



2023年第一期重庆高速公路集团有限公司 公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年第一期重庆高速公路集团有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|-------------------------|------|------|
| 主体信用等级 | AAA | AAA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 23 渝高速债 01/ 23 渝高 01 | AAA | AAA |

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：重庆市强劲的经济实力及高速行业较好的发展空间为重庆高速公路集团有限公司（以下简称“重庆高速集团”或“公司”）营造了良好的外部环境，公司在区域内的行业地位突出，下辖路产质量较好，竞争力较强且现金生成能力较好，随需求释放和经济增长，2023 年下辖路产车流量和通行费回升较好，同时持续获得了较大力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司债务规模仍较大，未来在建项目尚需较大资金投入，面临较大的资金和偿债压力，开展建筑业务的子公司杠杆水平较高且面临一定回款压力，同时面临一定的或有负债风险等风险因素。

评级日期

2024 年 7 月 29 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产 | 2,312.79 | 2,306.76 | 2,175.98 | 2,177.76 |
| 归母所有者权益 | 718.67 | 699.48 | 634.98 | 595.02 |
| 总债务 | 1,322.90 | 1,308.46 | 1,283.68 | 1,324.49 |
| 营业收入 | 55.59 | 260.24 | 248.92 | 278.80 |
| 净利润 | 1.11 | 3.67 | -0.46 | 1.85 |
| 经营活动现金流净额 | 22.39 | 99.21 | 89.44 | 99.49 |
| 净债务/EBITDA | - | 11.66 | 12.25 | 11.71 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 2.08 | 1.86 | 1.87 |
| 总债务/总资本 | 63.04% | 63.38% | 64.55% | 66.42% |
| FFO/净债务 | - | 3.47% | 2.60% | 3.02% |
| EBITDA 利润率 | - | 40.17% | 38.99% | 38.40% |
| 总资产回报率 | - | 2.55% | 2.55% | 2.84% |
| 速动比率 | 0.91 | 0.77 | 0.92 | 0.71 |
| 现金短期债务比 | 0.59 | 0.49 | 0.70 | 0.48 |
| 销售毛利率 | 28.78% | 26.92% | 25.85% | 24.27% |
| 资产负债率 | 65.56% | 66.31% | 67.29% | 69.25% |

注：2022 年财务数据使用 2023 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2021 年和 2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：王玉婷
wangyt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **重庆市强劲的经济实力及高速行业较好的发展空间为公司营造了良好的外部环境。**“山城”重庆是我国中西部地区唯一的直辖市，战略地位突出，经济实力较强，2023 年 GDP 总量已突破 3 万亿元，近年围绕智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、先进材料 3 大万亿级产业集群加快转型升级，是全国制造业重镇，工业基础较为雄厚；成渝地区双城经济圈建设的推进为全市经济发展带来更多机遇，成渝地区也被定为全国交通“4 极”之一。根据远期规划，截至 2035 年重庆高速公路预计达到约 7,000 公里，伴随行业长期规划的实施和路网的完善，全市高速公路行业将持续稳定发展。截至 2023 年末，全市民用车辆拥有量 928.96 万辆，比上年末增长 4.2%。
- **公司在区域内的行业地位突出，下辖路产质量较好，竞争力较强且现金生成能力较好，2023 年通行费收入回升。**公司是重庆市最重要的高速公路投资、建设、运营、管理和养护主体，在重庆市高速公路投建和管理运营领域拥有极其重要地位和很强的区域经营优势。公司下辖路产中占收入比重较高的主要路段多为国家高速公路网或国道主干线的组成路段，路网地位优越，质量较好，同时下辖路产整体单公里通行费收入水平仍较高，经营性现金流表现较好。2023 年，随需求释放和经济增长，公司下辖路产车流量和通行费回升较好。
- **公司持续获得了较大力度的外部支持。**公司持续在业务开展、政府补助、资金注入及资产划拨等方面获得来自当地政府的较大支持，资产注入方面，2023 年及 2024 年 1-3 月公司获得车辆购置税补助、股权划入、补助资金等主要外部支持合计近 80 亿元并计入资本公积科目，提升了资本实力，继续获得了通行费补助并增加主营业务收入。政府补助方面，2023 年公司获得计入“其他收益”的各类补贴款项等 1.30 亿元，提升了利润水平。

关注

- **公司债务规模仍较大，未来在建项目尚需较大资金投入，面临较大的资金和偿债压力。**截至 2024 年 3 月末，公司总债务规模仍较大且较 2022 年末呈增长趋势，资产负债率、总债务对总资本比重均略有降低但仍较高，分别为 65.56% 和 63.04%，杠杆水平持续处于高位。截至 2023 年末，公司净债务/EBITDA 略有降低但仍较高，FFO 及经营活动净现金流对净债务的保障程度仍很弱，EBITDA 利息保障倍数表现一般，现金短期债务比降至 2024 年 3 月末的 0.59。此外，截至 2024 年 3 月末，公司在建的高速项目及建筑业务工程规模较大，尚需较大的资金投入，将加大公司的资金支出压力。
- **开展建筑业务的子公司杠杆水平较高且面临一定回款压力。**公司的建筑业务主要由子公司重庆巨能建设（集团）有限公司（以下简称“巨能集团”）及其下属公司承担，下游主要为矿山、路桥和水利水电等工程项目的项目业主，近年来形成了一定规模的应收款项和合同资产，需关注回款情况。截至 2023 年末，巨能集团资产负债率为 83.04%，杠杆水平较高，因下游回款不及时或工程及买卖合同纠纷，跟踪期内巨能集团及下属公司新增多条被执行人信息，目前仍存在较多被执行人记录。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2024 年 3 月末，公司对外担保金额合计 23.90 亿元，被担保人均为公司参股或控股未纳入合并范围企业，均未设置反担保措施；截至 2024 年 5 月 28 日，公司及下属分子公司作为原告和被告的未决案件数量较多，案由主要系建设工程合同纠纷、买卖合同纠纷等。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司下辖路产质量较好，业务竞争力较强，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 重庆高速集团 | 河北高速 | 湖北交投 | 河南交投 | 湖南高速 |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产 | 2,306.76 | 3,413.96 | 6,960.87 | 7,090.40 | 6,797.90 |
| 营业总收入 | 260.24 | 265.57 | 1,055.00 | 1,150.16 | 508.73 |
| 净利润 | 3.67 | 2.16 | 47.67 | 46.01 | 31.48 |

| | | | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售毛利率 | 26.92% | 26.39% | 17.59% | 18.63% | 39.12% |
| 资产负债率 | 66.31% | 59.67% | 73.48% | 67.26% | 67.86% |

注：以上各指标均为 2023 年数据。河北高速为河北高速公路集团有限公司的简称，湖北交投即湖北交通投资集团有限公司的简称，河南交投为河南交通投资集团有限公司的简称，湖南高速为湖南省高速公路集团有限公司的简称。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|-----------------|--------------------|
| 高速公路企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2023V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-----------|------|----------|--------|------|
| 业务状况 | 宏观环境 | 4/5 | 财务状况 | 初步财务状况 | 5/9 |
| | 行业&运营风险状况 | 7/7 | | 杠杆状况 | 3/9 |
| | 行业风险状况 | 5/5 | | 盈利状况 | 强 |
| | 经营状况 | 7/7 | | 流动性状况 | 6/7 |
| 业务状况评估结果 | | 7/7 | 财务状况评估结果 | | 6/9 |
| 调整因素 | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 重大特殊事项 | | | | 0 |
| | 补充调整 | | | | 0 |
| 个体信用状况 | | | | | aa+ |
| 外部特殊支持 | | | | | 1 |
| 主体信用等级 | | | | | AAA |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

外部特殊支持

- 公司是重庆市最重要的高速公路投资、建设、运营、管理和养护主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，重庆市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在：一方面，重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）直接持有公司 100% 股权，对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，公司在重庆市高速公路投建和管理运营领域承担了重要职能，且在业务、资金和资产注入等方面持续获得当地政府的大力支持，预计将来与政府的联系也将保持稳定。另一方面，公司作为重庆市最重要的高速公路建设运营企业，在高速公路建设运营方面对当地政府有很大贡献，取代公司需付出很高的努力和成本，且公司存续债券规模较大，如果违约预计会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为重庆市是我国中西部地区唯一的直辖市，战略地位突出，经济实力较强，是全国制造业重镇，工业基础较为雄厚，重庆市政府提供支持的能力极强。

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|---------------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 23 渝高速债 01/23 渝高 01 | 8.00 | 8.00 | 2023-6-27 | 2038-4-19 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年4月发行15年期8亿元公司债券，募集资金原计划用于补充公司营运资金。截至2024年6月30日，“23渝高速债01/23渝高01”募集资金专项账户余额为131.45万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化，截至2024年3月末，公司唯一股东及实际控制人均为重庆市国资委（股权结构图详见附录二），注册资本和实收资本均为100.00亿元。

2023年公司合并范围内新增子公司4家，减少子公司4家，2024年1-3月新增1家，减少1家。截至2023年末，公司合并范围内二级子公司共30家（详见附录四）。

表1 公司合并报表子公司变化情况

| 合并范围内增加的子公司 | | | |
|--------------|-----------------------------|---------|------------|
| 时间 | 子公司名称 | 持股比例 | 变动原因 |
| 2023 年 | 重庆尚速物流有限公司 | 100.00% | 非同一控制下企业合并 |
| | 重庆引航高速十二号私募股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 60.12% | 新设 |
| | 重庆高速绿能科技有限公司 | 63.00% | 新设 |
| | 重庆高速明润能源发展有限公司 | 75.00% | 新设 |
| 2024 年 1-3 月 | 重庆引航高速八号私募股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 0.23% | 新设 |
| 合并范围内减少的子公司 | | | |
| 时间 | 子公司名称 | 持股比例 | 变动原因 |
| 2023 年 | 重庆渝通旅行社有限公司 | 100.00% | 注销 |
| | 重庆开城新建材有限公司 | 51.00% | 注销 |
| | 重庆市南岸区渝路职业培训学校 | 100.00% | 注销 |
| | 重庆天创汽车租赁有限公司 | 100.00% | 吸收合并 |
| 2024 年 1-3 月 | 重庆巡航高速一号产业股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 0.10% | 注销 |

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

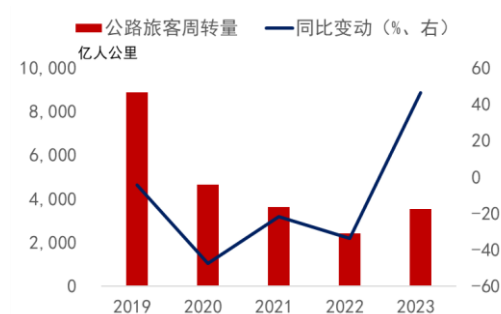
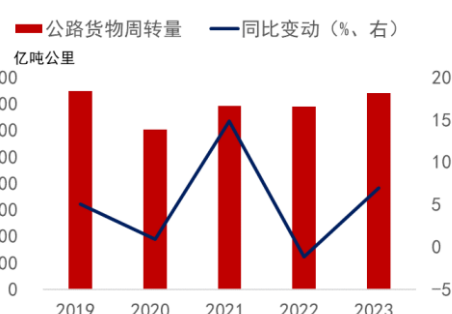
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业及区域经济环境

近年我国高速公路投资保持增势，未来预计通车里程仍将低速增长；2024 年我国经济有望保持增长，对公路运输需求继续形成支撑

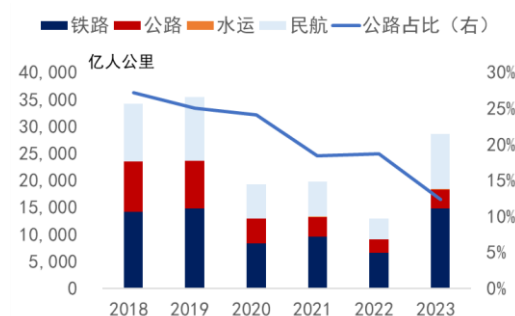
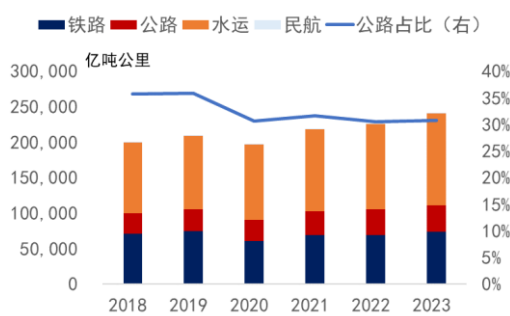
2024 年我国经济有望继续保持增长韧性，支撑公路运输需求。从行业需求端看，高速公路行业发展受宏观经济影响较大，公路运输需求与经济增速相关度较高。2022 年全球经济增长受发达国家货币政策转向、俄乌冲突等多重因素冲击显著放缓，但 2023 年国内经济逐步恢复，全年 GDP 同比增长 5.2%，其

中消费贡献大幅增加，就业物价稳中有降，工业和服务业延续恢复，基建和制造业投资平稳增长。2023年，我国公路货物周转量为73,950.21亿吨公里，同比增长6.9%，随经济发展而复苏；公路旅客周转量为3,517.58亿人公里，同比增长46.11%，旅客运输量因出行需求释放而回暖，但尚未完全恢复。2024年，中央经济工作会议强调稳中求进，以进促稳，先立后破，牢牢把握高质量发展这个首要任务，预计全年GDP增速目标或在5.0%左右，经济增长保持韧性，对公路运输需求继续形成支撑。2024年一季度我国GDP同比增长达5.3%；据万得数据查询，2024年一季度我国公路货运周转量累计同比增长3.55%，公路旅客周转量累计同比增长20.83%。

图1 近年我国公路旅客周转量及变动情况

图2 近年我国公路货物周转量及变动情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

铁路、民航等其他交通运输方式的快速发展或持续对公路运输形成竞争分流压力。近年来我国铁路和民航快速发展，2022年国务院印发《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025年）》，上述方案要求到2025年基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，推动大宗物资“公转铁、公转水”。其他交通运输方式作为公路运输的替代选择，近年对公路运输的竞争分流影响逐渐凸显。从近年各交通运输方式旅客及货物周转构成情况看，我国公路旅客运输周转量占比呈持续下降趋势，2023年占比12%左右，较2018年的约27%下降明显；货物周转量占比也出现一定下滑。整体来看，其他交通方式的持续发展或在未来继续对公路运输行业形成分流压力，一定程度影响通行费收入。

图3 近年我国各交通运输方式旅客周转构成情况

图4 近年我国各交通运输方式货物周转构成情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年我国高速公路固定资产投资保持增势，未来预计高速公路通车里程仍将低速增长，后续建设将以路网加密和道路拓宽为主。从行业供给端看，2022年末我国高速公路通车里程达17.73万公里，较上年增加0.82万公里，增长4.84%；2021年末高速公路收费里程为16.12万公里，同比增长5.4%。投资方面，近年我国高速公路固定资产投资保持增长，其中2022年总量达1.63万亿元，增长7.3%，增速较上年回落5.1个百分点。2022年3月，国家发改委发布《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》（以下简称“交通运输十四五规划”），提出推进高速公路繁忙路段扩容改造；提升国家高速公路网络质量，实施国家高速公路主线繁忙拥挤路段扩容改造，合理引导地方高速公路有序发展。根据上述规划，截至2025年末高速公路建成里程为19万公里，据此计算，2020-2025年高速公路建成里程年均增速为3.37%，未来一段时间高速公路通车里程将保持低速增长，后续建设将以路网加密和道路拓宽为主。

图5 近年我国高速公路通车里程及变动情况

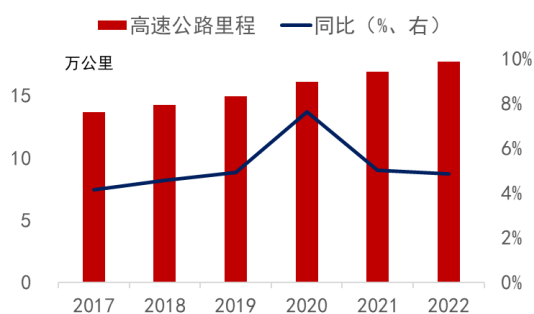
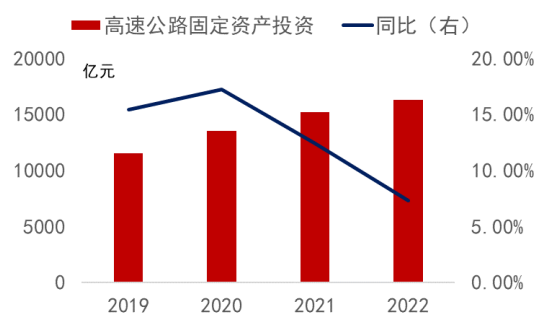


图6 近年我国高速公路固定资产投资情况



资料来源：Wind、交通运输部各年交通运输行业发展统计公报，中证鹏元整理

考虑宏观经济增速、行业竞争和优惠政策等综合影响，预计未来通行费收入或可保持小幅增长。综合来看，公路运输行业在我国具有基础性和战略性，深入贯彻落实党中央、国务院关于推进降低实体经济企业成本的决策部署，促进物流业降本增效，实施了较大力度的通行费减免政策，其他交通方式的持续发展带来的分流压力也一定程度影响着通行费收入。但于此同时，在交通强国的背景下，道路基础设施将进一步完善，预计我国高速通车里程仍将低速增长，道路扩能扩建工程陆续推进，且2024年我国经济有望继续保持增长韧性，将较好支撑公路运输需求，预计未来通行费收入或可保持小幅增长。

行业收支缺口仍将维持高位，债务规模或持续扩大，但金融支持政策有力支持高速公路行业债务风险防控及可持续发展

行业收支缺口仍将维持高位，债务规模或持续扩大。从最新数据来看，2019-2021年我国高速公路通行费收入平均增速6%左右，行业收支缺口整体有所收窄，但规模仍然较大，2021年达6,047.29亿元。因项目投资建设、应对还本付息等原因，行业融资力度仍然较大，2021年债务余额同比增长11.75%，增量来源中收支缺口占比76.8%，仍为推动债务扩张的首要因素，近年行业80%左右的资金支出用于还本

付息，同时高速公路固定资产投资仍保持增长，也保有一定融资需求。另一方面，按照现行的《收费公路管理条例》，目前高速公路最长经营收费期限为东部25年、中西部30年，按此计算我国将有部分高速公路在未来几年陆续到期，或进一步加大收支压力。未来，预计行业还本付息规模仍将维持较高增速，行业收支缺口仍将维持近年高位，推动债务规模继续扩大。

此外，2024年4月，国家发改委联合六部门发布了新修订的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，上述管理办法新增提出特许经营项目期限由此前最长期限30年延长至40年，长远来看或为缓解高速公路到期收费压力带来一定契机。

图7 近年我国高速公路债务余额情况

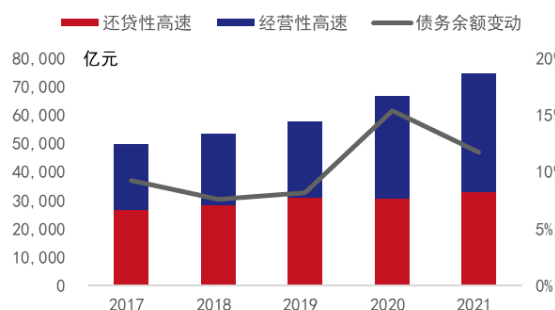
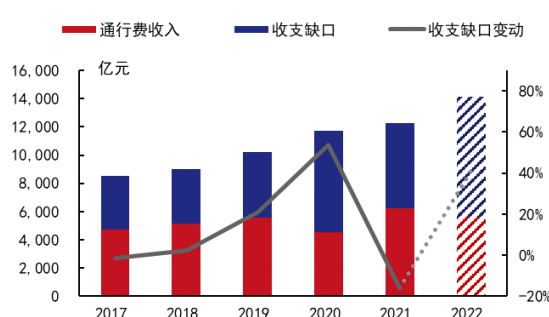


图8 近年我国高速公路行业收支缺口及变动



注：2022年通行费收入及收支缺口为预测值

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

政府近年持续出台高速公路行业金融支持政策，防范化解债务风险，助力行业可持续发展。防范化解债务风险方面，交通运输十四五规划提出，全面落实交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案，优化债务结构，防范化解地方政府隐性债务风险。2022年4月，中国银保监会、交通运输部发布《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》（以下简称“支持意见”），要求金融机构按照市场化、法治化及双方自愿的原则，根据收费公路资产特性、运营情况，在符合公路收费有关规定的情况下，稳妥有序推进收费公路存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险。对经营遇到暂时困难的公路交通企业，银行业金融机构在依法合规的前提下，按照市场化原则合理优化贷款期限、利率和还款方式，不盲目抽贷、断贷、压贷，支持公路交通企业。在遏制新增地方政府隐性债务方面，要求各级交通运输主管部门要将不得新增地方政府隐性债务作为重要政治纪律和政治规矩，严格项目建设审核，严禁通过新增隐性债务上新项目，严禁通过金融机构违规融资或变相举债，切实落实举债终身问责制和债务问题倒查机制。助力行业可持续发展方面，交通运输十四五规划强调，要完善与项目资金需求和期限相匹配的长期资金筹措渠道；支持意见提出，要聚焦重点领域和重大项目，依法合规做好政府收费公路项目配套融资，进一步优化公路项目还款安排，稳妥有序开展业务创新，支持保险公司参与公路交通建设。2023年2月，中国人民银行、交通运输部、银保监会联合印发《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》，提出金融部门应加大金融支持力度，促进交通物流与经济社会协调可持

续发展，鼓励交通物流企业发行公司信用类债券融资，加大对基础设施和重大项目建设的市场化资金支持。此外，专项债是落实积极财政政策的重要抓手，是政府拉动投资最直接、最有效的政策工具之一；为充分发挥专项债资金撬动作用，专项债可用作收费公路等项目资本金。

“山城”重庆是我国中西部地区唯一的直辖市，战略地位突出，经济实力较强，工业基础较为雄厚，成渝地区双城经济圈建设规划为全市发展带来重大机遇，成渝地区也被定为全国交通“4极”之一，伴随行业长期规划的实施，全市高速公路行业将持续稳定发展

重庆市是中国中西部地区唯一的直辖市，地处中国西南部、长江上游地区，是西部大开发的重要战略支点、国务院批复确定的国家重要的中心城市之一，处在“一带一路”和“长江经济带”的联结点上。2023年重庆市实现地区生产总值（GDP）达30,145.79亿元，成为全国第16个、西部第3个GDP总量超3万亿元的省市，经济实力较强；2023年重庆市GDP同比增长6.1%，高于全国平均增速0.9个百分点。近年重庆市人均GDP有所增长，且高于同期全国平均水平。产业方面，重庆市是全国制造业重镇，工业基础较为雄厚，近年围绕智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、先进材料3大万亿级产业集群加快转型升级，还将升级打造智能装备及智能制造等五千亿级支柱产业，近年高端装备集群不断壮大。财政及债务水平方面，近年重庆市一般公共预算收入有所波动，2023年全市一般公共预算收入完成2,441亿元，其中税收收入1,476亿元，分别同比增长16%和16.1%，但财政自给能力持续较弱，地方政府债务余额持续较快增长，2023年获得较大规模特殊再融资债券，缓释了到期债务压力。

2021年10月，国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》（以下简称“《规划纲要》”），确立了成渝经济圈在我国经济社会发展格局中的重要战略地位，且明确指出要将成渝地区双城经济圈建设成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地，打造带动全国高质量发展的重要增长极和新的动力源。《规划纲要》提出打造渝东北与川东北地区、渝西地区与川南地区、成渝中部地区三大毗邻地区区域合作发展功能平台，合力建设现代基础设施网络，协同建设现代产业体系，共建具有全国影响力的科技创新中心，打造富有巴蜀特色的国际消费目的地等。2023年以来，重庆推动实施《重庆市加快建设西部陆海新通道五年行动方案（2023—2027年）》，预计重庆通道网络和物流体系将更加完备。

重庆市交通便利，依托其“公铁水空”多式联运的交通方式，致力于建设成为国际航空枢纽、长江上游航运中心、国际铁路枢纽、国家公路枢纽。从重庆市 2023 年公路运输完成情况来看，随需求释放和经济复苏增长，公路旅客运输量同比回升 21.5%，周转量提升 39.3%，但增长速度低于其他运输方式，公路客运总量占比 56.10%，同比下滑约 12 个百分点，其他交通方式对客运形成一定分流压力；受社会整体货物运输量需求增加影响，公路货物运输总量增长 5.1%，周转量增长 6.0%，公路货运总量占比 83.67%，较上年提升约 1 个百分点，公路仍是最主要的货运方式。截至 2023 年末，全市民用车辆拥有量 928.96 万辆，比上年末增长 4.2%。

表2 2023 年重庆市综合运输情况（单位：万人、亿人公里、万吨、亿吨公里）

| 项目 | 旅客 | | | | | 货物 | | | | |
|-----------|------------------|----------------|--------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|-------------|-----------------|-------------|
| | 运输量 | 占比 | 同比 | 周转量 | 同比 | 运输量 | 占比 | 同比 | 周转量 | 同比 |
| 铁路 | 9,538.05 | 30.52% | 97.7% | 264.95 | 109.8% | 1,937.36 | 1.38% | 6.0% | 321.20 | 9.9% |
| 公路 | 17,532.41 | 56.10% | 21.5% | 108.54 | 39.3% | 117,583.76 | 83.67% | 5.1% | 1,126.59 | 6.0% |
| 水运 | 872.47 | 2.79% | 131.0% | 5.52 | 340.4% | 21,001.46 | 14.94% | -3.1% | 2,467.11 | -1.8% |
| 航空 | 3,309.33 | 10.59% | 118.4% | 506.02 | 119.5% | 13.50 | 0.01% | 9.8% | 2.30 | -28.2% |
| 总量 | 31,252.26 | 100.00% | 47.8% | 885.03 | 103.0% | 140,536.08 | 100.00% | 3.8% | 3,917.19 | 1.2% |

资料来源：2023年重庆市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

成渝地区被定为全国交通“4 极”之一，伴随重庆高速行业长期规划的实施，全市高速公路行业将持续稳定发展。根据中共中央、国务院印发的《国家综合立体交通网规划纲要》，明确成渝地区为全国交通“4 极”之一（京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈），重庆市作为国际性综合交通枢纽城市的定位更加清晰。截至 2023 年末，重庆市高速公路通车总里程 4,142 公里，较上年增长 140 公里，公路路网密度 226 公里/百平方公里。未来，重庆市将聚焦成渝地区双城经济圈建成“两中心两地”战略定位，以打造全国高质量发展的重要增长极为导向，构建大枢纽，支撑大产业，促进大融合，加快建设成渝地区双城经济圈全国交通“极”。根据《重庆市综合立体交通网规划纲要（2021—2035 年）》，至 2035 年重庆规划高速公路达到约 7,000 公里，普通国省道约 1.8 万公里，农村公路约 20 万公里。根据《重庆市综合交通运输“十四五”规划（2021—2025 年）》，2021-2025 年重庆规划高速公路规划投资 1,800 亿元，加快建设“三环十八射多联线”高速公路网，力争新开工建设 1,000 公里、建成超过 1,200 公里，全市高速公路通车里程达到 4,600 公里，省际出口通道达到 32 个。整体来看，伴随高速行业长期规划的实施，全市高速公路行业将持续稳定发展。

五、经营与竞争

公司是重庆市最重要的高速公路投资、建设、运营、管理和养护主体，高速公路通行费收入是最主要的收入和利润来源，同时还开展成品油销售和建筑业等其他业务

公司是重庆市最重要的高速公路投资、建设、运营、管理和养护主体，高速公路通行费收入仍是最主要的收入和利润来源，同时还开展成品油销售和建筑业等其他业务。2023年公司营业收入同比小幅增长4.55%，其中高速公路通行费增长9.12%，主要受车流回升影响；成品油销售收入下降10.65%，建筑服务收入增长11.30%。2024年1-3月，公司营业收入同比小幅下降6.93%。毛利率方面，2023年公司销售毛利率同比略升1.07个百分点，整体相对稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 1-3 月 | | | 2023 年 | | | 2022 年 | | |
|---------|--------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 高速公路通行费 | 25.26 | 45.43% | 46.76% | 100.31 | 38.54% | 43.87% | 91.92 | 36.93% | 43.43% |
| 成品油销售 | 6.25 | 11.25% | 9.55% | 17.57 | 6.75% | 10.65% | 19.67 | 7.90% | 9.95% |
| 建筑业 | 18.76 | 33.75% | 16.51% | 102.27 | 39.30% | 15.41% | 91.88 | 36.91% | 11.30% |
| 其他业务 | 5.32 | 9.57% | 9.30% | 40.10 | 15.41% | 20.99% | 45.45 | 18.26% | 26.60% |
| 合计 | 55.59 | 100.00% | 28.78% | 260.24 | 100.00% | 26.92% | 248.92 | 100.00% | 25.85% |

注：公司其他业务收入包括发电、工程及检测服务、OBU 设备销售及维护、租赁等。

资料来源：公司提供

（一）高速公路通行收费业务

公司下辖路产质量仍较好，2023年整体单公里通行费收入水平较高，随需求释放和经济增长，车流量和通行费回升较好；同时仍需关注下辖部分路产未来可能面临一定竞争分流影响及在建路产项目带来的资金支出压力

公司在重庆市高速行业拥有极其重要地位，截至2024年3月末，公司控股运营高速公路里程合计2,114.23公里（合并范围内¹），占2023年末重庆市高速公路总通车里程的比重约51%。其中，公司所下辖的成渝高速、渝宜高速、渝黔高速、渝武高速、渝邻高速、垫忠高速等高速公路是连接重庆市与周边省份的关键通道，同时是《国家高速公路网规划》中“7918”网的组成路段。其中，渝邻高速和渝湘高速（界石-水江段、黔江-酉阳段、酉阳-洪安段）是国家高速公路网第7条南北纵线（包头-茂名）的组成路段；渝武高速和渝黔高速是国家高速公路网第8条南北纵线（兰州-海口）的组成路段；成渝高速是国家高速公路网第9条南北纵线（重庆-昆明）的组成路段；部分渝宜高速（太平立交-云阳段）和部分垫忠高速（太平立交-川渝界段）是国家高速公路网第10条东西横线（上海-成都）的组成路段；部分渝宜高速（北环立交-太平立交段）和部分垫忠高速（太平立交-忠县段）是国家高速公路网第11条东西横线（上海-成都）的组成路段；而重庆绕城高速由外环高速西段、东段、北段、南段组成，为交通部12条典型示范路中唯一的绕城公路项目。整体来看，公司下辖路产质量较好。

新通车路产方面，公司下辖城开高速2022年末已通车109.85公里，2023年新增通车11公里，该高速尚未全部通车。收费年限方面，公司下辖路产的收费年限均为30年，大部分路产的剩余收费年限均在15年以上，少部分路产（成渝高速重庆段）收费权即将到期。此外，根据重庆市交通局和重庆市发展和改革委员会关于免收高速公路车辆通行费补偿政策的通知文件“渝交发〔2021〕27号”，对重庆市执行了

¹ 2022 年一季度，经重庆万利万达高速公路有限公司（以下简称“万利万达公司”）各方股东协商，公司对该公司的持股比例保持不变，通过修订其公司章程部分核心条款方式，实现公司与其他股东对该公司共同控制，该公司不再纳入公司合并范围，同时其下辖的万利路项目、开开项目、酉沿项目等资产及相应收入亦不再纳入合并范围，因此统计的公司控股运营高速公路里程 2,114.23 公里不含上述三条道路。

“自2020年2月17日0时起，至5月5日24时止，对依法通行全市高速公路的所有车辆免收车辆通行费，免费通行期共计79天”政策的高速公路，统一按核定的免费通行天数延长各收费公路项目收费期限的方式给予补偿，公司下辖路产的收费年限基本均根据上述文件相应延长了79天，其中（成渝高速重庆段）收费权将延长至2025年3月到期，整体来看公司下辖路产到期压力不大。

表4 截至 2024 年 3 月末公司下辖通车路产基本情况（单位：公里、亿元）

| 序号 | 路产名称 | 开工时间 | 性质 | 收费批复 | 收费里程 | 通车时间 | 总投资 | 收费年限 |
|----|----------|------------|------|----------------|--------|------------|-------|-----------|
| 1 | 成渝高速重庆段 | 1990.09.25 | 国高网 | 渝价[2009]303 号 | 109.21 | 1994.10.18 | 18.40 | 1994-2024 |
| 2 | 渝合项目 | 1999.06.30 | 国高网 | 渝价[2009]303 号 | 55.90 | 2002.06.28 | 30.50 | 2002-2032 |
| 3 | 梁万项目 | 2000.02.16 | 国高网 | 渝价[2009]303 号 | 67.00 | 2003.12.26 | 29.60 | 2003-2033 |
| 4 | 长梁项目 | 2001.04.10 | 国高网 | 渝价[2009]303 号 | 114.00 | 2003.12.26 | 25.60 | 2003-2033 |
| 5 | 渝邻项目 | 2001.09.18 | 国高网 | 渝价[2009]303 号 | 53.11 | 2004.07.19 | 17.30 | 2004-2034 |
| 6 | 綦万项目 | 2002.06.14 | 地方高速 | 渝价[2009]303 号 | 32.31 | 2004.09.15 | 11.00 | 2004-2034 |
| 7 | 武合项目 | 2003.06.18 | 国高网 | 渝价[2009]303 号 | 33.80 | 2005.12.28 | 13.60 | 2005-2035 |
| 8 | 万开项目 | 2004.01.01 | 地方高速 | 渝价[2009]303 号 | 29.30 | 2006.12.27 | 19.40 | 2006-2036 |
| 9 | 界水项目 | 2004.08.06 | 国高网 | 渝价[2009]303 号 | 84.50 | 2007.11.28 | 52.80 | 2007-2037 |
| 10 | 万云项目 | 2004.12.26 | 国高网 | 渝价函[2015]61 号 | 78.22 | 2008.12.27 | 63.60 | 2008-2038 |
| 11 | 绕城西段 | 2005.10.29 | 地方高速 | 渝价[2013]429 号 | 100.46 | 2008.12.26 | 32.60 | 2008-2038 |
| 12 | 绕城南段 | 2005.10.29 | 地方高速 | 渝价[2009]480 号 | | 2009.12.29 | 35.70 | 2009-2039 |
| 13 | 石忠项目 | 2005.05.31 | 国高网 | 渝价[2015]295 号 | 80.33 | 2009.9.28 | 65.90 | 2009-2039 |
| 14 | 水武项目 | 2005.12.31 | 国高网 | 渝价[2009]334 号 | 189.00 | 2009.9.28 | 46.30 | 2009-2039 |
| 15 | 彭武项目 | 2005.05.31 | 国高网 | 渝价[2009]334 号 | | 2009.12.15 | 60.50 | 2009-2039 |
| 16 | 黔彭项目 | 2005.12.31 | 国高网 | 渝价[2009]334 号 | | 2009.12.15 | 56.60 | 2009-2039 |
| 17 | 绕城东段 | 2005.10.29 | 地方高速 | 渝价[2013]389 号 | 87.50 | 2009.12.29 | 24.20 | 2009-2039 |
| 18 | 绕城北段 | 2005.10.29 | 地方高速 | 渝价[2013]101 号 | | 2009.12.29 | 48.40 | 2009-2039 |
| 19 | 江合项目（一期） | 2006.06.18 | 国高网 | 渝价[2009]479 号 | 47.99 | 2009.12.29 | 12.90 | 2009-2039 |
| 20 | 江合项目（二期） | 2012.3.15 | 地方高速 | 渝价[2012]430 号 | | 2012.12.31 | 11.00 | 2012-2042 |
| 21 | 黔西项目 | 2005.11.18 | 国高网 | 渝价[2010]330 号 | 60.55 | 2010.9.30 | 41.60 | 2010-2040 |
| 22 | 酉洪项目 | 2005.11.18 | 国高网 | 渝价[2010]330 号 | 77.39 | 2010.9.30 | 55.60 | 2010-2040 |
| 23 | 奉云项目 | 2005.11.18 | 国高网 | 渝价[2010]329 号 | 71.36 | 2010.9.26 | 57.70 | 2010-2040 |
| 24 | 奉巫项目 | 2005.11.18 | 国高网 | 渝价[2010]329 号 | 30.00 | 2010.9.26 | 51.10 | 2010-2040 |
| 25 | 奉巫项目（二期） | 2007.11.20 | 国高网 | 渝价[2010]329 号 | 29.55 | 2012.12.31 | 36.00 | 2012-2042 |
| 26 | 奉溪项目 | 2009.12.30 | 地方高速 | 渝价[2013]404 号 | 46.40 | 2013.12.30 | 47.11 | 2013-2043 |
| 27 | 万南项目 | 2009.9.28 | 国高网 | 渝价[2013]390 号 | 29.90 | 2013.12.12 | 25.30 | 2013-2043 |
| 28 | 成渝复线项目 | 2010.10.30 | 国高网 | 渝价[2013]405 号 | 78.63 | 2013.12.25 | 80.43 | 2013-2043 |
| 29 | 铜永项目 | 2012.12 | 国高网 | 渝价函[2015]183 号 | 63.85 | 2015.9.26 | 38.53 | 2015-2045 |

| | | | | | | | | |
|----|------|------------|-----|------------------|----------|------------|----------|-----------|
| 30 | 黔恩项目 | 2010.10 | 国高网 | 渝价[2015]311号 | 20.05 | 2015.12.30 | 25.74 | 2015-2045 |
| 31 | 江碁项目 | 2013.4.12 | 国高网 | 渝交委[2016]19号 | 48.40 | 2016.9.27 | 47.20 | 2016-2046 |
| 32 | 丰忠项目 | 2012.12.27 | 国高网 | 渝交委[2016]26号 | 32.81 | 2016.12.9 | 31.90 | 2016-2046 |
| 33 | 梁忠项目 | 2013.07.18 | 国高网 | 渝交委[2016]31号 | 71.58 | 2016.12.9 | 63.60 | 2016-2046 |
| 34 | 南涪项目 | 2010.4.9 | 国高网 | 重建涪南司发[2013]106号 | 55.97 | 2013.10.01 | 67.59 | 2013-2043 |
| 35 | 渝广项目 | 2013.8 | 国高网 | 渝交委[2017]27号 | 69.81 | 2017.9.20 | 78.27 | 2017-2047 |
| 36 | 南道项目 | 2011 | 国高网 | 渝交委[2017]21号 | 33.27 | 2017.10.19 | 36.58 | 2017-2047 |
| 37 | 渝黔项目 | 1996.5 | 国高网 | 渝价[2017]652号 | 11.23 | 2001.10.1 | 4.62 | 2001-2031 |
| 38 | 城开项目 | - | 国高网 | - | 120.85 | 2022.12.30 | 234.59 | - |
| - | 合计 | - | - | - | 2,114.23 | | 1,699.36 | - |

注：1、上表中公司下辖的路产均为经营性路段；公司运营的高速公路基本均已获得重庆市物价局和重庆市交通委员会的相关批复，在规定年限内收费。根据国务院颁布的《收费公路管理条例》和交通部、国家发改委和财政部颁布的《收费公路权益转让办法》，西部地区的经营性高速公路收费年限可达 30 年；公司下属高速公路设计标准相同，设计通行量相同，均为 55,000 辆/日均。2、2022 年一季度，经万利万达公司各方股东协商，公司对该公司的持股比例保持不变，通过修订其公司章程部分核心条款方式，实现公司与其他股东对该公司共同控制，该公司不再纳入公司合并范围，同时其下辖的万利路项目、开开项目、酉沿项目等资产及相应收入亦不再纳入合并范围。

资料来源：公司提供

收费标准方面，从2007年6月1日起，公司下辖路产的收费标准分为两类：一类为载客类汽车，按车型收费；一类为载货类汽车，按计重收费。2020年1月1日，按照交通运输部总体部署，联网收费新系统正式运行，全国高速公路从既有收费模式统一切换为分段式计（收）费模式，同时新费率生效。重庆市载客类车收费标准保持不变，但将原2类客车的8、9座客车调整为1类客车，降低通行费收费标准，其中一类车收费的基本费率大部分执行0.50元/车公里+桥隧费用或0.65元/车公里，仅部分高速执行0.60元/车公里或0.896元/车公里，二至四类客车以一类客车为基数，收费系数为2：3：4；另载货类汽车取消按计重收费，按照统一按车（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，其中一类货车按车（轴）型收费标准调整为基本费率0.40元/车公里+桥隧通行费4.00元或8.00元/车次或综合费率0.60元/车公里；以一类货车为基数，二至六类货车收费系数为1.8：3.3：4.08：4.9：5.44，6轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的7.50倍计收。2021年1月1日，重庆高速公路3类、5类、6类货车的收费级差系数分别下调为3.25、4.75、5.29。通行费结算方面，公司对于下辖路产的通行费征收和使用采取“收支两条线”的管理模式，统一联网收费与结算并统一调拨。

车流量方面，2023年公司下辖路产总车流量同比增长17.43%，随需求释放和经济增长而回升，2023年车流增长较快的路段有武合项目、渝蓉项目、黔恩项目、酉洪项目等。2024年1-3月，公司下辖路产总车流量同比小幅减少1.73%。此外，公司下辖部分路段的车流量易受并行公路和高铁等其他交通方式竞争分流影响；郑万高铁于2022年6月正式通车运营，对部分路产或将形成分流压力；由于下辖路产中铜永项目、黔恩项目、江碁项目、丰忠项目、梁忠项目、南道项目、城开项目等项目建成通车时间不长，尚处于车流量培育期，车辆通行量有待进一步提高。

通行费收入方面，2023年公司高速公路通行费增长9.12%，主要受益于车流回升。从收入构成来看，水界项目、长万项目、渝蓉项目、绕城项目、成渝项目、水武项目收入是最主要的通行费收入来源，2023年上述路段的合计收入占比在47%左右，且上述高速公路多为国家高速公路网或国道主干线的组成路段，路网地位优越，质量较好。从路产效益来看，公司整体单公里通行费收入水平仍较高，业务竞争力较强，2023年公司整体收费公路单公里通行费收入为474.44万元/公里，较2022年的437.04万元/公里进一步提升且持续处于较高水平。

此外，公司下辖路产中成渝高速重庆段2023年收入占比约为6%，但成渝高速重庆段收费权即将于2025年3月到期，目前公司正推进该路段改扩建项目工程。

表5 公司下辖路产交通量和收入情况（单位：亿元、万辆次）

| 项目 | 通行费收入 | | | 车流量 | | |
|--------|--------|--------|--------------|----------|----------|--------------|
| | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1-3 月 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1-3 月 |
| 成渝项目 | 5.40 | 6.19 | 1.44 | 2,491.76 | 2,899.54 | 694.23 |
| 渝黔项目 | 0.43 | 0.51 | 0.12 | 953.09 | 1,136.70 | 275.20 |
| 渝合项目 | 2.65 | 2.91 | 0.71 | 1,368.47 | 1,597.57 | 397.10 |
| 长万项目 | 7.89 | 8.22 | 2.42 | 1,437.81 | 1,593.01 | 476.17 |
| 渝邻项目 | 2.44 | 2.85 | 0.73 | 805.41 | 934.25 | 245.33 |
| 綦万项目 | 0.65 | 0.65 | 0.14 | 589.19 | 678.30 | 162.66 |
| 武合项目 | 0.83 | 1.06 | 0.29 | 512.07 | 671.07 | 199.39 |
| 万开项目 | 0.95 | 1.13 | 0.33 | 775.60 | 939.09 | 278.34 |
| 水界项目 | 7.34 | 8.33 | 1.98 | 1,979.65 | 2,280.30 | 575.60 |
| 万云项目 | 3.86 | 3.92 | 1.27 | 1,097.15 | 1,188.23 | 379.76 |
| 绕城西南项目 | 6.31 | 6.87 | 1.63 | 4,245.07 | 4,801.74 | 1,145.64 |
| 石忠项目 | 3.13 | 3.56 | 0.94 | 883.81 | 1,002.97 | 297.36 |
| 水武项目 | 3.46 | 4.04 | 1.01 | 726.38 | 851.48 | 225.52 |
| 武黄项目 | 1.15 | 1.28 | 0.33 | 454.51 | 523.79 | 150.32 |
| 黄彭项目 | 2.89 | 1.91 | 0.49 | 488.99 | 566.05 | 160.45 |
| 彭黔项目 | 2.96 | 3.22 | 0.83 | 743.38 | 836.45 | 276.52 |
| 江合项目 | 2.49 | 2.79 | 0.71 | 1,354.64 | 1,555.95 | 400.57 |
| 绕城东北项目 | 3.71 | 4.04 | 1.07 | 2,668.72 | 3,024.79 | 770.29 |
| 云奉项目 | 1.99 | 2.11 | 0.70 | 549.79 | 611.37 | 212.44 |
| 奉巫项目 | 1.85 | 2.05 | 0.69 | 376.05 | 466.64 | 166.78 |
| 黔酉项目 | 2.42 | 2.67 | 0.68 | 441.46 | 502.38 | 147.27 |
| 酉洪项目 | 3.55 | 3.92 | 1.01 | 742.35 | 940.92 | 282.27 |
| 南涪项目 | 1.29 | 1.62 | 0.38 | 722.57 | 827.66 | 207.31 |
| 南万项目 | 0.62 | 0.65 | 0.16 | 427.68 | 456.34 | 109.31 |
| 渝蓉项目 | 6.31 | 8.09 | 2.09 | 1,726.66 | 2,306.54 | 619.02 |
| 奉溪项目 | 0.72 | 0.79 | 0.22 | 341.80 | 404.45 | 121.24 |

| | | | | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------------|------------------|
| 开开项目 | 0.73 | 0.88 | 0.27 | 321.26 | 377.06 | 130.23 |
| 西沿项目 | 0.19 | 0.22 | 0.08 | 95.88 | 117.84 | 44.56 |
| 铜永项目 | 1.12 | 1.33 | 0.33 | 847.96 | 1,026.97 | 271.63 |
| 黔恩项目 | 0.17 | 0.19 | 0.11 | 152.61 | 199.88 | 94.92 |
| 江綦项目 | 0.82 | 0.91 | 0.23 | 410.19 | 461.18 | 121.31 |
| 梁忠项目 | 1.23 | 1.22 | 0.44 | 478.64 | 574.28 | 186.35 |
| 丰忠项目 | 0.25 | 0.31 | 0.08 | 113.77 | 137.66 | 42.42 |
| 南道项目 | 0.96 | 1.11 | 0.23 | 374.27 | 440.74 | 97.78 |
| 渝广项目 | 2.58 | 3.47 | 0.98 | 1,100.12 | 1,347.03 | 380.60 |
| 万利项目 | 1.02 | 1.37 | 0.35 | 670.99 | 804.07 | 216.27 |
| 城开项目 | 0.00 | 0.90 | 0.26 | 114.38 | 353.67 | 112.55 |
| 合计 | 86.36 | 97.28 | 25.72 | 33,584.14 | 39,437.94 | 10,674.69 |

注：1、上表中通行费收入为含税收入，与财务报表的营业收入统计口径不一致；数据未包含套餐通行费补贴（该补贴计入了营业收入中的通行费收入），故与财务报表营业收入中的通行费收入数据存在差异。2、2022年一季度，经万利万达公司各方股东协商，公司对该公司的持股比例保持不变，通过修订其公司章程部分核心条款方式，实现公司与其他股东对该公司共同控制，该公司不再纳入公司合并范围，同时其下辖的万利路项目、开开项目、西沿项目等资产及相应收入亦不再纳入合并范围。

资料来源：公司提供

在建公路项目方面，截至2024年3月末，公司主要在建的高速公路项目有城开高速项目、巫云开高速项目和西永项目，其中城开高速已经部分建成通车运营收费。上述项目尚需投资金额较大，将加大公司的资金支出压力。

表6 截至 2024 年 3 月末公司主要在建公路项目情况（单位：公里、亿元）

| 项目 | 总投资 | 建设里程 | 建设期 | 已投资 |
|-----------|---------------|---------------|-----------|---------------|
| 城开高速项目 | 234.59 | 128.46 | 2017-2025 | 176.76 |
| 巫云开高速项目 | 223.85 | 118.60 | 2020-2024 | 111.55 |
| 西永项目 | 20.63 | 7.33 | 2023-2027 | 0.49 |
| 合计 | 479.07 | 254.39 | - | 288.80 |

资料来源：公司提供

（二）其他业务

公司2023年成品油销售收入进一步下滑，未来仍需关注市场价格波动对收入实现带来的不确定性；建筑业板块因前期承揽合同较多，重要在建项目规模较大，短期内收入较有保障，但也加大了资金支出压力，同时也需关注2023年以来新签合同金额回落、开展该业务的子公司杠杆水平较高以及面临一定回款压力

公司的成品油销售业务主要由子公司重庆高速中油富渝能源发展有限公司（以下简称“中油富渝公司”）、重庆高速国储能源投资有限公司（以下简称“国储能源公司”）、重庆渝蓉高速中油能源发展有限公司（以下简称“渝蓉中油公司”）、重庆高速石油销售有限公司（以下简称“石油销售公司”）等负责。

中油富渝公司成品油销售分为批发和零售两种模式，批发模式时主要从中石油重庆分公司采购成品油，批发给重庆中油迅发实业有限公司和渝蓉中油公司等最终用于零售、从重庆市储渝石油销售有限责任公司（以下简称“储渝石售公司”）采购成品油，批发至四川百川通液化石油气有限公司最终用于加油站、工程项目使用；零售模式时，主要从中石油重庆分公司采购成品油，零售给高速公路沿线客户。截至2024年3月末，中油富渝公司负责运营高速公路服务区内加油站20座，运营的加油站主要位于江綦高速、梁忠高速、万利万达高速等新通车高速公路。该公司批发和零售业务的盈利模式均为进销差价，因批发资质年审未通过，已暂停批发贸易业务。

国储能源公司成品油销售主要模式为零售，其主要从重庆市储渝石售公司采购成品油，零售给高速公路通行客户，盈利模式主要为进销差价。截至2024年3月末，该公司负责运营高速公路服务区内加油站25座，主要位于绕城高速、成渝高速、渝广高速、铜永高速等。因重庆应急管理局发布取消不带储存设施的成品油危险化学品经营许可证的公告，且该公司的危化证许可可在2023年4月16日到期，故该公司的成品油直销及成品油配送业务被取消。

渝蓉中油公司经营高速公路加油站、成品油批发及便利店等业务，负责运营渝蓉高速公路围龙服务区南侧和北侧2座加油站，该公司主要从中油富渝公司采购成品油，零售给高速公路沿线客户。石油销售公司成立于2020年11月，该公司在物流节点租赁油库并与大型船运物流企业签订长期合作协议进行销售。

2023年公司实现成品油销售收入17.57亿元，同比下滑10.65%，毛利率变动不大。整体来看，因成品油销售业务主要依靠进销差价实现盈利，采取薄利多销的策略，该业务的毛利率仍不高，且销售价格易受市场价格波动的影响，需关注未来市场石油价格波动可能给公司带来的收入实现风险。

表7 公司成品油销售情况（单位：亿元、万吨）

| 子公司 | 品类 | 销售额 | | | 销售量 | | |
|--------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|---------------|
| | | 2022年 | 2023年 | 2024年 1-3月 | 2022年 | 2023年 | 2024年 1-3月 |
| 中油富渝公司 | 柴油 | 3.40 | 2.23 | 0.47 | 12.83 | 3.00 | 0.64 |
| | 92#汽油 | 3.51 | 1.86 | 0.58 | 7.91 | 2.11 | 0.64 |
| | 95#汽油 | 1.15 | 1.29 | 0.32 | 3.17 | 1.42 | 0.34 |
| | 98#汽油 | 0.01 | 0.01 | 0.00 | 0.02 | 0.01 | 0.00 |
| | 合计 | 8.07 | 5.39 | 1.37 | 23.93 | 6.54 | 1.62 |
| 国储能源公司 | 柴油 | 1.11 | 1.12 | 0.33 | 1.74 | 1.43 | 0.43 |
| | 92#汽油 | 1.50 | 1.84 | 0.76 | 1.99 | 2.17 | 0.82 |
| | 95#汽油 | 0.72 | 0.96 | 0.35 | 0.71 | 0.97 | 0.36 |
| | 合计 | 3.33 | 3.92 | 1.44 | 4.44 | 4.56 | 1.62 |
| 渝蓉中油公司 | 柴油 | 0.96 | 0.99 | 0.14 | 1.27 | 1.41 | 0.21 |
| | 92#汽油 | 0.43 | 0.64 | 0.16 | 0.53 | 0.79 | 0.2 |

| | | | | | | | |
|--------|-------|------|------|------|-------|-------|------|
| 石油销售公司 | 95#汽油 | 0.33 | 0.52 | 0.12 | 0.41 | 0.64 | 0.15 |
| | 98#汽油 | 0.01 | 0.01 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.00 |
| | 合计 | 1.73 | 2.16 | 0.42 | 2.22 | 2.85 | 0.56 |
| | 0#柴油 | 3.23 | 3.50 | 1.26 | 16.46 | 7.90 | 1.86 |
| | 92#汽油 | 3.78 | 4.73 | 1.22 | 21.47 | 10.26 | 1.56 |
| | 95#汽油 | 1.40 | 1.35 | 0.45 | 4.34 | 3.73 | 0.57 |
| | 合计 | 8.41 | 9.59 | 2.94 | 42.27 | 21.89 | 3.99 |

注：因业务调整，重庆高速资产经营管理有限公司2022年及2023年基本不再开展成品油销售业务。

资料来源：公司提供

公司的建筑业务主要由子公司巨能集团及其下属公司承担。巨能集团具有公路施工特级资质，建筑、矿山、市政公用、机电工程施工总承包4个一级，水利水电工程总承包二级，钢结构、隧道、桥梁等工程专业承包一级，一级消防设施等10多个专业承包资质，是一家综合实力较强的国有建筑施工企业。巨能集团主要从事大型矿山建设，工业与民用建筑安装，公路、铁路、隧道、桥涵、市政、索道、火电、水利水电等工程及各类地质勘查与灾害治理工程。截至2023年末，巨能集团资产总额为2,533,426.68万元，负债总额为2,103,693.16万元，所有者权益总额429,733.52万元，资产负债率83.04%，杠杆水平较高；2023年度，巨能集团实现营业收入1,136,914.79万元，净利润61,766.99万元。

收入方面，2023年及2024年1-3月公司建筑业板块分别实现收入102.27亿元和18.76亿元，分别同比增长11.30%和8.21%，主要系公司建筑业务规模逐步扩大、前期承揽合同较多所致，2023年毛利率水平有所提升主要系高速公路项目毛利增加所致。截至2024年3月末，巨能集团合同金额大于1.00亿元的主要在建项目共计80个，合同总金额427.63亿元，较上年同期显著增加，工程类别包括市政、非煤矿山、煤矿、房建、公路、水利水电等，加大了资金投入压力。2023年及2024年1-3月巨能集团新签合同金额分别为137.14亿元和8.28亿元，同比出现回落。从地域分布来看，巨能集团2023年新签合同主要位于西南和西北区域，地区集中度较高。此外，公司建筑业务回款时主要根据合同约定按照工程进度回款，由于下游业主多为国有企业，主要为矿山、路桥和水利水电等工程项目的项目业主，回款时间易受相关单位资金安排影响而存在一定不确定性，近年来形成了一定规模的应收款项和合同资产，需持续关注未来的回款情况。

表8 公司建筑业务近年按工程类别划分的合同承揽情况（单位：亿元）

| 工程类别 | 2024年1-3月 | 2023年 | 2022年 |
|------|-----------|--------|--------|
| 矿山建设 | 5.53 | 31.88 | 29.02 |
| 房屋建设 | 0.59 | 14.12 | 12.35 |
| 公路建设 | 0.23 | 81.44 | 169.66 |
| 市政建设 | 1.90 | 8.81 | 19.35 |
| 其他 | 0.03 | 0.89 | 4.70 |
| 合计 | 8.28 | 137.14 | 235.08 |

资料来源：公司提供

表9 公司建筑业务近年按地区划分的合同承揽情况（单位：亿元）

| 业务区域 | 2024 年 1-3 月 | | 2023 年 | | 2022 年 | |
|------|--------------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 华东地区 | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.26 | 0.11% |
| 华南地区 | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 华中地区 | 0.00 | 0.00% | 0.08 | 0.05% | 0.1 | 0.04% |
| 华北地区 | 0.38 | 4.59% | 6.24 | 4.55% | 9.37 | 3.99% |
| 西南地区 | 4.02 | 48.55% | 121.35 | 88.49% | 215.95 | 91.86% |
| 西北地区 | 3.88 | 46.86% | 9.47 | 6.91% | 9.4 | 4.00% |
| 合计 | 8.28 | 100.00% | 137.14 | 100.00% | 235.08 | 100.00% |

资料来源：公司提供

除上述业务板块外，公司还经营航运业务，从事主体为2019年底整体划转至公司名下的子公司重庆航运建设发展（集团）有限公司（以下简称“航发集团”）（划转时，公司对其持股比例为51%）。航发集团是重庆市委市政府为建设长江上游航运中心于2003年组建的全市水运基础设施建设投融资企业，主营投资建设、经营、管理重庆市主要河流的航运基础设施（不含土木建筑施工），水力发电，销售变电设备、电工器材、电子仪器，电力技术咨询等，目前下辖航运基础设施每年发电量近30亿度，可完成货物吞吐量150万吨左右。截至2023年末，航发集团资产总额为1,681,925.53万元，负债总额为816,543.45万元，所有者权益总额865,382.08万元；2023年度，航发集团实现营业收入97,321.20万元，净利润12,694.61万元。

除上述业务外，公司的其他业务还包括OBU设备销售及维护、工程及检测服务、租赁等，主要围绕主业开展，为公司收入形成有益补充。

公司持续获得较大力度的外部支持

公司是重庆市最重要的高速公路投资、建设、运营、管理和养护主体，在重庆市高速公路投建和管理运营领域拥有极其重要地位和很强的区域经营优势，持续在业务开展、政府补助、资金注入及资产划拨等方面获得来自当地政府的较大支持。

资产注入方面，2023年及2024年1-3月公司获得车辆购置税补助、股权划入、补助资金等主要外部支持合计近80亿元并计入资本公积科目，提升了资本实力，继续获得通行费补助并增加主营业务收入。政府补助方面，2023年公司获得计入“其他收益”的各类补贴款项等1.30亿元，提升了利润水平。

表10 公司获得计入资本公积的主要资产注入情况（单位：亿元）

| 时间 | 项目 | 入账金额 | 入账科目 |
|--------------|---|-------|------|
| 2024 年 1-3 月 | 航发集团本部收到市交通运输委水运发展专项资金 0.95 亿元、收到交通部补助资金 0.29 亿元，巫云开公司收到专项债资金增加 10 亿元 | 11.24 | 资本公积 |
| | 小计 | 11.24 | - |
| 2023 年 | 收到重庆市交通局划来城开项目车辆购置税补助资金 | 3.10 | 资本公积 |

| | | |
|--|--------------|----------|
| 无偿受让重庆设计集团有限公司 30% 股权 | 4.87 | 资本公积 |
| 无偿受让重庆市农业投资集团有限公司下属全资子公司重庆尚速物流有限公司 100% 股权 | 0.54 | 资本公积 |
| 子公司重庆航运建设（集团）有限公司本期收到白马项目中央车购税资金 6.50 亿元，水运发展资金 0.20 亿元，利泽项目中央车购税资金 1.65 亿元，水运发展资金 0.30 亿元，双江项目水运发展资金 0.50 亿元 | 9.15 | 资本公积 |
| 子公司重庆高速巫云开建设有限公司收到重庆市财政局通过公司累计计划拨债券资金 | 35.00 | 资本公积 |
| 子公司重庆高速巫云开建设有限公司收到巫溪县政府、云阳县政府和开州县政府以交净地（交净地金额经公司、政府项目指挥部以及监理单位共同确认）方式分别投入资本金，巫溪县投资 6.69 亿元，云阳县投资 5.81 亿元，开州区投资 2.05 亿元 | 14.55 | 资本公积 |
| 小计 | 78.45 | - |

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，报告采用新会计准则编制，其中2022年财务数据使用2023年审计报告期初数。2023年公司合并范围内新增子公司4家，减少子公司4家，2024年1-3月新增1家，减少1家。截至2023年末，公司合并范围内二级子公司共30家（详见附录四）。

2023年，公司进行重要前期差错更正如下：

表11 公司 2023 年进行的重要前期差错更正情况（单位：元）

| 序号 | 内容 | 报表项目 | 借方调整数 | 贷方调整数 |
|----|---|-----------|----------------|----------------|
| 1 | 权益法核算被投资单位 2023 年度审计报告调整期初数，本公司相应调整相关报表项目 | 长期股权投资 | - | 797,377.14 |
| | | 投资收益 | - | 21,611.09 |
| | | 年初未分配利润 | 818,988.23 | - |
| 2 | 公司子公司重庆航运建设（集团）有限公司调整前期在建工程资本化利息 | 在建工程 | - | 13,265,800.00 |
| | | 年初未分配利润 | 13,265,800.00 | - |
| 3 | 公司子公司重庆高速集团投资控股有限公司调整对重庆对外经贸（集团）有限公司的前期公允价值变动 | 其他非流动金融资产 | - | 300,000,000.00 |
| | | 公允价值变动损益 | 300,000,000.00 | - |

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

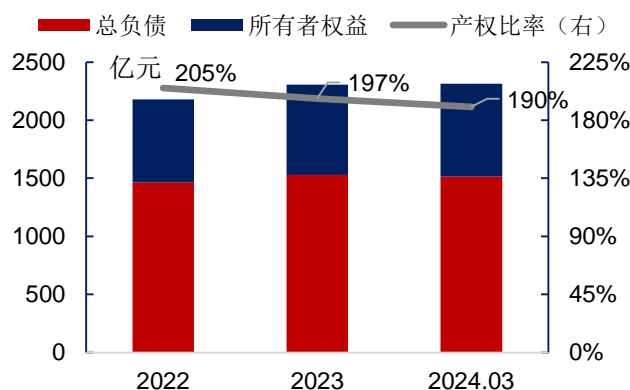
资本实力与资产质量

公司总资产规模小幅增长，仍主要由收费路产构成，资产质量较好，但高速公路收费权质押贷款的余额仍较大

得益于政府的资产注入，2024年3月末公司所有者权益较2022年末增长11.93%，仍主要由资本公积、实收资本和少数股东权益等构成；负债总额小幅增长，综合影响下产权比率有所下降但仍较高，所有者

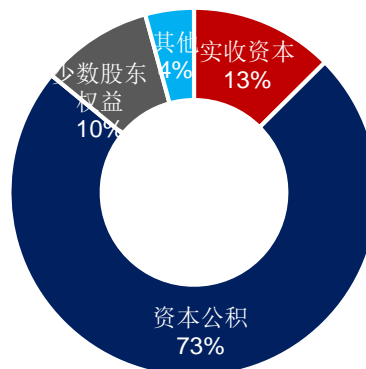
权益对总负债的覆盖能力仍较弱。

图9 公司资本结构



资料来源：公司 2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图10 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司总资产规模小幅增长，仍主要由收费路产等构成，资产质量较好。

公司是重庆市最重要的高速公路投资、建设、运营、管理和养护主体，收费路产是其核心资产，已通车和在建的路产主要计入固定资产和在建工程科目。截至2023年末，公司固定资产主要为下辖收费路产和部分房屋建筑物、安全设施、通讯设施等，账面金额整体小幅下降，累计计提折旧476.30亿元，其中城开项目部分建成通车，相应投入由在建工程转入了固定资产科目。在建工程主要系公司负责建设的巫溪至开州高速公路项目及航运枢纽项目或航电枢纽工程，随项目建设的投入增加，年末账面余额显著增长。此外，公司长期股权投资主要为对联营企业重庆渝湘复线高速公路有限公司、重庆三峡银行股份有限公司、重庆长合高速公路有限公司等单位的股权投资，同比增加主要系对重庆渝湘复线高速公路有限公司、重庆三峡银行股份有限公司的新增或追加投资所致；2023年及2024年1-3月公司分别获得对联营及合营企业的投资收益-3.22亿元和-1.75亿元，主要系参股高速企业权益法下确认的投资收益亏损导致，上年同期分别为-8.60亿元和-0.21亿元，需持续关注被投资企业经营情况变化对投资收益的影响。

其他资产方面，截至2023年末，公司货币资金主要系银行存款和部分其他货币资金，因经营获现和筹资流入同比有所增加，其中受限货币资金合计3.98亿元，主要系银行承兑汇票保证金1.01亿元、定期存款1.10亿元和1.25亿元冻结资金等；应收账款主要系应收工程款等，有所增加，前五大应收对象分别为重庆市财政局、重庆联合金融控股有限公司、陕西麟北煤业开发有限责任公司、中交一局集团有限公司和贵州开磷有限责任公司，对上述单位的应收款项合计占比25.39%，集中度不高，账龄主要在3年以内；合同资产主要系已履约未结算工程，随着巨能集团开展的建筑业务规模上升而增长。

受限资产方面，截至2024年3月末，公司受限资产合计32.46亿元，包括货币资金2.63亿元、应收票据0.13亿元、应收款项融资0.03亿元、应收账款3.30亿元、固定资产13.66亿元、无形资产12.29亿元、投资性房地产0.42亿元。此外，截至2024年3月末，公司以高速公路收费权质押涉及的贷款余额663.71亿元

（质押合同金额1,120.30亿元），同时持有的子公司重庆航运建设（集团）有限公司49%的股权份额、重庆渝合高速公路有限公司9%的股权份额、项目电费收费权等因借款而质押。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 3 月 | | 2023 年 | | 2022 年 | |
|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 75.28 | 3.25% | 78.23 | 3.39% | 71.52 | 3.29% |
| 应收账款 | 45.65 | 1.97% | 53.10 | 2.30% | 47.64 | 2.19% |
| 合同资产 | 118.18 | 5.11% | 117.32 | 5.09% | 93.66 | 4.30% |
| 流动资产合计 | 340.95 | 14.74% | 335.32 | 14.54% | 312.42 | 14.36% |
| 长期股权投资 | 236.45 | 10.22% | 230.84 | 10.01% | 194.71 | 8.95% |
| 固定资产 | 1,412.58 | 61.08% | 1,425.71 | 61.81% | 1,439.32 | 66.15% |
| 在建工程 | 204.43 | 8.84% | 200.27 | 8.68% | 117.62 | 5.41% |
| 非流动资产合计 | 1,971.84 | 85.26% | 1,971.43 | 85.46% | 1,863.56 | 85.64% |
| 资产总计 | 2,312.79 | 100.00% | 2,306.76 | 100.00% | 2,175.98 | 100.00% |

资料来源：公司 2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

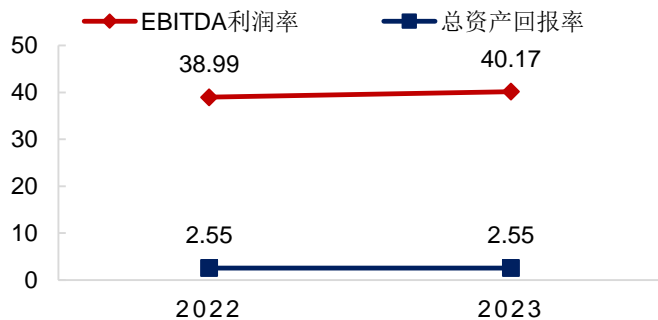
盈利能力

2023年公司毛利润有所增长，但期间费用对利润仍构成较大侵蚀，资产处置损失和投资收益波动易对盈利造成影响，主业盈利能力仍有待改善

2023年公司营业收入同比小幅增长4.55%，其中高速公路通行费和建筑服务收入均有不同程度的增长，成品油销售收入仍呈下降趋势，销售毛利率同比略升1.07个百分点，整体相对稳定。2024年1-3月，公司营业收入同比小幅下降6.93%，毛利率为28.78%，较2023年末提升1.86个百分点，较上年同期提升5.24个百分点。

利润方面，得益于收入的增长，2023年公司利润有所升高，其中期间费用占收入比重为23.23%（其中财务费用占比17.89%），对利润仍构成较大侵蚀；获得各类补贴款项1.30亿元并计入其他收益科目，较上年有所减少；资产处置损益为0.16亿元，较上年同期4.68亿元大幅减少；计提信用减值损失1.97亿元，获得投资收益-1.34亿元，其中对联营企业的投资收益为-3.22亿元，需持续关注被投资企业经营情况变化可能对利润造成的不利影响。2024年1-3月，公司营业利润2.19亿元，较上年同期亏损0.83亿元大幅改善，主要得益于销售毛利率升高。从利润率来看，2023年公司总资产回报率仍较低，与上年持平，EBITDA利润率仍相对较高且略有提升。整体来看，公司整体盈利情况有待进一步改善。

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模较大，资产负债率水平持续处于高位，面临较大的偿债压力

公司的总债务主要由长期借款和应付债券等构成，2024年3月末为1,322.90亿元，规模仍较大且较2022年末呈增长趋势，占总负债的比重很高；构成方面，受对长期资金需求较大的影响，公司总债务主要由长期债务构成。具体来看，截至2023年末，公司短期借款主要系保证借款和信用借款，占比仍较小；其他应付款主要为应付往来款、少部分借款、暂收款、代垫款和保证金等，同比持平；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券、少量长期应付款和租赁负债，大幅增长系到期应付债券增多所致；长期借款主要为收费权质押借款、信用借款和保证借款等，受公司对长期资金需求较大的影响而账面金额仍较大，是公司负债的主要构成；应付债券主要为近年来公司陆续发行的债券，2023年减少主要系临近到期的债券增加计入流动负债科目所致。

其他负债方面，截至2023年末，公司应付账款主要为应付工程款以及工程保留金、质量保证金等，规模有所增长。此外，截至2023年末，公司一年内到期的非流动负债和长期借款中外币借款余额为6.30亿元（折算为人民币后），主要系日元及部分美元负债，2023年公司计入当期财务费用的汇兑净收益为0.23亿元，需持续关注外币汇兑可能面临的波动风险。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 3 月 | | 2023 年 | | 2022 年 | |
|-------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 40.71 | 2.68% | 41.03 | 2.68% | 33.51 | 2.29% |
| 应付账款 | 119.69 | 7.89% | 145.25 | 9.50% | 108.17 | 7.39% |
| 其他应付款 | 39.02 | 2.57% | 37.18 | 2.43% | 36.10 | 2.47% |
| 一年内到期的非流动负债 | 117.45 | 7.75% | 146.33 | 9.57% | 97.76 | 6.68% |
| 流动负债合计 | 349.25 | 23.04% | 408.09 | 26.68% | 314.07 | 21.45% |
| 长期借款 | 945.49 | 62.36% | 926.73 | 60.59% | 934.37 | 63.81% |
| 应付债券 | 203.65 | 13.43% | 178.66 | 11.68% | 203.04 | 13.87% |

| | | | | | | |
|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| 非流动负债合计 | 1,166.92 | 76.96% | 1,121.48 | 73.32% | 1,150.21 | 78.55% |
| 负债合计 | 1,516.17 | 100.00% | 1,529.57 | 100.00% | 1,464.28 | 100.00% |
| 总债务 | 1,322.90 | 87.25% | 1,308.46 | 85.54% | 1,283.68 | 87.67% |
| 其中：短期债务 | 168.03 | 11.08% | 197.71 | 12.93% | 144.36 | 9.86% |
| 长期债务 | 1,154.87 | 76.17% | 1,110.75 | 72.62% | 1,139.32 | 77.81% |

资料来源：公司 2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着获现能力较好的通行费收入增长，2023年公司经营活动净现金流、EBITDA、FFO均有回升，通行费业务的现金生成能力仍相对较强。公司总债务规模仍较大且小幅增长，净债务水平升高，但得益于政府资产注入带来总资产增加，2024年3月末资产负债率、总债务对总资本比重均略有降低，但仍处于较高水平。截至2023年末，公司净债务/EBITDA略有降低但仍较高，FFO及经营活动净现金流对净债务的保障程度仍很弱；因债务规模较大使得利息支出较高，公司2023年EBITDA利息保障倍数仍表现一般。整体来看，公司杠杆水平仍较高，偿债指标表现较弱，面临较大的偿债压力。

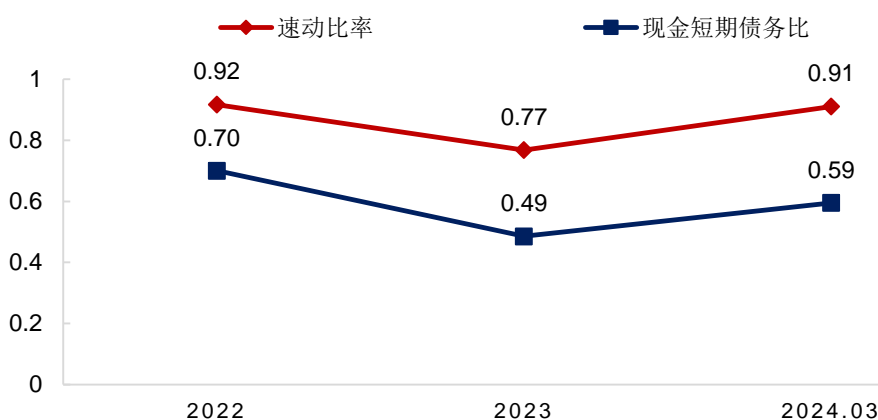
表14 公司现金流及杠杆状况指标

| 指标名称 | 2024 年 3 月 | 2023 年 | 2022 年 |
|---------------|------------|--------|--------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | 22.39 | 99.21 | 89.44 |
| FFO（亿元） | - | 42.31 | 30.95 |
| 资产负债率 | 65.56% | 66.31% | 67.29% |
| 净债务/EBITDA | - | 11.66 | 12.25 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 2.08 | 1.86 |
| 总债务/总资本 | 63.04% | 63.38% | 64.55% |
| FFO/净债务 | - | 3.47% | 2.60% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 1.83% | 8.14% | 7.53% |
| 自由现金流/净债务 | 0.33% | 0.92% | 0.53% |

资料来源：公司 2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，2024年3月末公司速动比率较2022年变化不大，现金短期债务比降至0.59，现金类资产对短期债务的保障程度有所减弱。截至2024年3月末，公司银行综合授信额度为2,481.24亿元，未使用额度1,384.46亿元，融资弹性较好。公司在重庆市高速公路投建和管理运营领域拥有极其重要地位和很强的区域经营优势，实控人为重庆市国资委，关键时刻可获得很强流动性支持。

图12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司总经理空缺尚待补选，同时需关注下属子公司数量众多及债务规模较大可能带来的子公司管控和债务管理压力

环境因素

根据公司提供的说明，公司过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

根据公司提供的说明，公司过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。公司本部于 2023 年 4 月受到 1.41 万元的行政罚款，系由于公司设置路障占用消防车通道；2024 年 4 月，子公司重庆渝东高速公路有限公司收到行政处罚，罚款 5,000 元，系在有关人员对交通事故损坏的护栏进行检查时发现该子公司存在未采取措施消除事故隐患的情况。

公司治理

公司根据公司法、公司章程及重庆市有关法律法规开展各项经营管理工作，2023年1月，公司职工监事王明生更换为裴周丽；2023年3月原董事、党委副书记、总经理田世茂退休，新任总经理空缺暂未补选到位；2023年6月，董事会秘书周竹卸任；2023年7月，公司董事、财务总监董斌卸任，聘任副总统

理王峙；2023年10月，聘任董事、财务总监余建平；2023年11月，副总经理李海鹰卸任。截至2024年3月末公司内设了综合办公室、党群工作部、监事会办公室、人力资源部、安全环保监督办公室、投资管理部、科技信息部、建设管理部等职能部门，各职能部门分工明确，基本能满足公司日常的经营管理需求。此外，公司合并范围内的子公司数量较多且各子公司相对独立经营，且公司整体债务规模较大，需关注可能带来的子公司管控和债务管理压力。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（三）或有事项分析

截至2024年3月末，公司对外担保金额合计23.90亿元，被担保人均为公司参股或控股未纳入合并范围企业，但均未设置反担保措施。

表15 截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

| 担保 人 | 被担保人 | 债权人 | 担保方式 | 担保 事项 | 担保金额 | 是否有 反担保 |
|----------------------------|----------------|----------|--------|----------|-------------------|------------|
| 重 庆 高 速 集 团 | 重庆忠万高速公路有限公司 | 国家开发银行 | 连带责任担保 | 银行借款 | 40,000.00 | 无 |
| | 绵阳科能建设项目管理有限公司 | 中国农业发展银行 | 连带责任担保 | 银行借款 | 15,000.00 | 无 |
| | 兴文县兴能建设投资有限公司 | 中国农业发展银行 | 连带责任担保 | 银行借款 | 10,000.00 | 无 |
| | 米易米能项目管理有限公司 | 中国农业发展银行 | 连带责任担保 | 银行借款 | 18,000.00 | 无 |
| | 重庆万利万达高速公路有限公司 | 国家开发银行 | 连带责任担保 | 银行借款 | 18,000.00 | 无 |
| | 重庆万利万达高速公路有限公司 | 国家开发银行 | 连带责任担保 | 银行借款 | 108,000.00 | 无 |
| | 重庆万利万达高速公路有限公司 | 国家开发银行 | 连带责任担保 | 银行借款 | 30,000.00 | 无 |
| 合计 | | | | | 239,000.00 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年5月28日，公司及下属分子公司作为原告的重大诉讼、仲裁案件，标的金额在1,000万元及以上或虽然未达到上述标准，但从性质及其产生的结果而言对于公司可能具有重大不利影响的未决案件共计56起，涉及金额共计约31亿元，案由主要系建设工程合同纠纷等；作为被告的共计20起，金额共计约6亿元，案由主要系建设工程合同纠纷、买卖合同纠纷等。其中，因下游回款不及时或工程及买卖合同纠纷，巨能集团及下属公司存在数量较多的建设工程合同和买卖合同纠纷案件，跟踪期内新增多条被执行人信息。截至2024年7月16日，巨能集团及其下属子公司重庆巨能建设集团建筑安装工程有限公司（以下简称“建筑安装公司”）、重庆巨能建设集团路桥工程有限公司（以下简称“路桥公司”）仍存在多条被执行人信息，其中执行标的大于1,000万元的有：2024年5月14日，路桥公司新增一条被执

行人记录，执行案号（2024）新27执10号，执行标的0.54亿元；2024年1月22日和3月21日，建筑安装公司分别新增被执行人记录（2024）渝0192执463号和（2024）渝0106执3863号，执行标的分别为0.19亿元和0.11亿元。此外，公司2023年末货币资金中冻结资金合计1.25亿元，案件情况见下表所示：

表16 截至 2023 年末公司部分案件情况（单位：万元）

| 序号 | 争议主体 | | 案由 | 诉讼标的金额 |
|----|----------------|--------------------|----------|-----------|
| | 原告/申请人 | 被告/被申请人 | | |
| 1 | 重庆易发建筑劳务有限公司 | 重庆巨能建设集团建筑安装工程有限公司 | 建设工程合同纠纷 | 1,832.85 |
| 2 | 贵州华业建设工程有限公司 | 重庆中环建设有限公司 | 建设工程合同纠纷 | 5,600.00 |
| 3 | 重庆圣洁建筑劳务有限公司 | 重庆中环建设有限公司 | 建设工程合同纠纷 | 1,212.00 |
| 4 | 谭伟 | 重庆中环建设有限公司 | 合同纠纷 | 982.00 |
| 5 | 蒋臣君 | 重庆巨能建设集团四川有限公司 | 建设工程合同纠纷 | 682.00 |
| 6 | 贵州泰铭瑞建设有限公司 | 重庆巨能建设集团路桥工程有限公司 | 建设工程合同纠纷 | 489.00 |
| 7 | 四川中汇基业建设工程有限公司 | 重庆巨能建设集团路桥工程有限公司 | 建设工程合同纠纷 | 856.62 |
| 合计 | | - | - | 11,654.47 |

注：上表所列示的诉讼标的金额系根据起诉文书填列，是当事人主张的金额，包含违约金等机会成本。
 资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

此外，2022年8月23日，由公司三级子公司重庆航发三江港埠有限公司经营管理的佛耳岩码头二期2号仓库发生火灾，因灾受损的客户共计六家，分别是：重庆嘉林木材贸易有限公司、苏州吉千安国际贸易有限公司、嘉兴麦特贸易有限公司、江西安达水运有限公司（2号仓库的承租方）、重庆众璟国际贸易有限公司、重庆薪万域建材有限公司。其中，重庆嘉林木材贸易有限公司和苏州吉千安国际贸易有限公司两家公司已经申请法院对公司进行诉前保全，冻结余额2,120.00万元（原告诉请的冻结总额）。重庆市消防救援总队水上支队于2023年6月5日出具了火灾事故认定书（渝水消火认字（2023）第0001号），火灾累计造成的损失总额以及应由重庆航发三江港埠有限公司承担的赔偿金额（如担责）尚未明确。整体来看，公司面临一定的或有负债风险。

八、外部特殊支持分析

公司是重庆市政府下属重要企业，重庆市国资委直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，重庆市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与重庆市政府的联系为中等的。重庆市国资委直接持有公司100%股权，对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司是重庆市最重要的高速公路投资、建设、运营、管理和养护主体，承担了重要职能，且在业务、资金和资产注入等方面持续获得当地政府的大力支持，预计将来与政府的联系也将保持稳定。

（2）公司对重庆市政府非常重要。公司作为重庆市最重要的高速公路建设运营企业，在高速公路

建设运营方面对当地政府有很大贡献，取代公司需付出很高的努力和成本；公司存续债券规模较大，如果违约预计会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

“山城”重庆是我国中西部地区唯一的直辖市，战略地位突出，经济实力较强，成渝地区双城经济圈建设的推进为全市经济发展带来更多机遇，成渝地区也被定为全国交通“4极”之一，伴随行业长期规划的实施和路网完善，全市高速公路行业将持续稳定发展。公司是重庆市最重要的高速公路投资、建设、运营、管理和养护主体，在重庆市高速公路投建和管理运营领域拥有极其重要地位和很强的区域经营优势，高速公路通行费收入仍是最主要的收入和利润来源，同时还开展成品油销售和建筑业等其他业务。公司下辖路产质量仍较好，竞争力较强且现金生成能力较好，2023年通行费收入回升，且继续获得了较大力度的外部支持。

但也需注意，截至2024年3月末，公司总债务规模仍较大且较2022年末呈增长趋势，杠杆水平仍然较高，未来在建项目尚需较大资金投入，面临较大的资金和偿债压力，主业盈利能力有待改善，同时下辖部分路产未来可能面临一定竞争分流压力，开展建筑业务的子公司巨能集团杠杆水平较高且面临一定回款压力，同时面临一定的或有负债风险。

整体来看，公司抗风险能力很强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“23渝高速债01/23渝高01”的信用等级为AAA。

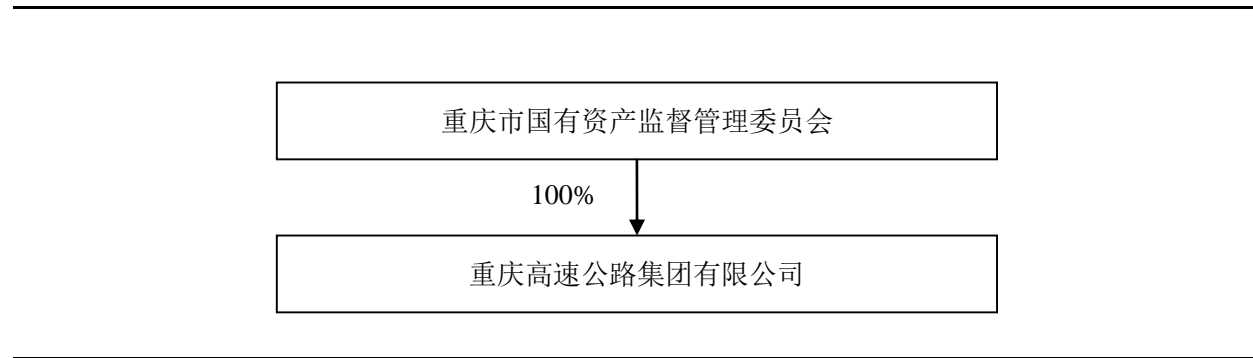
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2024 年 3 月 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|---------------|------------|----------|----------|----------|
| 货币资金 | 75.28 | 78.23 | 71.52 | 56.12 |
| 应收账款 | 45.65 | 53.10 | 47.64 | 47.09 |
| 合同资产 | 118.18 | 117.32 | 93.66 | 71.62 |
| 流动资产合计 | 340.95 | 335.32 | 312.42 | 263.12 |
| 长期股权投资 | 236.45 | 230.84 | 194.71 | 142.73 |
| 固定资产 | 1,412.58 | 1,425.71 | 1,439.32 | 1,491.31 |
| 在建工程 | 204.43 | 200.27 | 117.62 | 183.01 |
| 非流动资产合计 | 1,971.84 | 1,971.43 | 1,863.56 | 1,914.64 |
| 资产总计 | 2,312.79 | 2,306.76 | 2,175.98 | 2,177.76 |
| 短期借款 | 40.71 | 41.03 | 33.51 | 32.63 |
| 应付账款 | 119.69 | 145.25 | 108.17 | 96.55 |
| 其他应付款 | 39.02 | 37.18 | 36.10 | 60.34 |
| 一年内到期的非流动负债 | 117.45 | 146.33 | 97.76 | 101.20 |
| 流动负债合计 | 349.25 | 408.09 | 314.07 | 331.67 |
| 长期借款 | 945.49 | 926.73 | 934.37 | 1,039.63 |
| 应付债券 | 203.65 | 178.66 | 203.04 | 118.43 |
| 非流动负债合计 | 1,166.92 | 1,121.48 | 1,150.21 | 1,176.40 |
| 负债合计 | 1,516.17 | 1,529.57 | 1,464.28 | 1,508.08 |
| 总债务 | 1,322.90 | 1,308.46 | 1,283.68 | 1,324.49 |
| 其中：短期债务 | 168.03 | 197.71 | 144.36 | 163.15 |
| 所有者权益 | 796.62 | 777.19 | 711.70 | 669.69 |
| 营业收入 | 55.59 | 260.24 | 248.92 | 278.80 |
| 营业利润 | 2.19 | 7.33 | 4.76 | 5.88 |
| 净利润 | 1.11 | 3.67 | -0.46 | 1.85 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 22.39 | 99.21 | 89.44 | 99.49 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -25.77 | -113.79 | -130.96 | -100.00 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.57 | 21.40 | 57.54 | 2.55 |
| 财务指标 | 2024 年 3 月 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
| EBITDA（亿元） | 13.25 | 104.53 | 97.05 | 107.05 |
| FFO（亿元） | - | 42.31 | 30.95 | 37.85 |
| 净债务（亿元） | 1,224.18 | 1,218.40 | 1,188.40 | 1,253.14 |
| 销售毛利率 | 28.78% | 26.92% | 25.85% | 24.27% |
| EBITDA 利润率 | - | 40.17% | 38.99% | 38.40% |
| 总资产回报率 | - | 2.55% | 2.55% | 2.84% |
| 资产负债率 | 65.56% | 66.31% | 67.29% | 69.25% |
| 净债务/EBITDA | - | 11.66 | 12.25 | 11.71 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 2.08 | 1.86 | 1.87 |

| | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总债务/总资本 | 63.04% | 63.38% | 64.55% | 66.42% |
| FFO/净债务 | - | 3.47% | 2.60% | 3.02% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 1.83% | 8.14% | 7.53% | 7.94% |
| 自由现金流/净债务 | 0.33% | 0.92% | 0.53% | 2.57% |
| 速动比率 | 0.91 | 0.77 | 0.92 | 0.71 |
| 现金短期债务比 | 0.59 | 0.49 | 0.70 | 0.48 |

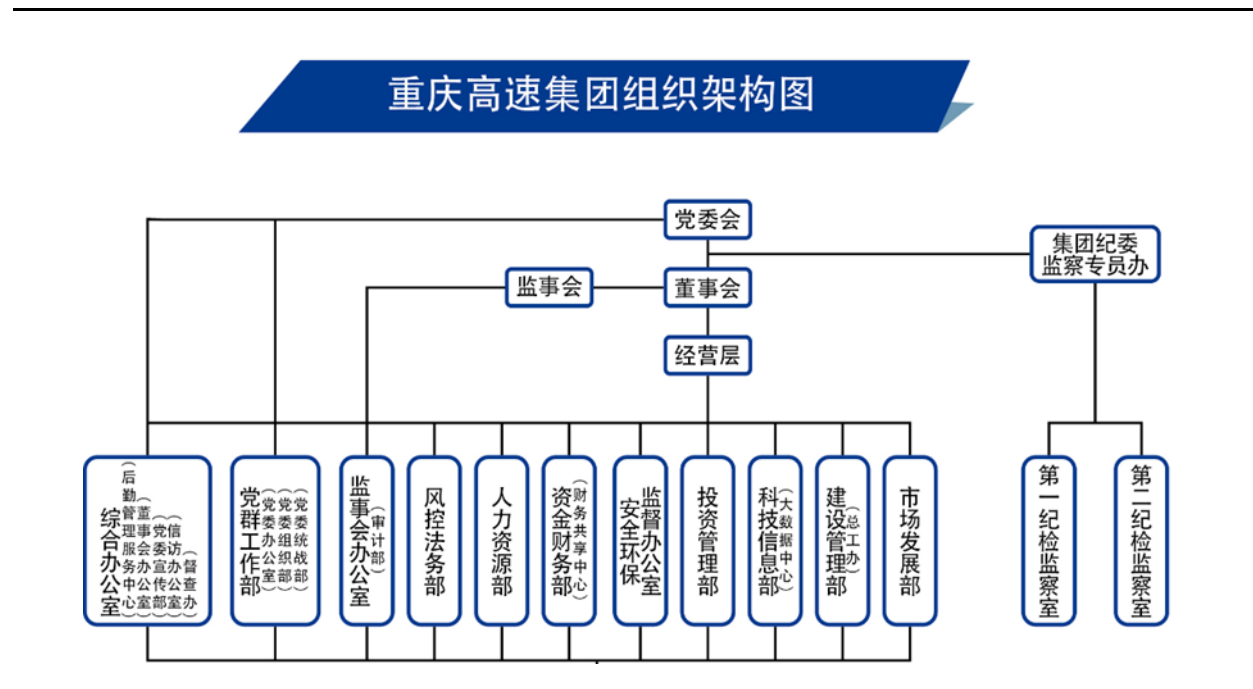
资料来源：公司 2021 年和 2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末公司合并报表范围的二级子公司情况（单位：%）

| 序号 | 企业名称 | 级次 | 持股比例 | 享有的表决权 |
|----|----------------------------|----|--------|--------|
| 1 | 重庆数字交通产业集团有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 2 | 重庆中渝高速公路有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 3 | 重庆高速巫云开建设有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 4 | 重庆巨能建设（集团）有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 5 | 重庆鹏途企业管理咨询有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 6 | 重庆公路养护工程（集团）有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 7 | 重庆航运建设发展（集团）有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 8 | 重庆安全产业发展集团有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 9 | 重庆高速公路路网管理有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 10 | 重庆渝蓉高速公路有限公司 | 2 | 60.00 | 60.00 |
| 11 | 重庆通粤高速公路有限公司 | 2 | 57.00 | 57.00 |
| 12 | 重庆高速公路投资控股有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 13 | 重庆江綦高速公路有限公司 | 2 | 60.00 | 60.00 |
| 14 | 重庆渝邻高速公路有限公司 | 2 | 51.00 | 51.00 |
| 15 | 重庆忠都高速公路有限公司 | 2 | 60.00 | 60.00 |
| 16 | 重庆渝广梁忠高速公路有限公司 | 2 | 60.00 | 60.00 |
| 17 | 重庆铜永高速公路有限公司 | 2 | 60.00 | 60.00 |
| 18 | 重庆高速集团（香港）有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 19 | 重庆渝东高速公路有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 20 | 重庆通渝科技有限公司 | 2 | 90.00 | 90.00 |
| 21 | 重庆通慧网联科技有限公司 | 2 | 51.70 | 51.70 |
| 22 | 重庆首讯科技股份有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 23 | 重庆高速城乡建设有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 24 | 重庆通力高速公路养护工程有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 25 | 重庆高速工程顾问有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 26 | 重庆高速资产经营管理有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 27 | 重庆通洋公路工程有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 28 | 重庆西永高速公路有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 29 | 重庆尚速物流有限公司 | 2 | 100.00 | 100.00 |
| 30 | 重庆巡航高速一号产业股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 2 | 0.10 | 100.00 |

注：公司对重庆巡航高速一号产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）的持股比例不足 50.00%，但公司子公司重庆高速公路产业股权投资基金管理有限公司为普通合伙人执行合伙事务，同时，重庆巡航高速一号产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）募集资金用于对公司进行权益投资，所以将该合伙企业纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流 (FCF) | 经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出 |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本) / 营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA / 营业收入×100% |
| 总资产回报率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计×100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产×100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货) / 流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|---------------------------------|
| AAA | 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 | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 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 | 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 | 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 | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|--|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| bbb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| Bb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

四、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|-----------|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |