

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

福建省三明高速公路有限公司

主体信用等级*：AA_{spc}+；展望：稳定

评定日期：2025 年 2 月 18 日

到期日期：2026 年 2 月 17 日

项目负责人：

庄秀权 010-65166010；Xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

龚 艺 010-65166058；Yi.gong@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况.....	2
声明	4
一、评级基准.....	7
二、个体信用状况	12
三、主体信用等级	13
附录	14

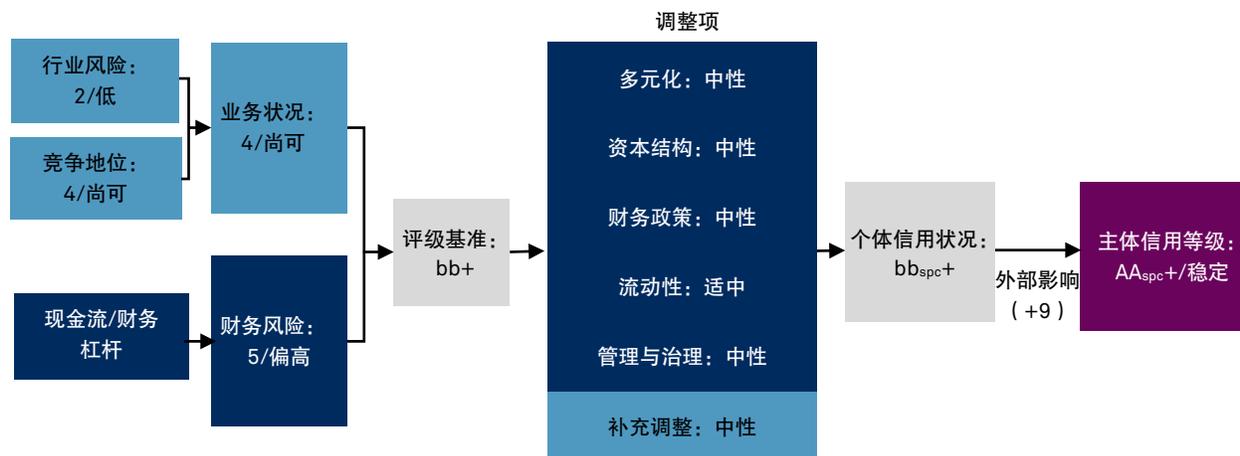
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
福建省三明高速公路有限公司	主体信用等级	AA _{spc} +	2025年2月18日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
公司作为福建省高速公路“一市一实体公司”的承载主体，具有较高的战略地位，在资产划拨、资金和融资等方面持续获得股东福建高速集团的大力支持。	三明市地处山区，地理区位和区域经济相对一般，公司路产单公里通行费收入偏低。
公司负责三明市全市范围内的高速公路运营，区域垄断优势明显，且公司路产均为收费还贷高速，享受税收优惠和计提折旧等政策的支持。	公司债务负担重，杠杆率偏高。
公司债务结构合理，银企关系良好，再融资能力较强。	

评级展望

三明高速的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了公司将继续在三明市的高速公路运营领域发挥重要作用，福建高速集团对其支持程度“高”。我们预计，得益于福建省良好的发展潜力和福建高速集团的区域垄断地位，公司的外部运营环境和再融资环境有望保持稳定。公司将继续承担三明市高速公路的运营职能，在辖区内高速公路运营领域的主导地位不会改变。同时，受益于福建高速集团对公司很强的外部支持，公司的信用质量将保持稳定。

上调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑上调公司的主体信用等级：福建高速集团对公司的支持程度上升，这可能表现为福建高速集团继续向公司无偿划拨路产，使其承担更大范围内的高速公路运营职能。

下调情形：出现如下情形时，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、福建高速集团对公司的支持程度下降，这可能表现为：1) 公司的职能定位发生调整，导致公司在三明市高速公路运营领域的优势明显削弱；2) 公司与福建高速集团的关联程度显著降低；2、福建高速集团的支持能力下降。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2024年3月14日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023年12月22日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究：无。

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

钟晓玲



北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

项目负责人

庄秀权



北京

Xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

项目组成员

龚艺



北京

Yi.gong@spgchinaratings.cn

宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，行业政策的修订将鼓励延长高速公路收费权回报周期，这对高速公路行业形成利好，但最新版《收费公路管理条例》尚未正式落地，行业政策性风险需要关注。《收费公路管理条例》（以下简称“《条例》”）自 2004 年 11 月 1 日施行以来，对我国高速公路的发展起到了重要的规范和指导作用。随着经济社会的发展和公路网络的不断扩大，现行《条例》的部分规定已不适应当前的发展需求，亟需修订以适应新形势。经营性公路和还贷性公路在经营模式、收费期限及期满后处理方式上存在显著差异，多数高速公路上市公司加权平均收费期限不足 15 年，面临可持续经营问题。2015 年版《条例》提出，政府收费还贷高速公路实行统借统还，收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制，偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费。2018 年版《条例》明确经营性公路项目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，有效吸引社会资本投资收费公路建设。2024 年 4 月，国家发改委提出“特许经营期限原则上不超过 40 年，投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长”，进一步明确了收费公路打破当前收费上限已成为趋势。在此背景下，交通运输部 2024 年立法工作计划将公路行业的“一法两条例”列为“年内完成部内工作或者公布的立法项目”，标志着行业政策正在加速推进。我们预计，最新版《条例》等政策将鼓励延长高速公路收费权回报周期，为收费公路企业可持续发展及防控债务风险提供进一步的保障，但政策的正式落地时间存在不确定性，行业政策性风险需要关注。

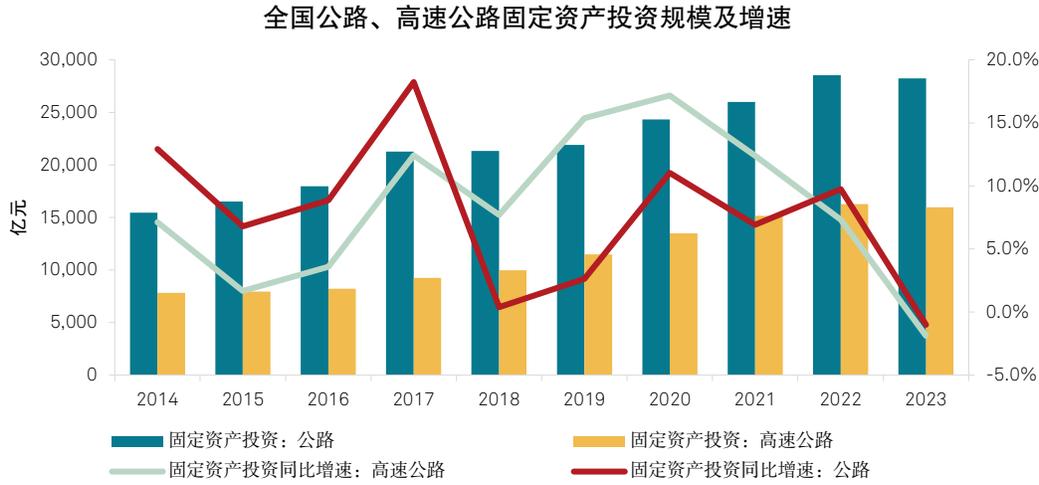
我们认为，随着高速路网建设的逐渐完善，我国高速公路里程仍将保持增长，但受高速公路固定资产投资下降等因素影响，增速将有所放缓。《交通强国建设纲要》强调 2035 年我国要基本建成交通强国，高速公路仍将是交通运输行业发展的重点领域。截至 2023 年末，我国高速公路里程 18.36 万公里，同比增加 0.64 万公里，国家高速公路里程 12.23 万公里，同比增加 0.24 万公里。根据《国家公路网规划（2013-2030 年）》，到 2030 年我国将建成总规模约 13.6 万公里的国家高速公路网，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，未来高速公路里程仍有增长空间。2023 年，全国完成公路固定资产投资 28,240 亿元，比上年下降 1.0%。其中，高速公路完成 15,955 亿元，比上年下降 1.9%，近年来第一次出现负增长。我们认为，经济增速放缓使得政府财政收入增长受限，同时政府还要兼顾其他民生领域的支出需求，因此财政收入的减少进一步压缩了高速公路固定资产投资的增长空间。同时，随着高速公路网络的不断完善，部分地区高速公路建设逐渐进入收尾阶段，新增项目需求相对减少。政府更加注重高速公路的优化升级和互联互通，投资重点转向现有高速公路的改扩建、维护保养以及提升服务质量等方面，而不是大规模的新建项目，这在一定程度上导致了投资增速的下降。

图1



资料来源：交通运输行业发展统计公报，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2

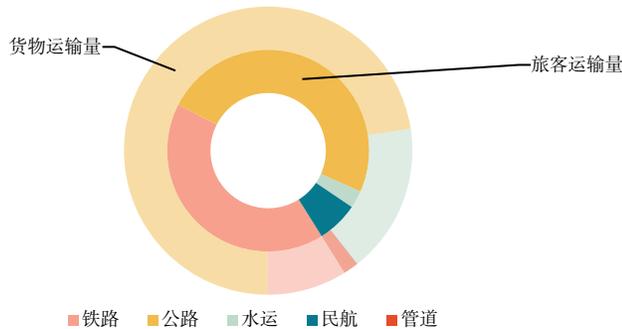


资料来源：交通运输行业发展统计公报，标普信评整理。
 版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，虽然高铁的大量投运对公路客运带来一定冲击，但从客货运输量来看，公路仍在中国的综合交通运输体系中占据主导地位。根据国家统计局发布的《2023 年国民经济和社会发展统计公报》，公路运输承担了国内约 72% 的货物运输量和约 49% 的旅客运输量。货物运输量方面，国家大力提倡“公转铁”“公转水”以及发展多式联运，使得铁路、水路等运输方式承担的货物运输量占比有所提升，从而导致公路货物运输量占比相对下降，但公路在货物运输量方面仍占绝对优势；旅客运输量方面，高速铁路和动车组迅猛发展，在长途客运方面，其以快速、准时、舒适的优势，极大地吸引了原本选择公路客运的旅客，使得公路长途客运市场份额被大量分流。同时，随着民航航线网络的不断完善和航班频次的增加，对于中长途距离且对时间要求较高的旅客来说，民航成为了更优的选择，这进一步挤压了公路客运在这部分市场的空间。但就客货运输量来看，公路仍在中国的综合交通运输体系中占据主导地位。

图3

2023年不同交通运输方式运输量占比



资料来源：国民经济和社会发展统计公报，标普信评整理。
 版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，在高速路网不断完善和物流快递业不断发展的影响下，高速公路车流量将保持增长。随着我国公路网络进一步优化和扩展，新建和改建高速公路不断增加，高速路网将不断完善。同时，国内电商、物流快递等行业的发展极大地刺激了公路货运需求，大量的商品需要通过公路运输从仓库配送到消费者手中，公路运输在“门到门”服务方面的优势不可替代。2024 年，我国公路货运量为 418.8 亿吨，同比增长 3.8%，货物运输量的增长将带动高速公路车流量的增长。

图4



资料来源：Choice，标普信评整理。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，福建省经济发展潜力较好，全省路网规划高速公路里程仍有增长空间，为辖区内所属高速公路企业发展提供了良好的外部环境。近年来福建省综合经济实力稳定增长，2024 年实现地区生产总值 5.8 万亿元，同比增长 5.5%，位列全国第八，福建省经济实力进一步增强为公司提供了良好的外部环境。根据《福建省高速公路网规划（2016-2030 年）》，未来福建省高速公路网规划格局为“六纵十横”，总规模 6,984 公里。其中，国家高速公路 4,138 公里，省级高速公路 2,846 公里。三明市地处福建省西部，2024 年初步核算实现地区生产总值 2,923 亿元，同比增长 5.4%。三明市境内多属山岭重丘地区，公路运输在该市对外经济交通联络中发挥着极为重要的作用。在三明市的综合运输结构中，2023 年公路货物运输量占货物运输总量的 94%左右，公路旅客运输量占总旅客运输总量的 46%左右。根据《三明市“十四五”现代综合交通运输体系专项规划》，三明市“十四五”时期规划建设高速公路 200 公里，实现高速公路总里程 1,000 公里以上，完成投资 266 亿元。

一、评级基准

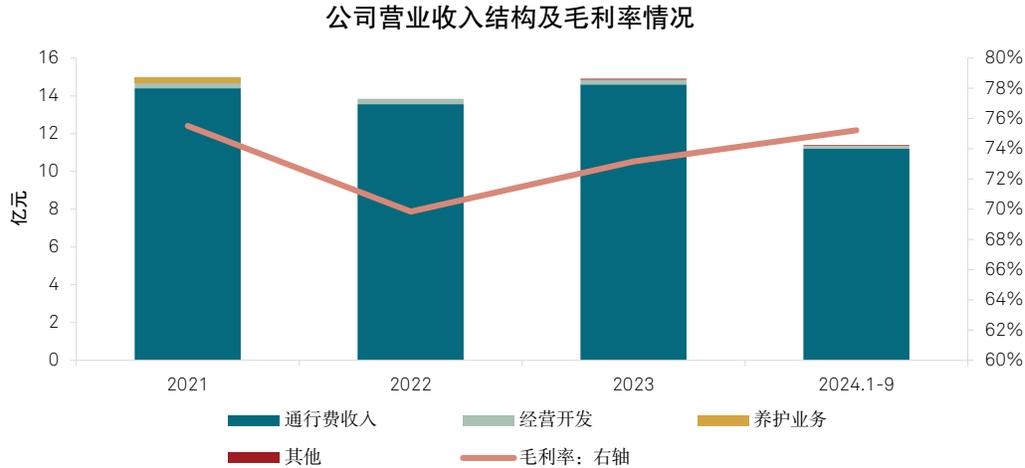
公司概况

福建省三明高速公路有限公司（简称“三明高速”或“公司”）成立于 2001 年 5 月，受福建省国资委委托，在福建省高速公路集团有限公司（简称“福建高速集团”）的领导下，负责三明市高速公路的营运。2022 年，福建高速集团将持有的相关高速公路股权无偿划转至三明高速，并通过控股合并和吸收合并方式完成了三明高速的资产重组。截至 2024 年 9 月末，福建高速集团是三明高速唯一出资者，拥有公司 100% 股权，是公司的控股股东，公司的实际控制人为福建省国资委，注册资本为 6,000 万元。公司建立了包括董事会和经营管理层在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

公司是三明市最重要的高速公路运营主体，在三明市高速公路运营领域占主导经营地位。公司主业清晰，主营业务范围为高速公路的运营与管理。公司营业收入主要包括高速公路通行费收入、经营开发收入及其他收入，其中通行费收入是公司主要的收入和利润来源。2023 年，公司实现通行费收入 14.6 亿元，经营开发及其他业务收入 0.3 亿元。

截至 2024 年 9 月末，公司总资产约 398 亿元，净资产（含少数股东权益）186 亿元。2023 年，公司实现营业收入 14.9 亿元，利润总额 1.7 亿元，净利润 1.7 亿元。2024 年 1-9 月，公司实现营业收入 11.4 亿元，利润总额 2.8 亿元，净利润 2.8 亿元。

图5



资料来源：公司提供，标普信评整理。
 版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

标普信评认为，三明高速的业务状况“尚可”，主要反映了公司作为三明市最重要的高速公路运营主体，在三明市高速公路运营领域具有垄断优势，公司参控股路产规模和经营效率尚可，盈利水平具有可持续性，但公司单公里通行费和通行费总收入低于行业平均水平。

我们认为，公司作为福建高速集团在三明市“一市一实体公司”的重要载体，在三明市高速公路运营领域具有垄断优势。2022年以前，三明市辖区内高速公路责任主体多而分散，为消除原“一项目一公司”的不平衡发展状况，2022年在《三明区域高速公路“一市一实体公司”改革整合方案》的推动下，福建高速集团将持有的6家公司股权划转至公司。至此，公司成为福建高速集团在三明市的“一市一实体公司”主要载体，负责全市范围内的高速公路运营。对于辖区内非控股路产，公司与业主方签订《运营委托代管协议》，由公司主导运营和管理。截至2024年9月末，公司控股和参股路产分别约占三明市高速公路总里程的68%和29%，在三明市高速公路运营领域占主导经营地位，区域垄断优势明显。

表1

截至2024年9月末公司主要参控股路产情况

运营路段	所属网络	权益比例	里程（公里）	收费期限	公路性质	总投资（亿元）
控股高速						
三福高速	国高网	100.00%	106.22	2004.11.03-长期	政府收费还贷	46.16
邵三高速	国高网	100.00%	106.70	2006.01.15-长期	政府收费还贷	39.74
泉三高速	国高网	71.31%	148.45	2008.12.25-长期	政府收费还贷	85.47
永武高速	国高网	71.31%	40.71	2010.04.10-长期	政府收费还贷	27.33
永宁高速	国高网	71.31%	124.34	2011.12.16-长期	政府收费还贷	91.02
建泰高速	省高网	51.00%	80.23	2013.11.08-长期	政府收费还贷	51.50
漳永高速	省高网	51.00%	6.80	2015.09.30-长期	政府收费还贷	5.92
湄渝高速	省高网	51.00%	27.53	2015.11.28-长期	政府收费还贷	21.38

合计	-	-	640.98	-	-	
参股高速						
厦沙高速	国高网	36.91%	82.57	2017.12.12-长期	政府收费还贷	72.47
莆炎高速	国高网	16.23%	188.57	2022.05.20-长期	政府收费还贷	241.62
合计	-	-	271.14	-	-	

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

我们认为，公司参控股路产规模和经营效率尚可。截至 2024 年 9 月末，三明市辖区内已建成通车高速 11 条，总里程约 945 公里，在福建省各地市中排名第二。其中，公司控股路产 8 条，里程约 641 公里，参股路产 2 条，里程约 271 公里。公司路产均属于收费还贷高速，2015 版《条例》规定收费还贷高速不再划定具体收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，因此公司路产收费年限为长期。截至同期末，三明市辖区内在建高速有 3 条，分别为田安、元溪和沙南高速，总里程约 85 公里。其中，田安、元溪高速分别由福建高速集团子公司参股 40%和 35%，相应路产股权未来可能被划入三明高速。总体来看，公司参控股高速里程约 912 公里，路产规模尚可。公司通行费成本主要包括管理费用、征费业务支出、路政管理支出、土建养护和机电养护支出等。其中，土建养护和机电养护支出与通行费收入之比较高，2021-2023 年及 2024 年 1-9 月分别为 15.0%、19.1%、17.2%和 16.9%，高于行业平均水平，主要原因是三明市地处山区，高速公路桥隧比较高，在一定程度上增加了养护成本。同期，公司单公里土建养护及机电养护成本分别为 34 万元、40 万元、39 万元和 30 万元，处于行业平均水平，整体来看公司经营效率尚可。

我们认为，公司盈利水平具有可持续性。资产重组后，公司主干高速骨架已经形成，路产均处于成熟运营期，近三年管理费用和养护费用维持稳定。因无风险利率下行，公司财务费用逐年下降，这有利于公司盈利水平保持稳定。同时，公司通行费收入免征所得税和增值税，且所属路产不计提折旧，这对公司利润形成较好支撑。公司经营开发及其他业务收入主要包括服务区加油站租赁、充电桩运营、管道租赁、电信基站租赁、高速公路沿线闲置地租赁、控制区广告经营、ETC 闽通卡销售、清障业务等，占营业收入的比例很小，对公司收入贡献有限。

我们认为，公司路产单公里通行费收入和通行费总收入偏低。公司所属腹地为革命老区，经济财政实力在福建省排名靠后，2023 年三明市公路货物运输总量和旅客运输总量分别为 9,067 万吨和 819 万人，与省内东部沿海发达城市存在差距。2022 年和 2023 年，公司路产车流量分别为 1,363 万辆和 1,500 万辆，单公里通行费收入分别为 212 万元和 228 万元，较低的车流量导致公司路产单公里通行费收入低于行业平均水平。2022-2023 年，公司通行费收入分别为 13.6 亿元和 14.6 亿元。2024 年 1-9 月，公司通行费收入 11.2 亿元。虽然公司通行费收入近年来保持小幅增长，但三明市辖区内车流量较省内沿海城市相对不足，叠加节假日免收通行费，向莆高铁、沙县快速通道、厦沙莆炎高速、南平京台高速对公司路网车流量有一定分流，诸多因素导致公司通行费收入低于行业平均水平。

财务风险

标普信评认为，公司的财务风险“偏高”，这反映了公司杠杆水平很高，但 EBITDA 能够覆盖利息支出。我们预计，未来 1-2 年公司经营现金流将维持稳定，同时没有大额资本开支计划，公司财务杠杆将维持现有水平，EBITDA 利息覆盖倍数将随利率下行趋势而出现小幅好转。公司债务结构合理，银企关系良好，再融资能力较强。

我们预计，公司业务经营将保持稳定，2024-2025 年营业收入将呈现小幅增长趋势。公司收入主要由高速公路通行费组成，近年来通行费收入占比均在 98%左右。公司主要负责三明市存量高速公路的运营，不承担新增路产的投资建设任务，近期业务无大幅扩张计划，预计未来仍将聚焦于主业，经营将保持稳定。考虑到公司路产均处于成熟运营期，同时区域经济发展将对其路产车流量提供保障，我们预计 2024-2025 年公司营业收入将稳中微增，增速在 0-3%，EBITDA 利润率维持在 70%-75%之间。

我们预计，公司债务规模将保持稳定，利率下行趋势有助于公司减轻付息压力。公司业务获现能力较强，经营现金流能够覆盖利息偿付需求，同时投资支出较少，无新增对外融资需求，近年来公司债务规模保持稳定。目前公司在建工程主要为零星的改造升级项目，无重大在建、拟建项目，除对股东每年进行 1-1.5 亿元的剩余资金分配外，预计未来 2 年资本支出将维持较低水平。我们预计，公司 2024-2025 年债务将基本维持现有规模，杠杆水平维持高位。但随着无风险利率的下行，我们认为公司利息支出规模将有所下降，未来 2 年 EBITDA 利息覆盖倍数将小幅好转。

我们认为，公司债务结构合理，银企关系良好，再融资能力较强。公司债务结构符合高速行业特征，长期债务占 90% 以上，多数为 10 年期以上的高速公路项目贷款，短期偿付压力不大。公司背靠股东福建高速集团，银行以及资本市场投资者对其认可度较高，融资滚续压力较小。截至 2024 年 9 月末，公司未使用授信额度为 190 亿元，主要授信银行为国开行、国有大行以及股份制银行，能够提供较为充分的备用流动性。我们认为目前的融资环境有利于公司继续降低债务融资成本、拉长融资期限。

表2

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
营业收入	1,502	1,384	1,492	2024-2025 年，公司营业收入同比增长 0-3%；EBITDA 利润率维持 70%-75%。 2024-2025 年，公司无大额资本支出；每年分配给股东的现金约 1-1.5 亿元。	
EBITDA	1,157	1,061	1,111		
资本开支	109	36	33		
利息支出	939	894	843		
经调整总债务	20,387	20,250	20,136		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	17.6	19.1	18.1	15-20	15-20
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.2	1.2	1.3	1.3-1.8	1.3-1.8
EBITDA 利润率（%）	77.0	76.6	74.5	70-75	70-75

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表3

截至 2023 年末关键财务数据调整（单位：百万元）					
	总债务	EBITDA	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	20,183	1,108	1,108	1,108	843
标普信评调整					
盈余现金	-47	-	-	-	-
对外担保和诉讼	-	-	-	-	-
利息及股利收入	-	-	3	-	-
非经营收入（成本）	-	-	-	-26	-
利息支出	-	-	-843	-	-
资本化利息	-	-	-	-	0
折旧及摊销	-	-	-	-63	-
其他调整	-	3	3	-	-
标普信评调整值	-47	3	-836	-90	0
	经调整总债务	EBITDA	营运现金流	EBIT	利息支出
调整后	20,136	1,111	271	1,018	843

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选取了湖北联合交通投资开发有限公司（简称“湖北联交投”）、山西省交通开发投资集团有限公司（简称“山西交投”）、福建省龙岩高速公路有限公司（简称“龙岩高速”）作为三明高速的可比企业。上述企业均为省级高速集团的子公司，负责省内部分高速路段的运营，在业务和财务方面与三明高速具有可比性。

我们认为，三明高速在三明市高速公路运营领域具有较强垄断性，但受限于地理区位以及当地经济水平，三明高速单公里通行费收入与龙岩高速相当，弱于湖北联交投和山西交投。公司与三家可比企业所持路产虽然在所在省份高速里程中占比不高，但在省内路网布局及区域战略定位中均具有一定重要性。三明高速和龙岩高速是福建省高速公路“一市一实体公司”的承载主体，具有一定战略地位，三明高速目前已经完成资产整合，运营路产在市内垄断地位较强；湖北联交投运营的高速公路为武汉“1+8”城市圈内重要快速通道；山西交投持有的主要路产为山西省重要的煤炭运输道路。由于三明市和龙岩市地处山区，地理区位和区域经济相对一般，车流量较少，因此三明高速和龙岩高速的单公里通行费收入弱于湖北联交投和山西交投。

我们认为，三明高速与可比企业在高速公路行业中收入规模均偏小，业务范围相对单一。与三家可比企业相比，三明高速的控股路产里程最长，但由于车流量较小，其通行费收入规模并不突出。三明高速、湖北联交投、山西交投的通行费收入较为相近，高于龙岩高速，但整体来看在高速公路行业中规模均偏小。四家企业主营业务突出，通行费收入占营业收入比重均在70%以上，除湖北联交投拓展了一定工程代建和商品销售业务之外，其他三家企业业务范围较为单一。

我们认为，三明高速与可比企业的经营可持续性较强，盈利能力较为接近。高速公路企业路产收费期限通常较长，经营现金流稳定，盈利波动性相对较小。受收费还贷和经营性高速折旧政策不同影响，三明高速和龙岩高速通行费收入的毛利率显著高于另外两家企业。四家企业 EBITDA 利润率均较高，但资本回报率一般，财务费用对利润侵蚀较大，整体来看盈利能力处在行业平均水平。

我们认为，三明高速的财务状况与其他三家可比企业类似。四家企业在高速公路建设过程中均累积了较高的债务规模，财务杠杆处于很高水平，但得益于较好的经营性现金流以及较低的融资成本，EBITDA 能够覆盖利息支出。我们预计，较大的资本开支将进一步推升山西交投的债务规模，而其他三家企业的债务规模将保持平稳。

表4

经营情况（2023年）				
	三明高速	湖北联交投	山西交投	龙岩高速
控股股东	福建省高速公路集团有限公司	湖北交通投资集团有限公司	山西交通控股集团有限公司	福建省高速公路集团有限公司
运营区域	福建省三明市	湖北省	山西省	福建省龙岩市
路产性质	收费还贷	收费还贷、经营性	经营性	收费还贷
日均车流量（万辆/日）	4.1	29.5	4.9	4.6
单公里通行费收入（万元/公里）	228	539	399	234
控股路产里程数占全省比重（%）	10.4	3.7	6.9	5.4
控股路产里程数占全市比重（%）	67.8	-	-	40.0
控股路产里程（公里）	641	279	430	330
参股路产里程（公里）	271	-	125	-
通行费收入（亿元）	14.6	15.0	17.2	7.7
通行费收入毛利率（%）	75.8	59.4	40.5	80.0
总资产（亿元）	395	292	553	192

资料来源：公开资料，Choice，标普信评。

表5

财务情况比较（2022-2023 两年平均，单位：百万元）				
	三明高速	湖北联交投	山西交投	龙岩高速
营业收入	1,438	1,976	2,140	735
EBITDA	1,086	1,205	1,378	587
资本支出	34	666	5,796	36
经调整总债务	20,193	22,956	24,000	10,886
经调整总债务/EBITDA（倍）	18.6	19.1	17.5	18.8
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.3	1.3	1.4	1.4
EBITDA 利润率（%）	75.5	61.1	64.4	79.6
资本回报率（%）	2.7	3.7	2.3	2.9

资料来源：各公司审计报告，Choice，标普信评。

二、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。

我们预计，公司经营产生的现金净流入能够对利息形成覆盖，到期债务主要依靠外部融资来滚续，公司无大额资本支出。未来 12 个月，公司流动性来源主要包括在手现金、营运现金流入、金融机构借款、公开市场融资等，流动性需求主要包括偿还债务以及对股东的现金分红。我们认为，公司与金融机构关系稳固，资本市场认可度较高，同时短期债务占比不高，流动性水平将保持适中。

表6

流动性来源	流动性用途
非受限现金及现金等价物约 2 亿元；	未来 12 个月，到期债务规模约 15 亿元；
未来 12 个月，营运现金净流入 0-5 亿元；	未来 12 个月，分配现金股利 1-1.5 亿元；
未提取的银行授信、公开市场融资约 10-20 亿元；	

注：数据截至 2024 年 9 月末。

数据来源：公司提供，公司财务报表，标普信评。

表7

债务本息到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
2024 年	468
2025 年	2,063
2026 年	2,957
2027 年	2,439
2028 年及以后	12,329
合计	20,257

注：截至 2024 年 9 月末。

资料来源：公司提供，标普信评。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2024 年 12 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

三、主体信用等级

标普信评认为，福建高速集团对公司的支持程度“高”，主要体现在如下方面：

- 福建高速集团能对公司实施全面控制。福建高速集团持有公司 100% 股权，对公司的控制力很强，公司董事会成员由股东任命，战略规划、预算方案等重大事项由股东批准。公司通行费征收收入和使用采取“收支两条线”的管理模式，收入方面由福建高速集团进行资金归集，支出方面需向福建高速集团申请资金下拨，融资情况受到股东的密切监督，整体来看公司与股东的关系十分紧密。
- 公司在三明市高速公路运营领域承担重要职能。公司作为福建高速集团在三明市“一市一实体公司”的承载主体，负责全市范围内的高速公路运营，在三明市高速公路运营领域具有垄断优势，下辖路产在区域高速公路系统中占有重要地位，若公司出现负面舆情将对福建高速集团造成极大的不利影响。我们预计，短期内公司的职能定位不会改变。
- 福建高速集团对公司的支持力度很大。在过往的发展中，公司持续获得福建高速集团在路产注入、资产整合等方面的支持。2022 年，福建高速集团将持有的 8 条高速公路股权无偿划转至公司，并协助公司完成重大资产重组，确立了公司在三明市高速公路运营领域的主导地位。

综上所述，标普信评评定三明高速主体信用等级为 AA_{spc+}。

附录

附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024.1-9
货币资金	113	75	96	226
其他应收款	262	100	108	292
长期股权投资	0	855	897	897
固定资产	9,556	36,686	36,610	36,596
其他非流动金融资产	0	1,007	1,499	1,499
资产总计	37,367	38,973	39,481	39,760
其他应付款	477	378	329	230
一年内到期的非流动负债	2,221	2,939	1,954	1,505
长期借款	18,223	17,348	17,829	17,972
应付债券	0	0	400	799
所有者权益合计	15,750	17,608	18,291	18,586
营业总收入	1,502	1,384	1,492	1,143
营业成本	368	417	401	283
管理费用	34	30	32	20
财务费用	930	902	842	561
利润总额	139	133	169	280
净利润	133	133	169	280
经营活动产生的现金流量净额	1,263	1,107	981	613
投资活动产生的现金流量净额	-106	-44	-32	-27
筹资活动产生的现金流量净额	-1,133	-1,103	-930	-455

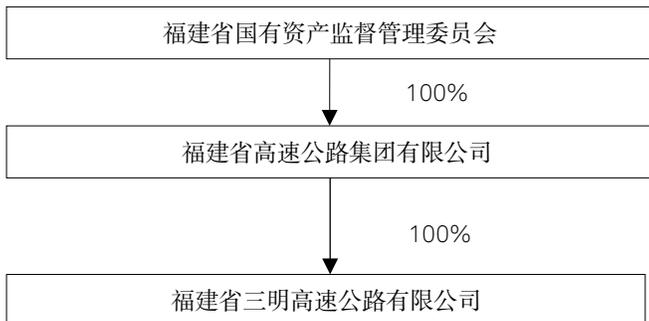
调整后财务数据及指标

	2021	2022	2023	2024.1-9
EBITDA	1,157	1,061	1,111	--
营运现金流	219	171	271	--
经调整总债务	20,387	20,250	20,136	--
利息支出	939	894	843	--
资本支出	109	36	33	27
EBITDA 利润率（%）	77.0	76.6	74.5	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	17.6	19.1	18.1	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.2	1.2	1.3	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的华兴会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具标准无保留意见的福建省三明高速公路有限公司 2021-2023 年审计报告及 2024 年 1-9 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

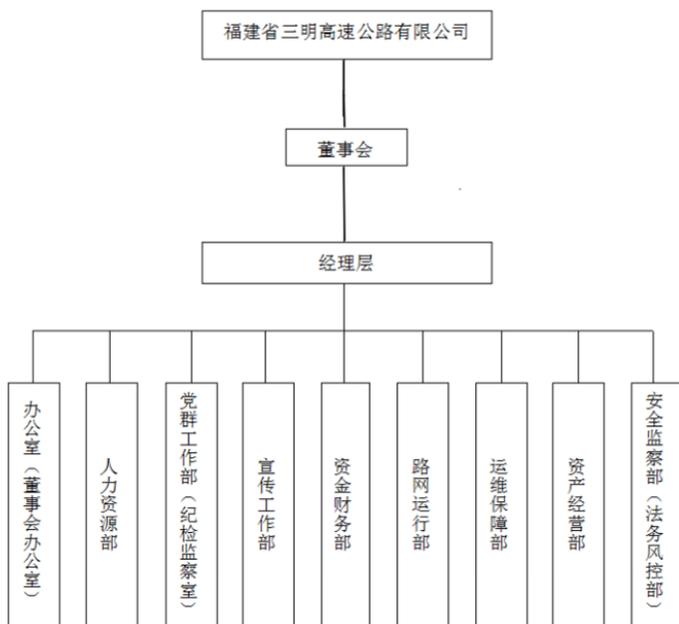
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：公司提供。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

$EBITDA（调整前）= 营业收入 - 营业成本 - 管理费用 - 销售费用 - 研发费用 + 折旧及摊销（报告值） - 税金及附加 - 其他经营支出（收入）$

$EBITDA = EBITDA（调整前） + 经营租赁租金调整 - 资本化的研发费用 + 营业成本中的资本化利息 + 收到的联合营企业股利 + 其他调整$

$折旧及摊销 = 折旧及摊销（报告值） + 经营租赁折旧摊销调整 + 其他调整$

$EBIT = EBITDA（调整前） + 经营租赁租金调整 - 资本化的研发费用 + 营业成本中的资本化利息 - 折旧及摊销 + 非经营收入（成本） + 其他调整$

$利息支出 = 利息支出（报告值） + 资本化利息 + 经营租赁利息调整 + 其他权益工具股利或利息 + 其他调整$

$已付现金利息 = 现金利息支出 + 已付其他权益工具股利或利息 + 其他调整$

$营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整$

$经营性现金流 = 经营活动产生的现金流净额 + 经营租赁折旧摊销调整 - 资本化的研发费用 - 其他权益工具股利或利息 - 现金利息支出 + 现金股利收入 + 其他调整$

资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+(应付票据-票据保证金)+一年内到期的非流动负债(有息部分)+应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) / 已付现金利息
资本回报率 = EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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。
BB _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方经销商。