

重庆高速公路集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：张逸菲 yfzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘 洁 jliu01@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 23 日

声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1384 号

重庆高速公路集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 渝高 01”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

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持重庆高速公路集团有限公司（以下简称“重庆高速”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 渝高 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司路产质量优良，在区域内具有较强的垄断地位、受益于股东支持，资本实力持续夯实、公司车流量和通行费收入持续增长等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司财务杠杆较高、受疫情影响，短期内通行费收入有下滑风险和面临一定资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响

概况数据

重庆高速（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,722.20	1,717.71	1,868.59	1,871.00
所有者权益合计（亿元）	502.84	504.72	579.80	570.50
总负债（亿元）	1,219.36	1,212.99	1,288.79	1,300.50
总债务（亿元）	1,123.63	1,121.84	1,179.53	1,186.33
营业总收入（亿元）	104.15	117.66	136.87	20.65
经营性业务利润（亿元）	-13.76	-4.21	-0.89	-12.18
净利润（亿元）	3.02	1.99	4.89	-12.16
EBITDA（亿元）	89.23	95.84	100.81	--
经营活动净现金流（亿元）	73.18	83.35	99.09	5.49
收现比（X）	1.07	1.02	1.08	0.97
营业毛利率（%）	37.89	34.93	34.09	15.80
应收类款项/总资产（%）	1.17	1.37	1.46	1.26
资产负债率（%）	70.80	70.62	68.97	69.51
总资本化比率（%）	69.08	68.97	67.04	67.53
总债务/EBITDA（X）	12.59	11.71	11.70	--
EBITDA 利息倍数（X）	1.63	1.74	1.83	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理，公司财务报表按照新会计准则编制，评级报告中财务数据均采用期末数；2、将公司各期财务报告中“长期应付款”中带息部分金额纳入长期债务核算；3、将 2017 年度财务报告“其他应付款”中带息部分金额纳入短期债务核算；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标略去。

正 面

■ **公司路产质量优良，在区域内具有较强的垄断地位。**作为重庆市最重要的高速公路建设运营企业，公司控股的高速公路里程占重庆市高速公路通车里程比例高，整体路产质量优良，公司在重庆市内高速公路领域具有极其重要的地位。

■ **受益于股东支持，资本实力持续夯实。**作为直属于重庆市国有资产监督管理委员会及重庆市交通委员会双重管理的高速公

路投资运营公司，股东将重庆市交通投资有限公司（以下简称“重庆交通”）和重庆巨能建设（集团）有限公司（以下简称“巨能集团”）100%的股权无偿划转给公司，将重庆航运建设发展（集团）有限公司（以下简称“航发司”）51%的股权无偿划转至公司，资本实力进一步夯实。

■ **公司车流量和通行费收入持续增长。**2019 年，公司实现通行费收入 96.22 亿元，车流量为 38,574.54 万辆，逐年增长，公司主业继续保持良好的经营获现能力。此外，公司路产培育效果初显，当年公司经营性业务利润亏损明显下降。

关 注

■ **公司财务杠杆较高。**公司总债务规模较大且逐年上升，截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.51% 和 67.53%，财务杠杆较高。

■ **受疫情影响，短期内通行费收入有下滑风险。**疫情对收费公路企业造成冲击，导致公司 2020 年一季度通行费收入下滑。高速公路行业受政策变动影响较大，中诚信国际将持续关注疫情对收费公路行业及公司通行费收入的影响。

■ **公司面临一定资本支出压力。**截至 2019 年末，公司在建收费公路项目 1 个，新增拟建项目 2 个，在建拟建项目合计总投资规模大，公司面临一定资本支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，重庆高速公路集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司核心路产被划出，通行费收入持续大幅下降；债务规模急剧上升，偿债压力持续增加，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较

省级交通投资企业 2019 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
重庆高速公路集团有限公司	1,868.59	579.80	68.97	136.87	4.89	99.09
江西省高速公路投资集团有限责任公司	3,304.87	1,285.68	84.16	280.95	20.75	197.88
河北交通投资集团公司	1,952.90	523.49	73.19	106.03	-3.25	105.16

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
20 渝高 01	AAA	AAA	25.00	25.00	2020/5/11~2025/5/11

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

重庆高速公路集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）（债券简称为“20 渝高 01”、债券代码为“163526.SH”）于 2020 年 5 月 11 日完成发行，期限为 5 年。按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。实际发行额为 25.00 亿元，最终票面利率为 3.29%。截至 2020 年 5 月末，募集资金未使用额度为 7.56 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨

慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

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；受疫情影响，全国高速公路免收通行费期限大幅延长，相关补偿政策尚未明确

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。

表 1：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。
《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。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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，不得在主线上设置收费站”。

2019 年 5 月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019 年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用 ETC 比例达到 90% 以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计

费方式，自 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《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。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。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。

2020 年 2 月 15 日，交通运输部下达通知，自

2020年2月17日零时起至防控结束，全国收费公路免收车辆通行费。具体截止时间另行通知。此次免费经依法批准设置的所有收费公路(含收费桥梁和隧道)，免费对象为依法通行收费公路的所有车辆。全国高速公路免收通行费期限大幅延长，相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。

重庆市经济的稳定发展，民用机动车保有量的增长扩大了当地交通基础设施的市场需求，为公司业务发展提供了良好的外部条件

近年来，重庆经济持续稳定增长，综合经济实力显著增强。2019年重庆市地区生产总值23,605.77亿元，比上年增长6.3%。按产业分，第一产业增加值1,551.42亿元，增长3.6%；第二产业增加值9,496.84亿元，增长6.4%；第三产业增加值12,557.51亿元，增长6.4%。三次产业结构比为6.6:40.2:53.2。按常住人口计算，重庆市人均地区生产总值75,828元，比上年增长5.4%。固定资产投资总额比上年增长5.7%。其中，基础设施建设投资下降0.7%；民间投资增长3.3%。

随着地方经济的增长和居民收入水平的提高，重庆市民用机动车保有量也保持持续增长。截至2019年末重庆市民用车辆拥有量653.95万辆，比上年末增长3.5%，其中私人汽车拥有量403.20万辆，增长11.0%。民用轿车拥有量236.01万辆，增长11.1%，其中私人轿车215.24万辆，增长10.6%。地区机动车保有量的增长直接扩大了当地交通基础设施的市场需求。

表 2：重庆市民用车辆拥有量及其增速

时间	重庆市民用机动车辆保有量（万辆）	增幅
2013	407.62	4.6%
2014	441.07	8.2%
2015	462.32	4.8%
2016	510.25	10.4%
2017	567.50	11.2%
2018	630.21	11.4%
2019	653.95	3.5%

资料来源：重庆市国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

2019年，重庆市货运量和客运量分别为11.28亿吨和6.36亿人次，其中客运量较2018年增长0.10%。作为一个多山地的内陆城市，公路在重庆市综合交通运输体系中占有非常重要的地位。

在《国家公路网规划（2013~2030年）》提到的国家高速公路布局方案中，有多条高速公路经过重庆，包括上海至重庆、上海至成都、包头至茂名、银川至昆明和兰州至海口等，作为我国西部地区的国家中心城市，重庆市的高速公路发展前景非常广阔。

由于公路运输在西部地区发挥着重要作用，重庆市特别重视公路网络的发展，而发展高速公路是完善公路交通体系的重中之重。截至2019年末，全市高速公路通车总里程3,233公里，公路路网密度211公里/百平方公里。2014年3月，重庆市政府公布了《重庆市人民政府关于重庆市高速公路网规划（2013~2030）的批复》（渝府[2014]20号）。根据上述文件要求，重庆市到2030年规划建成“三环十二射七联线”高速公路网，通车里程达到4,000公里以上，省际通道达到28个。

综合来看，稳定发展的地区经济为当地交通基础设施建设提供了有利的外部条件和经济基础，民用汽车拥有量的持续增长也拉动了对高速公路等基础设施的需求。

目前公司路产及通行费收入规模很大，在重庆市具有垄断优势，2019年车流量和通行费收入均呈上升趋势，未来随着新通车项目的逐年成熟及在建项目的陆续通车，公司路产规模将进一步增加。但随着在建拟建项目的推进，公司未来面临一定的资本支出压力；此外，公司积极拓展其他业务板块，扩大经营性收入来源

重庆高速是重庆市最主要的高速公路运营主体，截至2019年末，公司控股运营的高速公路里程达2,128公里，占重庆市高速公路总通车里程的68.80%，公司路产均为经营性高速公路，收费年限均为30年。近年来，随着公司在建高速公路陆续完

工转固，公司通车里程持续增长，其中 2016 年公司新增通车路段为酉沿高速、江碁高速、丰忠高速和梁忠高速，新增通车里程合计 182.40 公里；2017 年公司新增通车路段为渝广项目、南道项目、万利路项目，通车里程为 155.49 公里。此外，2015 年 5 月 29 日，经重庆市国资委《关于重庆建工集团股份有限公司协议转让重庆建工涪南高速公路有限公司股权有关事宜的批复》（渝国资[2015]133 号）同意，

重庆建工集团股份有限公司（以下简称“建工集团”）将所持重庆涪南高速公路有限公司（原重庆建工涪南高速公路有限公司，以下简称“涪南高速公路”）100%股权作价 234,721.50 万元协议转让给公司，转让价款已支付完毕，2016 年 10 月起，涪南高速公路纳入公司合并范围。涪南高速公路下辖一条南涪高速，通车里程 55.97 公里。

表 3：截至 2019 年末公司已通车路产情况（公里、亿元、年）

路段名称	开工时间	性质	里程	通车时间	总投资	收费年限	路段性质
成渝高速重庆段	1990.09.25	国高网	114.51	1994.10.18	18.40	1994~2024	经营性路段
渝合项目	1999.06.30	国高网	58.72	2002.06.28	30.50	2002~2032	经营性路段
梁万项目	2000.02.16	国高网	67.20	2003.12.26	29.60	2003~2033	经营性路段
长梁项目	2001.04.10	国高网	114.00	2003.12.26	25.60	2003~2033	经营性路段
渝邻项目	2001.09.18	国高网	53.11	2004.07.19	17.30	2004~2034	经营性路段
綦万项目	2002.06.14	地方高速	32.31	2004.09.15	11.00	2004~2034	经营性路段
武合项目	2003.06.18	国高网	33.80	2005.12.28	13.60	2005~2035	经营性路段
万开项目	2004.01.01	地方高速	30.42	2006.12.27	19.40	2006~2036	经营性路段
界水项目	2004.08.06	国高网	84.87	2007.11.28	52.80	2007~2037	经营性路段
万云项目	2004.12.26	国高网	78.26	2008.12.27	63.60	2008~2038	经营性路段
绕城西段	2005.10.29	地方高速	51.06	2008.12.26	32.60	2008~2038	经营性路段
绕城南段	2005.10.29	地方高速	50.16	2009.12.29	35.70	2009~2039	经营性路段
石忠项目	2005.05.31	国高网	80.33	2009.9.28	65.90	2009~2039	经营性路段
水武项目	2005.12.31	国高网	55.00	2009.9.28	46.30	2009~2039	经营性路段
彭武项目	2005.05.31	国高网	65.00	2009.12.15	60.50	2009~2039	经营性路段
黔彭项目	2005.12.31	国高网	70.64	2009.12.15	56.60	2009~2039	经营性路段
绕城东段	2005.10.29	地方高速	36.78	2009.12.29	24.20	2009~2039	经营性路段
绕城北段	2005.10.29	地方高速	49.29	2009.12.29	48.40	2009~2039	经营性路段
江合项目（一期）	2006.06.18	国高网	30.65	2009.12.29	12.90	2009~2039	经营性路段
江合项目（二期）	2012.3.15	地方高速	17.64	2012.12.31	11.00	2012~2042	经营性路段
黔西项目	2005.11.18	国高网	60.55	2010.9.30	41.60	2010~2040	经营性路段
西洪项目	2005.11.18	国高网	77.39	2010.9.30	55.60	2010~2040	经营性路段
奉云项目	2005.11.18	国高网	71.36	2010.9.26	57.70	2010~2040	经营性路段
奉巫项目	2005.11.18	国高网	30.00	2010.9.26	51.10	2010~2040	经营性路段
奉巫项目（二期）	2007.11.20	国高网	29.55	2012.12.31	36.00	2012~2042	经营性路段
奉溪项目	2009.12.30	地方高速	46.40	2013.12.30	47.11	2013~2043	经营性路段
万南项目	2009.9.28	国高网	29.90	2013.12.12	25.30	2013~2043	经营性路段
成渝复线项目	2010.10.30	国高网	78.60	2013.12.25	80.43	2013~2043	经营性路段
铜永项目	2012.12.	国高网	63.70	2015.9.26	38.53	2015~2045	经营性路段
开开项目	2012.8.8	国高网	41.23	2015.2.4	33.16	2015~2045	经营性路段
黔恩项目	2010.10.	国高网	20.10	2015.12.30	25.74	2015~2045	经营性路段
酉沿项目	2013.7.18	国高网	31.10	2016.6.15	35.90	2016~2046	经营性路段
江碁项目	2013.4.12	国高网	47.80	2016.9.27	47.20	2016~2046	经营性路段
丰忠项目	2012.12.27	国高网	31.90	2016.12.9	31.90	2016~2046	经营性路段
梁忠项目	2013.07.18	国高网	71.60	2016.12.9	63.60	2016~2046	经营性路段
南涪项目	2010.4.9	国高网	55.97	2013.9.28	67.59	2013~2043	经营性路段
渝广项目	2013.8	国高网	69.81	2017.9.20	78.27	2017~2047	经营性路段
南道项目	2011	国高网	33.27	2017.10.19	36.58	2017~2047	经营性路段
万利路项目	2014.7.10	国高网	52.41	2017.12.26	81.28	2017~2047	经营性路段
渝黔项目	1996.5	国高网	11.23	2001.10.1	4.62	2001~2031	经营性路段
合计	--	--	2,127.62	--	1,615.11	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司目前所辖成渝高速、渝宜高速（包括梁万项目、长梁项目、万云项目、奉云项目、奉巫项目及奉巫项目（二期））、渝黔高速、渝武高速（武合项目）、渝邻高速和垫忠高速等高速公路，所处地理位置优越，是连接重庆市与周边省份陆路交通的大走廊，也是《国家高速公路网规划》中“7918”网的组成路段，在国家主干线网中居于重要地位。

其中，渝邻高速和渝湘高速（界石-水江段、黔江-酉阳段、酉阳-洪安段）是国家高速公路网第7条南北纵线（包头-茂名）的组成路段；渝武高速和渝黔高速是国家高速公路网第8条南北纵线（兰州-海口）的组成路段；成渝高速是国家高速公路网第9条南北纵线（重庆-昆明）的组成路段；部分渝宜高

速（太平立交-云阳段）和部分垫忠高速（太平立交-川渝界段）是国家高速公路网第10条东西横线（上海-成都）的组成路段；部分渝宜高速（北环立交-太平立交段）和部分垫忠高速（太平立交-忠县段）是国家高速公路网第11条东西横线（上海-成都）的组成路段；重庆绕城高速由外环高速西段、东段、北段、南段组成，为交通部12条典型示范路中唯一的绕城公路项目；云奉高速和奉巫高速为宜万高速最后两段，通车后将极大地缩短重庆主城到重庆市巫山县新城的时间；酉洪高速和黔西高速是国家高速公路（G65）包茂高速重庆境内的一部分，为国家高速公路网“7918”规划的第7纵线，也是重庆市规划的“二环八射”主骨架高速公路网中重要的射线之一。

表 4：2017~2019 年公司下属公司通行费收入及车流量情况

路段名称	通行费收入（万元）			车流量（万辆次）		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
成渝项目	87,832.79	73,649.73	79,252.39	2,950.60	3,108.02	3,446.60
渝黔项目	6,821.48	7,676.24	7,447.63	1,278.20	1,293.38	1,278.75
渝合项目	51,136.29	57,902.45	58,245.16	2,695.95	2,676.36	2,761.82
长万项目	70,064.27	75,279.35	77,783.83	1,511.24	1,526.13	1,632.07
渝邻项目	32,355.13	29,636.67	30,733.30	890.13	867.53	954.64
綦万项目	8,868.90	9,636.24	9,899.41	570.32	636.08	648.23
武合项目	11,292.53	10,252.73	10,713.71	546.27	527.02	561.83
万开项目	9,382.32	11,042.40	11,523.96	770.08	866.06	924.07
水界项目	66,003.61	68,354.75	84,598.19	1,694.98	1,896.19	2,129.03
万云项目	32,675.40	36,639.40	36,583.57	970.71	1,120.86	1,205.10
绕城西南项目	78,733.80	90,304.30	98,135.27	5,155.14	5,410.44	6,073.26
石忠项目	25,317.20	25,018.67	29,137.62	600.52	654.84	682.38
水武项目	37,933.71	37,349.95	40,447.15	659.77	674.97	718.46
武黄项目	12,267.14	12,011.48	12,896.49	452.30	433.40	468.30
黄彭项目	19,492.77	19,121.61	20,294.52	493.07	472.20	504.43
彭黔项目	30,843.18	29,950.03	31,571.16	536.42	501.15	524.74
江合项目	22,688.56	24,544.88	25,511.26	1,114.08	1,301.32	1,431.98
绕城东北项目	49,007.95	56,437.00	60,790.58	3,183.71	3,144.52	3,617.88
云奉项目	15,861.99	19,148.50	19,035.01	518.93	604.91	683.41
奉巫项目	13,622.11	17,031.13	15,644.17	277.61	324.76	344.13
黔西项目	22,352.19	21,810.98	23,070.21	357.56	330.15	351.63
酉洪项目	37,687.07	36,721.30	38,861.61	610.10	607.42	650.56
南涪项目	9,211.44	12,931.52	12,811.36	503.84	592.67	624.88
南万项目	3,773.27	4,332.21	4,441.98	268.84	304.03	317.49
渝蓉项目	64,425.40	63,488.48	64,814.20	1,407.27	1,459.00	1,660.94
奉溪项目	4,831.59	5,092.39	5,254.51	195.66	207.18	224.00
开开项目	5,419.76	7,234.20	7,451.07	249.73	305.10	337.67
酉沿项目	1,907.67	1,932.61	2,129.67	74.89	79.13	88.68
铜永项目	9,406.10	10,295.90	11,580.58	710.56	777.68	865.13
黔恩项目	1,440.78	1,300.86	1,471.45	99.52	103.24	117.93
江碁项目	7,050.21	8,600.48	9,585.00	385.46	412.64	420.81

梁忠项目	7,134.42	9,278.99	9,553.48	308.71	369.75	413.75
丰忠项目	3,045.74	1,960.03	2,118.35	108.41	93.69	102.38
南道项目	1,428.56	7,644.23	9,779.22	59.40	316.29	364.10
渝广项目	2,648.21	15,499.41	22,357.93	64.96	529.75	918.85
万利项目	107.06	7,962.02	10,296.43	6.53	451.03	524.63
合计	864,070.60	927,073.12	995,821.45	32,281.47	34,978.89	38,574.54

注：表中通行费收入为业务口径统计数据，与财务口径统计存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司运营的高速公路里程迅速增加，随着路网效应的逐步显现，公司通行费收入呈持续快速增长态势，2017~2019年及2020年1~3月，公司分别实现通行费收入84.61亿元、90.07亿元、96.22亿元和7.74亿元。从路段来看，公司通行费收入主要来自绕城高速（包括绕城西段、绕城南段、绕城东段和绕城北段）、长万高速（包括梁万项目和长梁项目）、成渝高速重庆段、界水高速和渝蓉高速（成渝复线项目），该五条高速均为国家高速公路网或国道主干线的组成路段，其中成渝高速重庆段和长万高速分别连接重庆市区和成都、万州，路网地位优越，盈利能力强；绕城高速公路系根据实际通行量的70%折算通行费收入返还给公司。2019年公司实现通行费收入96.22亿元，同比增长6.83%。其中，占通行费收入比重较大的路段包括绕城高速（西南占9.85%，东北占6.10%）、成渝高速（占7.96%）、长万高速（占7.81%）、渝蓉高速（占6.51%）、界水高速（占8.50%）和渝合高速（占5.85%），上述高速公路多为国家高速公路网或国道主干线的组成路段，路网地位优越，盈利能力强。2019年，渝黔高速、奉巫高速的通行费收入有所下降，主要是受到道路定期维修、并行线路分流等因素影响，分别同比下降3.07%和8.87%。同期，公司下辖界水高速、石忠高速、铜永高速、黔恩高速、江碁高速、南道高速、渝广高速、万利高速的通行费收入快速增长，2019年通行费收入增速

在10.27%~30.68%之间，主要得益于车流量持续培育、路网规模效应显现。

从路产车流量的整体情况来看，公司部分高速公路于2010~2016年新通车，仍在培育期内，但总体来看车流量呈平稳增长态势。2019年公司下属路产车流量达到38,574.54万辆，部分新通车路段车流量仍处于较低水平。未来，随着公司建设中的城开高速和渝广高速等陆续通车，公司路网效应将进一步加强，在重庆建设长江上游地区的经济中心和城乡统筹发展直辖市的背景下，公司的通行费收入将持续增长。

公司高速公路收费结算方面，公司经营管理的公路已全部纳入重庆市高速公路网，实施全市联网收费，统一结算。由公司下属的营运分公司委托银行负责各条路段收费，每日存入营运分公司的专用收费账户，再于每月集中上划营运收入至公司的专用收费账户。

收费标准方面，公司经营管理的公路收费分为两类：一类为载客类汽车；一类为载货类汽车。

载客类汽车的费率标准根据不同高速公路路段的造价成本制定，一类车收费标准在0.5元/车公里至0.9元/车公里之间，二、三、四类车按相应的收费系数进行加乘，即单公里收费价格=某类车收费标准×相应车型的收费系数。

表 5：载客类汽车的收费标准

收费项目名称	客车收费标准（元/车·公里）				客车结构物加收
	一类客车	二类客车	三类客车	四类客车	
成渝高速公路（重庆段）、渝涪、渝黔高速公路（一期）、渝黔高速公路部分路段、渝武高速公路渝合段、万长高速公路、长寿湖高速公路、渝遂高速公路重庆段、水界、忠垫、云万、石忠、水武、彭水至武隆、黔江至彭水、江合、奉云、巫奉、酉阳至黔江、洪安（湘渝界）至酉阳、重庆三环高速公路南川双河口至涪陵李渡段	0.5	1	1.5	2	一类客车隧道按5元/车·座次计收，缙云山隧道按10元/车·座次计收。二至四类客车以一类客车为基

					数, 收费系数为 2: 3: 4;
渝黔高速公路部分路段、涪丰石、万南、沿江高速公路主城至涪陵段项目一期、渝蓉、奉溪、重庆三环高速公路铜梁至合川段、重庆三环高速公路永川双石至江津塘河段、万达高速公路重庆开县至四川开江段、重庆三环高速公路铜梁至永川段、黔江至恩施高速公路、酉阳至沿河高速公路(重庆段)、重庆三环高速公路江津至綦江段、G5515 张南高速梁忠段、丰忠高速公路、G69 沿江高速忠县至万州段、秀松高速公路重庆段、G85 银昆高速重庆至广安高速公路(重庆段)、南川至道真高速公路(重庆段)、九永高速公路、万州至利川高速公路(重庆段)、重庆江津至贵州习水(重庆境)高速公路主线、潼荣	0.65	1.3	1.95	2.6	
万长高速公路	0.896	1.792	2.688	3.584	
渝邻高速公路重庆段、綦万、渝武、绕城高速公路西南段、绕城高速公路东北段	0.6	1.2	1.8	2.4	
万开高速公路、重庆江津至贵州习水(重庆境)高速公路四面山支线	0	0	0	0	一类客车铁峰山1#隧道、南山隧道分别按5元/车·座次计收, 铁峰山2#隧道按10元/车·座次计收。二至四类客车以一类客车为基数, 收费系数为2: 3: 4

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

货车计重收费为基本费率 0.40 元/吨公里或 0.06 元/吨公里+桥隧通行费(4 元/车·座次或 8 元/车·座次)收费的高速公路项目。一类货车按车(轴)行费 4.00 元或 8.00 元/车次; 以一类货车为基数, 收费系数为 1.8: 3.3: 4.08: 4.9: 5.44, 6 轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的 7.50 倍计收。

型收费标准调整为基本费率 0.40 元/车公里+桥隧通

表 6: 货车收费标准(元/吨公里)

收费项目名称	货车收费标准(元/公里)							货车结构物加收
	一类货车	二类货车	三类货车	四类货车	五类货车	六类货车	6 轴以上的大件运输车辆	
重庆三环高速公路铜梁至合川段、重庆三环高速公路铜梁至永川段、黔江至恩施高速公路、江津至綦江段、G5515 张南高速梁忠段、丰忠高速公路、G69 沿江高速忠县至万州段、秀松高速公路重庆段、G85 银昆高速重庆至广安高速公路(重庆段)、潼荣高速公路、重庆江津至贵州习水(重庆境)高速公路主线、万州至利川高速公路(重庆段)、南川至道真高速公路(重庆段)、九永高速公路	0.60	1.08	1.98	2.45	2.94	3.26	4.50	--
成渝、渝涪、渝黔、渝武、万长、长寿湖、渝邻、綦万、渝遂、水界、忠垫、云万、绕城、石忠、水武、彭水、黔江、江合、绕城、风云、巫凤、酉黔、洪安、万南、渝蓉、奉溪、涪丰、万开	0.4	0.72	1.32	1.632	1.96	2.176	3	一类货车(含专项作业车)中部分隧道按 4 元/车·座次计收, 缙云山隧道按 8 元/车·座次计收。二至六类货车(含专项作业车)以一类货车为基数, 收费系数为 1.8: 3.3: 4.08: 4.9: 5.44, 6 轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的 7.50 倍计收
万开高速公路、重庆江津至贵州习水(重庆境)高速公路四面山支线	0	0	0	0	0	0	0	一类货车(含专项作业车)铁峰山 1#隧道、南山隧道分别按 4

								元/车 座次计收，铁峰山 2#隧道按 8 元/车 座次计收。二至六类货车（含专项作业车）以一类货车为基数，收费系数为 1.8：3.3：4.08：4.9：5.44，6 轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的 7.50 倍计收
--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产养护方面，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司分别发生养护费用 6.80 亿元、9.30 亿元、7.58 亿元和 0.44 亿元，占通行费收入的比重分别为 8.04%、10.34%、7.87% 和 5.68%，公司养护费用随通车里程增长而逐年上升，其中 2017 年，受益于通行费收入的迅速增长，其占通行费收入的比重有所下降；2018 年因重庆市政府“畅通重庆”安排，将公司所辖区域内隧道路灯全部换新，使得养护支出大幅增加。2019 年专项养护支出和日常养护支出有所减少。

表 7：2017~2020 年 3 月公司路产养护支出情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
日常养护支出	3.07	3.48	2.88	0.40
专项工程支出	3.73	5.82	4.70	0.04
合计	6.80	9.30	7.58	0.44
占通行费收入比重（%）	8.04	10.34	7.87	5.68

表 8：截至 2019 年末公司在建高速公路情况（公里、亿元、%）

项目名称	总投资	资本金占比	建设里程	建设期	资本金到位	已完成投资	投资计划	
							2020	2021
城开高速	234.59	60%	128.13	2017~2023	17.95	76.10	41.35	35.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2019 年末，公司拟建项目主要为渝湘扩能项目和巫云开项目，渝湘扩能项目总里程约 285.03 公里，分为巴南至彭水、彭水至酉阳和武隆至道真三个项目，项目总投资估算约 645.77 亿元，项目资本金为项目总投资的 20%，公司自筹建设资金约 520 亿元。巫云开项目建设里程全长 118.60 公里，投资总金额为 218.38 亿元，平均每公里 1.84 亿元；建筑安装工程费用为 170.44 亿元，占投资总额的 78.05%。项目业主自筹资本金占总投资的 60%，商业银行贷款占 40%，建设工期为 4 年。

目前公司路产及通行费收入规模很大，在重庆市具有垄断优势。2020 年一季度，公司通行费收入

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司在建高速公路项目 1 个，为城开高速（开县至城口）项目，为政府收费还贷性公路，建设里程 128.13 公里，计划总投资 234.59 亿元，截至 2019 年末已完成投资 76.10 亿元。

城开高速因性质为政府收费还贷公路，资本金占总投资的比例为 60%，项目总投资为 234.59 亿元，资本金 140.75 亿元，其中交通部拨款 63.81 亿元、重庆市财政补助 76.94 亿元。截至 2019 年末，城开高速资本金已到位 17.95 亿元，其余资本金将随着道路建设进度陆续到位。总体来看，截至 2019 年末，公司在建项目尚需投资 158.49 亿元，未来仍面临一定投资压力。

下滑明显，新冠疫情对公司 2020 年的整体收入水平和盈利能力已产生较大的影响。但是，中诚信国际认为新冠疫情对公司营业收入的影响更多体现为阶段性而非趋势性，疫情不会削弱公司的区域地位和路产竞争力，随着高速公路恢复收费，公司通行费收入正在逐步恢复。

公司其他业务主要围绕主业开展，为拓宽公司经营收入渠道，促进其多元化经营发展，重庆市政府原则同意公司依托高速公路路网，在主城周边和重要节点建设物流基地、仓储配送中心、专业市场和商业服务设施，督促有关区县政府在规划建设、招商引资、政策支持方面予以支持，并原则同意公司加强服务区、加油站的市场化自主经营。目前公

司其他业务收入主要来源于油品销售、稀释沥青销售、电力发电、工程施工、租赁业务和广告等，其中电力发电业务系 2019 年子公司并入新增业务。公司仍在积极拓展高速公路衍生业务新业态，其他业务收入规模有望继续扩大。

财务分析

2019 年，公司通行费收入有所增长，随着公司油品销售业务的逐步发展，通行费收入占比小幅下降。公司期间费用率较高，对利润形成一定侵蚀；受益于投资收益增加，当期公司利润总额大幅增加

随着公司新建路产不断投产运营，通车里程稳步增长，通行车流量不断增加，公司通行费收入持续平稳增长，2019 年，通行费收入较 2018 年增长 6.15 亿元，同期通行费收入占营业总收入的比重分别为 70.30%，随着公司油品销售业务的逐步发展，通行费收入占比持续下降。2020 年 1~3 月公司实现营业总收入 20.65 亿元，其中通行费收入 7.74 亿元，疫情导致 2020 年一季度通行费收入大幅下滑。

毛利率方面，2019 年，公司的营业毛利率为 34.09%，较上年有所下滑。同期，公司通行费业务毛利率为 43.38%，较上年小幅上升；其他业务毛利率分别为 12.10%，油品销售毛利率升高主要是因为公司于 2018 年末新开通 6 座加油站，使得 2019 年油品零售业务增长较快。2020 年 1~3 月，公司营业毛利率为 36.68%，其中通行费业务毛利率为 15.80%，因疫情期间减免通行费政策影响，使得通行费收入毛利率大幅下滑；其他业务毛利率为 9.94%。

表 9：近年来公司营业收入和毛利率情况（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.3
通行费收入	84.61	90.07	96.22	7.74
其他	19.54	27.59	40.65	12.92
合计	104.15	117.66	136.87	20.65
毛利率	2017	2018	2019	2020.3
通行费收入	43.98	42.42	43.38	25.58
其他	11.5	10.48	12.10	9.94
综合毛利率	37.89	34.93	34.09	15.80

注：分项数和合计数不相等主要系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年，公司期间费用合计为 59.78 亿元，较上年小幅下降。公司的期间费用以财务费用为主，近三年财务费用占期间费用的比重在 90% 以上，随着公司高速公路通车后利息停止资本化，且公司的债务规模持续上升，财务费用呈持续增长趋势。从期间费用收入占比来看，得益于公司营业总收入的稳定增长，2019 年公司期间费用率为 43.67%，占比有所下降但仍维持在较高水平。2020 年 1~3 月，公司期间费用合计 15.42 亿元，受营业收入下滑的影响，期间费用率上升至 74.68%。

2019 年公司实现利润总额为 7.29 亿元，其中经营性业务利润主要来自公路收费业务。由于公司部分路产尚处于培育期，收入贡献较小，且公司债务规模较大导致财务费用较高，公司经营性业务利润持续为负，2019 年公司产生的经营性业务亏损为 0.89 亿元，缺口有所收窄，主要系期间费用率下滑所致；同期，公司投资收益为 3.26 亿元，同比增长 89.53%，主要来自于对联营企业进行权益法确认时确认的投资收益以及理财产品收益；资产处置收益 4.82 亿元，主要系处置土地资产所致。此外，2017~2019 年，公司获得政府补助分别为 15.46 亿元、16.59 亿元和 13.24 亿元，政府补助对公司利润总额形成了有力补充。2020 年 1~3 月，公司实现利润总额-12.02 亿元，其中，经营性业务亏损为 12.18 亿元，投资收益 0.16 亿元。

表 10：近年来公司盈利能力情况（亿元、%）

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计（亿元）	53.10	60.23	59.78	15.42
营业总收入（亿元）	104.15	117.66	136.87	20.65
期间费用率	50.98	51.19	43.67	74.68
经营性业务利润	-13.76	-4.21	-0.89	-12.18
资产减值损失	2.46	0.20	0.23	0.001
投资收益	2.35	1.72	3.26	0.16
营业外损益	18.21	0.91	0.34	-0.004
其他收益	0.65	15.85	13.21	0.05
营业外收入	18.69	0.99	0.55	0.10
资产处置收益	0.61	5.60	4.82	--
利润总额	4.95	3.82	7.29	-12.02

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受益于股权划入，公司资产规模大幅增加，债务规模亦有所增长，但资本结构和债务结构较为合理

受益于股权划入和政府注资，公司资产规模大幅增加，2019 年末总资产为 1,868.59 亿元，其中非流动资产占总资产比重分别为 93.94%，主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。2019 年末，公司固定资产较 2018 年末增加 35.82 亿元，主要系公司公路资产及新并入子公司房产和机械设备所致；同期，长期股权投资为 89.54 亿元，较上年末增加 35.56 亿元，主要系当期划转 30% 建工集团股份至公司增加长期股权投资 21.40 亿元；公司投资成立重高铁发（重庆）商业保理有限公司增加长期股权投资 2.50 亿元，成立奉建高速公路有限公司，增加长期股权投资 2.01 亿元；向铁发建新，铁发双合高速公路有限公司追加投资 11.20 亿元。截至 2019 年末，长期股权投资主要系公司对重庆长合高速公路有限公司、建工集团、重庆铁发建新高速公路有限公司和重庆渝涪高速公路有限公司的投资，投资成本分别为 9.50 亿元、21.40 亿元、12.29 亿元和 12.63 亿元。2019 年，在建工程较上年末增加 62.99 亿元，主要系新并入航发司增加大量在建工程及城开项目在建增加 40.03 亿元投入所致。流动资产方面，2019 年末，存货较 2018 年末增加 7.88 亿元，主要系子公司存货同比增长及新并入航发司存货 4.17 亿元。其他流动资产由 15.21 亿元增加至 21.57 亿元，主要系结构性存款增加所致。截至 2020 年 3 月末，公司总资产进一步增加至 1,871.00 亿元，其中固定资产、在建工程和长期股权投资分别为 1,522.73 亿元、88.18 亿元和 86.20 亿元。

2019 年末，公司总负债为 1,288.79 亿元，以非流动负债为主，随着公司项目的投入和合并范围的扩大，长期借款和应付债券持续增长，2019 年末分别为 1,025.70 亿元和 104.89 亿元，债务结构以长期债务为主，当期公司资产负债率和总资本化比率均有所下降。

所有者权益方面，截至 2019 年末和 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计分别为 579.80 亿元和 570.50 亿元，其中资本公积分别为 380.75 亿元和 386.79 亿元，2019 年资本公积较上年末增加 47.67

亿元，主要包括：公司本年收到银川至百色国家高速公路重庆开县至城口（渝峡界）段项目资金，专项用作交通基础设施建设，增加资本公积 6.00 亿元；以 2017 年 12 月 31 日为基准日，采用企业国有产权无偿划转的方式，将建工集团 30% 的股权无偿划转至公司，增加资本公积 19.90 亿元；以 2019 年 10 月 31 日为基准日，股东将重庆市交通投资有限公司 100% 的股权无偿划转至公司，增加资本公积 3.93 亿元；将重庆航运建设发展（集团）有限公司 51% 的股份无偿划转给公司，增加资本公积 23.85 亿元。受益于股权划转，公司资本实力持续夯实。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	54.76	50.20	43.73	48.08
其他流动资产	12.47	15.21	21.57	21.50
其他应收款	12.48	16.36	20.70	19.69
存货	8.14	9.59	17.47	19.10
可供出售金融资产	14.01	12.27	16.11	14.71
长期股权投资	46.05	53.99	89.54	86.20
固定资产	1,514.41	1,491.61	1,527.43	1,522.73
在建工程	17.15	27.26	90.25	88.18
无形资产	21.97	22.21	21.67	22.57
资本公积	328.41	333.08	380.75	386.79

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

通行费带来的资金流入稳定增加，经营活动净现金流为净流入状态，2019 年投资活动现金流缺口有所扩大。经营活动净现金流和 EBITDA 可以覆盖债务利息，但对债务本金的覆盖能力较弱

公司经营活动净现金流为净流入状态，近三年持续增加，主要是因通行费带来的资金流入稳定增加及往来款波动影响。同期，收现比分别为 1.07 倍、1.02 倍和 1.08 倍，因收费公路行业现金流充沛的特性，公司收现情况较好。公司投资活动现金流呈净流出状态，主要系公司投资活动主要集中在高速公路的建设上，收益回收期长，投资额较大，2019 年来投资建设规模有所增加，投资活动净现金流出规模亦随之上升。公司利用闲置资金购买理财产品，使得各年度收回投资和投资支付的现金规模较大。筹资活动现金流入主要是为项目建设筹集资金发生的银行借款，现金流出主要是偿还银行借款本息

而支付的现金。

2019 年，EBITDA 和经营活动净现金流均无法覆盖债务本金，但均呈强化趋势；同期 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出覆盖能力进一步强化。2019 年，公司货币资金对短期债务的覆盖能力有所提升，但是仍无法覆盖短期债务。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	54.09	92.95	45.33	66.84
长期债务	1,069.54	1,028.89	1,134.20	1,119.49
总债务	1,123.63	1,121.84	1,179.53	1,186.33
经营活动净现金流	73.18	83.35	99.09	5.49
总债务/经营活动净现金流	15.35	13.46	11.90	--
总债务/EBITDA	12.59	11.71	11.70	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.63	1.74	1.83	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.33	1.51	1.80	--
短期债务/总债务	0.05	0.08	0.04	0.06
货币资金/短期债务	1.01	0.54	0.96	0.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

较充足的备用流动性和畅通的融资渠道为公司债务偿还提供了有力支撑；高速公路收费权质押的限制对于公司的未来融资和资产运作或将带来一定的风险，公司对外担保金额较小且为国有企业，代偿风险低

债务到期方面，截至 2019 年末，公司需偿还短期债务 45.33 亿元，需关注公司债务偿付情况。

银行授信方面，截至 2019 年末，公司共获得主要银行授信额度 1,567.72 亿元，其中未使用授信额度 569.43 亿元，公司较高的授信额度及畅通的银行融资渠道是公司偿付债务及资金需求的有力保障。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司除收费权质押以外的账面受限资产合计金额为 33.10 亿元，其中包括货币资金 0.77 亿元、应收账款 0.22 亿元、存货 4.29 亿元、固定资产 27.45 亿元、一年内到期的非流动资产 0.02 亿元、长期应收款 0.34 亿元，合计占公司总资产的比例为 1.73%。此外，公司所运营及在建的高速公路均办理了质押。高速公路收费权质押的限制对于公司的未来融资和资产运作

或将带来一定的风险。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对忠万高速向国家开发银行股份有限公司借入借款 61.00 亿元中的 4.00 亿元借款本金及其衍生的利息、罚息、复利、补偿金、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用向重庆忠万高速公路有限公司提供连带责任保证担保。

截至 2019 年末，公司涉及未决诉讼有 2 项，主要系高速公路建设施工引发的纠纷，涉及诉讼金额共计 0.14 亿元，占当年末净资产比例 0.02%，对公司生产经营影响较小，上述诉讼均在审理过程中。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 1 日，公司无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

公司在高速公路领域具有垄断地位，近年来获得政府在税费返还、资产注入及财政补贴方面的大力支持，2019 年划入航运建设、交通投资公司股权，资本实力进一步夯实，具备极强的抗风险能力

高速公路行业具有运营稳定、现金流充沛的特征，行业整体抗风险能力很强。作为重庆市高速公路建设最重要的投融资主体，公司在重庆市高速公路行业中处于绝对主导地位，得到中央部委、重庆市政府及相关部门的大力支持。

税收、规费优惠与返还方面，2003 年，重庆市交通委员会、重庆市财政局同意将高速公路施工营业税及附加、收费营业税及附加计入国库后专项列支作为高速公路建设资本金投入，2018 年 2 月，受营业税改增值税的影响，公司不再享受上述优惠政策。2005 年，重庆市政府同意免除高速公路建设中土地征收涉及到行政事业性收费中的社会统筹费、水利建设基金、规划费等，对其他费用实行优惠政策。

资产注入方面，根据《重庆市交通局关于提前下达 2019 年车辆购置税收入补助地方资金的通知》

(渝交财[2018]18号)，公司2019年收到银川至百色国家高速公路重庆开县至城口（渝峡界）段项目资金6.00亿元，专项用作交通基础设施建设；根据“渝府[2019]6号”、“渝国资委[2019]30号”、“渝高速董[2018]3号”等文件精神，以2017年12月31日为基准日，采用企业国有产权无偿划转的方式，重庆建工投资控股有限责任公司将建工集团30%的股权无偿划转给公司，增加资本公积19.90亿元；将重庆交通100%的股权无偿划转给公司，增加资本公积3.93亿元；以2019年10月31日为基准日，采用企业国有产权无偿划转的方式，将航发司51%的股权无偿划转给重庆高速公路集团有限公司，增加资本公积23.85亿元。根据“渝国资[2020]247号”文件，重庆市国资委将重庆市能源投资集团有限公司持有的巨能集团100%股权无偿划转给公司，该股权对应的审计账面值为24.52亿元。

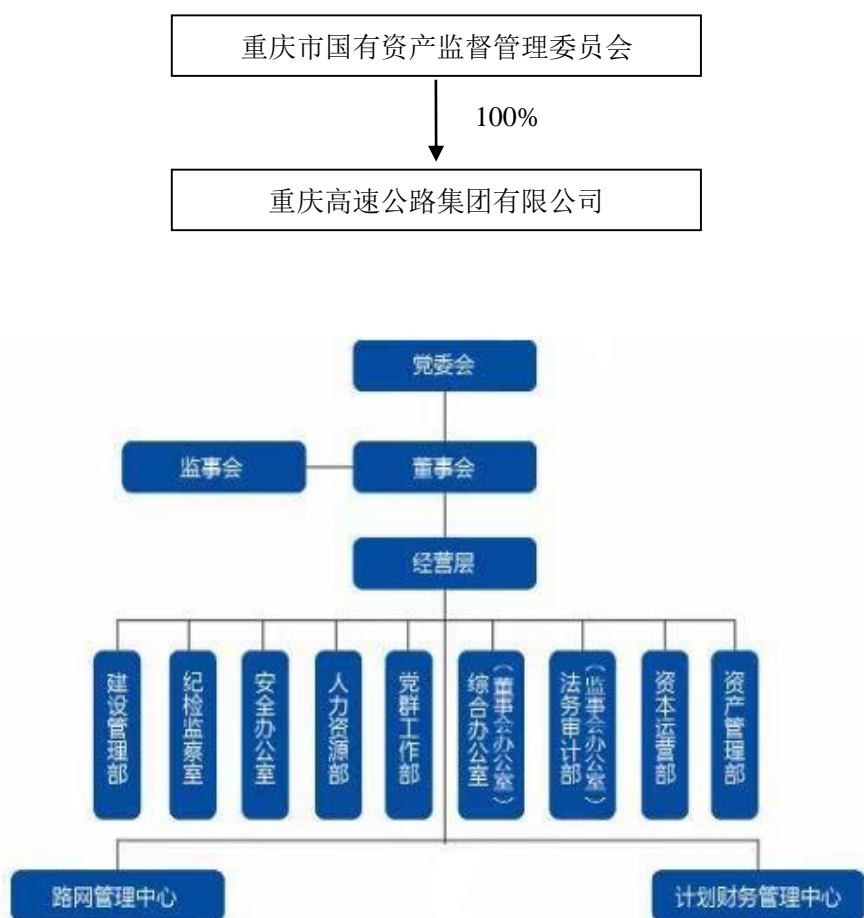
政府补助方面，交通部对于纳入国家“7918”高速公路网规划的高速公路，根据项目情况，拨付一定资金作为项目资本金；重庆市交委对于国家和地方建设项目，根据项目投资情况和项目资金充裕程度拨付一定资金作为项目资本金，交通部和重庆市交委拨付资金约占公司总投资额的15%~18%。2017~2019年，公司获得政府补助分别为15.46亿元、16.59亿元和13.24亿元。

同时，为拓宽公司经营收入渠道，根据《关于重庆高速公路发展有限公司高速公路建设工程土地储备有关政策的意见》（渝国土房管文[2008]385号），重庆市国土房管局赋予公司土地储备职能。2012~2015年，市政府每年定向给予公司1,000亩城市建设用地指标，用于储备土地整治出让，筹集项目建设资金。截至2019年末，公司已办土地储备证的土地共11,726亩，分布在酉阳、巫溪、大足、黔江等地。从土地开发模式来看，公司与土地所在区县政府共同开发、共同投资、通过土地储备中心招拍挂后获得的土地出让收入，由公司与土地所在区县政府分成，具体分成比例由公司和各区县政府另行协商。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持重庆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；维持“20渝高01”的债项信用等级为**AAA**。

附一：重庆高速公路集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：重庆高速公路集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	547,555.87	502,032.94	437,347.17	480,841.98
应收账款	27,774.41	68,209.87	62,967.35	34,386.05
其他应收款	124,790.21	163,579.97	207,046.91	196,882.43
存货	81,350.85	95,897.27	174,701.45	191,004.89
长期投资	600,586.75	662,542.12	1,056,561.94	1,009,163.62
在建工程	171,515.74	272,566.83	902,495.55	881,800.84
无形资产	219,679.99	222,133.84	216,697.43	225,694.80
总资产	17,222,018.06	17,177,146.84	18,685,888.61	18,710,001.84
其他应付款	420,759.20	407,937.76	372,764.23	348,619.45
短期债务	540,920.08	929,485.65	453,267.60	668,396.95
长期债务	10,695,396.63	10,288,910.60	11,342,018.31	11,194,892.24
总债务	11,236,316.71	11,218,396.26	11,795,285.91	11,863,289.19
总负债	12,193,619.03	12,129,941.32	12,887,876.47	13,004,986.82
费用化利息支出	498,836.50	548,552.18	543,260.05	--
资本化利息支出	49,497.43	2,326.89	7,301.88	--
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	665,932.00	613,985.17	804,971.31	759,476.85
所有者权益合计	5,028,399.03	5,047,205.52	5,798,012.14	5,705,015.02
营业总收入	1,041,493.26	1,176,593.60	1,368,667.85	206,527.47
经营性业务利润	-137,557.72	-42,142.13	-8,948.91	-121,770.46
投资收益	23,454.02	17,226.02	32,616.62	1,620.56
净利润	30,210.09	19,896.58	48,881.20	-121,601.14
EBIT	548,381.32	586,732.87	616,157.74	--
EBITDA	892,343.46	958,408.75	1,008,087.40	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,116,254.53	1,204,287.20	1,477,561.32	200,143.53
收到其他与经营活动有关的现金	314,396.69	355,244.27	419,233.75	300,851.78
购买商品、接受劳务支付的现金	273,623.97	370,454.41	556,469.04	150,423.88
支付其他与经营活动有关的现金	282,785.44	195,974.44	171,796.51	245,099.98
吸收投资收到的现金	52,412.85	107,090.00	64,800.00	74,737.91
资本支出	498,909.59	261,541.20	485,948.06	82,678.65
经营活动产生现金净流量	731,818.90	833,525.52	990,948.41	54,893.50
投资活动产生现金净流量	-389,843.23	-294,068.26	-418,068.07	-131,785.33
筹资活动产生现金净流量	-275,819.01	-582,984.12	-639,193.90	102,499.98
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	37.89	34.93	34.09	15.80
期间费用率（%）	50.98	51.19	43.67	74.68
应收类款项/总资产（%）	1.17	1.37	1.46	1.26
收现比（X）	1.07	1.02	1.08	0.97
总资产收益率（%）	3.20	3.41	3.44	--
资产负债率（%）	70.80	70.62	68.97	69.51
总资本化比率（%）	69.08	68.97	67.04	67.53
短期债务/总债务（X）	0.05	0.08	0.04	0.06
FFO/总债务（X）	0.08	0.09	0.08	0.02
FFO 利息倍数（X）	1.58	1.77	1.63	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	1.33	1.51	1.80	--
总债务/EBITDA（X）	12.59	11.71	11.70	--
EBITDA/短期债务（X）	1.65	1.03	2.22	--
货币资金/短期债务（X）	1.01	0.54	0.96	0.72
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.63	1.74	1.83	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理，公司财务报表按照新会计准则编制，评级报告中财务数据均采用期末数；2、将公司各期财务报告中“长期应付款”中带息部分金额纳入长期债务核算；3、将 2017 年度财务报告“其他应付款”中带息部分金额纳入短期债务核算；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标略去。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。