

# 蜀道投资集团有限责任公司

## 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：魏 荣 rwei@ccxi.com.cn

项目组成员：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn

王靖允 jywang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 7 月 8 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](http://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 2729号

## 蜀道投资集团有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，并对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：

评定贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“14 川交投 MTN001”、“17 川交投 MTN001”、“17 川交投 MTN002”、“18 川交投 MTN003”、“20 川交投 MTN001”、“20 川交投 MTN002”、“21 川交投 MTN001”、“20 川交投债 01/20 川交 01”、“17 川铁投 MTN001”、“18 川铁投 MTN001”、“18 川铁投 MTN002”、“18 川铁投 MTN003”、“18 川铁投 MTN004”、“18 川铁投 MTN005”、“18 川铁投 MTN006”、“18 川铁投 MTN007”、“20 川铁投 MTN001”、“20 川铁投 MTN002”、“20 川铁投 MTN003”、“20 川铁投 MTN004”、“20 川铁投 MTN005”、“20 川铁投 MTN006”、“20 川铁投 MTN007”、“20 川铁投 MTN008”、“21 川铁投 MTN001”、“21 川铁投 MTN002”、“21 川铁投 MTN003”、“21 川铁投 MTN004”和“21 川铁投 MTN005”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月八日

**评级观点：**中诚信国际评定蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 川交投 MTN001”、“17 川交投 MTN001”、“17 川交投 MTN002”、“18 川交投 MTN003”、“20 川交投 MTN001”、“20 川交投 MTN002”、“21 川交投 MTN001”、“20 川交投债 01/20 川交 01”、“17 川铁投 MTN001”、“18 川铁投 MTN001”、“18 川铁投 MTN002”、“18 川铁投 MTN003”、“18 川铁投 MTN004”、“18 川铁投 MTN005”、“18 川铁投 MTN006”、“18 川铁投 MTN007”、“20 川铁投 MTN001”、“20 川铁投 MTN002”、“20 川铁投 MTN003”、“20 川铁投 MTN004”、“20 川铁投 MTN005”、“20 川铁投 MTN006”、“20 川铁投 MTN007”、“20 川铁投 MTN008”、“21 川铁投 MTN001”、“21 川铁投 MTN002”、“21 川铁投 MTN003”、“21 川铁投 MTN004”和“21 川铁投 MTN005”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了区域经济实力持续增强，公司战略地位突出，地方政府给予大力支持，主业与多元化产业协同发展，综合抗风险能力很强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战略重组后的经营及管理风险，资本支出压力较大，债务规模持续增长，财务杠杆水平较高，多个板块的业务收入一定程度上受到疫情影响等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

蜀道集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	6,838.75	7,236.69	8,699.30	8,965.26
所有者权益合计（亿元）	2,254.02	2,317.16	2,732.39	2,844.05
总负债（亿元）	4,584.73	4,919.52	5,966.91	6,121.20
总债务（亿元）	3,910.53	4,197.43	5,048.55	5,220.46
营业总收入（亿元）	1,364.05	1,694.00	1,663.40	421.11
经营性业务利润（亿元）	14.79	12.05	12.79	24.45
净利润（亿元）	9.65	19.14	6.57	22.97
EBITDA（亿元）	205.36	247.49	247.99	--
经营活动净现金流（亿元）	90.26	58.78	89.09	4.17
收现比(X)	1.00	1.00	0.95	0.75
营业毛利率(%)	12.68	12.65	13.51	18.24
应收类款项/总资产(%)	6.59	6.91	6.37	6.68
资产负债率(%)	67.04	67.98	68.59	68.28
总资本化比率(%)	63.44	64.43	64.88	64.73
总债务/EBITDA(X)	19.04	16.96	20.36	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.32	1.36	1.25	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年度三年连审模拟财务报告及未经审计的 2021 年一季度模拟财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料以及利息支出等数据，相关指标失效；3、中诚信国际将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务核算。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：收费公路行业(省级交通投资)  
(C250101\_2019\_03)

蜀道投资集团有限责任公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
财务政策与偿债能力(30%)	FFO 利息倍数(X)*	1.16	7
	EBITDA/总债务(X)*	0.05	7
	总资本化比率(%)	64.88	7
	FFO/当年资本支出(X)*	0.41	7
盈利能力与效率(25%)	EBITDA 利润率(%)*	14.86	5
	单公里路费收入	8	8
	区域经济发展程度	8	8
运营实力(30%)	区域地位	10	10
	路产竞争力	10	10
	通行费收入	10	10
规模(15%)	通行费收入	10	10
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

## 正面

■ **区域经济实力持续增强。**作为承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点和交通走廊，近年来四川省总体经济实力不断增强。2020 年，四川省地区生产总值达 48,598.80 亿元，同比增长 3.8%，良好的外部环境为公司发展提供了基础。

■ **战略地位突出，地方政府给予大力支持。**公司作为四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，发挥国有资本在交通产业领域的战略支撑作用，战略地位突出，能够获得中央政府及四川省政府在政策和资金上的大力支持。

■ **主业与多元化产业协同发展，公司的综合抗风险能力很强。**截至 2021 年 3 月末，公司已通车高速公路 67 条，通车里程达 6,490.28 公里，占四川省高速公路通车里程的比例约为 80%，已投入运营的铁路有 6 条，公司在四川省内交通运营领域具有很强的垄断优势，同时，公司还依托主业，积极拓展工程施工、商品贸易、能源销售和其他板块业务，多元化战略布局使得公司综合抗风险能力很强。

## 关注

■ **战略重组后的经营及管理风险。**公司由四川省交通投资集团有限责任公司（以下简称“四川交投”）与四川省铁路产业投资集团有限责任公司（以下简称“四川铁投”）采用新设合并方式进行战略性重组（以下简称“新设合并”）组建而成，重组后的经营管控与协同整合效果还有待观察。此外，蜀道集团与四川交投和四川铁投签署了资产承继交割协议，并以 2021 年 5 月 28 日为交割日进行了资产承继交割，但包括四川交投和四川铁投下属分公司和直接持股公司的相关变更手续在内的多项权利义务交接、交割手续还需时间进行办理，新设公司的组织架构、规章制度等尚待制定或完善，需关注上述事项的后续进展情况。

■ **资本支出压力较大，债务规模持续增长，财务杠杆水平较高。**公司在高速公路、铁路投资建设、路桥施工等业务板块面临较大的投资压力，资金来源以债务融资为主，随着各类项目建设的不断推进，公司债务规模保持持续增长，财务杠杆比率维持在较高水平。

■ **多个板块的业务收入一定程度上受到疫情影响。**“新冠肺炎”疫情短期内对公司高速公路运营、商品贸易等业务产生了一定的影响，2020 年，公司大部分业务板块的收入同比出现下滑，中诚信国际将持续关注疫情对公司后续经营和盈利情况的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，蜀道投资集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**战略重组不及预期，公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱，核心资产面临划出；公司财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化等。

**评级历史关键信息**

蜀道投资集团有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 川铁投 MTN005 (AAA)	2021/04/25	袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	21 川铁投 MTN004 (AAA)	2021/04/14	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	21 川交投 MTN001 (AAA)	2021/02/26	魏荣、肖瀚	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法 C250101 2019_03</a>	--
AAA/稳定	21 川铁投 MTN003 (AAA)	2021/01/25	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	--
AAA/稳定	21 川铁投 MTN002 (AAA)	2021/01/06	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	--
AAA/稳定	21 川铁投 MTN001 (AAA)	2020/12/08	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川铁投 MTN008 (AAA)	2020/12/01	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川交投 MTN002 (AAA)	2020/11/10	魏荣、肖瀚、郑远航	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法 C250101 2019_03</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川交投 MTN001 (AAA)	2020/11/03	魏荣、肖瀚、郑远航	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法 C250101 2019_03</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川交投债 01/20 川交 01 (AAA)	2020/10/22	高哲理、刘冠男	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法 C250101 2019_03</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川铁投 MTN007 (AAA)	2020/10/21	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川铁投 MTN006 (AAA)	2020/10/15	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川铁投 MTN005 (AAA)	2020/09/27	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川铁投 MTN004 (AAA)	2020/09/18	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川铁投 MTN003 (AAA)	2020/09/17	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川铁投 MTN002 (AAA)	2020/08/27	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	20 川铁投 MTN001 (AAA)	2020/08/07	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读报告</a>
AAA/稳定	18 川铁投 MTN007 (AAA) 18 川铁投 MTN006 (AAA) 18 川铁投 MTN005 (AAA) 18 川铁投 MTN004 (AAA) 18 川铁投 MTN003 (AAA) 18 川铁投 MTN002 (AAA) 18 川铁投 MTN001 (AAA) 17 川铁投 MTN001 (AAA)	2020/07/30	魏荣、袁野、王靖允	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 CCXI 140000 2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 川交投 MTN003 (AAA) 17 川交投 MTN002 (AAA) 17 川交投 MTN001 (AAA) 14 川交投 MTN001 (AAA)	2020/07/03	魏荣、肖瀚、袁野	<a href="#">中诚信国际收费公路行业评级方法 070201 2017_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 川铁投 MTN007 (AAA)	2018/09/27	袁雨晴、何川	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 CCXI 140000 2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 川铁投 MTN006 (AAA)	2018/09/27	袁雨晴、何川	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

				<a href="#">CCXI 140000 2018_01</a>	
AAA/稳定	18 川铁投 MTN005 (AAA)	2018/09/17	袁雨晴、何川	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 CCXI 140000 2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 川铁投 MTN004 (AAA)	2018/08/02	高哲理、袁雨晴、何川	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 CCXI 140000 2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 川交投 MTN003 (AAA)	2018/03/09	揭晓小、顾合天	<a href="#">中诚信国际收费公路行业(收费公路)评级方法 CCXI 070201 2014_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 川铁投 MTN003 (AAA)	2018/01/25	王梦璇、齐芯、顾合天	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(地方投融资平台) CCXI 140200 2017_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 川铁投 MTN002 (AAA)	2018/01/25	王梦璇、齐芯、顾合天	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(地方投融资平台) CCXI 140200 2017_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 川铁投 MTN001 (AAA)	2018/01/25	王梦璇、齐芯、顾合天	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(地方投融资平台) CCXI 140200 2017_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	17 川交投 MTN002 (AAA)	2017/12/11	揭晓小、顾合天	<a href="#">中诚信国际收费公路行业(收费公路)评级方法 CCXI 070201 2014_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	17 川交投 MTN001 (AAA)	2017/07/03	揭晓小、顾合天	<a href="#">中诚信国际收费公路行业(收费公路)评级方法 CCXI 070201 2014_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	17 川铁投 MTN001 (AAA)	2016/10/21	王梦璇、顾合天	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(地方投融资平台) CCXI 140200 2014_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	14 川交投 MTN001 (AAA)	2014/08/29	安云、关玥	<a href="#">中诚信国际收费公路行业(收费公路)评级方法 CCXI 070201 2014_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 同行业比较

部分省级交投企业主要指标对比表

公司名称	收费里程(公里)	通行费收入(亿元)	总资产(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)
蜀道投资集团有限责任公司	6,490.28	169.05	8,699.30	68.59	1,663.40	6.57	89.09
山东高速集团有限公司	7,267.38	239.31	10,707.47	71.14	1,559.39	29.40	208.34
广西交通投资集团有限公司	4,471.31	76.86	4,406.70	64.20	472.93	1.69	68.28

注：1、收费里程为各企业截至 2021 年 3 月末数据；2、通行费收入为各企业 2020 年度通行费收入；3、财务指标为各企业 2020 年年报数据。

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
14 川交投 MTN001	AAA	AAA	2020/07/03	15.00	15.00	2014/12/09~2021/12/09	5+2, 调整票面利率、回售
17 川交投 MTN001	AAA	AAA	2020/07/03	30.00	30.00	2017/09/28~2022/09/28	5+N, 赎回、利息递延
17 川交投 MTN002	AAA	AAA	2020/07/03	10.00	10.00	2017/12/15~2022/12/15	--
18 川交投 MTN003	AAA	AAA	2020/07/03	15.00	15.00	2018/03/19~2023/03/19	--
20 川交投 MTN001	AAA	AAA	2020/11/03	30.00	30.00	2020/11/16~2025/11/16	3+2, 调整票面利率、回售
20 川交投 MTN002	AAA	AAA	2020/11/10	20.00	20.00	2020/12/15~2025/12/15	3+N, 赎回、利息递延
21 川交投 MTN001	AAA	AAA	2021/02/26	20.00	20.00	2021/03/08~2026/03/08	3+2, 调整票面利率、回售
20 川交投债 01/20 川交 01	AAA	AAA	2020/10/22	20.00	20.00	2020/11/26~2025/11/26	--
17 川铁投 MTN001	AAA	AAA	2020/07/30	30.00	30.00	2017/03/20~2022/03/20	5+N, 赎回、利息递延
18 川铁投 MTN001	AAA	AAA	2020/07/30	30.00	30.00	2018/02/02~2023/02/02	--

18 川铁投 MTN002	AAA	AAA	2020/07/30	20.00	20.00	2018/03/30~2023/03/30	5+N, 赎回、利息递延
18 川铁投 MTN003	AAA	AAA	2020/07/30	30.00	30.00	2018/04/27~2023/04/27	--
18 川铁投 MTN004	AAA	AAA	2020/07/30	30.00	30.00	2018/09/06~2021/09/06	3+N, 赎回、利息递延
18 川铁投 MTN005	AAA	AAA	2020/07/30	15.00	15.00	2018/11/28~2021/11/28	3+N, 赎回、利息递延
18 川铁投 MTN006	AAA	AAA	2020/07/30	15.00	15.00	2018/12/05~2021/12/05	3+N, 赎回、利息递延
18 川铁投 MTN007	AAA	AAA	2020/07/30	20.00	20.00	2018/12/12~2021/12/12	3+N, 赎回、利息递延
20 川铁投 MTN001	AAA	AAA	2020/08/07	10.00	10.00	2020/08/19~2025/08/19	--
20 川铁投 MTN002	AAA	AAA	2020/08/27	10.00	10.00	2020/09/04~2025/09/04	3+2, 调整票面利率、回售
20 川铁投 MTN003	AAA	AAA	2020/09/17	10.00	10.00	2020/09/28~2025/09/28	3+2, 调整票面利率、回售
20 川铁投 MTN004	AAA	AAA	2020/09/18	10.00	10.00	2020/10/14~2025/10/14	3+2, 调整票面利率、回售
20 川铁投 MTN005	AAA	AAA	2020/09/27	10.00	10.00	2020/10/16~2025/10/16	3+2, 调整票面利率、回售
20 川铁投 MTN006	AAA	AAA	2020/10/15	10.00	10.00	2020/10/28~2025/10/28	3+2, 调整票面利率、回售
20 川铁投 MTN007	AAA	AAA	2020/10/21	10.00	10.00	2020/11/05~2025/11/05	--
20 川铁投 MTN008	AAA	AAA	2020/12/01	10.00	10.00	2020/12/16~2025/12/16	--
21 川铁投 MTN001	AAA	AAA	2020/12/08	10.00	10.00	2021/01/11~2026/01/11	--
21 川铁投 MTN002	AAA	AAA	2021/01/06	10.00	10.00	2021/01/18~2026/01/18	--
21 川铁投 MTN003	AAA	AAA	2021/01/25	10.00	10.00	2021/02/03~2026/02/03	--
21 川铁投 MTN004	AAA	AAA	2021/04/14	25.00	25.00	2021/05/10~2024/05/10	3+N (3), 赎回、利息递延
21 川铁投 MTN005	AAA	AAA	2021/04/25	30.00	30.00	2021/05/12~2026/05/12	3+2, 调整票面利率、回售

## 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。

2021年5月28日，四川省交通投资集团有限责任公司与四川省铁路产业投资集团有限责任公司分别发布了《四川省交通投资集团有限责任公司关于与四川省铁路产业投资集团有限责任公司、蜀道投资集团有限责任公司签署资产承继交割协议及债务承继的公告》和《四川省铁路产业投资集团有限责任公司关于与四川省交通投资集团有限责任公司、蜀道投资集团有限责任公司签署资产承继交割协议及债务承继的公告》（上述两份公告均简称“《承继公告》”），根据《承继公告》，蜀道集团已于2021年5月26日完成设立登记手续，并于2021年5月28日与四川铁投和四川交投签署了《蜀道投资集团有限责任公司与四川省交通投资集团有限责任公司、四川省铁路产业投资集团有限责任公司之资产承继交割协议》（以下简称“《承继交割协议》”）。根据《承继交割协议》，本次合并的交割前提条件已经满足，可以进行交割；本次合并的交割日为2021年5月28日（含当日）；自交割日起，四川交投与四川铁投于本次合并前的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质以及其他一切权利与义务，由蜀道集团承继、承接或享有；四川交投与四川铁投于本次合并前的下属分支机构及下属企业股权或权益归属于蜀道集团；协议自各方签字盖章之日起生效。各方需尽快办理前述权利义务交接、交割相关手续（包括但不限于移交、过户、登记、备案、出资人变更、员工劳动合同转签、社会保险住房公积金账户变更等），其中涉及四川交投和四川铁投下属分公司和直接持股的公司的相关变更手续应按照市场监督管理与税务的相关规定办理。

本次合并完成后公司作为新设公司存续，公司由四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川

发展”）持有100%股权，四川交投与四川铁投将相应注销。公司于2021年5月26日在成都市市场监督管理局注册成立，取得了统一社会信用代码为91510100MAACK35Q85的企业法人营业执照。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为480.00亿元，系四川发展的全资子公司，实际控制人为四川省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）。

基于上述情况，中诚信国际认为，蜀道集团承继了四川交投和四川铁投尚处在存续期内的29只公开发行并由中诚信国际评定信用级别的债券，中诚信国际应按照国际惯例和主管部门要求完成蜀道集团的主体信用等级评定工作，并对“14川交投MTN001”、“17川交投MTN001”、“17川交投MTN002”、“18川交投MTN003”、“20川交投MTN001”、“20川交投MTN002”、“21川交投MTN001”、“20川交投债01/20川交01”、“17川铁投MTN001”、“18川铁投MTN001”、“18川铁投MTN002”、“18川铁投MTN003”、“18川铁投MTN004”、“18川铁投MTN005”、“18川铁投MTN006”、“18川铁投MTN007”、“20川铁投MTN001”、“20川铁投MTN002”、“20川铁投MTN003”、“20川铁投MTN004”、“20川铁投MTN005”、“20川铁投MTN006”、“20川铁投MTN007”、“20川铁投MTN008”、“21川铁投MTN001”、“21川铁投MTN002”、“21川铁投MTN003”、“21川铁投MTN004”和“21川铁投MTN005”进行定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“20川交投债01/20川交01”共募集资金20.00亿元，全部用于G0615线久治（川青界）至马尔康段高速公路项目建设。根据公开资料，截至2020年末，募集资金已使用5.49亿元，实际用于募投项目5.49亿元。

## 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

**近年来我国收费公路通车里程持续增长，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，全国收费公路里程17.11万公里，占公路总里程501.25万公里的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，占比分别为83.5%、10.9%、5.1%和0.6%。按属性划分，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，占全国收费公路里程的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，中诚信国际整理

截至2020年末，全国公路总里程519.81万公里，比上年增加18.56万公里。公路密度54.15公里/百平方公里，较上年增加1.94公里/百平方公里。公路养护里程514.40万公里，占公路总里程99.0%。全国等级公路里程494.45万公里，比上年末增加24.58万公里，等级公路占公路总里程的95.1%，同比提高1.4个百分点；其中，二级及以上公路里程达70.24万公里，较上年末增加3.04万公里，占公路总里程的13.5%，较上年提高0.1个百分点。

图2：2016年~2020年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2020年交通运输行业发展统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，目前公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，2019年承担了国内约72.99%的货物运输量和约73.92%的旅客运输量。周转量方面，2019年我国公路货物运输周转量为59,636.4亿吨公里；旅客运输周转量为8,857.1亿人公里，同比下降4.6%，近年来，随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击。2018年7月初，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、铁总部署《2018~2020年货运增量行动方案》，“公转铁”相关政策陆续出台。在结构方面，“公转铁”重点实施区域为京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原；在货种方面，“公转铁”涉及的主要货种包括煤炭、铁矿石等大宗商品。受“公转铁”政策影响，运输结构调整利好铁路货运量增长，政策实施区域的高速公路公司的业绩或将承压，影响幅度取决于运输大宗商品的货车通行费收入的占比。

表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
<b>运输总量</b>	<b>196,618.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>463.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>19,251.4</b>	<b>-45.5</b>	<b>96.7</b>	<b>-45.1</b>

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

2013年6月，国家发改委和交通运输部编制的《国家公路网规划（2013~2030年）》获得批准，该规划要求按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，补充和完善国家高速公路网，形成“七射十一纵十八横”的高速公路网，约11.8万公里，另规划远期展望线约1.8万公里。我国公路建设采用“适度超前”的原则，截至2020年末高速公路总里程已达16.10万公里，2020年全年高速公路建设完成投资13,479亿元，路网效应进一步加强。2018年6月，交通运输部制定了《交通运输服务决胜全面建设小康社会开启全面建设社会主义现代化国家新征程三年行动计划（2018~2020年）》，对“十三五”后三年交通运输工作进行了全面的部署，其中提出到2020年，“高速公路总里程将达到15万公里，基本覆盖城镇人口在20万及以上城市及地级行政中心”。据此，未来三年我国高速公路建设仍将保持一定增速。

中诚信国际认为，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%。

2020年，全国完成公路建设投资2.43万亿元，比上年增长11.0%。其中，高速公路建设完成13,479亿元，同比增长17.2%；普通国省道建设完成投资5,298亿元，增长7.6%；农村公路建设完成投资4,703亿元，增长0.8%。

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，比上年末净增6,479.5亿元，增长7.9%。其中政府还贷公路累计建设投资46,549.9亿元，经营性公路累计建设投资48,546.1亿元。

截至2019年末，全国收费公路债务余额61,535.3亿元。按技术等级分，高速公路58,044.6亿元，一级公路2,190.6亿元，二级公路102.6亿元，独立桥梁及隧道1,197.6亿元，占比分别为94.3%、3.6%、0.2%和1.9%。收费公路按属性划分，政府还贷公路33,147.7亿元，经营性公路28,387.6亿元。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，剩下可供用于偿还债务本金的资金为3,559.8亿元，除支付当年2,816.9亿元利息外，还可还本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
<b>合计</b>	<b>29,818.10</b>	<b>65,278.00</b>	<b>95,096.00</b>	<b>61,535.30</b>

注：(1)+(2)=(3)。

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。2016 年 12 月，国家发展改革委办公厅和交通运输部办公厅发布《关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》，对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定，以确保收费公路 PPP 项目前期工作平稳有序推进。

随着预算法（2014 年修订）的实施和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）的印发，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式需要相应调整。为此，2017 年 7 月，财

政部和交通运输部联合印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97 号），提出“地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券”的融资方式，并提出由省级政府作为收费公路专项债券的发行主体，所发行的债券纳入地方政府专项债务限额管理；发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡；收费公路专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理等具体实施方案。首先，收费公路专项债券有利于规范政府举债行为，防控地方政府性债务风险，是中央加强对地方政府性债务管理的表现；其次，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，提高管理效率，增强政府偿债能力。这种更加规范化、标准化、透明化的融资方式，在控制地方政府性债务规模 and 成本方面都有一定积极作用。

**中诚信国际认为**，长期来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP、政府收费公路专项债券等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

**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：近年来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。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	--	通过分路段差异化收费、分车型（类）差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公

路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一

贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

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

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。《全面推广高速公路差异化收费实施方案》的发布和实施，或将推进区域和行业经营主体加速竞争和分化，对资源和竞争力不足的区域主体产生一定影响。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。

**中诚信国际认为**，国家接连出台了燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费、物流行业降本等多项收费公路相关政策，公路行业政策的频繁出台有助于形成规范有序的交通运输体系，但同时给收费公路相关行业带来一定政策风险。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，中诚信国际将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

**2020 年初新冠肺炎疫情叠加复工延迟对交通运输产业造成一定冲击。随着国内疫情得到有效控制，行业复工复产各项政策效果逐步显现，主要指标在年初大幅下降后持续恢复；四川省 2020 年全年货物周转量已实现正增长；疫情对收费公路行业的经营活短期造成一定负面影响，但长期影响较为可控**

受春节假期、交通管制和延迟复工等因素影响，交通运输行业受到巨大冲击，为保障疫情防控物资的运输并助力企业复工复产，根据交通运输部下达的通知，自 2 月 17 日零时起全国收费公路免收车辆通行费，并于 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”“免费不免服务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。随着国内疫情得到有效控制，复工复产各项政策效果逐步显现。自 2020 年 5 月起，交通固定资产投资率先恢复，投资累计增速由负转正，基本补齐疫情造成缺口。高速公路投资完成投资 1.3 万亿元，增长 17.2%，拉动整个交通投资增长 6.1 个百分点。截至 2020 年末，货运规模已基本恢复至疫情前水平，全年完成营业性货运量 464.40 亿吨，恢复至上年的 99.5%。客运规模也稳步恢复。全年完成营业性客运量 96.65 亿人，恢复至上年的 54.9%。

以四川省为例，2020 年，四川省累计完成公路运输客运量 4.53 亿人，旅客周转量 289.81 亿人公里，与去年同比分别下降 37.48%和 33.78%，完成货运量 15.76 亿吨，货物周转量 1,617.73 亿吨公里，分别比去年同期下降 3.12%和上升 5.90%<sup>1</sup>。此外，为保障疫情防控物资的运输并助力企业复工复产，根据交通运输部下达的通知，自 2 月 17 日零时起

<sup>1</sup> 数据来源于四川省交通运输厅于 2021 年 1 月 15 日公布的《2020 年 12 月公路、水路社会客货运输量完成情况》。

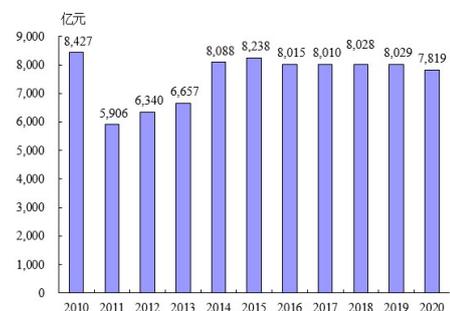
全国收费公路免收车辆通行费，并于 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”“免费不免服务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。

中诚信国际认为，免收费政策对收费公路行业的收入和盈利能力短期内产生一定不利影响，从长期看，疫情得到有效控制后公路货运和客运量稳步恢复，疫情对收费公路行业的长期影响较为可控。

### 铁路建设有序推进，投资规模稳定，路网结构进一步优化

近年来，全国铁路固定资产投资（含基本建设、更新改造和机车车辆购置）始终保持较大规模。2018 年~2020 年，全国铁路固定资产投资完成 8,028 亿元、8,029 亿元和 7,819 亿元。随铁路大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结构明显优化，且列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。从新线投产里程来看，近年投产新线里程波动变化且高铁在建设中占据重要地位，2018~2020 年，投产新线分别为 4,683 公里、8,489 公里和 4,933 公里，其中高速铁路分别为 4,100 公里、5,474 公里和 2,521 公里。

图 3：2010~2020 年全国铁路固定资产投资情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

从全国铁路路网建设现状来看，2020年全国铁路营业里程达到14.63万公里，路网密度152.3公里/万平方公里。其中国家铁路营业里程12.8万公里，复线率61.6%，电化率74.9%；西部地区铁路营业里程5.9万公里；高速铁路营业里程达到3.8万公里，复线率59.5%，电化率72.8%。

图4：2010~2020年我国铁路网建设情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

总体来看，新线建成投产、既有线改造和枢纽及客站陆续建成提高了铁路的运输能力，缓解了运能不足的压力，并部分缓解了通道“瓶颈”制约，路网质量得到提高。

“十二五”期间，我国铁路建设有序推进，路网结构进一步优化。“十三五”期间，是我国高铁建设快速发展的时期，“四纵四横”高铁网提前建成，“八纵八横”高铁网加密成型；同时，铁路总体技术水平迈入世界先进行列。

### 我国铁路运输在科技创新方面不断取得新成果，安全科研方面不断升级；规章和技术标准不断完善

我国的铁路运输在科技创新方面不断取得新成果，形成了具有自主知识产权的高铁技术体系，运输能力进一步增强。铁路重大科技创新成果库2020年年度共评审入库304项，其中铁路科技项目50项，铁路专利52项、铁路技术标准49项，铁路科技论文153篇。2020年第二届全国创新争先奖中，铁路行业共获奖牌1个、奖章1个、奖状2个。2020年第二十一届中国专利奖中，铁路行业共有30项

专利获奖；其中中南大学“铁路大风监测预警系统及方法”、株洲中车时代电气股份有限公司“一种用于动车组的快速粘着控制方法”、中铁工程装备集团有限公司“隧道联络通道用盾构机及其联络通道掘进方法”获中国专利金奖；中车青岛四方机车车辆股份有限公司、中国铁路联合申报的“轨道车辆车头(2014-3)”获外观设计金奖；此外另获中国专利银奖4项，中国专利优秀奖21项，外观设计优秀奖1项。此外另获中国专利银奖4项中国专利优秀奖21项，外观设计优秀1项。铁路行业“TB/T3487-2017《交流传动电力机车》等2项标准”荣获2020年中国标准创新贡献奖标准项目三等奖。

重要技术制定标准方面，2020年经国家标准委审批发布《标准轨距铁路限界》系列标准、《机车车辆火灾报警系统》等铁道国家标准17项。发布铁道行业标准（技术标准）公告9批69项和5项标准修改单。发布铁道行业标准（工程建设标准）公告7批，《市域（郊）铁路设计规范》和铁路工程施工安全系列技术规程等工程建设标准15项。局部修订工程建设标准3项。发布铁路工程造价标准公告2批。发布《钢轨断面检测量具检定规程》等铁道行业计量规程规范4项。

此外，我国铁路运输积极提升科技水平的同时也非常注重节能减排。2020年国家铁路能源消耗折算标准煤1,548.83万吨，比上年减少87.27万吨，下降5.33%。旅客发送量受疫情影响大幅下降，客车上座率低，造成单位运输工作量综合能耗4.39吨标准煤/百万换算吨公里，比上年增加0.45吨标准煤/百万换算吨公里，增长11.3%。单位运输工作量主营综合能耗4.32吨标准煤/百万换算吨公里，比上年增加0.48吨标准煤/百万换算吨公里，增长12.6%。国家铁路主要污染物排放量中化学需氧量排放量1,634吨，比上年减排98吨，降低5.6%，二氧化硫排放量3,271吨，比上年减排2,014吨，降低38.1%。

### 受公路治超和环保治霾影响，铁路货运回暖；客运

**铁路成网，尤其是高铁成网使得客运需求持续增长；2020年新冠肺炎疫情让全年客货运量承压，但随着疫情逐步得到控制以及经济复苏，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑**

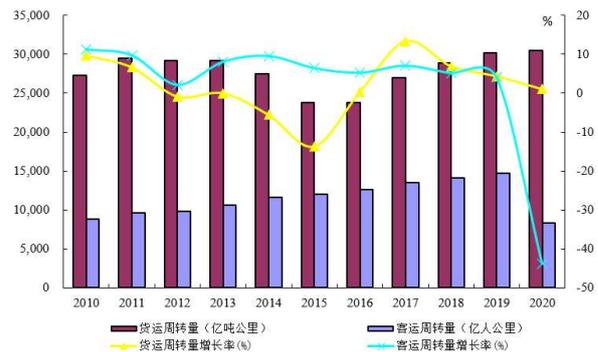
自2016年三季度以来，交通部和环保部分别推出的公路治超和强力治霾新政带来铁路货运的回暖。2016年8月30日交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》，该标准严格限制货车重量最高不能超过49吨，自实施以来导致公路煤炭运输价格有所提升，公路煤炭货源开始回归铁路，全国铁路货运量在连续下跌近5年后，取得正增长。特别是贯彻习近平总书记关于调整运输结构、增加铁路运输量的重要指示精神，制定实施《2018年~2020年铁路货运增量行动方案》，该方案提出：“到2020年，全国铁路货运量将达47.9亿吨，较2017年增长30%，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上”。2018年，铁路货运全力组织西煤东运、北煤南运，加大港口矿石运输“公转铁”力度，大力发展多式联运和铁路专业物流，持续提升中欧班列开行品质，全年货运增量任务目标超额完成。2019年二季度以来，中国铁路继续深化落实中央关于调整运输结构、增加铁路运输量的决策部署，分析货运形势，在全路范围部署并开展货运增运攻坚活动，以煤炭、疏港矿石、氧化铝运输和多式联运为主要方向，全年完成目标。

表4：全国铁路客货物运输量

	2018	2019	2020
货物总发送量（亿吨）	40.26	43.89	45.52
其中：国家铁路（亿吨）	31.91	34.40	35.81
货运总周转量（亿吨公里）	28,820.99	30,181.95	30,514.46
其中：国家铁路（亿吨公里）	25,800.96	27,009.55	27,397.83
旅客发送量（亿人）	33.75	36.60	22.03
其中：国家铁路（亿人）	33.17	35.79	21.67
旅客周转量（亿人公里）	14,146.58	14,706.64	8,266.19
其中：国家铁路（亿人公里）	14,063.99	14,529.55	8,258.10

资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

图5：2010~2020年全国铁路客货运周转情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

同时，近年来全国铁路持续推进运输供给侧结构性改革，不断优化客运产品结构、加快推进售票服务升级，全面提高铁路服务质量，加之近年客运运力持续增长，铁路客运整体发展持续向好。

2020年初国内发生新冠疫情，中国铁路调整运力安排加强货物运输组织，全力保障防疫、春耕、生产生活等重点物资运输，打通供应链产业链，主动下浮货运杂费，发挥中欧班列战略通道作用，积极服务企业复工复产，保持了货物发送量的高位运行。2020年完成货物总发送量完成45.52亿吨，同比增长3.2%；但受疫情防控政策及旅客出行意愿骤降影响，旅客发送量大幅下滑，当年旅客发送量完成22.03亿人，同比下降39.8%。

随着国内疫情逐步得到控制，运输市场需求逐步回暖，中国铁路在常态化疫情防控条件下有序推进铁路重点工作，确保铁路运输安全畅通，深入实施货运增量行动，精准增加客运有效供给。短期看，铁路客货运量承压；长期看，随着经济的企稳回升、经济结构的调整，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑，以及铁路路网结构的不断完善和机车车辆品质结构的不断优化，未来我国铁路运量及运输效率或将进一步得到提高。

**四川省经济持续快速发展，2020年新冠疫情及落实减税政策影响下，全省经济增速放缓，但仍高于全国水平；受益于西部大开发以及“一带一路”战略，四川省经济及财政实力有较强的增长潜力，可以为区域内企业的良性发展提供有力的支撑**

四川省地处中国西部，是西南、西北和中部地区的重要结合部，是承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点和交通走廊。截至 2020 年末，四川省幅员面积 48.6 万平方公里，居中国第 5 位，辖 21 个市（州），183 个县（市、区），有全国最大的彝族聚居区、第二大藏区和唯一的羌族聚居区。2019 年全省常住人口 8,375 万人。

四川省是我国重要的工农业基地之一，也是西部地区最大的经济体。四川省矿产资源丰富，已查明资源储量的矿种 92 种（亚矿种 123 种），其中有 33 种矿产排位进入全国同类矿产查明资源储量的前 3 位，钛、钒、天然气等 14 种矿产储量居全国首位，是西部乃至全国的矿物原材料生产和加工大省。工业经济对四川省贡献较大，特别是电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁等产业。此外，四川省拥有丰富的旅游资源，九寨沟、峨眉山、青城山、都江堰等景区久负盛誉。

四川省是我国重要的现代制造业基地和西部工业大省，形成了电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁、饮料食品、现代中药等优势产业和航空航天、汽车制造、生物工程以及新材料等潜力产业（以下简称“7+3”产业）。四川省已启动实施与国家支柱产业振兴规划和本省“7+3”产业发展规划相衔接的优势产业振兴行动计划，加大水电、天然气、钒钛等战略资源重点项目的建设力度；发展一批重点产业园区，大力实施“1525”工程，培育成长型特色产业集群；开工建设攀钢西昌钒钛资源综合利用、一汽大众 35 万辆轿车等重大项目，实施一批投资上亿元的技术改造项目和 600 项技术创新项目；推进大企业大集团“两个带动”工程和中小企业“一个计划、五项工程”；鼓励关联产业、上下游企业联合、兼并重组，提高产业集中度和生产集约化水平。

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（GDP）40,678.1 亿元、46,615.8 亿元和 48,598.80 亿元；2020 年同比增长

3.8%，高于全国增速 2.3%。其中，第一产业增加值 5,556.6 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值 17,571.1 亿元，增长 3.8%；第三产业增加值 25,471.1 亿元，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。2020 年 2 月以来，新冠肺炎疫情对国内和全球经济增速产生了一定程度的冲击，随着防疫常态化的开展，加之面临较大的境外输入性疫情防控压力，四川省 2020 年经济增速受到了明显的影响。2020 年一季度全省实现地区生产总值 10,172.85 亿元，同比下降 3%，降幅低于全国的 6.8%。随着复工复产、复商复市力度的加大和政策效应的显现，全省经济呈疫后修复态势。

固定资产投资方面，2018 年四川省完成固定资产投资 28,065.3 亿元，2019 年同比增长 10.2%，2020 年同比增长 9.9%。具体看，2020 年四川省房地产开发投资比上年增长 11.3%，商品房施工面积 50755.5 万平方米，增长 3.3%；商品房销售面积 13257.8 万平方米，增长 2.2%；商品房竣工面积 4545.9 万平方米，下降 0.7%。

图 6：2013~2020 年四川省 GDP 和固定资产投资情况（亿元、%）



注：四川省 2019、2020 年统计公报未公布固定资产投资金额。  
资料来源：四川省统计公报，中诚信国际整理

财政收入方面，2018~2020 年，四川省一般公共预算收入逐年递增，其中 2019 及 2020 年分别同比增长 7.7%和 4.6%，2020 年受新冠肺炎疫情影响，增速有所下降，2019 及 2020 年的税收收入占比分别为 70.97%和 69.70%，财政收入质量良好。得益于土地市场的良好表现，近年来四川省政府性基金

收入呈现逐年上升趋势。财政支出方面，2018~2020年，四川省一般公共预算支出逐年增长，其中2019、2020年同比分别增长6.6%和8.2%。2018~2020年，四川省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为40.24%、39.33%和38.02%，近年来财政自给能力持续下降，收支平衡主要依赖来自中央的上级补助。

表 5：2018~2020 年四川省财政收支情况（亿元）

财政指标	2018	2019	2020
一般公共预算收入	3,910.9	4,070.7	4,258.0
其中：税收收入	2,819.7	2,888.8	2,967.7
政府性基金收入	3,828.8	4,181.2	4,779.4
一般公共预算支出	9,718.3	10,349.6	11,200.7
政府性基金支出	4,033.7	4,374.8	6,085.7

资料来源：四川省财政厅网站，中诚信国际整理

总体来看，四川省近年来经济持续发展，财政实力不断增强，2020年二季度以来，在疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，四川省经济形势快速复苏，同时，基建补短板的必要性凸显。基于良好的资源优势和政策优势，四川省经济仍然有较好的中长期增长前景，其财政实力的增长也将长期向好，可以为区域内企业的良性发展提供有力的支撑。未来四川省将继续以成渝地区双城经济圈建设为战略牵引，深化拓展“一干多支”发展战略，构建“一轴两翼三带”区域经济布局，进而继续推动省内基础设施建设工作，基础设施建设和城市综

合开发行业面临良好的发展前景。

**公司承担四川省内高速公路项目建设和经营职责，路产占比在省内处于垄断优势地位，2020年新冠疫情使得公司路产运营收入有所下降，但新冠疫情不会削弱公司的区域地位和路产竞争力。高速公路在建项目投资规模较大，公司未来资本支出压力较大**

公司是四川省唯一的省级高速公路建设投资和运营主体，承担省内的高速公路建设投资和运营职能。

**高速公路运营方面**，公司高速公路经营主体主要包括四川高速公路建设开发集团有限公司（以下简称“四川高速”）、四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“成渝公司”）、四川藏区高速公路有限责任公司（以下简称“藏高公司”）以及原四川铁投本部和四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“四川路桥”）负责。近年来，公司通车路产数量和通车里程逐年增加，截至2021年3月末，公司已通车高速公路67条（含参股的成绵高速91.94公里），通车里程达6,490.28公里，占四川省高速公路通车里程的比例约为80%，在省内的垄断优势明显。公司已通车的高速公路中包括经营性高速公路47条、政府收费还贷性高速公路20条。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司主要营运公路情况

序号	路产名称	项目性质	公司持股比例 (%)	通车里程(公里)	收费期限 (年)
1	成绵高速	经营性	40.00	91.94	1994~2024
2	内宜高速	经营性	95.71	106.90	1999~2029
3	宜水高速	经营性	95.71	28.90	2006~2036
4	隆纳高速	经营性	91.80	87.82	2000~2030
5	达渝高速	经营性	99.13	165.80	2004~2034
6	邻垫高速	经营性	99.13	35.80	2008~2038
7	成南高速	经营性	100.00	215.40	2002~2032
8	遂回高速	经营性	90.61	22.12	2002~2032
9	遂渝高速	经营性	100.00	36.64	2007~2037
10	南渝高速	经营性	100.00	65.99	2008~2038
11	广邻高速	经营性	93.95	44.56	2000~2030
12	南广高速	经营性	93.95	69.76	2004~2034
13	绵广路磨沙段	经营性	100.00	135.20	2002~2027
14	绵广路沙陵段	经营性	100.00	31.00	2002~2032
15	成都绕城高速	经营性	82.50	85.00	2002~2032

16	沪黄高速	经营性	99.39	70.00	2004~2034
17	西攀高速	经营性	99.39	162.80	2008~2038
18	攀田高速	经营性	99.39	59.40	2008~2038
19	都映高速	经营性	99.88	25.06	2009~2039
20	广巴高速	经营性	93.75	122.23	2011~2041
21	雅西高速	经营性	99.97	239.84	2013~2043
22	广南广巴连接线	经营性	89.76	17.00	2013~2042
23	丽攀高速（华坪段）	经营性	100.00	12.01	2016~2046
24	映汶高速	还贷性	99.98	48.27	2012~2032
25	广陕高速	还贷性	95.91	56.80	2012~2032
26	达万高速	还贷性	97.71	63.79	2012~2032
27	广南高速	还贷性	100.00	201.11	2013~2033
28	纳黔高速	还贷性	100.00	134.80	2012~2032
29	达陕高速	还贷性	100.00	143.24	2012~2032
30	成德南高速	还贷性	100.00	178.34	2012~2032
31	广甘高速	还贷性	100.00	56.44	2012~2032
32	乐雅高速	还贷性	98.41	112.20	2013~2033
33	巴南高速	还贷性	81.08	115.99	2013~2033
34	巴达高速	还贷性	100.00	109.60	2014~2034
35	巴陕高速	还贷性	100.00	117.90	2018~2038
36	丽攀高速（攀枝花段）	还贷性	100.00	51.23	2019~2039
37	广陕广巴连接线	还贷性	100.00	19.45	2016~2036
38	仁沐新高速	还贷性	99.85	171.80	试运行阶段，收费期限待定
39	九绵高速	还贷性	80.00	13.87	试运行阶段，收费期限待定
40	资潼高速	经营性	51.00	109.57	试运行阶段，收费期限待定
41	绵遂高速	经营性	100.00	77.94	2011~2038
42	成渝高速	经营性	100.00	226.00	1997~2027
43	成乐高速	经营性	100.00	86.40	2000~2054
44	成雅高速	经营性	100.00	144.20	2000~2029
45	城北出口高速	经营性	60.00	10.35	1998~2024
46	成仁高速	经营性	100.00	106.61	2012~2042
47	遂西高速	经营性	100.00	67.64	2016~2046
48	遂广高速	经营性	100.00	102.94	2016~2046
49	雅康高速	还贷性	100.00	130.14	2019~2039
50	汶马高速	还贷性	100.00	170.26	2021~2041
51	荆宜高速	经营性	85.00	95.00	2007~2037
52	成安渝高速	经营性	55.00	174.54	2018~2048
53	成自泸高速内自段	经营性	68.01	113.00	2012~2041
54	宜泸高速公路	经营性	60.00	77.98	2013~2042
55	成绵高速公路复线	经营性	68.01	86.00	2012~2038
56	蓉城二绕	经营性	94.00	114.26	2016~2046
57	南大梁高速公路	经营性	65.52	142.10	2017~2047
58	宜叙高速公路	经营性	76.00	114.07	2016~2046
59	巴广渝高速公路	经营性	21.56	207.47	2016~2046
60	内威荣高速	经营性	68.01	62.67	2016~2046
61	自隆高速	经营性	68.01	50.85	2016~2046
62	叙古高速	经营性	100.00	66.62	2020~2050
63	江习古高速	经营性	68.01	81.00	2017~2047
64	绵南高速	经营性	100.00	110.00	2019~2049

65	攀大高速	经营性	81.00	38.30	试运行阶段, 收费期限待定
66	成宜高速	还贷性	92.94	156.00	试运行阶段, 收费期限待定
67	沪渝高速	还贷性	81.00	42.37	试运行阶段, 收费期限待定
<b>合计</b>	-	-	-	<b>6,490.28</b>	-

注: 1、尾数差异系四舍五入造成。2、巴广渝高速 2019 年末不再纳入合并范围。

资料来源: 公司提供

从路产运营情况来看, 公司的路桥业务覆盖全省, 部分路段特别是连接成都的路段车流量较大, 其他路段的车流量相对较小。因此, 公司的通行费收入主要集中在少数路段, 包括隶属于控股子公司成渝公司的成渝高速、成雅高速和成仁高速, 隶属于四川成南高速公路有限责任公司(以下简称“成南公司”)的成南高速、南武高速、遂渝高速, 隶属于四川高速本部的绵广高速和广陕高速以及隶属于四川雅西高速公路有限责任公司(以下简称“雅西公司”)的雅西高速。近年来, 上述四家公司通行费收入合计均超过 60.00 亿元, 占当期公司总通行

费收入的比例均超过 35.00%。2020 年, 上述四家运营公司分别实现通行费收入 30.21 亿元、11.68 亿元、13.11 亿元和 9.73 亿元, 其中, 成渝公司、成南公司和雅西公司收入分别同比减少 8.92 亿元、2.81 亿元和 2.36 亿元, 同比下降 22.80%、19.39% 和 19.52%。四川高速本部运营的绵广高速磨沙段和广陕高速 2020 年通行费同比增长 6.85%, 但仍低于 2018 年收入水平, 系因为 2019 年绵广高速大修影响其正常收入水平所致。2020 年新冠肺炎疫情免收通行费政策对公司主要路段均造成了较大冲击, 全年通行费收入同比下降 17.18%。

**表 7: 2018-2020 年公司主要路产的通行量情况及通行费收入情况**

序号	运营公司	运营路段	车流量 (万车次)			通行费收入 (亿元)		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
1	四川川南高等级公路开发股份有限公司	内宜高速	2,658	2,788	1,836	5.14	6.11	4.68
		宜水高速						
2	四川南方高速公路股份有限公司	隆纳高速	1,270	1,404	1,182	2.55	2.96	2.26
3	四川达渝高速公路建设开发有限公司	达渝高速	1,769	1,522	893	7.31	8.23	7.26
		邻垫高速						
4	四川成南高速公路有限责任公司	成南高速	3,681	3,517	2,369	13.71	14.49	11.68
		南武高速						
		遂渝高速						
5	四川中通高速公路投资建设开发有限公司	遂回高速	401	338	225	0.50	0.53	0.40
6	四川川东高速公路有限责任公司	广邻高速	1,104	1,191	711	3.12	3.69	2.85
		南广高速						
7	四川川西高速公路有限责任公司	成都绕城高速	12,116	13,361	9,474	5.84	6.53	6.58
8	成都市绕城高速公路(西段)有限责任公司							
9	四川攀西高速公路股份有限公司	西攀高速	1,522	1,668	1,261	6.49	7.49	5.93
		沪黄高速						
		攀田高速						
10	四川都汶公路有限责任公司	都汶高速	621	486	313	3.10	3.38	3.84
11	四川高速公路建设开发集团有限公司(本部)	绵广高速磨沙段	1,084	972	690	13.99	12.27	13.11
		广陕高速						
12	四川省川北高速公路股份有限公司	绵广高速沙陵段	269	187	166	2.32	1.53	1.67
13	四川广巴高速公路有	广巴高速	727	746	544	2.18	2.30	1.54

	限责任公司	广陕广巴连接线							
14	四川雅西高速公路有限责任公司	雅西高速	665	579	455	9.34	12.09	9.73	
15	四川纳黔高速公路有限责任公司	纳黔高速	606	655	336	5.62	6.37	4.99	
16	四川达陕高速公路股份有限公司	达陕高速	551	630	353	7.45	8.49	7.89	
17	四川达万高速公路有限责任公司	达万高速	242	215	127	1.17	1.21	0.95	
18	四川广南高速公路有限责任公司	广南高速	809	870	586	5.79	7.31	4.07	
19	四川广甘高速公路有限责任公司	广甘高速	132	132	32	1.37	1.69	1.31	
20	四川巴南高速公路有限责任公司	巴南高速	553	487	311	3.39	4.82	3.46	
21	四川雅眉乐高速公路有限责任公司	乐雅高速	738	726	539	2.17	2.23	1.69	
22	四川成德南高速公路有限责任公司	成德南高速	815	811	605	7.16	9.00	6.15	
23	四川巴达高速公路有限责任公司	巴达高速	568	616	385	2.20	2.28	1.69	
24	四川巴陕高速公路有限责任公司	巴陕路高速	304	441	199	1.48	6.33	4.81	
25	四川丽攀高速公路有限责任公司	丽攀高速	530	576	200	0.13	0.19	0.77	
26	四川仁沐高速公路有限责任公司	仁沐新高速	174	278	316	0.00	0.00	0.00	
27	四川绵阳绵遂高速公路有限公司	绵遂高速绵阳段	--	--	434	--	--	0.95	
28	四川成渝高速公路股份有限公司	成渝高速	913	854	914	8.30	9.44	6.95	
		成雅高速	1,471	1,518	1,729	9.17	9.66	8.00	
		成乐高速	1,288	1,056	765	5.64	4.99	3.80	
		成仁高速	1,456	1,474	990	8.68	10.24	7.74	
		城北高速	2,143	1,904	1,442	1.17	1.08	0.88	
		遂广遂西高速	318	350	239	2.86	3.72	2.84	
29	四川雅康高速公路有限责任公司	雅康高速	-	1,105	773	-	0.18	2.38	
30	湖北荆宜高速公路有限公司	荆宜高速	-	1,298	921	-	4.80	3.82	
31	四川成自泸高速公路开发有限责任公司	成自泸高速内自段	1,049	1,167	887	6.43	7.23	4.73	
32	四川宜泸高速公路开发有限责任公司	宜泸高速公路	620	741	666	2.22	2.48	2.48	
33	四川成德绵高速公路开发有限公司	成绵高速公路复线	1,214	1,301	1,379	4.00	5.10	4.40	
34	四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任公司	蓉城二绕	2,947	3,252	3,577	6.06	6.57	5.98	
35	四川南渝高速公路有限公司	南大梁高速公路	1,259	1,247	1,016	5.23	5.86	4.37	
36	四川宜叙高速公路开发有限责任公司	宜叙高速公路	503	820	932	0.95	1.08	0.91	
37	四川巴广渝高速公路开发有限责任公司	巴广渝高速公路	1,210	1,276	--	2.01	2.72	--	

38	四川内威荣高速公路开发有限公司	内威荣高速	576	619	520	0.73	0.85	0.76
39	四川自隆高速公路开发有限公司	自隆高速	580	715	500	1.14	1.44	1.17
40	四川叙古高速公路开发有限责任公司	叙古高速	272	302	371	0.00	0.00	0.42
	贵州江习古高速公路开发有限公司	江习古高速	279	509	498	0.44	0.77	0.71
41	四川绵南高速公路开发有限公司	绵南高速	0	72	371	0.00	0.16	1.45
42	四川泸渝高速公路开发有限责任公司	泸渝高速	/	/	393			
<b>合计</b>			<b>52,007</b>	<b>56,776</b>	<b>43,425</b>	<b>178.55</b>	<b>202.66</b>	<b>174.05</b>

注：1、运营数据与财务数据因统计口径不一致存在差异。2、车流量数据为各路段出口车流量。3、湖北荆宜高速公路有限公司为2019年通过收购纳入合并范围，四川绵阳绵遂高速公路有限公司为2020年通过收购纳入合并范围，四川巴广渝高速公路开发有限责任公司2019年进行了股权转让后不再纳入合并范围，故上述公司管辖路段部分年份车流量和通行费数据不在合并口径的统计范围内。

资料来源：公司提供

收费标准方面，公司执行的高速公路收费标准分为客车类和货车类。其中，客车类收费标准分为基础收费标准和特殊路段收费标准，由于四川省内自然条件较为恶劣、山川河流较多，造成公司修建的高速公路项目桥隧比高，建设成本大幅上升。根据公司实际情况，相关部门在对通行费收取标准进行审批时，针对桥梁及隧道按照每车·次单独计价，再与普通路段一并收取通行费用。根据四川省交通运输厅、四川省发展和改革委员会下发的《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》（以下简称“《收费标准的通知》”），自2020年1月1日起实施调整后的高速公路车辆通行费计费方式和收费标准。公司主要高速公路客车保持车型分类收费，每条高速公路收费具体按照四川省交通运输厅、四川省发展和改革委员会批复标准执行。

**表 8：公司主要路段现行客车类基础收费标准**

车型规格	收费标准
------	------

客车 9 座以下（含 9 座）	0.35 元/公里
客车 10-19 座（含 19 座）	0.70 元/公里
客车 20-39 座（含 39 座）	1.05 元/公里
客车 40 座以上（含 40 座）	1.40 元/公里

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

货车类收费标准方面，按照省交通运输厅《关于实施收费公路车辆通行费车型分类及标准调整有关事宜的通知》（川交发〔2006〕11号），自2006年4月10日起，公司所属各收费高速公路开始执行新的通行费征收政策。根据《关于联网高速公路实施货车计重收费的批复》（川交发〔2007〕14号），四川省联网高速公路自2007年6月1日起对载重汽车实施计重收费，对超重载货汽车实施加重收费。根据《收费标准的通知》，自2020年1月1日起实施调整后的高速公路车辆通行费计费方式和收费标准，货车由计重收费调整为车型分类收费，费率标准按照《四川省已收费高速公路货车通行费计费方式调整方案》执行。

**表 9：2018-2019 年公司主要路段货车通行费收费标准**

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

资料来源：四川省交通厅

**表 10：2020 年及以后公司主要路段货车现行通行费收费标准**

序号	路段名称	费率类别	货车费率标准（元/车·公里）					
			1类	2类	3类	4类	5类	6类
1	成雅高速	基价	0.37	0.64	1.12	1.57	1.68	2.03
2	成乐高速	基价	0.38	0.65	1.15	1.63	1.74	1.93
3	成渝高速	基价	0.38	0.66	1.17	1.70	1.81	2.08
		桥隧加收	2.63	4.89	8.71	12.58	13.63	15.15
4	达渝高速	基价	0.37	0.68	1.22	1.65	1.85	2.19
5	内宜高速	基价	0.39	0.66	1.19	1.66	1.77	2.20
		桥隧加收	2.89	4.79	9.48	12.77	14.41	17.37
6	隆纳高速	基价	0.37	0.66	1.21	1.67	1.78	2.17
		桥隧加收	2.82	5.00	9.37	12.47	13.51	16.87
7	成南高速	基价	0.39	0.66	1.15	1.68	1.79	2.11
8	遂回高速	基价	0.38	0.65	1.20	1.62	1.73	2.00
9	南广高速	基价	0.38	0.66	1.16	1.55	1.88	2.01
10	成绵高速	基价	0.38	0.66	1.14	1.65	1.78	2.13
11	绵广高速 (磨沙段)	基价	0.37	0.69	1.19	1.79	1.91	2.19
		桥隧加收	3.02	5.38	9.22	13.92	15.08	16.73
12	绵广高速 (沙广段)	基价	0.39	0.69	1.20	1.79	1.91	2.19
		桥隧加收	3.51	5.30	9.14	13.78	14.93	16.77
13	南渝高速	基价	0.38	0.68	1.21	1.63	1.74	2.12
14	遂渝高速	基价	0.35	0.67	1.23	1.70	1.81	2.17
15	城北出口高速	基价	0.39	0.54	1.19	1.42	1.63	1.92
16	广甘高速	基价	0.37	0.67	1.28	1.76	1.88	2.24
		桥隧加收	2.86	5.15	9.88	13.55	14.68	17.21
17	广南高速	基价	0.37	0.64	1.21	1.61	1.75	2.15
		桥隧加收	2.95	5.02	9.48	12.58	13.85	16.62
18	纳黔高速	基价	0.38	0.68	1.25	1.63	1.74	2.26
		桥隧加收	2.95	5.21	9.62	12.60	13.65	17.48
19	邻垫高速	基价	0.37	0.65	1.19	1.65	1.93	2.21
		桥隧加收	2.89	5.02	9.15	12.62	14.77	16.90
20	巴南高速	基价	0.36	0.64	1.17	1.67	1.78	2.06
		桥隧加收	2.90	4.94	8.87	12.96	14.04	15.78
21	达万高速	基价	0.36	0.61	1.19	1.79	1.91	2.05
		桥隧加收	2.89	4.63	9.02	13.52	14.65	15.66
22	成都绕城高速	基价	0.37	0.61	1.10	1.47	1.61	1.90
23	映汶高速	基价	0.38	0.65	1.17	1.65	1.75	2.12
		桥隧加收	2.70	4.86	8.91	11.88	13.23	15.66
24	泸黄高速	基价	0.37	0.65	1.20	1.66	1.77	2.29
25	攀田高速	基价	0.36	0.61	1.15	1.53	1.87	2.21
		桥隧加收	2.83	4.60	8.81	11.74	14.66	17.06
26	西攀高速	基价	0.37	0.64	1.19	1.63	1.86	2.25
		桥隧加收	1.42	2.40	4.48	6.18	6.81	8.50
27	都汶高速	基价	0.39	0.68	1.25	1.68	1.79	2.03
		桥隧加收	2.96	5.09	9.58	12.80	13.87	15.49
28	广巴高速	基价	0.36	0.64	1.19	1.54	1.64	1.97
		桥隧加收	2.81	5.04	9.28	12.39	13.42	15.87
29	达陕高速	基价	0.38	0.66	1.22	1.70	1.92	2.17
		桥隧加收	2.90	5.17	9.34	13.09	14.79	16.75
30	广邻高速	基价	0.39	0.67	1.19	1.59	1.89	2.11
		桥隧加收	2.91	5.06	9.06	12.32	14.61	16.48
31	成德南高速	基价	0.38	0.65	1.13	1.72	1.83	2.03
		桥隧加收	2.91	4.94	8.73	13.14	14.23	15.48

32	乐雅高速	基价	0.37	0.65	1.24	1.65	1.76	2.00
		桥隧加收	2.85	5.11	9.80	12.83	13.90	15.37
33	巴达高速	基价	0.38	0.63	1.20	1.59	1.70	2.01
		桥隧加收	2.93	4.85	9.27	12.39	13.42	15.49
34	广陕广巴连接线	基价	0.34	0.62	1.17	1.56	1.67	2.11
		桥隧加收	2.66	4.97	8.92	12.36	13.39	16.05
35	遂广高速	基价	0.37	0.66	1.18	1.65	1.87	2.20
36	遂西高速	基价	0.39	0.69	1.26	1.74	1.85	2.21
37	巴陕高速	基价	0.38	0.64	1.19	1.57	1.67	1.90
		桥隧加收	2.91	4.98	9.21	12.14	13.15	14.83
38	广陕高速	基价	0.39	0.71	1.23	1.82	1.94	2.17
		桥隧加收	2.85	5.43	9.38	13.94	15.10	16.68
39	成安渝高速	基价	0.38	0.69	1.23	1.77	1.89	2.28
		桥隧加收	2.82	5.15	9.26	13.01	14.07	17.22
40	绵遂高速绵阳段	基价	0.39	0.63	1.16	1.56	1.77	1.98
		桥隧加收	3.42	4.93	8.92	12.27	13.54	15.36
41	成自泸高速内自段	基价	0.37	0.67	1.18	1.69	1.82	2.17
		桥隧加收	2.69	5.12	9.00	12.91	13.98	16.55
42	宜泸高速公路	基价	0.37	0.63	1.18	1.57	1.73	2.03
		桥隧加收	2.84	4.78	9.07	11.99	13.30	15.64
43	成绵高速公路复线	基价	0.37	0.64	1.16	1.60	1.71	2.12
		桥隧加收	2.87	4.84	8.84	11.99	12.99	15.65
44	蓉城二绕(东)	基价	0.37	0.61	1.13	1.57	1.74	2.05
		桥隧加收	2.94	4.58	8.49	11.55	13.10	15.22
45	蓉城二绕(西)	基价	0.36	0.60	1.11	1.49	1.65	2.01
		桥隧加收	2.90	4.57	8.56	11.49	12.60	15.68
46	南大梁高速公路	基价	0.38	0.66	1.19	1.65	1.87	2.19
		桥隧加收	2.76	5.11	9.14	12.76	14.50	16.84
47	宜叙高速公路	基价	0.35	0.60	1.19	1.51	1.74	2.03
		桥隧加收	2.96	4.72	9.10	11.35	13.54	16.04
48	巴广渝高速公路	基价	0.38	0.68	1.19	1.57	1.67	1.95
		桥隧加收	2.87	5.22	9.14	11.99	12.99	14.80
49	内威荣高速	基价	0.36	0.64	1.15	1.56	1.66	1.91
		桥隧加收	2.91	4.94	9.11	12.15	13.90	14.84
50	自隆高速	基价	0.38	0.66	1.22	1.70	1.81	2.19
51	叙古高速	基价	0.36	0.64	1.20	1.55	1.87	1.93
		桥隧加收	2.91	4.94	9.11	12.15	13.90	14.84
52	绵南高速	基价	0.55	1.65	2.75	/	/	/

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除上述高速公路外，雅康高速为四车道高速公路收费标准，客车、货车、专项作业车的基础收费标准为 0.73 元/公里。高速公路收费车型分类，执行《收费公路车辆通行费车型分类》行业标准。其中，客车车型收费系数为 1：2：3：4；货车及专项作业车车型收费系数为 1：2：3：3.9：4.7：5.4。六轴以上的货车，收费系数按其轴数的 80% 计算。汶马高速为四车道高速公路收费标准，客车、货车、专项

作业车的基础收费标准为 0.80 元/公里。车辆通行费车型分类标准按照交通运输行业标准 JT/T489-2019 实施。客车车型收费系数为 1：2：3：4；货车及专项作业车车型收费系数为 1：2：3：3.9：4.7：5.4。六轴以上的货车，每增加 1 轴收费系数调增 0.9。荆宜高速在湖北省境内，江习古高速属于跨省高速，收费标准另行计算。

表 11：荆宜高速收费标准

客车类别	车辆类型	核定载人数	收费标准(元/车公里)
1 类	微型、小型	≦9	0.4

2类	中型、乘用车列车	10~19	0.6
3类	大型	20~39	0.8
4类	大型	≥40	1
货车类别	总轴数(含悬浮轴)	车长和最大允许的总质量	收费标准(元/车公里)
1类	2	车长≤6000mm且最大允许总质量≤4500kg	0.40
2类	2	车长>6000mm或最大允许总质量>4500kg	0.96
3类	3	-	1.36
4类	4	-	1.76
5类	5	-	2.16
6类	6	-	2.56
7轴及以上	—	-	每增加一轴在6类货车基础上加收0.4元

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 12：江习古高速收费标准（元/公里）**

车型	车型划分标准说明	收费标准	线内桥隧附加收费标准
1类客车	小于等于9座；车长小于6000mm且核定载人数不大于9人的载客汽车	0.5	1.1
2类客车	10~19座客车；车长小于6000mm且核定载人数为（10~19）人的载客汽车	0.75	2.2
3类客车	20~39座；车长不小于6000mm且核定载人数不大于39人的载客汽车	1	3.3
4类客车	40座以上；车长不小于6000mm且核定载人数不小于40人的载客汽车	1.75	4.4
1类货车	2轴；车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg	0.5	1.1
2类货车	2轴；车长不小于6000mm或最大允许总质量不小于4500kg	0.7	2.2
3类货车	3轴	1.5	3.3
4类货车	4轴	2.1	4.4
5类货车	5轴	2.25	5.5
6类货车	6轴	3.075	5.5
6轴以上货车	≥6轴	5.5	5.5
1类专项作业车	2轴；车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg	0.5	1.1
2类专项作业车	2轴；车长不小于6000mm或最大允许总质量不小于4500kg	0.7	2.2
3类专项作业车	3轴	1.5	3.3
4类专项作业车	4轴	2.1	4.4
5类专项作业车	5轴	2.25	5.5
6类专项作业车	≥6轴	3.075	5.5
超限车辆	总轴数（含悬浮轴）一般为6轴以上的货车，且办理了大件运输证	大件运输标准以六类货车收费标准（6.15）为基数，每增加一轴增加0.5收费系数，最高系数为10	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自2008年末开始，四川实施“新路新价，一路一价”，实行该收费标准的主要有邻垫高速、南武高速、西攀高速等高速公路。其具体收费标准如下表所示。

**表 13：公司特殊路段收费标准（元/车·公里）**

公路名称	收费批复文件	收费标准
邻垫高速	川交发〔2008〕48号	0.50
纳黔高速	川交发〔2012〕72号	0.50
广陕高速	川交发〔2011〕21号	0.50
广甘路	川交发〔2012〕74号	0.50
南武高速	川交发〔2008〕41号	0.50
西攀高速	川交发〔2008〕49号	0.43
攀田高速	川交发〔2008〕50号	0.43
达陕高速	川交发〔2012〕67号	0.50
达万路	川交发〔2012〕75号	0.50

巴达路	川交发〔2014〕3号	0.50
雅西高速	川交发〔2012〕19号	0.50
广南高速	川交发〔2012〕18号	0.50
成德南路	川交发〔2013〕12号	0.50
巴南路	川交发〔2013〕28号	0.50
乐雅路	川交发〔2013〕94号	0.50
广巴高速	川交发〔2010〕11号	0.50
广南广巴连接线	川交发〔2010〕11号	0.50
成仁高速	川交发〔2012〕62号	四车道 0.50
		六车道 0.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产养护方面，2018年~2020年，公司的养护费用支出合计分别为15.82亿元、17.69亿元、12.69亿元，总体保持一定规模，并随各年份路产状况及维护计划有所波动。

**表 14：2018 年-2020 年公司路产养护支出情况（万元）**

养护支出	2018	2019	2020
合计	158,170.78	176,925.81	126,942.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**高速公路建设投资方面**，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建拟建高速公路项目共计 26 条，建设里程为 3,935.48 公里，总投资 5,198.82 亿元，已投资 1,047.74 亿元，尚需投资 4,151.08 亿元。公司在建拟建项目资本金比例视项目不同存在较大差异，除资本金外，项目建设其余资金由公司通过融资解决。公司资本金来源主要包括中央车购税补助、省级交通建设预算、公路沿线地方政府财政及公司自

筹。

在建拟建项目中，汶马高速、仁沐高速和绵九高速的建设为国家战略发展所需，资本金比例较高。汶马高速的资本金来源中，中央车购税补助分别为 112.00 亿元；仁沐高速和绵九高速的资本金来源中，中央车购税补助分别为 53.95 亿元和 120.72 亿元。此外，成乐高速扩容建设项目的资本金来源中，中央车购税补助上限为 59.06 亿元。2021 年 4~12 月、2022 年及 2023 年，公司高速公路在建拟建项目计划投资 2,527.96 亿元，面临一定投资压力。

**表 15：截至 2021 年 3 月末公司主要在建和拟建高速公路情况（公里、亿元）**

在建项目名称	建设里程	总投资	已投资	未来投资计划			预计建设期
				2021 年 4~12 月	2022 年	2023 年	
仁沐新高速	200.68	243.93	156.86	13.54	8.50	7.03	2014~2022
绵九高速	244.96	409.98	158.46	54.48	65.00	45.00	2018~2024
沪黄路改扩建	62.92	38.43	23.95	1.82	8.64	0.00	2017~2020
资潼高速	109.57	147.32	127.49	0.61	0.00	0.00	2017~2020
乐西高速（马边至昭觉）	152.48	335.32	21.98	33.72	64.00	67.00	2019~2024
德昌至会里高速公路	78.47	122.90	16.56	13.44	48.00	7.80	2020~2024
成绵苍巴高速	319.60	621.26	36.56	165.16	193.60	169.30	2020~2024
沿江高速（新市至金阳）	165.69	402.06	18.00	58.75	80.00	90.00	2019~2024
沿江高速（金阳至宁南）	95.99	234.64	9.58	23.72	50.00	60.00	2019~2024
开江至梁平高速公路	30.42	39.59	0.01	10.35	14.00	12.59	2020~2023
汉中至广元、广元至绵阳高速公路扩容	193.17	537.09	0.00	12.00	60.00	80.00	2021~2025
康定至新都桥高速公路康定过境段	17.88	36.20	10.37	5.85	7.34	-	2018~2022
四川省久治（青川界）至马尔康段高速	219.09	301.98	28.85	65.92	87.00	80.00	2019~2024
四川省泸定至石棉高速公路	96.51	160.73	3.21	31.46	60.00	17.96	2020~2024
成乐高速扩容建设	138.41	231.33	50.86	30.45	34.00	47.55	2016~2024
成都天府新区至邛崃高速公路项目	42.00	86.85	0.47	21.53	24.00	26.34	2020~2023
叙威高速	35.34	51.21	51.20	0.05	-	-	2017~2021
广安绕城高速	79.00	65.97	58.70	7.22	-	-	2018~2021
峨汉高速	1,122.88	205.21	152.61	29.04	20.00	-	2017~2022
沿江高速（攀宁）	168.20	297.62	56.94	60.20	62.00	63.00	2020~2025
自隆高速连接线	20.00	18.99	3.35	4.80	5.72	2.65	2020~2023
泸永高速	42.31	51.00	15.39	14.67	10.27	-	2020~2022
古金高速	38.70	116.44	14.34	23.69	43.00	35.00	2020~2023
镇广高速（川陕-王坪）	63.43	124.15	0.00	20.00	-	-	2021~2024
镇广高速（王坪-通江）	34.36	70.31	32.00	29.20	-	-	2020~2021
镇广高速（通江-广安）	163.42	248.31	0.00	40.00	-	-	2021~2024
<b>合计</b>	<b>3,935.48</b>	<b>5,198.82</b>	<b>1,047.74</b>	<b>771.67</b>	<b>945.07</b>	<b>811.22</b>	

注：已投资数额和未来投资计划数额部分路段采用工程量口径或形象进度口径、部分采用会计入账口径，会计入账口径项目已投资和未来投资计划数额总数小于计划投资数额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看来，由于四川省是我国西部经济第一大省，其经济发展存在地域性不均衡特性，因此公司

路桥收费板块的盈利主要集中在连接成都的几条高速公路上，部分高速公路项目盈利能力欠佳。但

随着公司新通车高速公路逐渐成熟，周边路网效应的不断显现，公司经营路产通行费收入有持续增长潜力。中诚信国际关注到，2020年的新冠疫情对公司主要路产的经营情况已经产生较大冲击，疫情防控期较长时间的免费政策已经直接影响公司通行费收入。但是，随着国内疫情得到有效控制，复工复产稳步推进，特别是2020年5月恢复收费以来，通行费收入板块收入快速增长，以子公司四川高速为例，分季度看，全年四个季度，通行费收入分别为7.35亿元、22.91亿元、38.45亿元和38.53亿元，逐步增长，2020年下半年通行费收入环比增长154.40%，同比增长达到12.61%，通行费收入呈明显回升趋势。中诚信国际认为，新冠肺炎疫情不会削弱公司的区域地位和路产竞争力，公司通行费收入及盈利能力已逐步呈现向好趋势，但新冠肺炎疫情对公司的长期影响仍取决于市场需求恢复和后续相关政策支持。

### 公司系最重要的省级铁路建设和投资运营主体，公司铁路投资项目资本金投入需求较大，近年来持续获得股东及各方的大力支持

公司是四川省唯一的省级铁路建设投资及运

营主体，承担省内的铁路建设投资和部分建成地方铁路的运营职能。

**铁路运营方面**，公司铁路运营业务主要由子公司四川省铁路集团有限责任公司（以下简称“川铁集团”）负责实施。截至2021年3月末，川铁集团已投入运营的铁路共有6条，其中3条地方铁路，3条合资铁路。

公司已运营地方铁路为隆叙铁路、金筠铁路和归连铁路，营业里程合计261.87公里。2020年，川铁集团自营铁路货物周转量和货物运输量分别为77,010.92万吨公里和31,491.83万吨，当年实现货运收入55,621.76万元。

公司目前参股的已投入运营的合资铁路主要为达成万铁路、巴达铁路和乐巴铁路，均由中国铁路成都局集团有限公司负责运营，公司仅为上述三条铁路的参股方，川铁集团持有达成万铁路26.60%的股权，持有乐巴铁路28.47%的股权，公司本部持有巴达铁路39.54%的股权，上述三条铁路的营业里程合计793.00公里，2020年实现的货运收入11.94亿元。

表 16：截至 2021 年 3 月末川铁集团运营的地方铁路情况

铁路名称	项目公司	公司运营路段	起始运营时间	营业里程（公里）	持股比例（%）	2020			2021.1~3		
						货运收入金额（万元）	货物周转量（万吨公里）	货物运输量（万吨）	货运收入金额（万元）	货物周转量（万吨公里）	货物运输量（万吨）
隆叙铁路	川铁（泸州）铁路有限责任公司	隆昌~叙永	1993	161.43	50.08	14,122.39	32,053.00	406.59	4,185.36	9,939.08	131.37
金筠铁路	川铁（宜宾）铁路有限责任公司	金沙湾~筠连	2005	70.00	62.94	6,775.37	12,393.38	288.48	2,069.58	2,994.23	82.78
归连铁路	四川归连铁路有限公司	归德~连界	2010	30.44	51.00	34,724.00	32,564.54	30,796.76	1,026.56	8,354.78	8,607.14
<b>合计</b>	--	--	--	<b>261.87</b>	--	<b>55,621.76</b>	<b>77,010.92</b>	<b>31,491.83</b>	<b>7,281.50</b>	<b>21,288.09</b>	<b>8,821.29</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 17：截至 2021 年 3 月末川铁集团运营的合资铁路情况

铁路名称	项目公司	公司运营路段	运营起始时间	营业里程（公里）	公司资本金（万元）	持股比例	2020 年货运收入（万元）
达成万铁路	达成铁路股份有限公司	成都-万州	1997	504.00	626,929	26.60%	98,293.00
巴达铁路	巴达铁路有限责任公司	巴中至白蜡坪段及白覃联络线	2017	131.00	366,799	39.54%	336.80
乐巴铁路	乐巴铁路有限责	乐坝-巴中	2010	158.00	197,223	28.47%	20,814.25

任公司							
<b>合计</b>				<b>793.00</b>	<b>1,190,951</b>	<b>94.61%</b>	<b>119,444.05</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**铁路建设投资方面**，公司铁路建设投资业务由公司本部和子公司四川省轨道交通投资有限责任公司负责，业务模式上主要分为两类：一类是公司作为控股股东，组建项目公司，进行地方铁路投资建设；另一类是公司作为参股方，代表四川省与中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）下属公司共同出资组建铁路项目公司进行合资铁路投资。针对地方铁路，从融资模式看，项目公司是融资主体，项目公司除获得公司投入的自有资金外，还在四川公司统一安排下进行外部融资；从资金来源构成看，主要由公司自有资金和银行信贷资金组成。合资铁路项目采取国铁集团与公司合资、省市共建的投资模式，公司代表四川省与国铁集团共同出资组建铁路项目公司，落实项目的投资、建设、经营、管理。合资铁路项目融资以项目公司为主体，项目公司在国铁集团的统一指令和安排下，向银行申请固定资产贷款，贷款总额占项目

总投资的 50%，合资铁路投入运营后，公司拟通过参与分红实现投资回报。

2018~2020 年，公司分别收到四川省政府拨付的铁路建设专项资金 46.10 亿元和 32.01 亿元和 74.99 亿元，公司在铁路建设投资方面持续获得较多的政府支持。

地方铁路方面，截至 2021 年 3 月末，公司参与的地方铁路项目共有 5 个，分别为川南城际铁路、连乐铁路、叙大铁路、汉巴南铁路和成都至达州至万州铁路，轨道项目 1 个，为都江堰至四姑娘山轨道交通旅游扶贫项目，线路长度合计 1,177.59 公里。截至 2021 年 3 月末，公司参与的地方铁路（包括轨道项目）项目总投资 1,783.73 亿元，其中资本金总投入规模为 809.54 亿元，公司应投入资本金为 352.15 亿元，目前已投入 132.84 亿元，后续还面临一定的资本金投入压力。

**表 18：截至 2021 年 3 月末公司在建地方铁路项目情况**

项目名称	持股比例 (%)	建设周期	线路长度 (公里)	总投资额 (亿元)	资本金总投入 (亿元)	公司应投入资本金 (亿元)	已到位资本金 (亿元)	项目进度
川南城际铁路	33.00	2014~2020	208.26	380.50	178.33	62.80	58.85	在建
连乐铁路	51.00	2016~2020	122.85	70.38	28.15	17.90	14.36	控制性工程开工
叙大铁路	80.00	2009~2019	85.00	49.75	15.98	12.98	12.98	项目完工待试运
汉巴南铁路	85.00	2018~2022	151.90	216.21	108.11	70.00	16.94	在建
成都至达州至万州铁路（股权投资）	63.35	2020~2025	486.40	851.00	414.20	143.80	25.56	--
都江堰至四姑娘山轨道交通旅游扶贫项目	95.00	2019~2025	123.18	215.89	64.77	44.67	4.15	--
<b>合计</b>	--	--	<b>1,177.59</b>	<b>1,783.73</b>	<b>809.54</b>	<b>352.15</b>	<b>132.84</b>	--

注：1、资本金总投入是概算金额，后期投入可能随项目建设的推进而出现调整；2、川南城际和连乐铁路尚未完工

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合资铁路方面，截至 2021 年 3 月末，公司参与投资的在建合资铁路项目有 5 个，线路长度合计 1,875 公里，总投资为 1,962.98 亿元，其中公司应投

入资本金合计 197.26 亿元，已到位资本金合计 97.44 亿元，资金来源主要为公司收到的铁路建设专项资金和公司自筹资金，未来的投入需求较大。

**表 19：截至 2021 年 3 月末公司投资的在建合资铁路项目情况**

项目名称	持股比例 (%)	规划建设周期	线路全长 (公里)	总投资 (亿元)	应投资本金合计 (亿元)	已到位资本金合计 (亿元)
成昆铁路（峨眉至米易段）	10.00	2014~2021	384	453.00	23.60	23.60

渝昆铁路	45.00	2017~2022	700	314.00	39.25	6.00
成自铁路	44.30	2017~2021	176	440.16	97.50	33.00
成兰铁路	11.14	--	463	616.86	12.58	12.76
隆黄铁路（叙镇段）	52.00	--	152	138.96	24.33	22.08
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>1,875</b>	<b>1,962.98</b>	<b>197.26</b>	<b>97.44</b>

注：1、合资铁路的投资计划全部体现为资本金投资计划，资本金总投资是概算金额，后期以实际情况发生资本金投入为准，部分项目公司已投入资本金额已经超过资本金概算投资额；2、资本金主要由公司出资和国铁集团出资两部分构成，上表中只列明需要公司出资的资本金额；3、除成自铁路和隆黄铁路（叙镇段）外，合资投资项目不纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 交通相关多元化业务是公司营业收入的重要补充，依托交通运营主业，公司稳步推进交通工程建设、交通物流、交通服务以及交通沿线新型城镇化建设等业务

**交通工程建设板块**，主要由子公司四川路桥、四川省交通建设集团股份有限公司（以下简称“交通建设”）、四川高速公路绿化环保开发有限公司（以下简称“高速绿化”）、四川高路建筑工程有限公司（以下简称“高路建筑”）负责，以公路、桥梁施工业务为主，还包括部分铁路、水电等施工业务。

资质等级方面，四川路桥拥有公路工程施工总承包特级资质和公路行业甲级设计资质以及 10 余个公路、市政、房建、水利水电等总承包一级资质。交通建设拥有公路工程施工总承包特级资质、公路行业甲级设计资质和市政公用工程施工总承包一级资质、公路路面专业承包一级资质以及公路路基、桥梁工程、隧道、环保、城市及道路照明等专业承包二级资质。公司资质实力雄厚，施工业务在省内处于龙头地位。2018~2020 年，公司实现工程施工收入分别为 374.18 亿元、447.13 亿元和 606.85 亿元。

从承揽规模来看，近年来，公司新签施工合同总金额有所波动，其中 2019 年新签施工合同大幅增加，主要系交通建设新签 BOT/PPP 项目的施工合同额大幅增长所致，2020 年受政策收紧影响，公司 BOT/PPP 项目新签合同额较去年同期有所下降，此外，受新冠疫情影响，加之公司当期新签单体金额较大的高速公路及铁路项目较上年减少，2020 年工程施工新签合同同比大幅减少，但公司承揽规模仍维持较高水平。从市场区域分布看，公司新签省

内施工合同金额均占新签施工合同总额的 80% 以上，且省内新签合同金额逐年增长，在川内高速公路施工的市场份额处于绝对优势地位，同时在特大桥梁、隧道、铁路等领域在省内亦具有很强的竞争实力。省外（含境外）业务方面，四川路桥承揽能力相对更强，其在湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区和挪威、厄立特里亚、坦桑尼亚、科威特等国家的公路桥梁工程施工领域具有较高的市场占有率及认可度，但省外业务新签合同金额近年来呈逐年下降趋势，省外业务面临较大竞争压力。

截至 2021 年 3 月末，四川路桥在手合同金额 761.54 亿元，主要在建项目包括 G4216 线宁南至攀枝花段高速公路项目 ZCB1 标段等。同期末，交通建设在手合同金额 1,425.12 亿元，主要在建项目包括 G0615 久治（青川界）至马尔康段高速公路项目施工总承包第 C2.C3 标段等。

表 20：近年来四川路桥新签合同情况（亿元）

业务类型		2018	2019	2020
四川路桥	工程总承包	441.89	465.92	316.82
	BOT/PPP 项目	249.13	79.61	78.52
交通建设	工程施工	155.21	109.24	26.31
	BOT/PPP 项目	120.62	802.00	280.50
<b>合计</b>		<b>966.85</b>	<b>1,456.77</b>	<b>702.15</b>
地区		2018	2019	2020
四川路桥	省内	533.58	455.72	312.24
	省外（含境外）	157.44	89.81	83.10
交通建设	省内	271.83	908.31	304.54
	省外（含境外）	4.00	2.93	2.27
<b>合计</b>		<b>966.85</b>	<b>1,456.77</b>	<b>702.15</b>

注：1、工程施工包括工程总承包及分包施工等；2、合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

整体来看，公司工程施工资质实力雄厚，项目量充足，子公司四川路桥和交通建设在项目承揽方面各有优势，蜀道集团的成立将有助于减少同质化竞争，发挥协同效应，进一步提高公司施工板块的市场占有率。

**交通物流板块**，主要由子公司四川铁投广润物流有限公司（以下简称“广润物流”）、子公司四川交投物流有限公司（以下简称“交投物流”）、子公司四川高速下属的四川交投实业有限公司（以下简称“交投实业”）经营，业务范围包括商品销售、大宗贸易以及相关物流服务，具体的产品包括沥青、农产品、化工、建材、有色金属以及电子产品等。2018~2020年，公司实现交通物流类业务收入分别为674.52亿元、886.93亿元和744.67亿元，对公司营业总收入形成重要补充。但贸易物流类业务毛利率很低，对盈利能力贡献较为有限。

**交通服务板块**，包括能源销售、物业服务、租

赁收入、清算服务等业务，目前主要以能源销售为主，销售品种主要系成品油，2018~2020年，公司能源销售业务收入分别为53.80亿元、58.59亿元和65.51亿元，随油品需求上升呈逐年增长态势，但该业务毛利率较低，对整体盈利能力的贡献较小。

**交通沿线新型城镇化建设板块**，主要由子公司四川交投地产有限公司、子公司四川高速下属的四川高路文化旅游发展有限公司和子公司四川铁投城乡投资建设集团有限责任公司及其多个下属公司负责运营，主要以房地产开发及销售为主。2018~2020年，该板块业务收入分别为36.52亿元、35.80亿元和31.17亿元，受房屋竣工交付数量变化的影响，收入规模有所波动。截至2021年3月末，公司主要在建的房地产项目有24个，项目规划建筑总面积为762.40万平方米，规划总投资额393.70亿元，已投资199.54亿元，还需投资194.16亿元，存在有一定的投资压力。

**表 21：截至 2021 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（亿元、万平方米）**

项目名称	总投资	已投资	建筑面积	类型	建设周期
北城时代（二期）B 地块	19.34	4.50	36.26	住宅、商业、车位	2020-2023
北城时代（二期）C 地块	9.97	4.78	18.08	住宅、商业、车位	2019-2022
仁寿鸿瑞国际广场（2013-38#）	1.02	0.47	2.52	办公、商业、车位	2020-2021
资阳丽景雅居项目	9.00	7.69	17.49	住宅	2019-2021
天府新区·国际创新中心项目	30.00	7.66	29.79	租赁	2018-2022
交投地产星月湖畔项目（内江）	16.71	11.75	30.67	住宅	2021-2023
交投星月湖畔（一期）（西昌）	11.59	3.79	20.34	住宅	2019-2026
双流星月湖畔项目	29.00	19.23	20.64	住宅	2020-2023
交投·璟云府项目	14.00	7.57	21.21	住宅	2020-2022
铁投·牧山溪岸一期	7.24	5.88	125.31	住宅、商铺、车位	2016-2020
祥瑞里	4.50	4.50	9.96	办公、酒店、商铺、车位	2017-2020
铁投·紫瑞府	30.00	19.88	29.86	住宅、车位	2017-2023
铁投·锦华府	16.00	13.61	29.27	住宅、商铺、车位	2017-2021
铁投·锦悦半岛	17.80	12.74	40.90	住宅、商铺、车位	2017-2022
通锦国际嘉园III期	3.61	3.47	9.25	住宅、商铺	2017-2019
通锦国际嘉园IV期	1.59	1.52	3.60	住宅、商铺	2017-2019
铁投·莲花府邸一期	8.64	5.65	13.67	住宅、商铺、车位	2017-2021
铁投碧水云天	24.30	13.40	54.71	住宅、商铺、车位	2016-2023
铁投邛海壹号	16.00	17.61	32.75	住宅、商铺、车位	2016-2021
华汇天地二期	40.00	5.35	55.68	商铺、车位	2019-2022
铁投·三江国际	33.20	10.61	72.58	住宅、商铺、车位	2019-2023
宜宾国际会议中心	21.19	13.37	15.87	办公、酒店、车位	2019-2023
铁投·御湖兰庭	20.00	4.50	37.00	商铺、住宅、车位	2019-2023
铁投·璟瑞府	9.00	0.00	35.00	商铺、住宅、车位	2019-2022
<b>合计</b>	<b>393.70</b>	<b>199.54</b>	<b>762.40</b>		

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

此外，公司还拓展智慧交通以及产融结合等领域，其中智慧交通包括系统集成以及硬件销售等业务，2018~2020年，智慧交通业务实现收入1.83亿元、4.41亿元和6.31亿元。产融结合主要包括担保业务及其他金融服务业务，2018~2020年，产融结合业务实现收入4.54亿元、4.61亿元和4.40亿元。上述业务的收入规模均较小，但系公司未来营业收入的增长点之一。

### **蜀道集团将以交通基础设施建设为主责主业，并协同发展多元化业务，打造成可持续发展且具有竞争力的企业，为实施“交通强省”战略提供强力支撑**

蜀道集团将聚焦主责主业，主要承担公路、铁路、轨道交通和综合交通枢纽等交通基础设施的规划、设计、建设、运营管理及投融资工作。围绕交通基础设施建设，开展路域资源综合开发、智慧交通、产融结合等业务，支撑主业可持续发展。积极稳妥参与国际国内公路铁路等重大基础设施项目建设，创新公路铁路交通一体化规划建设管理运营新模式，健全综合交通建设市场化投融资长效机制，做强做优做大可持续发展的综合交通建设承接平台，补齐综合交通建设短板，为实施“交通强省”战略提供强力支撑。

蜀道集团将紧紧围绕企业核心优势，建成产业结构更优、市场化机制更活、创新能力更足、效益效率更高、综合实力更强的国内领先、世界一流交通基础设施领域龙头企业。预计到“十四五”末，蜀道集团资产总额超1.6万亿元，营业总收入超3000亿元，利润总额超150亿元。主要业务板块至少各有1~2户上市公司，净资产收益率较“十三五”末增长120%以上。

### **公司架设了较为健全的法人治理结构，各项规章制度尚在拟定中，需关注重组后经营管控与协调整合效果**

公司已拟定了较为健全的公司治理结构，设立

了董事会、监事会、党委、纪委。经营层下设总经理办公室、人力资源部、财务管理部、审计工作部、内控法务部、战略规划部、投资发展部、资本运营部、经营管理部、科技创新部、安全环保与应急管理部、轨道建设管理部、交通运维管理部、公路建设管理部等职能部门。

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国国有资产法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》、《四川省省级产业性投资公司管理暂行办法》等有关法律法规和《公司章程》，拟定或正在制定包括预算管理制度、财务管理制度、投资管理制度、融资及担保管理制度、关联交易制度、安全生产制度、子公司管理制度、信息披露制度等相关内部控制制度。在决策管理方面，公司拟订或正在制定《党委会议事规则》、《董事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》等管理办法；同时，公司还拟订或正在制定《部门及员工绩效考核暂行办法》、《固定资产管理暂行办法》等管理办法用以规范公司内部管理。

中诚信国际认为，蜀道集团成立时间较短，组织结构和各项规则制度尚在初步制度或拟定状态，重组后的经营管控与协同整合效果还有待观察。

## **财务分析**

以下分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年度三年连审模拟财务报告以及公司提供未经审计的2021年一季度模拟财务报表。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。

**公司公路运营收入毛利率较高，但毛利率水平较低的工程施工、商品贸易及物流、能源销售业务收入占比较高，拉低了公司整体毛利率水平。此外，公司高速公路建设正处于扩张期，融资规模逐渐增大，财务费用偏高，对公司盈利造成一定侵蚀**

公司的营业收入主要由公路运营、工程施工、商品贸易及物流、能源销售构成。2020年新冠肺炎疫情对交通运输收费行业、商品贸易领域冲击较大，使得公司相关板块近三年收入均呈现先增长后下降的变化趋势，并带动公司营业总收入波动变化。路桥建设项目的持续推进，使得公司工程施工收入呈逐年增长态势。公司部分高速属于政府收费还贷性质不计提折旧，使得公路运营收入的毛利率较高，2020年，受高速公路免费政策影响，公司车辆通行费收入大幅减少，但折旧、摊销、人工成本和财务费用持续支出，此外防疫成本也有所增加，使得公司车辆通行费毛利率有所下降。受行业特征所限，公司工程施工、大宗贸易及商品销售业务毛利率较低，对利润的贡献有限。近年来，公司综合毛利率呈小幅波动变化趋势。

**表 22：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）**

收入	2018	2019	2020
公路运营	178.13	204.12	169.05
铁路运营	7.57	10.52	8.65
工程施工	374.18	447.13	606.85
商品贸易及物流	674.52	886.93	744.67
能源销售	53.80	58.59	65.51
新型城镇化建设	36.52	35.80	31.17
其他	39.33	50.92	37.50
<b>合计</b>	<b>1,364.05</b>	<b>1,694.00</b>	<b>1,663.40</b>
占比	2018	2019	2020
公路运营	13.06	12.05	10.16
铁路运营	0.55	0.62	0.52
工程施工	27.43	26.39	36.48
商品贸易及物流	49.45	52.36	44.77
能源销售	3.94	3.46	3.94
新型城镇化建设	2.68	2.11	1.87
其他	2.88	3.01	2.25
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：其他收入包括物业服务、租赁收入、清算服务、金融服务、工程咨询、系统集成、硬件销售、发放贷款和垫款利息收入等。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**表 23：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

毛利率	2018	2019	2020
公路运营	49.69	52.08	46.35
铁路运营	30.19	21.59	26.60
工程施工	11.84	13.82	16.82
商品贸易及物流	1.21	0.73	1.44
能源销售	10.82	13.44	13.12
新型城镇化建设	13.57	24.35	20.65
其他	48.13	40.93	43.21

综合	12.68	12.65	13.51
----	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

公司期间费用以财务费用为主，近年来财务费用占期间费用合计比例均超过 65.00%。主营业务性质决定了公司销售费用支出很少，随着高速公路运营里程的不断增加和各项业务的不断发展，公司管理费用维持小幅增长。近年来公司债务规模增长且公司新通车里程增加，相关利息支出费用化处理，公司利息支出规模逐年增长，并带动期间费用合计增长，公司营业收入同时也维持较高增速，期间费用率保持较为稳定的水平，对利润产生一定侵蚀。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润以及投资收益。营业收入波动变化带动公司经营性业务利润随之波动，近年来以政府补助为主的其他收益在一定程度上对公司的经营性业务利润形成了有效补充。非经营性利润方面，投资收益主要来源于长期股权投资收益以及金融资产持有及处置收益，2019年公司投资收益大幅增长，主要系四川高速出售招商银行股票，四川交投产融控股有限公司新增对天津农商行投资收益以及公司处置了四川巴广渝高速公路开发有限责任公司（以下简称“巴广渝公司”）部分股权所致，公司资产减值损失主要系存货跌价损失和合同资产减值损失，近年来有所波动。

**表 24：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

指标	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	5.38	8.09	7.07	2.05
管理费用	29.11	36.08	36.32	7.63
财务费用	122.10	145.01	145.11	40.70
期间费用合计	160.05	198.74	209.63	52.29
期间费用率	11.73	11.73	12.60	12.42
其他收益	6.85	2.94	4.34	1.27
经营性业务利润	14.79	12.05	12.79	24.45
资产减值损失	-4.55	-1.36	-3.97	0.09
投资收益	8.52	22.82	9.75	3.09
资产处置收益	0.43	0.37	1.36	0.004
营业外损益	1.38	-0.20	0.60	1.39
<b>利润总额</b>	<b>20.55</b>	<b>32.74</b>	<b>20.95</b>	<b>28.45</b>

注：管理费用不包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司总资产规模逐年增长，资产结构较为稳定，资

## 本实力逐步充实，杠杆比率维持在较高水平，但债务期限结构较为合理

近年来，随着交通基础设施投资的不断增加，公司资产规模持续增长。从资产构成来看，公司以非流动资产为主，非流动资产占比均超过 70.00%。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程以及无形资产构成，主要以建成和在建的路产项目为主，其中固定资产以原四川交投已建成高速公路为主，近年来随通车路产增多而逐年增长，无形资产主要为原四川铁投持有的高速公路 BOT 项目特许经营权和成渝公司经营高速公路、青龙场立交桥和加油站经营收费权，2019 年末无形资产有所减少，主要系公司当期处置巴广渝公司股权所致，2020 年末无形资产大幅增长主要系攀大、成宜和泸渝持续投入以及新增通过收购获得的绵遂高速、荆宜高速公路和成安渝高速公路经营权所致。在建工程主要系在建交通基础设施的投入，2020 年在建工程大幅上升，主要系将川南城际铁路、叙大铁路、连乐铁路、叙镇铁路并入合并范围所致。长期应收款主要为 PPP 项目、BT 项目和水电建设项目等的资本金投入，近年来随着上述几类项目建设的不断投入，长期应收款余额逐年增加。其他非流动资产主要为公司对合资铁路和地方铁路的投入以及预付工程款，近年来随着资本金的不断投入以及项目持续推进而逐年快速增长。公司可供出售金融资产主要系持有的公司股权以及认购的基金、信托以及理财产品，2019 年公司可供出售金融资产大幅增长，系四川省港航开发有限责任公司（以下简称“四川港航”）不再纳入合并范围而新增四川港航母公司四川省港航投资集团有限责任公司（以下简称“港投集团”）109.70 亿元股权所致，公司长期股权投资主要系对联营企业的投资，近年来呈增长态势，主要包括对天津农村商业银行股份有限公司、招商局华建公路投资有限公司、沪杭铁路客运专线股份有限公司、四川巴广渝公司等企业投资。

公司流动资产主要由货币资金、存货以及其他应收款构成，公司货币资金主要为银行存款，截至

2020 年末，公司受限货币资金为 12.38 亿元，为保函保证金及信用证保证金。公司存货主要为在建房地产开发成本及已完工未结算工程投入，近年来呈波动增长的趋势，2020 年有所下降主要系将已完工未结算工程投入转入合同资产科目所致。公司其他应收款主要系往来款及应收征地拆迁款，呈逐年减少态势。

负债方面，随着经营规模的扩大，公司负债规模不断增长，以非流动负债为主。公司长期借款以路产收费权质押借款为主，近年来保持较大规模且呈逐年增长趋势。公司应付债券主要为公司及下属子公司发行的各类直接融资产品，截至 2020 年末，公司应付债券（包含一年内到期债券）为 717.48 亿元。公司长期应付款主要系融资租赁借款。公司应付账款主要为尚未支付的工程款，近年来呈逐年增长态势；其他应付款主要由保证金和其他单位往来款构成；其他流动负债主要系短期应付债券，截至 2020 年末，短期应付债券余额 110.00 亿元。

2018~2020 年末，公司资产负债率及总资本化比率逐年上升，公司的财务杠杆水平较高。公司短期债务/总债务虽有所上升，但债务期限结构处于合理范围。

近年来，公司实收资本均为 480.00 亿元，公司资本公积及少数股东权益逐年增长，并带动公司所有者权益逐年增长。资本公积增长主要来源于省政府的建设资金补助、交通重点项目车购税补助资金、省预算内基建补助资金以及铁路建设专项资金。少数股东权益包含部分铁路和高速公路沿线地方政府对项目公司的注资。此外，公司其他权益工具主要为永续债和可续期保险债权。

表 25：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
<b>总资产</b>	<b>6,838.75</b>	<b>7,236.69</b>	<b>8,699.30</b>	<b>8,965.26</b>
货币资金	714.36	619.86	575.87	571.30
应收账款	107.43	107.36	151.15	181.77
其他应收款	184.07	179.54	139.79	142.61
存货	421.66	495.19	419.60	391.40
可供出售金融资产	140.98	265.24	255.52	--
其他权益投资工具	1.40	12.30	12.16	259.40

长期应收款	159.07	213.26	263.45	274.64
长期股权投资	120.69	168.38	178.26	181.78
固定资产	2,144.52	2,250.81	2,298.07	2,300.06
在建工程	696.20	737.13	1,519.62	1,595.65
无形资产	1,380.58	1,291.50	1,720.06	1,795.34
其他非流动资产	626.88	733.42	756.58	767.23
<b>总负债</b>	<b>4,584.73</b>	<b>4,919.52</b>	<b>5,966.91</b>	<b>6,121.20</b>
短期借款	166.18	169.20	186.06	140.91
应付账款	298.00	311.32	393.90	357.61
其他应付款	189.42	194.95	255.70	235.26
一年内到期的非流动负债	228.54	303.82	391.91	296.28
其他流动负债	44.68	100.09	151.05	156.36
长期借款	2,945.16	3,033.72	3,731.29	3,946.53
应付债券	439.44	515.41	520.58	618.89
长期应付款	102.33	89.58	78.31	79.91
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,254.02</b>	<b>2,317.16</b>	<b>2,732.39</b>	<b>2,844.05</b>
实收资本	480.00	480.00	480.00	480.00
其他权益工具	438.09	418.49	447.09	481.97
资本公积	1,029.95	1,108.98	1,307.97	1,348.96
少数股东权益	436.76	484.95	708.78	733.30

注：2021年3月末，原计入可供出售金融资产科目资产转入“其他权益工具投资”科目

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**表 26：近年来公司主要的资本结构情况（X、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务/总债务	0.11	0.13	0.14	0.11
资产负债率	67.04	67.98	68.59	68.28
总资本化比率	63.44	64.43	64.88	64.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司主营业务具有较强的现金流获取能力，主营业务能够对其资金需求形成一定的支撑，近年来，公司路桥和铁路投资支出持续保持在较高水平，投资活动的资金缺口主要由筹资活动现金流予以补足；公司债务规模大，偿债指标整体表现较弱**

经营活动现金流方面，高速公路行业以及贸易业务的特性决定了公司具备很强的现金获取能力，收现比保持在较高水平，经营活动现金流保持较大规模净流入。投资活动现金流方面，公司高速公路及铁路项目投资规模较大，近年来呈净流出状态。公司主要依靠债务融资来弥补投资活动缺口。

**表 27：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

指标	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	90.26	58.78	89.09	4.17
投资活动净现金流	-445.35	-645.61	-769.73	-207.24
筹资活动净现金流	537.80	486.69	637.59	158.43

经营活动净现金流/总债务	0.02	0.01	0.02	0.003
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.58	0.32	0.45	--
EBITDA	205.36	247.49	247.99	--
总债务/EBITDA	19.04	16.96	20.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.32	1.36	1.25	--
货币资金/短期债务	1.67	1.11	0.80	0.99

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从偿债能力指标来看，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本金的覆盖能力偏弱，无法形成有效覆盖。2018~2020 年，EBITDA 对利息支出具有一定的保障能力，经营活动净现金流对利息的覆盖能力有所波动且覆盖能力较弱。

公司货币资金保持较大规模，但短期债务逐年上升，货币资金对短期债务的覆盖能力逐年下降，2020 年末，公司货币资金已无法完全覆盖短期债务，公司短期偿债压力增大。

截至 2021 年 3 月末，公司总债务 5,220.46 亿元，2021 年 4~12 月、2022 年和 2023 年，公司到期债务分别为 572.03 亿元、493.07 亿元和 690.97 亿元。

截至 2021 年 5 月末，因蜀道集团组建成立时间较短，蜀道集团本部尚未取得银行授信。各主要子公司融资渠道畅通，截至 2021 年 3 月末，四川高速获得银行授信 2,534.84 亿元，其中未使用授信额度 1,002.05 亿元，成渝公司共获得综合授信额度 675.30 亿元，其中未使用授信额度 504.11 亿元。截至 2020 年末，四川路桥共获得银行综合授信额度 1,012.31 亿元，其中未使用额度 417.21 亿元。

截至 2020 年末，公司对外担保余额 117.85 亿元，占当期末净资产的 4.31%，对外担保对象主要系四川港航以及公司参股的公路或铁路项目公司，主要为当地国有企业，公司代偿风险可控。

**表 28：截至 2020 年末公司对外担保情况（亿元）**

被担保人	担保金额
四川省港航开发有限责任公司	72.00
巴达铁路有限责任公司	6.15
四川巴广渝高速公路开发有限责任公司	10.12
乐巴铁路有限公司	2.87
宁波蜀通路桥建设有限公司	9.10
四川瑞控实业股份有限公司	8.00

四川小金河水电开发有限责任公司	9.61
<b>合计</b>	<b>117.85</b>

资料来源：公司提供

截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 766.70 亿元，主要为用于质押担保的高速公路特许经营权，受限资产占当期末公司总资产的 8.81%。

**表 29：截至 2020 年末公司受限资产情况（亿元）**

受限资产科目	余额
货币资金	12.38
无形资产-高速公路经营权	266.66
存货	30.18
一年内到期的非流动资产	4.72
长期应收款	4.53
固定资产	4.80
长期股权投资	24.58
其他流动资产	4.91
其他非流动资产	18.71
长期应收款	105.66
无形资产	288.66
长期股权投资	0.90
<b>合计</b>	<b>766.70</b>

资料来源：公司提供

**过往债务履约情况：**蜀道集团成立时间较短，银行信贷变更手续尚在进行中，暂无法提供过往债务履约情况。根据公司提供的原四川交投《企业信用报告》，截至 2021 年 6 月 23 日，原四川交投本部均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息。截至 2021 年 6 月 9 日，原四川铁投本部均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息。

## 外部支持

**近年来，四川省的经济及财政实力逐年增强，高速公路和铁路项目建设需求较大，公司系省内铁路和高速公路投资建设唯一主体，未来预计将持续获得较多的外部支持。**

近年来，四川省经济保持较快发展，基础设施建设及交通运输需求不断增长。基于良好的资源优势和政策优势，四川省经济有较好的中长期增长前景，其财政实力的增长也将长期向好，可以为区域内企业的良性发展提供有力的支撑。

公司于 2021 年 5 月注册成立，注册资本为 480

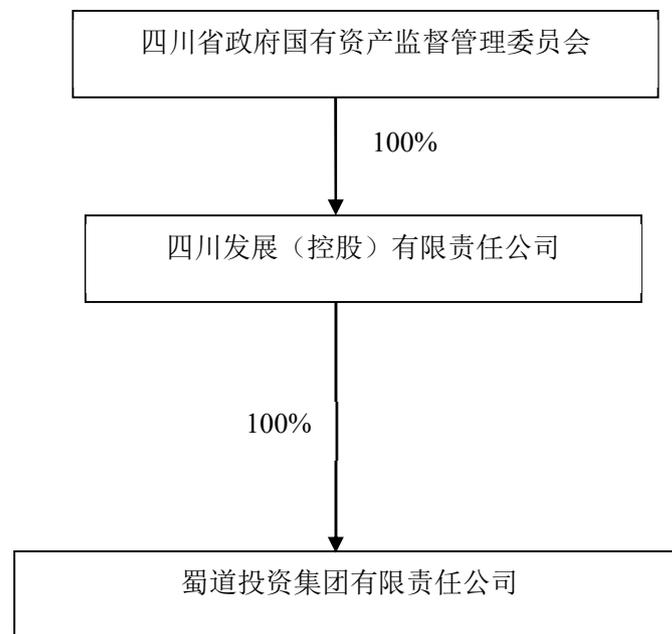
亿元，系四川省唯一的高速公路建设运营主体和唯一的省级铁路建设投资主体，掌握四川省内较多垄断性资源，包括四川省内多数已通车高速公路，四川省境内铁路、公路等交通基础设施项目的特许经营权，在资源投入与协调方面将获得股东及各方的大力支持。

中诚信国际认为，鉴于四川省较强的经济实力，公司在四川省显著的主体地位，预计公司将持续获得四川省政府和四川省国资委的大力支持。

## 评级结论

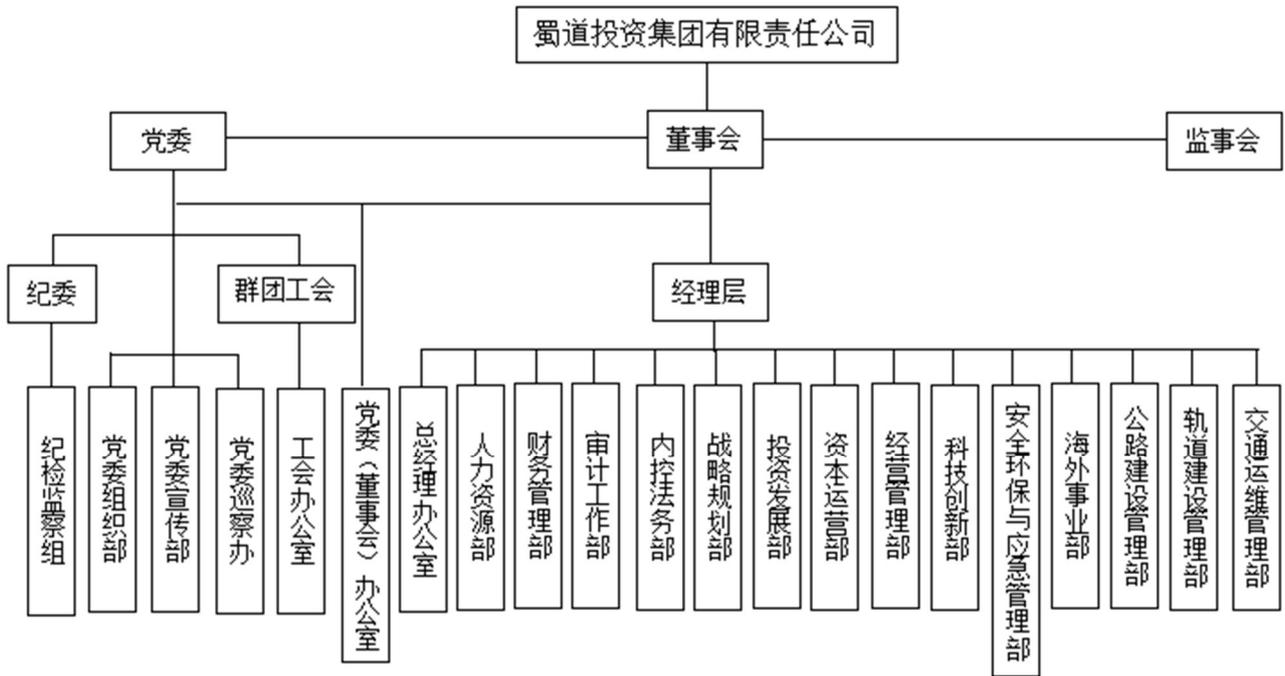
综上所述，中诚信国际评定蜀道投资集团有限责任公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 川交投 MTN001”、“17 川交投 MTN001”、“17 川交投 MTN002”、“18 川交投 MTN003”、“20 川交投 MTN001”、“20 川交投 MTN002”、“21 川交投 MTN001”、“20 川交投债 01/20 川交 01”、“17 川铁投 MTN001”、“18 川铁投 MTN001”、“18 川铁投 MTN002”、“18 川铁投 MTN003”、“18 川铁投 MTN004”、“18 川铁投 MTN005”、“18 川铁投 MTN006”、“18 川铁投 MTN007”、“20 川铁投 MTN001”、“20 川铁投 MTN002”、“20 川铁投 MTN003”、“20 川铁投 MTN004”、“20 川铁投 MTN005”、“20 川铁投 MTN006”、“20 川铁投 MTN007”、“20 川铁投 MTN008”、“21 川铁投 MTN001”、“21 川铁投 MTN002”、“21 川铁投 MTN003”、“21 川铁投 MTN004”和“21 川铁投 MTN005”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：蜀道投资集团有限责任公司股权结构图和组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



全称	持股比例	享有的表决权
四川高速公路建设开发集团有限公司	100.00%	100.00%
四川成渝高速公路股份有限公司	35.87%	35.87%
四川藏区高速公路有限责任公司	100.00%	100.00%
四川交投建设工程股份有限公司	46.00%	95.00%
四川交投地产有限公司	97.00%	98.80%
四川交投物流有限公司	81.25%	93.75%
四川省轨道交通投资有限责任公司	95.00%	95.00%
四川路桥建设集团股份有限公司	66.57%	66.57%
四川省铁路集团有限责任公司	100.00%	100.00%
四川铁投城乡投资建设集团有限责任公司	100.00%	100.00%
四川广润投资发展集团有限公司	100.00%	100.00%

注：1、子公司数据为公司提供 2018~2020 年度模拟财务报告中截至 2020 年末纳入合并范围主要子公司情况；2、四川交投建设工程股份有限公司已于 2021 年更名为四川省交通建设集团股份有限公司；3、享有表决权比例与持股比例差异系将合并范围内其他子公司持股比例合计计算所致；4、公司持有四川成渝高速公路股份有限公司 35.87% 股份，为该公司第一大股东并实际控制



资料来源：公司提供

## 附二：蜀道投资集团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	7,143,636.07	6,198,614.85	5,758,746.77	5,712,950.02
应收账款	1,074,257.13	1,073,627.70	1,511,540.77	1,817,674.31
其他应收款	1,840,698.41	1,795,353.17	1,397,938.28	1,426,129.48
存货	4,216,611.42	4,951,916.44	4,196,039.28	3,913,981.46
长期投资	2,637,463.49	4,459,148.63	4,469,293.67	4,550,002.80
在建工程	6,962,007.95	7,371,259.31	15,196,182.24	15,956,470.08
无形资产	13,805,817.59	12,915,016.03	17,200,553.69	17,953,385.08
总资产	68,387,523.73	72,366,856.86	86,993,027.51	89,652,583.82
其他应付款	1,894,181.81	1,949,476.11	2,556,984.23	2,352,578.85
短期债务	4,275,744.29	5,600,019.44	7,195,743.01	5,771,163.75
长期债务	34,829,545.12	36,374,259.35	43,289,761.66	46,433,404.74
总债务	39,105,289.41	41,974,278.78	50,485,504.67	52,204,568.49
总负债	45,847,309.52	49,195,244.28	59,669,107.17	61,212,044.35
费用化利息支出	1,265,634.62	1,553,258.00	1,617,318.96	--
资本化利息支出	294,930.58	270,314.92	367,904.53	--
实收资本	4,800,000.00	4,800,000.00	4,800,000.00	4,800,000.00
少数股东权益	4,367,602.72	4,849,487.86	7,087,812.88	7,333,028.70
所有者权益合计	22,540,214.21	23,171,612.57	27,323,920.34	28,440,539.47
营业总收入	13,640,534.50	16,940,040.71	16,634,045.92	4,211,135.26
经营性业务利润	147,909.32	120,487.50	127,934.21	244,482.34
投资收益	85,233.05	228,165.04	97,529.49	30,922.95
净利润	96,463.36	191,363.46	65,700.52	229,711.38
EBIT	1,471,092.12	1,880,699.64	1,826,834.27	--
EBITDA	2,053,639.47	2,474,914.66	2,479,947.66	--
销售商品、提供劳务收到的现金	13,651,923.74	16,955,268.78	15,754,031.12	3,138,724.88
收到其他与经营活动有关的现金	854,380.92	744,756.58	1,331,424.85	1,102,721.56
购买商品、接受劳务支付的现金	11,808,175.42	15,472,899.78	13,764,143.16	2,960,448.00
支付其他与经营活动有关的现金	792,077.01	529,357.82	1,246,106.52	915,184.57
吸收投资收到的现金	1,253,055.23	2,238,819.09	2,750,084.69	538,653.04
资本支出	3,584,474.17	4,615,815.61	7,205,593.18	2,083,126.11
经营活动产生现金净流量	902,638.51	587,753.81	890,903.91	41,666.49
投资活动产生现金净流量	-4,453,471.56	-6,456,104.48	-7,697,347.86	-2,072,439.12
筹资活动产生现金净流量	5,378,021.97	4,866,938.20	6,375,945.12	1,584,300.40
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	12.68	12.65	13.51	18.24
期间费用率(%)	11.73	11.73	12.60	12.42
应收类款项/总资产(%)	6.59	6.91	6.37	6.68
收现比(X)	1.00	1.00	0.95	0.75
总资产收益率(%)	2.15	2.67	2.29	--
资产负债率(%)	67.04	67.98	68.59	68.28
总资本化比率(%)	63.44	64.43	64.88	64.73
短期债务/总债务(X)	0.11	0.13	0.14	0.11
FFO/总债务(X)	0.05	0.05	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	1.23	1.16	1.11	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.58	0.32	0.45	--
总债务/EBITDA(X)	19.04	16.96	20.36	--
EBITDA/短期债务(X)	0.48	0.44	0.34	--
货币资金/短期债务(X)	1.67	1.11	0.80	0.99
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.32	1.36	1.25	--

注：1、中诚信国际根据 2018-2020 年度三年连审模拟财务报告及未经审计的 2021 年一季度模拟财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制；2、公司未提供 2021 年一季度现金流量表补充资料以及利息支出等数据，相关指标失效；3、中诚信国际将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务核算。

### 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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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。