

**四川成南高速公路有限责任公司 2020 年公开发行公司债券
(第一期、第二期) (面向合格投资者)、2021 年公开发行公
司债券 (第一期) (面向合格投资者) 跟踪评级报告 (2021)**

项目负责人: 钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

项目组成员: 赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn

庞一帆 yfpang@ccxi.com.cn

评级总监:

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2021 年 06 月 28 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和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 1844号

四川成南高速公路有限责任公司：

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 **AA**，评级展望为稳定；

维持“20 成高 01”、“20 成高 02”和“21 成高 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

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持四川高速公路建设开发集团有限公司（以下简称“四川高速”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“20成高01”、“20成高02”和“21成高01”的债项信用等级为**AAA**，上述债项级别考虑了四川高速提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了区域经济快速发展、公司路产保持区位优势以及担保方实力极强等因素对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司面临较大的资本支出压力、盈利能力有所下滑且后续补偿政策尚未明确等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

| 成南高速（合并口径） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元） | 97.18 | 96.20 | 92.91 | 95.01 |
| 所有者权益合计（亿元） | 42.70 | 47.55 | 51.27 | 53.63 |
| 总债务（亿元） | 46.85 | 42.09 | 36.32 | 36.34 |
| 营业总收入（亿元） | 13.90 | 14.66 | 11.67 | 4.40 |
| 净利润（亿元） | 3.97 | 4.86 | 3.71 | 2.08 |
| EBITDA（亿元） | 10.78 | 11.62 | 10.35 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 11.39 | 8.13 | 7.59 | 2.05 |
| 资产负债率(%) | 56.06 | 50.57 | 44.82 | 43.56 |
| 四川高速（合并口径） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
| 总资产（亿元） | 2,474.81 | 2,689.10 | 2,915.95 | 3,107.35 |
| 所有者权益合计（亿元） | 817.60 | 864.42 | 925.31 | 954.14 |
| 总债务（亿元） | 1,497.71 | 1,660.03 | 1,829.50 | 1,933.25 |
| 营业总收入（亿元） | 223.55 | 261.36 | 256.06 | 93.72 |
| 净利润（亿元） | -0.70 | 6.70 | -11.69 | 12.42 |
| EBITDA（亿元） | 92.18 | 104.87 | 91.76 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 67.01 | 78.37 | 64.23 | 28.10 |
| 资产负债率(%) | 66.96 | 67.85 | 68.27 | 69.29 |

注：1、公司及四川高速财务报表均依据新会计准则编制，2021年一季度财务报表未经审计，无利息支出数据和现金流量补充表，故相关财务指标略去；2、将公司各期长期应付款中的有息债务计入长期债务；将四川高速各期长期应付款及其他非流动负债中的有息债务计入长期债务、其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

正面

■ **区域经济发展。**四川省是我国西部的重要经济体，近年来在西部大开发战略的推动下，四川省经济快速发展，不断增

同行业比较

2020年部分收费公路企业主要指标对比表

| 公司名称 | 路产规模（公里） | 总资产（亿元） | 资产负债率(%) | 通行费收入（亿元） | 营业毛利率(%) | 净利润（亿元） |
|----------------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|
| 四川成南高速公路有限责任公司 | 317.44 | 92.91 | 44.82 | 11.49 | 42.99 | 3.71 |
| 三明福银高速公路有限责任公司 | -- | 104.22 | 22.85 | 4.11 | 69.15 | 2.33 |

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 |
|--------|----------|----------|------------|----------|----------|-----------------------|----------------------------|
| 20成高01 | AAA | AAA | 2020/07/17 | 5.00 | 5.00 | 2020/01/03~2025/01/03 | 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 |
| 20成高02 | AAA | AAA | 2020/07/17 | 5.00 | 5.00 | 2020/03/04~2025/03/04 | 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 |
| 21成高01 | AAA | AAA | 2021/04/20 | 6.00 | 6.00 | 2021/05/12~2026/05/12 | 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 |

长的交通运输需求和西部综合交通枢纽建设规划为四川省高速公路行业提供了良好的发展环境。

■ **公司路产保持区位优势。**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，路产成熟度较高，在成都周边高速公路路网中占有重要位置。

■ **担保方实力极强。**四川高速是四川省最重要的高速公路建设主体之一，具有突出的区域行业地位，运营发展稳健，获现能力良好，并且持续得到地方政府的大力支持，能够提供极强的担保实力。

关注

■ **面临较大的资本支出压力。**公司主要在建项目为路产扩容工程，预计总投资368.07亿元，截至2021年3月末尚需投资344.36亿元，投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

■ **盈利能力有所下滑且后续补偿政策尚未明确。**受新冠肺炎疫情及疫情期间免收通行费政策影响，2020年公司车流量及通行费受到较大冲击，公司盈利能力有所下滑，且后续相关补偿政策尚未明确。

评级展望

中诚信国际认为，四川成南高速公路有限责任公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司定位提升，收费公路运营规模或通行费收入大幅增长等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司定位下降，收费公路运营规模或通行费收入大幅下降且短期内难以恢复；财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

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

2020年1月3日，公司发行“20成高01”，期限5年，附第三年末投资者回售选择权及发行人调整票面利率选择权，募集资金总额5亿元；2020年3月4日，公司发行“20成高02”，期限5年，附第三年末投资者回售选择权及发行人调整票面利率选择权，募集资金总额5亿元；2021年5月12日，公司发行“21成高01”，期限5年，附第三年末投资者回售选择权及发行人调整票面利率选择权，募集资金总额6亿元。根据公司提供的资料，截至2021年5月末，上述三只债券所募资金已使用12.06亿元（不含收到募集资金时直接扣除的承销费）。

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，产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于持续修复过程中，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

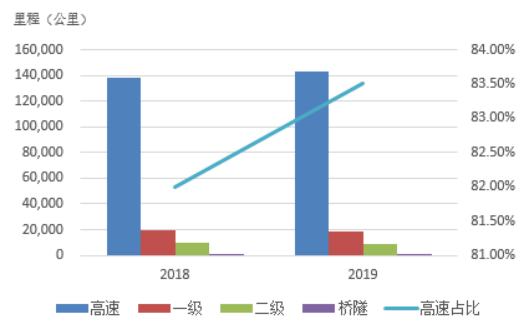
近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

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向外向型的经济结构。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

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、投资回收期长、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

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、投资回收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。

表 2：2019 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

| 属性分类 | 资本金 (1) | 债务性资金 (2) | 投资总额 (3) | 债务余额 |
|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 政府还贷公路 | 13,947.3 | 32,602.6 | 46,549.9 | 33,147.7 |
| 经营性公路 | 15,870.8 | 32,675.4 | 48,546.1 | 28,387.6 |
| 合计 | 29,818.1 | 65,278.0 | 95,096.1 | 61,535.3 |

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2019 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

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

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

下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

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。

多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定

2009年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。经过多年以来的政策实施，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 3：近年收费公路行业相关政策及主要内容

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

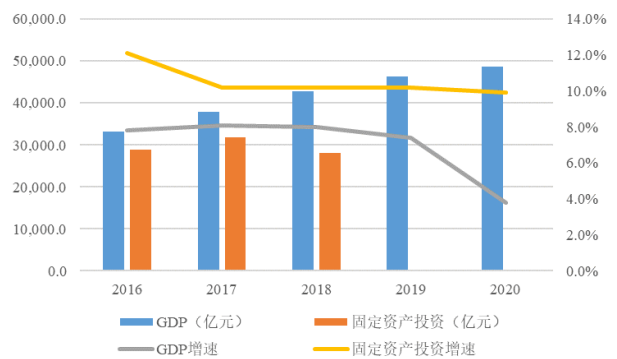
自 2015 年 7 月起，交通运输部等陆续发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿、《收费公路管理条例（修订草案）》等，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。

《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》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《收费公路管理条例》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《收费公路管理条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

受新冠肺炎疫情冲击，四川省经济增速有所放缓，随着疫情的逐步控制，旺盛的交通运输需求和西部综合交通枢纽建设规划仍为省内交通运输业带来良好的发展前景

在西部大开发以及“一带一路”战略的推动下，四川省经济实力不断增强。2018~2020 年，四川省分别实现地区生产总值 40,678.1 亿元、46,615.8 亿元和 48,598.8 亿元；其中 2020 年同比增长 3.8%，受新冠肺炎疫情冲击，区域经济增速有所放缓。2020 年，四川省第一产业增加值 5,556.6 亿元，同比增长 5.2%；第二产业增加值 17,571.1 亿元，同比增长 3.8%；第三产业增加值 25,471.1 亿元，同比增长 3.4%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 14.1%、43.4% 和 42.5%。三次产业结构由上年的 10.4: 37.1: 52.5 调整为 11.4: 36.2: 52.4。2018~2020 年，四川省全社会固定资产投资同比增长分别为 10.2%、10.2%、9.9%，固定资产投资增速有所放缓。

图 2：2016~2020 年四川省 GDP 和固定资产投资情况



注：2019~2020 年四川省固定资产投资金额未公布。

资料来源：四川省统计公报，中诚信国际整理

交通运输方面，2020 年四川省通过公路、铁路、民航和水路等运输方式完成货物周转量 2,735.4 亿吨公里，同比增长 6.3%；完成旅客周转量 1,203.0 亿人公里，同比下降 38.3%。受新冠肺炎疫情冲击，2020 年四川省旅客周转量较上年大幅下滑，疫情控制后客运需求逐步修复，但疫情期间货运仍保持旺盛需求。截至 2020 年末，四川省高速公路建成里程 8,140 公里；民用汽车拥有量 1,291 万辆，同比增长 7.6%，公路运输需求呈增长趋势。

表 4：2020 年四川省交通运输情况

| 指标 | 单位 | 绝对数 | 同比增长 (%) |
|--------------|-------------|----------------|--------------|
| 货物周转量 | 亿吨公里 | 2,735.4 | 6.3 |
| 公路 | 亿吨公里 | 1,617.7 | 5.9 |
| 铁路 | 亿吨公里 | 813.1 | 11.8 |
| 民航 | 亿吨公里 | 12.8 | -- |
| 水路 | 亿吨公里 | 291.8 | -4.5 |
| 旅客周转量 | 亿人公里 | 1,203.0 | -38.3 |
| 公路 | 亿人公里 | 289.8 | -33.8 |
| 铁路 | 亿人公里 | 254.3 | -36.9 |
| 民航 | 亿人公里 | 657.8 | -40.6 |
| 水路 | 亿人公里 | 1.0 | -42.8 |

资料来源：四川省统计公报，中诚信国际整理

总体来看，疫情冲击下四川省经济增速有所放缓，但其疫情影响程度低于全国平均水平，在严格的疫情防控政策及新冠疫苗普及下，疫情逐步得以控制，各项经济指标已逐步恢复。随着经济快速发展，四川省作为西部中心省份的地位日益凸显，旺盛的交通运输需求和西部综合交通枢纽建设规划为省内交通运输业带来良好的发展前景。

2020年，公司通行费收入受疫情及免收通行费政策影响大幅下滑，后续免收通行费政策的补偿措施尚待关注；同时，公司改扩建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至2021年3月末，公司旗下控股路产不变，仍为成南高速、遂渝高速、南渝高速三条高速路产，合计收费公路里程317.44公里。公司作为四川高速下属的重要路产运营主体之一，经营路段的成熟度较高，在成都周边高速公路路网中地位重要。

表5：公司经营性收费路产情况

| 公路名称 | 里程（公里） | 收费期限（年） | 公司权益 |
|------|--------|-----------|---------|
| 成南高速 | 215.45 | 2002~2032 | 100.00% |
| 南渝高速 | 65.40 | 2008~2038 | 100.00% |
| 遂渝高速 | 36.59 | 2007~2037 | 100.00% |
| 合计 | 317.44 | -- | -- |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费及车流量方面，2020年，受疫情及防控政策影响，居民出行意愿下滑转化为车流量的大幅减少，当期公司收费路产通行量同比下降32.61%；此外，疫情防控期间交通运输部出台了免收通行费政策，收费公路自2月17日起免收全部车辆通行费，并自5月6日零时起恢复收费，上述因素共同使得公司2020年通行费收入受到较大冲击，同比下降20.26%。总体来看，免收通行费政策对公司2020年通行费收入规模产生了一定不利影响，目前

免收费政策的后续相关补偿政策尚未确定，中诚信国际将持续关注后续补偿政策及恢复收费后公司通行费业务的经营状况和盈利能力。

表6：近年来公司控股高速公路通行费及通行量情况（亿元、万辆）

| 公路名称 | 项目 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 成南高速 | 通行费 | 11.84 | 12.36 | 9.85 | 3.73 |
| | 通行量 | 5,270.74 | 5,432.15 | 3,688.34 | 1,502.48 |
| 南渝高速 | 通行费 | 1.00 | 1.06 | 0.74 | 0.31 |
| | 通行量 | 1,373.08 | 1,168.30 | 751.99 | 337.77 |
| 遂渝高速 | 通行费 | 0.86 | 0.99 | 0.90 | 0.31 |
| | 通行量 | 740.70 | 305.94 | 213.96 | 102.59 |
| 合计 | 通行费 | 13.71 | 14.41 | 11.49 | 4.35 |
| | 通行量 | 7,384.52 | 6,906.39 | 4,654.29 | 1,942.84 |

注：1、2019年12月因系统升级无车流量数据，当月车流量为预估数据；2、因国家高速路网并网，2020年通行量不包括1~4月通行量；3、由于四舍五入，各项加总数与合计数存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费标准方面，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7：公司路段通行费标准

| 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 | 客车车长小于6米且核定载人数不大于9人 | 0.35/0.45（4车道/6车道） | 0.35 | 0.50 |
| | 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 | 客车车长小于6米且核定载人数为10~19人 | 0.70/0.90（4车道/6车道） | 0.70 | 1.00 |
| | 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 | 客车车长小于6米且核定载人数不大于39人 | 1.05/1.35（4车道/6车道） | 1.05 | 1.50 |
| | 三轴载货汽车 | 1.15 | 1.23 | 1.21 |
| 四类车 | 客车车长小于6米且核定载人数不小于40人 | 1.40/1.80（4车道/6车道） | 1.40 | 2.00 |
| | 四轴载货汽车 | 1.68 | 1.70 | 1.63 |
| 五类车 | 五轴载货汽车 | 1.79 | 1.81 | 1.74 |
| 六类车 | 六轴载货汽车 | 2.11 | 2.17 | 2.12 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

道路养护方面，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。2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司道

路养护进度有所放缓，当期养护支出有所减少。

表 8：近年来公司路产养护支出情况（万元）

| 类别 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1-3 |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 日常养护支出 | 3,295.91 | 3,664.12 | 3,694.98 | 700.07 |
| 专项养护支出 | 2,115.22 | 2,581.56 | 1,416.41 | 0.00 |
| 合计 | 5,411.13 | 6,245.68 | 5,111.39 | 700.07 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，公司主要在建项目为 G42 线南充至成都段高速公路扩容工程。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 240.30 公里，项目建设周期预计为 2021~2024 年，预计总投资 368.07 亿元，项目资本金为 82.74 亿元（总投资的 22%），同时拟争取国家安排的 91.04 亿元中央车购税（预计为总投资的 25%）作为政府补助，其余部分通过银行贷款解决。截至 2021 年 3 月末已投资 23.71 亿元，预计 2021 年 4~12 月和 2022 年分别投资 51.80 亿元和 90.00 亿元，公司面临较大的资本支出压力。

服务区业务为公司带来一定的租赁收入，房地产开发项目尚未开始预售，其他业务对公司营业收入的贡献仍较为有限

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，但对营业收入的贡献较为有限。

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。截至 2021 年 3 月末，公司所辖服务区共计 5 对，分别为淮口服务区、遂宁服务区、南充服务区、武胜服务区及仓山停车区，占地面积合计 330.8 亩，其中淮口服务区及南充服务区系五星级服务区。同时，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。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现租赁收入 1,110.54 万元和 104.88 万元，新冠肺炎疫情期间公司免除部分租赁费用支持复工复产，使得 2020 年租赁收入同比有所下滑。

房地产开发业务方面，公司目前在建项目为高庐·紫云台项目。该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，预计于 2021 年竣工，预计总投资 9.59 亿元，截至 2021 年 3 月末已投资 4.93 亿元，投资进度受疫情影响相对滞后，预计自 2021 年 8 月起实现预售。

财务分析

以下分析基于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 2018 年审计报告、经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 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。公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为财务报告期末数。

受疫情影响，2020 年公司营业收入减少、营业毛利率下降使得经营性业务利润大幅下滑，公司主营业务盈利能力下降

公司主营路产较为成熟，通行费业务板块毛利率较高；2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司通行费收入规模同比有所下滑，而路产经营成本变化不大，通行费业务毛利率下滑使得公司总体营业毛利率大幅下滑。其他业务对公司收入贡献较小，2019 年公司新增毛利率较高的租赁业务，使得当期其他业务毛利率大幅上升；2020 年公司租赁业务收入占比明显回落，带动其他业务毛利率下降至 -5.79%。2021 年 1~3 月，伴随国内疫情的缓解，公司通行费业务收入及毛利率较上年同期明显提升，带动当期营业收入及综合毛利率分别回升至 4.40 亿元和 65.08%。

表 9：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

| 收入 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1-3 |
|-----|-------|-------|-------|----------|
| 通行费 | 13.71 | 14.42 | 11.49 | 4.35 |
| 其他 | 0.18 | 0.25 | 0.19 | 0.05 |
| 合计 | 13.90 | 14.66 | 11.67 | 4.40 |
| 毛利率 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1-3 |

| | | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 通行费 | 52.87 | 54.61 | 43.78 | 65.66 |
| 其他 | -5.35 | 20.28 | -5.79 | 17.12 |
| 综合 | 52.10 | 54.03 | 42.99 | 65.08 |

注：合计数与各项加总数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用仍由管理费用及财务费用构成，2020年公司期间费用有所下降，主要系债务规模下降使得利息支出减少以及亚洲开发银行美元贷款产生一定汇兑收益等因素共同导致财务费用下降所致；同期公司期间费用率小幅下降1.04个百分点至13.69%，期间费用管控能力有所增强。

公司利润总额主要由经营性业务利润及资产处置损益构成。2020年，受疫情期间主营路产盈利能力下降影响，当期经营性业务利润同比下降41.96%至3.31亿元；同期资产处置损益为1.10亿元，主要系固定资产处置损益。盈利指标方面，2020年受利润总额下降影响，公司EBITDA有所下降但EBITDA利润率小幅上升；同期总资产收益率亦呈下降趋势。2021年1~3月，公司利润总额同比增长3.54亿元至2.45亿元。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.1~3 |
|---------------|-------|---------|-------|----------|
| 期间费用合计 | 2.54 | 2.16 | 1.60 | 0.39 |
| 期间费用率(%) | 18.28 | 14.73 | 13.69 | 8.93 |
| 营业收入 | 13.90 | 14.66 | 11.67 | 4.40 |
| 经营性业务利润 | 4.66 | 5.70 | 3.31 | 2.46 |
| 资产处置收益 | 0.001 | -0.0001 | 1.10 | 0.003 |
| 利润总额 | 4.67 | 5.71 | 4.37 | 2.45 |
| 净利润 | 3.97 | 4.86 | 3.71 | 2.08 |
| EBIT | 6.39 | 7.26 | 5.75 | -- |
| EBITDA | 10.78 | 11.62 | 10.35 | -- |
| EBITDA 利润率(%) | 77.58 | 79.24 | 88.63 | -- |
| 总资产收益率(%) | 6.58 | 7.50 | 6.08 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年末公司总资产及总负债规模均小幅下降，受益于经营积累带动净资产规模上升，公司财务杠杆率水平有所下降，债务结构仍较为合理

资产方面，公司资产仍以非流动资产为主，长期应收款收回导致非流动资产规模下滑，截至2020年末，非流动资产占总资产的比重降至77.34%。固定资产是公司的主要资产，主要由公司拥有的高速

公路及附属设施构成，受计提折旧及处置部分固定资产影响2020年末小幅减少；同期末，随着成南路改扩建项目的投入，在建工程大幅增长至7.68亿元；2019年末长期应收款主要系公司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开发有限公司、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，随着长期应收款的收回，2020年末公司无长期应收款；同期末货币资金受此影响大幅增长。截至2021年3月末，随着在建项目的继续投入，公司总资产较上年末小幅增长2.26%。

负债方面，伴随到期债务的偿付，2020年末公司总负债同比下降14.40%。公司负债仍以非流动负债为主，主要为长期借款、应付债券和长期应付款；公司长期借款利率区间在4.28%~5.70%，2020年末同比下降16.97%至9.44亿元；长期应付款全部系对四川高速的借款，受当期偿还股东借款影响，2020年末同比大幅下降52.23%至12.96亿元；此外，2020年公司新发行“20成高01”和“20成高02”，应付债券大幅增长至10.00亿元。截至2021年3月末，公司总负债较上年末基本持平。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积及未分配利润构成；2020年末公司实收资本及资本公积无变化，盈余积累带动公司未分配利润增长，使得所有者权益同比增长7.81%。截至2021年3月末，公司所有者权益进一步小幅增长。

有息债务方面，近年来公司债务结构小幅波动，以长期债务为主的债务结构符合公司现阶段的发展需求和高速公路行业的发展特征。伴随到期债务的偿付，2020年末公司总债务规模同比下降13.71%至36.32亿元，同期末公司总资本化比率同比下降5.48个百分点至41.47%。

表 11：近年来公司主要资产负债情况（亿元）

| 主要科目 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 97.18 | 96.20 | 92.91 | 95.01 |
| 货币资金 | 8.38 | 9.47 | 16.38 | 16.35 |
| 长期应收款 | 13.27 | 13.27 | 0.00 | 0.00 |

| | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 固定资产 | 70.20 | 66.76 | 63.82 | 62.68 |
| 在建工程 | 1.01 | 1.85 | 7.68 | 9.82 |
| 总负债 | 54.48 | 48.65 | 41.64 | 41.38 |
| 一年内到期的非流动负债 | 7.20 | 3.59 | 3.92 | 3.93 |
| 长期借款 | 11.78 | 11.37 | 9.44 | 9.45 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 10.00 | 10.00 |
| 长期应付款 | 27.87 | 27.13 | 12.96 | 12.96 |
| 所有者权益合计 | 42.70 | 47.55 | 51.27 | 53.63 |
| 实收资本 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 资本公积 | 9.35 | 9.35 | 9.35 | 9.35 |
| 未分配利润 | 8.78 | 13.15 | 16.48 | 18.86 |
| 总债务 | 46.85 | 42.09 | 36.32 | 36.34 |
| 短期债务/总债务(X) | 0.15 | 0.09 | 0.11 | 0.11 |
| 资产负债率(%) | 56.06 | 50.57 | 44.82 | 43.56 |
| 总资本化比率(%) | 52.32 | 46.95 | 41.47 | 40.39 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司收现情况较好，2020年经营活动净现金流虽小幅下滑，但对债务本息的保障程度仍较好，同时EBITDA对债务本息仍能形成较好覆盖，公司整体偿债能力很强

公司收现情况较好，通行费收入为公司获得稳定的经营性现金流入提供了有效保证。2020年，受新冠肺炎疫情影响，通行费收入减少使得当期经营活动净现金流有所下滑。同期，公司收回与往来方应收款项13.27亿元，致使当期投资活动现金流入大幅增长；成南路改扩建项目等长期资产投入形成投资活动现金流出7.85亿元，综合导致当期投资活动净现金流量较上年有所提升。此外，2020年公司筹资活动现金流维持大幅净流出状态，主要系偿还债务所致。

偿债能力方面，2020年公司经营活动净现金流及EBITDA对债务利息的覆盖倍数均有所下滑，但仍可完全覆盖利息支出且覆盖能力较强；公司货币资金较为充足，能够有效保障短期债务的偿还，且货币资金对短期债务的覆盖率持续提升，截至2020年末为4.18倍。总体来看，公司财务结构较为稳健，且EBITDA及经营活动净现金流能对债务利息的偿付提供充分的保障，公司整体偿债能力很强。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| 主要指标 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
|----------|-------|------|------|--------|
| 经营活动净现金流 | 11.39 | 8.13 | 7.59 | 2.05 |
| 投资活动净现金流 | -0.47 | 0.65 | 9.19 | -1.69 |

| | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 筹资活动净现金流 | -7.74 | -7.68 | -9.87 | -0.39 |
| 经营活动净现金流/总债务 | 0.24 | 0.19 | 0.21 | 0.06 |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 6.50 | 4.96 | 4.51 | -- |
| 总债务/EBITDA | 4.34 | 3.62 | 3.51 | -- |
| EBITDA 利息覆盖系数 | 6.15 | 7.10 | 6.15 | -- |
| 经营活动净现金流/短期债务 | 1.58 | 2.27 | 1.94 | -- |
| 货币资金/短期债务 | 1.16 | 2.64 | 4.18 | 4.16 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性较为充足，无对外担保事项，但受限资产占总资产的比重仍较高

截至2021年3月末，公司共计获得银行授信额度41.45亿元，剩余额度为32.10亿元，备用流动性较为充足。

截至2021年3月末，公司受限资产为土地使用权和公路及附属设施收费权，账面净值为54.07亿元，用于质押借款，受限资产占总资产的比重为56.91%，占比较高。较大的受限规模或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，中诚信国际对此保持持续关注。

截至2021年3月末，公司无对外担保事项。

截至2021年3月末，公司2021年4~12月及2022~2023年到期债务分别为3.97亿元、7.70亿元和3.40亿元，不存在债务集中到期的情况。

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5月26日，公司不存在未结清不良信贷信息，且各期债务融资工具均按时还本付息。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

控股股东四川高速是四川省高速公路建设最重要的投融资主体之一，公司可以间接获得政府的一定支持

公司控股股东四川高速作为四川省高速公路建设最重要的投融资主体，在四川省高速公路行业

中处于绝对主导地位，是代表四川省交通运输厅对全省控股集团高速公路进行“建、管、养、营”一体化经营管理的总公司。

股东支持方面，公司作为四川高速的重要子公司，是成都市主要的路产运营主体之一，经营路段在成都市高速公路路网中占有重要地位，可以间接获得政府的一定支持。2020年，公司收到政府补助857.44万元，包含取消省级站工程补助、产业发展经费、稳岗补贴等不同类目。

偿债保障措施

“20成高01”、“20成高02”和“21成高01”本息的到期兑付由四川高速提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四川高速是由四川省交通运输厅作为主管部门，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。截至2021年3月末，公司实收资本94.41亿元，为四川省交通投资集团有限责任公司的全资子公司，实际控制人为四川省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）。四川高速是四川省最大的高速公路建设主体，并负责省内大部分高速公路的运营管理及公路沿线经营开发。

四川高速系四川省最重要的高速公路建设运营企业之一，在区域内行业地位突出，截至2021年3月末，其高速公路通车里程3,713.94公里，约占全省高速公路总里程的45.00%。近年来，四川高速通行费收入规模较大，保持良好的获现能力。但中诚信国际亦关注到，四川高速承担路产建设任务较重、未来资本支出压力大以及通行费收入受新冠肺炎疫情影响较大。

截至2021年3月末，四川高速总资产为3,107.35亿元，所有者权益合计为954.14亿元，资产负债率为69.29%。2020年，四川高速实现营业收入256.06亿元，净利润-11.69亿元，经营活动净现金流64.23亿元，受新冠肺炎疫情防控期间全国收费公路免收通行费影响，2020年公司车辆通行

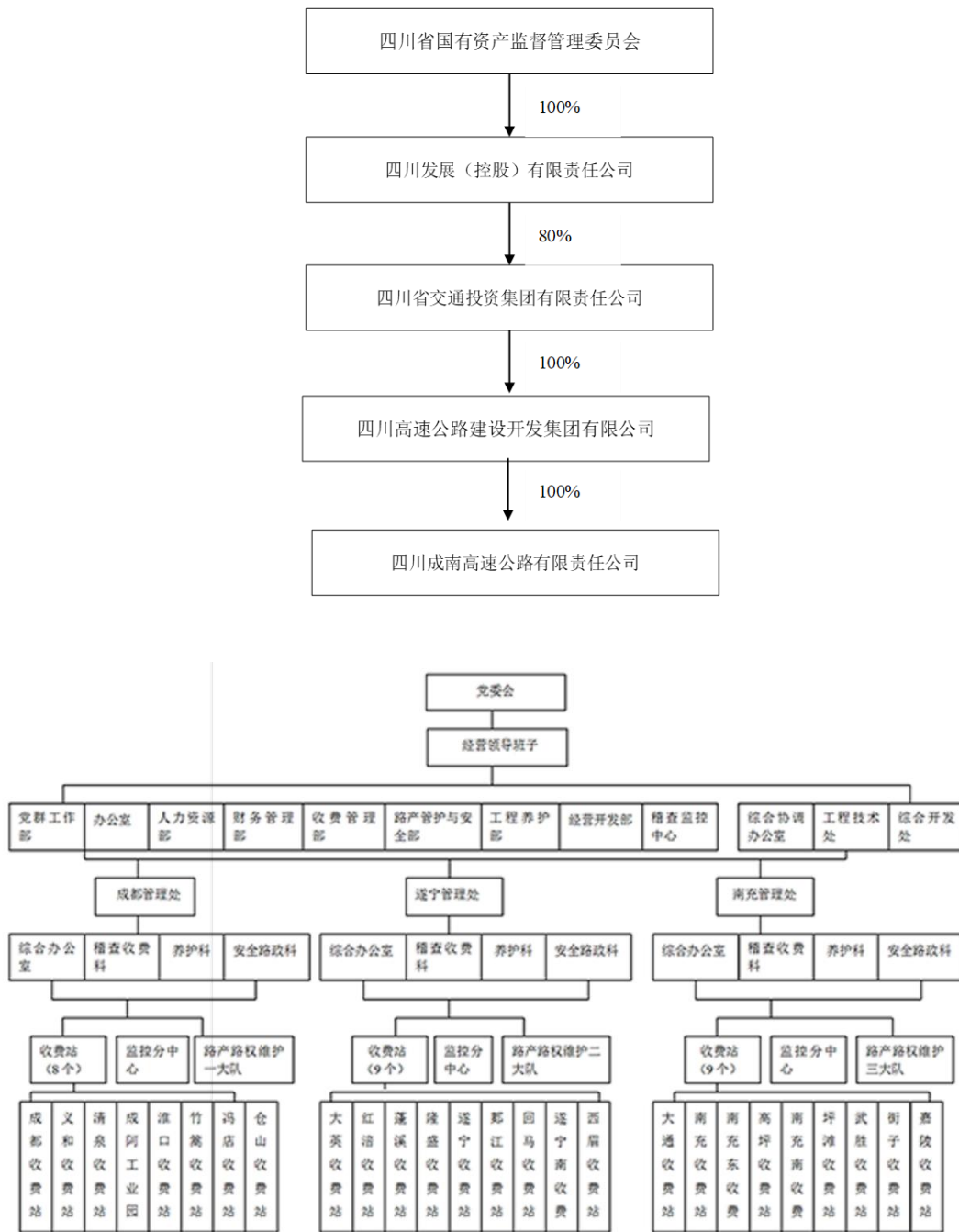
费收入同比出现大幅下滑，经营性业务利润由正转负；2021年1~3月，四川高速实现营业总收入93.72亿元，净利润12.42亿元，经营活动净现金流28.10亿元，较上年同期明显好转。

综上所述，中诚信国际维持四川高速公路建设开发集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为四川高速具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“20成高01”、“20成高02”和“21成高01”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川成南高速公路有限责任公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“20成高01”、“20成高02”和“21成高01”的债项信用等级为**AAA**。

附一：四川成南高速公路有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



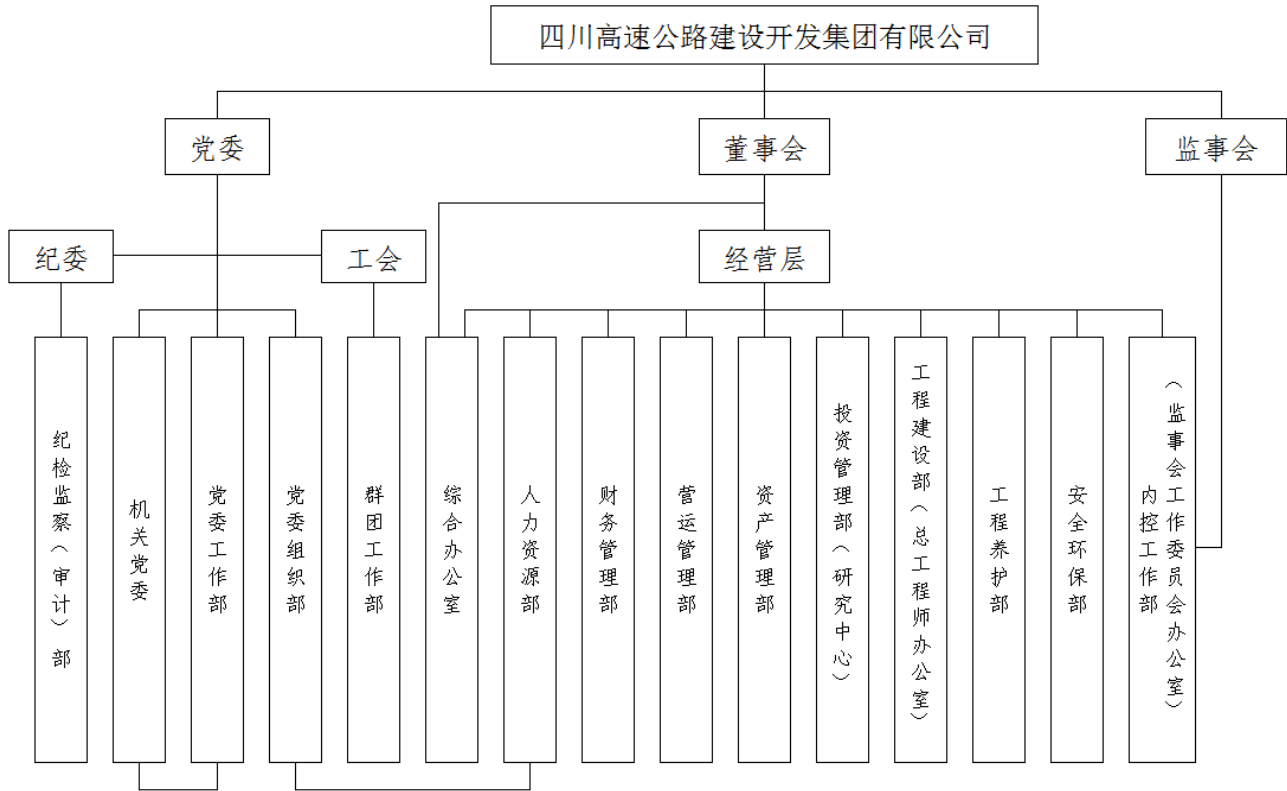
资料来源：公司提供

附二：四川高速公路建设开发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 | 持股比例 (%) | 享有的表决权 (%) |
|--------------------|----------|------------|
| 四川省川北高速公路股份有限公司 | 95.91 | 95.91 |
| 四川广甘高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川广巴高速公路有限责任公司 | 93.75 | 93.75 |
| 四川都汶公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川雅西高速公路有限责任公司 | 99.97 | 99.97 |
| 四川高路交通信息工程有限公司 | 64.50 | 64.50 |
| 四川川西高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 成都绕城高速公路(西段)有限责任公司 | 65.00 | 65.00 |
| 四川攀西高速公路开发股份有限公司 | 99.39 | 99.39 |
| 四川丽攀高速公路有限责任公司 | 99.39 | 99.39 |
| 四川广南高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川巴陕高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川达陕高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川巴达高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川达万高速公路有限责任公司 | 97.71 | 97.71 |
| 四川巴南高速公路有限责任公司 | 81.08 | 81.08 |
| 四川巴中川高交通投资有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川成南高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川中通高速公路投资建设开发有限公司 | 90.61 | 90.61 |
| 四川雅眉乐高速公路有限责任公司 | 98.41 | 98.41 |
| 四川川东高速公路有限责任公司 | 93.95 | 93.95 |
| 四川达渝高速公路建设开发有限公司 | 99.13 | 99.13 |
| 四川郎川公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川成德南高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川省川南高等级公路开发股份有限公司 | 95.71 | 95.71 |
| 四川南方高速公路股份有限公司 | 91.80 | 91.80 |
| 四川纳黔高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川仁沐高速公路有限责任公司 | 99.85 | 99.85 |
| 四川俄岗公路工程建设有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川川西投资管理有限责任公司 | 95.00 | 95.00 |
| 四川高路物业服务有限公司 | 99.83 | 99.83 |
| 四川智能交通系统管理有限责任公司 | 94.53 | 94.53 |
| 四川高速公路绿化环保开发有限公司 | 96.67 | 96.67 |
| 四川高路文化旅游发展有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川高路建筑工程有限公司 | 99.28 | 99.28 |
| 四川交投实业有限公司 | 46.00 | 46.00 |
| 四川川高工程技术咨询有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川绵九高速公路有限责任公司 | 80.00 | 80.00 |
| 四川资潼高速公路有限公司 | 51.00 | 51.00 |
| 四川乐西高速公路有限责任公司 | 100.00 | 100.00 |

| | | |
|----------------|--------|--------|
| 四川德会高速公路有限责任公司 | 74.86 | 74.86 |
| 会理川高特色小镇开发有限公司 | 80.00 | 80.00 |
| 四川绵阳绵遂高速公路有限公司 | 100.00 | 100.00 |
| 四川广绵高速公路有限责任公司 | 74.51 | 74.51 |
| 四川交投建设工程股份有限公司 | 51.00 | 51.00 |



资料来源：公司提供

附三：四川成南高速公路有限责任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 | 83,779.59 | 94,743.38 | 163,836.39 | 163,502.36 |
| 应收账款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他应收款 | 29,737.93 | 25,153.73 | 2,699.13 | 2,255.87 |
| 存货 | 10,525.58 | 19,464.55 | 41,224.23 | 49,666.24 |
| 长期投资 | 1,490.00 | 1,490.00 | 1,490.00 | 1,490.00 |
| 在建工程 | 10,119.95 | 18,541.78 | 76,844.62 | 98,238.46 |
| 无形资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总资产 | 971,774.63 | 962,024.11 | 929,108.13 | 950,121.99 |
| 其他应付款 | 60,396.66 | 56,200.41 | 29,534.51 | 26,007.77 |
| 短期债务 | 71,990.15 | 35,863.88 | 39,166.88 | 39,281.84 |
| 长期债务 | 396,464.36 | 385,021.20 | 324,000.50 | 324,127.55 |
| 总债务 | 468,454.51 | 420,885.07 | 363,167.38 | 363,409.39 |
| 总负债 | 544,793.18 | 486,475.30 | 416,442.12 | 413,827.05 |
| 费用化利息支出 | 17,218.68 | 15,421.04 | 13,848.66 | -- |
| 资本化利息支出 | 300.79 | 948.35 | 2,978.97 | -- |
| 实收资本 | 200,000.00 | 200,000.00 | 200,000.00 | 200,000.00 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所有者权益合计 | 426,981.45 | 475,548.81 | 512,666.00 | 536,294.94 |
| 营业总收入 | 138,986.52 | 146,642.43 | 116,748.56 | 43,983.84 |
| 经营性业务利润 | 46,576.19 | 57,012.11 | 33,091.22 | 24,610.33 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 33.48 | 0.00 |
| 净利润 | 39,708.32 | 48,567.36 | 37,117.19 | 20,845.96 |
| EBIT | 63,936.64 | 72,559.11 | 57,517.30 | -- |
| EBITDA | 107,821.89 | 116,194.44 | 103,473.89 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 171,778.65 | 146,431.36 | 117,381.06 | 41,243.28 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 24,821.09 | 6,616.50 | 11,049.70 | 1,012.69 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 21,560.44 | 34,426.53 | 22,563.93 | 6,482.40 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 33,203.73 | 5,916.53 | 3,940.76 | 4,131.67 |
| 吸收投资收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本支出 | 5,338.02 | 7,677.92 | 78,507.52 | 17,103.36 |
| 经营活动产生现金净流量 | 113,883.18 | 81,264.23 | 75,877.71 | 20,482.96 |
| 投资活动产生现金净流量 | -4,733.54 | 6,547.31 | 91,934.11 | -16,939.88 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -77,378.95 | -76,847.74 | -98,718.80 | -3,877.11 |
| 财务指标 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
| 营业毛利率(%) | 52.10 | 54.03 | 42.99 | 65.08 |
| 期间费用率(%) | 18.28 | 14.73 | 13.69 | 8.93 |
| 应收类款项/总资产(%) | 16.71 | 16.40 | 0.29 | 0.24 |
| 收现比(X) | 1.24 | 1.00 | 1.01 | 0.94 |
| 总资产收益率(%) | 6.58 | 7.50 | 6.08 | -- |
| 资产负债率(%) | 56.06 | 50.57 | 44.82 | 43.56 |
| 总资本化比率(%) | 52.32 | 46.95 | 41.47 | 40.39 |
| 短期债务/总债务(X) | 0.15 | 0.09 | 0.11 | 0.11 |
| FFO/总债务(X) | 0.22 | 0.26 | 0.23 | -- |
| FFO 利息倍数(X) | 5.76 | 6.62 | 4.95 | -- |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 6.50 | 4.96 | 4.51 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.34 | 3.62 | 3.51 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 1.50 | 3.24 | 2.64 | -- |
| 货币资金/短期债务(X) | 1.16 | 2.64 | 4.18 | 4.16 |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 6.15 | 7.10 | 6.15 | -- |

注：1、中诚信国际根据公司 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为期末数。2021 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、中诚信国际分析时将公司长期应付款科目中的有息债务计入长期债务。

附四：四川高速公路建设开发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 | 1,040,010.58 | 1,608,026.13 | 1,391,204.96 | 2,073,459.84 |
| 应收账款 | 153,966.05 | 200,546.81 | 285,467.22 | 537,141.23 |
| 其他应收款 | 172,205.73 | 261,157.85 | 308,919.45 | 414,018.66 |
| 存货 | 397,107.93 | 425,528.18 | 445,719.54 | 467,491.56 |
| 长期投资 | 197,062.05 | 194,556.82 | 580,328.60 | 497,705.92 |
| 在建工程 | 2,054,150.18 | 2,839,490.15 | 3,918,712.53 | 4,538,889.63 |
| 无形资产 | 21,195.95 | 37,486.78 | 325,903.53 | 323,295.18 |
| 总资产 | 24,748,117.74 | 26,891,001.64 | 29,159,461.74 | 31,073,466.86 |
| 其他应付款 | 757,608.42 | 748,698.89 | 689,297.85 | 736,592.12 |
| 短期债务 | 1,003,325.72 | 1,725,542.59 | 2,107,927.32 | 2,294,912.33 |
| 长期债务 | 13,973,731.47 | 14,874,760.11 | 16,187,043.57 | 17,037,577.61 |
| 总债务 | 14,977,057.19 | 16,600,302.70 | 18,294,970.89 | 19,332,489.94 |
| 总负债 | 16,572,101.52 | 18,246,830.45 | 19,906,404.07 | 21,532,106.83 |
| 费用化利息支出 | 608,586.04 | 659,778.30 | 659,691.34 | -- |
| 资本化利息支出 | 68,658.45 | 71,809.38 | 120,506.87 | -- |
| 实收资本 | 944,127.68 | 944,127.68 | 944,127.68 | 944,127.68 |
| 少数股东权益 | 358,940.37 | 392,221.31 | 495,004.52 | 628,140.45 |
| 所有者权益合计 | 8,176,016.22 | 8,644,171.19 | 9,253,057.67 | 9,541,360.03 |
| 营业总收入 | 2,235,514.02 | 2,613,562.19 | 2,560,606.34 | 937,163.19 |
| 经营性业务利润 | -13,184.65 | 38,453.46 | -130,059.59 | 125,671.70 |
| 投资收益 | 32,106.36 | 54,649.33 | 29,812.79 | 7,557.34 |
| 净利润 | -6,987.48 | 66,963.27 | -116,891.08 | 124,238.04 |
| EBIT | 636,585.93 | 757,169.36 | 568,568.50 | -- |
| EBITDA | 921,764.01 | 1,048,696.77 | 917,602.85 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 2,125,325.90 | 2,395,830.06 | 2,364,580.41 | 1,084,836.26 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 169,346.25 | 159,110.74 | 224,046.87 | 97,054.14 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 1,168,367.99 | 1,262,402.78 | 1,430,391.89 | 677,899.46 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 163,379.83 | 185,539.02 | 213,858.56 | 99,857.53 |
| 吸收投资收到的现金 | 29,400.00 | 27,849.17 | 461,392.70 | 3,323.96 |
| 资本支出 | 1,165,518.64 | 1,587,484.22 | 1,787,637.70 | 635,310.35 |
| 经营活动产生现金净流量 | 670,056.32 | 783,677.67 | 642,270.53 | 280,962.60 |
| 投资活动产生现金净流量 | -1,218,754.76 | -1,535,215.23 | -2,179,509.59 | -684,738.14 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 254,745.31 | 1,316,629.87 | 1,304,125.75 | 825,102.50 |
| 财务指标 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.3 |
| 营业毛利率(%) | 30.93 | 31.46 | 23.37 | 35.17 |
| 期间费用率(%) | 32.97 | 29.92 | 28.75 | 21.88 |
| 应收类款项/总资产(%) | 1.74 | 2.14 | 2.44 | 3.59 |
| 收现比(X) | 0.95 | 0.92 | 0.92 | 1.16 |
| 总资产收益率(%) | 2.64 | 2.93 | 2.03 | -- |
| 资产负债率(%) | 66.96 | 67.85 | 68.27 | 69.29 |
| 总资本化比率(%) | 64.69 | 65.76 | 66.41 | 66.96 |
| 短期债务/总债务(X) | 0.07 | 0.10 | 0.12 | 0.12 |
| FFO/总债务(X) | 0.06 | 0.06 | 0.04 | -- |
| FFO 利息倍数(X) | 1.25 | 1.31 | 1.05 | -- |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | 0.99 | 1.07 | 0.82 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 16.25 | 15.83 | 19.94 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.92 | 0.61 | 0.44 | -- |
| 货币资金/短期债务(X) | 1.04 | 0.93 | 0.66 | 0.90 |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 1.36 | 1.43 | 1.18 | -- |

注：1、中诚信国际根据四川高速 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理，各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为期末数。2021 年一季度财务报表未经审计，且四川高速未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、中诚信国际分析时将四川高速各期长期应付款及其他非流动负债中有息债务计入长期债务，将其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

| | 指标 | 计算公式 |
|------------|---------------------|--|
| 资本结构 | 现金及其等价物（货币等价物） | =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据 |
| | 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 |
| | 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+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 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） |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业收入/应收账款平均净额 |
| | 现金周转天数 | =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额） |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =（营业收入-营业成本）/营业收入 |
| | 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-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-税金及附加-期间费用+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 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| | EBIT 利润率 | =EBIT/当年营业总收入 |
| EBITDA 利润率 | =EBITDA/当年营业总收入 | |
| 现金流 | 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 |
| | 经调整的经营活净现金流（CFO-股利） | =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | FCF | =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | 留存现金流 | =经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出） |
| 偿债能力 | 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 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | EBIT 利息保障倍数 | =EBIT/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”。

附六：信用等级符号及定义

| 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。