

信用等级通知书

信评委函字[2018]2334D 号

吉林省高速公路集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“吉林省高速公路集团有限公司2019年度
第一期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际
信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级
展望为稳定，本期中期票据的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会
信用评级委员会

二零一八年十二月二十九日

吉林省高速公路集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体	吉林省高速公路集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
票据信用等级	AAA
本期基础发行额度	15 亿元
本期发行金额上限	30 亿元
发行期限	5 年
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付
发行目的	全部用于偿还金融机构借款或债务融资工具

概况数据

吉高集团（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	687.08	1,115.32	1,484.28	1,553.55
所有者权益合计（亿元）	369.34	733.85	973.05	994.93
总负债（亿元）	317.74	381.47	511.23	558.62
总债务（亿元）	287.64	339.46	465.81	515.50
营业总收入（亿元）	11.33	14.37	14.16	2.33
经营性业务利润（亿元）	-12.98	-11.64	33.44	22.05
净利润（亿元）	24.71	18.36	33.45	21.88
EBIT（亿元）	32.97	29.01	48.86	--
EBITDA（亿元）	45.07	40.11	65.76	--
经营活动净现金流（亿元）	38.77	20.60	18.08	28.42
收现比（X）	1.02	1.06	1.02	0.82
总资产收益率（%）	5.07	3.22	3.76	--
营业毛利率（%）	-33.60	1.49	-54.93	33.12
应收类款项/总资产（%）	3.13	2.48	3.28	3.53
资产负债率（%）	46.24	34.20	34.44	35.96
总资本化比率（%）	43.78	31.63	32.37	34.13
总债务/EBITDA（X）	6.38	8.46	7.08	--
EBITDA 利息倍数（X）	4.76	3.53	4.09	--

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制，2018 年一季度财务报表未经审计；2、将公司各期财务报表中“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2018 年一季度现金流量补充表和利息支出金额，故相关计算指标失效。

分析师

项目负责人：曹 润 rcao@ccxi.com.cn

项目组成员：齐 晨 chqi@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 12 月 29 日

基本观点

中诚信国际评定吉林省高速公路集团有限公司（以下简称“吉高集团”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。评定“吉林省高速公路集团有限公司 2019 年度第一期中期票据”的信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了政府对公司发展支持力度大、公司路产区位优势明显、融资渠道通畅等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际也关注到公司未来投资压力较大及注入路产对应债务处置情况值得关注等因素对公司未来整体信用状况的影响。

优 势

- 政府对公司发展支持力度大。公司作为吉林省重要的交通基础设施建设国有投资运营主体，承担吉林省政府赋予的重大交通项目建设任务，在当地的经济发展中地位十分重要，政府在政策、资产注入和财政补贴等方面将获得吉林省政府持续的大力支持。
- 公司路产区位优势明显。截至 2018 年 3 月末，公司旗下高速公路 2,832.33 公里，占全省高速公路通车里程的 90%以上，公司所辖高速公路均是吉林省“四纵三横”公路网中的主干架，路产地理位置优越，区域垄断优势明显。
- 良好的外部融资能力。截至 2017 年末，公司尚未使用的授信额度 984.48 亿元；此外，公司子公司吉林高速公路股份有限公司（以下简称“吉林高速”）为上市公司（证券代码 601518.SH），融资渠道较通畅。

关 注

- 公司在建项目投资规模较大，资本支出压力较大。公司建设项目包括自身建设和委托建设两部分，截至 2017 年末，公司在建项目总投资 854.28 亿元，尚需投资 584.83 亿元；面临较大的资本支出压力。
- 注入资产未包含对应债务，未来相关债务的处置情况值得关注。吉林省交通厅向公司注入高速公路资产时，未将相应债务进行转移，目前仍由交通运输厅承担，因而公司报表体现的财务杠杆较低，未来相关债务的处置情况值得关注。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

受评主体概况

吉林省高速公路集团有限公司（以下简称“吉高集团”）的前身是1993年经吉林省交通运输厅批准注册成立的吉林省高速公路公司（以下简称“吉高公司”），隶属于吉林省交通运输厅，主营业务为高速公路投资、开发建设、管理、养护，成立之初，吉高公司除贷款外没有开展其他任何业务。

2004年7月，根据吉林省人民政府办公厅吉政办函（2004）84号文件，决定将吉高公司等几家交通企业纳入吉林省国资委监管。2005年7月，吉林省国资委和吉林省交通厅联合向吉林省政府请示，任命吉高公司等企业承担吉林省交通基础设施建设的融资任务，并由吉林省交通厅管理，统一筹划和推进交通建设事业的发展，吉林省国资委不再履行国有资产出资人或股权出资人职责，经吉林省政府批准，吉高公司正式交由吉林省交通厅管理。

2006年7月11日，经吉林省交通厅同意，吉高公司正式更为现名。2010年2月，经省人民政府及省交通运输厅批准，原东北高速股份有限公司分立为两家股份有限公司，即黑龙江交通发展股份有限公司和吉林高速。根据相关会议决议，公司取得了吉林高速的控制权，并于2010年3月1日将其纳入合并报表范围。吉林高速于2010年2月26日在上海证券交易所挂牌上市，证券代码601518.SH，截至2018年3月末，公司持有吉林高速49.19%的股权，为其第一大股东。截至2018年6月29日，公司持有吉林高速股权的市值为17.67亿元，无股权质押。

2016年8月30日，公司股东由吉林省交通厅变更为吉林省人民政府国有资产监督管理委员会，同年10月21日吉林省人民政府国有资产监督管理委员会依据《吉国资产权【2016】88号》文件将持有本公司的股权划拨到吉林省吉盛资产管理有限责任公司（以下简称“吉盛资产”）。2017年2月，公司发布了《关于出资人变更及继续由吉林省交通运输厅履行出资人职责的公告》，公告中称，公司已完成出资人变更为吉盛资产的工商登记相关手续。同时，根据吉政办函【2016】112号等文件以及公司章程规定，明确出资人吉盛资产同意继续由

吉林省交通厅履行出资人职责，行使股东权利。

截至2018年3月末，公司注册资本27亿元，唯一股东为吉盛资产，由吉林省交通厅代为行使股东权利，实际控制人为吉林省国有资产监督管理委员会。截至2018年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司共计17家。

截至2017年末，公司总资产1,484.28亿元，所有者权益973.05亿元，资产负债率34.44%；2017年，公司实现营业总收入14.16亿元，净利润33.45亿元，经营活动净现金流18.08亿元。

截至2018年3月末，公司总资产1,553.55亿元，所有者权益994.93亿元，资产负债率35.96%；2018年1~3月，公司实现营业总收入2.33亿元，净利润21.88亿元，经营活动净现金流28.42亿元。

本期票据概况

发行条款

本期中期票据基础发行规模15亿元，发行金额上限30亿元，发行期限为5年。

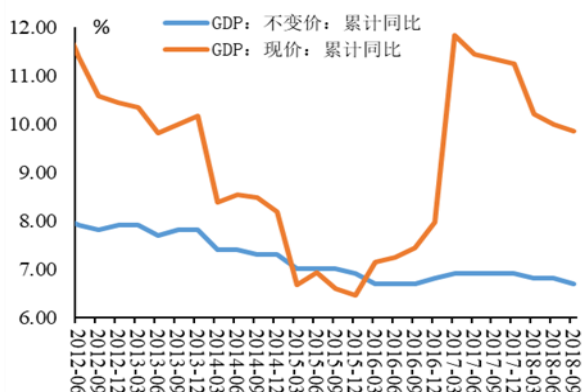
本期票据由主承销商及联席主承销以余额包销的方式承销，通过集中簿记建档、集中配售的方式在银行间市场公开发售。本期中期票据采用固定利率计息；票面利率将通过集中簿记建档结果确定。本期票据每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付。

募集资金用途

本期中期票据基础发行规模15亿元，发行金额上限30亿元，将全部用于偿还金融机构借款或债务融资工具。

宏观经济和政策环境

2018年三季度，在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下，中国经济增长有所放缓。不过，虽然经济运行所面临的内外不确定性增多，但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下，四季度经济增长或略好于预期。

图 1：中国 GDP 增速


资料来源：国家统计局

经济总体下行，但结构性利好因素仍存。前三季度，GDP 同比增长 6.7%，较上半年回落 0.1 个百分点，较去年同期回落 0.2 个百分点，名义 GDP 持续回落。其中，三季度 GDP 同比增长 6.5%，较二季度回落 0.2 个百分点，较去年同期回落 0.3 个百分点，为 2009 年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下，工业和制造业增速稳中趋缓；虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长，制造业投资回升，但基建投资仍未见起色，投资持续低位运行；居民实物消费表现低迷，社会消费品零售总额增速延续个位数运行；外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间，中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而，虽然经济下行压力已然显现，但经济运行中依然存在一定的积极因素：今年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，占规模以上工业增加值比重不断提升，工业内部结构有所优化；企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平，经济运行微观基础并未出现大幅恶化；民间投资回暖，新动能投资占比提高，投资结构稳步调整。综合来看，经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程，这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外，虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI 回升，但近期价格影响因素较为短期化，随着翘尾因素走弱，通胀并无需过分担忧。

展望未来，中国经济面临内部结构性风险不减

和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。今年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然中国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化，宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”，货币政策边际宽松，财政通过减税降费提振内需，金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时，缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看，虽然中国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信国际认为，中国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

行业及区域经济环境

近年来我国收费公路通车里程持续增长，从各种运输方式完成的运输量来看，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料

主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至 1984 年底，全国二级以上公路里程仅 1.9 万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至 2017 年末，全国收费公路里程 16.37 万公里，占公路总里程 477.35 万公里的 3.4%。收费公路按属性划分，政府还贷公路 9.10 万公里，经营性公路 7.28 万公里；按技术等级划分，高速公路 13.26 万公里，收费一级公路 2.07 万公里，收费二级公路 0.95 万公里，独立桥梁隧道 0.09 万公里。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 6.97 万公里，经营性高速公路 6.29 万公里。

图 2：2016~2017 年全国收费公路里程变化图

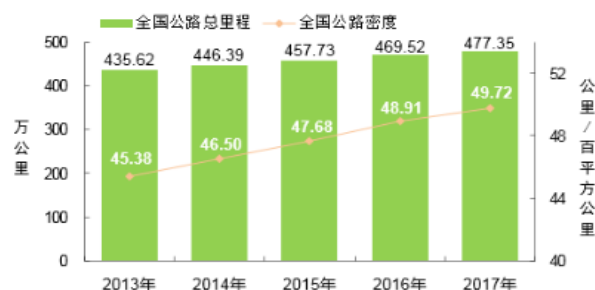


资料来源：2017 年交通运输行业发展统计公报

截至 2017 年末，全国公路总里程达 477.35 万公里，比上年末增加 7.72 万公里；公路密度 49.72 公里/百平方公里，较上年末提高 0.81 公里/百平方公里；公路养护里程 467.46 万公里，占公路总里程的 97.9%。全国等级公路里程 433.86 万公里，比上年末增加 11.31 万公里，等级公路占公路总里程的

90.9%，同比提高 0.9 个百分点；其中，二级及以上公路里程达 62.22 万公里，较上年末增加 2.28 万公里，占公路总里程的 13.0%，同比提高 0.3 个百分点。

图 3：2013 年~2017 年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2017 年交通运输行业发展统计公报

运输量方面，目前公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，2017 年承担了国内约 76.8% 的货物运输量和约 78.8% 的旅客运输量。周转量方面，2017 我国公路货物运输周转量为 66,712.5 亿吨公里，同比增长 9.2%，增速较上年上升 3.6 个百分点；旅客运输周转量为 9,765.1 亿人公里，同比下降 4.5%，近年来随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击。2018 年 7 月初，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、铁总部署《2018~2020 年货运增量行动方案》，“公转铁”相关政策陆续出台。在结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原；在货种方面，“公转铁”涉及的主要货种包括煤炭、铁矿石等大宗商品。受“公转铁”政策影响，运输结构调整利好铁路货运量增长，政策实施区域的高速公路公司的业绩或将承压，影响幅度取决于运输大宗商品的货车通行费收入的占比。

表 1：2017 年全国综合运输情况

运输方式	货 物				旅 客			
	周转量 (亿吨公里)	货 增 速 (%)	货运量 (亿吨)	增 速 (%)	周转量 (亿人公里)	旅 客 增 速 (%)	客运量 (亿人)	增 速 (%)
公路	66,712.5	9.2	368.0	10.1	9,765.1	-4.5	145.9	-5.4
铁路	26,962.2	13.3	36.9	10.7	13,456.9	7.0	30.8	9.6
水路	97,455.0	0.1	66.6	4.3	77.9	7.7	2.8	4.1
民航	243.5	9.5	0.07	5.7	9,512.8	13.5	5.5	13.0
管道	4,757.2	13.4	7.9	7.3	--	--	--	--
运输总量	196,130.4	5.1	479.4	9.3	32,812.7	5.0	185.1	-2.6

资料来源：2017 年国民经济和社会发展统计公报

2013年6月，国家发改委和交通运输部编制的《国家公路网规划（2013~2030年）》获得批准，该规划要求按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，补充和完善国家高速公路网，形成“七射十一纵十八横”的高速公路网，约11.8万公里，另规划远期展望线约1.8万公里。我国公路建设采用“适度超前”的原则，截至2017年末高速公路总里程已达13.26万公里，对拥有20万以上城镇人口的城市的覆盖率约98%，路网效应进一步加强。2018年6月，交通运输部制定了《交通运输服务决胜全面建设小康社会开启全面建设社会主义现代化国家新征程三年行动计划（2018-2020年）》，对“十三五”后三年交通运输工作进行了全面的部署，其中提出到2020年，“高速公路总里程将达到15万公里，基本覆盖城镇人口在20万及以上城市及地级行政中心”。据此，未来三年我国高速公路建设仍将保持一定增速。

随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。

根据2009年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27号），公路项目资本金比例由35%下降至25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015年9月14日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51号），将公路项目资本金比例由25%进一步降至20%。

2017年，全国完成公路建设投资2.13万亿元，比上年增长18.2%。其中，高速公路建设完成9,257.86亿元，增长12.4%；普通国道建设完成投资7,264.14亿元，增长19.5%；农村公路建设完成投资4,731.33亿元，增长29.3%，新改建农村公路28.97万公里。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至2017年末，全国收费公路累计建设投资总额为82,343.9亿元，其中，政府还贷公路41,487.4亿元，经营性公路40,856.5亿元。高速公路累计建设投资总额为76,335.8亿元。在累计建设投资总额中，资本金占比约31%，债务性资金占比约69%，债务性资金中以银行贷款为主。

截至2017年末，全国收费公路债务余额为52,843.5亿元。收费公路按属性划分，政府还贷公路28,279.8亿元，经营性公路24,563.7亿元；按技术等级划分，高速公路49,867.3亿元，一级公路1,946.1亿元，二级公路135.9亿元，独立桥梁隧道894.1亿元。2017年，全国收费公路通行费收入为5,130.2亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为3,422.2亿元，除支付当年2,495.7亿元利息外，还可还本926.5亿元。

表 2：2017 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金 (2)	投资总额 (3)	债务余额
政府还贷公路	12,091.2	29,396.2	41,487.4	28,279.8
经营性公路	13,522.9	27,333.6	40,856.5	24,563.7
合计	25,614.1	56,729.8	82,343.9	52,843.5

注：(1)+(2)=(3)

资料来源：《2017年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率高特点，大规模投资形成的债务导致其路费收入大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈利能力强、债务负担轻等特点。

表 3：2017 年部分省级高速公路集团及上市公司财务指标

省级高速集团	营业总收入(亿元)	营业毛利率(%)	总资产(亿元)	资产负债率(%)
山东高速集团	666.34	22.55	5,541.76	71.94
江苏交通	447.56	41.63	2,923.90	64.64
浙江交投	1,108.14	16.33	3,272.60	65.83
四川交投	400.73	22.11	3,355.92	63.08
福建高速集团	144.62	64.12	3,374.34	71.68
陕西交建	101.71	64.47	2,669.94	70.69
陕西高速	126.75	57.78	2,003.19	74.52
首发集团	119.11	30.73	1,948.40	57.76
上市公司	营业总收入(亿元)	营业毛利率(%)	总资产(亿元)	资产负债率(%)
宁沪高速	94.56	54.16	425.32	39.12
山东高速股份	73.80	56.76	508.39	46.75
赣粤高速	43.28	41.44	340.87	52.98
深高速	48.37	48.34	374.74	57.91
四川成渝	79.84	27.28	342.85	58.34
中原高速	58.47	48.17	502.41	73.50
福建高速股份	24.74	60.59	176.35	40.19
皖通高速	28.61	58.60	141.76	29.25

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓

励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。2016 年 12 月，国家发展改革委办公厅和交通运输部办公厅发布《关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》，对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定，以确保收费公路 PPP 项目前期工作平稳有序推进。

随着预算法（2014 年修订）的实施和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）的印发，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式需要相应调整。为此，2017 年 7 月，财政部和交通运输部联合印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号），提出“地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券”的融资方式，并提出由省级政府作为收费公路专项债券的发行主体，所发行的债券纳入地方政府专项债务限额管理；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；收费公路专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理等具体实施方案。首先，收费公路专项债券有利于规范政府举债行为，防控地方政府性债务风险，是中央加强对地方政府性债务管理的表现；其次，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，提高管理效率，增强政府偿债能力。这种更加规范化、标准化、透明化的融资方式，在控制地方政府性债务规模 and 成本方面都有一定积极作用。

长期来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP、政府收费公路专项债券等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定

2009年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并

且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱。2017年，在宏观经济回暖的驱动下，全国收费公路通行费收入快速增长，全年增速达12.8%，高于全国GDP增速。

表 4：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010年12月1日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在2012年5月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共20天）免费通行，免费车辆为7座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路PPP项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2015年7月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较2004年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修

订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程50公里以上、独立桥梁、隧道、长度1,000米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路

中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、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”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

此次《条例》修订稿明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

吉林省经济发展较快、财政实力持续增强、运输需求总体较大，为省内高速公路行业带来良好发展前景

吉林省地处中国东北中部，北接黑龙江省，南邻辽宁省，西接内蒙古自治区，东与俄罗斯联邦接壤，东南部与朝鲜隔江相望。吉林省是中国重要的工业基地、教育强省、农业强省，支柱产业主要为汽车、石化、农产品加工、商业卫星等加工制造业。行政区划上，吉林省现辖长春、吉林、四平、通化、白山、辽源、白城、松原 7 个市，延边朝鲜族自治

州和长白山管委会，另直管梅河口、公主岭 2 个县级市。

2015~2017 年，吉林省实现地区生产总值分别为 14,274.11 亿元、14,886.23 亿元和 15,288.94 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 6.5%、6.9% 和 5.3%。分三次产业来看，2017 年，吉林省第一产业增加值 1,429.21 亿元，同比增长 3.3%；第二产业增加值 7,012.85 亿元，同比增长 3.9%；第三产业增加值 6,846.88 亿元，同比增长 7.5%。按常住人口计算，全省全年人均地区生产总值达到 56,102 元，比上年增长 6.0%。三次产业的结构比例为 9.3:45.9:44.8。

2015~2017 年，吉林省固定资产投资分别为 12,704.27 亿元、13,923.20 亿元和 13,283.89 亿元，同比分别增长 12.0%、9.6% 和 1.4%。2017 年，吉林省交通运输、仓储和邮政业投资额 1,205 亿元，同比增长 8.7%。

受益于近年来交通类固定资产的不断投资，吉林省路网建设力度大幅提高。截至 2017 年末，吉林省公路总里程 10.39 万公里，其中，等级公路总里程 9.89 万公里，占公路总里程的 95.2%。截至 2017 年末，吉林省共有高速公路 3,119.00 公里，占公路总里程的 3.0%。

在通车里程增长的同时，吉林省运输需求逐年提升。2017 年末，吉林省民用汽车保有量 389.01 万辆，较 2016 年末增长 9.4%。受宏观经济有所回暖的影响，2017 年吉林省货运发送量和周转量呈现恢复性增长；但同期客运指标小幅下滑。2017 年吉林省货物发送量 6.05 亿吨，同比增长 21.6%，货物周转量 1,778.63 亿吨公里，同比增长 9.1%；同期完成旅客发送量 3.37 亿人次，同比下降 5.1%，完成旅客周转量 484.47 亿人公里，同比下降 0.4%。

表 5：2015 年~2017 年吉林省主要交通指标

指标	单位	2015	2016	2017
货物发送量	亿吨	5.36	4.97	6.05
货物周转量	亿吨公里	1,797.04	1,630.84	1,778.63
旅客发送量	亿人次	3.48	3.55	3.37
旅客周转量	亿人公里	477.51	486.51	484.47

注：表中指标为各种运输方式完成

资料来源：2015 年~2017 年吉林省国民经济和社会发展统计公报

根据《吉林省公路水路交通运输发展“十三五”规划纲要》，“十二五”期间，吉林全省交通建设完

成投资 964 亿元（高速 671 亿元、普通干线公路 138 亿元、农村公路 143 亿元、其它 12 亿元），保持了高位运行，坚持把补齐高速公路短板作为首要任务，加快推进高速公路省际大通道、旅游大通道建设。

“十三五”期间，吉林省将重点建设国高网省际大通道、旅游通道和国防战略通道等一批重大项目。规划建设 22 个项目 2,340 公里，投资 1,433 亿元，其中续建项目 9 个 775 公里，新开工 13 个项目 1,565 公里。到 2020 年，高速公里通车里程 4,000 公里以上，省际的 5 条纵向通道基本贯通，17 个省际高速出口建成 13 个，实现省会到市（州）全部通高速，加快推进县（市）通高速，基本形成“五纵、四射、三横”的高速公路网。新改建普通国省干线公路 1,624 公里（续建 446 公里、新开工 1,178 公里），总投资 229 亿元。

总的看来，吉林省近年来经济快速发展，能够为省内交通运输业的发展提供有力支持，吉林省高速公路建设将在“十三五”期间继续保持高增长态势；同时，中诚信国际注意到吉林省大规模高速公路建设也将带来较大的资金压力。

竞争及抗风险能力

从公司地位来看，吉高集团是经吉林省政府批准成立，由吉林省国资委委托吉林省交通运输厅履行出资人职责的国有资本投资运营公司。公司以高速公路等交通基础设施的投资、建设及运营为主业，代表吉林省交通运输厅对下属企业行使国有资产出资人职能，对所属企业的国有资产进行资本运作，行使重大决策权、投资收益权和经营管理者选择权，承担国有资产保值增值责任。自成立以来，公司一直专注于高速公路的投资运营，是吉林省最重要的国有交通基础设施建设投资运营主体。

公司作为吉林省政府交通运输事业发展的投融资平台，省内交通项目的投融资主体，承担吉林省政府赋予的交通项目建设任务，在当地的经济发展中地位十分重要，具有垄断性，吉林省政府在政策、项目资源、资产注入和财政补贴等方面给予公司大力支持。随着吉林省交通运输的发展，政府对于公司的支持有望进一步强化。

政策方面，根据吉林省人民政府办公厅 2015 年 12 月 11 日出具的《吉林省人民政府办公厅关于加快推进高速公路建设的意见》（吉政办发【2015】66 号）文件，吉林省政府对公司进行政策、贷款贴息以及资本金拨付等方面的支持。文件中提出，政策方面，为加快实现县（市）省地共建，国高网项目由省交通运输厅作为推进主体，负责筹集主要建设资金和项目管理。沿线市（州）、县（市）政府承担征地拆迁费用，并负责在规定时间内，完成征地拆迁所涉及的全部工作；贷款贴息及资本金方面，公司通过银行贷款方式，筹集的省地共建项目建设资金，省财政按人民银行公布的当期基准利率给予运营期 10 年的贴息。省财政对省补地建项目，在建设期内按资本金的 50%（总投资的 10%）给予投资补助。地方政府所承担 50% 资本金（总投资的 10%）筹集有困难的，省财政可通过地方政府债券转贷资金帮助筹措，并对转贷资金按当期发行时限和利率给予贴息。

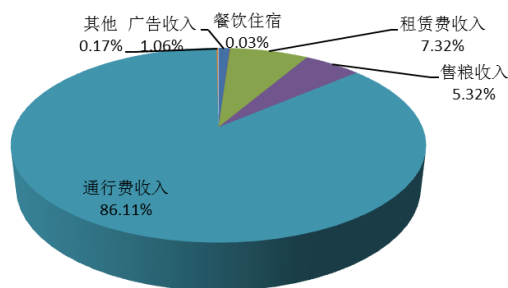
从资产注入方面来看，吉林省交通厅分别于 2016 年以及 2017 年向公司注入共计 10 条高速公路资产，高速里程共计 1,383.28 公里，账面价值合计为 505.09 亿元。具体来看，2016 年 12 月 31 日，根据吉林省交通运输厅文件（吉交发【2016】352 号），吉林省交通厅将已完成竣工验收的 6 条道路资产移交予公司，通行里程共计 950.12 公里，账面价值为 296.92 亿元，计入公司固定资产并增加资本公积。2017 年 3 月 31 日，根据吉林省交通运输厅文件（吉交财【2017】97 号），吉林省交通厅将已完成竣工验收的 5 条道路资产移交予公司，通行里程共计 530.99 公里，账面价值为 339.09 亿元，计入公司固定资产并增加资本公积；在上述路产注入公司时，相应债务没有转移，仍由交通运输厅承担相关债务。2017 年 12 月 30 日，根据吉林省交通运输厅文件（吉交财【2017】381 号），由于吉林省高速公路管理局为通化至梅河口高速公路的 PPP 项目实施机构，吉林省交通厅将原移交给公司的通化至梅河口高速公路资产转交给吉林省高速公路管理局。截至 2018 年 3 月，公司旗下拥有高速公路 2,832.33 公里，占吉林省高速公路通车里程的 90% 以上。

总体来看，公司作为吉林省高速公路投资运营的重要主体，地位较高，具有垄断性，受政府政策、资产注入及财政补贴各方面支持力度均较大。

业务运营

公司主营业务范围包括高速公路的投资、建设、经营、管理以及公路养护、租赁业务以及售粮等。2017 年公司实现营业总收入 14.16 亿元，其中通行费收入 12.19 亿元，占营业收入比重为 86.11%；租赁费收入 1.04 亿元，占营业收入比重为 7.32%；售粮收入 0.75 亿元，占营业收入的 5.32%。

图 4：2017 年公司营业收入构成



■ 广告收入 ■ 餐饮住宿 ■ 租赁费收入 ■ 售粮收入 ■ 通行费收入 ■ 其他

资料来源：根据公司财务报告整理

高速公路运营

吉林省交通运输厅于 2003 年将当时省内已建成并完成竣工决算的所有的高速公路资产注入吉高集团，后又陆续为公司注入大量已竣工决算的高速公路资产。2016 年吉林省交通厅将长松高速、松双高速、营松高速、龙延高速、松石高速、汪延高速共计 6 条高速公路划入公司；2017 年 3 月，吉林省交通厅将长双高速、小抚高速、靖通高速、坦黑高速和通梅高速共计 5 条高速公路划入公司；同年 12 月将通梅高速转出，公司路产规模持续扩大，区位优势进一步巩固。作为吉林省主要的交通建设和运营主体，截至 2018 年 3 月末，公司拥有共计 24 条高速公路，下辖通车高速公路里程已达 2,832.33 公里，占吉林省高速公路通车里程的 90% 以上。

管理运营方面，公司高速公路主要为自营及通过财政返还通行费收入两种运营模式。具体来看，长平高速和长春绕城高速公路西北环为经营性公路，由公司子公司吉林高速负责运营、养护和维修，所实现的通行费收入直接计入公司的营业收入，相

关支出及道路折旧计入公司的营业成本；吉草高速为政府性还贷高速公路，由吉林省吉高公路运营管理有限公司负责运营、养护和维修，该路产形成的通行费收入计入主营业务收入；其余 21 条政府还贷高速公路为公司所辖，该部分公路资产注入公司时，相应债务没有转移，仍由吉林省交通运输厅承担相关债务，其通行费的收取由吉林省高速公路管理局（以下简称“吉林省高管局”）负责征收，通行费收取后上缴吉林省交通运输厅财政专户，吉林省交通运输厅扣除相应管理费用及养护支出后，根据资产和收益配比原则以财政补贴收入的形式与中央专项建设基金一并返还给公司。补贴收入每年返还一次，当年应返还的补贴收入在财政决算后返还，该部分公路的折旧计入公司营业成本。

路产区位及收费年限方面，公司所辖高速公路均是吉林省“四纵三横”公路网中的主干架，其中长平高速、长余高速是国道主干线同江至三亚高速公路吉林省境内路段，是贯穿东北三省的一条主动脉，是黑龙江省通往关内的主要通道；长吉高速、吉江高速、延图高速是同江至三亚高速公路支线琿春至乌兰浩特的一部分，也是国道 302 线的重要组成部分；长营高速是长春通往东部山区最便捷、快速的通道，对东部的白山地区、通化地区、辽源地区经济发展具有战略意义；吉草高速公路是国家高速公路网规划中琿春（口岸）至乌兰浩特高速公路沈阳至吉林联络线吉林省境内路段，是“两纵”之一嘉荫至大连公路的组成部分；此外，2016 年以来吉林省交通厅新注入的高速公路均为国高网路线，除龙延高速外其余路段均已进入成熟期，道路通行量及通行费收入较为稳定。

截至 2018 年 3 月末，公司主要运营高速中，长平高速目前已完成扩改建主体工程，收费年限速延 25 年。长余高速、长吉高速、长营高速、吉江高速及延图高速因通车时间较早，剩余收费年限较短，公司将未来通过扩改建延迟收费期限；截至 2018 年 3 月末，长吉高速和长余高速正在进行改扩建工作，长营高速和吉江高速按照吉林省政府统贷统还原则，在全省高速公路项目贷款未结清前按照原收费管理模式由原收费主体继续收费，直至贷款全部偿还完毕。

表 6：截至 2018 年 3 月末公司主要运营高速公路情况

序号	高速公路名称	通车里程 (公里)	高速公路性质	收费权期限	运营期限
1	长平高速	133.25	国高网	20+25 年	1996.9-2041.9
2	长余高速	154.45	国高网	20 年	2002.9-2022.9
3	长吉高速	112.96	国高网	20 年	1997.9-2017.9
4	长营高速	68.74	省高网	20 年	1997.9-2017.9
5	吉江高速	29.80	国高网	20 年	1999.11-2019.11
6	延图高速	28.70	国高网	20 年	2001.9-2021.9
7	长春绕城高速西北环	43.04	国高网	25 年	2002.9-2027.9
8	江珲高速	347.90	国高网	20 年	2008.1-2028.1
9	营东梅高速	74.50	国高网、省高网	20 年	2010.11-2030.11
10	伊辽高速	47.60	省高网	20 年	2009.1-2029.1
11	吉草高速	258.60	国高网	20 年	2011.1-2031.1
12	肇松高速	51.57	国高网	20 年	2008.9-2028.9
13	通沈高速	45.54	国高网	20 年	2008.9-2028.9
14	通新高速	52.40	国高网	20 年	2011.1-2031.1
15	长松高速	140.62	国高网	20 年	2010.11-2030.11
16	松双高速	257.00	国高网	20 年	2010.09-2030.09
17	营松高速	230.06	国高网	20 年	2010.11-2030.11
18	龙延高速	32.98	国高网	20 年	2016.11-2036.11
19	松石高速	232.81	国高网	20 年	2010.1-2030.1
20	汪延高速	56.65	国高网	20 年	2012.09-2032.09
21	长双高速	94.68	国高网	20 年	2015.08-2035.08
22	小抚高速	162.62	国高网	20 年	2016.11-2036.11
23	靖通高速	123.46	国高网	20 年	2016.11-2036.11
24	坦黑高速	52.40	国高网	20 年	2016.10-2036.10
合计	--	2,832.33	--	--	--

注：长吉高速包含2013年12月新注入的长春龙家堡国际机场连接线4.7公里（2005.6）、长春至东湖镇段高速21公里（2005.6）、菜园子互通立交3.7公里（2013.7）；长平高速改扩建主体工程已全线建成通车，目前处于竣工验收阶段，收费权年限递延25年。

资料来源：公司提供。

通行量方面，2015~2018 年 3 月，公司路产日均车流量分别为 275,788 标准车辆、300,304 标准车辆、354,456 标准车辆和 381,410 标准车辆，随着新通车路产的增加以及固有路产的自然增长而持续增长。其中长余高速、长吉高速、长营高速、吉江高速、延图高速通车时间较早，均已进入成熟期，日均车流量较为稳定；长平高速改扩建完成，实现了双向八车道的通行能力，因而通行量和通行费收入均大幅增长；2016 年后公司经营路产持续增加，新通车路产运行逐渐成熟。在上述因素的共同影响下，2017 年公司运营高速公路车流量和通行费收入均大幅增长。未来，随着新划入路产的正常运营、成熟期路产客流量的自然增长以及培育期路产步

入成熟期，公司下辖高速公路路网效应将不断完善，未来通行量和通行费收入仍有一定的成长空间。

表 7：2015 年~2018 年 3 月公司高速公路运营情况

单位：标准车辆次/日；万元

序号	高速公路名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
		日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入	日均通行量	通行费收入
1	长平高速	38,845	43,676.71	39,590	64,669.88	57,962	84,070.84	62,102	22,068.60
2	长余高速	41,660	101,984.12	37,634	99,240.45	34,833	106,951.41	39,012	28,074.74
3	长吉高速	40,341	98,756.15	39,267	95,432.32	38,908	104,288.25	39,025	27,375.66
4	长营高速	25,647	62,783.11	28,962	65,463.03	30,541	77,492.88	34,205	20,343.46
5	吉江高速	13,395	32,790.07	12,969	30,210.32	11,563	31,273.65	12,050	8,209.33
6	延图高速	13,657	33,433.44	13,967	34,879.64	13,252	37,285.57	13,847	9,787.46
7	长春绕城高速西北环	20,276	12,453.89	22,137	11,474.91	23,954	12,720.73	24,828	3,339.19
8	江珲高速	31,216	76,417.67	29,118	74,379.15	27,516	75,310.95	28,817	19,769.13
9	营东梅高速	3,335	8,163.14	3,456	8,679.26	3,568	10,404.08	3,696	2,731.07
10	伊辽高速	4,056	9,929.17	4,023	9,834.33	4,523	9,948.43	5,056	2,644.47
11	吉草高速	21,513	40,739.78	19,653	31,614.23	17,113	30,875.09	18,166	6,704.71
12	肇松高速	6,745	16,513.14	6,896	17,041.50	7,642	19,189.76	8,559	5,037.31
13	通沈高速吉林段	9,968	24,402.31	10,023	24,505.45	10,980	26,180.31	11,297	6,872.33
14	通新高速	5,134	12,568.67	4,132	11,487.31	6,092	13,125.05	6,823	3,445.32
15	长松高速	-	-	5,926	-	7,917	28,453.49	8,867	7,469.04
16	松双高速	-	-	4,527	-	7,227	33,912.28	8,094	8,901.97
17	营松高速	-	-	6,898	-	10,162	32,181.53	11,381	8,447.65
18	龙延高速	-	-	3,987	-	4,025	6,474.83	4,508	1,699.65
19	松石高速	-	-	3,873	-	6,984	24,625.49	7,822	8,618.92
20	汪延高速	-	-	3,266	-	2,938	6,832.17	3,290	1,793.44
21	长双高速	-	-	-	-	10,450	16,047.57	11,704	4,214.48
22	小抚高速	-	-	-	-	6,732	28,024.47	7,539	7,356.43
23	靖通高速	-	-	-	-	2,587	14,991.39	2,897	3,935.24
24	坦黑高速	-	-	-	-	6,987	6,092.24	7,825	1,599.21
合计		275,788	574,611.37	300,304	578,911.78	354,456	836,752.46	381,410	220,438.81

注：1、长松高速、松双高速、营松高速、龙延高速、松石高速、汪延高速为 2016 年末划入公司，当年未产生收入。

2、公司通行费收入统计口径与审计报告存在差异，故表中所示通行费收入有别于审计报告。

资料来源：公司提供

通行费收入方面，2015 年~2017 年，公司高速公路实现通行费收入分别为 9.69 亿元、10.78 亿元和 12.19 亿元，呈稳定增长趋势，随着长平高速改扩建公路的通车，近两年公司通行费收入增长较快。此外，公司除吉草高速外的政府还贷高速公路通行费收取后上缴吉林省交通运输厅财政专户，吉林省交通运输厅扣除相应管理费用及养护支出后，根据资产和收益配比原则以财政补贴收入的形式与中央专项建设基金一并返还给公司，财政补贴每年年末拨付。2015 年~2017 年公司分别实现财政返还收入共计为 38.77 亿元、29.81 亿元和 44.39 亿元。为支持公司高速公路建设，吉林省交通厅每年将收取的车购税按照一定比例以中央专项建设基金形

式与通行费收入一并拨付给公司。由于通行费返还收入为扣除运营养护费用后的净额，2016 年受经济下滑及部分高速公路维修及改扩建等因素影响，通行费收入总体增幅较小，而投入运营的新路运营支出增加幅度大，老路养护维修支出较往年明显增加，导致返还的通行费收入同比下降 20.86%，2017 年公司路产规模增长、新通车路产通行费量增长较快，公司整体通行费收入大幅增长，因而获得的财政返还收入规模同比显著增长。

从未来增长趋势来看，随着公路路产规模的持续增加，以及新划入的高速路段的正常运营、成熟期高速客流量的自然增长、培育期的高速公路步入成熟期，公司通行费收入有望进一步增长。

收费政策及道路养护

收费标准方面，根据《吉林省人民政府关于调整高速公路车辆通行费收费标准的通知》（吉政发【2010】27号）规定，自2010年9月20日起调整全省高速公路车辆通行费收费标准。依照新标准，不同车型提价幅度大约为10%-25%，有助于提高总体的通行费收入。2014年10月10日起，公司根据《吉林省人民政府关于调整高速公路货车计重收费标准的通知》（吉政发[2014]38号），调整公路货车收费标准，调整后的计重收费标准基本费率由0.07元/吨公里调整为0.09元/吨公里，车货总质量小于等于5吨的（不足5吨的按5吨计），按基本费率计收。

表8：吉林省高速公路客车收费标准

车型	客车（座位数）	调整前 （元/车公里）	调整后 （元/车公里）
1	客车≤7座	0.40	0.45
2	8≤客车≤19座	0.60	0.80
3	客车20座-39座（含）	0.80	1.10
4	客车≥40座	1.20	1.45

资料来源：吉林省公路管理局

表9：吉林省高速公路货车收费标准

车型	货车（吨）	调整后（元/吨公里）
1	货车≤5吨	0.09
2	5吨≤货车≤35吨	基本费率0.09元/吨公里线性递减至0.045元/吨公里
3	35吨<货车≤49吨	基本费率0.09元/吨公里线性递减至0.032元/吨公里

资料来源：吉林省公路管理局

道路养护方面，公司2条经营性高速公路和吉草高速由公司负责养护和维修。其余21条公路由吉林省高管局负责养护和维修，相关的支出由省交通运输厅承担，并冲减吉高集团的补贴收入。2015年~2018年3月，公司道路养护支出分别为17.57亿元、20.34亿元、21.83亿元和5.98亿元。其中，江珲高速、吉草高速通车里程分别为347.90公里和258.60公里，通车里程较长，因而道路养护成本较高，2017年上述两条高速公路养护支出分别为2.95亿元和2.62亿元；长余高速、长吉高速通车里程均在100公里以上，且通车时间较长，因而养护支出逐年增长，2017年分别为4.72亿元和4.26亿元。

表10：2015年~2018年3月公司高速公路养护和维修支出

单位：万元

高速公路名称	2015年	2016年	2017年	2018年 1~3月
长平高速	16,486	20,065	24,680	7,527
长余高速	25,199	38,658	47,163	12,351
长吉高速	24,991	35,489	42,587	10,836
长营高速	5,957	7,513	9,016	2,705
吉江高速	2,288	3,109	3,731	1,119
延图高速	1,892	3,151	3,781	1,134
长春绕城高速西北环	4,532	5,590	6,708	2,012
江珲高速	21,300	24,561	29,473	8,841
营东梅高速	1,557	1,809	2,171	651
伊辽高速	1,635	1,856	2,183	670
吉草高速	30,928	28,464	26,154	5,987
肇松高速	1,665	1,923	2,304	651
通沈高速吉林段	1,809	1,904	2,004	537
通新高高速	1,684	1,594	1,459	356
长松高速	-	-	1,641	508
松双高速	-	-	1,881	560
营松高速	-	-	2,737	820
龙延高速	-	-	338	103
松石高速	-	-	2,642	730
汪延高速	-	-	562	171
长双高速	-	-	745	215
小抚高速	-	-	1,066	312
靖通高速	-	-	650	203
坦黑高速	-	-	497	141
通梅高速	-	-	2,115	702
合计	141,924	175,688	218,288	59,842

资料来源：公司提供

高速公路建设

作为吉林省交通运输厅的投资主体和融资平台，公司现有大部分高速公路运营附属的生产经营性资产及配套有偿经营服务项目均为吉林省交通运输厅划拨而来，由公司负责运营管理，包括房屋、土地、机械设备、高速公路大中修改造、筑路材料、机电设备维护及开发、服务区、停车场、广告、光纤管网、客货物流及运输等经营开发业务。

为贯彻落实《吉林省交通厅关于省高速公路公司整合工作的实施意见》（吉交发（2006）12号文件），完善省高速公路公司运营管理体制，建立健

全现代企业制度及产权制度，公司在高速公路建设模式方面，采取了以项目公司为主体的融资建设高速公路的方式。

由于高速公路建设投资规模大，在建设施工过程中，公司建设施工的管理能力有限，因此部分工程项目委托给吉林省交通厅所属的事业单位高等级公路建设局（以下简称“高建局”）负责工程建设管理。建设过程中，公司会将工程款预付给吉林省交通厅，分别计入公司的预付账款和其他应收款中，公司将预付给吉林省交通厅的工程款计入其他应收款，是由于项目的批复及结算文件滞后于资金的实际拨付，故将预付工程款暂时计入其他应收款中核算，待项目批复及结算文件落实以后，公司将该部分款项转入预付账款核算。待工程完成竣工决算后，由公路建设局将高速公路项目移交吉高集团冲减预付款。公司自己管理的在建高速公路项目计入在建工程，完成竣工结算后转入固定资产。

在建项目方面，截至2018年3月末，公司自己管理的在建高速公路包括吉荒高速公路、辉南至白山高速公路、龙井至大蒲柴河高速公路、榆树至松原高速公路、双辽至洮南高速公路以及松原至通榆高速公路。

吉林至荒岗路段的吉荒高速公路起自吉林市孟家，接已建成通车的琿春至乌兰浩特国家高速公路，经金珠、二道河、缸窑、吉舒、舒兰、水曲柳、平安，止于舒兰市荒岗（吉黑界）至拉林一级公路，全长100公里，总投资54.60亿元，项目资金来源主要为银行贷款、自筹资本金及交通运输部专项补贴。截至2018年3月末，吉荒高速公路已累计投资47.13亿元。

辉南至白山高速公路为2015年新划入项目，推荐方案路线全长约80.97公里，采用全封闭、全立交的双向四车道高速公路标准，估算总投资为

82.59亿元，截至2018年3月末已累计投资58.20亿元。

龙井至大蒲柴河高速公路主线起自龙井市西，接在建的延吉至龙井高速公路，全长134公里。另建松江至二道白河联络线，路线起自主线池北互通，止于二道白河镇，全长约14公里，预留二道白河1处互通式立交。同步建设和龙互通连接线约4.7公里，以及必要的交通攻城和沿线设施。主线采用双向四车道高速公路标准建设。项目估算总投资115.75亿元，截至2018年3月末已累计投资38.89亿元。

榆树至松原高速公路主线起自榆树市于家镇，接拟建的铁力至科右中旗国家高速公路黑龙江境段，全长约184公里。主线采用双向四车道高速公路标准建设。项目估算总投资111.14亿元，截至2018年3月末已累计投资37.21亿元。

双辽至洮南高速公路起点位于双辽市北侧的协力村，与在建的集双高速东丰至双辽段终点对接，主线长187.3公里，连接线2条总长13.6公里。主线采用双向四车道高速公路标准建设。项目总投资109.75亿元，截至2018年3月末已累计投资11亿元。

松原至通榆高速公路起点位于大广高速公路拐脖店互通立交处，终点止于喇嘛仓水库南侧吉蒙交界处，主线长203.21公里，连接线9条总长44.624公里。主线采用双向四车道高速公路标准建设。项目总投资126.58亿元，截至2018年3月末已累计投资7亿元。

公司委托高建局建设项目方面，截至2018年3月末，公路建设局负责管理的建设工程总投资金额253.87亿元，已投资70.02亿元，2018年4月~2019年计划分别投入73.39亿元和101.58亿元，近期投资压力较大。

表11：截至2018年3月末公司在建高速公路项目情况（亿元）

项目	建设时间	总投资	已投资	2018年4-12月 计划投入	2019年计划投入
吉林至荒岗	2015.10~2018.11	54.60	47.13	11.30	--
辉南至白山	2015.08~2018.11	82.59	58.20	5.86	--
龙井至大蒲柴河	2016.10~2020.10	115.75	38.89	23.15	28.00
榆树至松原	2016~2019	111.14	37.21	28.38	45.00
双辽至洮南	2017~2020	109.75	11.00	16.00	45.00

松原至通榆	2017~2020	126.58	7.00	25.00	
合计	--	600.41	199.43	109.69	118.00

注：长平高速改扩建项目已全面完工，2018年尚需支付尾款3.22亿元；辉南至白山项目已基本完工，实际投入低于预算
资料来源：公司提供

表12：截至2018年3月末公司委托高建局高速公路项目建设情况（亿元）

项目	建设时间	总投资	已投资	2018年4~12月计划投入	2019年计划投入
东丰至双辽项目	2017.03~2021.10	138.50	44.33	39.41	46.28
吉林至机场改扩建项目	2017.08~2021.10	22.98	7.13	7.11	8.74
长春至拉林河改扩建	2017.11~2020.10	92.39	18.56	27.27	46.56
合计	--	253.87	70.02	73.79	101.58

资料来源：公司提供

总体来看，受益于吉林省交通厅高速公路的资产注入，公司行业地位得到提升，但相关资产折旧上升等因素亦会对公司盈利能力造成一定影响，同时委托和自建项目会使公司面临较大的资本支出压力，中诚信国际将对公司资金平衡情况保持关注。

租赁业务

公司租赁业务收入主要是来源于所辖路产服务区加油站与中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）和中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）签订长期的加油站租赁经营协议，公司按年收取租金，租赁期限为20年。

截至2018年3月末，公司拥有58对服务区的经营权，其中京哈高速公路8对，集双高速公路2对，珲乌高速公路16对，大广高速公路5对，长深高速公路3对，抚长高速公路6对，吉草高速公路4对，营东高速公路1对，鹤大高速公路8对，通南高速公路1对，汪延高速公路1对，嫩丹高速公路3对。2015年~2017年公司租赁收入分别为0.86亿元、2.63亿元和1.04亿元。由于公司按收付实现制确认收入，租赁收入波动较大，2015年回款较差公司租赁费收入有所下滑，2016年，公司收款力度加大，当期实现租赁费收入2.63亿元；2017年公司服务区受国家环保督查的影响，进行了污水处理、锅炉改造、文明创建公厕环境影响改造公共卫生间等一系列改造工程，导致当期未能实现充分运营，当期租赁费收入下滑至1.04亿元。

总体来看，公司租赁费收入的稳定性值得关注。

其他业务

公司其他业务主要包括售粮业务、广告业务和餐饮住宿业务等。

售粮业务方面，吉高集团售粮业务的经营主体为磐石吉高陆港物流有限公司。售粮收入来自于国家储备粮代储业务及部分粮食贸易，每吨粮食利润约为30元，国家粮食政策稳定，粮食来源主要为当地农民，经营状况稳定。2015年~2017年售粮收入分别为0.45亿元、0.65亿元和0.75亿元。

广告业务运营主体为公司全资子公司吉林省高速文化传媒有限公司（以下简称“吉高传媒”），主要负责全省所有已建成的高速公路广告业务。经营模式以对外分包为主。吉高传媒与多家广告公司签订合同，由合同方广告公司建设广告牌并自主招租，吉高传媒收取管理费。2014~2016年公司广告收入分别为0.16亿元、0.17亿元和0.15亿元，近年来基本保持稳定。

吉高集团餐饮住宿业务的经营主体为吉林松花湖吉高宾馆有限公司和吉林省高速公路集团得一渔府有限公司。吉高宾馆位于吉林市丰满区松花湖景区内，经营状况受季节影响较大，竞争较为激烈；得一渔府位于江密峰至延吉高速公路蛟河服务区，成立后采取自主经营的方式。2015~2017年公司餐饮住宿板块收入分别为0.12亿元、0.02亿元和0.004亿元，2017年末相关业务基本处于停业状态，中诚信国际将关注相关板块的持续经营情况。

总体来看，公司凭借在吉林省公路建设过程中形成的优势，将业务经营逐渐拓展到售粮、广告、餐饮住宿等产业，其中售粮及广告业务板块经营较

为稳定。

管 理

产权状况

吉高集团是经吉林省人民政府批准设立的国有独资公司。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 27 亿元，唯一股东为吉盛资产，根据公司章程，由吉林省交通厅代为行使股东权利，公司实际控制人为吉林省国有资产监督管理委员会。

法人治理结构

根据公司章程，公司不设股东会，董事会为公司最高决策机构。公司董事会成员 9 人，除职工董事由公司职工代表大会选举产生外，其余董事均由出资人委派，董事每届任期 3 年，任期届满可连选连任；董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人，均由吉林省交通运输厅从董事会成员中指定。公司设立监事会，监事会由 5 人组成，包括出资人代表及职工代表，监事每届任期 3 年，任期届满可连选连任；监事会设监事会主席 1 人，负责召集和主持监事会会议，由出资人从监事会成员中指定。公司设立总经理 1 名，经出资人同意，董事长可以兼任经理，根据经理的提名，可适当设副经理，经理和副经理均由董事会聘任或者解聘。

管理水平

公司下设办公室、人力资源部、财务审计部、筹融资部、安全生产管理部、资产管理部、规划企管部和经营开发部 8 个职能部门，各部门职责明确，能满足公司日常经营管理需要。

目前，公司已建立了较为完善的内部管理制度，涉及财务管理、人力资源管理、工程质量管理、经营开发管理等多个方面。

财务管理方面，一方面，公司建立了完善的财务规章制度和预算管理体制，提高了公司的财务管理水平；另一方面，公司通过内部审计与外部审计相结合的方式，对公司的经营情况进行监督，保证经营目标的真实性。

人力资源管理方面，公司制定了选聘、考核、激励和约束机制，按照现代企业制度，建立起完善

的公司激励机制，提高了员工的积极性。另外，公司针对员工的不同情况，制定了相应的培训方案，以中层干部和业务骨干为重点，通过学历培训和岗位培训等一系列培训手段，提高员工的整体素质。

工程质量管理方面，公司实行“政府监督、法人管理、社会监理、企业自检”的四级质量管理体系。建设、设计、监理、施工等参建单位对工程质量承担各自责任。在工程建设过程中，质量管理是建设各方面工作的核心，工程在设计使用年限内实行质量终身负责制。

经营开发方面，公司围绕高速公路建设，进行全方位多渠道的开发经营，以建设大宗材料供应及绿化、交通设施施工为主题，创造经济效益。

总体来看，公司法人治理结构较为完善，已建立了一整套管理制度和良好的管理机制，并通过积极有效地进行内部治理，加强了内部系统管理，整体管理风险低。

战略规划

吉高集团坚持以高速公路为主业，聚焦于高速公路运营管理、高速公路建设等领域，同时控制并垄断经营高速公路服务区、广告等战略性优质资产，以吉林省内经济发展和政策扶持为依托，大力投资新建有发展潜力的高速公路项目，实现主业规模的扩张和企业的持续发展。

“十三五”期间，公司将以“规划管理、科学决策、依法经营、稳步前进”为方针，积极探索高速公路项目由省、市共建，共同投资、共享收益的管理模式。公司将通过创新产权和经营方式、放宽准入限制、提供融资和经营便利、建立补偿机制等途径，吸引外资和民营资本积极参与交通运输建设，引导社会资金投入交通建设。加强信贷投入，增加国内商业银行、政策性银行和争取国际金融机构对交通建设间接融资的资金；利用股票、债券和基金等手段，不断增加交通运输建设的直接融资。

整体来看，公司作为吉林省重要的高速公路投资建设运营主体，获得了良好的发展机遇。公司结合自身情况及高速公路未来行业发展，制定了较为适宜的发展目标，未来公路投资能力和运营管理能力有望得到进一步提升，但同时中诚信国际也将关

注公司未来路产建设面临的资金压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年~2017年审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着路产的不断建设和吉林省交通厅路产的注入，公司资产规模逐年增长。2015年~2018年3月末，公司总资产分别为687.08亿元、1,115.32亿元、1,484.28亿元和1,553.55亿元，2015~2017年年均复合增长率达46.98%。

公司资本结构以非流动资产为主。2015年~2018年3月末，公司非流动资产分别为400.74亿元、735.50亿元、1,080.37亿元和1,082.82亿元。从构成来看，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。2015年~2018年3月末，公司固定资产分别为389.12亿元、680.73亿元、961.28亿元和960.88亿元，主要为公司持有的高速公路和桥梁资产，其中2016年末固定资产同比大幅增长291.61亿元，主要由于吉林省交通厅将长双高速等6条高速公路合计296.92亿元资产移交给公司，公司作为固定资产入账所致；2017年末，固定资产同比再度增长280.55亿元，主要为吉林省交通厅2017年对公司的路产注入。2015年~2018年3月末，公司在建工程分别为6.74亿元、49.92亿元、113.73亿元和117.60亿元，近两年增长迅速，主要因公司在建路产的持续投入所致。

流动资产方面，2015年~2018年3月末，公司流动资产分别为286.34亿元、379.81亿元、403.91亿元和470.73亿元。公司流动资产主要包括预付款项、货币资金和其他应收款。2015年~2018年3月末，公司预付款项分别为185.92亿元、276.37亿元、257.49亿元和268.67亿元，公司预付款项主要为支付给吉林省高速公路建设局负责建设的高速公路建设资金，吉林省高管局在相关路产完工后会注入公司，届时公司再冲抵预付款项；同期货币资金分

别为78.24亿元、75.34亿元、96.86亿元和146.19亿元，公司货币资金保持较大规模，其中2018年3月末大幅增长，主要因当期的融资增加所致，截至2017年末，货币资金中无受限情况；2015年~2018年3月末，公司其他应收款分别为21.34亿元、27.07亿元、48.25亿元和54.71亿元，其他应收款主要为与吉林省交通运输厅的往来款，由于公司高速公路项目的批复文件滞后于资金的实际拨付，故将预付工程款暂时计入其他应收款中核算，待项目批复文件落实以后，公司将把该部分款项转入预付款项核算，2017年末其他应收款增加主要因预付工程款增长所致。

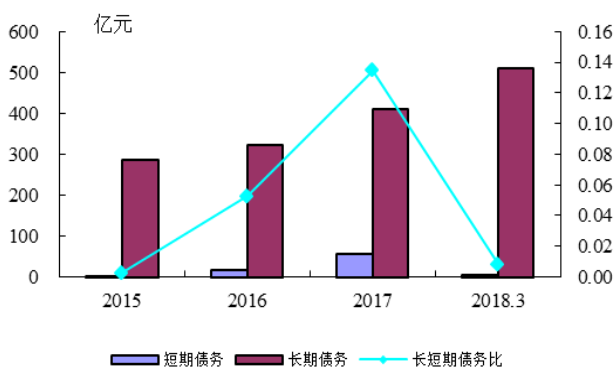
2015年~2018年3月末，公司负债总额分别为317.74亿元、381.47亿元、511.23亿元和558.62亿元，近年来随着高速公路投入的增长，公司融资力度加大，负债规模快速增长。2015年~2018年3月末，公司非流动负债分别为287.97亿元、323.54亿元、411.57亿元和512.35亿元。2015年~2018年3月末，公司长期借款分别为89.29亿元、132.35亿元、163.68亿元和183.77亿元，公司高速公路建设主要资金来源为银行借款，近年来建设投入的增加导致长期借款不断增长；同期长期应付款分别为102.49亿元、102.49亿元、116.88亿元和116.57亿元，长期应付款主要为应付上海浦银安盛资产管理有限公司和中欧盛世资产管理（上海）有限公司对于吉林省泽通公路开发有限公司（以下简称“泽通公路”）和吉林省吉兴交通建设有限公司（以下简称“吉兴交通”）的股权回购款，公司每年支付7.995%的股权溢价款，并分别于2018年和2019年开始分3年和4年等额偿还吉林省吉兴交通建设有限公司和吉林省泽通建设有限公司的股权回购款本金；同期应付债券分别为95.14亿元、87.66亿元、130.00亿元和211.00亿元，为公司发行的各类债券的摊余成本。2017年，公司新发行了60亿元中期票据，使得应付债券同比大幅增长，2018年一季度，公司发行了大量公司债券和短期融资券，使得应付债券进一步增长。

流动负债方面，2015年~2018年3月末，公司流动负债分别为29.77亿元、57.93亿元、99.65亿元和46.26亿元。2015年~2018年3月末，公司其

他应付款分别为 23.61 亿元、24.42 亿元、30.92 亿元和 33.77 亿元，其他应付款主要以施工企业工程保证金为主，同期一年内到期的非流动负债分别为 0 元、11.04 亿元、38.30 亿元和 3.10 亿元，2017 年末公司大量债务面临到期，使得当期流动负债大幅增加，2018 年一季度公司偿还相应债务，期末流动负债较上年末明显下降；2015 年~2018 年 3 月末，公司应付账款分别为 1.44 亿元、10.21 亿元、6.30 亿元和 1.15 亿元，主要为应付工程款；同期短期借款分别为 0.72 亿元、5.93 亿元、16.95 亿元和 1.06 亿元。

2015 年~2018 年 3 月末，公司总债务分别为 287.64 亿元、339.46 亿元、465.81 亿元和 515.50 亿元，随着项目建设投入快速增长。从债务结构来看，2015 年~2018 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.003 倍、0.05 倍、0.14 倍和 0.01 倍。总体来看，公司以长期债务为主的债务结构符合公司业务特点。

图 5：2015 年~2018 年 3 月公司债务结构分析



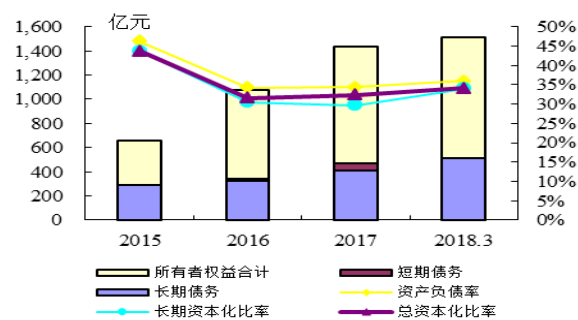
资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

所有者权益方面，2015 年~2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 369.34 亿元、733.85 亿元、973.05 亿元和 994.93 亿元。期间，公司各年实收资本均为 27.00 亿元。2015 年~2018 年 3 月末，公司资本公积分别为 266.81 亿元、563.72 亿元、772.00 亿元和 772.00 亿元，其快速增长主要因吉林省交通厅为公司注入路产所致；2016 年~2018 年 3 月末，公司各期其他权益工具均为 50.00 亿元，为 2016 年新发行的 10 亿元“16 吉林高速 MTN001”、20 亿元“16 吉林高速 MTN002”和 20 亿元“16 吉林高速 MTN003”永续债。2015 年~2018 年 3 月末，公

司未分配利润分别为 51.85 亿元、66.65 亿元、92.97 亿元和 114.57 亿元，随着利润的积累逐年增长。

2016 年~2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 46.24%、34.20%、34.44%和 35.96%；同期总资本化比率分别为 43.78%、31.63%、32.37%和 34.13%。近年来，公司因路产建设需要，债务规模大幅增长；同时吉林省交通厅对公司的路产注入以及公司自身的利润积累使得所有者权益规模同步增长，因此近年来负债率整体变化较小。中诚信国际也关注到，注入路产对应的债务并未随资产一起注入公司。未来，若吉林省交通厅需要公司承接其注入路产的对应债务，公司资产负债率和总资本化比率或将大幅上升。

图 6：2015 年~2018 年 3 月公司资本结构分析



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

总体来看，公司作为吉林省高速公路建设和运营主体，承担着较重的建设任务。2016 年和 2017 年，受益于吉林省交通厅对公司的路产注入，公司所有者权益大幅增长，因而在债务规模增长的情况下，资产负债率和总资本化比率仍保持稳定。但同时中诚信国际也关注到，注入路产对应的债务并未随资产一起注入公司。未来注入路产对应债务处置情况值得关注。

盈利能力

2015 年~2017 年，公司分别实现营业总收入 11.33 亿元、14.37 亿元和 14.16 亿元，主要由高速公路通行费、服务区租赁等收入构成。2017 年，公司确认的通行费收入中只包含吉草高速、长平高速和长春绕城高速公路西北环的通行费收入，2017 年，因长平高速改扩建全面完工，通行量显著增加，使得公司通行费收入同比大幅增长；同期租赁费收

入 1.04 亿元，同比大幅减少 1.59 亿元，主要因当期因进行工程改造未实现充分运营所致。2018 年一季度，公司实现营业总收入 2.33 亿元。

表 13：2015 年~2017 年公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
通行费	9.69	-44.11	10.78	-18.15	12.19	-72.60
广告	0.16	74.99	0.17	78.77	0.15	84.72
餐饮住宿及物业	0.12	-1.01	0.02	-606.84	0.004	16.58
租赁费	0.86	33.41	2.63	76.73	1.04	89.44
售粮	0.45	7.42	0.65	0.98	0.75	-0.53
旅游业	0.03	100.00	--	--	--	--
其他	0.02	-47.01	0.13	89.09	0.02	97.24
合计	11.33	-33.60	14.37	1.49	14.16	-54.93

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

毛利率方面，2015 年~2017 年，公司营业毛利率分别为-33.60%、1.49%和-54.93%，呈现很大波动。由于公司将吉林省交通厅返还的政府还贷路通行费收入计入营业外收入，而相关折旧计入营业成本，公司通行费毛利率出现负数，2017 年因新通车和新注入路产的增长，通行费毛利率大幅下降，拉低了公司整体毛利率水平。2018 年第一季度，公司营业毛利率 33.12%，主要由于高速公路折旧为每年年末一次性计提，一季度尚未计提所致。

期间费用方面，公司期间费用主要以财务费用和管理费用为主，其中财务费用主要是利息支出，管理费用主要是职工薪酬和折旧摊销。2015 年~2017 年，公司三费合计分别为 8.92 亿元、11.54 亿元和 16.49 亿元，随着部分在建项目的通车，利息支出不再资本化，使得财务费用增长较快，拉升了期间费用水平。同期三费收入占比分别为 78.70%、80.33%和 116.44%，由于记账方式因素，公司收入规模较小，因此三费收入占比很高。2018 年一季度，公司三费合计 3.24 亿元，三费收入占比 138.63%。

表 14：2015 年~2018 年 3 月公司期间费用分析

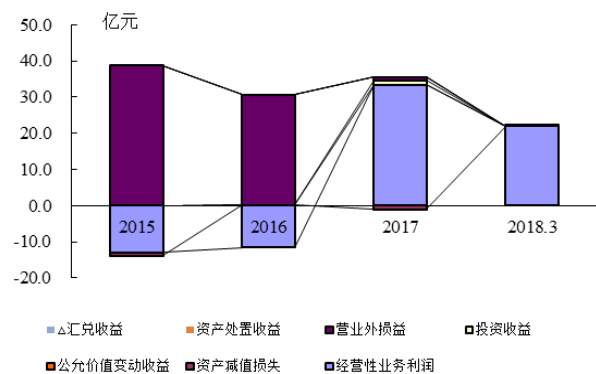
	2015	2016	2017	2018.3
销售费用（亿元）	0.04	0.02	0.004	0.0002
管理费用（亿元）	1.32	1.30	1.57	0.31
财务费用（亿元）	7.55	10.23	14.91	2.93
三费合计（亿元）	8.92	11.54	16.49	3.24
营业总收入（亿元）	11.33	14.37	14.16	2.33
三费收入占比(%)	78.70	80.33	116.44	138.63

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

利润总额方面，2015 年~2017 年，公司利润总

额分别为 24.99 亿元、19.05 亿元和 34.57 亿元，同期经营性业务利润分别为-12.98 亿元、-11.64 亿元和 33.44 亿元，其中 2017 年因会计准则调整，公司将经营类政府补助计入其他收益，纳入经营性业务利润计算。整体来看，公司利润总额仍主要来自政府补助。2015 年~2017 年，公司政府补助分别为 38.83 亿元、30.52 亿元和 57.78 亿元，为吉林省交通厅注入路产的通行费收入返还和拨付的中央专项建设基金。2018 年一季度，公司利润总额 22.05 亿元，其中其他收益 24.52 亿元，主要为中央车购税专项资金。

图 7：公司 2015 年~2018 年 3 月利润总额构成分析



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

总体来看，公司营业收入中只确认 3 条高速公路通行费收入，通行费收入规模较小，同时由于公司将除吉草高速外的政府还贷路收入计入营业外收入而折旧计入营业成本，导致公司通行费毛利率很低。由于公司利息支出较多，三费收入占比很高，公司盈利主要依靠政府补助资金。

现金流

经营活动方面，2015年~2018年3月，公司经营活动净现金流分别为38.77亿元、20.60亿元、18.08亿元和28.42亿元，同期销售商品、提供劳务收到的现金分别为11.60亿元、15.23亿元、14.40亿元和1.92亿元。结合公司营业总收入来看，以高速公路通行费为主的收入构成使得公司收现比很高。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为政府补助和吉林省交通厅的往来款，2015年~2018年3月末分别为75.78亿元、44.95亿元、50.63亿元和29.15亿元，支付的其他与经营活动有关的现金主要为支付吉林省高管局的项目建设款，同期分别为44.14亿元、34.21亿元、38.88亿元和0.29亿元。总体来看，公司经营活动净现金流主要随政府补助和支付建设款项的情况呈现波动。

投资活动方面，2015年~2018年3月，公司投资活动净现金流分别为-121.15亿元、-114.80亿元、-107.19亿元和-29.57亿元，均呈大额净流出状态，主要由于公司每年在高速公路建设方面投入的资金较大。

筹资活动方面，2015年~2018年3月，公司筹资活动净现金流分别为32.83亿元、91.30亿元、110.63亿元和52.48亿元，近年来公司因投资活动的资金缺口较大而维持了较大的债务融资规模。此外，2015年公司吸收投资收到的现金为28.33亿元，为公司子公司吉兴交通和泽通公路两家公司的股权融资款，由于附加回购义务按实质性原则计入长期应付款科目。未来，随着在建路产的继续投入，公司或将继续保持较大的筹资力度。

表 15: 2015年~2018年3月公司现金流分析(亿元)

	2015	2016	2017	2018.3
经营活动产生现金流入	87.37	60.18	65.03	31.07
经营活动产生现金流出	48.60	39.58	46.95	2.65
经营活动净现金流	38.77	20.60	18.08	28.42
投资活动产生现金流入	10.40	2.07	8.22	2.52
投资活动产生现金流出	131.54	116.87	115.41	32.09
投资活动净现金流	-121.15	-114.80	-107.19	-29.57
筹资活动产生现金流入	95.82	195.34	188.16	97.85
其中：吸收投资所收到的现金	28.33	-	-	-
借款所收到的现金	47.49	125.86	103.16	27.85
发行债券收到的现金	20.00	69.48	85.00	70.00
筹资活动产生现金流出	62.99	104.04	77.52	45.37
其中：偿还债务所支付的现金	52.23	94.05	61.83	40.03
筹资活动净现金流	32.83	91.30	110.63	52.48
现金及现金等价物净增加额	-49.54	-2.91	21.52	51.33

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

偿债能力

EBITDA 偿债指标方面，2015年~2017年，公司总债务/EBITDA 分别为6.38倍、8.46倍和7.08倍，同期EBITDA 利息保障倍数分别为4.76倍、3.53倍和4.09倍。2017年，随着政府补贴的增长，公司盈利能力有所增强，EBITDA 同比大幅增长，在债务规模和利息支出均有所增长的情况下，2017年EBITDA 对债务本息的覆盖能力仍有所增长；经营活动净现金流偿债指标方面，2015年~2017年，公司总债务/经营活动净现金流分别为7.42倍、16.48倍和25.76倍，同期经营活动净现金流利息保障倍数分别为4.10倍、1.81倍和1.13倍，随着债务规模的增长，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力持续弱化。

表 16: 2015年~2018年3月公司偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.3
短期债务(亿元)	0.72	16.97	55.25	4.16
长期债务(亿元)	286.92	322.50	410.56	511.34
总债务(亿元)	287.64	339.46	465.81	515.50
经营活动净现金流(亿元)	38.77	20.60	18.08	28.42
EBITDA(亿元)	45.07	40.11	65.76	--
总债务/经营活动净现金流(X)	7.42	16.48	25.76	4.53
总债务/EBITDA(X)	6.38	8.46	7.08	--
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	4.10	1.81	1.13	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.76	3.53	4.09	--

注：2018年一季度总债务/经营活动净现金流为年化指标；2018年一季度，公司将发行的超短期融资券计入应付债券，纳入了长期债务。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

债务到期方面，2018年后三季度、2019年和2020年，公司需分别偿还债务19.81亿元、70.50亿元和30.58亿元，偿债高峰期为2019年。

受限资产方面，公司将长平高速公路以及吉草高速公路部分路段的收费权用于抵质押以获得银行借款，截至2017年末，公司使用权受到限制的资产总额为113.91亿元，占当期总资产的7.67%。

对外担保方面，截至2017年末，公司无对外担保。

银行授信方面，截至2017年末，公司共获得银行授信1,189.27亿元，其中未使用额度984.48亿元，公司备用流动性充裕，很大程度上增强了公司的财务弹性。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料显示，截至 2018 年 5 月 9 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

评级展望

中诚信国际肯定了政府对公司发展支持力度大、公司路产区位优势明显、融资渠道通畅等因素对公司发展的积极影响。中诚信国际也关注到公司未来投资压力较大及注入路产对应债务处置情况值得关注等因素对公司未来整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为吉高集团未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

综上，中诚信国际评定吉林省高速公路集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“吉林省高速公路集团有限公司 2019 年度第一期中期票据”的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于吉林省高速公路集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

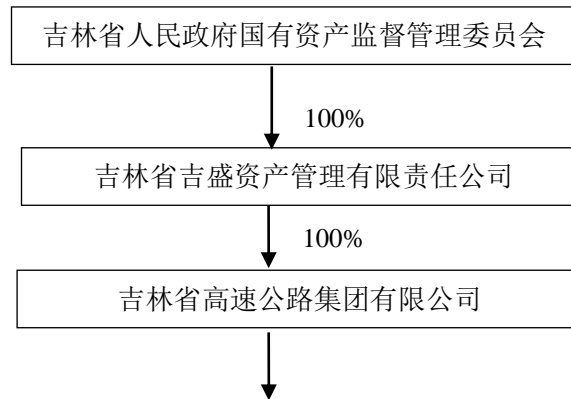
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2018 年 12 月 29 日

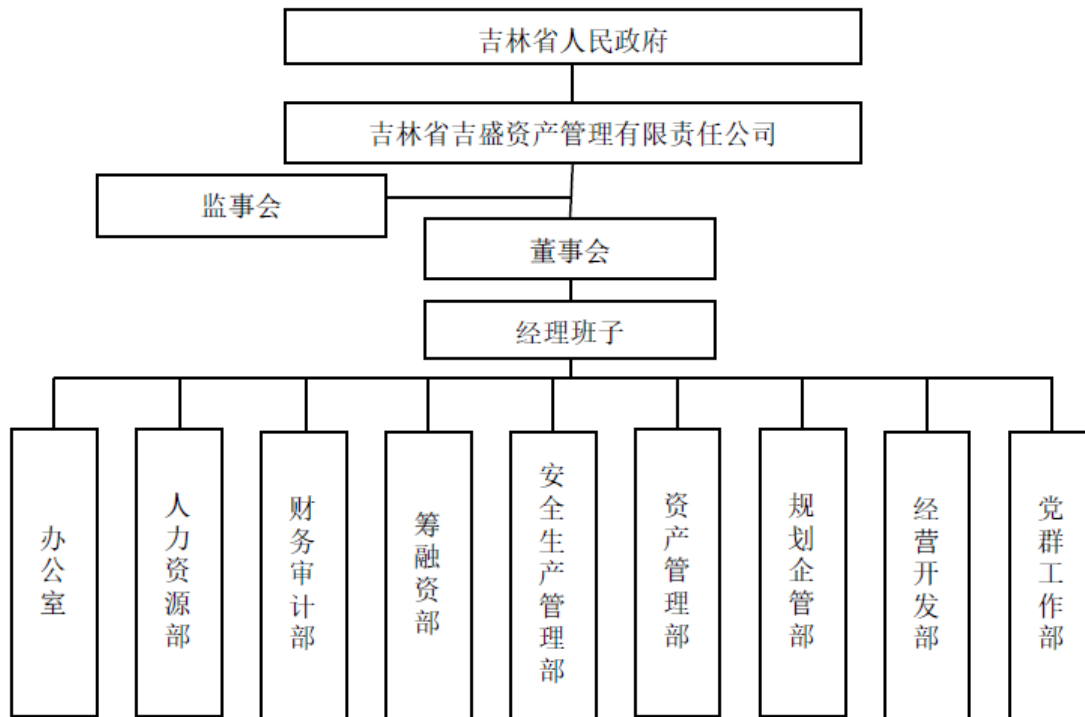
附一：吉林省高速公路集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



序号	企业名称	持股比例 (%)
1	吉林高速公路股份有限公司	49.19
2	吉林省吉高速公路运营管理有限公司	100.00
3	吉林松花湖吉高宾馆有限公司	100.00
4	吉林省高速公路集团得一渔府有限公司	100.00
5	吉林省高等级公路投资开发有限公司	100.00
6	吉林省高速物流集团有限公司	59.00
7	吉林省泽通公路开发建设有限公司	25.00
8	吉林省吉兴交通建设有限公司	31.80
9	吉林省辉白高速公路有限公司	100.00
10	吉林省龙蒲高速公路有限公司	100.00
11	吉林省东双高速公路有限公司	100.00
12	吉林省榆松高速公路有限公司	100.00
13	吉林省松通高速公路有限公司	100.00
14	吉林省海通高速公路有限公司	100.00
15	吉林省桓集高速公路有限公司	100.00
16	吉林省蒲烟高速公路有限公司	100.00
17	吉林省双洮高速公路有限公司	100.00

资料来源：公司提供

附二：吉林省高速公路集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：吉林省高速公路集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	782,423.45	753,368.39	968,610.33	1,461,871.77
应收账款	1,803.19	5,483.70	4,821.55	683.60
其他应收款	213,424.38	270,701.01	482,544.06	547,114.72
存货	6,340.52	4,702.00	5,485.05	8,378.90
可供出售金融资产	8,200.00	8,100.00	8,110.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	67,362.97	499,157.81	1,137,291.56	1,175,967.45
无形资产	5,186.35	5,073.43	5,061.38	5,052.00
总资产	6,870,796.79	11,153,154.46	14,842,766.82	15,535,515.60
其他应付款	236,053.10	244,198.46	309,219.69	337,651.21
短期债务	7,197.07	169,672.21	552,460.04	41,570.04
长期债务	2,869,171.55	3,224,950.46	4,105,607.14	5,113,385.98
总债务	2,876,368.62	3,394,622.67	4,658,067.18	5,154,956.01
总负债	3,177,384.13	3,814,662.63	5,112,253.89	5,586,175.35
费用化利息支出	79,843.62	99,584.18	142,922.72	--
资本化利息支出	14,825.14	14,175.28	17,771.29	--
实收资本	270,000.00	270,000.00	270,000.00	270,000.00
少数股东权益	162,735.98	170,415.26	179,787.58	182,655.89
所有者权益合计	3,693,412.66	7,338,491.83	9,730,512.93	9,949,340.25
营业总收入	113,306.20	143,689.76	141,613.38	23,348.97
经营性业务利润	-129,817.15	-116,387.58	334,390.51	220,452.54
投资收益	0.00	0.00	11,449.57	0.00
营业外收入	388,853.30	305,726.72	10,465.11	46.10
净利润	247,104.52	183,571.68	334,547.82	218,838.30
EBIT	329,707.77	290,077.24	488,612.15	--
EBITDA	450,694.42	401,131.61	657,603.27	--
销售商品、提供劳务收到的现金	115,985.09	152,295.34	144,018.00	19,228.68
收到其他与经营活动有关的现金	757,754.36	449,514.09	506,287.26	291,515.71
购买商品、接受劳务支付的现金	13,858.28	23,348.28	39,704.26	17,466.61
支付其他与经营活动有关的现金	441,356.13	342,082.86	388,781.05	2,909.37
吸收投资收到的现金	283,300.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	1,273,662.24	1,042,696.60	791,062.58	232,274.60
经营活动产生现金净流量	387,734.69	205,969.37	180,793.73	284,209.27
投资活动产生现金净流量	-1,211,473.05	-1,147,992.80	-1,071,920.89	-295,744.54
筹资活动产生现金净流量	328,338.60	912,968.37	1,106,349.09	524,796.71
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（%）	-33.60	1.49	-54.93	33.12
三费收入比（%）	78.70	80.33	116.44	138.63
应收类款项/总资产（%）	3.13	2.48	3.28	3.53
收现比（X）	1.02	1.06	1.02	0.82
总资产收益率（%）	5.07	3.22	3.76	--
流动比率（X）	9.62	6.56	4.05	10.17
速动比率（X）	9.60	6.55	4.05	10.16
资产负债率（%）	46.24	34.20	34.44	35.96
总资本化比率（%）	43.78	31.63	32.37	34.13
长短期债务比（X）	0.00	0.05	0.13	0.01
经营活动净现金流/总债务（X）	0.13	0.06	0.04	0.22
经营活动净现金流/短期债务（X）	53.87	1.21	0.33	27.35
经营活动净现金流/利息支出（X）	4.10	1.81	1.13	--
总债务/EBITDA（X）	6.38	8.46	7.08	--
EBITDA/短期债务（X）	62.62	2.36	1.19	--
货币资金/短期债务（X）	108.71	4.44	1.75	35.17
EBITDA 利息倍数（X）	4.76	3.53	4.09	--

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制，2018年一季度财务报表未经审计；2、将公司各期财务报表中“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供2018年一季度现金流量补充表和利息支出金额，故相关计算指标失效；4、2018年一季度报经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务为年化指标；5、2018年一季度，公司将发行的超短期融资券计入应付债券，纳入了长期债务。

附四：基本财务指标计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。