



四川成南高速公路有限责任公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司

| 编号：信评委函字[2025]跟踪 1644 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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者据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果

四川成南高速公路有限责任公司

AA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“21 成高 01”

AAA

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。

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）所在区域经济保持增长为高速公路行业提供了良好的发展环境，以及控股路产运营效率较高等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司总债务规模及财务杠杆上升较快、成南高速改扩建项目资本金及财政资金到位进度、房地产项目去化存在不确定性等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。本次跟踪债项信用等级充分考虑了四川高速公路建设开发集团有限公司（以下简称“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对本次跟踪债项还本付息的保障作用。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司收费公路运营规模、通行费收入大幅增长且可持续等。

可能触发评级下调因素：公司收费公路运营规模、通行费收入大幅下降且短期内难以恢复；债务规模大幅度上升，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，流动性显著增大等。

正面

- 四川省区域经济保持增长，为高速公路行业提供了良好的发展环境
- 跟踪期内控股路产运营效率仍较高
- 有效的偿债保障措施

关注

- 跟踪期内公司财务杠杆上升较快，需关注成南高速改扩建项目资本金及财政资金到位情况
- 后续房地产项目去化存在不确定性，易对公司经营业绩造成影响

项目负责人：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

项目组成员：吴亚婷 ytwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

● 财务概况

成南高速	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	139.46	171.03	205.23
所有者权益合计（亿元）	64.70	75.69	75.02
负债合计（亿元）	74.76	95.34	130.21
总债务（亿元）	63.49	87.35	112.87
营业总收入（亿元）	14.84	58.13	55.52
净利润（亿元）	6.07	9.28	6.98
EBIT（亿元）	7.76	11.33	9.37
EBITDA（亿元）	11.84	15.47	14.33
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	19.15	15.90	14.23
营业毛利率（%）	56.60	24.95	18.19
总资产收益率（%）	6.08	7.30	4.98
EBIT利润率（%）	52.29	19.49	16.89
资产负债率（%）	53.61	55.75	63.45
总资本化比率（%）	49.53	53.57	60.07
总债务/EBITDA（X）	5.36	5.65	7.88
EBITDA利息保障倍数（X）	5.15	5.81	4.72
FFO/总债务（X）	0.14	0.14	0.08

注：1、中诚信国际根据成南高速提供的其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 2022 年度审计报告、经重庆康华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告和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 2024 年度审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

● 担保主体财务概况

四川高速（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总资产（亿元）	3,607.01	3,980.22	4,329.62	4,389.32
经调整的所有者权益合计（亿元）	1,124.84	1,221.41	1,277.12	1,286.63
总负债（亿元）	2,452.16	2,703.01	2,936.70	3,001.89
总债务（亿元）	2,286.74	2,530.77	2,778.46	--
营业总收入（亿元）	593.45	473.81	564.11	104.68
经营性业务利润（亿元）	17.33	30.68	30.63	7.63
净利润（亿元）	35.66	33.37	31.40	6.80
EBITDA（亿元）	132.96	145.86	148.16	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	52.06	140.72	103.69	22.69
总资本化比率（%）	67.03	67.45	68.51	--
EBITDA利息保障倍数（X）	1.53	1.66	1.64	--

注：1、中诚信国际根据四川高速提供的其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 2022 年度审计报告、经重庆康华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告、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 2024 年度审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，各期财务数据均使用当年审计报告或当期财务报表期末数；2、中诚信国际将其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具、少数股东权益中的带息部分按照期限分别计入短期债务和长期债务；3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项为其他权益工具和少数股东权益中的永续债和并表 ABN；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

● 本次跟踪情况

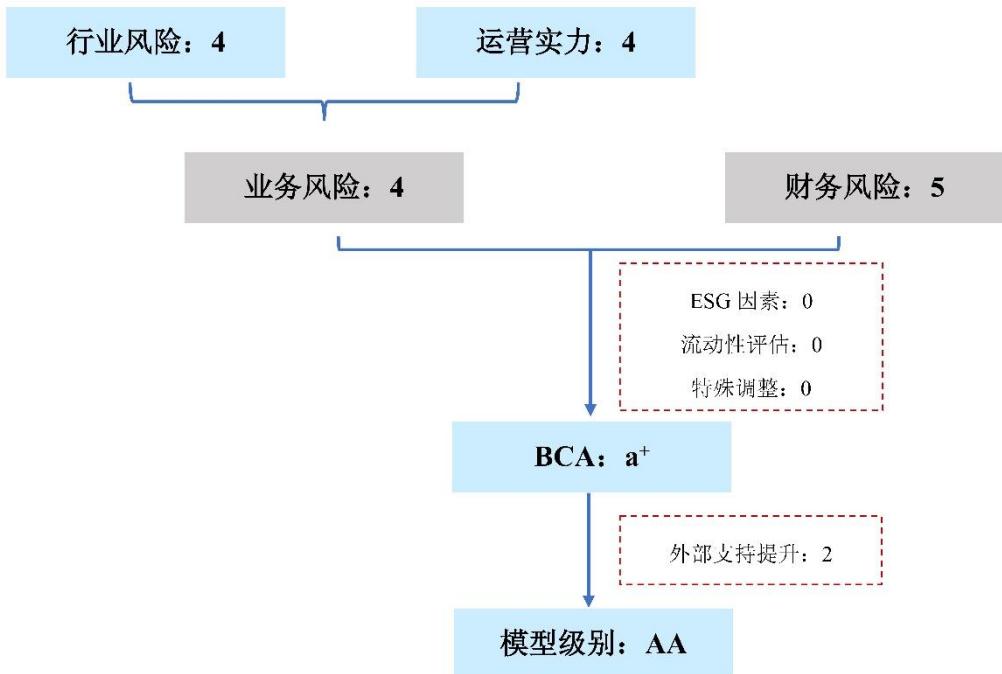
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 成高 01	AAA	AAA	2024/06/25 至 本报告出具日	6.00/6.00	2021/05/12~20 26/05/12	附第 3 年末发行人调整票面利 率选择权及投资者回售选择权

注：债券余额为 2025 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
成南高速	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/25 至本报告出具日

● 评级模型

四川成南高速公路有限责任公司评级模型打分(C170301_2024_05_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司控股股东四川高速为四川省具有主导地位的高速公路投融资主体,能够在资金注入等方面给予一定支持。跟踪期内外部支持无变化,提升2个子级。

方法论: 中诚信国际收费公路运营行业评级方法与模型 C170301_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步推进的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接：

https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，随着道路基础设施进一步完善，以及在扩内需、稳增长的战略下，公路运输需求整体仍有望保持增势。近年来新增高速公路主要以加密线或复线为主，行业投资增速明显放缓。此外，在行业内路产到期压力及养护相关问题逐步凸显下，预计新修订《收费公路管理条例》有望加速出台。

2024 年以来公路客货运规模保持增长但增速有所放缓，随着道路基础设施进一步完善，以及在扩内需、稳增长的战略下，公路运输需求整体仍有望保持增势。同时，随着国家高速公路网主线基本建成，行业投资增速明显放缓。在行业内路产到期压力及养护相关问题逐步凸显下，收费公路打破收费期限上限已成为趋势；2024 年以来相关政策的陆续出台，进一步推动了行业收费制度和养护体制改革，预计新修订《收费公路管理条例》有望加速出台。短期来看，收费公路运营企业整体盈利能力及偿债能力小幅下滑但仍处于良好水平，财务杠杆水平整体表现相对稳健，且面临的资本支出压力相对可控，在行业需求低速增长的影响下，收费公路运营企业整体仍将维持较为稳定的信用水平。

详见《中国收费公路行业展望（2025 年 1 月）》，报告 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11668?type=1>

中诚信国际认为，公司是四川省重要高速公路运营主体之一，控股路产规模区域占比较低，但路产地位尚可；2024 年受改扩建项目施工以及入城复线零费率开通影响，公司控股路产车流量及通行费收入略有下降，但路产运营效率仍较高；房地产销售进度较慢，仍需关注后续房地产项目去化情况；此外，公司在建项目投资规模大，资金依赖银行贷款，需关注股东出资、财政资金到位状况。

公司控股路产规模区域占比较低，但路产地位尚可且短期无收费权到期压力；跟踪期内控股路产车流量及通行费收入略有下降，但整体路产运营效率仍处于行业较高水平。在建项目尚需投资规模仍较大，资金依赖银行贷款，需关注股东出资、财政资金到位状况。

2024 年四川省实现地区生产总值 64,697.0 亿元，同比增长 5.7%。公司作为四川高速下属的重要路产运营主体之一，截至 2024 年末，旗下控股路产仍为成南高速、遂渝高速和南渝高速，合计收费里程占全省高速公路通车总里程约 3.09%，控股路产规模区域占比较低，但路产地位尚可且短期内无收费权到期压力。跟踪期内，公司控股路产车流量及通行费收入较 2023 年略有下降，主要系受到成南路改扩建项目施工以及入城复线零费率开通造成车辆分流的影响，但预计分流影响仅短期内存在，未来随着新收费标准批复以及改扩建项目完成，将逐步回归常态；2024 年公

司单公里年通行费收入为 505.49 万元，整体路产运营效率仍处于行业较高水平。

表 1：截至 2024 年末公司投资经营路产情况（公里）

路产名称	收费里程	收费期限	持股比例
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

表 2：近年来公司控股路产通行费收入构成情况

公路名称	项目	2022	2023	2024
成南高速	通行费收入（亿元）	12.36	13.48	12.74
	车流量（万辆）	4,876.8	5,900.1	5,561.1
南渝高速	通行费收入（亿元）	1.14	1.46	1.48
	车流量（万辆）	999.94	1,212.54	1,233.80
遂渝高速	通行费收入（亿元）	1.07	1.31	1.46
	车流量（万辆）	305.62	380.52	404.6
合计	通行费收入（亿元）	14.57	16.25	15.68
	车流量（万辆）	6,182.36	7,493.16	7,199.50

注：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

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（成南高速改扩建项目），项目总投资 368.07 亿元，资本金为 73.62 亿元，由股东四川高速出资，同时财政安排 91.04 亿元中央车购税作为政府补助，其余部分通过银行贷款解决。截至 2024 年末，项目工程进度超过 60%，其中四川高速资本金拨付进度约为 45%，中央车购税补贴资金尚未到位，项目建设资金需求主要依赖银团贷款，2025 年仍保持较大规模的投资支出。成南高速改扩建项目预计 2025 年底完工并通车，完工后该路产的运营期限或将延长。

表 3：截至 2024 年末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	2024 年末已投资	2025 计划投资	资本金	2024 年末已到位资本金
G42 线南充至成都段高速公路扩容工程	2021~2025	368.07	225.51	33	73.62	33.05

注：2024 年末已投资额为工程进度口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司房地产项目销售进度较慢，仍需关注后续去化情况。

房地产开发业务方面，公司已完工在售房地产项目为高庐·紫云台一期项目，总投资为 16.07 亿元，于 2021 年年末开盘销售，截至 2024 年末去化率达到 64.03%，2024 年确认收入 1.04 亿元，同比下滑 88.62%，房地产销售收入同比大幅下滑主要系高庐·紫云台一期项目 2023 年交付确认收入的时点影响。同期末，公司在建房地产项目为高庐·紫云台二期项目，总投资 2.49 亿元，计划建设周期为 2022 年 2 月~2026 年 3 月，当前已经达到预售条件，计划于 2025 年取得预售证并开启预售。整体来看，公司在建房地产项目投资规模不大且暂无拟建项目，但公司 2024 年房地产销售进度较慢，叠加当前房地产迭代速度较快，已推出的第四代住房基于得房率高的优势对传统房地产项目造成销售压力，需关注公司房地产项目后续去化情况、销售收入的可持续性对经营

业绩的影响。

表 4：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
车辆通行	14.57	57.09	16.25	61.40	16.07	59.24
PPP 项目建造	--	--	32.43	0.00	38.10	0.00
房地产销售	--	--	9.18	48.75	1.04	48.21
其他	0.27	29.68	0.28	19.47	0.29	23.59
合计/综合	14.84	56.60	58.13	24.95	55.52	18.19

注：1、PPP 项目建造收入来自成南高速改扩建项目建造收入；2、其他收入包括服务区租赁收入等。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2024 年经营性业务利润仍是公司利润总额的主要来源，但受毛利率较高的房地产销售收入同比大幅减少影响，盈利能力有所下滑；成南改扩建项目推进使得总债务及财务杠杆上升，但较好的获现能力及充足的备用流动性能够为债务偿付提供保障。

盈利能力

跟踪期内经营性业务利润仍是公司利润总额的主要来源，且经营性业务利润依然维持以路产经营和房地产销售业务利润为主的结构。2024 年公司按照收入准则将成南高速改扩建项目（PPP）资产的对价金额同时确认建造服务收入和成本，使得公司营业总收入保持在较高水平，但受当期房地产销售进度偏慢及高庐·紫云台一期项目 2023 年集中交付确认收入较多影响，毛利率较高的房地产销售业务收入同比大幅减少，从而导致 2024 年公司经营性业务利润、利润总额、总资产收益率同比均下滑。

资产质量

公司资产主要由固定资产、在建工程、无形资产等非流动资产构成，2024 年随着成南改扩建项目推进，年末非流动资产进一步升至 92.71%。其中，无形资产大幅增长，主要系成南改扩建项目确认的特许经营权增加；固定资产主要为高速公路及附属设施，2024 年受计提折旧影响有所下降。流动资产方面，货币资金及应收资金集中管理款大幅下降，主要系用于建设支出所致。

公司负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、其他应付款构成。其中，2024 年末长期借款大幅增加，主要系 2024 年成南改扩建项目银团贷款组建，公司使用银团贷款置换部分到期的前期建设贷款以及为投资建设新增借款所致；应付债券规模大幅下降，主要系“20 成高 01”、“20 成高 02”将于 2025 年到期转入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款主要系四川高速对公司的转贷款；其他应付款大幅增加，主要系应付股利、工程款增加所致。

所有者权益方面，2024 年公司对股东四川高速利润分配 25.00 亿元，其中 17.35 亿元分配给四川高速后，四川高速将其作为成南高速改扩建项目的资本金注入公司；另外 7.65 亿元作为现金股利支付给四川高速，其中 2024 年已支付 4.00 亿元。受上述因素影响，2024 年末公司所有者权益同比小幅下降。同时，2024 年公司总债务保持大幅上升趋势，年末总资本化比率持续增长至 60.07%，但短期债务占比大幅下降且处于很低水平。

现金流及偿债情况

公司经营获现能力较好，2024 年受通行费收入和房地产销售收入下降影响，经营活动现金流量净额同比有所减少；随着成南改扩建项目推进，投资活动现金流仍呈大幅净流出态势；2024 年筹资活动现金流入规模同比大幅增加，筹资活动现金流仍呈净流入态势，主要系 2024 年公司使用银团贷款置换到期建设贷款所致。偿债指标方面，由于债务规模增长较快，2024 年经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数、EBITDA、FFO 对债务本息的覆盖能力小幅下滑；同时，由于短期债务规模下降，经调整非受限货币资金能够覆盖短期债务，此外备用流动性充足，截至 2024 年末，公司共获得银行授信额度 521.47 亿元，其中尚未使用额度为 426.62 亿元，短期偿债压力较小。

表 5：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024
经营性业务利润	6.90	11.67	8.98
利润总额	7.20	10.77	9.00
EBITDA	11.84	15.47	14.33
总资产收益率	6.08	7.30	4.98
货币资金	1.82	4.63	1.61
其他应收款	9.06	8.54	4.90
固定资产	56.32	52.24	48.40
无形资产	0.00	84.40	125.13
资产总计	139.46	171.03	205.23
其他应付款	1.56	2.34	9.34
长期借款	39.00	8.21	94.85
应付债券	11.56	10.81	6.00
长期应付款	9.07	8.13	7.47
总债务	63.49	87.35	112.87
短期债务/总债务	6.07	68.92	4.03
总资本化比率	49.53	53.57	60.07
经营活动产生的现金流量净额	19.15	15.90	14.23
投资活动产生的现金流量净额	-34.14	-34.74	-35.37
筹资活动产生的现金流量净额	11.80	21.62	18.25
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	8.33	5.97	4.68
EBITDA 利息保障倍数	5.15	5.81	4.72
FFO/总债务	0.14	0.14	0.08
总债务/EBITDA	5.36	5.65	7.88
经调整非受限货币资金/短期债务	1.86	0.20	1.21

注：1、其他应收款包括应收资金集中管理款，2022~2024 年应收资金集中管理款的金额分别为 5.45 亿元、7.26 亿元、3.90 亿元；2、经调整非受限货币资金=非受限货币资金+应收资金集中管理款。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

受限资产方面，截至 2024 年末，公司受限资产系借款质押的高速公路收费权 14.45 亿元和银行存款 7,000 元，占当期末总资产 7.04%。

或有负债方面，截至 2024 年末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2022~2025 年 6 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。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。

假设与预测¹

假设

——2025 年公司主营业务经营稳定，利润总额同比小幅上升。

——2025 年公司高速改扩建项目保持较大支出规模，总债务及财务杠杆上升。

预测

表 6：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率（%）	53.57	60.07	61.00~63.00
总债务/EBITDA（X）	5.65	7.88	8.00~9.00

资料来源：中诚信国际预测

调整项

ESG²表现方面，公司严格遵守高速公路环境保护与水土保持的相关法律法规和技术政策，积极推动公司发展与资源环境的协调共进；公司法人治理结构完善，内部控制及管理体系较为完善，目前 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司资金流出除满足日常经营需求外，主要用于项目投资、债务的还本付息及分派股利，2025 年公司债务到期规模较小，但项目投资需求较大，考虑到其经营获现能力较强、备用流动性充足，未来一年流动性来源可以覆盖流动性需求。

外部支持

2024 年四川高速在成南改扩建项目资本金注入方面给予公司一定支持。

公司作为四川高速的重要子公司，可以获得股东及政府的一定支持。2024 年，公司确认股东四川高速对成南高速改扩建项目注入的资本金 17.35 亿元，同期获得政府各项补助 4,101 万元，包含取消高速公路省界收费站工程补助、省级交通厅专项资金。

跟踪债券信用分析

截至本报告出具日，跟踪债券“21 成高 01”募集资金均已按照约定用途使用完毕。该债券将于 2026 年 5 月到期，考虑到公司主业获现能力较好、备用流动性充足，债券接续压力不大，且该债券由四川高速提供不可撤销的连带责任保证担保，对其还本付息起到有力保障作用，目前跟踪债券信用风险极低。

偿债保障分析

四川高速公路建设开发集团有限公司为本次跟踪债项提供不可撤销的连带责任保证担保。

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 2024 年

¹ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

² 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

末公司高速公路通车里程为 4,036.32 公里，占四川省全省的 40%左右。四川高速业务结构和路产分布较为稳定，跟踪期内经营稳健，维持很强的业务运营实力；同时，受益于外部融资环境及行业政策，2024 年以来公司融资成本持续压降、期限结构不断改善，融资整体保持畅通。但中诚信国际亦关注到，四川高速在建及拟建高速公路项目尚需投资规模较大，后续仍面临资本支出压力。外部支持方面，四川高速股东蜀道集团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，掌握着四川省内较多垄断性资源，四川高速由蜀道集团控股、四川省国资委实际控制，其股权结构和业务开展与政府具有高度的关联性，在项目匹配和资本注入等方面继续获得相关各方的强力支持，截至 2024 年末公司资本公积增至 1,084.48 亿元。

表 7：四川高速评级模型打分情况

项目	结果
BCA 级别	aa ⁻
外部支持提升	3
模型级别	AAA

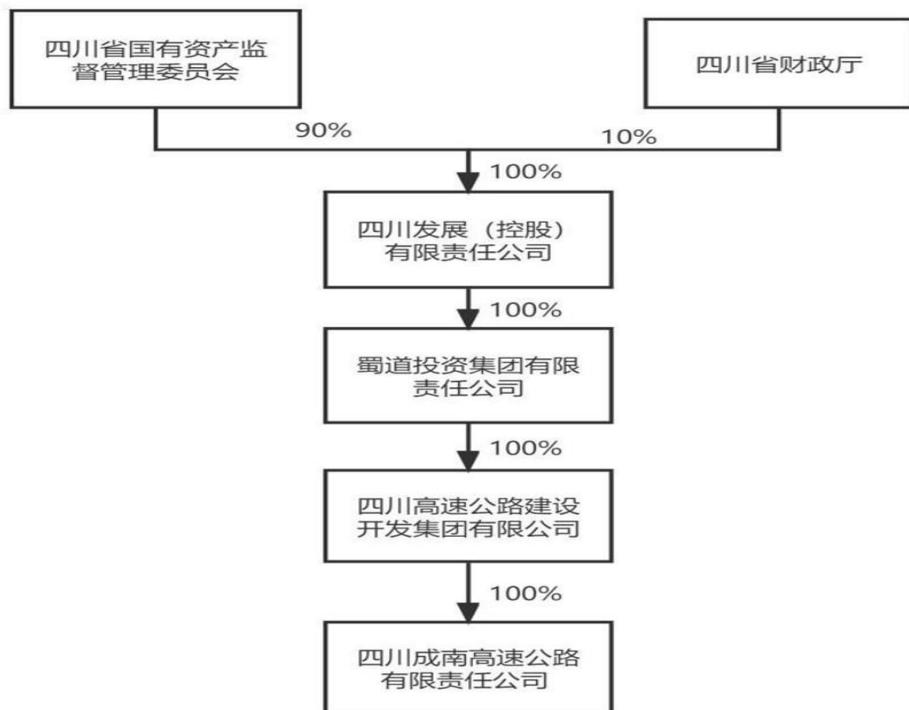
注：1、外部支持：四川省政府具有很强的支持能力，同时对公司的支持意愿强，主要体现在四川省强劲的经济财政实力和增长能力；四川高速系四川省高速公路建设重要的投融资主体，自成立以来持续获得政府及股东在项目匹配、资本注入等方面的大力支持，战略重要性强且与政府的关联度高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度；2、方法论：中诚信国际收费公路投资行业评级方法与模型 C220101_2024_05。

综合来看，中诚信国际维持四川高速公路建设开发集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的不可撤销连带责任保证担保对本次跟踪债项还本付息起到有力保障作用。

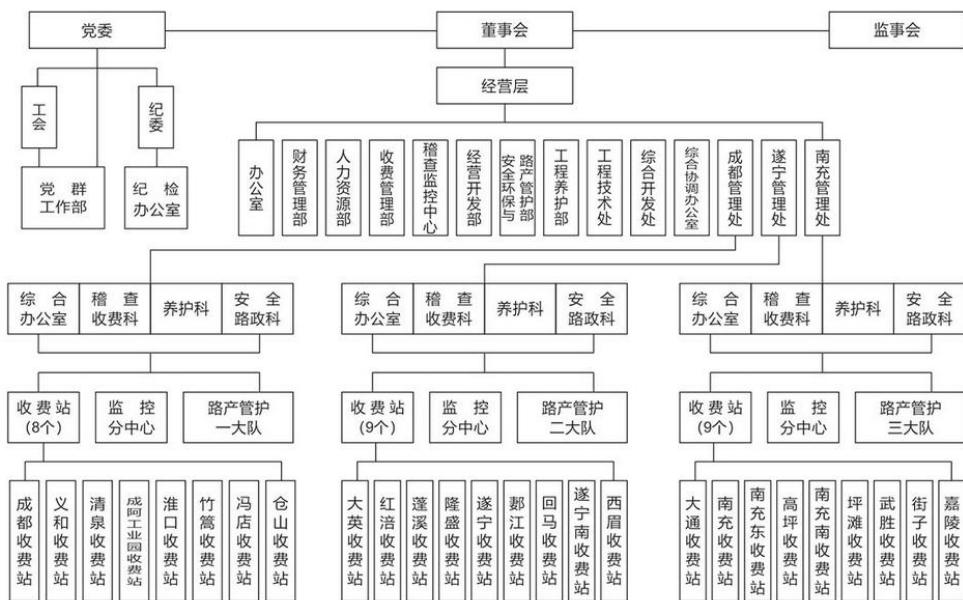
评级结论

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“21 成高 01”的信用等级为 **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 2024 年末）



四川成南高速公路有限责任公司



资料来源：公司提供

附二：四川成南高速公路有限责任公司财务数据及主要指标

财务数据 (单位: 万元)	2022	2023	2024
货币资金	18,173.49	46,306.77	16,138.66
应收账款	3,622.24	3,439.82	22,882.63
其他应收款	90,622.33	85,423.31	48,962.24
存货	97,242.57	57,355.26	52,260.71
长期投资	1,026.27	670.87	660.13
固定资产	563,212.42	522,378.05	484,019.31
在建工程	502,369.48	3,302.62	3,969.60
无形资产	0.00	843,975.74	1,251,258.19
资产总计	1,394,620.16	1,710,339.06	2,052,321.29
其他应付款	15,599.85	23,435.74	93,361.37
短期债务	38,560.20	601,994.19	45,482.75
长期债务	596,353.30	271,478.32	1,083,194.90
总债务	634,913.49	873,472.51	1,128,677.65
净债务	617,713.59	828,455.35	1,112,539.69
负债合计	747,621.84	953,435.99	1,302,108.53
所有者权益合计	646,998.32	756,903.07	750,212.77
利息支出	23,000.00	26,630.32	30,384.88
营业总收入	148,357.75	581,333.65	555,153.80
经营性业务利润	68,981.09	116,687.41	89,845.27
投资收益	-0.04	-459.00	-
净利润	60,687.31	92,803.48	69,818.83
EBIT	77,577.55	113,299.65	93,744.81
EBITDA	118,405.47	154,708.17	143,302.65
经营活动产生的现金流量净额	191,497.30	159,046.27	142,344.74
投资活动产生的现金流量净额	-341,354.07	-347,407.71	-353,729.22
筹资活动产生的现金流量净额	117,975.68	216,178.71	182,505.28
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率 (%)	56.60	24.95	18.19
期间费用率 (%)	10.05	2.71	1.92
EBIT 利润率 (%)	52.29	19.49	16.89
总资产收益率 (%)	6.08	7.30	4.98
流动比率 (X)	1.73	0.29	0.78
速动比率 (X)	1.07	0.21	0.51
存货周转率 (X)	0.73	5.64	8.29
应收账款周转率 (X)	48.91	164.64	42.18
资产负债率 (%)	53.61	55.75	63.45
总资本化比率 (%)	49.53	53.57	60.07
短期债务/总债务 (%)	6.07	68.92	4.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.27	0.15	0.10
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	4.38	0.22	2.44
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	8.33	5.97	4.68
总债务/EBITDA (X)	5.36	5.65	7.88
EBITDA/短期债务 (X)	3.07	0.26	3.15
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.15	5.81	4.72
EBIT 利息保障倍数 (X)	3.37	4.25	3.09
FFO/总债务 (X)	0.14	0.14	0.08

注：1、中诚信国际根据 2022~2024 年度审计报告整理；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径；3、其他应收款包括应收资金集中管理款，2022~2024 年应收资金集中管理款的金额分别为 54,480.31、72,571.77、39,028.28 万元。

附三：四川高速公路建设开发集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 亿元)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	39.32	56.96	51.31	52.42
非受限货币资金	37.56	55.64	49.48	50.83
应收账款	36.10	36.13	45.66	48.10
其他应收款	105.54	28.33	32.70	24.92
存货	42.65	37.56	37.73	38.34
长期投资	212.70	273.37	293.94	298.79
在建工程	575.20	642.81	667.17	695.35
无形资产	274.21	478.81	735.10	770.34
总资产	3,607.01	3,980.22	4,329.62	4,389.32
其他应付款	77.53	73.92	81.61	83.99
短期债务	260.72	415.83	240.18	--
长期债务	2,026.02	2,114.65	2,538.28	--
总债务	2,286.74	2,530.48	2,778.46	--
总负债	2,452.16	2,703.01	2,936.70	3,001.89
利息支出	101.49	88.11	90.33	--
经调整的所有者权益合计	1,124.84	1,221.41	1,277.12	1,286.63
营业总收入	593.45	473.81	564.11	104.68
经营性业务利润	17.33	30.68	30.63	7.63
其他收益	3.11	2.81	3.40	0.61
投资收益	22.02	12.89	9.35	0.01
营业外收入	0.93	0.98	1.24	0.12
净利润	35.66	33.37	31.40	6.80
EBIT	106.45	102.90	101.55	--
EBITDA	147.57	145.86	148.16	--
销售商品、提供劳务收到的现金	452.18	304.27	333.40	85.20
收到其他与经营活动有关的现金	1,234.61	1,324.00	1,160.42	287.91
购买商品、接受劳务支付的现金	367.40	149.09	180.23	47.97
支付其他与经营活动有关的现金	1,231.32	1,298.23	1,164.24	288.36
吸收投资收到的现金	39.06	36.42	76.08	18.60
资本支出	288.80	284.53	281.47	85.87
经营活动产生的现金流量净额	52.06	140.72	103.69	22.69
投资活动产生的现金流量净额	-430.65	-291.61	-282.10	-86.79
筹资活动产生的现金流量净额	301.69	168.56	171.68	65.44
现金及现金等价物净增加额	-76.90	17.67	-6.72	1.34
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率 (%)	18.30	24.27	19.98	24.22
期间费用率 (%)	15.62	17.90	14.92	17.25
应收类款项占比 (%)	4.19	1.83	2.00	1.91
收现比 (X)	0.76	0.64	0.59	0.81
资产负债率 (%)	67.98	67.91	67.83	68.39
总资本化比率 (%)	67.03	67.45	68.51	--
短期债务/总债务 (%)	11.40	16.43	8.64	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	0.51	1.60	1.15	--
总债务/EBITDA (X)	15.50	17.35	18.75	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.57	0.35	0.62	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.45	1.66	1.64	--

注：1、中诚信国际根据四川高速提供的其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 2022 年度审计报告、经重庆康华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告、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 2024 年度审计报告，以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，各期财务数据均使用当年审计报告或当期财务报表期末数；
 2、中诚信国际将其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具、少数股东权益中的带息部分按照期限分别计入短期债务和长期债务；
 3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，调整项为其他权益工具和少数股东权益中的永续债和并表 ABN；
 4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附四：成南高速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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
经营效率	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：四川高速基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资本结构	
资产负债率	总负债/总资产
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/总资产
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
经营性业务利润	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	EBIT=营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
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
现金流	
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 利息保障倍数
经营活动产生的现金流量	EBITDA/利息支出
净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

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	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。
AA	债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。
A	债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。
BBB	债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。
BB	债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强, 安全性较高。
A-3	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低, 违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn