



信用等级通知书

信评委函字[2020]G091-F2号

四川成南高速公路有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“四川成南高速公路有限责任公司2020年公开发行公司债券（第二期）（面向合格投资者）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零二零年二月十七日

四川成南高速公路有限责任公司 2020 年 公开发行公司债券（第二期）（面向合格投资者）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	四川成南高速公路有限责任公司
发行规模	本期债券发行规模为不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）。
债券期限	本期债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券前 3 年票面利率由发行人和主承销商通过市场询价协商确定，且在存续期内前 3 年固定不变。在存续期内第 3 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，则未被回售部分债券票面年利率为存续期前 3 年票面年利率加调整基点，且在存续期第 4、5 年固定不变。
付息方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金兑付一起支付。
担保主体	四川高速公路建设开发集团有限公司
担保方式	全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

成南高速	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	58.20	41.73	42.70	46.73
总资产（亿元）	115.72	97.24	97.18	100.81
总债务（亿元）	53.66	50.78	46.85	-
营业总收入（亿元）	14.39	13.21	13.90	11.00
营业毛利率（%）	54.30	48.24	52.10	58.55
EBITDA（亿元）	10.97	10.45	10.78	-
资产负债率（%）	49.71	57.09	56.06	53.65
总债务/EBITDA（X）	4.89	4.86	4.34	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.22	5.41	6.15	-

四川高速	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	503.32	773.76	817.60	875.80
总资产（亿元）	1,998.63	2,346.25	2,474.81	2,604.11
总债务（亿元）	1,361.62	1,445.22	1,497.71	-
营业总收入（亿元）	179.20	204.20	223.55	174.31
营业毛利率（%）	34.19	29.27	30.93	40.34
EBITDA（亿元）	78.98	87.79	92.18	-
资产负债率（%）	74.82	67.02	66.96	66.37
总债务/EBITDA（X）	17.24	16.46	16.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.27	1.37	1.36	-

注：债务包含长期应付款，所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“四川成南高速公路有限责任公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）（面向合格投资者）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体四川成南高速公路有限责任公司（以下简称“成南高速”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体成南高速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。中诚信证评肯定了四川省及成都市持续增强的经济实力、公司路产质量较好、担保方实力较强等正面因素对公司信用水平的支撑。同时，中诚信证评也关注到公司路桥收费业务易受周围路网分流影响、资本支出压力较大以及大额分红削弱了公司的自有资本实力等因素对公司整体信用状况造成的影响。

正 面

- 区域经济持续增强。2018 年，四川省和成都市分别实现地区生产总值（GDP）40,678.1 亿元和 15,342.77 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 8.0% 和 8.0%。区域经济的稳定发展，为省内高速公路运营企业及其高速公路业务提供良好的外部环境。
- 公司路产质量较好。作为成都市主要的高速公路运营主体之一，公司旗下拥有成南高速、遂渝高速、南渝高速三条高速路产，里程合计 317.44 公里，在成都市高速公路路网中占有重要位置，且整体通行情况较好，通行量逐年增长。2016~2018 年，公司路产通行量分别为 6,351.10 万辆、6,896.55 万辆、7,384.52 万辆。
- 较强的担保实力。本期债项的担保方四川高速公路建设开发集团有限公司系四川省最大高速公路建设及运营主体，主要负责省内大部分高速公路的运营管理及公路沿线配套产业的

经营开发，综合实力较强，可为公司本期债券本息的偿还提供强有力的担保支持。

分 析 师

李龙泉 lqli@ccxr.com.cn

胡玲雅 lyhu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020 年 2 月 17 日

关 注

- 路桥收费业务易受周围路网分流影响。公司周围路网建设日趋完善，公司通行费收入易受周围路网分流情况影响。
- 公司在建项目投资规模较大，资本支出压力较大。公司主要在建项目为成南高速改扩建工程，项目全长 240.3 公里，建设周期预期为 2019~2022 年，预计总投资 380.3 亿元，截至 2019 年 9 月末已投资 2.15 亿元，未来存在较大的资本支出压力。
- 大额分红削弱了公司的自有资本实力。2017 年，公司向股东分红 20.00 亿元，自有资本实力大幅下降。2016~2018 年末，公司所有者权益分别为 53.66 亿元、41.73 亿元、42.70 亿元。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

四川成南高速公路有限责任公司（以下简称“成南高速”或“公司”）成立于 1998 年，由四川高速公路建设开发总公司（2018 年更名为四川高速公路建设开发集团有限公司，以下简称“四川高速”）、遂宁市交通建设投资有限公司（原遂宁市川中高等级公路公司）、成都市金堂县交通实业总公司联合发起设立，持股比例分别为 99.95%、0.025% 和 0.025%，初始注册资本为 20.00 亿元。后经多次转股，截至 2019 年 9 月末，四川高速持有公司 100.00% 股权，注册资本仍为 20.00 亿元。公司实际控制人为四川省国有资产监督管理委员会。

公司主要负责成南高速、遂渝高速及南渝高速等三条成都市重要路产的运营管理及延线相关配套产业经营，合计里程 317.44 公里。截至 2019 年 9 月末，公司无纳入合并范围内的控股子公司。

截至 2018 年末，公司总资产 97.18 亿元，总负债 54.48 亿元，所有者权益 42.70 亿元；2018 年，公司实现营业总收入 13.90 亿元，净利润 3.97 亿元，经营活动净现金流 11.39 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产 100.81 亿元，总负债 54.09 亿元，所有者权益 46.73 亿元；2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 11.00 亿元，净利润 4.03 亿元，经营活动净现金流 6.21 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	四川成南高速公路有限责任公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）（面向合格投资者）
发行总额	本期债券发行规模为不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）。
债券期限	本期债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券前 3 年票面利率由发行人和主承销商通过市场询价协商确定，且在存续期内前 3 年固定不变。在存续期内第 3 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，则未被回售部分债券票面年利率为存续期前 3 年票面年利率加调整基点，且在存续期第 4、5 年固定不变。
付息方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	扣除发行费用后，本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

担保主体 四川高速公路建设开发集团有限公司

担保方式 全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业及区域经济环境

行业概况

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，但水、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。然而，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。

截至 2018 年末，全国公路总里程 484.65 万公里，比上年增加 7.31 万公里。公路密度 50.48 公里/百平方公里，较上年增加 0.76 公里/百平方公里。公路养护里程 475.78 万公里，占公路总里程 98.2%。全国等级公路里程 446.59 万公里，比上年末增加 12.73 万公里，等级公路占公路总里程的 92.1%，同比提高 1.3 个百分点；其中，二级及以上公路里程达 64.78 万公里，较上年末增加 2.56 万公里，占公路总里程的 13.4%，同比提高 0.3 个百分点。

运输量方面，2018 年公路承担了国内约 76.9% 的货物运输量和约 76.2% 的旅客运输量，在我国交通运输体系中占据主导地位。周转量方面，2018 我国公路货物运输周转量为 71,202.5 亿吨公里，同比增长 6.6%，增速较上年下降 2.6 个百分点；旅客运

输周转量为 9,275.5 亿人公里，同比下降-5.0%，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 2：2018 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	28,821.0	6.9	40.3	9.2	14,146.6	5.1	33.7	9.4
公路	71,202.5	6.6	395.9	7.4	9,275.5	-5.0	136.5	-6.3
水路	99,303.6	0.7	69.9	4.7	79.8	2.7	2.8	-0.5
民航	262.4	7.7	0.07	4.6	10,711.6	12.6	6.1	10.9
管道	5,862.0	22.5	8.5	5.4	-	-	-	-
运输总量	205,451.6	4.1	514.6	7.1	34,213.5	4.3	179.2	-3.1

资料来源：2018 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 2018 年末，高速公路总里程已达 14.26 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%。

2018 年，全国完成公路建设投资 2.13 万亿元，比上年增长 0.4%。其中，高速公路建设完成 9,972 亿元，同比增长 7.7%；普通国省道建设完成投资 6,378 亿元，同比下降 12.2%；农村公路建设完成投资 4,986 亿元，同比增长 5.4%。

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等特点。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 3：2018 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	706.27	20.06	6,145.86	71.07
江苏交通	470.17	40.79	4,540.27	59.14
浙江交投	1,376.91	13.98	4,056.81	66.30
四川交投	400.73	22.13	3,764.26	62.79
福建高速集团	163.66	60.32	3,439.02	70.92
陕西交建	114.95	64.70	2,894.20	70.98
陕西高速	114.17	62.51	2,067.83	71.85
首发集团	123.96	27.61	2,045.03	57.89
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	99.69	54.11	481.63	39.05
山东高速股份	68.29	49.48	685.96	57.26
赣粤高速	45.07	37.09	329.81	50.93
深高速	58.07	50.78	411.01	52.46
四川成渝	59.69	37.66	362.04	58.89
中原高速	57.76	51.72	501.48	77.64
福建高速股份	26.63	61.17	172.99	36.05
皖通高速	29.67	56.76	147.80	28.41

注：福建高速集团对政府还贷公路不计提折旧，陕西交建和陕西高速对高速公路不计提折旧，营业毛利率高。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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。

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。

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。

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，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）》	2017.06.26	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。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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。

2018 年 12 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线设置收费站”。

《条例》修订稿和修订草案的公布，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，大幅提升了收费公路设置门槛，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，中诚信证评将持续关注《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。

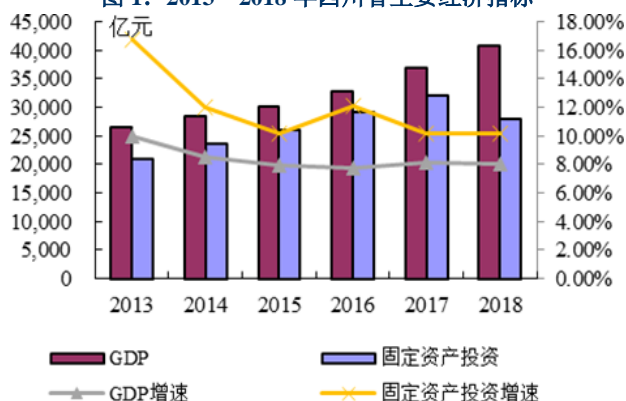
四川省区域经济概况

四川省地处中国西部，是西南、西北和中部地区的重要结合部，是承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点和交通走廊。四川省幅员面积 48.5 万平方公里，居中国第 5 位，辖 21 个市（州），181 个县（市、区）。2018 年末，四川省常住总人口为 8,341 万人，比上年末增加 39 万人；常住人口城镇化率 52.29%，比上年末提高 1.5 个百分点。

四川省是我国重要的工农业基地之一，也是西部地区最大的经济体。四川省矿产资源丰富，已查明资源储量的矿种和矿区达 100 种和 1,906 处，其中有 43 种矿产的保有资源储量位居全国前 5 位，钛、钒、天然气等 11 种矿产储量居全国首位，已成为西部乃至全国的矿物原材料生产和加工大省。工业经济对四川省贡献较大，特别是电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁等产业。此外，四川省拥有丰富的旅游资源，九寨沟、峨眉山、青城山、都江堰等景区久负盛誉。

近年来，四川省经济实力不断增强。2016 年~2018 年，四川省分别实现地区生产总值 32,680.5 亿元、36,980.2 亿元和 40,678.1 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 7.7%、8.1%和 8.0%。分产业看，2018 年，四川省第一产业增加值 4,426.7 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 15,322.7 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 20,928.7 亿元，增长 9.4%。四川省三次产业结构由 2017 年的 11.6: 38.7: 49.7 调整为 2018 年的 10.9: 37.7: 51.4。2018 年，四川省人均地区生产总值 48,883 元，增长 7.4%。

图 1：2013~2018 年四川省主要经济指标



资料来源：四川省统计公报，中诚信证评整理

固定资产投资方面，2016~2018 年，四川省分别完成固定资产投资 29,126.00 亿元、32,097.30 亿元和 28,065.3 亿元，其中 2018 年同口径比上年增长 10.2%。分产业看，2018 年四川省第一产业投资 1,053.6 亿元，同口径比上年增长 10.1%；第二产业投资 7,287.1 亿元，同口径比上年增长 7.3%，其中工业投资 7,178.7 亿元，同口径比上年增长 8.1%；第三产业投资 19,724.6 亿元，同口径比上年增长 11.2%。

稳定增长的地区经济为四川省财政实力的增强提供了保证，2016 年~2018 年，四川省一般公共预算收入分别为 3,389.4 亿元、3,579.8 亿元和 3,910.9 亿元，税收收入分别为 2,329.2 亿元、2,430.0 亿元和 2,819.7 亿元，占各期一般公共预算收入的比重分别为 68.72%、67.88% 和 72.10%，税收来源较为稳定，对一般公共预算收入支撑作用较好，财政收入质量良好。随着房地产市场的回暖，近年四川省政府性基金收入呈上升趋势，2016 年~2018 年，四川省政府性基金收入分别为 1,699.0 亿元、2,657.8 亿元和 3,828.8 亿元。

财政支出方面，2016 年~2018 年，四川省一般公共预算支出分别为 8,011.9 亿元、8,686.1 亿元和 9,718.3 亿元，支出方向主要集中在教育、社会保障和就业以及医疗卫生等方面。受房地产市场回暖影响，政府性基金支出逐年增加，2016~2018 年，四川省政府性基金支出分别为 1,906.1 亿元、2,581.0 亿元、4,033.7 亿元。近年来，四川省财政自给能力持续下降，2016~2018 年，四川省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 42.30%、41.21% 和 40.24%。

表 5：2016 年~2018 年四川省财政收支情况

单位：亿元

财政指标	2016	2017	2018
一般公共预算收入	3,389.4	3,579.8	3,910.9
其中：税收收入	2,329.2	2,430.0	2,819.7
政府性基金收入	1,699.0	2,657.8	3,828.8
一般公共预算支出	8,011.9	8,686.1	9,718.3
政府性基金支出	1,906.1	2,581.0	4,033.7

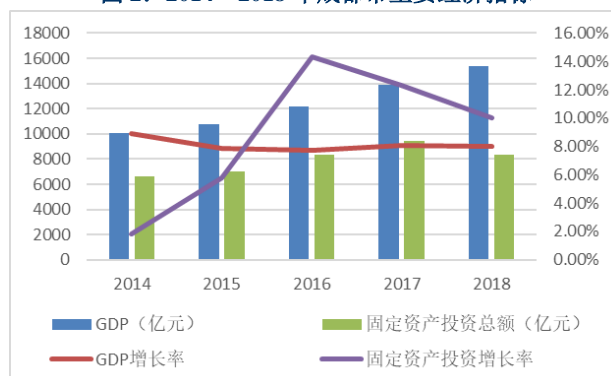
资料来源：四川省财政局，中诚信证评整理

总体看来，基于良好的资源优势和政策优势，四川省 GDP 及固定资产投资保持增长态势，财政实力不断增强，西部中心省份的地位日益凸显，为公司业务发展提供良好的外部环境。

成都市区域经济概况

作为西南第一大城市，近年来得益于支柱产业和新兴产业的发展，成都市经济规模保持着较快的增长速度，其经济总量大幅领先于四川省其他城市。2016~2018 年，成都市全市实现地区生产总值（GDP）分别为 12,170.23 亿元、13,889.39 亿元、15,342.77 亿元，同比增速分别为 7.7%、8.1%、8.0%。从产业结构来看，成都市产业结构以第二产业和第三产业为主。2018 年，成都市第一产业实现增加值 522.59 亿元，同比增长 3.6%；第二产业实现增加值 6,516.19 亿元，同比增长 7.0%；第三产业实现增加值 8,303.99 亿元，同比增长 9.0%；三次产业增加值比例由上年的 3.6:43.2:53.2 调整为 3.4:42.5:54.1，产业结构进一步优化。按常住人口计算，2018 年成都市人均地区生产总值为 94,782 元，同比增长 6.6%。

图 2：2014~2018 年成都市主要经济指标



资料来源：成都市国民经济和社会发展统计公报，中诚信证评整理

固定资产投资方面，2016~2018 年，成都市固定资产投资分别完成 8,370.5 亿元、9,404.2 亿元、8,341.1 亿元，同比增速分别为 14.3%、12.3%、

10.0%。分产业看，2018 年成都市第一产业投资 197.9 亿元，增长 10.1%；第二产业投资 2,295.8 亿元，增长 7.2%；第三产业投资 5,847.3 亿元，增长 11.1%。

随着经济的持续增长，成都市财政实力稳步增长。2016~2018 年，成都市一般公共预算收入分别为 1,175.4 亿元、1,275.5 亿元、1,424.2 亿元，分别同比增长 7.0%、11.3%、9.4%。其中，税收收入分别为 842.12 亿元、900.85 亿元、1,067.8 亿元，分别占一般公共预算收入 71.6%、70.6%、75.0%，收入结构良好。财政支出方面，2016~2018 年，成都市一般公共预算支出分别为 1,595.9 亿元、1,759.6 亿元、1,837.5 亿元，分别较上年增长 9.5%、10.1%、9.7%。得益于土地成交量的提升，近年成都市政府基金收支有所增长。2016~2018 年，成都市政府基金收入分别为 795.8 亿元、1,360.4 亿元、1,399.8 亿元；政府性基金支出分别为 833.6 亿元、1,237.1 亿元、1,542.7 亿元。2016~2018 年，成都市公共财政平衡率分别为 73.65%、72.49%、77.51%，财政自给能力较好。

表 6：2016~2018 年成都市财政收支情况

单位：亿元

主要指标	2016	2017	2018
一般公共预算收入	1,175.4	1,275.5	1,424.2
其中：税收收入	842.12	900.85	1,067.8
一般公共预算支出	1,595.9	1,759.6	1,837.5
政府性基金预算收入	795.8	1,360.4	1,399.8
政府性基金预算支出	833.6	1,237.1	1,542.7
公共财政平衡率	73.65%	72.49%	77.51%

资料来源：成都市财政局，中诚信证评整理

交通运输方面，2016~2018 年成都市公路总里程分别为 26,037 公里、26,294 公里、27,731.4 公里，其中高速公路里程分别为 925 公里、959 公里、958.7 公里。运载能力方面，2017~2018 年成都市全年旅客周转量分别为 1,056.9 亿人公里、1,115.3 亿人公里；同期，成都市全年货物周转量分布为 356 亿吨公里、381.8 亿吨公里。公路运载能力方面，2016~2018 年成都市全年公路旅客周转量分别为 123 亿人公里、94.8 亿人公里、88.5 亿人公里；同期，成都市全年公路货物周转量分别为 245.6 亿吨公里、267 亿吨公里、284 亿吨公里。

表 7：2016~2018 年成都市交通运输情况

单位：公里、万辆、亿人/公里、亿吨/公里

主要指标	2016	2017	2018
公路总里程	26,037.00	26,294.00	27,731.40
其中：等级公路里程	-	-	27,072.40
其中：高速公路里程	925.00	959.00	958.70
机动车拥有量	466.70	494.20	548.40
其中：私人汽车拥有量	371.20	398.20	407.20
全年旅客周转量	-	1,056.90	1,115.30
其中：公路旅客周转量	123.00	94.80	88.50
全年货物周转量	-	356.00	381.80
其中：公路运输货物周转量	245.60	267.00	284.00

资料来源：成都市国民经济和社会发展统计公报，中诚信证评整理

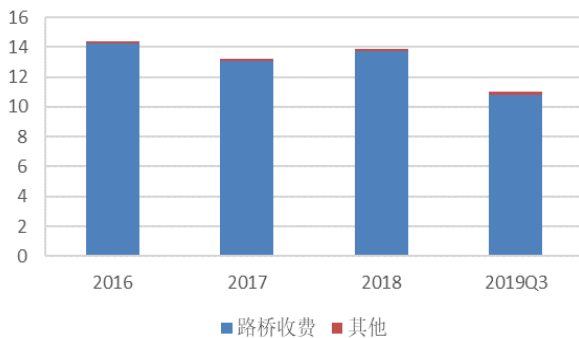
总体来看，高速公路行业投资规模大、负债率高的特点将持续，且在相关政策的推行下，近期高速公路公司业绩或将承压；但同时，四川省和成都市经济稳定发展，为省内高速公路运营企业及公司高速公路业务提供良好的外部环境。

业务运营

公司作为成都市主要的路产运营主体之一，经营的路段在成都市高速公路路网中占有重要地位。目前，公司主要运营的路段为成南高速、遂渝高速和南渝高速，截至 2019 年 9 月末，收费公路里程共计 317.44 公里。2017 年主要受成安渝高速免费试运营分流效应影响，公司当期通行费收入有所下滑；2018 年以来，随着成安渝高速收费运行，公司经营路段车辆回流，通行费收入有所增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司分别实现营业总收入 14.39 亿元、13.21 亿元、13.90 亿元、11.00 亿元。其中，路桥收费作为公司主要的收入来源，同期分别实现收入 14.24 亿元、13.04 亿元、13.71 亿元、10.82 亿元。此外公司业务还延伸至服务区和路产占用等业务，但收入规模较小。

图 3：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

路桥收费业务

作为成都市主要的交通建设和运营主体之一，截至 2019 年 9 月末公司拥有收费公路（包括桥梁、一级公路和高速公路）共计 317.44 公里。公司目前运营的公路主要系成南高速段（成都至南充）、遂渝高速段（遂宁至重庆）和南渝高速段（南充至重庆），均在成都市高速公路路网中占有重要位置。2017 年主要受成安渝高速免费试运营分流效应影响，公司部分经营路段货车通行量有所减少，致使当期通行费收入有所下滑。2018 年以来，随着成安渝高速收费运行，公司经营路段车辆回流，通行费收入有所增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司路桥收费业务实现收入分别为 14.24 亿元、13.04 亿元、13.71 亿元、10.82 亿元。

具体来看，公司经营的路段中成南高速对通行费收入的贡献最大，系国家规划的“五纵七横”国道主干线上海至成都公路（支线）的一段，是国家“九五”和“十五”交通重点建设工程之一。成南高速系经营性路产，属国道主干线，沿线途径成都市成华区、龙泉驿区、青白江区、新都区、金堂县、德阳中江县、遂宁大英县、船山区、蓬溪县，南充嘉陵区、高坪区，止于南充民建，长 215.45 公里，经营期限 30 年（2002 年~2032 年），实际总投资 64.06 亿元。除成南高速外，公司运营的另一条路段相对里程较短，且目前均处于试行收费阶段。遂渝高速段为遂宁至双龙庙段（川渝界），系四川省规划建设的绵阳至重庆高速公路的重要组成部分，与国道主干线沪蓉高速 G42 成都至遂宁段连接，并延伸至重庆，为四川省重要出川通道之一，沿线起自遂宁至回马

高速公路的罗家湾，止于川渝交界处的双龙庙，长 36.59 公里，实际总投资 9.82 亿元，自 2007 年开始通车。南渝高速段为南充至武胜（川渝界），沿线途径南充市高坪区王家沟，与已建成的成都至南充高速公路相连接，经广安的岳池县、武胜县，止于川渝界街子镇，长 65.40 公里，实际总投资 24.23 亿元，自 2008 年开始通车。

公司路段通行量方面，随着区域路网日趋成熟，近年来成南高速段和南渝高速段通行量呈现上升趋势；遂渝高速段受成安渝高速免费试运行影响，近年来通行量有所波动。通行费收入方面，成南高速段方面，2017 年受途经车流量增长影响，成南高速段通行费收入有所下滑；2018 年受益于通行量增加，通行费收入有所增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，成南高速段分别实现收入 11.76 亿元、11.20 亿元、11.84 亿元、9.45 亿元。南渝高速段方面，如前所述，近年来受途径车流量不断增长影响，同时受周边路网分流影响，南渝高速段通行费收入呈下滑态势，同期南渝高速段分别实现收入 1.40 亿元、1.12 亿元、1.00 亿元、0.77 亿元。遂渝高速段方面，受成安渝高速免费试运行影响，2017 年遂渝高速段通行量大幅下滑，收入随之减少，2018 年以来随着成安渝高速收费运行，遂渝高速段车辆有所回流，通行费收入有所增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，遂渝高速段分别实现收入 1.06 亿元、0.71 亿元、0.86 亿元、0.70 亿元。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 1-9 月公司经营路段运营情况

单位：公里、亿元、万辆

路段名称	收费里程	经营期限	通行费				通行量			
			2016	2017	2018	2019.Q3	2016	2017	2018	2019.Q3
成南高速	215.45	2002~2032	11.76	11.20	11.84	9.35	4,192.57	4,954.39	5,270.74	4,081.63
南渝高速	65.40	2008~2038	1.40	1.12	1.00	0.77	1,164.65	1,264.23	1,373.08	911
遂渝高速	36.59	2007~2037	1.06	0.71	0.86	0.70	993.88	677.93	740.70	229.4
合计	317.44	-	14.22	13.03	13.70	10.82	6,351.1	6,896.55	7,384.52	5,222.03

注：南渝高速于 2007 年开始通车，遂渝高速于 2008 年开始通车，截至目前均已完成竣工结算但收费正式批复仍在办理中。上表中南渝高速和遂渝高速的经营期限自通车时间开始计算，以 30 年收费期限列示。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的通行费标准由四川省交通运输厅、省财政厅和省物价局共同确定。按照省交通运输厅《关于实施收费公路车辆通行费车型分类及标准调整有关事宜的通知》（川交发[2006]11 号），自 2006 年 4 月 10 日起，四川省各收费高速公路开始执行新的通行费征收政策。

表 9：公司路段通行费标准

车辆类别	车型	车公里费（元/车公里）
一类车	客车≤7 座	0.35/0.45（4 车道/6 车道）
	货车≤2 吨	
二类车	8 座≤客车≤19 座	0.70/0.90（4 车道/6 车道）
	2 吨≤货车≤5 吨	
三类车	20 座≤客车≤39 座	1.05/1.35（4 车道/6 车道）
	5 吨≤货车≤10 吨	
	20 英尺集装箱	
四类车	40 座≤客车	1.40/1.80（4 车道/6 车道）
	10 吨≤货车≤15 吨	
五类车	40 英尺集装箱	1.75/2.25（4 车道/6 车道）
	15 吨≤货车	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据《关于联网高速公路实施货车计重收费的批复》（川交发[2007]14 号），四川省联网高速公路自 2007 年 6 月 1 日起对载重货车实施计重收费，对超重载货车实施加重收费。

表 10：四川省高速公路计重收费标准

车货总量		费率
正常装载	20 吨以下（含 20 吨）部分	按基本费率 0.075 元/吨公里（4 车道）、0.095 元/吨公里（6 车道）计收。
	20 吨以上至 40 吨（含 40 吨）部分	20 吨以上部分，按基本费率线性递减到基本费率的 50% 计收。
	超过 40 吨部分	超过 40 吨的部分按基本费率的 50% 计收。
超过公路承载能力	超 30% 以内（含 30%）	按正常车辆的基本费率计收。
	超 30%~100%	超过 30% 以上的部分，按基本费率的 3 倍线性递增至 5 倍计收。
	超限 100% 以上	超过 100% 以上的部分，按基本费率的 5 倍计收。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同时，在上述基础费率的基础上，四川省亦根据相关情况调整阶段性的收费标准。值得关注的是，根据《四川省交通厅四川省发展和改革委员会四川省财政厅关于收费公路货车计重收费有关事项的公告》，从 2019 年 1 月 15 日起，不再执行对二轴，三轴正常装载货车计重收费 20% 的优惠和四轴及四轴以上正常装载货车计重收费 30% 的优惠，均恢复为按货车计重收费基本费率计算收取车辆通行费。2019 年，上述货车收费优惠的取消较大程度提高了路桥收费的平均费率水平。

根据交通运输部办公厅关于贯彻《收费公路车辆通行费车型分类》行业标准（JT/T489-2019）有关问题的通知（交办公路[2019]65 号），自 2020 年 1 月 1 日起，四川省各收费高速公路开始执行新的通行费征收政策。同时根据《关于调整我省经营性高速公路车辆通行费计费方式及收费标准的通知》（川交发[2019]53 号），自 2020 年 1 月 1 日起，四川省高速公路货车通行费开始执行新的收费标

准。

表 11：公司路段通行费新标准

车辆类别	车型	车公里费（元/车公里）		
		成南高速	遂渝高速	南渝高速
一类车	客车≤9 座	0.35/0.45（4 车道/6 车道）	0.35	0.5
	两轴载货汽车车长小于 6 米且总质量小于 4.5 吨	0.39	0.35	0.38
二类车	10 座≤客车≤19 座	0.70/0.90（4 车道/6 车道）	0.7	1
	两轴载货汽车车长大于等于 6 米或总质量大于等于 4.5 吨	0.66	0.67	0.38
三类车	20 座≤客车≤39 座	1.05/1.35（4 车道/6 车道）	1.05	1.5
	三轴载货汽车	1.15	1.23	1.21
四类车	客车≥40 座	1.40/1.80（4 车道/6 车道）	1.4	2
	四轴载货汽车	1.68	1.7	1.63
五类车	五轴载货汽车	1.79	1.81	1.74

注：上表收费标准将于 2020 年 1 月 1 日开始执行。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

收入结算方面，公司所属路桥均采用全省联网统一收费清算模式。具体流程方面，首先由各高速公路站点收取通行费，归集到各个高速公路运营管理处，由高速公路收费智能交通系统按日对各高速公路管理处的收费情况进行清分，对跨界收取的通行费收入按周进行资金清算。

在高速公路养护方面，公司采取了以防护性养护为主的政策，对高速公路定期、不定期进行检查，并根据检查结果进行预防性修补，以减少高速公路的大中修次数。2016~2018 年以及 2019 年 1~9 月公司公路养护支出分别为 9,490.45 万元、10,414.70 万元、5,411.13 万元、3,025.96 万元。

表 12：2016 年~2018 年及 2019 年 1-9 月公司路产养护支出情况

	单位：万元			
	2016	2017	2018	2019.1-9
日常养护支出	2,396.28	3,647.83	3,295.91	2,946.61
专项工程支出	7,094.17	6,766.88	2,115.22	79.35
合计	9,490.45	10,414.70	5,411.13	3,025.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，公司在建项目为 G42 线南充至成都段高速公路扩容工程。根据《四川省发展和改革委员会关于南充至成都高速公路扩容工程项目核准的批复》，项目计划采用原路加宽为主、局部新建复线方式进行扩建，项目全长 240.3 公里，项目建设周期预计为 2019~2022 年，预计总投资 380.30 亿元，项目资本金为 76.06 亿元（总投资的 20%），由公司安排自有资金解决，同时拟争取国家安排 109.95 亿元中央车购税（预计为总投资的 30%）作为政府补助，其余部分通过银行贷款解决。截至 2019 年 9 月末已投资 2.15 亿元，预计 2019 年 10-12 月、2020 年、2021 年分别投资 6.74 亿元、10 亿元、60 亿元，公司存在较大的资本支出压力。

表 13：截至 2019 年 9 月末公司主要在建项目情况

		单位：亿元						
项目名称	路段区域	建设具体内容	建设周期	预计总投资	已投资	未来三年投资计划		
						2019.10~12	2020	2021

G42 线南充至成都段高速公路扩容工程	南充市、遂宁市、德阳市、成都市	项目路线采用原路加宽为主、局部新建复线方式进行扩建，项目全长 240.3 公里	2019-2022	380.30	2.15	6.74	10	60
---------------------	-----------------	---	-----------	--------	------	------	----	----

注：上述已投资金额为协议签订金额，截至 2019 年 9 月末实际支付金额为 0.39 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司运营路桥资产优良，通行量稳步增长，为公司路桥收费收入提供了有力保障。但公司周围路网日益完善，分流效应显著，收入下滑的风险依然存在，且公司未来资本支出压力较大，中诚信证评将对此保持持续关注。

其他业务

除主营业务外，公司还从事服务区业务、房地产开发等其他业务。

公司服务区业务为市场化运营，主要系将服务区房屋、设备、场地等资产对外租赁获取收入，租金每季度或每半年结算一次。公司所辖服务区共计 5 对，分别为淮口服务区（占地 80 亩、五星级服务区）、遂宁服务区（占地 73 亩，四星级服务区）、南充服务区（占地 92 亩，五星级服务区）、武胜服务区（占地 60 亩，三星级服务区）以及仓山停车区（占地 25.8 亩）；除武胜服务区于 2008 年建成投入使用以外，其余服务区均于 2002 年底建成投入使用。此外，公司还通过出租加油站场地及其附属工程的建设用地、广告经营权等方式获取收入。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司服务区业务分别实现收入 1,149.28 万元、1,163.61 万元、1,588.86 万元、884.58 万元，呈逐年增长态势。

此外，公司还运营房地产业务，为市场化房地产开发业务，主要系“高庐·紫云台”项目。高庐·紫云台项目位于成都市成华区理工大学地铁站附近，主要系精装修商品房，项目占地约 63 亩，土地为出让地，均已办理产权证，建筑面积约 17.59 万平方米，实际开工时间为 2018 年 8 月，预计竣工时间为 2021 年，预计总投资 9.59 亿元，截至 2019 年 9 月末已投资 2.16 亿元。

总体来看，公司路产优良，路桥收费业务稳定发展，且其他业务能为公司收入提供有益的补充。但公司周围路网建设日趋完善，公司通行费收入易受周围路网分流情况影响，且公司未来资本支出压力较大，中诚信证评将对此保持持续关注。

公司管治

公司治理

成南高速自成立以来，在公司治理上实行在董

事会领导下的总经理负责制，并按照公司法要求，不断完善法人治理结构，规范公司运作。

公司依据《公司法》和国家有关法律、法规制定了《公司章程》，完善和规范了企业管理制度。公司设立董事会，成员 5 人，其成员由股东委派；董事任期每届三年，任期届满可连任。董事会设董事长 1 名，由三分之二以上董事选举产生。公司设经理，由董事会聘任或者解聘。公司不设监事会，监事由 2 人组成；监事由股东委派，董事、高级管理人员不得兼任监事；监事任期每届三年，届满可连任。

内部管理

公司下设办公室、党群工作部、人力资源部、收费管理部、工程养护部等。目前，公司已建立了较为完善的内部管理制度，涉及预算管理和合同管理等多个方面，确保了公司高效有序运营。

预算管理方面，公司为提高整体经济效应，特成立预算管理委员会对公司哪的预算工作进行全部管理和监督，预算管理委员会主要负责公司年度预算的组织实施，对股东方审议通过的年度预算进行分解下达、实施监督、检查和控制等，确保预算目标实现。

合同管理方面，为建立健全合同管理台帐，公司实行综合归口、分类实施的管理原则，并在合同履行过程中，对合同履行情况进行跟踪检查，另外，在合同盖章后将合同会签表、修改件、资信材料及正式合同文本交综合办公室备存。

总体看，公司法人治理结构较为完善，已基本建立了一整套管理制度和良好的管理机制，并通过积极有效的内部治理，加强了内部系统管理，整体管理风险较低。

财务分析

以下分析基于由公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年财务报告，以及未经审计的 2019 年三季度财务报表。

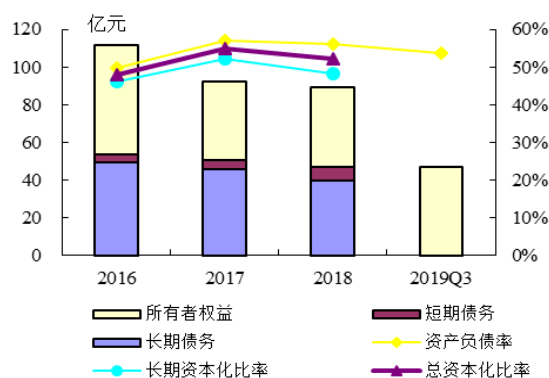
资本结构

近年来，受股东分红及部分债务到期偿还影

响，公司资产和负债规模均有所下滑。2016~2018年末及2019年9月末，公司总资产分别为115.72亿元、97.24亿元、97.18亿元、100.81亿元；总负债分别为57.53亿元、55.52亿元、54.48亿元、54.09亿元。所有者权益方面，2017年向股东分红20.00亿元，公司自有资本实力大幅下降；2018年以来，受益于利润累积，公司所有者权益有所增加。2016~2018年末及2019年9月末，公司所有者权益分别为53.66亿元、41.73亿元、42.70亿元、46.73亿元。所有者权益主要系实收资本、资本公积、未分配利润等，截至2018年末，分别为20.00亿元、9.35亿元、8.78亿元。

资本结构方面，受2017年自有资本实力减弱影响，公司杠杆率水平有所上升；2018年以来杠杆率相对稳定。2016~2018年末及2019年9月末，公司资产负债率分别为49.71%、57.09%、56.06%、53.65%；2016~2018年末，总资本化比率分别为47.97%、54.89%、52.32%。

图4：2016~2018年末及2019年9月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，同其他高速公路企业相似，公司资产结构以非流动资产为主，且随着公司近几年公路资产折旧规模的增加，非流动资产有所减少。2016~2018年末及2019年9月末，公司非流动资产分别为90.39亿元、87.30亿元、84.70亿元、81.61亿元，占当期资产总额比重分别为78.11%、89.77%、87.16%、80.95%，主要系固定资产、长期应收款，截至2018年末占非流动资产的比例分别为82.88%、15.66%。固定资产方面，受公路资产折旧影响，近年来公司固定资产逐年下滑，2016~2018年末及2019年9月末，公司固定资产余额分别为

74.62亿元、73.31亿元、70.20亿元、67.08亿元，主要系拥有的高速公路及附属设施。截至2018年末，公司公路及附属设施为63.75亿元，占固定资产的90.81%。长期应收款方面，主要系与巴中市恩阳交投高路房地产开发有限公司、仪陇县交投高路地产有限公司、峨眉山市交投高路房地产开发有限公司等关联企业之间的股东方转借款等，利率为4.47%~6.78%，无固定借款期限。2016~2018年末及2019年9月末，公司长期应收款余额分别为12.07亿元、13.27亿元、13.27亿元、13.27亿元。

流动资产方面，2017年受往来款减少影响，流动资产大幅下降。2016~2018年末及2019年9月末，公司流动资产分别为25.23亿元、9.94亿元、12.48亿元、19.21亿元，主要系货币资金、其他应收款和存货，截至2018年末占流动资产比例分别为67.16%、23.84%、8.44%。货币资金方面，2017年受分红影响，货币资金有所下降；2018年以来，受益于业务稳步发展，货币资金有所增加，2016~2018年末及2019年9月末，公司货币资金分别为8.97亿元、5.20亿元、8.38亿元、13.16亿元，主要系银行存款。其他应收款方面，2017年受股东方四川高速的分红冲抵部分往来款影响，当年其他应收款大幅下降，2016~2018年末及2019年9月末，公司其他应收款分别为16.17亿元、4.02亿元、2.97亿元、3.50亿元，主要系应收四川中通高速公路投资建设开发有限公司、仪陇县交投高路地产有限公司等公司的借款利息。截至2018年末，前五大其他应收款合计为2.83亿元，占比为94.30%，账龄集中在1-3年。存货方面，公司存货主要系“高庐紫云台”项目支付的土地款及项目建设款等，受该项目持续推进的影响，公司存货逐年增长，2016~2018年末及2019年9月末，公司存货分别为0.02亿元、0.59亿元、1.05亿元、1.66亿元。

从负债结构看，公司负债以非流动负债为主。近年来公司非流动负债有所波动，2016~2018年末及2019年9月末，公司非流动负债分别为49.66亿元、45.73亿元、39.65亿元、39.41亿元，在总负债中占比分别为86.33%、82.36%、72.77%、72.86%，主要系长期借款和长期应付款。2016~2018年末及

2019年9月末，公司长期借款分别为21.58亿元、17.86亿元、11.78亿元、11.83亿元，主要系保证借款和质押借款，利率区间在4.275%~4.90%，期限为20年。长期应付款方面，2016~2018年末及2019年9月末，公司长期应付款分别为28.08亿元、27.86亿元、27.86亿元、27.58亿元，较为稳定，主要系向股东方的借款，利率维持在4.90%左右，期限集中在20-28年间。

流动负债方面，受债务临近到期等影响，公司流动负债有所波动，2016~2018年末及2019年9月末，公司流动负债分别为7.86亿元、9.79亿元、14.83亿元、14.68亿元，主要由一年内到期的非流动负债和其他应付款。如前所述，受债务逐步到期影响，公司一年内到期的非流动负债有所波动，2016~2018年末及2019年9月末，公司一年内到期的非流动负债分别为4.00亿元、5.06亿元、7.20亿元、7.39亿元，主要系临近到期的长期借款和长期应付款。其他应付款方面，2016~2018年末及2019年9月末，公司其他应付款分别为1.72亿元、1.36亿元、6.04亿元、6.74亿元，主要系应付利息、应付股利及往来款。2018年其他应付款大幅增加主要系新会计准则下应付利息和应付股利调整计入其他应收款科目所致。

有息债务方面，受长期债务到期偿还影响，公司总债务逐年下降，2016~2018年末，公司总债务分别为53.66亿元、50.78亿元、46.85亿元。如前所述，长期债务逐年减少，故长短期债务比逐年增加，但长短期债务比处于较低水平，2016~2018年末，长短期债务比分别为0.08倍、0.11倍、0.18倍。总体来看，以长期债务为主的债务结构符合公司现阶段发展的需求和高速公路行业的发展特征。

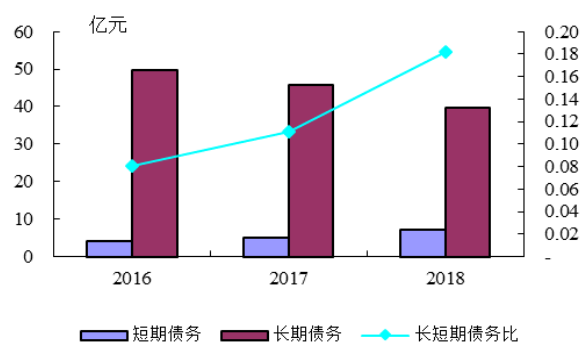
表 15：2016~2018 年及 2019 年 1-9 月公司营业收入及毛利率构成情况

单位：亿元、%								
	2016		2017		2018		2019.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
路桥收费	14.24	55.06	13.04	48.84	13.71	52.87	10.82	58.97
其他	0.15	-18.35	0.16	0.85	0.18	-5.35	0.17	32.81
合计	14.39	54.30	13.21	48.24	13.90	52.10	11.00	58.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，公司主营的路产较为成熟，毛利

图 5：2016~2018 年末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从公司到期债务分布情况看，2019年10-12月、2020年和2021年的公司到期债务金额分别为5.63亿元、3.56亿元、4.02亿元。

表 14：截至 2019 年 9 月末公司债务到期分布情况

到期年份	2019.10-12	2020	2021
到期金额（亿元）	5.63	3.56	4.02

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受股东方大额分红影响，公司自有资本实力大幅下降，致使当期杠杆率大幅上升。2018年以来受益于公司经营的稳定性，公司资产规模小幅增加，同时随着部分债务到期偿还，公司杠杆率有所下降。

盈利能力

目前公司收入来源主要系路桥收费，如前所述，2017年受周围路网的分流影响，公司收入规模有所下滑，2018年以来随着车辆回流，公司收入规模有所增加。2016~2018年及2019年1-9月，公司分别实现营业总收入14.39亿元、13.21亿元、13.90亿元、11.00亿元；其中路桥收费分别为14.24亿元、13.04亿元、13.71亿元、10.82亿元。

率相对较高，2017年受成安渝免费试运行影响，毛

利率有所下降；2018 年受益于车辆回流及养护等成本下降，公司毛利率有所增加；2019 年以来受益于货车优惠费率的取消，公司毛利率持续增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司路桥收费业务的毛利率分别为 55.06%、48.84%、52.87%、58.97%。受路桥收费业务毛利率变动影响，公司营业毛利率亦有所变动，同期，公司营业毛利率分别为 54.30%、48.24%、52.10%、58.55%。

期间费用方面，公司期间费用主要系销售费用、管理费用和财务费用，以财务费用为主。近年来，公司汇兑损益有所波动，主要系外资借款受汇率波动影响所致。2016~2018 年，公司汇兑损益分别为-0.59 亿元、0.49 亿元、-0.34 亿元。随着债务规模的减小，公司利息费用支出逐年减小，但如前所述，汇兑损益有所波动，受此影响，近年来公司财务费用有所波动。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司财务费用分别为 2.69 亿元、1.39 亿元、2.04 亿元、1.32 亿元，主要系利息支出。同期，管理费用分别为 0.38 亿元、0.45 亿元、0.50 亿元、0.33 亿元，主要系职工薪酬。财务费用波动致使期间费用同步波动，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司期间费用分别为 3.07 亿元、2.21 亿元、2.54 亿元、1.65 亿元，占营业收入比例分别为 21.34%、16.75%、18.28%、15.01%。

表 16：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用情况

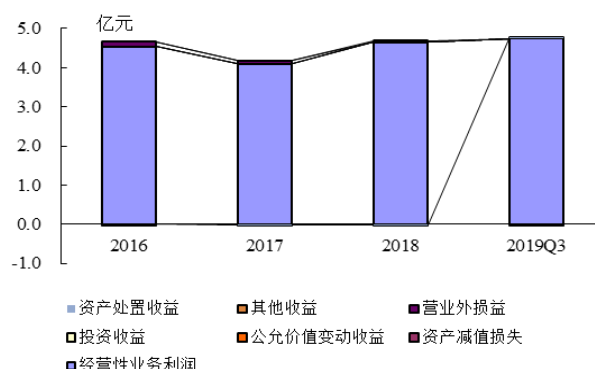
	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用（亿元）	-	0.37	-	-
管理费用（亿元）	0.38	0.45	0.50	0.33
财务费用（亿元）	2.69	1.39	2.04	1.32
期间费用合计（亿元）	3.07	2.21	2.54	1.65
营业总收入（亿元）	14.39	13.21	13.90	11.00
期间费用收入占比（%）	21.34	16.75	18.28	15.01

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要以经营性业务利润为主。如前所述，2017 年公司收入规模受成渝高速分流影响而下滑，致使当年经营性业务利润有所下降。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司利润总额分别为 4.65 亿元、4.17 亿元、4.67 亿元、4.74 亿元，其中经营性业务利润分别为 4.53 亿元、

4.10 亿元、4.64 亿元、4.74 亿元，占利润总额比重分别为 97.42%、98.29%、99.36%、100.03%。

图 6：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司利润总额分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司路产业务较为成熟，毛利率水平相对较高，但收入规模和利润总额易受周围路网分流影响，中诚信证评对公司盈利的稳定性保持持续关注。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和固定资产折旧构成。近年来公司 EBITDA 规模呈小幅波动，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 10.97 亿元、10.45 亿元、10.78 亿元。

偿债指标方面，近年来，公司总债务规模有所下降，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所增强，2016~2018 年，公司总债务/EBITDA 分别为 4.89 倍、4.86 倍、4.34 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.22 倍、5.41 倍、6.15 倍。

从现金流来看，2017 年，受周围路网通车造成分流影响，公司经营路段通行费收入减少，当年经营活动净现金流有所下降。2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 10.39 亿元、9.52 亿元、11.39 亿元。整体来看，近些年公司的经营现金净流量较为充裕，主要是路桥收费收入为公司获得较稳定的经营性现金流入提供了保证。

从现金流对债务的保障程度来看，2016~2018 年公司经营活动净现金/总债务分别为 0.19 倍、0.19 倍、0.24 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 4.95 倍、4.92 倍、6.50 倍。公司经营活动净现金流对债务利息偿还的保障度较好。

表 17：2016~2018 年末公司偿债能力指标

	2016	2017	2018
总债务（亿元）	53.66	50.78	46.85
利息支出（亿元）	2.10	1.93	1.75
EBITDA（亿元）	10.97	10.45	10.78
总债务/EBITDA（X）	4.89	4.86	4.34
EBITDA 利息保障系数（X）	5.22	5.41	6.15
经营活动净现金流（亿元）	10.39	9.52	11.39
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.19	0.24
经营活动净现金/短期债务（X）	2.60	1.88	1.58
经营活动净现金/利息支出（X）	4.95	4.92	6.50

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与银行保持良好关系，截至 2019 年 9 月末，公司共获得银行授信 41.45 亿元，剩余额度为 29.10 亿元。

或有负债方面，截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额为 4.24 亿元，担保比率（对外担保额/所有者权益）为 9.07%，担保对象系母公司四川高速公路建设开发集团有限公司。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司公路及附属设施收费权受限，涉及公路及附属设施的账面净值为 60.60 亿元，主要系收费权质押借款所致。较大的受限规模将影响公司未来以资产抵质押的方式进行债务融资的能力，且若未来公司未能按时、足额偿付债务本息导致公司资产被冻结和处置，将对公司正常生产经营活动造成不利影响，进而影响公司的偿债能力，中诚信证评对此保持持续关注。

截至 2019 年 9 月末，公司存在一项未决诉讼事项，且公司为被告方，主要系工程拖期导致的施工合同纠纷，案涉标的为 0.24 亿元。

总体而言，近年受分红影响，公司资产规模和自有资本实力下降，且收入规模及盈利情况易受周围路网分流效应影响。但公司财务结构较为稳健，EBITDA 及经营活动净现金流能对其债务利息的偿付提供充分的保障，公司整体偿债能力较强。

担保实力

四川高速公路建设开发集团有限公司

四川高速公路建设开发集团有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

四川高速公路建设开发集团有限公司（以下简称“四川高速”）成立于 1992 年，系四川省交通运输厅在原四川省成渝公路建设开发总公司和四川蜀海交通投资有限公司的基础上组建的国有独资企业。后经多次转股增资，截至 2019 年 9 月末，四川高速注册资本为 94.41 亿元，股东为四川省交通投资集团有限责任公司（以下简称“四川交投”），实际控制人为四川省政府国有资产监督管理委员会。

四川高速为四川省最大的高速公路建设主体，主要负责省内大部分高速公路的运营管理及公路沿线配套产业的经营开发。

截至 2018 年末，四川高速总资产 2,474.81 亿元，总负债 1,657.21 亿元，所有者权益 817.60 亿元；2018 年，四川高速实现营业总收入 223.55 亿元，净利润-0.70 亿元，经营活动净现金流 67.01 亿元。

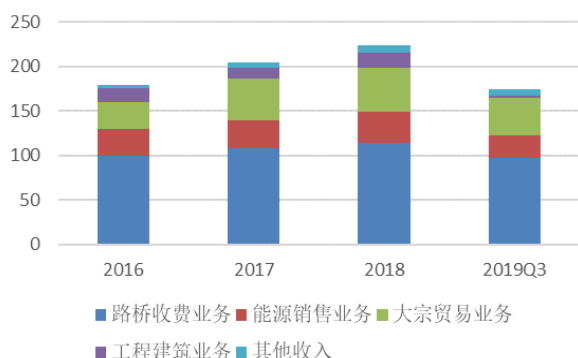
截至 2019 年 9 月末，四川高速总资产 2,604.11 亿元，总负债 1,728.31 亿元，所有者权益 875.80 亿元；2019 年 1~9 月，四川高速实现营业总收入 174.31 亿元，净利润 16.26 亿元，经营活动净现金流 56.99 亿元。

业务运营

近年来四川高速规模逐步扩大，围绕交通基础设施不断拓展业务。目前四川高速业务以高速公路的投资运营为主，工程施工及能源销售、大宗商品贸易等为辅。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速的营业总收入分别为 179.20 亿元、204.20 亿元、223.55 亿元、174.31 亿元。其中，2018 年，通行费收入、能源销售收入和大宗贸易收入分别为 113.59 亿元、34.75 亿元、50.22 亿元。

图 7: 2016~2018 年及 2019 年 1-9 月四川高速营业收入情况

单位: 亿元



资料来源: 四川高速提供, 中诚信证评整理

路桥收费业务

四川高速主要从事四川省内部分高速公路及高等级公路的投融资、建设开发、经营管理、保值增值及交通附属设施的建设和经营等。截至 2019 年 6 月末, 四川高速已建成 38 条高速公路项目, 管理高速公路通车里程达到 3,390 公里, 在占四川省高速公路通车总里程中占比约为 47%, 覆盖全省

多个市、州。随着区域经济的发展、路网协同效应的增强及新建路段的建成通车, 路桥收费收入近年来一直稳定增长。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月, 四川高速实现路桥收费收入分别为 99.87 亿元、108.44 亿元、113.59 亿元、96.71 亿元。

具体来看, 截至 2019 年 6 月末, 四川高速已通车路产共 38 条 (包括参股的成绵高速), 其中经营性高速公路 23 条, 还贷性高速公路 15 条。四川高速下辖的控股高速公路持股比例大多在 90% 以上, 反映出四川省高速公路投资集中在省级主体的特点。四川高速路产的收费年限以 30 年为主, 部分政府还贷性高速公路的收费年限为 20 年。

四川高速目前实行片区化管理, 将所属高速公路项目分为若干个片区, 设立专门子公司负责片区内路产的建设投资、对外融资、路产运营和还本付息, 本部则主要负责项目前期的资本金筹集和片区公司出现资金缺口时的资金统筹调配。

表 18: 截至 2019 年 6 月末四川高速经营主要路产情况

序号	路产名称	项目性质	公司持股比例 (%)	通车里程 (公里)	收费期限	总投资 (亿元)
1	成绵高速	经营性	40	91.9	1994~2024	16.4
2	内宜高速	经营性	96	106.9	1999~2029	24.2
3	宜水高速	经营性	96	28.9	2006~2036	13.7
4	隆纳高速	经营性	92	87.8	2000~2030	20.6
5	达渝高速	经营性	99	165.8	2004~2034	37.4
6	邻垫高速	经营性	99	35.8	2008~2038	23.1
7	成南高速	经营性	100	215.4	2002~2032	62.9
8	遂回高速	经营性	91	22.1	2002~2032	5.1
9	遂渝高速	经营性	100	36.6	2007~2037	10.4
10	南渝高速	经营性	100	66.0	2008~2038	22.7
11	广邻高速	经营性	94	44.6	2000~2030	15.4
12	南广高速	经营性	94	69.8	2004~2034	16.2
13	绵广路磨沙段	经营性	100	135.2	2002~2027	42.9
14	绵广路沙陵段	经营性	100	31.0	2002~2032	20.5
15	成都绕城高速	经营性	83	85.0	2002~2032	38.5
16	泸黄高速	经营性	99	70.0	2004~2034	12.7
17	西攀高速	经营性	99	162.8	2008~2038	89.0
18	攀田高速	经营性	99	59.4	2008~2038	26.8
19	都映高速	经营性	100	25.1	2009~2039	41.5
20	广巴高速	经营性	94	122.2	2011~2040	71.3
21	雅西高速	经营性	100	239.8	2013~2042	163.8
22	广南广巴连接线	经营性	90	17.0	2013~2042	15.6
23	丽攀高速 (华坪段)	经营性	100	12.0	2016~2045	13.6
24	映汶高速	还贷性	100	48.3	2012~2032	49.9

25	广陕高速	还贷性	96	56.8	2012~2032	39.1
26	达万高速	还贷性	98	63.8	2012~2032	48.5
27	广南高速	还贷性	100	201.1	2013~2033	150.3
28	纳黔高速	还贷性	100	134.8	2012~2032	107.5
29	达陕高速	还贷性	100	143.2	2012~2032	104.7
30	成德南高速	还贷性	100	178.3	2012~2032	111.3
31	广甘高速	还贷性	100	56.4	2012~2032	68.4
32	乐雅高速	还贷性	98	112.2	2013~2033	79.4
33	巴南高速	还贷性	81	116.0	2013~2033	80.0
34	巴达高速	还贷性	100	109.6	2014~2034	102.7
35	巴陕高速	还贷性	100	117.9	2018~2038	147.4
36	丽攀高速	还贷性	100	51.2	待定	54.0
37	广陕广巴连接线	还贷性	100	19.4	2017~2037	19.1
38	仁沐新高速仁井试验段	还贷性	100	49.8	待定	41.6
合计			-	3,390.0	-	2,008.2

注：成绵高速 1994 年由四川高速公司与香港新中高速公路有限公司合作修建，四川高速持股 40%。

资料来源：四川高速提供，中诚信证评整理

从路产运营情况来看，四川高速的路桥业务覆盖全省，近年来，四川高速的通行量持续增长。2016~2018 年及 2019 年 1-6 月，四川高速的通行量分别为 30,955 万车次、32,253 万车次、33,911 万车次、17,275 万车次。具体来看，四川成南高速公路

有限责任公司运营的成南高速、南渝高速、遂渝高速，四川高速本部运营的绵广高速磨沙段、广陕高速，以及四川雅西高速公路有限责任公司（以下简称“雅西公司”）运营的雅西高速通行规模较大。

表 19：2016~2018 年及 2019 年 1-6 月，四川高速主要路段通行量和通行费收入情况

序号	运营公司	运营路段	车流量（万车次）				通行费收入（亿元）			
			2016	2017	2018	2019.1-6	2016	2017	2018	2019.1-6
1	四川川南高等级公路开发股份有限公司	内宜高速 宜水高速	1,957	2,280	2,658	1,415	3.78	4.45	5.14	3.13
2	四川南方高速公路股份有限公司	隆纳高速	1,203	1,184	1,270	692	2.06	2.36	2.55	1.44
3	四川达渝高速公路建设开发有限公司	达渝高速 邻垫高速	1,480	1,741	1,769	788	5.85	6.89	7.31	3.93
4	四川成南高速公路有限责任公司	成南高速 南武高速 遂渝高速	3,180	3,478	3,681	1,756	14.24	13.04	13.71	7.14
5	四川中通高速公路投资建设开发有限公司	遂回高速	412	443	401	169	0.6	0.46	0.5	0.24
6	四川川东高速公路有限责任公司	广邻高速 南广高速	956	1,021	1,104	611	3.69	3.2	3.12	1.82
7	四川川西高速公路有限责任公司 成都市绕城高速公路（西段）有限责任公司	成都绕城高速	12,121	11,785	12,116	6,430	5.54	5.73	5.84	3.1
8	四川攀西高速公路股份有限公司	西攀高速 泸黄高速 攀田高速	1,404	1,515	1,522	757	5.89	6.49	6.49	3.52
9	四川都汶公路有限责任公司	都汶高速	566	566	621	262	2.91	2.64	3.1	1.28
10	四川高速公路建设开发总公司（本部）	绵广高速 磨沙段 广陕高速	1,010	1,124	1,084	481	12.73	14.08	13.99	6.12
11	四川省川北高速公路股份有限公司	绵广高速 沙陵段	525	280	269	81	2.2	2.05	2.32	0.96
12	四川广巴高速公路有限责任公司	广巴高速	740	713	727	384	1.59	2.13	2.18	1.16

		广陕广巴 连接线								
13	四川雅西高速公路有限责任公司	雅西高速	503	554	665	269	9.74	10.44	9.34	5.53
14	四川纳黔高速公路有限责任公司	纳黔高速	448	546	606	320	3.62	5.04	5.62	3.14
15	四川达陕高速高速公路股份有限公司	达陕高速	434	510	551	308	4.35	6.4	7.45	3.91
16	四川达万高速公路有限责任公司	达万高速	145	186	242	113	0.75	0.94	1.17	0.64
17	四川广南高速公路有限责任公司	广南高速	712	746	809	437	4.86	5.9	5.79	3.47
18	四川广甘高速公路有限责任公司	广甘高速	133	133	132	62	1.2	1.36	1.37	0.72
19	四川巴南高速公路有限责任公司	巴南高速	456	550	553	258	3.5	3.41	3.39	2.4
20	四川雅眉乐高速公路有限责任公司	乐雅高速	757	719	738	343	2.15	2.22	2.17	1.02
21	四川成德南高速公路有限责任公司	成德南高速	708	804	815	405	6.51	6.94	7.16	4.36
22	四川巴达高速公路有限责任公司	巴达高速	417	538	568	311	1.99	2.1	2.2	1.2
23	四川巴陕高速公路有限责任公司	巴陕路高速	320	329	304	222	0	0	1.48	2.81
24	四川丽攀高速公路有限责任公司	丽攀高速	368	508	530	271	0.09	0.11	0.13	0.05
25	四川仁沐高速公路有限责任公司	仁沐新高速仁井实验段	-	-	174	130	0	0	0	0
合计		-	30,955	32,253	33,911	17,275	99.84	108.38	113.52	63.08

注：映汶高速在 2013 年 7 月 10 日的泥石流地震之后免收通行费，因此未统计在表内

资料来源：四川高速提供，中诚信证评整理

收费标准方面，四川高速执行的高速公路收费标准分为客车类和货车类。在客车类收费标准方面，根据由四川省交通厅、四川省财政厅和四川省物价局对发行人每条通车公路过往客运车辆收费标准的相关批复，四川高速以客车车型做为收取客车通行费的依据和标准。具体标准如下：

表 20：四川高速客车收费标准

车型规格	收费标准
客车 7 座以下（含 7 座）	0.35 元/公里
客车 8-19 座（含 19 座）	0.70 元/公里
客车 20-39 座（含 39 座）	1.05 元/公里
客车 40 座以上（含 40 座）	1.40 元/公里

资料来源：四川高速提供，中诚信证评整理

在货车类收费标准方面，根据由四川省交通厅、四川省财政厅和四川省物价局 3 个部门联合签发的《关于联网高速公路实施货车计重收费的批复》（川交发[2007]14 号），四川高速以货车车货总重量做为收取货车通行费的依据和标准。

表 21：四川高速货车收费标准

正常装载货车	四车道高速公路	六车道高速公路	桥梁及隧道
2-20 吨（含 20 吨）部分	基准费率： 0.075 元/吨·公里	基准费率： 0.095 元/吨·公里	基准费率： 0.65 元/吨·公里
20-40 吨（含 40 吨）部分	基本费率 100%-50% 线性递减	基本费率 100%-50% 线性递减	基本费率 100%-50% 线性递减
超过 40 吨部分	费率按基本费率的 50%	费率按基本费率的 50%	费率按基本费率的 50%
超出公路承载能力的货车	四车道高速公路	六车道高速公路	桥梁及隧道
超限 30% 以内（含 30%）部分	基准费率： 0.075 元/吨·公里	基准费率： 0.095 元/吨·公里	基准费率： 0.65 元/吨·公里
超限 30%-100%（含 100%）部分	基本费率的 3-5 倍线性递增	基本费率的 3-5 倍线性递增	基本费率的 3-5 倍线性递增
超限 100% 以上部分	基本费率的 5 倍	基本费率的 5 倍	基本费率的 5 倍

资料来源：四川高速提供，中诚信证评整理

同时，在上述基础费率的基础上，四川省亦根据相关情况调整阶段性的收费标准。值得关注的是，根据《四川省交通厅四川省发展和改革委员会四川省财政厅关于收费公路货车计重收费有关事项的公告》，从2019年1月15日起，不再执行对二轴，三轴正常装载货车计重收费20%的优惠和四轴及四轴以上正常装载货车计重收费30%的优惠，均恢复为按货车计重收费基本费率计算收取车辆通行费。2019年，上述货车收费优惠的取消较大程度提高了路桥收费的平均费率水平。

路产养护方面，四川高速的养护费用主要包括日常养护支出、专项工程支出，近年来，四川高速

的养护费用有所下降。2016~2018年及2019年1-6月，四川高速分别发生养护费用为16.27亿元、13.00亿元、10.58亿元、2.24亿元。

四川高速路桥建设项目主要包括国家高速公路网规划项目和四川省高速公路网规划项目等。截至2019年6月末，公司主要的在建及拟建项目包括仁沐高速、泸黄路（改扩建）、成资渝高速、绵九高速（九寨沟至绵阳）、乐西高速（马边至昭觉）等，预计项目总投资2,770.38亿元，截至2019年6月末，已投资149.58亿元。预计2019年7-12月、2020年分别需投资132.5亿元、614.1亿元。

表 22：截至 2019 年 6 月末四川高速主要在建及拟建高速公路项目

单位：亿元

项目名称	持股比例	项目总投资	截至 2019 年 6 月已投资金额	建设周期	2019 年 7-12 月预计投入	2020 年预计投入
仁沐高速	99.85%	245.26	68.49	2014~2020	30	134.6
泸黄路（改扩建）	100.00%	38.53	18.3	2016~2020	5	13.5
成资渝高速	51.00%	148	25.23	2017~2020	30	86
绵九高速（九寨沟至绵阳）	80.00%	410.09	34.88	2016~2021	16	40
乐西高速（马边至昭觉）	100.00%	326.87	1.7	2018~2022	6	20
德会高速	74.86%	120.65	0	2019~2023	6	20
成绵苍巴高速	40.00%	594.59	0	2019~2022	0.5	60
沿江高速（新市至金阳）	50.00%	386.13	0.77	2019~2024	2	40
沿江高速（金阳至宁南）	49.35%	216.43	0.21	2019~2024	1	20
沿江高速（宁南至攀枝花）	48.00%	283.83	-	2019~2024	2	40
合计		2,770.38	149.58	-	132.5	614.1

资料来源：四川高速提供，中诚信证评整理

总体看，四川高速运营路产较多、路桥资产优良，通行量稳步增长，为路桥板块收入提供了有力保障。但四川高速在建及拟建项目规模较大，未来存在较大资本支出压力，中诚信证评将对此保持持续关注。

非路桥业务

四川高速的非路桥业务主要由能源销售、大宗商品贸易等构成。其中，能源销售和大宗商品贸易均由子公司四川交投实业有限公司（以下简称“实业公司”）负责运营。

能源销售板块主要为成品油销售。近年来，四川高速加速发展高速公路延伸产业，已开展多条收费公路延线加油站的油品销售业务。2016~2018 年

及 2019 年 1-9 月，四川高速分别实现能源销售收入 29.56 亿元、30.68 亿元、34.75 亿元、25.90 亿元。

大宗商品贸易方面，实业公司于 2013 年开展沥青、油料等大宗商品贸易；2014 年新开展铅锭贸易；2015 年新开展农产品贸易，业务品种和规模不断扩大。目前贸易品种主要为有色金属、能源等。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速分别实现贸易收入 30.72 亿元、47.28 亿元、50.22 亿元、41.93 亿元，对四川高速营业总收入形成重要补充。

总体来看，四川高速路桥收费、能源销售、商品贸易等业务板块稳定发展，多元的业务格局为收入规模的提升提供了有力保证。但四川高速在建及拟建项目建设任务较重，未来或面临较大投资压

力，中诚信证评将对此保持持续关注。

财务分析

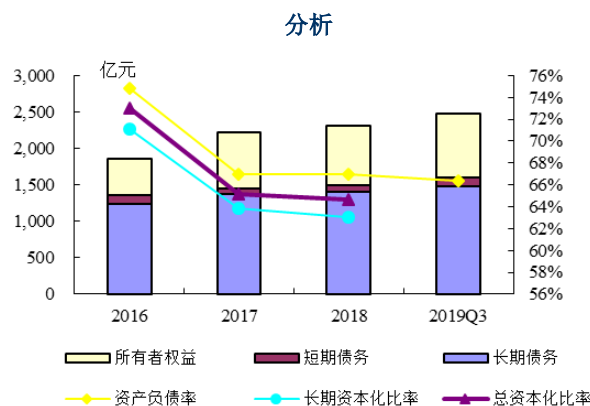
以下分析基于由四川高速提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年度财务报告，经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年度财务报告，以及未经审计的 2019 年三季度财务报表。

资本结构

随着各项经营业务不断发展，尤其是高速公路建设进程的持续推进，四川高速资产规模快速增长，同时，资金需求的增加亦推升了外部融资需求的扩大。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速总资产分别为 1,998.63 亿元、2,346.25 亿元、2,474.81 亿元和 2,604.11 亿元；总负债分别为 1,495.31 亿元、1,572.50 亿元、1,657.21 亿元、1,728.31 亿元。近年来，四川高速的所有者权益规模大幅增加。受益于股东方资产的注入及资产评估增值，尤其是 2017 年四川高速因企业改制进行资产评估而增加资本公积 275.62 亿元；2018 年，根据《四川省交通运输厅关于转下达 2018 年度高速公路建设车购税投资计划的通知》及《四川省财政厅关于下达 2018 年省预算内基本建设投资支出预算的通知》，四川高速收到的车购税补助 43.58 亿元，计入资本公积。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速所有者权益分别为 503.32 亿元、773.76 亿元、817.60 亿元、875.80 亿元。

资本结构方面，随着自有资本实力的增强，公司杠杆率水平有所下降，但高速公路行业特点决定了其负债率仍处于偏高水平。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速资产负债率分别为 74.82%、67.02%、66.96% 和 66.37%，其中 2016~2018 年末，四川高速总资本化比率分别为 73.01%、65.13%、64.69%。

图 8：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末四川高速资本结构



资料来源：四川高速财务报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，四川高速资产结构以非流动资产为主，且随着近几年项目投资建设规模的增加，非流动资产增长较快。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速非流动资产分别为 1,816.08 亿元、2,098.83 亿元、2,287.63 亿元和 2,373.67 亿元，占当期资产总额比重分别为 90.87%、89.45%、92.44%、91.15%。截至 2018 年末，四川高速非流动资产主要包括固定资产和在建工程等。具体来看，固定资产主要系拥有的高速公路及附属设施，如前所述，2018 年受企业改制资产重新评估影响，固定资产大幅增值。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速固定资产余额分别为 1,584.23 亿元、1,893.86 亿元、1,955.84 亿元和 1,937.37 亿元。在建工程主要系在建的高速公路项目，随着在建高速公路项目的增加，公司的在建工程规模不断增加。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速在建工程余额分别为 152.25 亿元、163.47 亿元、205.42 亿元和 300.62 亿元。

四川高速流动资产主要由货币资金和存货构成，流动资产的规模有所波动，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速流动资产分别为 182.55 亿元、247.42 亿元、187.19 亿元和 230.45 亿元。具体来看，货币资金主要为银行存款，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速货币资金分别为 83.23 亿元、133.43 亿元、104.00 亿元、140.13 亿元。存货主要系项目开发成本，随着项目建设的不断推进，近年来存货规模不断扩大。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速存货分别为 21.38 亿元、32.06 亿元、39.71 亿元、41.61 亿元。

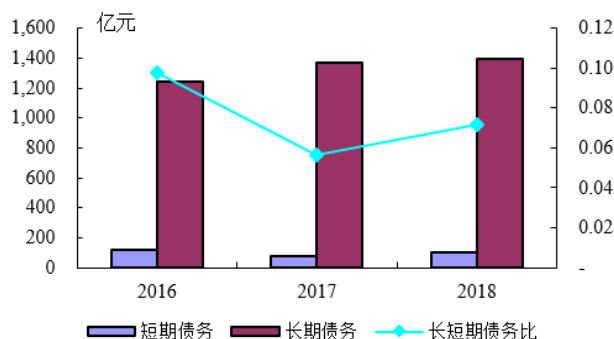
从负债结构看，四川高速负债以非流动负债为主。随着公路建设项目的持续推进，四川高速长期融资需求不断上升。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速非流动负债分别为 1,249.40 亿元、1,389.91 亿元、1,421.85 亿元、1,508.37 亿元，在总负债中占比分别为 83.55%、88.39%、85.80% 和 87.27%。四川高速非流动负债主要为长期借款、其他非流动负债、长期应付款。长期借款以质押借款、保证借款和信用借款为主，主要借款银行为国家开发银行、中国建设银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司等，截至 2018 年末，四川高速长期借款期限集中在 20-30 年间，利率集中在 4.41%~4.90% 之间。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速长期借款分别为 1,112.04 亿元、1,159.66 亿元、1,139.53 亿元和 1,201.09 亿元。其他非流动负债主要系向股东方获取的借款，借款期限集中在 3-5 年间，利率集中在 4.41%~4.90% 之间，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速其他非流动负债分别为 70.00 亿元、116.67 亿元、112.81 亿元、101.75 亿元。长期应付款主要由应付融资租赁款及成都高速公路建设开发有限公司股东贷款构成，四川高速长期应付款融资期限集中在 7~10 年间，利率区间集中在 4.41%~4.90% 之间。2017 年，四川高速加大了融资租赁的融资力度，使得长期应付款大幅上升，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速长期应付款余额分别为 8.60 亿元、51.41 亿元、75.09 亿元、65.87 亿元。

流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债构成。流动负债规模在总负债中占比较小，同时，近年来其规模存在一定波动。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速流动负债分别为 245.91 亿元、182.59 亿元、235.36 亿元、219.94 亿元，在总负债中占比分别为 16.45%、11.61%、14.20%、12.73%。具体来看，其他应付款主要系保证金及往来款等，2017 年受清理关联方借款及往来款影响，四川高速其他应付款大幅下滑。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速其他应付款余额分别为 86.18 亿元、59.27 亿元、75.76 亿元、67.47 亿元。一年内到期的非流动负债主要系临近到期的

长期借款和长期应付款等。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，四川高速一年内到期的非流动负债余额分别为 41.88 亿元、39.17 亿元、62.34 亿元、42.07 亿元。

有息债务方面，近年来，四川高速总债务持续增加，但债务结构上以长期债务为主，期限结构较为合理。2016~2018 年末，四川高速总债务分别为 1,361.62 亿元、1,445.22 亿元、1,497.71 亿元，其中长期债务分别为 1,240.55 亿元、1,367.70 亿元、1,397.37 亿元。同期，长短期债务比分别为 0.10 倍、0.06 倍、0.07 倍。

图 9：2016~2018 年末，四川高速债务结构分析



资料来源：四川高速财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来四川高速负债规模不断增长，资产负债率有所下降，但仍处于较高水平。四川高速债务结构以长期债务为主，预计未来随着对在建项目投资支出的增加，总负债仍将继续增长，中诚信证评将会持续关注四川高速的负债规模及资产负债水平。

盈利能力

如前所述，近年来随着新建路桥项目陆续投产运营及商品贸易规模的不断扩大，四川高速收入规模持续增长，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速分别实现营业总收入 179.20 亿元、204.20 亿元、223.55 亿元和 174.31 亿元。从收入结构来看，四川高速主营业务收入来源主要包括路桥收费、大宗商品贸易、能源销售等，2018 年，上述三项收入分别为 113.59 亿元、34.75 亿元、50.22 亿元。

表 23：2016~2018 年及 2019 年 1-9 月四川高速业务收入及毛利率构成情况

单位：亿元

	2016		2017		2018		2019.1-9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
路桥收费业务	99.87	54.80%	108.44	48.38%	113.59	52.72%	96.71	68.38%
能源销售业务	29.56	12.28%	30.68	12.94%	34.75	11.41%	25.9	12.49%
大宗贸易业务	30.72	0.68%	47.28	0.72%	50.22	0.99%	41.93	1.44%
工程建筑业务	14.95	11.17%	11.47	16.62%	17.21	13.79%	2.86	6.02%
其他收入	4.09	41.72%	6.33	17.19%	7.79	31.15%	6.91	2.61%
收入合计	179.20	34.57%	204.20	29.27%	223.55	30.93%	174.31	40.34%

注：合计数或有尾差。

资料来源：四川高速提供，中诚信证评整理

毛利率方面，近年来四川高速各项业务的毛利率水平差异较大，具体来看，四川高速经营的路产较为成熟，毛利率相对较高，值得关注的是，2019 年货车类费率优惠的取消，使得 2019 年 1-9 月，四川高速路桥收费业务毛利率大幅增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速路桥收费业务毛利率分别为 54.80%、48.38%、52.72%、68.38%。非路桥板块，大宗商品贸易市场化程度较高，盈利透明，故大宗商品贸易毛利较为微薄；2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速大宗贸易业务毛利率分别为 0.68%、0.72%、0.99%、1.44%。能源销售业务运营较为成熟，故近年来盈利水平较为稳定；2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速能源销售业务毛利率分别为 12.28%、12.94%、11.41% 和 12.49%。整体来看，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速综合毛利率分别为 34.57%、29.27%、30.93% 和 40.34%。

期间费用方面，四川高速的期间费用主要包括财务费用和管理费用。随着融资规模的扩大，四川高速的财务费用有所增加，使得期间费用规模有所增长，且期间费用在总收入中占比较高，对利润总额吞噬作用较为明显。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速的期间费用分别为 69.81 亿元、62.52 亿元、73.71 亿元、55.09 亿元，同期，期间费用在总收入中占比分别为 38.96%、30.62%、32.97%、31.60%。其中财务费用主要系利息支出，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速的财务费用规模分别为 62.52 亿元、54.19 亿元、64.20 亿元、49.06 亿元。管理费用主要为职工薪酬和折旧等，随着人工成本

的增加，公司的管理费用有所增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速的管理费用分别为 5.81 亿元、6.95 亿元、8.05 亿元、4.73 亿元。

表 24：2016~2019 年 1-9 月四川高速期间费用情况

单位：亿元

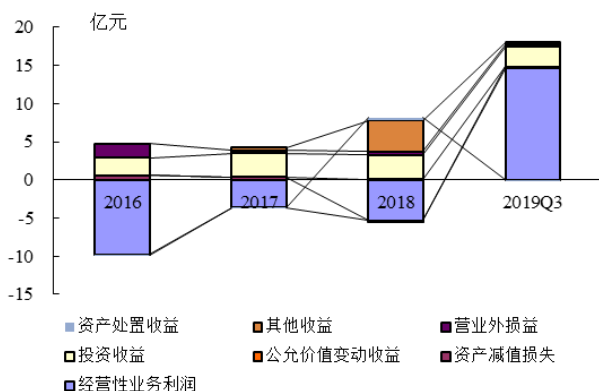
	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	1.48	1.38	1.47	1.30
管理费用	5.81	6.95	8.05	4.73
财务费用	62.52	54.19	64.20	49.06
期间费用合计	69.81	62.52	73.71	55.09
营业总收入	179.20	204.20	223.55	174.31
期间费用收入占比	38.96%	30.62%	32.97%	31.60%

资料来源：四川高速财务报告，中诚信证评整理

四川高速的利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和其他收益构成。经营性业务利润方面，2016~2018 年，公司的期间费用占比较高，使得公司的经营性业务利润持续为负，2016~2018 年，四川高速经营性业务利润分别为-9.82 亿元、-3.63 亿元、-5.37 亿元。2019 年，如前所述，受益于路桥收费业务中的货车优惠费率的取消，公司的路桥收费业务毛利率大幅上升，使得四川高速的经营性业务利润由负转正。2019 年 1-9 月，四川高速的经营性业务利润为 14.62 亿元。投资收益主要为对成绵高速等的股权投资，近年来，四川高速确认的投资收益有所增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速的投资收益分别为 2.29 亿元、3.10 亿元、3.21 亿元、2.58 亿元。其他收益方面，2018 年，四川高速收到绵阳收费站还建项目补助款、华蓥收费站改扩建工程补贴款、达州站、徐家坝站改扩建工程项目的补助款等，使得当年度四川高速的其他收益规

模大幅增加，但近年来，其他收益的稳定性较弱。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速的其他收益分别为 0.00 亿元、0.37 亿元、4.05 亿元、0.31 亿元。综上，四川高速的利润总额规模持续增加。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速的利润总额分别为-5.12 亿元、0.59 亿元、2.80 亿元、18.48 亿元。

图 10：2016~2019 年 1-9 月四川高速利润总额构成



资料来源：四川高速财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来四川高速各板块业务稳定发展，收入规模不断增加，且受益于路桥收费价格的回升，四川高速的经营性业务利润有所好转，同时投资收益亦是四川高速利润总额的有益补充。

偿债能力

从现金流来看，近些年四川高速的经营现金流量充裕，主要是路桥收费收入及商品贸易收入等为四川高速获得较稳定的经营性现金流入提供了保证。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，四川高速经营活动净现金流分别为 61.70 亿元、75.30 亿元、67.01 亿元、56.99 亿元。

获现能力方面，四川高速 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成。随着业务的发展和债务规模的扩大，四川高速 EBITDA 规模持续扩大。2016~2018 年，四川高速 EBITDA 分别为 78.98 亿元、87.79 亿元、92.18 亿元。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016~2018 年，四川高速总债务/EBITDA 分别为 17.24 倍、16.46 倍、16.25 倍，同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.27 倍、1.37 倍、1.36 倍。总体保障能力一般。

表 25：2016~2018 年四川高速偿债能力指标

	2016	2017	2018
总债务（亿元）	1,361.62	1,445.22	1,497.71
利息支出（亿元）	62.07	64.04	67.72
EBITDA（亿元）	78.98	87.79	92.18
总债务/EBITDA（X）	17.24	16.46	16.25
EBITDA 利息保障系数（X）	1.27	1.37	1.36

资料来源：四川高速财务报告，中诚信证评整理

债务到期方面，截至 2019 年 9 月末，四川高速在 2019 年 10-12 月、2020 年、2021 年到期的债务本金分别为 72.89 亿元、233.41 亿元、55.15 亿元。

财务弹性方面，四川高速与银行保持良好关系，截至 2019 年 6 月末，四川高速共获得主要银行授信 2,426.5 亿元，尚未使用授信额度 1,309.23 亿元，较高的授信额度及畅通的银行融资渠道是其偿付债务及满足资金需求的有力保障。

受限资产方面，四川高速抵押、质押等受限资产主要系四川高速下属路段的收费权，涉及收费权较多，截至 2019 年 9 月末，通过收费权质押借款余额为 991.71 亿元以及通过抵押成华区圣灯街道办成南高速成都管理处 D 区、恩阳服务区文旅合作项目获得借款 2.08 亿元。较大的受限资产规模将影响四川高速未来以资产抵质押的方式进行债务融资的能力。

未决诉讼方面，截至 2019 年 9 月末，四川高速涉及子公司四川雅眉乐高速公路有限责任公司、四川达万高速公路有限责任公司等，涉及金额 1.06 亿元，对四川高速正常生产经营活动影响较小。同时，截至 2019 年 9 月末，四川高速无对外担保。

总体而言，得益于各业务板块的稳步发展，四川高速近年营业收入保持良好的增长态势，债务结构较为合理，经营所得能对其债务利息的偿付提供充分的保障，四川高速整体偿债能力极强。

结论

综上，中诚信证评评定四川成南高速公路有限责任公司的主体信用级别为 **AA**，评级展望稳定；评定“四川成南高速公路有限责任公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）（面向合格投资者）”信用级别为 **AAA**。该信用级别考虑了四川高速公路建

设开发集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券还本付息起到的保障作用。

关于四川成南高速公路有限责任公司2020年 公开发行公司债券（第二期）（面向合格投资者）的跟踪评级安排

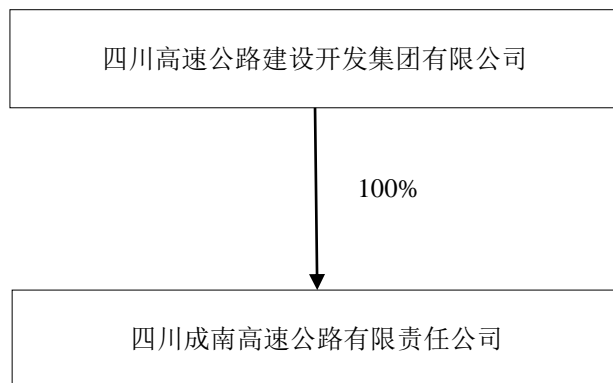
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

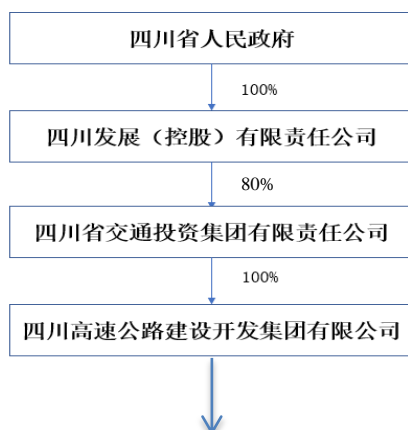
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：四川成南高速公路有限责任公司股权结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

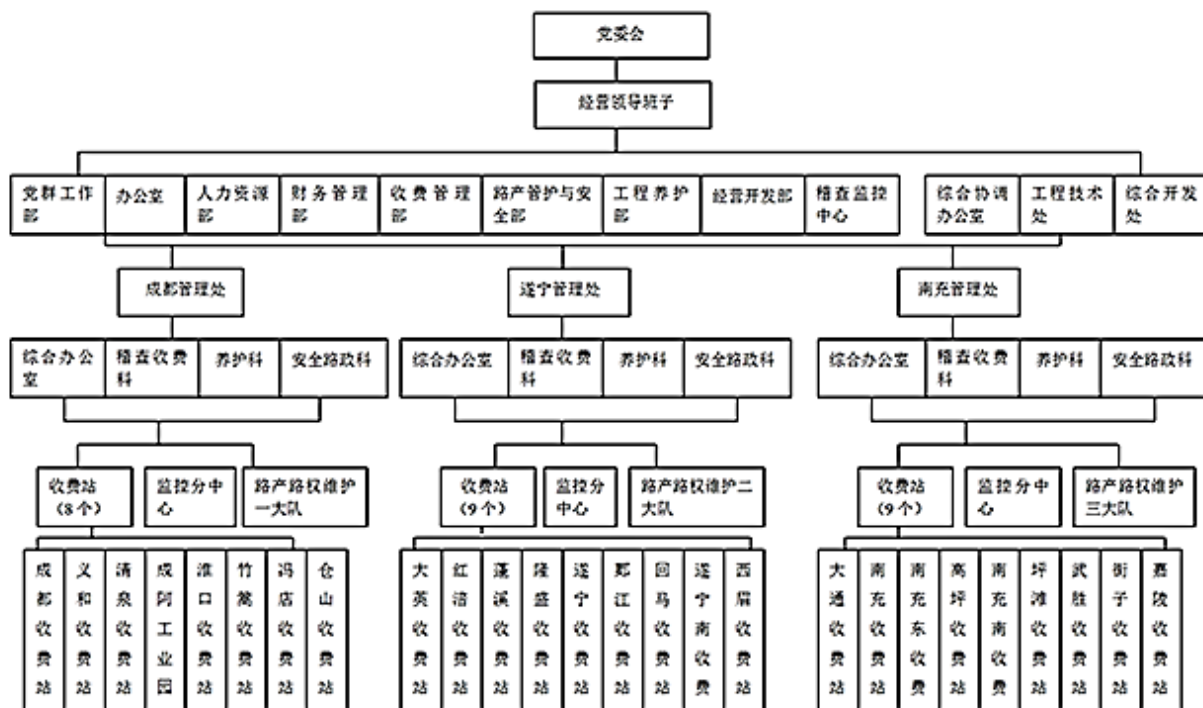
附二：四川高速公路建设开发集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月末）



序号	公司名称	实收资本 (万元)	持股比例	序号	公司名称	实收资本 (万元)	持股比例
1	四川都汶公路有限责任公司	1,000	99.88%	21	四川高路建筑工程有限公司	5,000	97.84%
2	四川雅西高速公路有限公司	20,000	99.97%	22	四川达万高速公路有限责任公司	10,000	97.71%
3	四川川西高速公路有限责任公司	2,000	100.00%	23	四川雅眉乐高速公路有限责任公司	20,000	98.41%
4	四川丽攀高速公路有限责任公司	10,000	100.00%	24	四川高速公路绿化环保开发有限公司	3,000	96.67%
5	四川广南高速公路有限责任公司	500	100.00%	25	四川省川北高速公路股份有限公司	10,500	95.91%
6	四川巴陕高速公路有限责任公司	10,000	100.00%	26	四川省川南高等级公路开发股份有限公司	197,939	95.71%
7	四川达陕高速公路有限责任公司	10,000	100.00%	27	四川川西投资管理有限责任公司	7,208	95.00%
8	四川巴达高速公路有限责任公司	10,000	100.00%	28	四川智能交通系统管理有限责任公司	8,850	94.92%
9	四川巴中川高交通投资有限责任公司	1,000	100.00%	29	四川川东高速公路有限责任公司	58,819	93.95%
10	四川成南高速公路有限责任公司	200,000	100.00%	30	四川广巴高速公路有限责任公司	10,000	93.75%
11	四川郎川公路有限责任公司	2,000	100.00%	31	四川南方高速公路股份有限公司	68,600	91.80%
12	四川广甘高速公路有限责任公司	10,000	100.00%	32	四川中通高速公路投资建设开发有限公司	15,000	90.61%
13	四川成德南高速公路有限责任公司	10,000	100.00%	33	四川仁沐高速公路有限责任公司	1,000	99.85%
14	四川纳黔高速公路有限责任公司	12,500	100.00%	34	四川巴南高速公路有限责任公司	10,000	81.08%
15	四川俄岗公路工程建设有限责任公司	1,000	100.00%	35	四川高路交通信息工程有限公司	5,050	66.00%
16	四川高速公路物资公司	300	100.00%	36	成都市绕城高速公路(西段)有限责任公司	20,000	65.00%
17	四川川高工程技术咨询有限责任公司	1,000	100.00%	37	四川交投实业有限公司	30,000	40.00%
18	四川攀西高速公路开发股份有限公司	25,000	99.39%	38	四川绵九高速公路有限责任公司	1,000	80.00%
19	四川达渝高速公路建设开发有限公司	266,190	99.13%	39	四川资潼高速公路有限公司	10,000	51.00%
20	四川高速公路房地产开发有限公司	4,000	98.75%	40	四川乐西高速公路有限责任公司	20,000	100.00%
				41	四川德会高速公路有限责任公司	10,432	74.86%

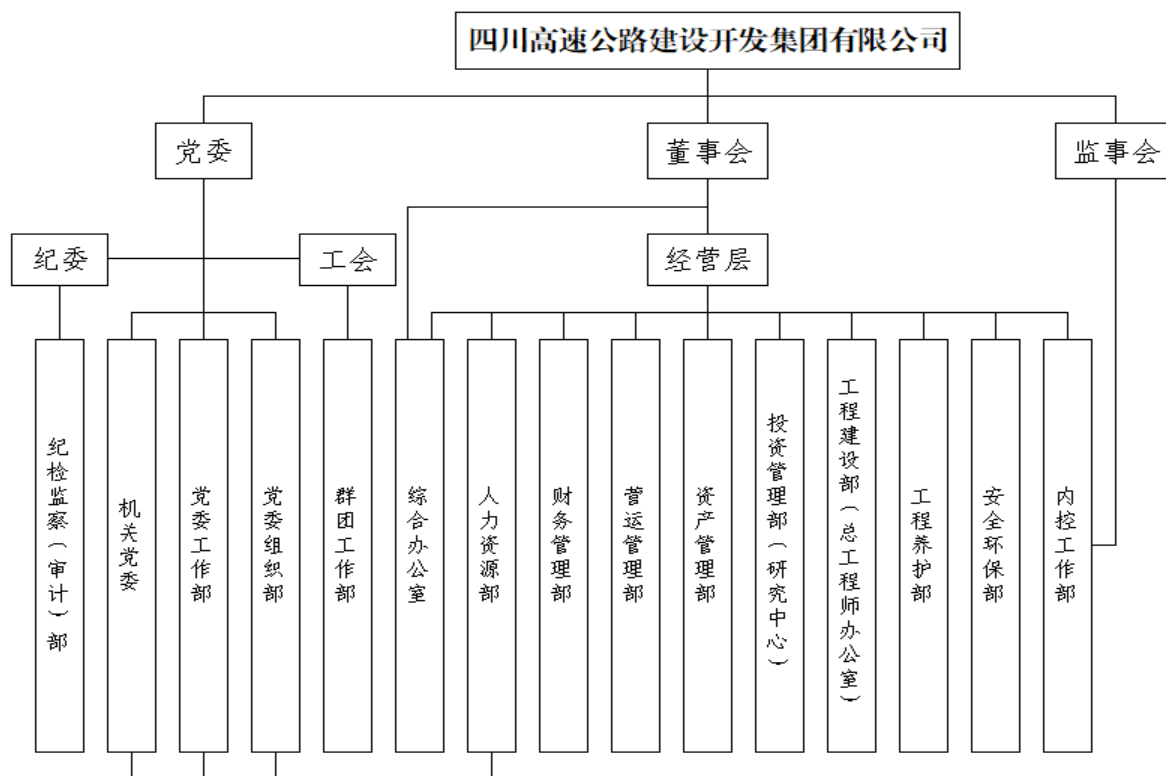
资料来源：四川高速提供，中诚信证评整理

附三：四川成南高速公路有限责任公司组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附四：四川高速公路建设开发集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：四川高速提供，中诚信证评整理

附五：四川成南高速公路有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	89,724.71	52,008.91	83,779.59	131,582.91
存货净额	172.48	5,874.32	10,525.58	16,602.08
流动资产	253,281.17	99,447.01	124,752.25	192,082.30
长期投资	1,490.00	1,490.00	1,490.00	1,490.00
固定资产合计	746,229.80	733,071.26	702,031.05	670,768.45
总资产	1,157,228.06	972,437.25	971,774.63	1,008,134.50
短期债务	39,997.13	50,581.15	71,990.15	-
长期债务	496,624.71	457,258.66	396,464.36	-
总债务（短期债务+长期债务）	536,621.84	507,839.81	468,454.51	-
总负债	575,262.70	555,164.12	544,793.18	540,851.85
所有者权益（含少数股东权益）	581,965.36	417,273.12	426,981.45	467,282.64
营业总收入	143,852.55	132,066.12	138,986.52	109,950.64
期间费用前利润	76,044.56	63,147.58	71,825.01	63,926.59
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	39,730.55	35,307.77	39,708.32	40,301.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	109,695.12	104,544.22	107,821.89	-
经营活动产生现金净流量	103,938.24	95,205.52	113,883.18	62,074.57
投资活动产生现金净流量	-45,304.76	-14,037.63	-4,733.54	-537.25
筹资活动产生现金净流量	-16,081.52	-118,883.69	-77,378.95	-13,734.00
现金及现金等价物净增加额	42,551.97	-37,715.80	31,770.68	47,803.32
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	54.30	48.24	52.10	58.55
所有者权益收益率（%）	6.83	8.46	9.30	-
EBITDA/营业总收入（%）	76.26	79.16	77.58	-
速动比率（X）	3.22	0.96	0.77	2.41
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.19	0.24	-
经营活动净现金/短期债务（X）	2.60	1.88	1.58	-
经营活动净现金/利息支出（X）	4.95	4.92	6.50	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.22	5.41	6.15	-
总债务/EBITDA（X）	4.89	4.86	4.34	-
资产负债率（%）	49.71	57.09	56.06	53.65
总资本化比率（%）	47.97	54.89	52.32	-
长期资本化比率（%）	46.04	52.29	48.15	-

注：上述债务包含长期应付款，所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附六：四川高速公路建设开发集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	832,324.56	1,334,252.27	1,040,010.58	1,401,272.53
存货净额	213,847.09	320,617.35	397,107.93	416,125.87
流动资产	1,825,487.25	2,474,217.78	1,871,856.28	2,304,458.40
长期投资	447,480.98	174,841.57	197,062.05	228,512.52
固定资产合计	15,842,329.11	18,938,626.86	19,558,434.44	19,373,738.58
总资产	19,986,280.01	23,462,522.13	24,748,117.74	26,041,130.65
短期债务	1,210,647.80	775,195.01	1,003,325.72	-
长期债务	12,405,521.18	13,676,983.44	13,973,731.47	-
总债务（短期债务+长期债务）	13,616,168.98	14,452,178.45	14,977,057.19	-
总负债	14,953,125.48	15,724,963.14	16,572,101.52	17,283,109.98
所有者权益（含少数股东权益）	5,033,154.53	7,737,558.99	8,176,016.22	8,758,020.67
营业总收入	1,791,967.38	2,042,000.31	2,235,514.02	1,743,132.31
三费前利润	599,950.50	588,927.88	683,452.78	697,122.29
投资收益	22,940.57	30,997.94	32,106.36	25,819.67
净利润	-68,572.51	10,232.15	-6,987.48	162,571.31
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	789,820.66	877,893.11	921,764.01	-
经营活动产生现金净流量	617,002.61	753,031.62	670,056.32	569,885.52
投资活动产生现金净流量	-699,202.28	-491,939.39	-1,218,754.76	-1,050,236.42
筹资活动产生现金净流量	240,965.19	266,782.85	254,745.31	838,745.18
现金及现金等价物净增加额	158,800.12	527,875.06	-293,953.12	358,394.28
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	34.19	29.27	30.93	40.34
所有者权益收益率（%）	-1.36	0.13	-0.09	-
EBITDA/营业总收入（%）	11.57	14.55	14.01	-
速动比率（X）	0.66	1.18	0.63	0.86
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.05	0.04	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.51	0.97	0.67	-
经营活动净现金/利息支出（X）	0.99	1.18	0.99	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.27	1.37	1.36	-
总债务/EBITDA（X）	17.24	16.46	16.25	-
资产负债率（%）	74.82	67.02	66.96	66.37
总资本化比率（%）	73.01	65.13	64.69	-
长期资本化比率（%）	71.14	63.87	63.09	-

注：上述债务包含长期应付款，所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附七：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 向中央银行借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

期间费用前利润 = 营业总收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附八：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

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

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日



营业执照

(副本)

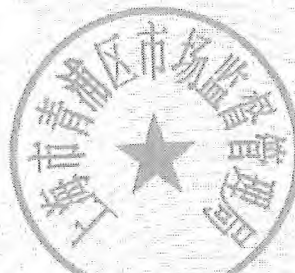
统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 290000000201711150322

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 上海市青浦区工业园区郊一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币 5000.0000 万元整
成立日期 1997年8月20日
营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2017年11月15日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李龙泉, 证件号码:321283198801150038, 于2015年10月25日参加证
券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201510313120614031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李龙泉, 证件号码:321283198801150038, 于2015年10月25日参加证
券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201510313160547031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡玲雅, 证件号码:330621199207172320, 于2019年07月06日参加证券市场基本法律法规考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201907310000106620180310000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡玲雅, 证件号码:330621199207172320, 于2019年06月01日参加金融市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201906310000106049000310000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡玲雅, 证件号码:330621199207172320, 于2019年09月01日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201909310000108373180310000

