

重庆高速公路集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）、公开发行 2018 年公司债券（第二期）、公开发行 2019 年公司债券（第一期）、2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）、2021 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（2021）

项目负责人：刘 洁 jliu01@ccxi.com.cn

项目组成员：张 敏 mfzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 25 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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1244 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“17 渝高 01”、“18 渝高 02”、“19 渝高 01”、“20 渝高 01”和“21 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

二零二一年六月二十五日

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“17 渝高 01”、“18 渝高 02”、“19 渝高 01”、“20 渝高 01”和“21 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，资本实力进一步夯实；多元化业务拓展成果显现等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到受疫情影响，通行费收入及净利润均下滑，公司财务杠杆较高及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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,717.71	1,868.59	2,155.38	2,162.39
所有者权益合计（亿元）	504.72	579.80	661.16	673.04
总负债（亿元）	1,212.99	1,288.79	1,494.21	1,489.35
总债务（亿元）	1,121.84	1,179.53	1,301.72	1,318.06
营业总收入（亿元）	117.66	136.87	231.49	61.62
经营性业务利润（亿元）	-4.21	-0.89	-3.03	-0.20
净利润（亿元）	1.99	4.89	0.44	1.53
EBITDA（亿元）	95.84	100.81	100.47	--
经营活动净现金流（亿元）	83.35	99.09	84.34	11.50
收现比(X)	1.02	1.08	1.00	1.15
营业毛利率(%)	34.93	34.09	22.36	24.93
应收类款项/总资产(%)	1.37	1.46	6.75	6.22
资产负债率(%)	70.62	68.97	69.32	68.88
总资本化比率(%)	68.97	67.04	66.32	66.20
总债务/EBITDA(X)	11.71	11.70	12.96	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.74	1.83	1.73	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 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；将 2020 年和 2021 年一季度“其他应付款”和“其他流动负债”中带息部分金额纳入短期债务核算；3、公司未提供 2021 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，资本实力进一步夯实。**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，2020 年政府将重庆巨能建设（集团）有限

公司（以下简称“巨能集团”）和重庆公路养护工程（集团）有限公司（以下简称“公路养护集团”）等多家企业股权无偿划转至公司，资本实力进一步夯实。

■ **多元化业务拓展成果显现。**公司围绕主业开展成品油销售、租赁业务、发电业务及工程检测服务等相关业务，有效地拓宽了公司经营收入渠道，2020 年收入规模大幅增加至 231.49 亿元。此外，随着巨能集团纳入合并范围，建筑业务成为营业收入的重要构成，公司业务逐步实现多元化经营发展。

关注

■ **受疫情影响，通行费收入及净利润均下滑。**疫情对收费公路企业造成冲击，导致公司 2020 年通行费收入及毛利率均出现下滑，当期经营性业务利润亏损加大，净利润同比大幅下降。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后公司通行费补贴相关政策情况。

■ **公司财务杠杆较高。**公司总债务规模较大且逐年上升，截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.88% 和 66.20%，财务杠杆较高。

■ **公司面临一定资本支出压力。**2020 年，由于高速公路建设支出规模较大，公司投资活动净现金流缺口有所扩大；截至 2021 年 3 月末，公司在建项目合计总投资规模仍较大，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 2020 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	2,155.38	661.16	69.32	231.49	0.44	84.34
四川省交通投资集团有限责任公司	4,603.06	1,568.91	84.16	587.12	-5.76	80.84
湖北省交通投资集团公司	4,968.66	1,419.30	71.43	332.49	17.22	41.62

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
17 渝高 01	AAA	AAA	2020/6/23	16.00	16.00	2017/9/14~2022/9/14	--
18 渝高 02	AAA	AAA	2020/6/23	8.00	8.00	2018/7/17~2023/7/17	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
19 渝高 01	AAA	AAA	2020/6/23	8.00	8.00	2019/3/12~2024/3/12	--
20 渝高 01	AAA	AAA	2020/6/23	25.00	25.00	2020/5/11~2025/5/11	--
21 渝高 01	AAA	AAA	2021/1/20	15.00	15.00	2021/01/29~2024/1/29	--

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公开发行 2017 年公司债券（第一期）（债券简称为“17 渝高 01”、债券代码为“143291.SH”）于 2017 年 9 月 14 日完成发行，期限为 5 年。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。实际发行额为 16 亿元，最终票面利率为 4.93%。

重庆高速公路集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）（债券简称为“18 渝高 02”、债券代码为“143719.SH”）于 2018 年 7 月 17 日完成发行，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，兑付日为 2023 年 7 月 16 日，若债券持有人行使回售选择权，则 2021 年 3 月 16 日为回售部分的本金及其最后一期利息的兑付日。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。实际发行额为 8 亿元，最终票面利率为 4.60%。公司将于第 3 个付息日后的第 20 个交易日，在上海证券交易所指定的信息披露媒体上发布关于是否调整“18 渝高 02”票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则“18 渝高 02”在其存续期限后 2 年的票面利率仍维持原有票面利率不变。

重庆高速公路集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（债券简称为“19 渝高 01”、债券代码为“155203.SH”）于 2019 年 3 月 12 日完成发行，期限为 5 年。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。实际发行额为 8 亿元，最终票面利率为 4.36%。

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%。

重庆高速公路集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）（债券简称“21 渝高 01”，债券代码为“175712.SH”）于 2021 年 1 月 29 日发行，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 15.00 亿元，最终票面利率为 3.75%。

截至 2021 年 3 月末，“17 渝高 01”、“18 渝高 02”、“19 渝高 01”、“20 渝高 01”和“21 渝高 01”募集资金均已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，

但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国

有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

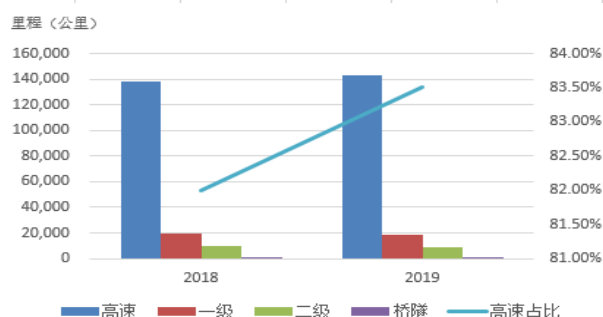
2020年，收费公路通车里程进一步增长，从各种方式的运输量来看，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至1984年底，全国二级以上公路里程仅1.9万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984年12月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至2019年末，全国公路总里程501.25万公里，比上年增加16.60万公里。公路密

度 52.21 公里/百平方公里，增加 1.73 公里/百平方公里。全国收费公路里程 17.11 万公里，占公路总里程的 3.4%。按技术等级划分，高速公路 14.28 万公里，一级公路 1.86 万公里，二级公路 0.87 万公里，独立桥梁及隧道 1,024 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 9.39 万公里，占全国收费公路里程的 54.9%；经营性公路里程 7.72 万公里，占全国收费公路的 45.1%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.45 万公里，经营性高速公路 6.84 万公里。

图 1：2018 年~2019 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2019 年全国收费公路统计公报

运输量方面，2020 年以来，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为 68.9 亿人次，同比下降 47.0%。从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020 年）的通知》出台，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加 2020 年疫情影响，全年旅客运输周转量累计 4,641.0 亿人公里，同比下降 47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但增速持续下滑，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。但 2020 年作为全面建成小康社会的收官之年，国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，全年货物运输总量为 342.6 亿吨，同比仅小幅下降 0.3%，货物运输周转量 60,171.8 亿吨公里，实现同比增长 0.9%，货运需求总量企稳。

表 1：2020 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	30,371.8	1.0	44.6	3.2	8,266.2	-43.8	22.0	-39.8
公路	60,171.8	0.9	342.6	-0.3	4,641.0	-47.6	68.9	-47.0
水运	105,834.4	-2.5	76.2	-3.3	33.0	-58.0	1.5	-45.2
民航	240.2	-8.7	0.07	-10.2	6,311.2	-46.1	4.2	-36.7
运输总量	196,618.3	-1.0	470.6	-0.5	19,251.4	-45.5	96.7	-45.1

资料来源：2020 年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

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

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

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于

调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》(国发[2015]51号),将公路项目资本金比例由25%进一步降至20%。

2019年,全国完成公路建设投资2.19万亿元,比上年增长2.6%。其中,高速公路建设完成投资11,504亿元,增长15.4%;普通国省道建设完成投资4,924亿元,下降10.3%;农村公路建设完成投资4,663亿元,下降6.5%。

目前,由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大,收费公路企业债务压力增大。截至2019年末,全国收费公路累计建设投资总额95,096.1亿元,较上年末净增加6,272.6亿元,增长7.1%。截至2019年末,全国收费公路债务余额61,535.3亿元,同比增长8.1%。2019年,全国收费公路通行费收入为5,937.9亿元,扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后,剩下可供用于偿债的资金为3,559.8亿元,除支付当年2,816.9亿元利息外,仅可还本742.9亿元。

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。

总的来看,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。

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使得通行费收入有所下滑,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 2：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。2020年，重庆市地区生产总值未25,002.79亿元，比上年增长3.9%。按产业分，第一产业增加值1,803.33亿元，同比增长4.7%；第二产业增加值9,992.21亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值13,207.25亿元，同比增长2.9%。三次产业结构比为7.2:40.0:52.8。全年固定资产投资总额比上年增长3.9%。其中基础设施投资增长9.6%。

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。2020年末全市民用车辆拥有量764.88万辆，比上年末增长16.6%。其中私人汽车拥有量697.10万辆，同比增长17.6%。民用轿车拥有量254.10万辆，同比增长7.7%。其中私人轿车233.99万辆，增长8.7%。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 3：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%
2020	764.88	16.6%

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

2020年，重庆市货运量和客运量分别为12.14亿吨和3.99亿人次，受疫情影响，当年客运量较上年下降37.4%。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

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 2020 年末，全市高速公路通车总里程 3,402 公里，公路路网密度 219 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。

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 年受疫情影响，车流量和通行费收入均有所下滑，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。随着在建拟建项目的推进，公司未来仍面临一定的资本支出压力

重庆高速是重庆市最主要的高速公路运营主体，截至 2020 年末，公司控股运营的高速公路里程达 2,118.08 公里，占重庆市高速公路总通车里程的 62.26%，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西沿高速、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“涪南高速公司”）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，涪南高速公司纳入公司合并范围。涪南高速公司下辖一条南涪高速，通车里程 55.97 公里。

表 4：截至 2021 年 3 月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	109.21	1994.10.18	18.40	1994-2024	经营性路段
渝合项目	1999.06.30	国高网	55.90	2002.06.28	30.50	2002-2032	经营性路段
梁万项目	2000.02.16	国高网	67.00	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
碁万项目	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	29.30	2006.12.27	19.40	2006-2036	经营性路段
界水项目	2004.08.06	国高网	84.50	2007.11.28	52.80	2007-2037	经营性路段
万云项目	2004.12.26	国高网	78.22	2008.12.27	63.60	2008-2038	经营性路段
绕城西段	2005.10.29	地方高速	100.46	2008.12.26	32.60	2008-2038	经营性路段
绕城南段	2005.10.29	地方高速		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	189.00	2009.9.28	46.30	2009-2039	经营性路段
彭武项目	2005.05.31	国高网		2009.12.15	60.50	2009-2039	经营性路段
黔彭项目	2005.12.31	国高网		2009.12.15	56.60	2009-2039	经营性路段
绕城东段	2005.10.29	地方高速	87.50	2009.12.29	24.20	2009-2039	经营性路段
绕城北段	2005.10.29	地方高速		2009.12.29	48.40	2009-2039	经营性路段
江合项目（一期）	2006.06.18	国高网	47.99	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		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
酉洪项目	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	78.63	2013.12.25	80.43	2013-2043	经营性路段
铜永项目	2012.12	国高网	63.85	2015.9.26	38.53	2015-2045	经营性路段
开开项目	2012.8.8	国高网	41.20	2015.2.4	33.16	2015-2045	经营性路段
黔恩项目	2010.10.	国高网	20.05	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	48.40	2016.9.27	47.20	2016-2046	经营性路段
丰忠项目	2012.12.27	国高网	32.81	2016.12.9	31.90	2016-2046	经营性路段
梁忠项目	2013.07.18	国高网	71.58	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	--	--	2,118.08	--	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 5：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月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）			
	2018	2019	2020	2021.1~3	2018	2019	2020	2021.1~3
成渝项目	73,649.73	79,252.39	58,710.24	18,001.43	3,108.02	3,446.60	3,005.38	818.30
渝黔项目	7,676.24	7,447.63	5,726.85	1,716.89	1,293.38	1,278.75	1,053.81	319.10
渝合项目	57,902.45	58,245.16	50,163.07	14,696.23	2,676.36	2,761.82	1,525.37	424.62

长万项目	75,279.35	77,783.83	59,272.79	25,124.68	1,526.13	1,632.07	1,685.99	484.73
渝邻项目	29,636.67	30,733.30	25,822.33	8,224.60	867.53	954.64	952.99	266.82
綦万项目	9,636.24	9,899.41	8,352.63	2,592.34	636.08	648.23	580.16	157.06
武合项目	10,252.73	10,713.71	7,515.38	2,769.56	527.02	561.83	501.30	164.14
万开项目	11,042.40	11,523.96	9,132.20	3,627.07	866.06	924.07	688.96	256.09
水界项目	68,354.75	84,598.19	76,511.09	24,447.10	1,896.19	2,129.03	1,956.06	551.91
万云项目	36,639.40	36,583.57	24,877.57	11,857.13	1,120.86	1,205.10	1,216.71	399.93
绕城西南项目	90,304.30	98,135.27	92,340.09	29,979.48	5,410.44	6,073.26	5,011.22	1,434.39
石忠项目	25,018.67	29,137.62	27,837.07	8,252.29	654.84	682.38	708.89	220.71
水武项目	37,349.95	40,447.15	31,461.58	10,270.81	674.97	718.46	729.71	218.65
武黄项目	12,011.48	12,896.49	10,469.17	3,559.95	433.4	468.3	418.70	151.38
黄彭项目	19,121.61	20,294.52	15,683.59	5,337.70	472.2	504.43	493.44	162.03
彭黔项目	29,950.03	31,571.16	23,819.71	8,479.21	501.15	524.74	501.01	217.70
江合项目	24,544.88	25,511.26	19,854.62	6,808.43	1,301.32	1,431.98	1,385.98	399.02
绕城东北项目	56,437.00	60,790.58	57,439.29	18,233.17	3,144.52	3,617.88	2,865.31	818.81
云奉项目	19,148.50	19,035.01	11,617.71	5,974.97	604.91	683.41	550.61	199.21
奉巫项目	17,031.13	15,644.17	7,689.79	5,234.78	324.76	344.13	327.47	136.97
黔西项目	21,810.98	23,070.21	16,885.75	6,272.54	330.15	351.63	339.98	125.09
西洪项目	36,721.30	38,861.61	26,885.23	9,921.85	607.42	650.56	666.55	241.75
南涪项目	12,931.52	12,811.36	11,100.26	3,623.81	592.67	624.88	655.89	197.41
南万项目	4,332.21	4,441.98	5,024.39	1,635.13	304.03	317.49	407.40	119.59
渝蓉项目	63,488.48	64,814.20	54,482.10	19,129.96	1,459.00	1,660.94	1,622.34	473.58
奉溪项目	5,092.39	5,254.51	5,477.01	1,903.12	207.18	224	249.84	92.42
开开项目	7,234.20	7,451.07	6,128.86	2,541.24	305.1	337.67	369.36	128.10
酉沿项目	1,932.61	2,129.67	1,870.41	811.25	79.13	88.68	111.69	43.75
铜永项目	10,295.90	11,580.58	9,071.55	3,231.67	777.68	865.13	812.89	264.91
黔恩项目	1,300.86	1,471.45	1,447.10	523.69	103.24	117.93	130.69	50.74
江綦项目	8,600.48	9,585.00	7,579.95	2,420.75	412.64	420.81	443.92	133.37
梁忠项目	9,278.99	9,553.48	6,740.87	2,956.95	369.75	413.75	406.04	152.95
丰忠项目	1,960.03	2,118.35	3,498.55	680.07	93.69	102.38	167.70	40.88
南道项目	7,644.23	9,779.22	9,305.80	3,247.08	316.29	364.1	418.27	120.19
渝广项目	15,499.41	22,357.93	21,074.33	7,852.54	529.75	918.85	1,098.27	313.08
万利项目	7,962.02	10,296.43	8,834.90	3,190.21	451.03	524.63	593.89	202.55
合计	927,073.12	995,821.45	819,703.81	285,129.69	34,978.89	38,574.54	34,653.79	10,501.96

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，2019年公司通行费收入呈持续快速增长态势；2020年受疫情影响，公司高速公路通行费和车流量均有所下滑。2018~2020年

及2021年1~3月，公司分别实现通行费收入90.07亿元、96.22亿元、80.47亿元和25.47亿元。2020年公司通行费收入同比下降16.37%。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。其中，占通行费收入比重较大的路段包括绕城高速、成渝高速、长万高速、渝蓉高速、界水高速和渝合高速，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。2020 年受疫情影响，各高速路网通行费收入均出现不同程度下滑，随着疫情后的高速公路收费恢复及车流量持续培育、路网规模效应将逐步显现。

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。2020 年公司下属路产车流量达到 34,653.79 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 6：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)型收费标准调整为基本费率 0.40 元/车公里+桥隧通行费 4.00 元或 8.00 元/车次; 以一类货车为基数, 收费系数为 1.8: 3.25: 4.08: 4.75: 5.29, 6 轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的 7.50 倍计收。

表 7: 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	1.95	2.45	2.85	3.17	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、巫风、酉黔、洪安、万南、渝蓉、奉溪、涪丰、万开	0.40	0.72	1.30	1.63	1.90	2.12	3.00	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: 3.25: 4.08: 4.75: 5.29, 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: 3.25: 4.08: 4.75: 5.29, 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, 2018~2020 年, 公司分别发生养护费用 9.30 亿元、7.58 亿元和 6.55 亿元, 占通行费收入的比重分别为 10.34%、7.87%和 8.14%, 公司养护费用近年来逐年下降, 其中 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路灯全部换新, 使得养护支出规模较大; 2019 年以来专项养护支出和日常养护支出有所减少。

表 8: 2018~2020 年公司路产养护支出情况 (亿元)

项目	2018	2019	2020
日常养护支出	3.48	2.88	2.74
专项工程支出	5.82	4.70	3.81
合计	9.30	7.58	6.55
占通行费收入比重 (%)	10.34	7.87	8.14

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 2021 年 3 月末, 公司在建项目为城开高

速（开县至城口）项目和巫云开项目，其中城开高速为政府还贷性公路，建设里程 128.46 公里，计划总投资 234.59 亿元，已完成投资 112.88 亿元，其中资本金占总投资的比例为 60%，资本金合计为 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 2021 年 3 月末，城开高速资本金已到位 60.78 亿元，其余资本金将随着道路建设进度陆续到位。2021 年 4~12 月及 2022 年公

司分别计划投资 26.26 亿元和 37.00 亿元。巫云开项目，建设里程全长 118.60 公里，计划投资总金额为 223.85 亿元，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。截至 2021 年 3 月末，已投资 4.61 亿元，2021 年 4~12 月及 2022 年公司分别计划投资 14.44 亿元和 35.00 亿元。投资规模较大，公司未来面临一定资本支出压力。

表 9：截至 2021 年 3 月末公司主要在建高速公路情况（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	
							2021.4~12	2022
城开高速	234.59	60.00%	128.46	2017~2023	60.78	112.88	26.26	37.00
巫云开项目	223.85	60.00%	118.60	2020~2024	0.00	4.61	14.44	35.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，公司通行费收入下滑明显，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，中诚信国际认为疫情对公司营业收入的影响更多体现为阶段性而非长期性，疫情不会削弱公司的区域地位和路产竞争力，中诚信国际将持续关注疫情影响及相关支持政策的落实情况。

公司围绕主业开展成品油销售等相关业务，有效地拓宽了公司经营收入渠道；此外，随着合并范围的增加，公司新增电力发电、建筑业务等，实现多元化经营发展

成品油销售

公司从事成品油销售的主体有四个，分别是子公司重庆高速中油富渝能源发展有限公司、重庆高速国储能源投资有限公司、重庆渝蓉高速中油能源发展有限公司和重庆高速资产经营管理有限公司。

重庆高速中油富渝能源发展有限公司成品油销售分为批发和零售两种模式：批发模式，重庆高速中油富渝能源发展有限公司从中石油重庆分公司采购成品油，批发给重庆中油迅发实业有限公司和重庆渝蓉高速中油能源发展有限公司，最终用于

加油站零售；重庆高速中油富渝能源发展有限公司从重庆储渝石油销售有限责任公司采购成品油，批发至四川百川通液化石油气有限公司，最终用于加油站、工程项目使用。零售模式，重庆高速中油富渝能源发展有限公司从中石油重庆分公司采购成品油，零售给高速公路沿线客户，该公司批发和零售业务的盈利模式均为进销差价。

表 10：2020 年重庆高速中油富渝能源发展有限公司成品油采购和销售情况

品号	采购数量 (万吨)	采购金额 (亿元)	销售数量 (万吨)	销售金额 (亿元)
92#	19.46	9.58	18.02	9.10
95#	5.46	3.01	5.18	2.96
98#	0.06	0.04	0.06	0.04
柴油	28.03	13.01	25.71	12.20
合计	53.01	25.64	48.97	24.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

重庆高速国储能源投资有限公司目前主要销售模式为零售，国储能源从重庆市储渝石油销售有限责任公司采购成品油，零售给高速公路通行客户。截至 2020 年末，公司负责运营高速公路服务区内加油站 23 座，加油站主要位于绕城高速、成渝高速、渝广高速、铜永高速等，随着高速公路车流量的稳定增长，未来油品零售业务将持续增长，该公司的盈利模式主要为进销差价。重庆渝蓉高速中油

能源发展有限公司经营高速公路加油站、成品油批发及便利店等业务，主要负责运营渝蓉高速公路围龙服务区南侧和北侧两座加油站，从重庆高速中油富渝能源发展有限公司采购成品油，零售给高速公路沿线客户，盈利模式为进销差价。

表 11：2020 年重庆渝蓉高速中油能源发展有限公司成品油采购和销售情况

品号	采购数量 (万吨)	采购金额 (亿元)	销售数量 (万吨)	销售金额 (亿元)
92#	0.71	0.4	0.72	0.5
95#	0.52	0.31	0.52	0.38
98#	0.02	0.01	0.02	0.02
柴油	1.78	0.86	1.83	1.02
合计	3.03	1.58	3.09	1.92

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

表 12：2020 年重庆高速国储能源投资有限公司成品油采购和销售情况

品号	采购数量 (万吨)	采购金额 (亿元)	销售数量 (万吨)	销售金额 (亿元)
92#	2.03	1.14	2.45	1.66
95#	0.62	0.36	0.90	0.67
柴油	1.91	1.00	1.59	0.87
合计	4.56	2.50	4.94	3.20

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

重庆高速资产经营管理有限公司成立于 2012 年 4 月，主要从事投资业务及相关资产经营、管理等。2019 年公司开展成品油相关业务，成品油板块涉及成品油批发及零售，公司自中石油、中石化及炼厂等供应商采购成品油后，通过批发给下游客户及在自有加油站零售实现销售收入，主要通过优良的供应商渠道取得成品油价格采购优势，控制采购成本，以批零价差实现经营利润。

表 13：2020 年重庆高速资产经营管理有限公司成品油采购和销售情况

商品类别	采购数量 (万吨)	采购金额 (万元)	销售数量 (万吨)	销售金额 (万元)
0#柴油	23.87	106,135	23.22	102,882
92#汽油	20.62	95,829	22.36	109,606
95#汽油	2.53	11,910	2.20	10,479
20#柴油	0.29	1,537	0.29	1,517

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018~2020 年，公司在成品油销售收入分别为 18.40 亿元、28.49 亿元和 49.54 亿元，随着公司加油站的增加，成品油销售收入迅速增长且毛利率逐年增加。

建筑业务

根据重庆市政府和重庆市国资委关于国有企业专业化重组的要求，2020 年 4 月 28 日，重庆高速、重庆市能源投资集团有限公司（以下简称“重庆能投”）和巨能集团三方签署《国有股权无偿划转协议书》，重庆能投将持有巨能集团 100% 的股权，以 2019 年 12 月 31 日为基准日，以经审计的巨能集团 2019 年度财务决算报告中的净资产价值为准，无偿划转给重庆市国资委下属重庆高速。划转后重庆高速享有出资人权利，履行出资人义务。

巨能集团成立于 2000 年 8 月，注册资本 16.14 亿元，重庆能源集团持有 100% 的股权。巨能集团主要从事爆破作业设计施工、安全监理及房屋建筑、隧道、桥梁、公路、铁路等工程施工，拥有建筑、矿山、市政公用、公路工程、机电工程施工总承包 5 个一级，水利水电工程总承包二级，钢结构、隧道、桥梁等工程专业承包一级，以及消防设施等 10 多个专业承包资质，公司位列重庆市国有建筑施工企业第二名和全国煤炭建筑施工行业第二名，是一家综合实力雄厚的大型国有建筑施工企业。

截至 2020 年末，巨能集团总资产为 203.71 亿元，总负债为 160.24 亿元，资产负债率为 78.66%，所有者权益 43.47 亿元；2020 年，巨能集团实现营业收入 68.32 亿元，净利润 0.38 亿元。

巨能集团并入后，2020 年公司新增建筑业收入为 66.66 亿元，在公司营业收入中占比为 28.80%，毛利率为 12.21%，巨能集团的并入为公司营业收入提供了有力补充。但同时，巨能集团应收类款项占比较大，2020 年末应收类款项为 110.83 亿元，需关注款项回收风险。

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、建筑收入、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，建筑收入系 2020 年 5 月并入巨能集团产生。公司目前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

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2019~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表。上述报告和报表均按照新会计准则编制。本报告中使用的各期数据均为财务报表期末数。2020 年新纳入合并范围的子公司有 14 家，不再纳入合并范围的子公司有 2 家，分别为重庆安金保电子商务有限公司和重庆合为实业有限责任公司。

2020 年受疫情影响，公司通行费收入和毛利率均有所下滑，虽然以建筑业和油品销售业务为主的其他业务发展较快但整体毛利率水平不高，加之期间费用侵蚀，公司当期利润总额大幅下降

2020 年受疫情影响，公司通行费收入较 2019 年下降 15.75 亿元，同期通行费收入占营业总收入的比重为 34.76%，较上年大幅下降 50.55%。同期，公司其他业务收入较 2019 年增加 110.37 亿元，主要来自于建筑业收入和油品销售收入的增长。2020 年由于公司并入巨能集团使得当期新增建筑业收入 66.66 亿元，油品销售收入增加 21.05 亿元。2021 年 1~3 月公司实现营业总收入 61.62 亿元，其中通行费收入 25.47 亿元。

毛利率方面，2020 年受疫情影响，公司的营业毛利率为 22.36%，较上年下滑 11.73%。同期，公司通行费业务毛利率和他业务毛利率分别为 42.93% 和 11.40%，均相较上年小幅下降；建筑业毛利率为 12.21%；虽然油品销售收入较上年大幅上涨 73.86%，但是油品销售成本同样增长 73.70%，所以 2020 年油品销售毛利率变动很小。2021 年 1~3 月，公司营业毛利率为 24.93%，其中通行费业务毛利率为 49.63%，其他业务毛利率为 7.53%。

表 14：近年来公司营业收入和毛利率情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
通行费收入	90.07	96.22	80.47	25.47
其他	27.59	40.65	151.02	36.14
合计	117.66	136.87	231.49	61.62
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
通行费收入	42.42	43.38	42.93	49.63
其他	10.48	12.10	11.40	7.53
综合毛利率	34.93	34.09	22.36	24.93

注：其他业务主要系建筑业收入、油品销售收入及电力收入等；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

2020 年，公司期间费用合计为 68.75 亿元，较上年增加 8.97 亿元，主要来自于财务费用和管理费用的增长。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，财务费用当期保持增长，仍是期间费用的主要构成。同期，管理费用较上年增加 3.53 亿元，主要系公司合并范围增加后职工薪酬增长所致。得益于公司营业总收入的大幅增长，2020 年公司期间费用率为 29.70%，较上年下降 13.97 个百分点。2021 年 1~3 月，公司期间费用合计 15.57 亿元，期间费用率为 25.27%。公司期间费用率逐年下滑但仍维持在较高水平，期间费用对利润形成一定侵蚀。

2020 年公司实现利润总额为 3.09 亿元，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，2020 年公司经营性业务利润亏损 3.03 亿元，缺口较上年有所扩大，主要受疫情影响，高速公路通行费毛利下滑加之期间费用增加所致。同期，公司投资收益为 2.57 亿元，同比下降 21.32%，

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；公司资产处置收益 4.48 亿元，主要系处置土地资产所致。公司其他收益增加 2.01 亿元，其组成主要是政府补助和税收优惠。2018~2020 年，公司获得政府补助分别为 16.59 亿元、13.24 亿元和 15.25 亿元，政府补助对公司利润总额形成了有力补充。2021 年 1~3 月，公司实现利润总额 2.15 亿元，其中，经营性业务利润为-0.20 亿元，投资收益 2.24 亿元。

表 15：近年来公司盈利能力情况（亿元、%）

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
期间费用合计	60.23	59.78	68.75	15.57
营业总收入	117.66	136.87	231.49	61.62
期间费用率	51.19	43.67	29.70	25.27
经营性业务利润	-4.21	-0.89	-3.03	-0.20
资产减值损失	0.20	0.23	1.20	-0.04
投资收益	1.72	3.26	2.57	2.24
营业外损益	0.91	0.34	0.28	0.08
其他收益	15.85	13.21	15.22	0.19
营业外收入	0.99	0.55	0.62	0.08
资产处置收益	5.60	4.82	4.48	0.00
利润总额	3.82	7.29	3.09	2.15

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受益于股权划入及政府注资，公司资本实力持续夯实，债务规模亦有所增长，总资本化比率有所下降但仍处于较高水平，债务结构较为合理。公司流动资产占比较高，资产收益性尚可

受益于股权划入、政府注资及业务开展，2020 年末，公司资产规模增加至 2,155.38 亿元，其中流动资产和非流动资产占总资产比重分别为 13.61% 和 86.39%，非流动资产主要由固定资产、在建工程、长期股权投资、投资性房地产、无形资产及可供出售金融资产构成。公司固定资产主要系高速路产及房屋，2020 年末较上年末增加 6.36 亿元，主要系房屋及建筑物增加及部分项目转固所致；同期末，长期股权投资为 110.28 亿元，较上年末增加 20.74 亿元，主要系对联营企业追加投资所致；当期，公司向重庆长合高速公路有限公司、重庆铁发建新高速公路有限公司、重庆铁发双合高速公路有限公司、重庆奉建高速公路有限公司、重庆渝湘复线高

速公路有限公司、中铁长江交通设计集团有限公司和重庆渝遂复线高速公路有限公司分别追加投资 2.21 亿元、2.40 亿元、1.80 亿元、2.69 亿元、3.55 亿元和 6.76 亿元。2020 年末，公司在建工程较上年末增加 40.75 亿元，主要为城开项目增加 28.66 亿元、嘉陵江梯级渠化利泽航运枢纽工程增加 3.32 亿元、重庆乌江白马航电枢纽工程增加 2.11 亿元、春华立交工程项目增加 2.08 亿元、其他在建工程增加 3.37 亿元，以及 2020 年新增巫溪至开州高速公路项目 3.51 亿元。2020 年末，公司投资性房地产较上年末增加 10.37 亿元，主要系公司购置房屋和土地使用权所致。同期末，公司无形资产较上年末增加 7.01 亿元，主要系土地使用权及子公司采矿权增加所致。截至 2020 年末，公司可供出售金融资产主要为持有的西南证券的股票及持有的理财产品等。

流动资产方面，2020 年末，公司应收账款较 2019 年末增加 81.15 亿元，系巨能集团并入后应收类款项大幅增加所致。公司应收类账款前五名分别为重庆市财政局、达州国有资产经营管理公司、贵州开磷有限责任公司、重庆联合金融控股有限公司款项及重庆巴民康建设项目管理有限公司，已计提坏账准备 3.48 亿元。2020 年末，存货较 2019 年末大幅增加 31.71 亿元，主要系已完工未结算工程增加 30.58 亿元所致；同期末，其他应收款较上年末增加 22.46 亿元，主要系未到期保证金及关联单位的往来款、内部备用金增长所致，其中主要应收对象为重庆能投资运营有限公司、重庆沪渝高速公路有限公司、重庆长合高速公路有限公司、重庆忠万高速公路有限公司（以下简称“忠万高速”）等。2020 年末，其他流动资产由 2019 年末的 21.57 亿元增加至 37.93 亿元，主要系银行结构性存款增加所致。2020 年末，公司货币资金较 2019 年末增加 12.52 亿元，主要系银行存款及其他货币资金增加所致，受限的货币资金为 6.87 亿元，主要系银行承兑汇票。同期末，受巨能集团并入影响，公司预付款项较增加至 13.63 亿元，主要预付对象为重庆轻纺控股（集团）公司及镇江市中油石化有限责

任公司。截至 2021 年 3 月末，公司总资产进一步增加至 2,162.39 亿元，其中固定资产、在建工程和长期股权投资分别为 1,526.31 亿元、132.25 亿元和 118.65 亿元。

表 16：截至 2020 年末公司其他应收款构成情况（亿元、%）

对象名称	金额	款项性质	占比
重庆沪渝高速公路有限公司	4.33	关联方往来款	10.45
重庆长合高速公路有限公司	4.00	关联方往来款	9.66
重庆忠万高速公路有限公司	3.02	关联方往来款	7.28
重庆能投资资产运营有限公司	2.88	往来款	6.95
博尔塔拉蒙古自治州博运建设工程有限公司	1.66	保证金	4.00
合计	15.89	-	38.34

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年末，公司总负债为 1,494.21 亿元，以非流动负债为主，流动负债和非流动负债占总负债的比重分别为 25.26% 和 74.74%。2020 年末，公司长期借款较上年末减少 4.44 亿元，系对银行的质押借款减少所致；应付债券较上年末减少 30.93 亿元，系“16 渝高速 MTN001”、“16 渝高速 MTN002”、“18 渝高 01”及“18 渝高 02”被划分至一年内到期的应付债券所致。2020 年末，公司总债务为 1,301.72 亿元，债务结构以长期债务为主，长期债务占公司总债务的比重为 84.52%。当期公司资产负债率为 69.32%，较上年有所上升；总资本化比率为 66.32%，较上年有所下降。截至 2021 年 3 月末，公司总负债为 1,489.35 亿元，长期借款为 1,058.34 亿元，应付债券为 97.96 亿元。

所有者权益方面，截至 2020 年末和 2021 年 3 月末，公司所有者权益合计分别为 661.16 亿元和 673.04 亿元，其中资本公积分别为 430.01 亿元和 438.55 亿元，2020 年末，资本公积较上年末增加 49.26 亿元，主要包括：以 2019 年 12 月 31 日为基准日，采用企业国有产权无偿划转方式，将巨能集团 100% 的股份无偿划转至公司，增加资本公积 24.66 亿元；重庆市国资委、市财政将重庆市交通运行监测与应急调度中心所持有的重庆市城投金卡信息产业（集团）股份有限公司 2.51% 股权无偿划转至公司，增加资本公积 0.13 亿元；以 2019 年 12

月 31 日为基准日，将重庆通洋公路工程有限公司 100% 股权无偿划拨至公司，增加资本公积 0.42 亿元；以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将重庆公路养护工程（集团）有限公司 100% 股权无偿划拨至公司，增加资本公积 50.19 亿元；以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将重庆天创汽车租赁有限公司 100% 股权无偿划拨至公司，增加资本公积 0.006 亿元；子公司重庆市交通投资有限公司采用企业国有资产无偿划转的方式受让重庆渝通宾馆有限公司、重庆市索美职能交通通讯服务有限公司及重庆市交通行业职业培训中心有限责任公司股权，增加资本公积 0.41 亿元；子公司重庆航运建设发展（集团）有限公司收到重庆市交通局 2020 年水运发展专项资金预算资金 1.32 亿元，增加公司资本公积 6.76 亿元；子公司重庆通粤高速公路有限公司调整资本公积，增加公司资本公积 0.69 亿元；以 2020 年 12 月 31 日为基准日，采用企业国有产权无偿划转的方式，将中铁长江交通设计集团有限公司无偿划拨至公司，增加资本公积 0.68 亿元；收到重庆市交通局划来车辆购置税补助资金，增加资本公积 12.46 亿元；收到重庆市财政局划来国有资本经营收益补助资本金 1.00 亿元；权益法核算被投资单位资本公积变动，增加资本公积 1.80 亿元。2021 年 3 月末，资本公积进一步增加，主要系公司收到城开项目车购税及交通部补助导致的，受益于股权划转及资产注入，公司资本实力持续夯实。

表 17：近年来公司主要资产及指标情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
应收账款	6.82	6.30	87.45	81.36
货币资金	50.20	43.73	56.25	58.93
存货	9.59	17.47	49.18	46.44
其他应收款	16.36	20.70	43.16	38.05
其他流动资产	15.21	21.57	37.93	50.47
可供出售金融资产	12.27	16.11	28.18	25.77
长期股权投资	53.99	89.54	110.28	118.65
固定资产	1,491.61	1,527.43	1,533.79	1,526.23
在建工程	27.26	90.25	131.00	132.25
无形资产	22.21	21.67	28.68	28.33
资本公积	333.08	380.75	430.01	438.55
长期借款	956.55	1,025.70	1,021.26	1,058.34
应付债券	71.88	104.89	73.96	97.96

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受疫情影响，经营活动现金净流入规模及收现比小幅下滑，但总体获得情况仍较好。2020 年，由于高速公路投资支出较大，投资活动现金流缺口有所扩大。货币资金无法覆盖短期债务，公司面临一定短期偿债压力

公司经营活动净现金流为净流入状态，2020 年比 2019 年减少 14.75 亿元，主要是因当期建筑业支出增加及往来款流出增加所致。同期，收现比分别为 1.02 倍、1.08 倍和 1.00 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，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，2020 年来投资支出规模增加，投资活动净现金流缺口扩大。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。2020 年，筹资活动净现金流由负转正，主要系当期吸收投资收到的现金及取得借款收到的现金均增加所致。

2020 年，公司债务规模持续增长，EBITDA 有所减少，EBITDA 对总债务覆盖能力弱化，但可以完全覆盖利息支出。当期经营活动净现金流亦有所减少，但可以完全覆盖利息支出，对总债务的覆盖能力有所弱化。2021 年 3 月末，公司货币资金对短期债务的覆盖能力下降，货币资金仍无法覆盖短期债务，公司面临一定短期偿债压力。

表 18：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	92.95	45.33	201.57	156.77
长期债务	1,028.89	1,134.20	1,100.16	1,161.29
总债务	1,121.84	1,179.53	1,301.72	1,318.06
经营活动净现金流	83.35	99.09	84.34	11.50
总债务/经营活动净现金流	13.46	11.90	15.43	--
总债务/EBITDA	11.71	11.70	12.96	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.74	1.83	1.73	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.51	1.80	1.45	--

短期债务/总债务	0.08	0.04	0.15	0.12
货币资金/短期债务	0.54	0.96	0.28	0.38

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 2021 年 3 月末，公司需偿还短期债务 156.77 亿元，需关注公司债务偿付情况。

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司共获得主要银行授信额度 2,461.40 亿元，其中未使用授信额度 1,283.96 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 2020 年末，公司除收费权质押以外的账面受限资产合计金额为 43.45 亿元，其中包括货币资金 6.87 亿元、应收账款 2.16 亿元、存货 4.65 亿元、固定资产 29.46 亿元、一年内到期的非流动资产 0.02 亿元、长期应收款 0.28 亿元，合计占公司总资产的比例为 2.02%。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 2020 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 2020 年末，公司涉及未决诉讼为大足新生煤业有限公司（以下简称“新生煤业”）与公司下属子公司渝蓉高速公司在高速公路建设施工过程中引发的纠纷，重庆市第一中级人民法院于 2018 年 12 月 28 日出具判决书，要求渝蓉高速公司支付新

生煤业损失赔偿费 577.20 万元，现双方均已再次提起上诉，该诉讼仍在审理过程中。截至 2020 年 12 月 31 日，渝蓉高速公司预计该项损失发生的可能性较高，已就一审判决结果计提了预计负债。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 6 月 10 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，2020 年巨能集团、公路养护集团股权的划入使得公司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，2020 年，以 2019 年 12 月 31 日为基准日，采用企业国有产权无偿划转方式，政府将巨能集团 100% 的股份无偿划转至公司，增加资本公积 24.66 亿元；重庆市国资委、市财政将重庆市交通运行监测与应急调度中心所持有的重庆市城投金卡信息产业（集团）股份有限公司 2.51% 股权无偿划转至公司，增加资本公积 0.13 亿元；以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将重庆通洋公路工程

有限公司 100% 股权无偿划拨至公司，增加资本公积 0.42 亿元；以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将公路养护集团 100% 股权无偿划拨至公司，增加资本公积 50.19 亿元；以 2019 年 12 月 31 日为基准日，将重庆天创汽车租赁有限公司 100% 股权无偿划拨至公司，增加资本公积 0.006 亿元；二级子公司重庆市交通投资有限公司采用企业国有资产无偿划转的方式受让重庆渝通宾馆有限公司、重庆市索美职能交通通讯服务有限公司及重庆市交通行业职业培训中心有限责任公司股权，增加资本公积 0.41 亿元；二级子公司重庆航运建设发展（集团）有限公司收到重庆市交通局 2020 年水运发展专项资金预算资金 1.32 亿元，增加公司资本公积 6.76 亿元；二级子公司重庆通粤高速公路有限公司调整资本公积，增加公司资本公积 0.69 亿元；以 2020 年 12 月 31 日为基准日，采用企业国有产权无偿划转的方式，将中铁长江交通设计集团有限公司无偿划拨至公司，增加资本公积 0.68 亿元；收到重庆市交通局划来车辆购置税补助资金，增加资本公积 12.46 亿元；收到重庆市财政局划来国有资本经营收益补助资本金 1 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%。2020 年，公司获得政府补助为 15.25 亿元。

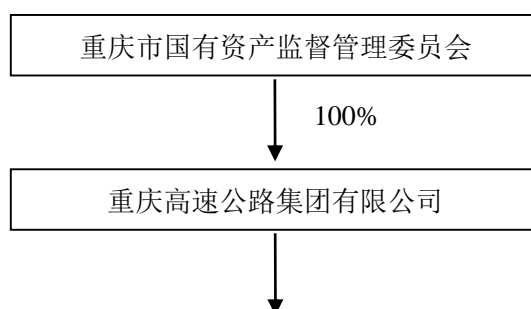
同时，为拓宽公司经营收入渠道，根据《关于重庆高速公路发展有限公司高速公路建设工程土地储备有关政策的意见》（渝国土房管文[2008]385 号），重庆市国土房管局赋予公司土地储备职能。2012 年~2015 年，市政府每年定向给予公司 1,000 亩城市建设用地指标，用于储备土地整治出让，筹集项目建设资金。截至 2020 年末，公司已办土地储备证的土地共 8,821 亩，分别在酉阳、璧山、石柱、黔江、巫溪、丰都、南川、铜梁。从土地开发模式

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“17 渝高 01”、“18 渝高 02”、“19 渝高 01”、“20 渝高 01”和“21 渝高 01”的债项信用等级为 **AAA**。

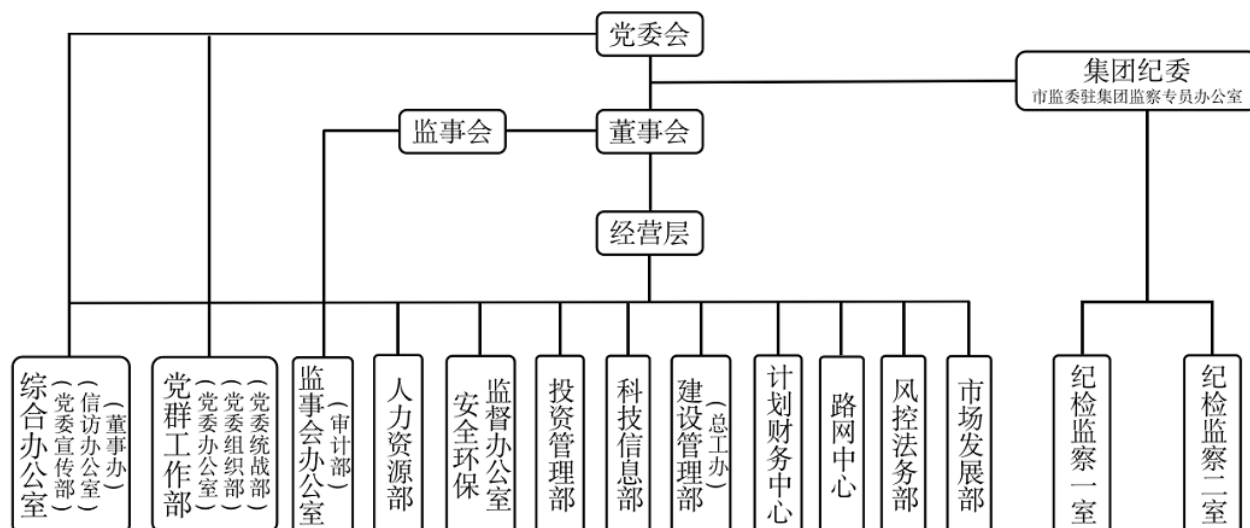
附一：重庆高速公路集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



企业名称	级次	持股比例（%）
重庆高速工程顾问有限公司	一级	100.00
重庆通力高速公路养护工程有限公司	一级	100.00
重庆高速公路土地整治有限公司	一级	100.00
重庆首讯科技股份有限公司	一级	100.00
重庆高速公路股份有限公司	一级	100.00
重庆高速集团（香港）有限公司	一级	100.00
重庆铜永高速公路有限公司	一级	60.00
重庆万利万达高速公路有限公司	一级	60.00
重庆渝广梁忠高速公路有限公司	一级	60.00
重庆忠都高速公路有限公司	一级	60.00
重庆渝邻高速公路有限公司	一级	51.00
重庆渝合高速公路有限公司	一级	51.00
重庆江碁高速公路有限公司	一级	60.00
重庆高速公路投资控股有限公司	一级	100.00
重庆高速资产经营管理有限公司	一级	100.00
重庆通粤高速公路有限公司	一级	57.00
重庆渝蓉高速公路有限公司	一级	60.00
重庆巡航高速一号产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	一级	0.10
重庆高速公路路网管理有限公司	一级	100.00
重庆安全产业发展集团有限公司	一级	100.00
重庆市交通投资有限公司	一级	100.00
重庆航运建设发展（集团）有限公司	一级	51.00
重庆天创汽车租赁有限公司	一级	100.00
重庆公路养护工程（集团）有限公司	一级	100.00
重庆鹏途企业管理咨询有限公司	一级	100.00
重庆通洋公路工程有限公司	一级	100.00
重庆巨能建设（集团）公司	一级	100.00
重庆高速巫云开建设有限公司	一级	100.00

注：重庆领航高速六号股权投资基金合伙企业（有限合伙）的普通合伙人为公司的子公司重庆高速公路产业股权投资基金管理有限公司，公司对其拥有 100% 表决权，故纳入合并范围。

重庆高速公路集团有限公司组织机构图



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	502,032.94	437,347.17	562,504.76	589,294.97
应收账款	68,209.87	62,967.35	874,516.61	813,557.31
其他应收款	163,579.97	207,046.91	431,617.80	380,534.06
存货	95,897.27	174,701.45	491,751.59	464,356.41
长期投资	662,542.12	1,056,561.94	1,384,666.26	1,444,251.93
在建工程	272,566.83	902,495.55	1,309,993.16	1,322,481.43
无形资产	222,133.84	216,697.43	286,781.20	283,311.69
总资产	17,177,146.84	18,685,888.61	21,553,761.85	21,623,928.77
其他应付款	407,937.76	372,764.23	605,966.20	487,654.15
短期债务	929,485.65	453,267.60	2,015,678.23	1,567,706.97
长期债务	10,288,910.60	11,342,018.31	11,001,550.84	11,612,911.75
总债务	11,218,396.26	11,795,285.91	13,017,229.07	13,180,618.72
总负债	12,129,941.32	12,887,876.47	14,942,128.82	14,893,534.17
费用化利息支出	548,552.18	543,260.05	564,441.25	--
资本化利息支出	2,326.89	7,301.88	15,701.72	--
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	613,985.17	804,971.31	940,931.44	979,360.79
所有者权益合计	5,047,205.52	5,798,012.14	6,611,633.03	6,730,394.60
营业总收入	1,176,593.60	1,368,667.85	2,314,855.66	616,150.65
经营性业务利润	-42,142.13	-8,948.91	-30,295.09	-2,016.60
投资收益	17,226.02	32,616.62	25,661.51	22,422.34
净利润	19,896.58	48,881.20	4,377.10	15,338.95
EBIT	586,732.87	616,157.74	595,329.44	--
EBITDA	958,408.75	1,008,087.40	1,004,721.86	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,204,287.20	1,477,561.32	2,323,166.66	706,264.24
收到其他与经营活动有关的现金	355,244.27	419,233.75	868,079.39	242,318.73
购买商品、接受劳务支付的现金	370,454.41	556,469.04	1,506,329.53	485,442.90
支付其他与经营活动有关的现金	195,974.44	171,796.51	598,418.72	267,113.94
吸收投资收到的现金	107,090.00	64,800.00	229,106.12	147,422.04
资本支出	261,541.20	485,948.06	647,402.42	135,005.96
经营活动产生现金净流量	833,525.52	990,948.41	843,376.56	114,953.00
投资活动产生现金净流量	-294,068.26	-418,068.07	-829,854.20	-311,175.87
筹资活动产生现金净流量	-582,984.12	-639,193.90	50,637.45	227,026.07
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	34.93	34.09	22.36	24.93
期间费用率(%)	51.19	43.67	29.70	25.27
应收类款项/总资产(%)	1.37	1.46	6.75	6.22
收现比(X)	1.02	1.08	1.00	1.15
总资产收益率(%)	3.41	3.44	2.94	--
资产负债率(%)	70.62	68.97	69.32	68.88
总资本化比率(%)	68.97	67.04	66.32	66.20
短期债务/总债务(X)	0.08	0.04	0.15	0.12
FFO/总债务(X)	0.09	0.08	0.07	0.03
FFO 利息倍数(X)	1.77	1.63	1.57	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.51	1.80	1.45	--
总债务/EBITDA(X)	11.71	11.70	12.96	--
EBITDA/短期债务(X)	1.03	2.22	0.50	--
货币资金/短期债务(X)	0.54	0.96	0.28	0.38
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.74	1.83	1.73	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 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；将 2020 年和 2021 年一季度“其他应付款”和“其他流动负债”中带息部分金额纳入短期债务核算；3、公司未提供 2021 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。