

四川成南高速公路有限责任公司 2022 年度跟踪评级 报告

项目负责人：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

项目组成员：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

谢 杰 jxie@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 27 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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[2022]跟踪 1283 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”、“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

二零二二年六月二十七日

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且路产盈利能力有所提升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、受限资产规模较高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）	2019	2020	2021	
总资产（亿元）	96.20	92.91	115.64	
所有者权益合计（亿元）	47.55	51.27	54.64	
总负债（亿元）	48.65	41.64	61.00	
总债务（亿元）	42.09	36.32	53.28	
营业总收入（亿元）	14.66	11.67	16.45	
经营性业务利润（亿元）	5.70	3.31	7.75	
净利润（亿元）	4.86	3.71	6.59	
EBITDA（亿元）	11.62	10.35	13.56	
经营活动净现金流（亿元）	8.13	7.59	11.23	
收现比(X)	1.00	1.01	1.12	
营业毛利率(%)	54.03	42.99	56.85	
应收类款项/总资产(%)	16.40	0.29	17.27	
资产负债率(%)	50.57	44.82	52.75	
总资本化比率(%)	46.95	41.47	49.37	
总债务/EBITDA(X)	3.62	3.51	3.93	
EBITDA 利息倍数(X)	7.10	6.15	7.67	
四川高速（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	2,689.10	2,915.95	3,378.39	3,406.41
所有者权益合计（亿元）	864.42	925.31	1,034.35	1,076.52
总负债（亿元）	1,824.68	1,990.64	2,344.05	2,329.89
总债务（亿元）	1,660.03	1,829.50	2,030.93	2,036.97
营业总收入（亿元）	261.36	256.06	542.68	112.66
经营性业务利润（亿元）	3.85	-13.01	28.92	13.30
净利润（亿元）	6.70	-11.69	24.56	10.90
EBITDA（亿元）	104.87	91.76	140.45	--
经营活动净现金流（亿元）	78.37	64.23	114.71	-10.55
收现比(X)	0.92	0.92	0.95	1.16
营业毛利率(%)	31.46	23.37	21.83	29.62
应收类款项/总资产(%)	2.14	2.44	6.25	5.69
资产负债率(%)	67.85	68.27	69.38	68.40
总资本化比率(%)	65.76	66.41	66.26	65.42
总债务/EBITDA(X)	15.83	19.94	14.46	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.43	1.18	1.70	--

注：1、公司及四川高速财务报表均依据新会计准则编制，四川高速 2022 年一季度财务报表未经审计，四川高速未提供 2022 年一季度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

■ **区域经济快速发展。**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且路产盈利能力有所提升。**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。2021 年国内疫情防控形势有所好转，居民出行意愿恢复转化为车流量的大幅增长，当期公司收费路产通行量及通行费收入分别同比增长 62.53%和 41.17%，已恢复并超过疫情前水平。

■ **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 2022 年 3 月末尚需投资 307.44 亿元，投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

■ **受限资产规模较高。**截至 2021 年末，公司受限资产账面价值为 52.08 亿元，占总资产的比重为 45.04%，主要系土地使用权和公路及附属设施收费权，受限资产规模较高。

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。

同行业比较

2021 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	318.08	115.64	52.75	16.22	56.85	6.59
福建省漳州高速公路有限公司	260.41	171.98	41.92	10.81	80.50	5.89

注：路产规模为各公司控股路产规模

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	2021/06/28	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	2021/06/28	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	2021/06/28	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

注：“20 成高 01”、“20 成高 02”、“21 成高 01”由四川高速公路建设开发集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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2022年3月末，上述债券所募资金已按募集说明书用途使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增

长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险：2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空

间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

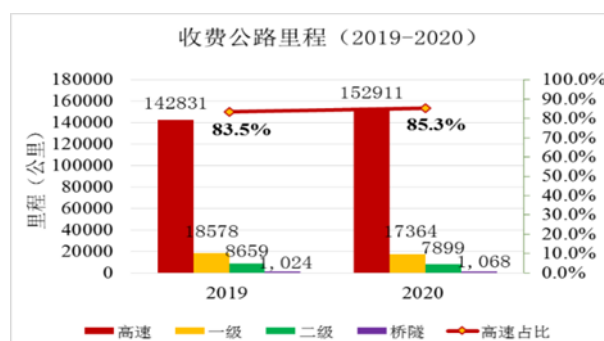
近期关注

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。2021 年，公路密度 55.01 公里/百平方公里，增加 0.86 公里/百平方公里。2021 年，全国公路总里程 528.07 万公里，比上年增加 8.26 万公里。公路养护里程 525.16 万公里，占公路总里程比重为 99.4%。2020 年，全国收费公路里程 17.92 万公里，占公路总里程的 3.45%。按技术等级划分，高速公路 15.29 万公里，一级公路 1.74 万公里，二级公路 0.79 万公里，独立桥梁及隧道 1,068 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 8.36 万公里，占全国收费公路里程的 46.65%；经营性公路里程 9.57 万公里，占全国收费公路的 53.40%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.74 万公里，经营性高速公路 10.18 万公里。

图 1：2019 年~2020 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2020 年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2021 年，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 50.9 亿人次，同比下降 26.2%。从周转量方面来看，随着《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》实施，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，叠加疫情反复不断的影响，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，“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。2021 年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但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，2021 年公路货物运输总量为 391.4 亿吨，同比

增长 14.2%，货物运输周转量 69,087.7 亿吨公里，实现同比增长 14.8%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表 1：2021 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	33,190.7	9.3	47.2	5.9	9,567.8	15.7	26.1	18.5
公路	69,087.7	14.8	391.4	14.2	3,627.5	-21.8	50.9	-26.2
水运	115,577.5	9.2	82.4	8.2	33.1	0.4	1.6	9.0
民航	278.2	15.8	0.07	8.2	6,529.7	3.5	4.4	5.5
运输总量	223,574.4	13.7	529.7	12.3	19,758.2	2.6	83.0	-14.1

资料来源：2021 年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

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

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

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

压力增加。2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25%进一步降至 20%。

2021 年全年完成公路固定资产投资 2.60 万亿元，比上年增长 6.0%。其中，高速公路完成 15,151 亿元，增长 12.4%；普通国省道完成 5,609 亿元，增长 5.9%；农村公路完成 4,095 亿元，下降 12.9%。

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 2020 年末，全国收费公路累计建设投资总额 108,075.1 亿元，较上年末净增加 12,979.0 亿元，增长 13.6%。截至 2020 年末，全国收费公路债务余额 70,661.2 亿元，同比增长 14.8%。2020 年，全国收费公路通行费收入为 4,868.2 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 2,763.1 亿元，剩余资金不能覆盖当年应偿还的债务利息 3,061.3 亿元。

表 2：2020 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	13,881.2	31,922.2	45,803.4	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.8	37,669.6
合计	34,432.6	73,642.6	108,075.2	70,661.2

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2020 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。

收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定；受疫情影响，全国高速公路免收通行费使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确

2015年7月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较2004年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：

一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公

路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程50公里以上、独立桥梁、隧道、长度1,000米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标。

二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险。

三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。

在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

表 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。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	2021.6.16	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

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

2019 年 5 月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速

公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019 年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用 ETC 比例达到 90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入

口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

2020 年 2 月 15 日，交通运输部下达通知，自 2020 年 2 月 17 日零时起至防控结束，全国收费公路免收车辆通行费。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。全国高速公路免收通行费相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。2021 年 6 月，全面推广高速公路差异化收费有助于持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效。

四川省经济持续发展为交通运输业提供了良好的外部环境

四川省位于我国西南部，总面积 48.60 万平方

公里，总人口为 8,372 万人。近年来，四川省地区生产总值（GDP）逐年增长，2019~2021 年分别为 46,363.8 亿元、48,598.8 亿元和 53,850.8 亿元，GDP 增速分别为 7.4%、3.8%和 8.2%。2020 年，四川省三次产业结构为 10.5：37.0：52.5，三次产业对经济增长的贡献率分别为 9.8%、33.0%和 52.7%。其中，第一产业增加值 5,661.9 亿元，增长 7.0%；第二产业增加值 19,901.4 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 28,287.5 亿元，增长 8.9%。

2021 年，四川省固定资产投资比上年增长 10.1%。分产业看，第一产业投资比上年增长 20.6%；第二产业投资增长 9.9%，其中工业投资增长 9.7%；第三产业投资增长 9.6%。全年制造业高技术产业投资增长 8.9%。分经济区看，成都平原经济区全社会固定资产投资比上年增长 10.6%；川南经济区增长 11.4%；川东北经济区增长 7.3%；攀西经济区增长 12.2%；川西北生态示范区增长 10.7%。

2021 年，全年地方一般公共预算收入 4,773.3 亿元，比上年增长 12.0%，其中税收收入 3,334.8 亿元，增长 12.4%。一般公共预算支出 11,215.6 亿元，增长 9.0%。四川省路网持续完善，交通运输能力持续增强。2021 年，四川省高速公路建成里程 8,608 公里，新增里程 468 公里。随着地方经济的增长和居民收入水平的提高，四川省机动车保有量也保持持续增长。2021 年末，四川省机动车拥有量 1,382 万辆，同比增长 7.0%，其中私人汽车 1,218 万辆，增长 6.8%。交通运输方面，2021 年，四川省旅客周转量为 1,303.3 亿人公里，比上年增长 8.3%，其中，公路旅客周转量 270.3 亿人公里，下降 6.7%。2021 年，货物周转量 2,940.8 亿吨公里，增长 7.5%，其中，公路运输货物周转量 1,789.8 亿吨公里，增长 10.6%。

中诚信国际认为，四川省经济持续发展，为交通运输业发展提供了良好的外部环境。

2021 年以来公司产权结构及公司治理均未发生重大

大变化

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本为 20.00 亿元，四川高速持有公司 100.00% 股权，公司实际控制人为四川省国有资产监督管理委员会。

公司实行在党委领导下的总经理负责制，并按照公司法要求，不断完善法人治理结构，规范公司运作。公司设立有董事会、经理及监事，治理结构较为完善。公司依据《公司法》和国家有关法律、法规制定了《公司章程》，完善和规范了企业管理制度，2021 年以来公司产权结构及公司治理均未发生重大变化。

2021 年，公司旗下控股路产未发生变化，国内疫情防控形势趋好，公司收费路产通行费及车流量大幅增长并超过疫情前水平；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 2022 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 318.08 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 4：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	65.99	2008~2038	100.00%
遂渝高速	36.64	2007~2037	100.00%
合计	318.08	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费及车流量方面，2021 年国内疫情防控形势有所好转，居民出行意愿恢复转化为车流量

表 6：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

的大幅增长，当期公司收费路产通行量同比增长 62.53%；此外，由于疫情防控期间免收通行费政策影响，2020 年收入基数较低，上述因素共同使得公司 2021 年通行费收入大幅增长，同比增长 41.17%。总体来看，2021 年公司通行费业务运营良好，收费路产通行量及通行费收入已恢复并超过疫情前水平。

表 5：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	2019	2020	2021	2022.1~3
成南高速	通行费	12.36	9.85	13.96	3.61
	通行量	5,432.15	3,688.34	5,969.66	1,530.97
南渝高速	通行费	1.06	0.74	1.14	0.37
	通行量	1,168.30	751.99	1,233.61	372.2
遂渝高速	通行费	0.99	0.90	1.12	0.28
	通行量	305.94	213.96	361.20	111.39
合计	通行费	14.41	11.49	16.22	4.26
	通行量	6,906.39	4,654.29	7,564.47	2,014.56

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。此外，2021 年 9 月 19 日 0 时起，公司遂渝高速南站停止代征遂宁市城区桥梁车辆通行费次费。

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。2021 年，公司日常养护支出同比变化不大，专项养护支出同比有所减少，主要系 2018~2020 年公司已逐步将路面病害较多的路段实施挖补处治且成南高速主线扩容工程即将全面开工，目前施工单位已进场，剩余路面病害问题计划在扩容阶段一并处治。

表 7：近年来公司路产养护支出情况（万元）

类别	2019	2020	2021	2022.1~3
日常养护支出	3,664.12	3,694.98	3,663.01	399.88
专项养护支出	2,581.56	1,416.41	1,050.00	0.00
合计	6,245.68	5,111.39	4,713.01	399.88

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 2021~2025 年，预计总投资 368.07 亿元，项目资本金为 82.74 亿元（总投资的 22.48%），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 24.73%）作为政府补助，其余部分通过银行贷款解决。截至 2022 年 3 月末已投资 60.63 亿元，预计 2022 年 4~12 月投资 24.88 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，房地产开发项目于 2021 年底开盘销售，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 2022 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。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现租赁收入 1,116.76 万元和 294.04 万元，同比分别增长 0.56% 和 180.36%。

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；一期总投资 16.07 亿元，于 2021 年 11 月 18 日取得了项目 1-6 栋住宅预售许可证，网络登记购房人购房资格的复核结果共计 90 余组，并于 2021 年 12 月 2 日开盘，开盘当天认购 93 套，开盘当月认购 160 套，当月签约 156 套，签约金额 6.50 亿元，2021 年回款 1.80 亿元，截至 2022 年 3 月末该项目已投资金额为 10.50 亿元；二期总投资为 2.97 亿元，由于启动资金未落实，目前处于暂时停工状态。

财务分析

以下分析基于公司提供的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~2021 年审计报告。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。

2021 年国内疫情防控形势趋好，公司通行费收入、毛利率及经营性业务利润大幅上升，期间费用率有所下降，盈利能力指标趋好

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司主营路产较为成熟，通行费业务板块毛利率较高；2021年，国内疫情防控形势有所好转，居民出行意愿恢复，公司通行费收入规模同比大幅增长，而路产经营成本变化不大，通行费业务毛利率上升使得公司总体营业毛利率大幅上升，同比增长13.62个百分点。同期，其他业务毛利率由负转正，同比增长23.18个百分点，但该部分收入占比很小，对公司利润贡献不大。

表 8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021
通行费	14.42	11.49	16.22
其他	0.25	0.19	0.23
合计	14.66	11.67	16.45
毛利率	2019	2020	2021
通行费	54.61	43.78	57.40
其他	20.28	-5.79	17.39
综合	54.03	42.99	56.85

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，2021年公司期间费用变化不大，同比小幅增长1.88%，同时，由于该年度公司营业收入大幅上升，带动期间费用率同比下降3.78个百分点至9.91%。

2021年公司主营业务经营情况较好，各路产通行量及通行费收入大幅上升，均已恢复并超过疫情前水平，公司经营性业务利润、利润总额及净利润分别同比增长40.96%、134.14%及77.80%。盈利指标方面，受利润总额上升影响，2021年公司EBIT、EBITDA及总资产收益率分别同比增长53.74%、31.01%及2.40个百分点；EBITDA利润率有所下降，但仍处于较高水平。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
期间费用合计	2.16	1.60	1.63
期间费用率(%)	14.73	13.69	9.91
营业收入	14.66	11.67	16.45
经营性业务利润	5.70	3.31	7.75
利润总额	5.71	4.37	7.77
净利润	4.86	3.71	6.59
EBIT	7.26	5.75	8.84
EBITDA	11.62	10.35	13.56
EBITDA 利润率(%)	79.24	88.63	82.43
总资产收益率(%)	7.50	6.08	8.48

2021 年末公司总资产及总负债规模均有所增长，“成南改扩建项目”资金需求推动公司有息债务总额及财务杠杆水平同比上升，债务结构仍较为合理

资产方面，2021年公司总资产有所增长，同比增长24.46%至115.64亿元。流动资产方面，2021年末公司货币资金同比下降70.02%，主要系11.67亿元资金归集至蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”）并计入其他应收款所致，受此影响，公司其他应收款同比大幅上升，除资金归集部分外公司其他应收款主要为应收成都金唐交通局、成都市龙泉驿区交通运输局、成华区交通局及中江县重大交通项目建设指挥部办公室征地、拆迁补偿款合计6.03亿元等；随着公司房地产项目的进行，同期公司存货同比增长91.50%至7.89亿元。非流动资产方面，固定资产是其主要的组成部分，截至2021年末，公司固定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，2021年末同比减少5.84%；受“成南改扩建项目”影响，同期公司在建工程同比增长153.39%至19.46亿元。

负债方面，2021年“成南改扩建项目”的资金需求推动了公司总负债规模上升，同比增长46.49%至61.00亿元，具体而言，截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债同比增长150.26%至9.81亿元；长期借款同比增长68.43%至15.90亿元，皆为保证借款增长；应付债券同比增长60.00%至16.00亿元，系2021年公司发行了“21成高01”所致；长期应付款全部系向四川高速的借款，受当期偿还股东借款影响，同比减少10.80%。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润构成；2021年末公司实收资本无变化；四川高速对公司“成南改扩建项目”注入项目资本金5.00亿元致使资本公积同比增长53.48%至14.35亿元；未分配利润同比有所减少主要系分配现金股利8.50亿元所致。

有息债务方面，因“成南改扩建项目”资金需求推动公司融资增长，2021年公司总债务规模同比增长46.70%至53.28亿元。债务结构上，2021年公司短期债务占比有所上升，但仍较低，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。财务杠杆方面，公司2021年资产负债率及总资本化比率均有所上升，分别同比增长7.93个百分点和7.90个百分点，尚处于合理水平。

表 10：近年来公司主要资产负债情况（亿元）

主要科目	2019	2020	2021
总资产	96.20	92.91	115.64
货币资金	9.47	16.38	4.91
其他应收款	2.52	0.27	19.73
存货	1.95	4.12	7.89
固定资产	66.76	63.82	60.09
在建工程	1.85	7.68	19.46
总负债	48.65	41.64	61.00
一年内到期的非流动负债	3.59	3.92	9.81
长期借款	11.37	9.44	15.90
应付债券	0.00	10.00	16.00
长期应付款	27.13	12.96	11.56
所有者权益合计	47.55	51.27	54.64
实收资本	20.00	20.00	20.00
资本公积	9.35	9.35	14.35
未分配利润	13.15	16.48	14.13
总债务	42.09	36.32	53.28
短期债务/总债务(X)	0.09	0.11	0.18
资产负债率(%)	50.57	44.82	52.75
总资本化比率(%)	46.95	41.47	49.37

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，2021 年经营活动净现金流大幅增长，对债务本息的保障能力有所强化，同时 EBITDA 对债务本息仍能形成较好覆盖

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。2021年，公司经营情况较好，通行费收入大幅增长带动当期经营活动净现金流大幅上涨，同比增长47.96%；受“成南改扩建项目”的影响，当期公司投资活动净现金流大幅流出且筹资活动净现金流大幅流入。

偿债能力方面，2021年随着公司经营活动净现金流及净利润的大幅增长，公司经营活动净现金流

及EBITDA对公司债务本息的覆盖能力均有所增强；同期公司短期债务增长较快且公司货币资金由于大部分归集至蜀道集团同比大幅减少，公司经营活动净现金流及货币资金对短期债务的覆盖能力分别下降至1.14倍及0.50倍，总体而言，公司整体偿债能力很强。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

主要指标	2019	2020	2021
收现比	1.00	1.01	1.12
经营活动净现金流	8.13	7.59	11.23
投资活动净现金流	0.65	9.19	-21.21
筹资活动净现金流	-7.68	-9.87	9.98
经营活动净现金流/总债务	0.19	0.21	0.21
经营活动净现金流利息覆盖倍数	4.96	4.51	6.35
总债务/EBITDA	3.62	3.51	3.93
EBITDA 利息覆盖系数	7.10	6.15	7.67
经营活动净现金流/短期债务	2.27	1.94	1.14
货币资金/短期债务	2.64	4.18	0.50

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

银行授信方面，截至 2021 年末，公司共计获得银行授信额度 64.35 亿元，剩余额度为 42.20 亿元，备用流动性较为充足。

或有负债方面，截至 2021 年末，公司无对外担保及其他重大诉讼和仲裁事项。

到期债务分布方面，截至 2022 年 3 月末，公司 2022 年 4~12 月、2023 年及 2024 年到期债务分别为 3.54 亿元、3.40 亿元和 18.90 亿元，短期偿债压力尚可。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产为土地使用权和公路及附属设施收费权，账面价值为 52.08 亿元，用于质押借款，受限资产占总资产的比重为 45.04%，占比较高。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 28 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。2021 年，公司获得政府各项补助 1,001.88 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，收到股东四川高速公路建设开发集团有限公司对“成南改扩建项目”注入项目资本金 5.00 亿元。

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 2022 年 3 月末，公司实收资本 94.41 亿元，为蜀道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 2022 年 3 月末，其高速公路通车里程 3,722.68 公里，占全省高速公路总里程的 40.00%以上。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。

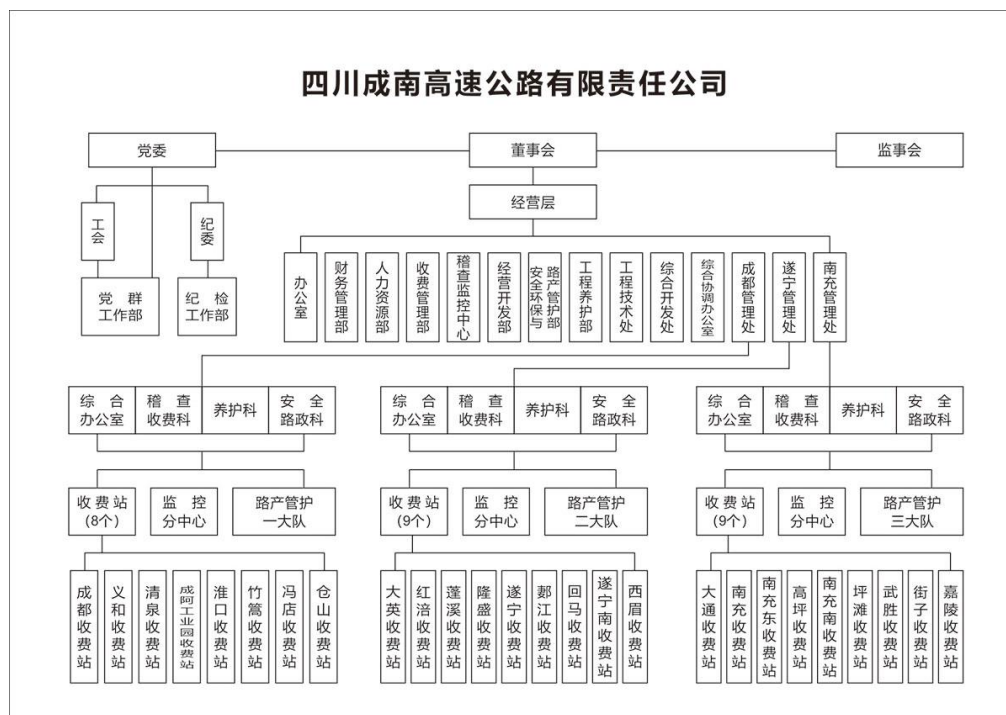
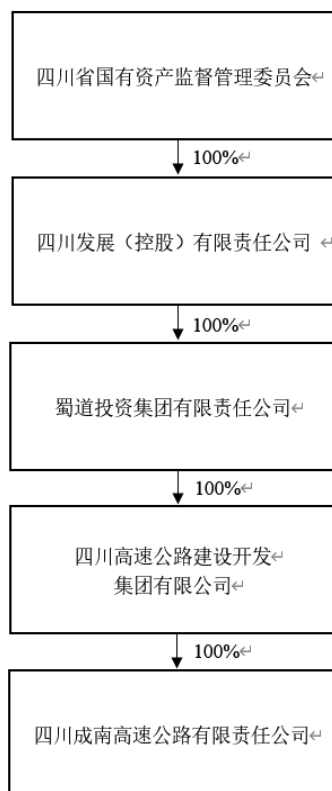
截至 2022 年 3 月末，四川高速总资产为 3,406.41 亿元，所有者权益合计为 1,076.52 亿元，资产负债率为 68.40%。2021 年，四川高速实现营业收入 542.68 亿元，净利润 24.56 亿元，经营活动净现金流 114.71 亿元，得益于国内疫情的缓和，2021 年公司通行费收入较上年有所回升，经营性业务利润由负转正；2022 年 1~3 月，四川高速实现营业收入 112.66 亿元，净利润 10.90 亿元，经营活动净现金流-10.55 亿元。

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

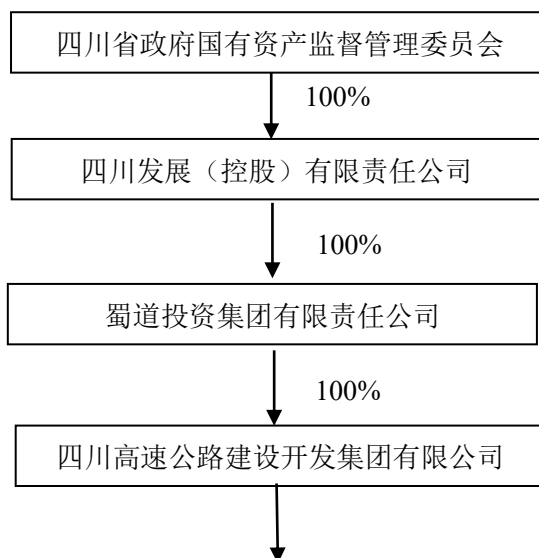
综上所述，中诚信国际维持四川成南高速公路有限责任公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 成高 01”、“20 成高 02”和“21 成高 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：四川高速公路建设开发集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至2022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
四川智慧高速科技有限公司	89.56	89.56
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	100.00	100.00
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
四川广甘高速公路有限责任公司	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

注：1、蜀道交通服务集团有限责任公司系由原四川交投实业有限公司更名而来；2、截至 2022 年 3 月末，公司与蜀道集团分别持有蜀道交通服务集团有限责任公司 46%的股权，蜀道集团委托公司管理蜀道交通服务集团有限责任公司，公司对蜀道交通服务集团有限责任公司形成控制，故纳入合并范围；3、2022 年 4 月，公司发布公告称蜀道集团拟将其持有的蜀道交通服务集团有限责任公司 5%股权无偿划转至公司，股权划转完成后公司将持有蜀道交通服务集团有限责任公司 51%的股权，截至本报告出具日，资产划转事项暂未完成工商变更登记。

The organizational chart is divided into two main sections: the Party Committee (党委) and the Board of Directors (董事会).

Party Committee (党委):

- Under the Party Committee, there are three main branches:
 - Union (工会):** This branch leads to the **Mass Work Department (群团工作部)**, which then branches into the **Union Office (工会办公室)** and the **Struggle Department (统战部)**.
 - Discipline Inspection Committee (纪委):** This branch leads to the **Discipline Inspection Work Department (纪检工作部)**.
 - Party Organization Department (党委组织部):** This branch leads to two departments: the **Party Propaganda Department (党委宣传部)** and the **Party Organization Department (机关党委)**.

Board of Directors (董事会):

- The Board of Directors oversees the **Operating Layer (经营层)**, which includes several departments:
 - General Office (综合办公室)**
 - Human Resources Department (人力资源部)**
 - Finance Management Department (财务管理部)**
 - Operation Management Department (营运管理部)**
 - Asset Management Department (资产管理部)**
 - Investment Management Department (投资管理部)**: This department oversees the **Research Center (研究中心)**.
 - Engineering Construction Department (工程建设部)**: This department oversees the **Chief Engineer's Office (总工程师办公室)**.
 - Engineering Protection Department (工程养护部)**
 - Environmental Protection Department (安全环保部)**
 - Audit Department (审计工作部)**

Supervisory Board (监事会):

- The Supervisory Board oversees the **Internal Control and Legal Supervision Work Department (内控法务监事工作部)**.

www.ccxi.com.cn

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）	2019	2020	2021
货币资金	94,743.38	163,836.39	49,080.99
应收账款	0.00	0.00	2,444.60
其他应收款	25,153.73	2,699.13	197,298.71
存货	19,464.55	41,224.23	78,885.03
长期投资	1,490.00	1,490.00	1,138.68
在建工程	18,541.78	76,844.62	194,555.73
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	962,024.11	929,108.13	1,156,435.50
其他应付款	56,200.41	29,534.51	22,408.20
短期债务	35,863.88	39,166.88	98,124.89
长期债务	385,021.20	324,000.50	434,634.32
总债务	420,885.07	363,167.38	532,759.21
总负债	486,475.30	416,442.12	610,028.97
费用化利息支出	15,421.04	13,848.66	10,704.23
资本化利息支出	948.35	2,978.97	6,968.47
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	475,548.81	512,666.00	546,406.52
营业总收入	146,642.43	116,748.56	164,520.54
经营性业务利润	57,012.11	33,091.22	77,458.61
投资收益	0.00	33.48	2.09
净利润	48,567.36	37,117.19	65,931.69
EBIT	72,559.11	57,517.30	88,446.62
EBITDA	116,194.44	103,473.89	135,614.31
销售商品、提供劳务收到的现金	146,431.36	117,381.06	184,183.59
收到其他与经营活动有关的现金	6,616.50	11,049.70	5,441.49
购买商品、接受劳务支付的现金	34,426.53	22,563.93	32,262.14
支付其他与经营活动有关的现金	5,916.53	3,940.76	5,079.83
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	50,000.00
资本支出	7,677.92	78,507.52	212,645.81
经营活动产生现金净流量	81,264.23	75,877.71	112,283.28
投资活动产生现金净流量	6,547.31	91,934.11	-212,053.64
筹资活动产生现金净流量	-76,847.74	-98,718.80	99,757.03
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	54.03	42.99	56.85
期间费用率(%)	14.73	13.69	9.91
应收类款项/总资产(%)	16.40	0.29	17.27
收现比(X)	1.00	1.01	1.12
总资产收益率(%)	7.50	6.08	8.48
资产负债率(%)	50.57	44.82	52.75
总资本化比率(%)	46.95	41.47	49.37
短期债务/总债务(X)	0.09	0.11	0.18
FFO/总债务(X)	0.26	0.23	0.23
FFO 利息倍数(X)	6.62	4.95	6.98
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	4.96	4.51	6.35
总债务/EBITDA(X)	3.62	3.51	3.93
EBITDA/短期债务(X)	3.24	2.64	1.38
货币资金/短期债务(X)	2.64	4.18	0.50
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	7.10	6.15	7.67

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告整理，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；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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,608,026.13	1,391,204.96	1,348,014.72	1,133,585.04
应收账款	200,546.81	285,467.22	534,903.74	550,669.91
其他应收款	261,157.85	308,919.45	1,434,959.42	1,253,997.53
存货	425,528.18	445,719.54	571,630.20	617,152.11
长期投资	194,556.82	580,328.60	954,918.74	1,042,726.99
在建工程	2,839,490.15	3,918,712.53	4,834,068.79	5,250,007.99
无形资产	37,486.78	325,903.53	1,690,092.86	1,784,668.72
总资产	26,891,001.64	29,159,461.74	33,783,921.79	34,064,122.91
其他应付款	748,698.89	689,297.85	979,424.35	869,557.28
短期债务	1,725,542.59	2,107,927.32	1,763,405.84	1,795,330.87
长期债务	14,874,760.11	16,187,043.57	18,545,886.44	18,574,364.34
总债务	16,600,302.70	18,294,970.89	20,309,292.28	20,369,695.22
总负债	18,246,830.45	19,906,404.07	23,440,450.82	23,298,937.94
费用化利息支出	659,778.30	659,691.34	700,345.81	--
资本化利息支出	71,809.38	120,506.87	126,547.12	--
实收资本	944,127.68	944,127.68	944,127.68	944,127.68
少数股东权益	392,221.31	495,004.52	804,738.17	1,115,305.77
所有者权益合计	8,644,171.19	9,253,057.67	10,343,470.97	10,765,184.97
营业总收入	2,613,562.19	2,560,606.34	5,426,828.02	1,126,591.06
经营性业务利润	38,453.46	-130,059.59	289,228.63	133,025.79
投资收益	54,649.33	29,812.79	33,106.36	4,649.91
净利润	66,963.27	-116,891.08	245,604.29	108,994.54
EBIT	757,169.36	568,568.50	1,001,590.58	--
EBITDA	1,048,696.77	917,602.85	1,404,503.38	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,395,830.06	2,364,580.41	5,134,394.31	1,304,712.11
收到其他与经营活动有关的现金	159,110.74	224,046.87	741,644.94	1,120,718.75
购买商品、接受劳务支付的现金	1,262,402.78	1,430,391.89	3,305,438.97	1,042,875.47
支付其他与经营活动有关的现金	185,539.02	213,858.56	956,505.66	1,372,554.39
吸收投资收到的现金	27,849.17	461,392.70	50,626.28	300,173.00
资本支出	1,587,484.22	1,787,637.70	1,926,397.69	540,131.55
经营活动产生现金净流量	783,677.67	642,270.53	1,147,103.64	-105,486.37
投资活动产生现金净流量	-1,535,215.23	-2,179,509.59	-2,478,218.61	-377,566.93
筹资活动产生现金净流量	1,316,629.87	1,304,125.75	1,795,470.23	201,586.50
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	31.46	23.37	21.83	29.62
期间费用率(%)	29.92	28.75	16.78	17.94
应收类款项/总资产(%)	2.14	2.44	6.25	5.69
收现比(X)	0.92	0.92	0.95	1.16
总资产收益率(%)	2.93	2.03	3.14	--
资产负债率(%)	67.85	68.27	69.38	68.40
总资本化比率(%)	65.76	66.41	66.26	65.42
短期债务/总债务(X)	0.10	0.12	0.09	0.09
FFO/总债务(X)	0.06	0.04	0.06	--
FFO 利息倍数(X)	1.31	1.05	1.59	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.07	0.82	1.39	--
总债务/EBITDA(X)	15.83	19.94	14.46	--
EBITDA/短期债务(X)	0.61	0.44	0.80	--
货币资金/短期债务(X)	0.93	0.66	0.76	0.63
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.43	1.18	1.70	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为财务报告期末数；2、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效；3、中诚信国际将公司各期财务报表“长期应付款”中的带息借款、“其他非流动负债”中带息借款纳入长期债务；将“其他流动负债”中的“短期债券”纳入短期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	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”。

附六：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。