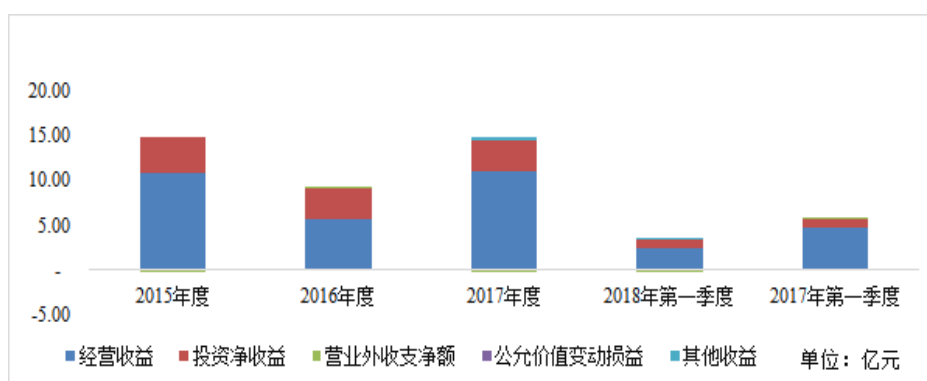
资料来源：中原高速（投资收益未包含管理费）

具体情况：秉原投资于 2010 年完成对上海秉原吉股权投资发展中心（有限合伙）的投资，截至 2018 年 3 月末，上海秉原吉股权投资发展中心（有限合伙）完成 3 个股权项目投资，投资项目尚未退出；秉原投资于 2010 年完成对北京红土嘉辉创业投资有限公司的投资，截至 2018 年 3 月末，北京红土嘉辉创业投资有限公司完成 13 个股权项目的投资，尚有 8 个项目未退出；秉原投资于 2012 年完成对上海秉原兆资产管理中心（有限合伙）的投资，截至 2018 年 3 月末，上海秉原兆资产管理中心（有限合伙）完成 9 个地产项目投资，有 8 个项目已全部退出，剩余 1 个项目预计将以到期还本付息方式完成；秉原投资于 2011 年完成对上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）的投资，截至 2018 年 3 月末，上海秉鸿丞股权投资发展中心（有限合伙）完成 13 个股权项目的投资，有 1 个项目已全部退出，剩余 12 个投资项目尚未退出；秉原投资于 2014 年完成对上海昊夏资产管理中心（有限合伙）的投资，截至 2018 年 3 月末，上海昊夏资产管理中心（有限合伙）完成 6 个地产项目投资，项目均位于郑州，有 3 个项目已全部退出，预计投资项目退出将以到期还本付息或资产转让方式完成；秉原投资于 2017 年完成对上海卓衍资产管理中心（有限合伙）的投资，截至 2018 年 3 月末，上海卓衍资产管理中心（有限合伙）完成 3 产业基金项目投资，所投资项目均未退出等；秉原投资于 2017 年完成对上海秉原安股权投资发展中心（有限合伙）的投资，截至 2018 年 3 月末，上海秉原安股权投资发展中心（有限合伙）完成 1 个产业基金项目投资，所投资项目尚未退出等。

在直接投资方面，该公司主要参股中原信托有限公司（简称“中原信托”，持股 31.91%¹⁰）、中原银行股份有限公司（持股 1.59%）、中原农业保险股份有限公司¹¹（持股 18.18%）等三家金融机构。2015-2017 年，公司权益法核算的长期股权投资收益分别为 3.84 亿元、3.21 亿元和 3.51 亿元，公司对外投资项目总体经营效益良好。2017 年 7 月 12 日，公司董事会通过《关于参与发起筹建河南资产管理有限公司的议案》，河南投资集团有限公司作为主发起人，与大河传媒投资有限公司、国投资产管理公司、中原信托投资有限公司及公司等 9 家公司¹²共同出资设立河南资产管理有限公司（简称“资产管理公司”）¹³，注册资本 50 亿元，其中公司以自有资金出资 5.00 亿元，持股 10%，截至 2017 年末，9 家公司已出资完毕。

（2）盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构



资料来源：根据中原高速所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

目前，该公司业务主要涉及下属路产的道路建设及运营、房地产销售、金融投资等业务。2017 年，公司实现营业收入 58.47 亿元，受益于金台府邸确认收入较多、成品油销售业务补充以及通行费主业收入增长，公司营业收入较上年同期增长 48.63%。同期毛利为 28.17 亿元，主要由通行费业务毛利和房地产毛利构成，毛利率为 48.17%，较上年下降 6.11 个百分点，主要受土地成本、人工及材料成本增加影响，房地产毛利率下降影响所致。

¹⁰ 根据公司 2018 年 1 月 27 日公告，公司放弃中原信托增资扩股优先认购权，本次中原信托拟增加注册资本 26.10 亿元，增资扩股后，公司持有中原信托的股份比例将由 31.91%下降至 18.61%，截至 2018 年 6 月 11 日，中原信托增资扩股已完成，但工商变更登记手续尚未完成。

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

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

¹³ 资产管理公司主营业务主要包括不良资产收购、管理和处置；投资及资产管理；私募基金管理；股权托管管理，受托资产管理；企业破产、清算等管理服务。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	45.39	39.34	58.47	12.69	21.21
毛利（亿元）	26.91	21.35	28.17	6.77	9.81
通行费业务（亿元）	17.93	19.54	21.95	5.82	--
房地产业务（亿元）	8.97	1.71	5.53	0.69	--
油品贸易业务（亿元）	--	0.13	1.10	0.25	--
毛利率（%）	59.28	54.28	48.17	53.33	46.24
通行费业务（%）	58.59	56.46	54.52	55.79	--
房地产业务（%）	64.69	53.95	42.04	66.81	--
油品贸易业务（%）	--	19.52	25.03	20.60	--
期间费用率（%）	26.34	37.34	26.04	32.83	16.36
其中：财务费用率（%）	24.05	35.05	24.44	31.40	15.57
全年利息支出总额（亿元）	16.38	14.87	15.23	4.02	3.56
其中：资本化利息数额（亿元）	5.42	1.07	0.81	--	0.27
通行费收入利息覆盖倍数（倍）	1.87	2.33	2.64	--	--

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

该公司外部融资规模较大，期间费用以财务费用为主，2017 年公司期间费用为 15.22 亿元，同比增长 3.63%，其中财务费用为 14.29 亿元，同比增长 3.65%，期间费用一定程度上削弱了公司盈利能力，同期期间费用率为 26.04%，受益于营业收入大幅增长，2017 年期间费用率较上年同期下降 11.30 个百分点。

由于该公司前期高速公路建设和改扩建资金投入量大，在部分项目资本金支持的基础上，公司通过筹融资借款满足项目资金需求，利息支出规模较大，2015-2017 年，公司利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 16.38 亿元、14.87 亿元和 15.23 亿元，其中费用化的利息支出为 10.96 亿元、13.80 亿元和 14.22 亿元；同期公司高速公路通行费收入分别为 30.60 亿元、34.60 亿元和 40.26 亿元，通行费收入对利息的覆盖倍数分别为 1.87 倍、2.33 倍和 2.64 倍，通行费收入对利息偿付能够提供强有力的保障。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	4.12	3.48	3.52	1.04	0.88
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	3.84	3.21	3.51	--	--
银行理财产品收益（亿元）	0.28	0.12	0.01	--	--
营业外收入（亿元）	0.14	0.35	0.22	0.01	0.16
其中：政府补助（亿元）	0.05	0.24	0.06	--	--
赔偿款收入（亿元）	0.08	0.09	0.14	--	--
公允价值变动损益（亿元）	--	--	--	--	--

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

近年来，该公司在巩固高速公路经营业务的基础上，加大开展了金融投资业务，投资收益保持一定规模，2017 年公司实现投资收益为 3.52 亿元，主要为权益法下确认的中原信托投资收益（2.44 亿元）。根据《企业会计准则第 16 号-政府补助》，公司将与资产相关的政府补助在其他收益科目核算，2017 年，公司其他收益 0.37 亿元。受益于主业留存利润的大幅增长及投资收益补充，2017 年公司实现净利润为 11.92 亿元，同比增长 58.66%。

2018 年第一季度，该公司实现营业收入 12.69 亿元，较上年同期减少 40.18%，主要系房地产业务结转波动所致；毛利率为 53.33%，较上年同期增加 7.09 个百分点。同期，公司期间费用为 4.16 亿元，期间费用率为 32.83%。受益于投资收益补充，2018 年第一季度，公司实现净利润 2.82 亿元。

（3）运营规划/经营战略

根据该公司运营规划，公司目前暂无在建高速公路项目，投资资金需求降低，多元化业务中，房地产业务投资速度放缓，金融投资业务仍有一定的投资计划。根据公司工作报告，2018 年公司计划完成融资 116.00 亿元，其中，偿还到期债务 92.93 亿元，净增融资 23.07 亿元，加权平均资金成本控制在 5.5% 以内。

图表 16. 公司 2018 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度
运营支出（亿元）	9.61
利息支出（亿元）	16.89
投资支出（亿元）	45.79
其中：已通车项目支出（亿元）	17.79
多元化投资（亿元）	20.20
现金分红（亿元）	7.80
还贷支出（亿元）	92.93
其中：流贷贷款（亿元）	71.74
项目贷款（亿元）	21.19
资金需求（亿元）	121.48
其中：流贷资金需求（亿元）	103.68
项目贷款需求（亿元）	17.79
融资计划（亿元）	116.00
其中：流贷资金（亿元）	106.00
项目贷款（亿元）	10.00

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

管理

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

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

根据该公司 2017 年 12 月 8 日公告，公司总经理助理郭彩萍女士因达到法定退休年龄，不再担任公司总经理助理职务。根据公司 2017 年 12 月 29 日公告，公司进行董事会、监事会换届选举，赵中锋和王秀峰先生不再担任公司董事，廖良汉先生不再担任公司独立董事，张超、陈伟、郭本锋先生担任公司董事，李华杰先生担任公司独立董事，王洛生先生担任公司监事。根据公司 2018 年 1 月 17 日公告，职工监事郝俊琴换届离任，伏云峰和高建英担任职工监事。

该公司存在一定规模关联交易与往来，2017 年，采购商品或接受劳务方面，公司与河南省公路工程局集团有限公司（简称“公路工程局”）的工程建设款关联交易金额为 6.68 亿元，同比减少 13.14 亿元；截至 2017 年末，公司应付公路工程局 8.10 亿元，主要是工程未结算款。

根据该公司提供的 2018 年 6 月 1 日《企业征信报告》，公司本部暂无债务违约情况。

图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	公司本部	英地置业	秉原投资	中原中石化
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018 年 6 月	无	无	未提供	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018 年 6 月	正常	正常	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼（详见表外事项分析）	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2018 年 6 月	无	涉及	涉及	无	涉及
行政处罚	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2018 年 6 月	无	无	无	无	涉及 ¹⁴

资料来源：根据中原高速所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

该公司前期新建或扩建路产项目较多，加上基金等多元投资，公司累积了较大规模刚性债务，财务杠杆处于偏高水平，考虑到公司将自主逐步赎回优先

¹⁴ 国家企业信用信息公示系统 2016 年 3 月 15 日公示，鲁山县工商行政管理局于 2015 年 12 月 23 日对中原石化的行政处罚，违法行为类型为在产品中掺杂、掺假，以假充好，或者以不合格产品冒充合格产品。处罚内容为警告、责令限期改正；罚款；没收违法所得。

股，短期内公司权益规模或将出现缩减，财务杠杆进一步高企。目前，公司暂无新建高速公路项目，短期内投融资需求主要集中于房地产项目、金融板块以及存量债务循环。跟踪期内，公司债务期限结构较合理，经营环节现金持续较大规模净流入，加之较为充裕的货币资金，可为即期债务偿付提供较强保障。

1. 数据与调整

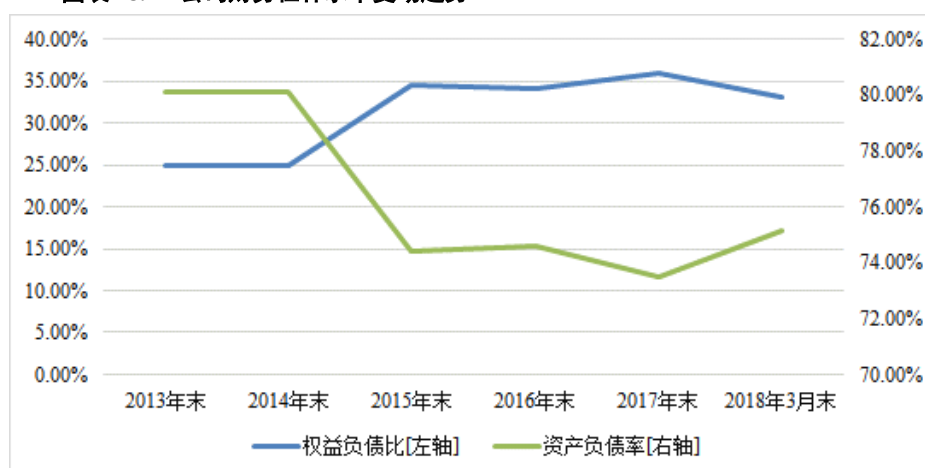
致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2017 年，该公司新设 2 家孙公司，分别为西藏秉原创业投资有限公司、新郑市英地置业有限公司，截至 2017 年末，公司合并口径内 10 家子公司，其中一级子公司 5 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据中原高速所提供数据绘制

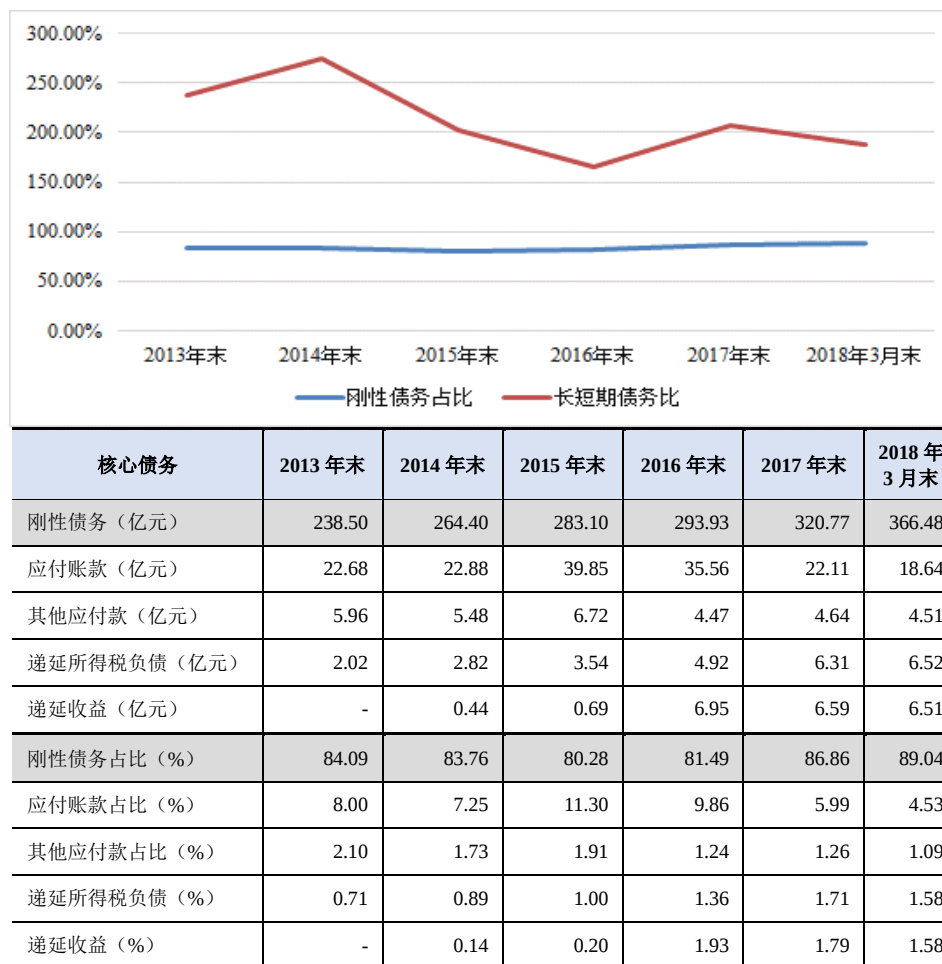
该公司高速公路项目投资规模大，资金回笼期较长，由于前期高速公路项目的建设，公司积累了大规模的刚性债务，财务杠杆水平偏高。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 369.29 亿元和 411.58 亿元，呈增长趋势；同期末，资产负债率分别为 73.50%和 75.17%。2017 年末，受益于 2017 年经营的积累及其他综合收益（可供出售金融资产公允价值变动损益增加所致）增加，公司资产负债率略有降低。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 133.12 亿元和 135.98 亿元。2017 年公司完成支付 2016 年度普通股股利 1.98 亿元和优先股利 2.70 亿元，2018 年计划分配 2017 年度普通股股利 3.79 亿元和优先股利 3.38 亿元，股利的分配对公司利润和资本积累存在一定影响。考虑到公司将自主

逐步赎回优先股，短期内公司权益规模或将出现缩减，财务杠杆进一步高企。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据中原高速所提供数据绘制

从负债期限结构来看，2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 206.75%和 188.42%，债务以非流动负债为主，债务期限结构较合理。从负债结构上来看，2017 年末公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款、递延所得税负债和递延收益等构成，2017 年末应付账款余额为 22.11 亿元，较上年末下降 37.82%，主要为尚未结算的道路施工工程款及质保金，降幅主要系公司项目通车竣工决算调整应付工程款所致；其他应付款余额 4.64 亿元，主要为应付暂估待摊支出和施工方保证金；递延所得税负债 6.31 亿元，较上年末增长 28.21%，主要系路产资产折旧、摊销差异产生的应纳税暂时性差异增加所致；递延收益 6.59 亿元，主要为郑州机场改扩建工程及新增分离式立交项目补助款。2017 年末预收款项余额为 1.49 亿元，较上年末减少 86.37%，主要系金台府邸项目确认收入所致。截至 2018 年 3 月末，该公司负债结构较 2017 年末无重大变化，其中应付账款为 18.64 亿元，较上年末减少 15.68%，主要系工程款结算所致。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	45.00	42.85	61.38	81.22	87.65	114.11
其中：短期借款	27.00	18.70	6.08	21.27	18.20	31.20
一年内到期非流动负债	16.09	21.71	42.66	12.37	44.72	49.36
应付短期债券	-	-	10.00	45.00	22.00	30.00
应付票据	-	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	1.91	2.44	2.64	2.58	2.73	3.56
中长期刚性债务合计	193.50	221.54	221.71	212.71	233.12	252.37
其中：长期借款	148.70	156.90	172.00	162.93	199.24	203.52
应付债券	44.80	64.64	49.71	49.78	33.88	48.85
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
综合融资成本（%）	5.08	5.47	5.54	4.65	4.66	/

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

该公司拥有较为畅通的间接融资渠道以及长期稳定的银企合作关系，有助于公司运营保持稳定。公司借款多以长期借款和应付债券等长期债务为主，与其主业投资额较大，资金回笼期较长的特征相适应。截至 2017 年末，公司刚性债务余额为 320.77 亿元，较上年末增长 9.13%，其中短期刚性债务 87.65 亿元，较上年末增长 7.93%，主要由短期借款、一年内到期非流动负债及短期融资券等构成，增幅主要系一年内到期到期的非流动负债规模增加所致，短期刚性债务现金覆盖率为 21.89%，短期偿债压力仍较大，中长期刚性债务 233.12 亿元，较上年末增长 9.59%，主要为长期借款增加。截至 2018 年 3 月末，公司刚性债务余额为 366.48 亿元，较上年末增长 14.25%，主要系短期借款增加和发行债券进行债务循环所致。

从借款方式来看，该公司借款以质押借款为主，2017 年末公司银行借款 232.20 亿元，其中质押借款总计 161.92 亿元，质押物主要为高速公路资产及收费权；2017 年公司新增债务加权融资成本为 4.29%，较 2016 年有所上升，但整体间接融资成本控制较好。

图表 21. 2017 年末公司银行借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
质押借款	--	11.83	150.09	161.92
信用借款	18.20	2.93	49.15	70.28
合计	18.20	14.76	199.24	232.20

资料来源：中原高速

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
营业收入现金率 (%)	128.54	98.85	85.48	115.49	82.85	97.77
业务现金收支净额 (亿元)	20.75	25.27	24.40	32.98	29.34	8.17
其他因素现金收支净额 (亿元)	1.04	0.14	1.34	0.73	-0.17	-0.08
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	21.79	25.41	25.74	33.71	29.16	8.09
EBITDA (亿元)	26.30	30.19	32.81	32.78	41.46	--
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.11	0.12	0.12	0.11	0.13	--
EBITDA/全部利息支出 (倍)	1.89	1.96	2.00	2.20	2.72	--

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

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

该公司高速公路收费业务获现能力较强，房地产业务销售资金回笼与收入确认之间存在一定的时间差异，公司现金流总体较为稳定，但营业收入现金率受房地产项目完工确认收入结转影响具有一定波动性。2017 年及 2018 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 82.85% 和 97.77%，2017 年公司房地产业务确认收入较多，但资金已在 2016 年度回笼，营业收入现金率出现降幅。2017 年及 2018 年第一季度，经营活动产生的现金流量净额分别为 29.16 亿元和 8.09 亿元。

该公司收到其他与经营活动给有关现金主要核算收到的项目保证金、承包及出租收入、利息收入、收到往来款等，支付其他与经营活动给有关现金主要核算支付保证金、销售费用及管理费用和支付往来款等，2017 年及 2018 年第一季度，公司其他因素现金收支净额分别为 -0.17 亿元和 -0.08 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出等构成，2015-2017 年，公司 EBITDA 分别为 32.81 亿元、32.78 亿元和 41.46 亿元，呈增长趋势，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度逐步提高并形成有效保障，但对刚性债务的覆盖能力仍较弱。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况 (单位：亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净额	-4.29	-2.70	5.79	-4.11	-15.32	-0.08
购建与处置固定资产、无形资产及其他	-22.93	-43.81	-62.86	-28.04	-21.35	-3.34

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
长期资产形成的净额						
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.96	-0.06	-1.42	-0.76	-0.04	-0.00
投资环节产生的现金流量净额	-26.25	-46.57	-58.49	-32.91	-36.71	-3.42

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

近年来，该公司新建及扩建高速公路项目资金支出较大，加之房地产业务投资，2017 年及 2018 年第一季度，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额分别为 21.35 亿元和 3.34 亿元，随着公司高速公路项目的逐渐完工，公司资本支出逐渐减小。公司投资支付的现金主要核算股权、基金及理财投资等，2017 年公司增加对上海昊夏资产管理中心（有限合伙）（11.93 亿元）、资产管理公司（5.00 亿元）、中原农保（3.80 亿元）等企业投资，当期公司回收投资与投资支付净流出额为 15.32 亿元。2017 年及 2018 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净流出额分别为 32.91 亿元和 36.71 亿元。目前公司房地产项目和金融板块仍存在部分资金需求，且根据公司投资规划，仍有部分基金投资计划，公司仍面临一定资金压力。

（3）筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
权益类净融资额	-2.25	-1.24	31.01	-6.38	-4.68	--
其中：永续债及优先股	--	--	33.71	--	--	--
债务类净融资额	22.84	10.67	2.12	-4.33	11.60	41.69
其中：现金利息支出	13.16	14.86	16.28	14.99	14.89	3.21
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.15	2.00	3.93	-3.79	2.48	1.20
筹资环节产生的现金流量净额	20.44	11.43	37.06	-14.50	9.40	42.89

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

目前，该公司日常经营及投资所需的资金主要通过银行借款、发行债券等方式来解决。近年来，随着公司承建的高速公路项目逐渐完工，公司高速公路项目建设融资需求减少，目前公司筹资活动除了为在建房地产项目和对外基金投资融资外，主要用于偿还到期债务。2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资活动净现金流净额分别为 9.40 亿元和 42.89 亿元，其中 2017 年权益类融资净额为-4.68 亿元，主要为公司支付的优先股和普通股股利；同期公司债务类融资净额分别为 11.60 亿元和 41.69 亿元，2018 年第一季度，公司为即将到期的债务储备现金，债务融资规模大幅增长。

跟踪期内，该公司经营活动现金流入较充沛，但房地产项目和对外股权基金等仍存在一定资金需求，公司经营活动现金流入尚不能满足主业投资需

求，加之公司面临一定债务循环压力，短期内仍有较大的外部筹资需求。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	58.70	48.62	48.92	34.42	33.89	80.79
	16.58%	12.34%	10.32%	7.12%	6.75%	14.75%
其中：现金类资产（亿元）	36.32	26.60	30.91	17.30	19.19	66.77
应收款项（亿元）	1.17	1.35	0.67	1.27	2.14	2.13
存货（亿元）	16.30	16.64	14.41	14.21	11.14	10.98
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	295.39	345.45	425.15	449.15	468.52	466.77
	83.42%	87.66%	89.68%	92.88%	93.25%	85.25%
其中：固定资产（亿元）	167.00	162.24	176.25	190.03	177.49	175.47
在建工程（亿元）	18.36	65.92	28.85	30.81	1.67	1.82
可供出售金融资产（亿元）	4.68	4.68	4.68	4.68	6.84	6.84
其中：所持非控股上市公司股权 ¹⁵ （亿元）	--	--	--	--	4.93	4.93
长期股权投资（亿元）	21.83	25.44	26.25	35.76	52.20	53.37
无形资产（亿元）	79.64	78.19	183.54	181.39	221.38	220.39
其他非流动资产（亿元）	-	4.34	0.62	1.15	3.92	3.91
抵质押的高速公路资产和高速公路收费权净资产值（亿元）	225.95	221.28	306.62	309.75	338.17	/
受限资产账面余额/总资产（%）	63.81	56.15	64.68	64.05	61.76	/

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司资产总额分别为 502.41 亿元和 547.56 亿元。其中，非流动资产分别为 468.52 亿元和 466.77 亿元，分别占资产总额的 93.25%和 85.25%，以非流动资产为主的资产结构与公司业务性质较为一致。

截至 2017 年末，该公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、在建工程、长期股权投资以及其他非流动资产等构成。其中，固定资产净额为 177.49 亿元，较上年末减少 6.60%，主要为公司经营的路产及相关设备，降幅主要系公路路产折旧及工程决算调减 5.51 亿元所致；无形资产余额为 221.38 亿元，较上年末增长 22.05%，主要为高速公路特许经营权和土地使用权等，增幅主要系商登高速航空港区段至登封段在建工程建成通车结转无形资产所致；在建工程余额为 1.67 亿元，较上年末减少 94.57%，主要系商登高速航空港区段至登封段在建工程建成通车结转无形资产；长期股权投资余额为 52.20 亿元，较上年末增长 46.00%，主要为公司持有的中原信托有限公司、上海秉原

¹⁵ 指所持有的未纳入合并范围的上市公司股权，这些股权应为无限售或未来一年将解禁的流通股，且符合公开市场质押融资条件。

兆资产管理中心（有限合伙）等股权，增幅主要系公司投资联营企业资产管理公司及子公司秉原投资追加对联营企业上海昊夏资产管理中心（有限合伙）的投资；可供出售金融资产为 6.84 亿元，较上年末增长 46.17%，主要为投资的中原银行股份有限公司、河南高速房地产开发有限公司等企业，2017 年末增幅主要系公司参股中原银行股份有限公司在香港上市后由成本法改为公允价值计量所致；其他非流动资产为 3.92 亿元，较上年末增长 241.79%，主要为预付长期资产购置款和预付投资款，2017 年增幅主要系公司对联营企业中原农保的增资，因尚未获得保监会批准在该科目核算所致。此外，2017 年末长期应收款为 0 亿元，主要系建信租赁押金将于一年内到期，转入一年内到期非流动资产核算。截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产结构较 2017 年末无重大变化。

截至 2017 年末，该公司流动资产主要由货币资金、存货以及应收账款构成。其中，货币资金余额为 19.19 亿元，较上年末增长 10.96%，其中受限货币资金为 0.17 亿元，受限比例较小；存货余额为 11.14 亿元，较上年末减少 21.62%，主要为郑东新区金台府邸项目、许昌英地泰和院项目、英地运河上苑项目开发成本，以及完工后由开发成本结转至开发产品的天骄华庭二期项目和许昌英地泰和院项目一期，降幅主要系郑东新区金台府邸项目结转成本所致；应收账款为 2.14 亿元，较上年末增长 69.06%，主要因为河南省高速公路联网监控收费通信服务有限公司通行费收入拆账时间差异，公司应收通行费收入增加所致。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产结构与 2017 年末相比无重大变化，其中货币资金较上年末增长 247.91%至 66.77 亿元，主要系公司为到期的债务偿付提前储备的现金。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率（%）	69.96	57.74	42.03	25.29	28.15	56.62
速动比率（%）	46.14	37.93	29.62	14.82	18.85	48.87
现金比率（%）	43.29	31.58	26.56	12.71	15.94	46.79

资料来源：根据中原高速所提供数据整理

由于该公司资金大量沉淀于固定资产和无形资产等非流动资产，公司流动比率和速动比率均较低，2017 年末流动比率和速动比率分别为 28.15%和 18.85%；且公司用于抵质押的高速公路资产和高速公路收费权合计净值达 338.17 亿元，占资产总额的 61.76%，资产受限比例较大，资产流动性偏弱。

6. 表外事项

对外担保方面，截至 2017 年末，该公司下属子公司河南英地置业有限公司及孙公司许昌英地置业有限公司作为担保方为商品房承购人向银行提供抵

押贷款担保，担保金额为 6.89 亿元，担保比率为 5.18%。

根据该公司 2017 年审计报告披露，公司存在 7 笔未决诉讼，公司作为被告 4 笔，涉及金额 1.04 亿元；公司作为原告的诉讼 3 笔，涉及金额 0.60 亿元，新世纪评级持续关注公司涉诉进展。

7. 公司本部财务质量

该公司本部主要负责高速公路的建设及运营，同时起到战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能，多元化业务板块则由各子公司进行经营发展，2017 年及 2018 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 481.56 亿元和 526.51 亿元，其中占比较大的主要为货币资金、其他应收款、可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产等，2017 年末分别为 13.35 亿元、7.57 亿元、6.84 亿元、43.74 亿元、177.45 亿元和 221.38 亿元，同期末，公司本部刚性债务分别为 320.77 亿元和 366.48 亿元，呈增长趋势，资产负债率分别为 75.66%和 77.33%，公司本部负债经营水平较高。2017 年及 2018 年第一季度，公司本部实现营业收入 41.34 亿元和 10.57 亿元，主要为通行费收入，净利润分别为 9.03 亿元和 2.13 亿元。同期，公司本部经营环节净现金流入分别为 32.39 亿元和 8.01 亿元，持续稳定的现金流入对公司本部即期债务的偿付提供一定保障，加之公司本部货币资金较为充裕，作为上市公司，本部融资渠道较多，可为公司债务偿付提供一定保障。

外部支持因素

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2018 年 3 月末，公司银行授信总额度 510.38 亿元，已使用 316.24 亿元，剩余未使用 194.14 亿元。同时，公司可通过资本市场进行股权融资和债务融资，具有较强的融资能力。

附带特定条款的债项跟踪分析

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

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

调整票面利率选择权：该公司有权决定是否在债券存续期的第 3 年末调整债券后 2 年的票面利率，公司将于债券第 3 个计息年度付息日前的第 20 个工作日刊登关于是否向上或向下调整债券票面利率以及调整幅度的公告，若

公司未行使利率调整选择权，则债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

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

跟踪评级结论

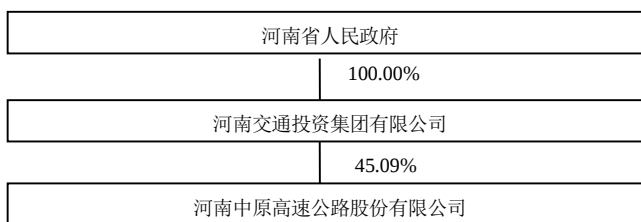
跟踪期内，该公司控股股东仍为河南交通投资集团有限公司，实际控制人为河南省人民政府。公司为上市公司，法人治理结构逐步完善，运营管理及财务具有较强的独立性。

该公司主要从事高速公路投资与运营、房地产开发及金融投资等业务，公司核心路产质量优良，是公司收入和利润的主要来源，跟踪期内，公路收费收入稳步增长，同时受房地产业务交房结转收入及油品贸易业务逐渐步入正轨，公司营业收入大幅增长。此外 2017 年公司金融投资业务对外投资增幅明显，资本支出规模较大，公司面临一定的投资风险。

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

附录一：

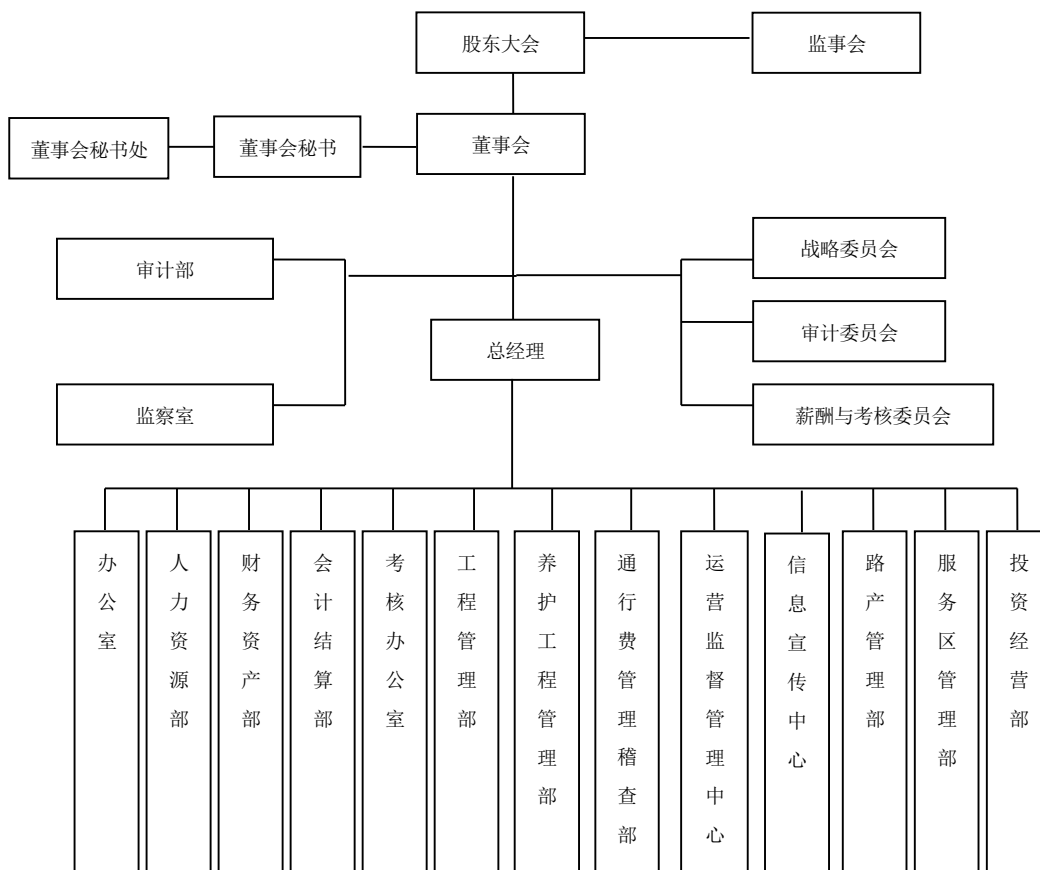
公司与实际控制人关系图



注：根据中原高速提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据中原高速提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 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	EBITDA	
河南中原高速公路股份有限公司	中原高速	本部	—	高速公路运营	320.77	117.23	41.34	9.03	32.39	--	
河南中宇交通科技发展有限责任公司	中宇交通	一级子公司	60.00	公路工程技术服务	0.00	0.31	0.28	0.04	-0.04	0.06	
河南英地置业有限公司	英地置业	一级子公司	98.175	房地产开发	0.00	13.75	13.23	2.86	-3.16	3.79	
河南君宸置业有限公司	君宸置业	一级子公司	100.00	房地产开发	0.00	0.10	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	
秉原投资控股有限公司	秉原投资	一级子公司	100.00	项目投资	0.00	12.63	0.00	0.78	-0.24	0.97	
河南中石化中原高速石油有限责任公司	石油公司	一级子公司	51.00	石油、化工产品销售	0.00	0.20	4.40	0.25	0.23	0.34	
中原信托有限公司	中原信托	重要参股公司	31.96	信托	--	80.47	17.60	7.63	--	--	

注：根据中原高速 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	474.07	483.58	502.41	547.56
货币资金 [亿元]	30.91	17.30	19.19	66.77
刚性债务[亿元]	283.10	293.93	320.77	366.48
所有者权益 [亿元]	121.42	122.88	133.12	135.98
营业收入[亿元]	45.39	39.34	58.47	12.69
净利润 [亿元]	11.54	7.51	11.92	2.82
EBITDA[亿元]	32.81	32.78	41.46	—
经营性现金净流入量[亿元]	25.74	33.71	29.16	8.09
投资性现金净流入量[亿元]	-58.49	-32.91	-36.71	-3.42
资产负债率[%]	74.39	74.59	73.50	75.17
权益资本与刚性债务比率[%]	42.89	41.81	41.50	37.11
流动比率[%]	42.03	25.29	28.15	56.62
现金比率[%]	26.56	12.71	15.94	46.79
利息保障倍数[倍]	1.56	1.56	1.92	—
担保比率[%]	7.59	5.61	5.18	5.07
营业周期[天]	314.73	299.50	163.37	—
毛利率[%]	59.28	54.28	48.17	53.33
营业利润率[%]	32.70	23.21	25.40	27.65
总资产报酬率[%]	5.87	4.83	5.93	—
净资产收益率[%]	11.55	6.15	9.31	—
净资产收益率*[%]	11.49	6.14	9.19	—
营业收入现金率[%]	85.48	115.49	82.85	97.77
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	25.66	26.70	22.74	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.80	0.22	-2.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.00	2.20	2.72	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.13	—

注：表中数据依据中原高速经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《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。