



蜀道城乡 1 期资产支持专项计划 (成渝双城经济圈) 资产支持证券 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20263296P-01

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人据此报告采取投资、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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2026 年 8 月 27 日

评级对象

蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）资产支持证券

信用等级

优先级 AAA_{sf}

交易要素

基础资产	原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人对借款人享有的标的债权和其他权利及其附属担保权益
原始权益人/优先收购权人/差额支付承诺人/回售和赎回承诺人	四川蜀道城乡投资集团有限责任公司
流动性支持承诺人	蜀道投资集团有限责任公司
计划管理人/管理人	华泰证券（上海）资产管理有限公司
监管银行	中国光大银行股份有限公司成都分行
托管银行	成都银行股份有限公司

项目负责人：于桐宇 tyu@ccxi.com.cn

项目组成员：许嘉琦 jqxu@ccxi.com.cn

韩兆翁 zhwhan@ccxi.com.cn

评级总监：

电 话：(021)60330988

传 真：(021)60330991

重要提示：本评级报告是中诚信国际基于 2026 年 8 月 27 日及之前获得的相关信息而出具的。在资产支持证券发售后，中诚信国际可能将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行调整。评级结果并不构成对投资者购买或持有上述证券的建议性意见。

资产支持证券概况

资产支持证券	信用等级	预计发行金额（万元）	占比	预期期限（年）	还本付息安排
优先级	AAA _{sf}	90,000.00	99.89%	3+3+3+3+3	每三个月付息，按计划还本
次级	NR	100.00	0.11%	18	--
合计	--	90,100.00	100.00%	--	--
关键日期					
基准日/封包日		【2026】年【7】月【1】日			
预计设立日		【2026】年【9】月【8】日			
法定到期日		预期到期日后届满三年之日			
参与机构					
原始权益人/优先收购权人/差额支付承诺人/回售和赎回承诺人		四川蜀道城乡投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道城乡”）			
流动性支持承诺人		蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”）			
债务人 1/借款人 1/抵押人 1/ 出质人 1/资产服务机构 1		四川铁投煜晖置业有限公司（以下简称“煜晖公司”）			
债务人 2/借款人 2/抵押人 2/ 出质人 2/资产服务机构 2		四川祥瑞丰投资有限公司（以下简称“祥瑞丰公司”）			
计划管理人/管理人		华泰证券（上海）资产管理有限公司（以下简称“华泰资管”）			
监管银行		中国光大银行股份有限公司成都分行（以下简称“光大银行成都分行”）			
托管银行		成都银行股份有限公司（以下简称“成都银行”）			
登记托管机构		中国证券登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称“中证登上海分公司”）			
基础资产					
基础资产		原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人对借款人享有的标的债权和其他权利及其附属担保权益			
标的债权本金		【9.01】亿元			
物业资产					
名称		宜宾国际会议中心		祥瑞里	
位置		宜宾市黄桷坪路 1 号		四川省乐山市市中区太白路 863 号、太白路 783 号	
建筑面积		139,891.14 平方米		41,431.28 平方米	
评估价值		130,160.00 万元		19,880.00 万元	
评估价值时点		2025 年 12 月 31 日			
评估机构/现金流预测咨询机构		深圳市世联资产房地产土地评估有限公司（以下简称“世联评估”）			

注：1、NR 表示未予评级；

2、本专项计划优先级资产支持证券每 3 年设置回售与赎回安排，可提前结束；

3、相关日期由管理人提供；

4、债务人 1、债务人 2 或统称“债务人”；借款人 1、借款人 2 或统称“借款人”；抵押人 1、抵押人 2 或统称“抵押人”；出质人 1、出质人 2 或统称“出质人”；资产服务机构 1、资产服务机构 2 或统称“资产服务机构”；

5、因四舍五入原因，本报告部分统计分布总和与最终合计值存在一定尾数误差。

评级模型

评级方法和模型	中诚信国际商业物业抵押贷款结构化产品评级方法与模型 C550900_2020_01
模型结果	优先级 AAA _{sf}

● 评级观点

中诚信国际给予上述资产支持证券的评级反映的是优先级资产支持证券的预期损失程度及其利息获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性，主要基于本交易如下方面的考虑：

物业资产：本专项计划物业资产分别位于四川省宜宾市和四川省乐山市，其中宜宾国际会议中心包括酒店、办公部分及会议中心。酒店部分近年来房价持续走低，但入住率有所提升，运营收入整体较为稳定；办公部分出租率保持增长，租金单价略有波动，受租户退租及新租户引进节奏影响，运营收入有所波动；会议中心运营收入规模近年来亦有所波动。整体来看，宜宾国际会议中心近年来运营收入有所波动，虽通过不断压降运营成本实现减亏，但整体仍处于运营亏损状态。此外，会议中心自 2026 年 4 月 1 日起由四川蜀道物业服务集团有限责任公司（以下简称“蜀道物业”）整租，租赁期限 10 年，整租安排可为未来物业资产运营收入的达成提供一定保障，但整租期限未能覆盖专项计划期限，中诚信国际将持续关注其后续的续约情况。祥瑞里近年来出租率及租金水平均逐年增长，运营收入随之增长，同时随着项目运营进入稳定期，其运营总支出保持下降态势，整体净现金流逐年增长。此外，截至 2026 年 6 月末，宜宾国际会议中心办公部分及祥瑞里的租金收缴率均出现一定程度的下降，中诚信国际将持续关注上述物业资产租金支付情况及未来经营稳定性。

交易结构：本专项计划设置的物业资产未来收入质押担保、物业资产抵押担保、蜀道城乡的差额支付义务及回售和赎回资金支付义务、蜀道集团的流动性支持承诺，均可为优先级资产支持证券提供一定的信用支持；本专项计划设置有加速清偿事件、违约事件和债权提前到期事件等机制，信用触发机制设置较为完备。

现金流分析：中诚信国际基于物业资产运营现金流情况及其估值情况和现金流分配机制编写本交易的现金流模型，通过现金流模型分析，正常景况和压力景况下，物业资产各期净现金流（除第 72 个兑付日）对当期应付优先级资产支持证券本息形成有效覆盖；开放退出时，物业资产处置净收入对优先级资产支持证券本金形成有效覆盖。

主要风险：通过交易结构设计，本专项计划现金流不及预期风险、抵押物价值波动风险可得到一定缓释，同时需关注资金混同风险、借款人持续经营风险、整租方履约风险、物业资产宜宾国际会议中心项目自持限制等风险。

重要参与方：计划管理人等参与机构具备履行其相应职责的能力。

正 面

- **质押现金流超额覆盖。**出质人将物业资产未来收入为《蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）债权转让与确认协议》（以下简称“《债权转让与确认协议》”）项下全部债务提供质押担保。正常情况下，在第 71 个兑付日之前（含当个兑付日），物业资产的运营净收入对优先级资产支持证券本息及交易的所有税、费之和的覆盖倍数分布在 1.30~3.13 倍之间，现金流的超额覆盖可对优先级资产支持证券本息的偿付提供一定的保障。
- **抵押担保机制。**抵押人以其持有的物业资产为《债权转让与确认协议》项下全部债务提供抵押担保。标的债权和优先级资产支持证券本金与抵押物评估价值的比值分别为 60.05% 和 59.98%。上述抵押担保机制能够为标的债权的偿付提供一定保障，进而在一定程度上保障优先级资产支持证券的本息兑付。
- **流动性支持承诺机制。**本专项计划由蜀道城乡对专项计划账户内可供分配的资金不足以支付兑付日应付的优先级资产支持证券的利息和当期应付本金以及相关税费、报酬的差额部分承担补足义务；同时作为回售和赎回承诺人，承诺对所有剩余优先级资产支持证券的回售和赎回资金履行支付义务；蜀道集团作为流动性支持承诺人，承诺对前述差额支付资金及回售与赎回资金的差额部分承担补足义务。蜀道集团作为四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，战略地位突出，能够获得地方各级政府在政策和资金上的强有力支持，其在四川省内交通投建运营领域具有垄断优势，同时多元化战略布局亦使其综合抗风险能力极强，其可为本专项计划优先级资产支持证券的兑付提供极强的信用支持。

关 注

- **资金混同风险。**正常情况下，煜晖公司及祥瑞丰公司收取物业资产运营收入后，应每 3 个月将运营净收入现金流归

集至资产服务机构1开立的监管账户，并以相同的频率转付等值于必备金额¹的资金至专项计划账户；特别的，宜宾国际会议中心的酒店经营收入和会议中心整租收入需先支付至四川铁投安珀酒店管理有限公司（以下简称“安珀公司”），再由安珀公司最迟于收到款项的次日12:00前转付至煜晖公司。因此，物业资产运营净收入现金流存在与安珀公司、债务人、资产服务机构1其他资金混同及被挪用的风险，并且，如相关账户发生被查封、冻结等情形，物业资产运营净收入现金流将可能不能按预期正常流转至专项计划账户。

- **现金流不及预期风险。**本专项计划优先级资产支持证券本金和预期收益的最终偿付来源主要来自物业资产运营净收入，现金流预测基于若干假设条件，在专项计划存续期内，若承租方无法按时、足额支付租金，亦或除不可抗力之外的其他因素导致物业资产无法于最佳状态运营等情况时，物业资产实际产生的运营净收入可能与预测值产生偏差。中诚信国际将对物业资产运营情况保持关注。

缓释措施：根据专项计划安排，正常情况下，监管账户资金超出必备金额的部分，资产服务机构1需取得管理人同意后，方能将超出部分资金自监管账户划出；若发生加速清偿事件，剩余资金须留存直至全部相关债权本息及费用清偿完毕，该设置能在一定程度上缓释现金流不及预期风险。

- **抵押物价值波动风险。**抵押人煜晖公司及祥瑞丰公司以其持有的物业资产作为抵押物，为其应付《债权转让与确认协议》项下全部债务提供抵押担保。若抵押物未来处置时价值下跌，则可能影响本专项计划优先级资产支持证券本息的偿付。

缓释措施：根据专项计划安排，若《定期跟踪评估报告》对抵押物的评估价值下降至资产评估机构出具的《初始评估报告》载明的初始评估价值的80%或以下，将触发债权提前到期事件，借款人应提前归还标的债权本金及其对应利息，专项计划提前终止。该设置可在一定程度上缓释抵押物估值下跌对优先级资产支持证券本息兑付产生的不利影响。

- **借款人持续经营风险。**本专项计划优先级资产支持证券的本金和预期收益主要来自于借款人持有的物业资产的运营净收入，借款人的持续经营能力可直接影响物业资产的预期现金流，近年来借款人始终处于亏损状态，盈利能力较弱，若借款人经营状况持续恶化，可能对优先级资产支持证券的按期足额偿付产生不利影响。

- **整租方履约风险。**本专项计划入池物业资产宜宾国际会议中心项目的会议中心自2026年4月1日起由蜀道物业整租，租赁期限10年，预计未来年度由蜀道物业支付的整租租金占全部物业资产未来现金流的比重将超过15%。由于整租期限未能覆盖专项计划期限，若租约到期后未能及时续约，或整租方出现经营状况恶化、资金周转困难等情形，导致其无法按时足额支付租金，均可能导致项目公司无法按时足额支付标的债权本息，进而对优先级资产支持证券本息偿付产生不利影响。

- **物业资产宜宾国际会议中心项目自持限制。**根据宜宾国际会议中心项目对应的《国有建设用地使用权出让合同》，煜晖公司作为受让人需遵守“受让人按照本合同约定支付全部国有建设用地使用权出让价款，领取不动产权证书后，有权将该合同项下的国有建设用地使用权转让、出租、抵押。A-02-01（宜宾国际会议中心）项目建成后，受让人应自持不低于项目总建筑面积的25%，且自持须整体经营，不得分割出售（自持资产应包括会议中心和五星级酒店）”。因此，宜宾国际会议中心项目对应之《国有建设用地使用权出让合同》存在有关自持的限制条款，物业资产的处置存在不确定性，可能影响优先级资产支持证券本息的偿付。

- **蜀道集团资本支出压力较大且财务杠杆水平较高、金融板块风险及收益情况有待关注。**蜀道集团在高速公路、铁路投资建设、路桥施工等业务板块面临较大的投资压力，资金来源以债务融资为主，随着各类项目建设的不断推进，其债务规模持续增长，财务杠杆比率维持在较高水平。此外，蜀道集团业务板块多元，各板块面临的市场环境各异，对其经营管控能力提出更高的要求；同时，2024年蜀道集团以参与宏达系破产重整及化解四川信托有限公司（以下简称“四川信托”）风险为契机完成相关股权收购，并参股银行及保险牌照，金融板块2025年经营情况有所改善，但存量风险处置、经营表现及未来收益情况仍有待关注。

¹ 必备金额：就每个监管账户划付日而言，系指在监管账户划付日/还款日，借款人应付的当期标的债权本息及《债权转让与确认协议》约定的其他费用（如有）之和，具体以届时管理人通知为准。

概况数据

蜀道城乡（合并口径）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
资产总计（亿元）	582.84	592.58	568.78	567.19
所有者权益合计（亿元）	83.15	118.74	167.08	164.58
负债合计（亿元）	499.69	473.84	401.70	402.61
总债务（亿元）	339.76	385.70	308.81	--
营业总收入（亿元）	164.73	138.81	136.37	13.31
净利润（亿元）	2.55	-11.85	-7.80	-1.93
EBITDA（亿元）	11.81	-4.27	3.31	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-34.15	2.81	29.70	5.10
营业毛利率（%）	12.97	9.42	7.62	5.57
净负债率（%）	384.96	515.53	247.80	--
总债务/EBITDA（X）	28.76	-90.25	93.31	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.73	-0.25	0.32	--

注：1、中诚信国际根据蜀道城乡经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告、经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度和 2025 年度审计报告，以及未经审计的 2026 年一季度财务报表整理。其中，2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数，2025 年和 2026 年一季度财务数据均采用了当期期末数；

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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；

3、中诚信国际分析时，将其他应付款中一年内及一年以上带息部分分别计入短期债务和长期债务，将其他权益工具中永续信托计入长期债务；

4、2025 年利息支出通过“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”估算得来；

5、蜀道城乡未能提供 2026 年 1~3 月债务调整、利息支出等数据及现金流量表补充资料，相关指标失效。

蜀道集团（合并口径）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
总资产（亿元）	13,375.53	15,002.50	16,563.02	16,803.35
经调整的所有者权益合计（亿元）	3,481.74	3,949.07	4,380.80	4,424.42
总负债（亿元）	9,326.65	10,437.21	11,582.92	11,759.62
总债务（亿元）	8,758.37	9,864.82	11,081.58	--
营业总收入（亿元）	2,504.59	2,571.03	2,674.78	607.27
经营性业务利润（亿元）	122.11	82.46	70.21	14.31
净利润（亿元）	69.21	59.06	13.13	8.72
EBITDA（亿元）	441.88	400.11	404.45	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	121.23	86.81	105.55	3.58
总资本化比率(%)	71.55	71.41	71.67	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.38	1.27	1.30	--

注：1、中诚信国际根据蜀道集团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 2024 年度和 2025 年度审计报告，以及未经审计的 2026 年一季度财务报表整理，各期数据均使用当年审计报告或当期财务报表期末数；

2、经调整的所有者权益=所有者权益-混合型证券调整，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；

3、蜀道集团未能提供 2026 年一季度债务调整、利息支出等数据及现金流量表补充资料，相关指标失效；

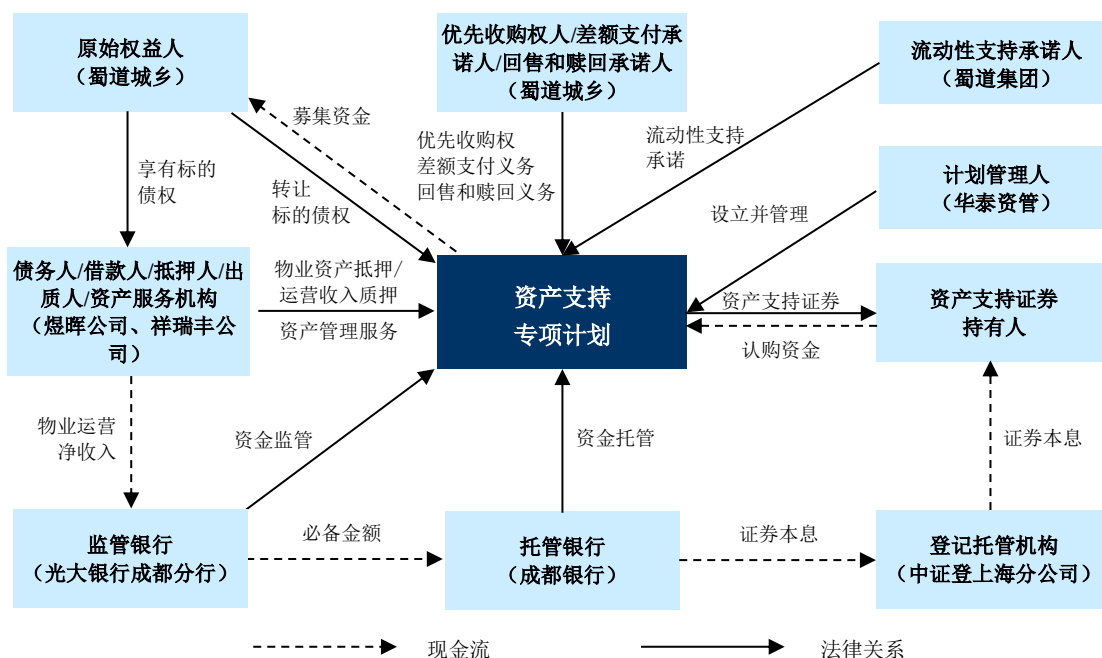
4、相关指标调整说明详见本报告附七。

交易结构分析

基本交易结构

在本专项计划中，蜀道城乡与计划管理人及借款人共同签署《债权转让与确认协议》，拟将其依据《基础合同》²及相关借款凭证（具体见《基础合同》附件一）而对借款人享有的未偿本金余额合计 9.01 亿元股东借款债权（以下简称“标的债权”）作为基础资产转让予本专项计划，各借款人应在还款日按照《债权转让与确认协议》的约定偿还标的债权本息³，标的债权借款期限为 18 年，每三个月按计划还本付息⁴，具体还本计划如本报告附一所示。为确保标的债权清偿义务的履行，煜晖公司、祥瑞丰公司作为抵押人，以其所持有的物业资产为标的债权提供抵押担保；同时作为出质人，将各自运营物业资产取得的全部收入⁵为标的债权提供质押担保。

图 1：交易结构图



资料来源：华泰资管提供，中诚信国际整理

蜀道城乡作为差额支付承诺人出具《蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）差额支付承诺函》（以下简称“《差额支付承诺函》”），不可撤销及无条件地承诺对专项计划账户内可供分配的资金不足以支付该兑付日应付的优先级资产支持证券的利息和当期应付本金以及相关税费、报酬的差额部分承担补足义务；蜀道城乡亦作为回售和赎回承诺人，不可撤销且无条件地承诺对

² 《基础合同》或《借款协议》：系指原始权益人与借款人签署的《债权确认协议》及对该协议的任何修改或补充。

³ 如任一借款人在《债权转让与确认协议》《借款合同》《抵押合同》《质押合同》等专项计划文件或资产文件项下发生提前还款、违约等情形的，另一借款人无条件同意根据管理人合理要求采取提前还款或符合专项计划文件、资产文件约定的其他补救措施。

⁴ 计划管理人有权根据专项计划优先级资产支持证券的预期收益率调整情况调整还本付息安排表。受让人调整还本付息安排表的，应当向债务人发送《还本付息安排调整通知书》，债务人于收到《还本付息安排调整通知书》后的 5 个工作日内出具《还本付息安排调整通知书回执》。债务人须严格按新的还本付息安排表归还债权本息。各方同意，调整后当期应归还债权本息需不低于当期应付税收、专项计划费用、优先级资产支持证券的预期收益和到期应付本金。

⁵ 包括但不限于《租赁协议》项下租金收入、逾期缴纳滞纳金（如有）、违约金（如有），损害赔偿金（如有），以及煜晖公司、祥瑞丰公司有权收取的其他款项，为避免疑义，包括现有的和未来的金钱债权及其产生的收益，但不包含煜晖公司、祥瑞丰公司向承租方收取的保证金及需承担代扣代缴义务的水电费。

所有剩余资产支持证券的回售和赎回资金履行支付义务；同时，蜀道城乡作为优先收购权人，享有优先收购标的债权的权利，并负有对划转至专项计划账户的金额少于必备金额的部分支付权利维持费⁶的义务。蜀道集团作为流动性支持承诺人，出具《蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）流动性支持承诺函》不可撤销及无条件地承诺对前述差额支付资金及回售与赎回资金的差额部分承担补足义务。

本专项计划基于以上交易结构设立，优先级资产支持证券的预计期限约为 18 年，票面利率为固定利率。此外，专项计划每 3 年设置了优先级资产支持证券的利率调整以及回售与赎回安排，优先级资产支持证券可于开放参与期提前终止，上述机制的流程安排详见本报告附五。

表 1：资产支持证券概况及还本付息安排（万元、年）

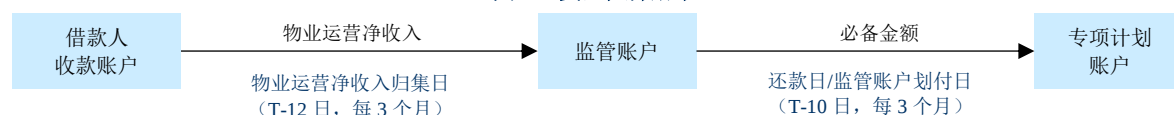
资产支持证券	目标募集规模	利率类型	还本付息安排	预期期限
优先级资产支持证券	90,000.00	固定	每三个月付息，按计划还本	3+3+3+3+3+3
次级资产支持证券	100.00	--	--	18
合计	90,100.00	--	--	--

资料来源：华泰资管提供，中诚信国际整理

分配安排方面，优先级资产支持证券每 3 个月于兑付日（T 日）⁷付息，并按计划还本。正常情况下，优先级资产支持证券本金全部清偿完毕后，将专项计划账户内剩余资金（如有）及其他专项计划资产作为次级资产支持证券本金和收益分配给次级资产支持证券持有人。具体现金流分配机制见本报告附四。

账户设置及资金流转方面，本专项计划设置了借款人收款账户、监管账户、募集资金专户和专项计划账户。煜晖公司、祥瑞丰公司收取物业运营收入后，正常情况下，其作为借款人应每 3 个月于物业运营净收入归集日（T-12 日）将对应归集期间⁸收到的全部物业运营净收入归集至资产服务机构 1 开立的监管账户，资产服务机构 1 每 3 个月于还款日/监管账户划付日（T-10 日）将监管账户中的资金等值于必备金额的部分划转至专项计划账户以偿还标的债权本息；为免疑义，监管账户中的资金小于必备金额的，资产服务机构 1 指令监管银行将监管账户中的全部资金划转至专项计划账户；对监管账户资金超出必备金额的部分，管理人授权资产服务机构 1 有权于紧邻的下一个物业运营净收入归集日之前指令监管银行将监管账户剩余金额划付至其指定的账户并自由支配。若发生加速清偿事件，监管账户资金超出必备金额的部分须留存直至全部标的债权本息及相关费用清偿完毕。

图 2：资金归集流程



资料来源：华泰资管提供，中诚信国际整理

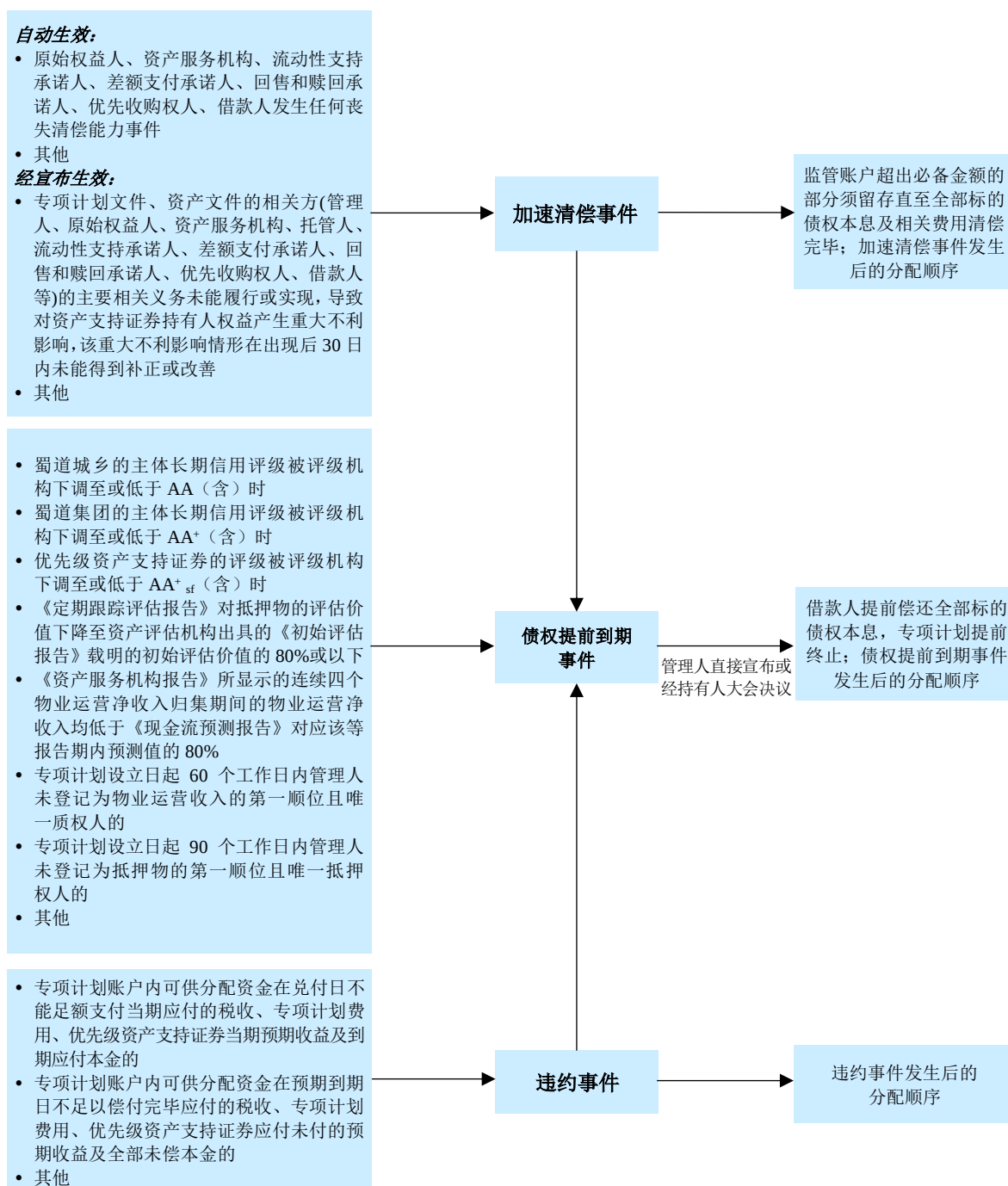
⁶ 就任一权利维持费支付日而言，当期权利维持费的金额=债务人当期应还的必备金额-债务人于监管账户划付日自监管账户向专项计划账户转付的金额。

⁷ 兑付日（T 日）：系指专项计划存续期内每年 2 月、5 月、8 月、11 月的最后一个工作日，但如果该日不是工作日的，则顺延至该日后的第一个工作日，顺延期间不计算利息。第一个兑付日为 2026 年 11 月 30 日。在发生标的债权提前到期的情形时，为债权提前到期日后的第 13 个工作日，为避免疑义，一旦发生标的债权提前到期情形，则在一般的兑付日不进行兑付。

⁸ 归集期间：系指前一个计算日（不含该日）至本计算日（含该日）止的期间。特别地，第一个归集期间为自基准日（含该日）起至第一个计算日（含该日）止的期间。其中，计算日为专项计划设立日后每年 1 月、4 月、7 月、10 月的最后一日 24:00，第一个计算日为 2026 年 10 月 31 日 24:00。

信用触发机制方面，本专项计划设有加速清偿事件、违约事件和债权提前到期事件等。其中，发生**加速清偿事件**后，资产服务机构 1 无权再对外划付监管账户中的剩余资金，监管账户剩余资金须留存直至全部剩余标的债权本息及相关费用清偿完毕；发生**加速清偿事件**或**违约事件**后，将触发**债权提前到期事件**，专项计划按违约事件/加速清偿事件/债权提前到期事件发生后的分配顺序进行分配；此外，发生**债权提前到期事件**后，管理人直接决定或经有控制权的资产支持证券持有人大会决议标的债权提前到期，借款人应提前偿还全部标的债权本息，专项计划提前终止。

图 3：主要信用触发机制设置



注：图示仅为主要信用触发机制设置，相关事件具体定义见本报告附三。

资料来源：华泰资管提供，中诚信国际整理

交易的法律情况

北京市中伦律师事务所（以下简称“中伦”）就本专项计划出具了相关法律意见：专项计划原始权益人、优先收购权人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、流动性支持承诺人等均具有法定必备的主体资格，并取得了合法、有效的内部授权；资产管理合同等专项计划主要法律文件不违反法律、行政法规的强制性规定，符合《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（以下简称“《管理规定》”）的规定；在专项计划文件约定的生效条件得到满足后，专项计划文件将对相关的专项计划当事人产生合法、有效的法律约束力；基础资产真实、合法、有效，权利归属明确、完整且可特定化，未附带任何担保负担或者其他权利限制，基础资产不属于《资产证券化业务基础资产负面清单指引》列明的不适宜采用资产证券化业务形式或不符合资产证券化业务监管要求的资产；基础资产不存在法定或约定不得转让的情形，且计划管理人（代表专项计划）根据《蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）资产买卖协议》获得基础资产真实、有效、完整、权属明确，不存在法律障碍；标的物业建设所需履行的备案审批程序完备，土地、房屋的规划用途、证载用途与实际用途一致。标的物业不存在抵押、查封的权利限制；基础资产与原始权益人、计划管理人、托管人的自有财产及与其管理的其他资产相区别，并实现了相应的风险隔离，符合法律、法规等相关规定；专项计划设置的优先级/次级分层、物业资产运营收入净额超额覆盖、物业资产抵押、物业资产运营收入质押、差额支付承诺、回售赎回承诺和流动性支持承诺等信用增级安排符合《中华人民共和国民法典》《管理规定》的有关规定，信用增级安排的相关义务人已经履行了相关内部授权，该等信用增级安排合法、有效。

标的物业自持限制情况：物业资产宜宾国际会议中心项目对应的《国有建设用地使用权出让合同》（合同编号：1400-2018-0005）约定，煜晖公司作为受让人需遵守“受让人按照本合同约定支付全部国有建设用地使用权出让价款，领取不动产权证书后，有权将本合同项下的国有建设用地使用权转让、出租、抵押。A-02-01（宜宾国际会议中心）项目建成后，受让人应自持不低于项目总建筑面积的 25%，且自持须整体经营，不得分割出售（自持资产应包括会议中心和五星级酒店）”。根据《国有建设用地使用权出让合同》、煜晖公司拟签署《抵押合同》约定并经中伦适当核查，煜晖公司可将标的物业宜宾国际会议中心项目抵押予计划管理人（代表专项计划）而不违背其应承担的义务、也未侵害第三人权益。标的物业抵押权设立后，计划管理人可依法享有就担保财产优先受偿的权利，即标的物业价值变现后，计划管理人（代表专项计划）作为担保物权人可以就变现的价款优先于债务人的其他债权人受偿。根据宜宾市不动产登记中心出具的《不动产权情况表》，标的物业项下不存在抵押、异议、居住权、查封情况；经中伦确认，该等事项不影响标的物业办理不动产抵押登记；如发生实现抵押权、需对标的物业进行处置的情形时，不动产登记中心可凭借生效的司法文书办理标的物业产权过户手续，即管理人可通过资产文件及专项计划文件约定的争议解决方式通过司法途径实现抵押权、对标的物业进行处置。

基础资产分析

本专项计划基础资产为原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人对借款人享有的标的债权和其他权利及其附属担保权益。标的债权的还本付息来源主要系物业资产运营净收入及物业资产的处置价款，故以下内容将主要对物业资产的基本情况、未来现金流预测以及物业资产的价值等进行分析。

物业资产基本情况介绍

专项计划共有两处物业资产，分别位于四川省宜宾市和四川省乐山市，分别由 2 个债务人持有，建筑面积合计 181,322.42 平方米。

表 2：物业资产基本情况（平方米）

项目名称	债务人	位置	业态	建筑面积
宜宾国际会议中心	煜晖公司	四川省宜宾市黄桷坪路 1 号国际会议中心 1、2（不包含 16 层）、3、4 号楼商业、办公、地下车库	商业、办公、地下车库	139,891.14
祥瑞里	祥瑞丰公司	四川省乐山市市中区太白路 863 号（蜀道·祥瑞里）1 幢商业服务及酒店用途，2 幢、3 幢、4 幢部分商业服务用途及太白路 783 号-1 楼部分商业服务用途房地产	商业、酒店	41,431.28
合计	--	--		181,322.42

资料来源：债务人提供，中诚信国际整理

物业资产一——宜宾国际会议中心

宜宾国际会议中心地处四川省宜宾市黄桷坪路 1 号，周边有万象汇、会展中心等商业配套，且临近四川省宜宾市工业职业技术学校（白沙校区）、四川大学华西医院宜宾医院（临港院区）等公共配套设施，人文环境较好；周边有 12 路、24 路、27 路等多条公交线路通过，交通便捷度较高。

宜宾国际会议中心于 2021 年建成并于 2022 年开始运营，由煜晖公司单独所有，其业态类型包括酒店、办公、会议中心、地下车库等，其占地面积为 139,998.00 平方米，土地用途为商务金融用地，土地使用年限至 2058 年 9 月 2 日止。截至 2026 年 6 月末，宜宾国际会议中心总建筑面积为 139,891.14 平方米，包括华邑酒店、智选假日酒店、办公部分、会议中心和地下车库五个部分。

表 3：宜宾会议中心基本情况（平方米）

物业	所属楼层	建筑面积
华邑酒店	2 号楼 2~5 层及 18~31 层	29,143.87
智选假日酒店	3 号楼 1~10 层	36,985.89
办公部分	地下 1 层局部及 2 号楼 1 层、7~15 层	16,072.94
会议中心	1 号楼 1~4 层	34,020.18
车库	地下 1 层局部	23,668.26
合计	--	139,891.14

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

四川铁投安珀酒店管理有限公司（以下简称“安珀公司”）与煜晖公司签署《国际会议中心租赁合同》，煜晖公司将华邑酒店、智选假日酒店及会议中心部分整租予安珀公司并收取租金收入，正式计租期限自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日⁹，计租面积为 100,125.11 平方米，起始月租金单价为 24.66 元/平方米/月（含税），前三年租金不变，第四、五年租金相同，在第三年租金基础

⁹ 《资产经营收益转让协议》签署后，该《国际会议中心租赁合同》即废止。

上增长 3%，按季度支付租金；安珀公司对上述物业进行经营管理并收取对应的酒店和会议中心经营收入。2026 年 6 月 11 日，安珀公司与煜晖公司重新签订了无固定期限的《资产经营收益转让协议》，自基准日起，安珀公司负责对华邑酒店、智选假日酒店及会议中心进行经营管理，并享有上述物业的经营及收益权；煜晖公司授权安珀公司聘请第三方经营华邑酒店、智选假日酒店及会议中心，并由安珀公司收取对应的经营收入，同时约定安珀公司将标的物业的上述经营收入转让予煜晖公司，安珀公司收到上述经营收入后最迟应于次日 12:00 前将等额资金转付至煜晖公司；办公部分则仍由煜晖公司自行招租运营。

华邑酒店

华邑酒店于 2022 年下半年开业，由煜晖公司持有，安珀公司代其行使业主权利，履行业主职权，六洲酒店管理（上海）有限公司（以下简称“六洲公司”）（代表 IHG 集团）负责酒店日常经营管理。华邑酒店定位于星级酒店，目前拥有 256 间客房、餐厅、会议室及健身房等多种配套设施。

表 4：华邑酒店客房情况（个）

房型	房间数
华邑高级房（大床/双床）	112
华邑城市江景房（大床/双床）	58
华邑无障碍房（大床）	2
华邑江景房（大床/双床）	35
华邑行政豪华房——山景（大床）	24
华邑行政豪华房——江景（大床）	11
华邑江景套房（大床）	11
华邑长江套房（大床）	2
华邑总统套房（大床）	1
小计	256

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

客房方面，华邑酒店主要客户群体为商旅及会议住户。截至 2026 年 6 月末，华邑酒店尚处于运营初期，近年来入住率有所增长，但受限于当地商业活动的需求，入住率仍有一定的提升空间；客房单价方面，受市场环境影响，近年来华邑酒店客房单价持续下行。

餐饮方面，华邑酒店拥有彩丰楼、鲜艳餐厅、举茗邑三家餐厅，经营自助早餐及中西式午餐、晚餐，其中华邑酒店及智选假日酒店住店客人均于华邑酒店自助餐厅用餐，住店客人自助早餐免费，额外购买自助早餐标准约为 40 元/人；其他中西式午餐、晚餐人均餐标约为 120~165 元/人。

表 5：华邑酒店餐厅情况（个）

餐厅名称	餐位数
彩丰楼	146
鲜艳餐厅	160
举茗邑	58

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

物业租赁方面，宜宾国际会议中心办公部分 2024~2025 年部分物业管理工作由华邑酒店的物业服务团队承担，计入物业租赁收入。截至 2025 年 7 月，前述工作已交由安珀公司负责，华邑酒店后续不再确认相关收入。

其他收入方面，华邑酒店向住客提供会议室场租、健身房等服务，其中会议厅 8 个（包括宴会厅及多功能厅），收费标准在 10,000~90,000 元/天之间；健身房免费向住店客人提供服务，同时按照 2,699 元/年的价格对外提供服务。此外其他收入还包含部分洗衣及客赔收入，整体来看，其他收入占整体收入规模较小。

整体来看，华邑酒店客房单价持续下行，平均入住率持续增长，客房收入整体小幅增长；餐饮、租赁及其他收入能够对运营收入形成一定补充，近年来运营收入相对稳定。

表 6：华邑酒店历史运营情况（元/间/夜、万元）

类型	2023	2024	2025	2026.1~6
客房单价	510.78	489.63	469.14	460.37
入住率	46.04%	49.95%	56.02%	61.74%
客房收入	2,197.59	2,291.64	2,455.64	1,317.06
餐饮收入（含会议、宴会收入）	2,898.19	2,552.45	2,566.93	990.72
物业租赁收入	0.00	228.67	71.09	0.00
其他收入	17.36	39.32	54.48	22.28
运营收入	5,113.14	5,112.08	5,148.14	2,330.06

注：1、客房单价及入住率为全年平均数，客房单价为含税价；2、运营收入为不含税口径；

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

智选假日酒店

智选假日酒店于 2022 年下半年开业，由煜晖公司持有，安珀公司代其行使业主权利，履行业主职权，六洲公司负责酒店日常经营管理。智选假日酒店定位于快捷酒店，目前拥有 351 间客房及餐厅等配套设施。

表 7：智选假日酒店客房情况（个）

房型	房间数
高级房（大床/双床）	71
高级房无障碍房（大床）	3
高级房庭院景观（大床/双床）	91
高级房城市景观（大床/双床）	168
豪华房（大床）	18
小计	351

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

客房方面，智选假日酒店主要客户群体为商旅住户。截至 2026 年 6 月末，智选假日酒店尚处于运营初期，近年来入住率有所增长，但受限于当地商业活动的需求，入住率仍有一定的提升空间；客房单价方面，受市场环境影响，近年来智选假日酒店客房单价持续下行。

其他收入方面，智选假日酒店相关收入主要来自向住客提供洗衣服务及部分客赔收入，其他收入占整体收入规模较小。

整体来看，智选假日酒店客房单价持续下行，但平均入住率持续增长，近年来运营收入相对稳定。

表 8：智选假日酒店历史运营情况（元/间/夜、万元）

类型	2023	2024	2025	2026.1~6
客房单价	283.85	267.66	255.00	248.25
入住率	39.21%	42.54%	43.06%	44.96%

客房收入	1,426.00	1,462.71	1,406.75	709.02
其他收入	3.98	3.41	3.08	0.93
运营收入	1,429.98	1,466.12	1,409.83	709.95

注：1、客房单价及入住率为全年平均数，客房单价为含税价；2、运营收入为权责口径，不含税，下同。

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

办公部分

宜宾国际会议中心办公部分由煜晖公司自行运营，其业态均为办公，建筑面积为 16,072.94 平方米，可出租面积为 15,613.59 平方米，自用部分面积为 459.35 平方米。

近年来办公部分出租率逐年上升，截至 2026 年 6 月末，办公部分已出租面积为 9,962.50 平方米，出租率为 63.81%；同期末租户共 9 家，前三大租户合计租赁面积 7,284.39 平方米，占办公部分已出租面积的 73.12%。

表 9：截至 2026 年 6 月末宜宾国际会议中心办公部分承租情况（平方米）

租户名称	租赁面积	占已出租面积比重
宜宾贝瑞佳母婴护理有限公司	3,744.55	37.59%
宜宾华油天然气有限责任公司	1,769.92	17.77%
四川新宜高速公路开发有限公司	1,769.92	17.77%
四川祥浩建设工程有限公司	1,454.23	14.60%
四川霖澳（宜宾）律师事务所	450.24	4.52%
经纬度企业管理（宜宾）有限责任公司	285.35	2.86%
四川铁投安珀酒店管理有限公司	254.64	2.56%
宜宾祥旭商贸有限公司	121.96	1.22%
四川龙也智能科技有限公司	111.69	1.12%
合计	9,962.50	100.00%

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

从租约期限来看，截至 2026 年 6 月末，宜宾国际会议中心办公部分的剩余期限集中于 2028 年、2029 年及 2031 年到期。从到期时间分布来看，35.53%的租约将于 2031 年到期，25.15%的租约将于 2028 年到期，19.82%的租约将于 2029 年到期。

表 10：截至 2026 年 6 月末宜宾国际会议中心办公部分租户租约到期时间分布（笔、平方米）

到期年份	租约数	到期租户签约出租面积	占比
2027 年	2	376.60	3.78%
2028 年	6	2,505.51	25.15%
2029 年	2	1,974.63	19.82%
2030 年	1	111.69	1.12%
2031 年	2	3,539.84	35.53%
2032 年	1	1,454.23	14.60%
合计	14	9,962.50	100.00%

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

收缴率方面，2025 年以来，宜宾国际会议中心办公部分租金收缴率有所下滑，截至 2026 年 6 月末，宜宾国际会议中心办公部分租金欠缴 68 万元，截至报告出具日剩余欠缴租金 44 万元，中诚信国际将持续关注租金收缴情况。

物业管理方面，宜宾国际会议中心办公部分由安珀公司负责相关物业管理工作，物业管理费为 8

元/平方米/月，由租户直接向安珀公司支付。

整体看来，宜宾国际会议中心办公部分近年来出租率保持增长，租金单价略有波动，受租户退租及新租户引进节奏影响，运营收入有所波动。

表 11：宜宾国际会议中心办公部分历史运营情况（平方米、万元、元/平方米/月）

类型	2023	2024	2025	2026.6/2026.1~6
可出租面积	15,613.59	15,613.59	15,613.59	15,613.59
出租率(%)	36.16	49.01	51.55	63.81
租金水平	41.43	49.11	48.76	48.76
租金收缴率(%)	100	100	95	96
运营收入	124.37	351.99	320.90	225.00

注：出租率为期末时点口径，租金水平为期末加权平均口径，租金水平为含税价。

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

会议中心

会议中心于 2022 年下半年开业，由煜晖公司持有，安珀公司代其行使业主权利，履行业主职权。会议中心包括剧场 1 个、各类型会议室共计 27 个。2023~2025 年，会议中心分别实现运营收入 861.95 万元、397.91 万元和 451.53 万元。

此外，安珀公司与蜀道物业另行签订整租合同，约定自 2026 年 4 月 1 日起，由蜀道物业对会议中心进行整租，计租面积为 34,020.18 平方米，租赁期限 10 年，租金单价为 1.53 元/平方米/天，按季度支付租金，2026 年 1~6 月，会议中心实现运营收入大幅增长 871.49 万元。预计未来由蜀道物业产生的现金流占全部物业资产未来现金流的比重超过 15%，蜀道物业为本专项计划重要现金流提供方。

运营成本方面，宜宾国际会议中心历史运营成本主要包括酒店直接运营成本（客房支出和餐饮支出等）、经营费用（行政管理费用、销售费用、能源费用、日常保养维护费用等）和委托管理费用（基本管理费和奖励管理费¹⁰）等，近年来运营成本整体呈下降态势。此外，蜀道城乡与煜晖公司签订《关于成本费用的说明函》，约定华邑酒店和智选假日酒店的基本管理费、奖励管理费、行政管理费、能源能耗费用、日常维修费用将由蜀道城乡承担。

整体来看，宜宾国际会议中心近年来运营收入有所波动，虽通过不断压降运营成本实现减亏，但整体仍处于运营亏损状态。

表 12：宜宾国际会议中心历史运营情况（万元）

类型	2023	2024	2025	2026.1~6
运营收入	7,529.44	7,328.10	7,330.40	4,136.50
运营成本	7,792.39	7,171.76	6,474.45	--
运营税费	2,367.87	1,069.03	1,110.29	--
运营净收入	-2,630.82	-912.69	-254.34	--

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

物业资产二——祥瑞里

¹⁰ 若年度营业毛利润率(GOP Rate)低于 30%，则奖励管理费为营业毛利润(GOP)的 5%；若年度营业毛利润率(GOP Rate)等于或大于 30%但低于 40%，则奖励管理费等于营业毛利润(GOP)的 6%；若年度营业毛利润率(GOP Rate)等于或大于 40%，则奖励管理费等于营业毛利润(GOP)的 7%。

祥瑞里地处四川省乐山市市中区太白路 863 号，周边有世豪 mall 购物中心、万达广场等商业配套，同时临近乐山市实验中学、乐山市人民医院等公共配套设施，周边有乐山乌木文化博览苑等，人文环境较好；周边有 1 路、3 路、12 路等多条公交线路通过，离高铁乐山站的直线距离约 300 米，交通便捷程度高。

祥瑞里于 2020 年建成并于 2022 年开始运营，其业态类型为商业综合体，共 4 幢，每幢划分为 2 个区，其中部分楼层已出售。本次入池部分由祥瑞丰公司持有，分摊土地使用权面积为 12,368.86 平方米，土地用途为商服用地，土地使用年限至 2053 年 2 月 22 日止。截至 2026 年 6 月末，祥瑞里建筑面积为 41,431.28 平方米，由祥瑞丰公司运营。

表 13：祥瑞里基本情况（平方米）

物业	建筑楼层	入池楼层	入池建筑面积
祥瑞里 1 幢 1 区	25	1~2 层及 5~25 层	29,039.49
祥瑞里 1 幢 2 区	3	1 层	494.29
祥瑞里 2 幢 2 区	3	1~3 层	795.25
祥瑞里 3 幢 1 区	4	1~2 层	2,249.35
祥瑞里 3 幢 2 区	3	1 层	534.35
祥瑞里 4 幢 1 区	3	1~3 层	4,587.82
祥瑞里 4 幢 2 区	4	1 层	326.00
祥瑞里地下 1 层商业	1	地下 1 层	3,404.73
合计	--	--	41,431.28

资料来源：祥瑞丰公司提供，中诚信国际整理

近年来祥瑞里出租率逐年上升，截至 2026 年 6 月末，祥瑞里可出租面积为 41,431.28 平方米，已出租面积为 34,505.58 平方米，出租率 83.28%；单个租户租赁面积主要分布于 2,000（不含）平方米以上，合计租赁面积占已出租面积的 74.84%。

表 14：截至 2026 年 6 月末祥瑞里租赁面积分布（户、平方米）

单个租户租赁面积	户数	租赁面积	占已出租面积比重
小于 1,000（含）平方米	11	4,873.30	14.12%
1,000（不含）平方米~2,000（含）平方米	3	3,809.47	11.04%
2,000（不含）平方米~5,000（含）平方米	5	12,927.58	37.47%
大于 5,000（不含）平方米	2	12,895.23	37.37%
合计	21	34,505.58	100.00%

资料来源：祥瑞丰公司提供，中诚信国际整理

租户结构方面，截至 2026 年 6 月末，祥瑞里已签租约 29 个，涉及租户 21 户，租户所属行业以酒店为主，其中前五大租户合计租赁面积 20,655.06 平方米，占已出租面积的 59.86%。

表 15：截至 2026 年 6 月末祥瑞里前五大承租人（平方米）

租户名称	租赁面积	占已出租面积比重
乐山市明宇志远酒店管理有限公司	7,556.78	21.90%
乐山洲渡酒店管理有限公司	5,338.45	15.47%
四川泰荣物业管理有限公司乐山分公司	2,625.68	7.61%
乐山市市中区云中雅舍酒店	2,612.07	7.57%
乐山布鲁特酒店管理有限公司	2,522.08	7.31%
合计	20,655.06	59.86%

资料来源：祥瑞丰公司提供，中诚信国际整理

从租约期限来看，截至 2026 年 6 月末，祥瑞里的剩余期限多集中在 6 年（不含）~7 年（含）。从到期时间分布来看 61.11%的租约将于 2032 年到期。

表 16：截至 2026 年 6 月末祥瑞里租户租约到期时间分布（个、平方米）

到期年份	租约数	到期租户签约出租面积	占比
2028 年	3	626.00	1.81%
2029 年	2	417.34	1.21%
2030 年	4	1,395.60	4.04%
2031 年	3	3,082.50	8.93%
2032 年	9	21,085.78	61.11%
2033 年	5	2,724.25	7.90%
2034 年	2	2,548.43	7.39%
2035 年	1	2,625.68	7.61%
合计	29	34,505.58	100.00%

资料来源：祥瑞丰公司提供，中诚信国际整理

收缴率方面，2025 年以来，祥瑞里租金收缴率有所下滑，截至 2026 年 6 月末，祥瑞里租金欠缴 35.69 万元，截至报告出具日剩余欠缴租金 33.63 万元，中诚信国际将持续关注租金收缴情况。

物业管理方面，蜀道物业负责祥瑞里项目的物业管理服务，由租户直接向蜀道物业支付物业管理费，祥瑞丰公司向蜀道物业支付空置部分物业管理费；根据业态不同，物业管理费为 2 元/平方米/月至 4.5 元/平方米/月不等，物业费结算频率依据相关合同约定。

整体来看，祥瑞里近年来出租率及租金水平均逐年增长，运营收入随之增长。同时随着项目运营进入稳定期，其运营总支出保持下降态势，整体净现金流逐年增长。

表 17：祥瑞里历史运营情况（平方米、元/平方米/天、万元）

类型	2023	2024	2025	2026.6/2026.1~6
可出租面积	41,431.28	41,431.28	41,431.28	41,431.28
出租率(%)	49.48	58.00	69.96	83.28
租金水平	0.83	0.82	0.89	0.91
租金收缴率(%)	100.00	100.00	97.15	89.64
运营收入	141.36	458.02	540.79	406.05
运营总支出	529.97	281.76	283.89	--
净现金流	-388.61	176.26	256.90	--

注：1、净现金流=租金收入-运营总支出，运营收入为租金收入（现金流口径），运营总支出包含运营成本和运营税费（现金流口径）；2、出租率为期末时点口径，租金水平为期末加权平均口径。

资料来源：祥瑞丰公司提供，中诚信国际整理

重要现金流提供方——蜀道物业

蜀道物业成立于 2015 年 6 月 16 日，截至 2026 年 3 月末，蜀道物业注册资本 5,000.00 万元，实收资本 2,000.00 万元，由蜀道城乡 100%持股，实际控制人为四川省政府国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）。

蜀道物业主营物业管理服务，业务涵盖住宅、交通、商业三大领域，其中，服务住宅项目约 55 个，住宅服务面积超 1,000 万平方米，服务住宅项目包括公园里锦庐项目、锦悦半岛项目和御品江城项目等；蜀道物业已承接蜀道集团内超过 80%的高速公路项目物业服务，在管项目超 110 个，累

计服务点位超 850 个，服务交通物业项目包括成都东服务区项目、金堂服务区项目和天全服务区等；服务商业板块项目 4 个，服务面积超 100 万平方米，服务商业项目包括蜀道创新中心项目、凯乐国际项目、蜀道云上项目和蜀道装备项目。

从财务表现¹¹来看，2025 年蜀道物业实现营业收入 5.92 亿元，收入来源主要为物业管理收入；同期毛利率和期间费用率分别为 9.28%和 5.87%，取得净利润 0.16 亿元；另 2026 年 1~3 月，蜀道物业实现营业收入 0.85 亿元，净亏损 0.02 亿元。2025 年末，蜀道物业总资产、总负债分别为 4.44 亿元和 3.35 亿元，资产负债率为 75.54%，杠杆水平较高；同期末蜀道物业总债务为 0.20 亿元，均系短期借款。2025 年蜀道物业经营活动净现金流为-0.59 亿元，无法覆盖债务利息支出。另 2026 年 3 月末，蜀道物业总资产和总负债分别为 3.75 亿元和 2.70 亿元，相关资产负债构成较年初变化不大，同期末资产负债率为 72.00%。

截至 2026 年 3 月末，蜀道物业无对外担保、无受限资产。

物业资产未来现金流分析

根据世联评估出具的《拟发行资产证券化产品涉及的四川省宜宾市黄桷坪路 1 号国际会议中心 1、2（不包含 16 层）、3、4 号楼商业、办公、地下车库房地产现金流预测报告》和《拟发行资产证券化产品涉及的四川省乐山市市中区太白路 863 号（蜀道·祥瑞里）1 幢商业服务及酒店用途，2 幢、3 幢、4 幢部分商业服务用途及太白路 783 号-1 楼部分商业服务用途房地产现金流预测报告》（以下简称“《现金流预测报告》”），物业资产运营收入主要包括租金收入、酒店客房收入及餐饮收入等，对应的成本主要为运营成本及费用、资本性支出，各项税金包括城镇土地使用税、房产税、增值税、印花税等。世联评估对 2025 年 12 月 31 日至 2045 年 12 月 31 日期间的物业资产运营收入及成本进行的预测主要指标假设整理如下：

表 18：经营收入预测的主要指标假设

物业资产	主要指标	假设条件
宜宾国际会议中心-华邑酒店及智选假日酒店	平均房价	华邑酒店：2026 年平均房价为 497 元/间/夜（含增值税），2026~2028 年房价不增长，2029~2031 年每年增长 5%，2032~2034 年每年增长 4%，2035~2045 年每年增长 3%；智选假日酒店：2026 年平均房价为 270 元/间/夜（含增值税），2026~2028 年房价不增长，2029~2031 年每年增长 5%，2032~2034 年每年增长 4%，2035~2045 年每年增长 3%；
	平均入住率	华邑酒店：2026 年平均入住率为 56%，2027~2029 年每年增长 2%，2030 年及以后维持 62%；智选假日酒店：2026 年平均入住率为 43%，2027 年平均入住率为 48%，2028 年及以后维持 53%；
	餐饮收入	占华邑酒店及智选假日酒店经营收入之和的 39%；
	其他收入	占华邑酒店及智选假日酒店经营收入之和的 3%；
	出租率	2026 年为 65%，2027 年为 70%，2028 年为 75%，2029 年及以后为 80%；
宜宾国际会议中心-办公部分	租金单价	租约内按照合同约定；租约外 2026 年单价为 1.35 元/平方米/天，2027~2028 年不增长，2029~2031 年每年递增 5%；2032~2034 年每年递增 4%，2035 年及以后每年增长 3%；
	收缴率	预测期内假定收缴率为 99%；
宜宾国际会议中心-会议中心	租金增长率	租约内按照合同约定，租约结束后每年增长 3%；
祥瑞里	租金单价	2026~2028 年不增长，2029 年及以后每年增长 3%；
	出租率	2026 年整体出租率为 77%，2027 年整体出租率为 78%，2028 年整体出租率为 79%，2029

¹¹ 下列财务分析基于蜀道物业提供的其未经审计的 2025 年及 2026 年一季度财务报表，其中 2024 年财务数据和 2025 年财务数据分别为 2025 年财务报表的期初数和期末数。

	年及以后整体出租率为 80%;
收缴率	预测期内假定收缴率为 98%

表 19：经营成本预测的主要指标假设

物业资产	主要指标	假设条件
宜宾国际会议中心-华邑酒店及智选假日酒店	直接运行成本	按照华邑酒店及智选假日酒店客房收入和餐饮收入之和的 50%;
	经营费用	在 2025 年 390 万/年的基础上, 每年递增 1%;
	增值税及附加	华邑酒店及智选假日酒店经营收入之和的 2.5%;
宜宾国际会议中心-办公部分	空置房屋物业费	8 元/平方米/天, 每间隔 5 年涨 5%;
宜宾国际会议中心-办公部分、会议中心	增值税及附加	增值税税率为 9%; 城市维护建设税税率为 7%, 教育费附加税率为 3%, 地方教育附加的税率为 2%;
宜宾国际会议中心	房产税	酒店采用从价计征方式, 写字楼采用从价和从租计征方式, 会议中心采用从租计征方式。其中从租计征为租金收入的 12%; 从价计征按照房产原值构建 10%~30%后的余值的 1.2%缴纳;
	城镇土地使用税	16 元/平方米/年
	保险费	建筑物重置成本的 0.02%
	资本性支出	按照酒店经调整总收入的 3%及写字楼和会议中心租赁收入的 1%;
	增值税及附加	增值税税率为 9%; 城市维护建设税税率为 5%, 教育费附加税率为 3%, 地方教育附加的税率为 2%;
祥瑞里	印花税	不含税租金收入的 0.1%;
	房产税	出租部分按照 12%的税率以从租计征模式计算; 剩余部分按照原值*70%*12%的方式从价计算;
	城镇土地使用税	7 元/平方米/年
	运营管理费用	当年实收租金的 10%
	保险费	重置单价*重置面积*0.05%
	资本性支出	物业运营总收入的 1%

资料来源:《现金流预测报告》, 中诚信国际整理

基于以上预测逻辑, 根据《现金流预测报告》, 本专项计划物业资产 2025 年 12 月 31 日至 2045 年 12 月 31 日期间运营收入及运营净收入情况如下表所示:

表 20：现金流预测情况（万元）

期间	运营收入合计	其中：祥瑞里	宜宾国际会议中心	运营净收入合计	其中：祥瑞里	宜宾国际会议中心
2026	9,766.93	717.93	9,049.00	4,001.96	419.51	3,582.45
2027	10,987.30	967.35	10,019.95	4,825.92	617.96	4,207.96
2028	11,571.66	1,027.28	10,544.38	5,141.79	666.88	4,474.91
2029	12,272.11	1,051.87	11,220.24	5,525.73	687.89	4,837.84
2030	12,845.08	1,086.58	11,758.50	5,834.74	714.54	5,120.20
2031	13,308.14	1,070.18	12,237.96	6,048.61	700.86	5,347.75
2032	13,729.31	1,010.99	12,718.32	6,242.67	653.39	5,589.28
2033	14,285.56	1,133.69	13,151.87	6,557.52	749.45	5,808.07
2034	14,817.25	1,175.93	13,641.32	6,837.10	782.01	6,055.09
2035	15,234.93	1,207.36	14,027.57	7,057.69	806.04	6,251.65
2036	15,683.65	1,260.67	14,422.98	7,289.48	847.31	6,442.17
2037	16,120.05	1,295.17	14,824.88	7,526.64	873.75	6,652.89
2038	16,608.04	1,334.37	15,273.67	7,792.12	903.87	6,888.25
2039	17,108.94	1,374.35	15,734.59	8,064.50	934.61	7,129.89

2040	17,664.01	1,419.04	16,244.97	8,365.00	969.06	7,395.94
2041	18,153.03	1,458.24	16,694.79	8,632.12	999.16	7,632.96
2042	18,695.58	1,501.36	17,194.22	8,926.85	1,032.35	7,894.50
2043	19,257.39	1,546.83	17,710.56	9,231.82	1,067.40	8,164.42
2044	19,880.83	1,597.79	18,283.04	9,570.43	1,106.74	8,463.69
2045	20,425.09	1,640.91	18,784.18	9,868.73	1,139.91	8,728.82

资料来源：《现金流预测报告》，中诚信国际整理

物业资产价值分析

根据世联评估出具的《四川省乐山市市中区太白路 863 号（蜀道·祥瑞里）1 幢、2 幢、3 幢、4 幢部分商业服务、酒店用途及太白路 863 号-1 楼部分商业服务用途房地产价值估值报告》和《拟发行资产证券化产品涉及的宜宾市黄桷坪路 1 号国际会议中心 1、2（不包含 16 层）、3、4 号楼商业、办公、地下车库用途房地产价值房地产估价报告》（以下简称“房地产估价报告”），世联评估对宜宾国际会议中心和祥瑞里均采用了成本法和收益法进行市场价值测算，于 2025 年 12 月 31 日，物业资产市场价值合计 150,040.00 万元，物业资产市场价值及楼面单价（不含车位）明细如下表所示。

表 21：物业资产市场价值及楼面单价情况（万元、元/平方米）

	宜宾国际会议中心		祥瑞里	
评估方法	成本法	收益法	成本法	收益法
权重	40%	60%	40%	60%
估值	173,000.00	101,600.00	31,400.00	12,200.00
最终市场价值	130,160.00		19,880.00	
楼面单价（不含车位）	12,996.51		4,798.31	

资料来源：《房地产估价报告》，中诚信国际整理

信用分析、现金流模型及压力测试

评级方法概述

依据本交易基础资产的主要风险特征，中诚信国际选用《中诚信国际商业物业抵押贷款结构化产品评级方法与模型》对本交易进行信用分析，该评级方法与模型在中诚信国际公司网站 (www.ccxi.com.cn) 公开披露。

信用分析

物业资产特征分析

基于煜晖公司和祥瑞丰公司提供的物业资产历史运营数据、世联评估提供的《现金流预测报告》和《房地产估价报告》，物业资产特征分析如下表所示。

表 22：物业资产特征分析

项目	宜宾国际会议中心	祥瑞里
物业资产历史三年平均运营收入/首年运营收入（万元）	7,395.98/ 9,049.00	380.06/ 717.93
物业资产历史三年平均 NOI/首年 NOI（万元）	-1,265.95/ 3,582.45	14.85/ 419.51
物业资产历史三年平均 NOI Margin/首年 NOI Margin	-16.95%/39.59%	-62.97%/ 58.43%

物业资产评估单价（元/平方米，不含车位）	12,996.51	4,798.31
首年 NOI/物业资产估值	2.75%	2.11%
优先级资产支持证券本金规模/物业资产估值	59.98%	

注：历史三年平均数据取 2023~2025 年数据，首年数据取 2026 年全年预测数据。

资料来源：中诚信国际整理

物业资产运营质量分析

宜宾国际会议中心包括酒店、办公部分及会议中心，酒店部分近年来房价持续走低，但入住率有所提升，运营收入整体较为稳定；办公部分出租率保持增长，租金单价略有波动，受租户退租及新租户引进节奏影响，运营收入有所波动；会议中心运营收入规模近年来有所波动；整体来看，宜宾国际会议中心近年来运营收入有所波动，虽通过不断压降运营成本实现减亏，但整体仍处于运营亏损状态；此外，会议中心自 2026 年 4 月 1 日起由蜀道物业整租，租赁期限 10 年，整租安排可为未来物业资产运营收入的达成提供一定保障，但整租期限未能覆盖专项计划期限，中诚信国际将持续关注其后续的续约情况；**祥瑞里**近年来出租率及租金水平平均逐年增长，运营收入随之增长，同时随着项目运营进入稳定期，其运营总支出保持下降态势，整体净现金流逐年增长。此外，截至 2026 年 6 月末，宜宾国际会议中心办公部分及祥瑞里的租金收缴率均出现一定程度的下降，中诚信国际将持续关注上述物业资产租金支付情况及未来经营稳定性。

差额补足承诺及回售和赎回承诺

本专项计划由蜀道城乡对专项计划账户内可供分配的资金不足以支付兑付日应付的优先级资产支持证券的利息和当期应付本金以及相关税费、报酬的差额部分承担补足义务；同时作为回售和赎回承诺人，承诺对所有剩余资产支持证券的回售和赎回资金履行支付义务；蜀道集团作为流动性支持承诺人，承诺对前述差额支付资金及回售与赎回资金的差额部分承担补足义务。流动性支持承诺人的具体分析描述请参见“信用增进机构信用质量分析”部分。

现金流模型及压力测试

本交易中，中诚信国际采用**现金流覆盖法及物业折价法**来评估受评证券的信用质量。中诚信国际会编写适用于本交易的现金流模型，测算在正常景况和压力景况下，预定的每个本息兑付日的基础资产现金流入对优先级资产支持证券应付本息及其之前应付税费的覆盖情况以及开放期物业资产处置获得的回收资金对优先级资产支持证券本金的覆盖情况。

本专项计划的基础资产现金流来自于借款人对标的债权的本息偿付，而标的债权的主要还款来源系物业资产运营净收入，故后续测算以物业资产运营净收入作为现金流入，现金流出则包括优先级资产支持证券本息和专项计划应承担的税费。现金流模型的主要参数设定如下：

表 23：现金流模型基本参数

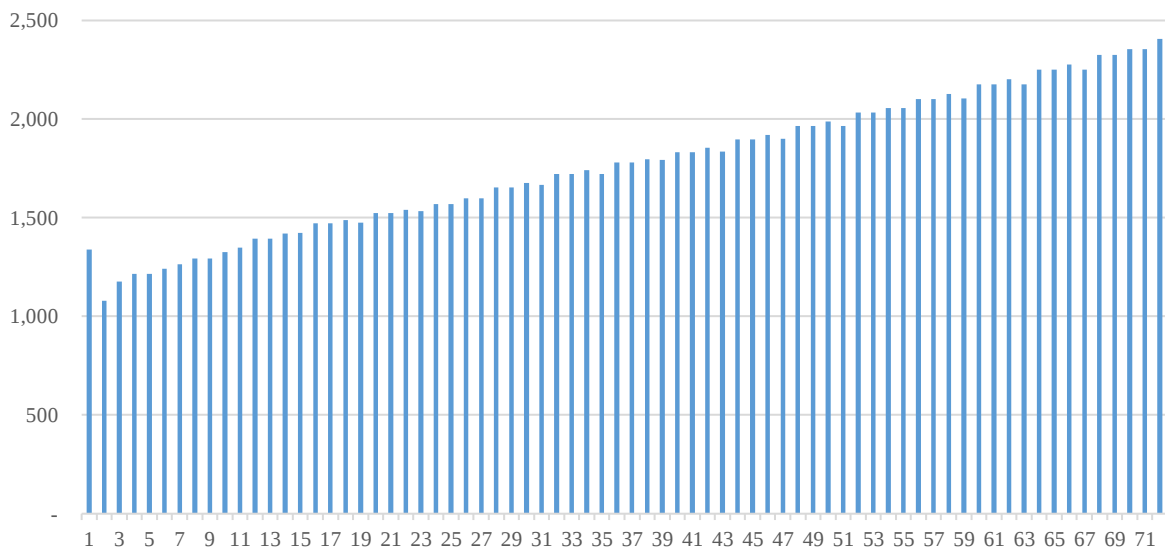
指标	参数值
专项计划预计设立日	2026 年 9 月 8 日
优先级资产支持证券预期收益率	2.00%
增值税及附加税费率	3.36%

注：若本专项计划的实际设立日、预期收益率、各项税费的费率与假设条件不一致，则覆盖倍数也会相应变化。

资料来源：中诚信国际整理

现金流入——物业资产运营净收入

图 4：物业资产运营净收入情况（万元）



资料来源：《现金流预测报告》，中诚信国际整理

根据世联评估出具的《现金流预测报告》，在物业资产出租率、租金增长率以及其他收入均符合预期的情况下，专项计划存续期间自基准日 2026 年 7 月 1 日至 2044 年 8 月 31 日每个兑付日所对应的归集期的物业资产运营净收入表现如上图。

压力测试条件

存续期

专项计划存续期间，物业资产运营净收入对优先级资产支持证券本息及税费的覆盖倍数系评估优先级资产支持证券本息能否获得足额偿付的重要指标，其主要受下述两个因素影响——物业资产运营净收入规模和优先级资产支持证券的预期收益率，而物业资产运营净收入主要受物业资产出租率、租金增长率、酒店入住率、客房单价增长率、运营成本及税费支出等因素影响，中诚信国际将把物业资产出租率、租金增长率以及预期收益率作为变量，来观察压力情况下物业资产运营净收入对当期优先级资产支持证券本息及税费的覆盖情况。

正常景况下，假设物业资产出租率、租金增长率、酒店入住率、客房单价增长率均符合现金流预测，同时，运营成本及税费支出亦符合现金流预测。

在结合目标评级进行压力景况测试时，中诚信国际主要考虑物业资产出租率、租金增长率、酒店入住率、客房单价增长率不及预期以及优先级资产支持证券预期收益率等压力景况组合。其中，压力景况 1 下，鉴于物业资产历史运营情况并基于谨慎性原则，假设宜宾国际会议中心办公部分和祥瑞里租约外租金单价及出租率在 2026 年预测的基础上不增长；华邑酒店和智选假日酒店平均房价及平均入住率在 2026 年预测的基础上不增长；会议中心租约到期后租金不增长。压力景况 2 下，中诚信国际在压力景况 1 的基础上，将优先级资产支持证券预期收益率上调 50BP。正常景况及各压力景况的模型参数具体如下：

表 24：专项计划存续期间各景况下模型参数

物业资产	指标	正常景况	压力景况 1	压力景况 2
宜宾国际会议中心-华邑酒店及智选假日酒店	平均房价	华邑酒店：2026 年平均房价为 497 元/间/夜（含增值税），2026~2028 年房价不增长，2029~2031 年每年增长 5%，2032~2034 年每年增长 4%，2035~2045 年每年增长 3%； 智选假日酒店：2026 年平均房价为 270 元/间/夜（含增值税），2026~2028 年房价不增长，2029~2031 年每年增长 5%，2032~2034 年每年增长 4%，2035~2045 年每年增长 3%；	华邑酒店：2026 年平均房价为 497 元/间/夜（含增值税），其后不增长； 智选假日酒店：2026 年平均房价为 270 元/间/夜（含增值税），其后不增长；	华邑酒店：2026 年平均房价为 497 元/间/夜（含增值税），其后不增长； 智选假日酒店：2026 年平均房价为 270 元/间/夜（含增值税），其后不增长；
	平均入住率	华邑酒店：2026 年平均入住率为 56%，2027~2029 年每年增长 2%，2030 年及以后维持 62%；智选假日酒店：2026 年平均入住率为 43%，2027 年平均入住率为 48%，2028 年及以后维持 53%；	华邑酒店：2026 年平均入住率为 56%，其后不增长； 智选假日酒店：2026 年平均入住率为 43%，其后不增长；	华邑酒店：2026 年平均入住率为 56%，其后不增长； 智选假日酒店：2026 年平均入住率为 43%，其后不增长；
	出租率	2026 年为 65%，2027 年为 70%，2028 年为 75%，2029 年及以后为 80%；	2026 年为 65%，其后不增长	2026 年为 65%，其后不增长
	租金单价增长率	租约内按照合同约定；租约外 2026 年单价为 1.35 元/平方米/天，2027~2028 年不增长，2029~2031 年每年递增 5%；2032~2034 年每年递增 4%，2035 年及以后每年增长 3%；	租约内按照合同约定；租约外 2026 年单价为 1.35 元/平方米/天，其后不增长；	租约内按照合同约定；租约外 2026 年单价为 1.35 元/平方米/天，其后不增长；
宜宾国际会议中心-办公部分	租金增长率	租约内按照合同约定，租约结束后每年增长 3%；	租约内按照合同约定，租约结束后租金不增长；	租约内按照合同约定，租约结束后租金不增长；
祥瑞里	租金单价增长率	2026~2028 年不增长，2029 年及以后每年增长 3%；	预测期内不增长	预测期内不增长
	出租率	2026 年整体出租率为 77%，2027 年整体出租率为 78%，2028 年整体出租率为 79%，2029 年及以后整体出租率为 80%；	2026 年整体出租率为 77%，其后不增长；	2026 年整体出租率为 77%，其后不增长；
运营成本及税费支出		符合现金流预测	压力景况【注】	压力景况【注】
优先级资产支持证券预期收益率		2.00%/年	2.00%/年	2.50%/年

注：运营成本及税费支出压力景况：与运营收入挂钩的成本和税费，按照压力景况下的运营收入重新计算；固定的税费及支出不变。

资料来源：中诚信国际整理

开放期

专项计划开放期，物业资产处置获得的回收资金对优先级资产支持证券本金的覆盖倍数系评估优先级资产支持证券本金能否获得足额偿付的重要指标，其主要受下述两个因素影响——物业资产处置净收入¹²和未偿优先级资产支持证券本金规模，而这几种因素亦将分别受物业资产公允价值以及处置物业的时间节点影响。故中诚信国际将把物业资产公允价值、处置物业的时间节点作为变量，来观察压力情况下物业资产处置获得的回收资金对届时未偿优先级资产支持证券本金的覆盖情况。

根据交易结构的设计，本专项计划在第 12、24、36、48、60 个兑付日设置了回售机制，若发生回售，蜀道城乡未能履行回售资金支付义务且蜀道集团未能履行流动性支持义务，则需要通过处置物业获得的回收资金支付回售资金。在此景况下，我们主要考虑了发生回售和赎回时，物业市场

¹² 即物业资产公允价值扣除增值税及附加、印花税、土地增值税等税费的净额。

景气度大幅下滑，导致物业资产公允价值下降，进一步使得本专项计划现金流入减少，进而对优先级资产支持证券的本金兑付产生不利影响。同时，考虑到本专项计划优先级资产支持证券的本金偿付进度的设置特点，在第 12 个兑付日对应的专项计划开放期间对应的优先级资产支持证券本金偿付压力相对较大，故本专项计划现金流入对优先级资产支持证券本金兑付的最小覆盖倍数应出现于专项计划第 12 个兑付日。

中诚信国际在该现金流测试情景中主要考虑物业资产公允价值下跌对专项计划带来的不利影响，同时考虑了处置物业相应产生的增值税及附加、印花税、土地增值税等税费的影响。

正常景况下，中诚信国际假设物业资产的公允价值系评估价值时点 2025 年 12 月 31 日的物业资产估值，即 150,040.00 万元。

为了更好地测试优先级资产支持证券本金获得按时偿付能够承受的压力，压力景况下，我们以 10% 为基准，依次乘以不同压力倍数。假设压力景况 1、压力景况 2 和压力景况 3 下的压力倍数分别为 1.00 倍、2.00 倍和 3.66 倍，对应的物业资产公允价值较估值跌幅分别为 10.00% $(10.00\% \times 1.00)$ 、20.00% $(10.00\% \times 2.00)$ 和 36.60% $(10.00\% \times 3.66)$ 。正常景况及各压力景况的模型参数具体如下：

表 25：开放期各景况下模型参数

指标	正常景况	压力景况 1	压力景况 2	压力景况 3
物业处置时间节点	专项计划第 12 个兑付日	专项计划第 12 个兑付日	专项计划第 12 个兑付日	专项计划第 12 个兑付日
物业资产公允价值	估值	估值下跌 10.00%	估值下跌 20.00%	估值下跌 36.60%

资料来源：中诚信国际整理

模型结果

存续期

专项计划存续期间，第 71 个兑付日之前（含当个兑付日），基于现金流模型和上述参数假设，中诚信国际会计算出正常景况下和不同压力景况下物业资产运营净收入对优先级证券本息及所有税费的覆盖倍数，覆盖倍数区间如下表所示，各景况下每个兑付日的覆盖倍数详见本报告附二。

表 26：第 71 个兑付日之前（含当个兑付日）现金流覆盖情况（X）

情景	物业资产运营净收入对优先级本息及所有税、费的覆盖倍数
正常景况	1.30~3.13
压力景况 1	1.08~3.09
压力景况 2	1.01~2.47

资料来源：中诚信国际整理

此外，在第 72 个兑付日，正常景况下优先级资产支持证券未偿本金为 49,200.00 万元，物业资产的经营净收入对优先级资产支持证券本息及所有税、费的覆盖倍数为 0.05 倍，物业资产运营净收入无法足额覆盖优先级资产支持证券本息支出。

开放期

在本专项计划开放期，基于现金流模型和上述参数假设，中诚信国际会计算出在专项计划第 12 个兑付日发生回售时正常景况下和不同压力景况下物业资产处置净收入对优先级资产支持证券本

金的覆盖倍数，具体如下表所示。在同等物业资产公允价值累计跌幅情形下，对应的专项计划第 24、36、48、60 个兑付日专项计划现金流入对优先级资产支持证券本金的覆盖倍数均高于上述覆盖倍数。

表 27：物业资产公允价值下跌情景下的现金流分析 (X)

指标	正常景况	压力景况 1	压力景况 2	压力景况 3
对优先级证券本金的覆盖倍数	1.58	1.42	1.26	1.00

资料来源：中诚信国际整理

综上，经过现金流测算，同时考虑到蜀道集团作为流动性支持承诺人提供的信用支持，中诚信国际认为本交易优先级资产支持证券的模型结果¹³为 AAA_{sf}。

表 28：模型结果

资产支持证券	压力景况
优先级资产支持证券	AAA _{sf}

■ 原始权益人/差额支付承诺人/回售和赎回承诺人信用质量分析

原始权益人/优先收购权人/差额支付承诺人/回售和赎回承诺人——蜀道城乡

蜀道城乡（本章或简称“公司”）成立于 2021 年 12 月，注册资本 100.00 亿元，由蜀道集团”整合旗下交通沿线新型城镇化企业 63 家（其中 2 级企业 3 户，3 级及以下企业 60 户）组建¹⁴，截至 2025 年末，公司注册资本及实收资本均为 100.00 亿元。公司系蜀道集团内负责交通沿线新型城镇化建设板块的经营主体，主要从事商品房销售以及以商品贸易业务为主的交通物流业务，公司房地产项目布局在成都、都江堰、眉山、西昌和内江等四川省内城市。

业务运营

作为蜀道集团下属的交通沿线新型城镇化建设运营主体，目前公司深耕成都市以及都江堰、眉山、西昌和内江等周边省内城市。从产品线来看，公司开发了“蜀道”系列的刚需和改善类住宅产品，积累了较为丰富的房地产开发经验。项目开发方面，近年来公司整体开发节奏持续放缓，房地产销售以存量项目为主。截至 2025 年 6 月末，公司期末在建面积 76.50 万平方米。

表 29：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2022	2023	2024	2025.6/2025.1~6
新开工面积	96.64	51.39	96.12	13.76
竣工面积	173.12	146.46	89.54	51.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受行业环境影响叠加深耕核心城市新获取项目减少，近年来公司销售业绩延续下降态势。2025 年公司签约销售金额同比延续下滑态势，全年全口径签约销售金额和面积分别为 44.89 亿元和 39.02 万平方米，同比分别下降 5.30%和 3.06%。销售均价方面，公司深耕大本营成都及周边城市，签

¹³ 中诚信国际会依据模型结果，同时结合交易的主要风险及缓释措施、重要参与方信用状况等其他因素综合评价受评证券的信用状况，最终由信用评级委员会评定证券的信用评级结果。

¹⁴ 蜀道集团将所持四川铁投城乡投资建设集团有限责任公司 100%股权、四川交投地产有限公司 98.8%股权、四川铁投天府投资有限公司 100%股权，作价出资进入蜀道城乡。四川高速公路建设开发集团有限公司将所持四川交投地产有限公司 1.2%股权无偿划转至蜀道城乡。待完成四川铁投城乡投资建设集团有限责任公司、四川交投地产有限公司股权注入蜀道城乡后，将四川铁投城乡投资建设集团有限责任公司、四川交投地产有限公司所持下属公司股权无偿划转至蜀道城乡。

约销售均价逐年小幅下滑；公司全资项目占比很高，近年来权益销售比例维持在很高水平。销售区域方面，中诚信国际关注到，公司销售业绩主要依赖于成都项目，销售业绩易受单一市场行情及少数项目影响，同时公司布局的省内低能级城市项目去化缓慢，销售存在一定压力。

表 30：近年来公司房地产销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2023	2024	2025
销售面积（全口径）	42.52	40.25	39.02
销售金额（全口径）	51.33	47.40	44.89
销售均价（全口径）	1.21	1.18	1.15
销售金额（权益口径）	48.15	47.14	44.89

注：公司所有项目均并表。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 31：近年来公司房地产销售分布情况（万平方米、亿元）

地区	2023		2024		2025	
	金额	面积	金额	面积	金额	面积
成都	33.17	18.28	32.74	18.36	29.79	14.46
西昌	2.47	2.32	4.47	5.41	6.17	7.4
眉山	3.38	4.14	4.19	6.23	2.95	5.21
内江	0.16	0.27	1.64	3.16	2.35	4.69
达州	7.02	9.76	1.62	2.71	1.83	3.58
宜宾	2.23	3.32	1.53	2.14	0.77	1.13
南充	2.38	3.53	0.80	1.18	0.79	1.78
资阳	0.22	0.34	0.35	0.77	0.15	0.33
泸州	0.28	0.52	0.06	0.24	0.07	0.36
巴中	0.02	0.04	0.02	0.06	0.02	0.08
合计	51.33	42.52	47.40	40.25	44.89	39.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司房地产业务规模优势一般，开发销售重心以成都及其周边省内城市为主，开发经验较为丰富；近年来公司项目投资力度缩减，房地产销售以存量项目为主，签约销售金额延续下降态势。

截至 2025 年 6 月末，公司全口径土地储备面积¹⁵为 329.13 万平方米，其中权益土地储备面积 328.74 万平方米，以近年销售规模来看，土地储备规模充足。区域方面，公司储备项目均分布于四川省内，但其中成都的剩余未售面积占比仅为 27.91%，且成都核心区域项目占比较为有限，成都市超过半数的土地储备为商业及车位，项目去化速度缓慢；此外，随着存量项目销售，项目储备中低流速项目不断沉淀，眉山、西昌、达州等低能级城市的剩余未售面积规模较大，并且在尚处于筑底状态的市场环境下去化难度大，短期内或难以形成销售业绩支撑，需对上述城市后续去化情况保持关注。中诚信国际认为，公司位于高能级城市核心区域的住宅项目占比较为有限，且低能级城市的剩余未售面积规模较大，产生了一定规模的资金沉淀，整体土地储备质量一般。

表 32：截至 2025 年 6 月末公司全口径土地储备分布情况（万平方米、%）

地区	期末剩余未售面积	面积占比
成都	91.86	27.91
眉山	82.46	25.05
西昌	69.74	21.19

¹⁵ 土地储备面积=在建拟建未售建筑面积+已竣工未售建筑面积。

达州	25.98	7.89
内江	23.95	7.28
南充	6.56	1.99
泸州	6.29	1.91
资阳	6.14	1.87
都江堰	5.89	1.79
宜宾	5.28	1.60
乐山	4.98	1.51
总计	329.13	100.00

注：土地储备包含住宅、商业及安置房。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司土地储备主要分布于四川省内，土地储备规模充足，但位于高能级核心区域的住宅项目占比较为有限，且低能级城市的剩余未售面积规模较大，产生了一定规模的资金沉淀，整体土地储备质量一般。

近年来公司主要聚焦存量项目盘活，采取谨慎的投资策略，2024 年以来未获取新住宅类项目；此外，未来公司计划与西南交通大学以及成都高新区政府合作打造西南交大科技产业园区，并计划以西南交大科技园区的投建运营为切入点，打造“校、地、企”合作典范并形成可复制推广的经验，中诚信国际将关注该项目后续进展情况。

表 33：近年来公司新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、万元/平方米）

指标	2023	2024	2025
新增项目数量	1	--	--
新增土地储备面积（全口径）	16.74	--	--
新增土地储备面积（权益口径）	16.69	--	--
新增土地储备金额（全口径）	24.94	--	--
新增土地储备金额（权益口径）	24.87	--	--
新增土地楼面均价	1.49	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

融资渠道方面，公司债务结构以银行借款、股东借款及非标融资为主，2025 年公司综合融资成本为 4.11%。截至 2025 年末，公司股东借款占比为 24.46%，其在偿付及接续方面均具有较高的灵活性。公司与金融机构保持良好合作关系，在行业整体融资环境收紧的背景下，公开市场再融资及项目融资仍正常，融资渠道较为顺畅。总体来看，公司经营稳健度良好。

近年来公司主要聚焦存量项目盘活，采取谨慎的投资策略；存量融资以银行借款、股东借款及非标融资为主，股东借款的偿付及接续灵活性较高，整体经营稳健度良好。

公司贸易业务主要由四川蜀城广业贸易有限公司（以下简称“广业公司”）负责运营。2025 年公司持续拓展贸易业务，当年贸易业务收入同比增长。

公司贸易模式以自营及内贸为主，贸易品种主要包括钢材、化工、水泥、商砼、煤炭、地材、纺织、矿产等多品种。分品种业务情况来看，化工产品采取以销定采的业务模式，公司每月与下游客户签订销售合同，在公司供应商库内选择适宜供应商签订采购合同，采取一票制结算。主要业务区域为江苏（营业收入占比 54%）、上海、浙江、广东等，主要下游公司包括苏州华夏集团有限

公司、吴江新民化纤有限公司、泰兴市敦智贸易有限公司、四川省川能嵘禾供应链管理有限公司等。2025 年公司化工产品贸易业务收入为 56.02 亿元，占公司贸易业务总营业收入比重超 62%。钢材贸易板块方面，业务模式主要为参与工程材料投标竞价并签订销售合同后，公司再根据项目特点在合格供应商库内采购。主要业务区域为四川（营业收入占比 99%）、西藏、山东、河北、浙江等，主要下游公司包括蜀道集团下属控股子公司四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“四川路桥”）、中铁五局集团有限公司、中信建设有限责任公司、山东高速路桥集团股份有限公司等。2025 年公司钢材贸易业务收入为 9.27 亿元。煤炭贸易板块方面，业务模式主要为与煤炭生产厂家签订月度合同或年度合同，并向下游客户销售，回款为按月结算支付。主要业务区域为四川（营业收入占比 49%）、湖北等。2025 年公司煤炭贸易业务收入为 7.72 亿元。

总体来看，公司贸易业务与蜀道集团关联度不高，贸易收入易受市场行情影响，毛利率水平较低，对公司利润贡献有限；且贸易品类集中度高，需关注核心品类行业周期的影响。

表 34：近年来公司主要贸易品种采购销售情况（万吨、元/吨）

主要贸易品种	指标	2023	2024	2025
化工产品	采购量	130.13	108.53	137.58
	采购均价	4,235.72	4,337.41	4,067.16
	销售量	130.13	108.53	137.58
	销售均价	4,240.34	4,341.82	4,071.74
水泥	采购量	112.00	73.59	40.08
	采购均价	360.80	289.48	241.37
	销售量	110.50	73.52	40.08
	销售均价	381.14	302.63	254.32
煤	采购量	15.18	68.49	118.71
	采购均价	1,108.69	881.97	647.02
	销售量	13.76	97.10	118.71
	销售均价	1,195.13	899.74	650.15
地材	采购量	15.20	46.24	154.08
	采购均价	87.33	88.86	88.98
	销售量	12.58	45.43	154.08
	销售均价	87.15	98.38	97.39
商砼	采购量	57.89	60.58	36.84
	采购均价	257.43	278.82	259.7
	销售量	51.76	60.56	36.84
	销售均价	297.80	286.81	266.67
钢材	采购量	75.19	24.05	28.44
	采购均价	3,696.16	3,541.91	3,195.76
	销售量	72.92	21.90	28.44
	销售均价	3,692.24	3,417.66	3,259.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司贸易业务规模维持一定体量，2025 年公司贸易业务收入同比上升但毛利率水平较低，对公司利润贡献有限；公司贸易业务与蜀道集团关联度不高，且贸易品类集中度高，需关注核心品类行业周期的影响。

公司其他业务主要包括 PPP 业务及租赁、咨询服务等业务。PPP 业务方面，2025 年公司实现 PPP 项目收入 2.91 亿元，较上年同比下降 49.37%。截至 2025 年末，公司完工运营中 PPP 项目共 6 个，项目累计未收回款项为 18.63 亿元，项目回款缓慢产生一定资金占用；公司无在建 PPP 项目，未来 PPP 项目无资本支出压力。公司近三年来 PPP 业务收入回款主要来自宜宾临港沿江老工业区基础设施 PPP 项目（二期），该项目为四川路桥、蜀道城乡与宜宾临港区政府合作的 PPP 项目，公司持股 75%。该项目包括沿江老工业片区基础设施项目（二期）、滨江大道（三期）及宜宾市东出口互通改造工程三个项目，总投资 49.84 亿元，资本金 12.46 亿元，主要资金来源为股东借款及项目贷款，回报机制为政府付费模式，征地拆迁投资回报于每年年底收取，且应在首笔征地拆迁资金投入起十年内支付完毕，建安部分投资回报采用等额本金支付方式分九次回款。

公司其他业务主要包括 PPP 业务及租赁、咨询服务等业务，PPP 项目回款缓慢产生资金占用。

财务分析

盈利能力

商品房销售和交通物流业务系公司主要收入来源，2025 年以商品贸易业务为主的交通物流业务收入同比上升但对公司毛利贡献较为有限。受房地产市场呈调整态势影响，2025 年公司商品房结转规模同比大幅下滑，当年营业总收入和综合毛利率延续下滑趋势。

盈利表现来看，受营业收入和营业毛利率双降，叠加债务负担较重使得公司财务费用支出较大、期间费用对毛利形成侵蚀的影响，2024 年以来公司经营性业务利润持续为负。2025 年，公司部分房地产项目减值转回，资产减值损失同比大幅减少，利润总额和净利润亏损程度同比有所减弱，但公司整体盈利情况仍有待改善。

表 35：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

	2023		2024		2025		2026.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	54.70	20.22	60.58	8.82	34.24	10.03	3.56	5.04
交通物流	98.52	2.96	69.45	1.32	91.58	-0.75	8.65	1.03
其他业务	11.51	64.09	8.78	77.78	10.56	72.41	1.10	43.08
营业总收入/营业毛利率	164.73	12.97	138.81	9.42	136.37	7.62	13.31	5.57

注：交通物流业务为商品贸易业务和物业管理业务，其他业务主要为 PPP 业务及其他等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 36：近年来公司盈利能力相关指标情况（亿元、%）

	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
期间费用率	9.67	9.71	10.13	19.88
经营性业务利润	2.37	-4.13	-4.91	-1.97
投资收益	0.88	0.22	0.06	0.00
资产减值损失（损失以“-”号填列）	-0.53	-7.18	0.24	0.00
信用减值损失（损失以“-”号填列）	-0.03	-1.49	-0.27	0.00
利润总额	5.16	-12.10	-4.96	-1.97
净利润	2.55	-11.85	-7.80	-1.93
EBIT 利润率	6.76	-3.21	2.25	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司营业收入规模持续降低，商品贸易业务为主的交通物流业务的毛利贡献较为有限，且债务负担较重使得期间费用对毛利形成侵蚀，2025 年利润总额和净利润仍呈亏损状态，整体盈利状况有待改善。

资产质量

2025 年，受存货和长期应收款下降影响，公司资产规模同比有所下降。其中存货主要为在建、完工房地产项目以及待开发土地，随着项目开发和完工去化，2025 年末存货规模同比下降，存货中开发产品占比不高；同期末公司存货跌价准备余额 23.95 亿元，占存货账面余额的 7.01%，考虑到公司布局的四川省内三四线城市房地产市场景气度相对低迷，需对后续存货的去化情况及存货价值的稳定性保持关注。公司长期应收款主要为 PPP 项目投资成本及回报款等，近年来，项目陆续回款使长期应收款规模持续下降。近年来公司其他应收款呈增长趋势，主要为西昌市国有资产经营管理有限责任公司的应收征地拆迁款和四川广安长江房地产开发有限公司的应收往来款。此外，公司货币资金主要由银行存款构成，受限比例较低。

公司负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款及有息债务构成，伴随债转股事项的完成，2025 年末负债规模同比有所下降。其中应付账款主要由应付工程款及装修建筑施工款等构成，2025 年末变化不大；同年公司加大房地产去化力度，年末预收款项（含合同负债，下同）同比大幅增长，2026 年 3 月末保持增长态势。其他应付款主要为蜀道集团和四川蜀道铁路投资集团有限责任公司为公司提供的借款，2025 年公司完成 56.46 亿元债转股事项，其他应付款规模较年初明显下降，带动公司有息债务和总负债规模同比有所下降，但短期债务占比较高，债务期限结构有待优化。所有者权益方面，受净利润亏损的影响，近年来公司未分配利润持续为负，但 2025 年受益于股东借款债转股，公司实收资本和资本公积均有所提升，带动期末所有者权益规模提升，财务杠杆明显下降。

表 37：近年来公司资产质量相关指标情况（亿元、%）

	2023	2024	2025	2026.3
货币资金	21.19	27.52	21.82	19.16
其他应收款	12.97	21.74	23.87	22.54
应收账款	25.07	24.69	25.05	25.43
存货	358.69	354.05	341.42	341.87
开发产品/存货	11.46	17.26	15.61	16.17
存货周转率（次/年）	0.40	0.35	0.36	--
长期应收款	92.90	86.78	74.44	73.93
总资产	582.84	592.58	568.78	567.19
应付账款	42.57	53.00	51.52	48.92
预收款项（含合同负债）	49.42	27.24	40.66	43.63
其他应付款	139.73	144.17	88.80	88.73
总债务	339.76	385.70	308.81	--
短期债务/总债务	25.35	30.27	34.91	--
总负债	499.69	473.84	401.70	402.61
实收资本	92.50	92.50	100.00	100.00
资本公积	4.77	4.00	53.00	53.00
其他权益工具	0.00	48.82	50.18	50.18

少数股东权益	11.32	11.35	11.39	11.22
未分配利润	-25.88	-38.55	-48.39	-50.66
所有者权益	83.15	118.74	167.08	164.58
资产负债率	85.73	79.96	70.63	70.98
净负债率	384.96	515.53	247.80	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2025 年公司资产规模随 PPP 项目回款及房地产项目去化而有所下降，考虑到公司布局的四川省内三四线城市房地产市场景气度相对低迷，需对后续存货的去化情况及存货价值的稳定性保持关注；受益于 2025 年股东债转股，财务杠杆水平明显压降。

现金流及偿债情况

2025 年，公司加大房地产去化力度，同时建安支出减少，经营活动现金流净流入规模同比扩大。同年受建设工程款和征地拆迁款支付节奏影响，投资活动现金净流出规模同比大幅减少。2025 年公司有息债务下降，筹资活动现金流转为大额净流出。

偿债指标方面，2025 年销售回款对总债务保障能力有所增强，但 EBITDA 仍无法对利息支出形成覆盖；同时短期债务规模较大，非受限货币资金无法完全覆盖外部短期债务，但考虑到股东借款还款弹性较大，同时公司融资渠道较为通畅，可对债务偿还提供一定保障。此外，蜀道集团对公司实行资金池管理模式，公司除日常运营资金以外的资金需上收至蜀道集团资金池，根据公司资金安排需求进行下拨。

表 38：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
经营活动净现金流	-34.15	2.81	29.70	5.10
销售商品、提供劳务收到的现金	154.54	125.75	167.84	19.76
投资活动净现金流	-9.48	-18.94	-0.31	-3.87
筹资活动净现金流	32.45	21.70	-35.46	-2.24
非受限货币资金/短期债务	0.23	0.22	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数	0.73	-0.25	0.32	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	2.20	3.07	1.84	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司非受限货币资金对外部短期债务覆盖不足，EBITDA 亦无法有效覆盖债务利息支出，但股东借款及较为畅通的融资渠道可为公司债务偿还提供一定保障。

其他事项

截至 2025 年末，公司受限资产账面价值合计 52.68 亿元，占当期末总资产的 9.26%，主要为用于抵押的存货、长期应收款、投资性房地产，以及受限货币资金。

截至 2025 年末，公司无对外担保。同期末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼¹⁶。

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，2023~2026 年 7 月，公司本

¹⁶ 截至 2025 年 6 月 30 日，公司涉及一笔建设工程施工合同纠纷案件，原告成都建工第四建筑工程有限公司诉请被告蜀道城乡及下属全资子公司四川城乡北城置地有限公司给付工程款等款项合计 4,498.38 万元，目前案件已进行第一次庭审，等待二次开庭。

部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。

■ 借款人/抵押人/出质人/资产服务机构信用质量分析

债务人 1/借款人 1/抵押人 1/出质人 1/资产服务机构 1——煜晖公司

煜晖公司成立于 2018 年 5 月，由四川铁投出资设立，初始注册资本 10,000.00 万元。截至 2026 年 3 月末，煜晖公司注册资本仍为 10,000.00 万元，由蜀道城乡 100.00%持股，实际控制人系四川省国资委。

业务经营方面，煜晖公司主要持有并经营物业资产宜宾国际会议中心，物业运营情况详见前文“物业资产基本情况介绍”章节。煜晖公司亦负责三江国际小区的开发与销售，三江国际小区分为三期逐批次开发，截至 2025 年末，三江国际小区一期项目已全部售罄；二期和三期项目处于在建状态，总建筑面积 43.52 万平方米，预计总投资 22.32 亿元，已完成投资 5.67 亿元，预计于 2031 年 10 月竣工；此外，煜晖公司负责三江国际一期临街底商的对外出租，底商可租面积合计 0.70 万平方米，截至 2025 年末平均租金水平 40.87 元/平方米/月，出租率为 29.62%，2025 年实现底商租金收入 31.49 万元。

表 39：近年来煜晖公司营业收入构成情况（万元）

业务类型	2023	2024	2025	2026.1~3
商品房销售收入	20,415.72	13,993.47	2,763.68	332.74
租赁收入	9.16	489.60	2,222.05	716.76
其他业务收入	795.46	0.23	5.38	1,209.90
合计	21,220.34	14,483.30	4,991.11	2,259.40

注：租赁收入包括宜宾国际会议中心办公部分、三江国际小区临街底商以及安珀公司支付的租金收入；其他业务包括招投标文件服务费等。

资料来源：煜晖公司提供，中诚信国际整理

盈利能力¹⁷方面，近年来煜晖公司业务收入主要来自三江国际小区一期项目的商品房销售收入，随着销售进度的推进，商品房销售收入逐年下降，煜晖公司营业收入整体亦呈下降态势；煜晖公司营业成本主要系商品房销售成本，受结算进度影响，近年来毛利率波动明显；期间费用主要由财务费用构成，近年来持续下降，但仍维持在较高规模，对利润造成较大侵蚀；受上述因素影响，煜晖公司近年来始终处于亏损状态。

表 40：近年来煜晖公司主要财务指标（亿元、%）

	2023	2024	2025	2026.1~3
营业收入	2.12	1.45	0.50	0.23
毛利率	22.96	1.80	55.07	24.52
期间费用	1.49	0.96	0.77	0.19
净利润	-0.88	-1.11	-0.65	-0.13

资料来源：煜晖公司财务报表，中诚信国际整理

¹⁷ 以下分析主要基于煜晖公司提供的其经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）四川分所（以下简称“希格玛四川分所”）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告、中汇会计师事务所（特殊普通合伙）成都分所（以下简称“中汇成都分所”）审计并出具标准无保留意见的 2024~2025 年度审计报告及未经审计 2026 年一季度财务报表整理，其中 2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 年审计报告期末数。

资产构成方面，煜晖公司资产以非流动资产为主，非流动资产主要系以公允价值计量的投资性房地产，即物业资产宜宾国际会议中心；流动资产主要系存货，即三江国际项目。从负债构成来看，煜晖公司负债以流动负债为主，主要系以关联方借款为主的其他应付款。财务杠杆方面，近年来煜晖公司资产负债率持续走高，财务杠杆水平较高。

表 41：近年来煜晖公司主要资产负债指标情况（亿元、%）

	2023	2024	2025	2026.3
存货	9.93	9.98	10.08	10.13
流动资产	12.03	12.25	12.31	12.43
投资性房地产	16.32	16.32	16.37	16.22
非流动资产	16.45	16.45	16.43	16.34
资产总额	28.48	28.70	28.74	28.78
其他应付款	18.87	19.98	20.96	21.12
负债总额	21.40	22.73	23.42	23.59
资产负债率	75.15	79.19	81.49	81.99

资料来源：煜晖公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力方面，煜晖公司债务均系关联方借款，近年来债务规模维持在较高水平；随着三江国际一期的逐步售罄及二期和三期的建设进度影响，煜晖公司经营性活动净现金流规模持续下降；同期 EBITDA 规模有所波动，其经营获利均无法对债务利息形成覆盖。

表 42：近年来煜晖公司主要现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
经营活动净现金流	1.28	0.45	-0.11	0.02
EBITDA	0.56	-0.19	0.10	--
总债务	17.58	17.46	18.68	--
EBITDA 利息保障倍数	0.35	-0.16	0.09	--

资料来源：煜晖公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2026 年 3 月末，煜晖公司共获得银行授信额度 5.00 亿元，均尚未使用；同期末，煜晖公司无受限资产，亦无对外担保事项。

过往债务履约情况：根据煜晖公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2026 年 8 月，煜晖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，煜晖公司在公开市场无信用违约记录。

总体来看，随着三江国际一期的逐步销售完毕，煜晖公司整体收入下滑明显，近年来始终处于亏损状态，且其债务规模较高，经营获利均无法对债务利息形成保障，存在较大偿债压力。中诚信国际将持续关注煜晖公司偿债能力的改善情况。

债务人 2/借款人 2/抵押人 2/出质人 2/资产服务机构 2——祥瑞丰公司

祥瑞丰公司成立于 2014 年 3 月，由四川省铁路产业投资集团有限责任公司（以下简称“四川铁投”）出资设立。后经增资及股权变更，截至 2026 年 3 月末，祥瑞丰公司注册资本为 10,000.00 万元，由蜀道城乡 100.00%持股，实际控制人系四川省国资委。

业务经营方面，祥瑞丰公司主要持有并经营物业资产祥瑞里项目，物业运营情况详见前文“物业

资产基本情况介绍”章节；此外，祥瑞丰公司对外出售祥瑞里部分公寓面积产生销售收入，对其营业收入形成一定补充。

表 43：近年来祥瑞丰公司营业收入构成情况（万元）

业务类型	2023	2024	2025	2026.1~3
租赁收入	141.36	458.02	540.79	225.47
商品房销售收入	2,832.17	--	110.87	--
合计	2,973.53	458.02	651.66	225.47

资料来源：祥瑞丰公司提供，中诚信国际整理

盈利方面¹⁸，受结算进度影响，近年来祥瑞丰公司营业收入波动明显；其营业成本主要系商品房销售成本，同期祥瑞丰公司毛利率亦波动较大；期间费用主要由财务费用构成，对利润侵蚀较为严重；受上述因素影响，近年来祥瑞丰公司净亏损持续扩大。

表 44：近年来祥瑞丰公司主要财务指标（万元、%）

	2023	2024	2025	2026.1~3
营业收入	2,973.53	458.02	651.66	225.47
毛利率	49.67	100.00	78.11	100.00
期间费用	3,350.88	2,556.49	2,439.79	466.68
净利润	-1,942.57	-2,243.59	-2,630.06	-241.65

资料来源：祥瑞丰公司财务报表，中诚信国际整理

资产构成方面，祥瑞丰公司资产以流动资产为主，流动资产主要系存货和其他应收款，其中存货以物业资产蜀道·祥瑞里项目为主，其他应收款主要系关联方往来款、押金及保证金等；非流动资产主要系递延所得税资产。从负债构成来看，祥瑞丰公司负债以流动负债为主，主要系以关联方借款为主的其他应付款。财务杠杆方面，2023~2024 年末祥瑞丰公司处于资不抵债状态，2025 年末因股东借款债转股，祥瑞丰公司资本公积增至 1 亿元，当期末资产负债率有所下滑，但仍处于极高水平。

表 45：近年来祥瑞丰公司主要资产负债指标情况（万元、%）

	2023	2024	2025	2026.3
存货	33,840.51	33,842.50	32,932.08	32,932.08
其他应收款	409.99	1,455.70	1,499.54	1,510.91
流动资产	37,336.51	37,313.27	36,580.03	36,699.91
递延所得税资产	286.14	310.04	510.14	510.14
非流动资产	303.18	322.53	519.27	518.39
资产总额	37,639.69	37,635.80	37,099.31	37,218.30
其他应付款	38,828.61	41,334.41	33,406.14	33,868.59
负债总额	40,604.54	42,844.24	34,937.80	35,298.45
资产负债率	107.88	113.84	94.17	94.84

资料来源：祥瑞丰公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力方面，祥瑞丰公司债务均系关联方借款，近年来债务规模维持在较高水平；经营性活动净现金流规模有所波动；同期 EBITDA 规模持续下行，其经营获利均无法对债务利息形

¹⁸ 以下分析基于祥瑞丰公司提供的其经希格玛四川分所审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告、中汇成都分所审计并出具标准无保留意见的 2024~2025 年审计报告及未经审计的 2026 年一季度财务报表整理，其中 2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 年审计报告期末数。

成覆盖。

表 46：近年来祥瑞丰公司主要现金流及偿债指标情况（万元、X）

	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
经营活动净现金流	878.13	950.54	178.11	193.56
EBITDA	684.39	25.72	-621.35	--
总债务	37,106.81	37,734.95	31,660.04	--
EBITDA 利息保障倍数	0.26	0.01	-0.28	--

资料来源：祥瑞丰公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2026 年 3 月末，祥瑞丰公司无银行授信，无受限资产，亦无对外担保事项。

过往债务履约情况：根据祥瑞丰公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2026 年 8 月，祥瑞丰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，祥瑞丰公司在公开市场无信用违约记录。

总体来看，祥瑞丰公司近年来债务规模始终处于很高水平，财务费用高企，受此影响，祥瑞丰公司近年来始终处于亏损状态，且其经营获利均无法对债务利息形成保障，存在较大偿债压力。中诚信国际将持续关注蜀道·祥瑞里运营情况对祥瑞丰公司的影响。

■ 信用增进机构信用质量分析

流动性支持承诺人——蜀道集团

蜀道集团（本节或简称“公司”）成立于 2021 年 5 月 26 日，由原四川省交通投资集团有限责任公司（以下简称“四川交投”）和四川铁投采用新设合并方式进行战略性重组而成。截至 2026 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 542.26 亿元，唯一股东为四川发展（控股）有限责任公司（以下简称“四川发展”），实际控制人为四川省国资委。

公司为综合型交通企业，是四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，近年来在省内高速公路及铁路投资行业处于绝对领先地位。依托交通主业，公司将着力打造形成“综合交通产业、能源矿产资源开发、产融结合”两大核心主业和一大培育主业。

表 47：截至 2025 年末公司部分主要一级子公司情况（%、亿元）

全称	简称	持股比例	总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
四川高速公路建设开发集团有限公司	四川高速	100.00	4,502.00	1,393.64	69.04	492.49	24.83
四川成渝高速公路股份有限公司	成渝高速	39.86	637.08	212.48	66.65	87.58	15.44
四川藏区高速公路有限责任公司	藏高公司	100.00	1,979.31	783.13	60.43	117.70	18.64
四川蜀道高速公路集团有限公司	蜀道高速	100.00	2,666.42	899.28	66.27	256.23	-27.28
四川蜀道铁路投资集团有限责任公司	铁路投资集团	100.00	761.27	324.64	57.36	53.50	-18.36
四川蜀道铁路运营管理集团有限责任公司	铁路运营集团	100.00	1,307.45	1,254.92	4.02	53.74	1.24
四川路桥建设集团股份有限公司	四川路桥	77.65	2,676.77	558.82	79.12	1,151.11	74.61
四川蜀道城乡投资集团有限责任公司	蜀道城乡	100.00	568.78	167.08	70.63	136.37	-7.80
四川蜀道物流集团有限公司	蜀道物流	100.00	209.63	57.19	72.72	422.36	0.13
四川宏达股份有限公司	宏达股份	46.91	36.21	31.51	12.99	37.93	-0.74
四川蜀道矿业集团股份有限公司	蜀道矿业集团	100.00	178.56	85.11	52.34	59.15	2.42

四川蜀道清洁能源集团有限公司	蜀道清洁能源集团	100.00	317.59	113.47	64.27	11.37	-0.13
蜀道交通服务集团有限责任公司	蜀道交服集团	100.00	85.68	41.94	51.05	134.74	2.57
四川蜀道智慧交通集团有限公司	蜀道智慧集团	100.00	118.42	32.97	72.16	35.57	1.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运营实力

2024 年，蜀道集团将主业优化调整为 2 个核心主业和 1 个培育主业：一大核心主业为综合交通产业，业务单元包括高速公路投资建设运营、铁路投资建设运营、交通工程建设、工程设计咨询、智慧交通、交通物流等六个板块；另一大核心主业为能源矿产资源开发，业务单元包括清洁能源、矿产及新材料、装备制造；培育主业为产融结合，业务单元包括证券、信托、银行、保险等金融牌照，以及境内私募股权基金、融资租赁、小额贷款、商业保理、保险经纪、保险代理等类金融牌照的运营。

表 48：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

类别	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
核心主业一： 综合交通产业	2,354.55	94.04	16.30	2,375.91	92.45	14.63	2,450.00	91.90	13.38
业务组合 1：高速公路、铁路投资建设运营	357.72	14.29	42.79	377.31	14.68	40.71	387.12	14.52	38.59
(1)公路投资建设运营	253.33	10.12	56.14	266.50	10.37	52.84	262.93	9.86	52.77
(2)铁路投资建设运营	11.58	0.46	-20.24	10.34	0.40	-14.50	13.66	0.51	-23.18
(3)交通服务	92.82	3.71	14.21	100.48	3.91	14.23	110.53	4.15	12.48
业务组合 2：交通工程建设施工及设计咨询	1,247.47	49.83	16.23	1,129.22	43.94	15.41	1,217.62	45.67	13.58
(1)交通工程建设	1,208.75	48.28	15.72	1,099.51	42.78	14.93	1,196.70	44.89	13.34
(2)工程设计咨询	38.72	1.55	32.13	29.71	1.16	33.34	20.91	0.78	27.68
业务组合 3：交通配套资源开发	749.36	29.93	3.78	869.38	33.83	2.31	845.26	31.71	1.55
(1)智慧交通	47.01	1.88	26.41	47.88	1.86	21.89	34.73	1.30	15.40
(2)交通物流	702.35	28.05	2.26	821.50	31.97	1.17	810.53	30.40	0.95
核心主业二： 能源矿产资源开发	40.00	1.60	11.82	88.90	3.46	15.69	123.83	4.64	20.45
业务组合 1：清洁能源	6.09	0.24	33.07	16.26	0.63	38.46	18.38	0.69	45.21
业务组合 2：矿产及新材料	27.25	1.09	4.45	64.24	2.50	8.71	98.77	3.71	15.73
业务组合 3：装备制造	6.66	0.27	22.52	8.39	0.33	24.99	6.67	0.25	22.04
培育主业： 产融结合	2.28	0.09	55.80	3.75	0.15	74.79	6.37	0.24	66.20
其他	106.85	4.27	45.16	101.34	3.94	29.34	85.76	3.22	33.64
合计/综合	2,503.68	100.00	17.50	2,569.90	100.00	15.34	2,665.95	100.00	14.49

注：其他包括交通沿线新型城镇化建设、客车整车制造、培训、清排障、路产占用等。

资料来源：公司财务报告及公司提供，中诚信国际整理

综合交通产业—高速公路投资建设运营

公司是四川省唯一的省级高速公路建设投资及运营主体，承担省内大部分高速公路投资建设及运营的职能。

高速公路运营方面，公司下属高速公路经营主体主要包括四川高速、成渝高速、蜀道高速、四川藏区高速公路集团有限责任公司和四川路桥。公司高速公路业务在省内的垄断优势明显，截至 2025 年末，公司已通车高速公路共 83 条（含参股的成绵高速及成绵苍巴高速成绵扩容段），合计通车里程达 8,191.56 公里，占四川省高速公路通车里程的 70%以上；已通车路产包括多条重要出川通道和省内连接线，路产所处位置区位优势良好。

表 49：截至 2025 年末公司主要营运公路情况

序号	路产名称	项目性质	集团持股比例（%）	通车里程（公里）	收费期限（年）
1	成绵高速	经营性	40.00	91.94	1998~2024
2	内宜高速	经营性	95.71	106.90	1999~2029
3	宜水高速	经营性	95.71	28.90	2006~2036
4	隆纳高速	经营性	91.80	87.82	2000~2030
5	达渝高速	经营性	99.13	165.80	2004~2034
6	邻垫高速	经营性	99.13	35.80	2008~2038
7	成南高速	经营性	100.00	215.40	2002~2032
8	南渝高速	经营性	100.00	65.99	2008~2038
9	遂渝高速	经营性	100.00	36.64	2007~2037
10	成南高速扩容	经营性	100.00	238.95	2026~2055
11	遂回高速	经营性	90.61	22.12	2002~2032
12	广邻高速	经营性	93.95	37.16	2000~2030
13	南广高速	经营性	93.95	69.76	2004~2034
14	成都绕城高速	经营性	82.50	84.93	2002~2032
15	西攀高速	经营性	99.39	162.84	2008~2038
16	泸黄高速	经营性	99.39	69.85	2004 年至工程竣工 决算审计完成
17	攀田高速	经营性	99.39	59.36	2008~2038
18	都映高速	经营性	100.00	25.86	2009~2039
19	映汶高速	还贷性	100.00	48.27	2012~2032
20	绵广路磨沙段	经营性	100.00	135.23	2002~2027
21	广陕高速	还贷性	100.00	57.09	2012~2032
22	绵广路沙陵段	经营性	95.91	30.63	2002~2032
23	广巴高速	经营性	93.75	122.23	2011~2041
24	广南广巴连接线	经营性	89.76	17.00	2013~2043
25	广陕广巴连接线	还贷性	93.75	19.45	2017~2037
26	雅西高速	经营性	99.97	239.84	2012~2042
27	纳黔高速	还贷性	100.00	134.80	2012~2032
28	达陕高速	还贷性	100.00	143.24	2012~2032
29	达万高速	还贷性	97.71	63.79	2012~2032
30	广南高速	还贷性	100.00	201.11	2012~2032
31	广甘高速	还贷性	100.00	56.44	2012~2032
32	巴南高速	还贷性	81.08	115.96	2013~2033
33	乐雅高速	还贷性	98.41	112.20	2013~2033
34	成德南高速	还贷性	100.00	178.34	2012~2032
35	巴达高速	还贷性	100.00	109.61	2014~2034
36	巴陕高速	还贷性	100.00	117.81	2018~2038

37	丽攀高速（华坪段）	经营性	100.00	12.01	2016~2046
38	丽攀高速（攀枝花段）	还贷性	100.00	51.23	2019~2039
39	仁沐新高速	还贷性	99.85	200.67	2024~2044
40	绵遂高速	经营性	100.00	77.94	2011~2041
41	资潼高速	经营性	51.00	109.57	2021~2051
42	九绵高速	还贷性	80.00	206.00	2025~2045
43	德会高速	经营性	74.86	78.42	2025~2055
44	开梁高速	经营性	100.00	30.37	2025~2055
45	成安渝高速	经营性	55.00	174.54	2018~2047
46	雅康高速	还贷性	100.00	130.14	2019~2039
47	汶马高速	还贷性	100.00	170.26	2021~2041
48	成渝高速	经营性	100.00	226.00	1997~2027
49	成雅高速	经营性	100.00	144.20	2000~2029
50	成乐高速	经营性	100.00	110.80	2000~2029
51	成仁高速	经营性	100.00	106.61	2012~2042
52	城北出口高速	经营性	60.00	10.35	1998~2024
53	遂广高速	经营性	100.00	102.94	2016~2046
54	遂西高速	经营性	100.00	67.64	2016~2046
55	二绕高速	经营性	100.00	114.26	2016~2046
56	天邛高速	经营性	82.00	43.12	-
57	宜泸高速公路	经营性	100.00	77.98	2013~2042
58	南大梁高速公路	经营性	100.00	142.10	2017~2047
59	宜叙高速公路	经营性	76.00	114.07	2016~2046
60	巴广渝高速公路	经营性	100.00	207.47	2016~2046
61	叙古高速	经营性	66.71	66.60	2017~2047
62	绵南高速	经营性	56.00	124.50	2019~2049
63	泸渝高速	还贷性	64.33	42.37	2021~2041
64	广安绕城高速	经营性	81.00	78.62	2022~2052
65	成宜高速	还贷性	92.94	155.21	2022~2042
66	攀大高速	经营性	81.00	38.30	2022~2052
67	叙威高速	经营性	81.00	35.34	2023~2053
68	泸永高速	经营性	65.00	42.37	2023~2052
69	营达高速	经营性	100.00	92.53	2021~2051
70	镇广高速（王通段）	经营性	70.99	33.37	试运营期，暂未正式收费
71	峨汉高速	还贷性	78.00	122.88	2024~2044
72	泸州经古蔺至金沙高速公路（古蔺至川黔界段）	经营性	80.00	38.56	2024~2054
73	成自泸高速内自段	经营性	68.01	113.00	2012~2041
74	成绵高速复线	经营性	68.01	86.19	2012~2038
75	内威荣高速	经营性	68.01	63.48	2016~2046
76	自隆高速	经营性	68.01	70.88	2016~2046
77	江习古高速	经营性	68.01	81.00	2017~2047
78	荆宜高速	经营性	85.00	95.00	2007~2037
79	乐西高速（马昭段）	还贷性	100.00	98.00	试运营期，暂未正式收费
80	攀宁高速	经营性	100.00	166.17	试运营期，暂未正式收费
81	资铜高速	经营性	50.50	105.00	试运营，暂未正式收费

82	镇广高速（通广段）	经营性	90.00	102.00	试运营期，暂未正式收费
83	成绵苍巴高速（成绵扩容段）	经营性	41.00	122.44	2025~2055
合计		--	--	8,191.56	--

注：1、四川成绵高速公路有限公司取得了四川省人民政府对成绵高速的重新确定收费截止期限的批复，新收费期自 2024 年 6 月 20 日起至 2025 年 9 月 4 日止，目前已到期，成绵高速免费通行；2、城北出口高速收费期原截止 2024 年 6 月 30 日，后根据政府批复延长至 2025 年 9 月 17 日，目前已到期，城北出口高速免费通行。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司路产竞争力极强，因拥有四川省绝大部分已通车高速路产的经营权，公司路产运营主要受到铁路线路的竞争，其他高速路产的分流作用相对有限。此外，公司经营性高速公路的收费年限以 30 年为主，政府还贷性高速公路的收费年限以 20 年为主，到期高峰在 2032 年前后，现阶段路产收费权到期压力不大，仅成绵高速和城北出口高速于 2025 年收费期满，未来三年仅有绵广路磨沙段、成渝高速陆续到期。

公司高速公路通行费收入及车流量（出口）表现良好，但受经济环境、其他交通分流等因素扰动而有所波动。2023 年，随着前期不利因素消退，文旅出行需求回暖，交通运输行业有所恢复，公司通行费收入和车流量同比增长较多；2024 年，受节假日通行费减免、ETC 通行费优惠、差异化收费等政策影响，公司车流量提升，但业务口径通行费收入则变动不大；2025 年，受宏观经济、部分路产到期、地方路网分流、道路施工管制及极端天气等多重因素影响，通行费收入小幅下降，后续恢复及新路产培育情况有待关注。

从路产运营效率情况看，2025 年公司所辖路产单公里通行费收入约 325 万元，受新增通车路段暂未收费、尚处运营培育期的影响，同比有所回落，但整体仍维持高位，路产运营效率很高。公司早年通车的部分路段已处于超负荷运营状态，其中，成都绕城高速凭借其环成都的区位优势，近年来单公里通行费收入保持在 900 万元以上；绵广高速、广陕高速、达陕高速和成雅高速、成仁高速等作为重要出川通道或省内连接线，单公里通行费收入亦处于很高水平。公司亦有部分高速公路，因建成通车年限较短，尚处于车流量培育期，伴随这些路段的逐步成熟，公司路产运营效率及通行费收入有望进一步提高，但部分新开通路产位于四川省经济相对较弱的三州等地市，未来运营情况有待关注。

表 50：近年来公司主要路产的出口车流量及通行费收入情况

序号	运营路段	运营公司	车流量（万辆次）			通行费收入（亿元）		
			2023 年	2024 年	2025 年	2023 年	2024 年	2025 年
1	内宜高速	四川川南高等级公路开发股份有限公司	3,127.61	2,539.00	2,534.10	5.26	5.33	5.26
2	宜水高速							
3	隆纳高速	四川南方高速公路股份有限公司	1,785.79	1,659.00	1,604.90	2.80	2.77	2.68
4	达渝高速	四川达渝高速公路建设开发有限公司	1,890.11	1,447.00	1,447.70	9.23	9.21	9.15
5	邻垫高速							
6	成南高速	四川成南高速公路有限责任公司	3,763.00	3,623.00	2,428.30	16.12	16.06	10.21
7	南渝高速							
8	遂渝高速							
9	成南高速扩容	四川中通高速公路投资建设开发有限公司	332.22	353.00	307.10	0.57	0.62	0.46
10	遂回高速							
11	广邻高速	四川川东高速公路有限责任公司	1,062.83	1,121.00	1,137.90	4.10	4.20	3.88

12	南广高速							
13	成都绕城高速	四川川西高速公路有限责任公司、 成都市绕城高速公路（西段）有限 责任公司	15,335.97	15,867.00	16,325.00	7.85	8.08	7.90
14	西攀高速							
15	泸黄高速	四川攀西高速公路股份有限公司	2,214.74	2,478.00	2,581.50	9.76	10.06	9.87
16	攀田高速							
17	都映高速	四川都汶公路有限责任公司	516.28	529.00	559.00	5.67	4.93	5.07
18	映汶高速							
19	绵广高速磨沙 段	四川高速公路建设开发集团有限公 司（本部）	1,135.55	1,029.00	1,085.90	15.97	17.25	16.24
20	广陕高速							
21	绵广高速沙陵 段	四川省川北高速公路股份有限公司	298.34	267.00	318.10	1.90	2.21	1.80
22	广巴高速							
23	广南广巴连接 线	四川广巴高速公路有限责任公司	898.83	874.00	899.10	2.30	2.16	2.04
24	广陕广巴连接 线							
25	雅西高速	四川雅西高速公路有限责任公司	789.20	811.00	819.00	14.44	13.51	13.41
26	纳黔高速	四川纳黔高速公路有限责任公司	654.40	540.00	548.70	6.17	6.35	6.12
27	达陕高速	四川达陕高速公路股份有限公司	673.99	457.00	456.80	9.01	9.01	9.16
28	达万高速	四川达万高速公路有限责任公司	353.29	189.00	178.90	1.48	1.17	0.92
29	广南高速	四川广南高速公路有限责任公司	924.47	1,086.00	1,097.00	5.81	6.22	6.02
30	广甘高速	四川广甘高速公路有限责任公司	41.00	38.00	41.50	2.15	2.02	1.83
31	巴南高速	四川巴南高速公路有限责任公司	535.54	514.00	487.40	6.38	5.43	5.33
32	乐雅高速	四川雅眉乐高速公路有限责任公司	932.95	902.00	937.40	2.65	2.54	2.41
33	成德南高速	四川成德南高速公路有限责任公司	967.56	1,043.00	1,219.10	9.88	8.69	9.49
34	巴达高速	四川巴达高速公路有限责任公司	602.55	595.00	601.40	3.09	3.10	2.95
35	巴陕高速	四川巴陕高速公路有限责任公司	464.80	308.00	330.50	7.77	6.94	7.24
36	丽攀高速（华 坪段）	四川丽攀高速公路有限责任公司	391.38	420.33	415.66	1.25	1.38	1.32
37	丽攀高速（攀 枝花段）							
38	仁沐新高速	四川仁沐高速公路有限责任公司	889.09	684.00	607.10	--	1.94	2.16
39	绵遂高速绵阳 段	四川绵阳绵遂高速公路有限公司	524.31	580.00	619.10	1.35	1.36	1.32
40	资安潼高速	四川资潼高速公路有限公司	412.21	365.00	434.60	3.60	3.35	3.54
41	绵九高速	四川绵九高速公路有限责任公司	213.94	498.41	554.20	--	--	--
42	德会高速	四川德会高速公路有限责任公司	--	249.00	187.10	--	--	0.93
43	开梁高速	四川开梁高速公路有限责任公司	--	22.00	53.20	--	--	0.01
44	成安渝高速	中电建四川渝蓉高速公路有限公司	1,389.28	1,405.77	1,644.30	11.02	10.83	12.16
45	雅康高速	四川雅康高速公路有限责任公司	788.04	769.29	840.36	5.44	4.96	5.75
46	汶马高速	四川汶马高速公路有限责任公司	460.72	455.19	479.29	2.33	2.80	2.86
47	成渝高速		2,950.42	2,663.49	2,665.56	8.12	8.55	8.68
48	成雅高速		3,960.15	4,044.25	3,908.16	10.31	10.50	10.40
49	成乐高速		1,447.07	1,543.76	1,603.35	5.33	6.26	6.13
50	成仁高速	四川成渝高速公路股份有限公司	1,883.93	1,985.85	1,945.53	9.23	8.63	8.11
51	城北高速		--	798.88	623.76	1.10	1.01	0.80
52	遂广高速		526.37	596.62	672.20	4.38	4.44	4.69
53	遂西高速							

54	蓉城二绕		1,601.08	1,776.22	1,733.85	8.62	8.34	8.04	
55	天邛高速		-	32.96	189.14	-	-	-	
56	宜泸高速公路	四川宜泸高速公路开发有限责任公司	517.98	539.50	596.64	2.64	2.62	2.59	
57	南大梁高速公路	四川南渝高速公路有限公司	660.62	695.81	629.62	5.47	5.76	5.16	
58	宜叙高速公路	四川宜叙高速公路开发有限责任公司	627.92	659.39	625.41	1.54	1.73	1.59	
59	巴广渝高速公路	四川巴广渝高速公路开发有限责任公司	511.87	572.21	632.57	4.08	4.07	3.66	
60	叙古高速	四川叙古高速公路开发有限责任公司	263.05	346.85	414.72	0.87	1.53	1.34	
61	绵南高速	四川绵南高速公路开发有限公司	254.07	268.18	281.12	1.83	1.67	2.49	
62	泸渝高速	四川泸渝高速公路开发有限责任公司	182.79	220.69	229.36	0.48	0.47	0.42	
63	广安绕城高速	四川广安绕城高速公路有限责任公司	210.30	240.12	227.06	0.66	0.73	0.65	
64	成宜高速	四川成宜高速公路开发有限公司	309.99	316.82	323.69	4.83	4.23	4.01	
65	攀大高速	四川攀大高速公路开发有限责任公司	122.48	128.85	136.85	0.22	0.20	0.19	
66	江安桥	江安长江公路大桥开发有限责任公司	--	--	--	0.26	0.20	0.11	
67	叙威高速	四川叙威高速公路有限责任公司	48.18	43.96	42.54	0.27	0.30	0.27	
68	泸永高速	四川泸永高速公路有限责任公司	116.41	128.64	132.66	0.51	0.58	0.55	
69	营达高速	四川营达高速公路有限公司	306.49	281.54	290.70	1.46	1.43	1.37	
70	镇广高速（王通段）	四川镇广高速公路有限责任公司	72.93	149.87	144.64	--	--	--	
71	镇广高速（通广段）		--	--	--	--	--	--	
72	峨汉高速	四川乐汉高速公路有限责任公司	299.33	320.35	312.21	--	0.08	3.10	
73	泸州经古蔺至金沙高速公路（古蔺至川黔界段）	四川川黔高速公路有限公司	0.27	88.15	84.14	--	0.05	0.88	
74	成自泸高速内自段	四川成自泸高速公路开发有限责任公司	674.19	626.47	648.61	5.10	4.71	4.52	
75	成绵高速公路复线	四川成德绵高速公路开发有限公司	624.46	598.50	605.66	6.15	5.38	4.72	
76	内威荣高速	四川内威荣高速公路开发有限公司	344.98	345.96	334.17	0.87	0.92	0.88	
77	自隆高速	四川自隆高速公路开发有限公司	366.45	369.35	421.84	1.59	1.44	1.47	
78	江习古高速	贵州江习古高速公路开发有限公司	433.14	456.41	437.13	1.51	1.47	1.39	
79	荆宜高速	湖北荆宜高速公路有限公司	536.96	513.86	633.17	5.20	5.03	5.26	
80	乐西高速（马昭段）	四川乐西高速公路有限责任公司	--	--	--	--	--	--	
81	攀宁高速	四川沿江攀宁高速公路有限公司	185.29	342.06	529.79	--	--	--	
82	资铜高速	四川乐资铜高速公路有限公司	--	--	--	--	--	--	
83	成绵苍巴高速（成绵扩容段）	成绵苍巴高速公路有限公司	--	752.75	2,128.21	--	--	3.39	
合计			--	63,019.88	64,760.54	66,320.96	267.98	266.80	266.35

注：1、尾数差异系四舍五入造成；2、运营数据与财务数据因统计口径不一致而存在差异；3、本次车流量数据均改用出口车流量口径；4、由于成南高速扩容施工，实施分路段交通管制，2025 年车流量及通行费收入同比下降较多。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收费标准方面，公司运营的高速公路按区域差异和客、货车类型差异执行不同的收费标准。公司大部分线路在四川省内，客车类收费标准分为基础收费标准和特殊路段收费标准，四川省内高速公路项目桥隧比普遍较高，建设成本会大幅上升，相关部门在对通行费收取标准进行审批时，针对桥梁及隧道按照每车·次单独计价，再与普通路段一并收取通行费用。根据由四川省交通厅、四川省财政厅和四川省物价局对公司每条通车公路过往客运车辆收费标准的相关批复，公司以客车车型作为收取客车通行费的依据和标准。具体车型分类按照最新的《收费公路车辆通行费车型分类》（JT/T489-2019）行业标准执行，每条高速公路收费标准具体按照四川省交通运输厅、四川省发展和改革委员会批复标准执行。货车类收费标准方面，根据《收费标准的通知》，自 2020 年 1 月 1 日起实施调整后的高速公路车辆通行费计费方式和收费标准，货车由计重收费调整为车型分类收费，费率标准按照《四川省已收费高速公路货车通行费计费方式调整方案》执行。除此之外，公司下属的荆宜高速在湖北省境内，江习古高速属于跨省高速，收费标准参照当地政府文件执行。

路产养护方面，2023~2025 年公司养护费用支出合计分别为 14.32 亿元、12.26 亿元和 13.38 亿元，2026 年养护支出计划为 13.43 亿元，整体上公司路产养护费用支出总体保持一定规模，并随各年份路产状况及维护计划有所波动。

综合来看，四川省作为我国西部经济第一大省，省内经济发展存在地域不均衡的特性，因此公司路桥收费板块的盈利主要集中在连接成都和省内外重要节点城市的线路上，部分通车时间较短的高速公路盈利能力欠佳，并伴随国内经济形势的变化及交通运输行业呈现行业性波动。未来随着公司新通车高速公路逐渐成熟，周边路网效应不断显现，公司经营路产通行费收入具备持续性。

高速公路建设投资方面，公司投资建设的项目主要包括国家高速公路网规划项目和四川省高速公路网规划项目等。截至 2025 年末，公司主要在建高速公路项目的里程共计 4,404.30 公里，总投资 8,807.98 亿元，已投资 2,957.51 亿元；暂无拟建项目，待四川省“十五五”交通运输发展规划编制完成及相关项目论证报批后，再行明确。公司在建拟建项目资本金比例视项目不同存在较大差异，除资本金外，项目建设其余资金由公司通过融资解决。2023~2025 年，公司分别收到车购税补贴 145.74 亿元、122.00 亿元和 65.23 亿元。整体来看，公司在建及拟建高速储备充足，尚需投资规模较大，面临较大的投资压力。

表 51：截至 2025 年末公司主要在建高速公路情况（公里、亿元）

序号	项目名称	项目性质	建设模式	建设里程	总投资	已投资	2026 年投资计划	计划通车时间
1	乐西高速公路（马边至昭觉段）	政府还贷	政府收费还贷	153.00	335.32	276.24	59.08	2026.7
2	沿江高速宜金段	经营性	PPP	173.97	402.06	309.21	92.85	2026.12
3	成南高速扩容	经营性	PPP	238.95	368.07	183.39	184.67	2026.1
4	汉广高速扩容	经营性	BOT	70.00	243.96	112.06	140.64	2027.6
5	广绵高速扩容	经营性	BOT	123.53	291.91	195.58	96.33	2026.6
6	达州绕城高速公路西段	经营性	BOT	31.89	64.80	28.45	46.33	2027.9
7	天眉乐高速	经营性	BOT	94.00	290.74	156.68	170.44	2027.9
8	成渝高速扩容	经营性	BOT	189.62	497.66	99.23	398.43	2028.1
9	遂渝高速扩容	经营性	BOT	46.35	83.35	13.98	69.38	2028.1
10	大垫高速	经营性	BOT	34.60	87.56	18.78	68.78	2027.1

11	德阳绕城	经营性	BOT	61.00	166.70	11.12	155.57	2029.1
12	攀枝花至盐源高速公路	经营性	BOT	131.37	349.57	3.23	354.70	2032.1
13	金口河至西昌高速公路	经营性	BOT	211.20	496.52	6.34	490.18	2031.1
14	昭觉至普格高速公路	经营性	BOT	76.63	176.71	0.50	176.21	2031.1
15	雅叶高速康定过境试验段	政府还贷	政府收费还贷	17.88	36.22	33.12	2.00	2024.12
16	久马高速	经营性	PPP	224.00	301.98	263.85	5.00	2026.12
17	泸石高速	经营性	BOT	97.00	174.08	153.42	0.40	2026.12
18	川汶高速	经营性	BOT	198.35	536.45	4.02	100.30	2030.12
19	郎川高速	经营性	BOT	178.00	246.86	12.97	63.30	2028.12
20	川红高速	经营性	BOT	128.77	180.60	1.33	58.00	2028.7
21	邛崃经芦山至荥经高速公路	经营性	BOT	113.29	259.62	1.42	58.50	2029.12
22	炉霍至康定新都桥高速公路	经营性	BOT	185.53	329.49	4.51	52.20	2030
23	成乐高速扩容	经营性	PPP	136.10	251.49	155.25	25.00	2028
24	G5 京昆高速公路成都至雅安段扩容工程项目	经营性	BOT	159.28	278.89	11.00	66.00	主线 2029.9 芦山支线 2030.9
25	乐山至资中高速公路	经营性	BOT	93.33	195.64	126.07	42.00	2027
26	西昌至宁南高速公路项目	经营性	BOT	104.65	239.86	106.58	42.50	2027
27	西香高速	经营性	PPP	552.52	587.38	159.11	110.00	2028
28	沿江高速金宁段	经营性	PPP	94.90	234.64	139.81	37.00	2026
29	会禄高速	经营性	BOT	30.15	77.82	32.07	12.00	2027
30	镇广高速（川王段）	经营性	BOT	63.40	149.28	100.53	32.00	2027
31	镇广高速（通广段）	经营性	BOT	55.12	263.68	233.74	18.60	2026
32	新宜高速	经营性	BOT	65.33	138.66	3.91	31.00	2029
33	南三高速	经营性	BOT	270.60	470.42	-	59.40	2029
合计		--	--	4,404.30	8,807.98	2,957.51	3,318.78	--

注：1、分项加总数与合计数存在差异系四舍五入所致；2、已完成投资为财务入账口径数据，未来投资计划为工程形象进度口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综合交通产业—铁路投资建设运营

公司是四川省唯一的省级铁路投资及运营主体，承担部分省内铁路的投资建设和建成地方铁路的运营职能，具体由子公司铁路运营集团、铁路投资集团及四川蜀道轨道交通集团有限责任公司（以下简称“轨道交通集团”）负责。

铁路运营方面，公司管理的铁路作为国家铁路网的组成部分，其收费标准依据铁路总公司的相关文件执行，货运收入进入中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）的资金清算系统，由项目公司根据中国铁路成都局集团有限公司（以下简称“成都铁路局”）按照运费清算后的结果，定期收取。

截至 2025 年末，公司已运营的地方铁路共 15 条（含参股铁路），营运里程合计 1,864.97 公里，其中隆泸叙铁路系 2025 年新通车铁路；2023~2025 年，公司分别实现铁路运营收入 11.58 亿元、10.34 亿元和 13.66 亿元，呈现持续亏损状态。此外，已运营的公司参与出资的主要国家干线铁路共 5 条，营业里程合计 1,362.84 公里，上述线路不纳入公司合并范围。

2022 年末，四川省按照国铁集团“一省一公司”铁路改革方案，由成都铁路局牵头组建四川铁路

发展有限公司（以下简称“铁路发展公司”），公司合计持有铁路发展公司 52.57%的股权¹⁹，陆续以持有的达成铁路、巴达铁路、乐巴铁路、川南城际铁路、叙镇铁路等股权作价出资，2024 年及 2025 年分别确认投资损益-14.12 亿元和-13.80 亿元。

表 52：截至 2025 年末公司已投入运营的地方铁路情况

序号	铁路名称	项目公司	公司运营路段	运营起始年份（年）	营运里程（公里）	持股比例（%）	当年货运收入（万元）	当年货物周转量（万吨公里）	当年货物运输量（万吨）
1	叙大铁路	四川叙大铁路有限责任公司	叙永-大村	2022	85.83	80.15	952.59	465.35	24.49
2	连乐铁路	四川连乐铁路有限责任公司	燕岗南站-连界	2024	123.48	78.88	10,006.08	4,806.72	458.49
3	汉巴南铁路	汉巴南城际铁路有限责任公司	南充-巴中	2024	148.00	67.46	--	--	--
4	隆泸叙铁路	四川隆叙宜铁路有限公司	隆昌-叙永	2025	138.00	51.00	--	--	--
5	隆叙铁路	川铁（泸州）铁路有限责任公司	隆昌-叙永	1993	161.43	50.80	18,127.65	33,619.51	405.06
6	金筠铁路	川铁（宜宾）铁路有限责任公司	金沙湾-筠连	2005	70.00	62.94	7,477.55	9,041.35	282.12
7	归连铁路	四川归连铁路有限公司	归德-连界	2010	30.44	51.00	15,054.93	14,050.02	465.99
8	川南轨道 T1 线	四川川南轨道交通运营有限公司	宜宾市	2019	23.45	70.00	--	--	--
9	川南轨道 T2、T4 线	宜宾智轨交通有限公司	宜宾市	2023	63.08	79.00	--	--	--
10	M-TR 旅游线	都江堰轨道交通有限责任公司	都江堰-青城山	2024	17.26	79.60	--	--	--
11	达成铁路	达成铁路有限责任公司	成都-达州-万州	1997	504.00	37.18	234,413.56	1,291,560.10	6,965.20
12	巴达铁路	巴达铁路有限责任公司	巴中至白蜡坪段及白覃联络线	2017	131.00	38.53	1,023.06	6,388.70	56.30
13	乐巴铁路	乐巴铁路有限责任公司	乐坝-巴中	2010	158.00	38.53	14,902.09	22,039.30	299.50
14	川南城际铁路成自泸段	川南城际铁路有限责任公司	内江-自贡-泸州	2021	128.00	52.57	-	-	-
15	川南城际铁路自宜段	川南城际铁路有限责任公司	自贡-宜宾	2024	83.00	52.57	-	-	-
合计		--	--	--	1,864.97	--	301,957.51	1,381,971.05	8,957.15

注：1、汉巴南铁路、川南城际铁路、隆泸叙铁路、川南轨道等系客运铁路；2、达成铁路、巴达铁路、乐巴铁路、叙毕铁路（川滇段）、川南城际铁路为蜀道集团重要联营企业四川铁路发展有限公司持股，持股比例非穿透持股比例，且上述铁路不由公司并表。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 53：截至 2025 年末公司参与投资的已运营国家干线铁路经营情况

铁路名称	项目公司	公司运营路段	起始运营时间（年）	营运里程（公里）	持股比例（%）
成昆铁路	成昆铁路有限责任公司	成都-峨眉-米易-攀枝花	2022	563.00	18.49
成自铁路	川南城际铁路有限责任公司	成都-自贡	2024	178.00	52.22
成自铁路机场段	蜀道投资集团有限责任公司	成自天府机场段	2023	7.84	100.00
成兰铁路	四川成兰铁路投资有限责任公司	成都至黄胜关段	2024	463.00	44.00

¹⁹ 公司对其不构成实际控制、不纳入合并范围。铁路发展有限公司董事会由 5 名成员组成，分别由中国铁路成都局集团有限公司、蜀道投资集团有限责任公司各推荐 2 名董事，由职工民主选举 1 名职工董事，公司实际推荐了 2 名董事，在董事会席位中不占多数，不能实际控制该公司的经营，但具有重大影响，公司将铁路发展公司作为联营企业核算。

叙毕铁路（川滇段）	叙镇铁路有限责任公司	四川省叙永-云南省镇雄	2024	151.00	62.00
合计	--	--	--	1,362.84	--

注：成自铁路、成自铁路机场段、成兰铁路系客运铁路。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铁路投资方面，从项目类型来看，主要分为两类：第一类是由国铁集团主导投资的国家干线铁路项目，蜀道集团作为参股投资方，由蜀道集团先与四川省沿线市州出资人代表共同出资组建或直接担任省方投资公司，再由省方投资公司与国铁集团以及外省出资人代表共同组建项目公司，作为此类铁路项目的投资、建设和运营主体。合资铁路投入运营后，蜀道集团通过参与分红实现投资收益，分红按照铁投集团对相关项目公司的持股比例分配。第二类是由地方主导投资建设的地方铁路，包含地方城际铁路和地方客货运铁路等，蜀道集团作为控股股东，与项目沿线市州出资人代表按照出资原则共同出资组建项目公司，作为此类铁路项目的投资、建设、运营主体。

地方铁路方面，截至 2025 年末，公司在建地方铁路项目共 2 个，线路长度合计 259.18 公里，项目总投资 519.19 亿元，已投资 197.92 亿元，后续还面临一定的资本支出压力。

国家干线铁路方面，截至 2025 年末，公司参与投资的在建国家干线铁路项目共 5 个，长度合计 2,791.34 公里，总投资为 5,012.05 亿元，其中公司应投入资本金合计 504.00 亿元，已到位 467.17 亿元，资金来源主要为公司收到的铁路建设专项资金和公司自筹资金。

同期末，公司拟建铁路项目共 3 个，均为地方铁路，未来的资金投入需求仍存。

表 54：截至 2025 年末公司在建地方铁路项目情况

项目名称	持股比例 (%)	建设周期	线路长度 (公里)	总投资额 (亿元)	已投资 (亿元)
绵遂内铁路	50.81	2024~2028	136.00	303.30	108.00
都江堰至四姑娘山轨道交通旅游扶贫项目	95.00	2020~2028	123.18	215.89	89.92
合计	--	--	259.18	519.19	197.92

注：资本金总投入概算金额，后期投入可能随项目建设的推进而出现调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 55：截至 2025 年末公司参与投资的在建国家干线铁路项目情况

项目名称	持股比例 (%)	建设周期	线路全长 (公里)	总投资额 (亿元)	公司应投入资本金 (亿元)	公司已投入资本金 (亿元)
西渝高铁安康至重庆段	17.49	2022~2028	477.90	1,237.22	139.03	138.35
渝昆铁路	17.49	2019~2027	699.00	1,416.20	48.27	45.72
西宁至成都铁路	44.00	2020~2028	836.00	814.90	83.90	50.30
成渝中线高铁	42.00	2022~2027	292.00	692.73	74.98	79.05
成都至达州至万州铁路	53.80	2021~2027	486.44	851.00	153.75	153.75
合计	--	--	2,791.34	5,012.05	504.00	467.17

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 56：截至 2025 年末公司拟建铁路项目情况

项目名称	项目性质	建设里程 (公里)	合计持股比例 (%)	计划总投资 (亿元)	资本金占比 (%)
南充至广安铁路	地方铁路	84.23	51.00	197.15	51.00
广元至巴中铁路扩能改造工程	地方铁路	158.68	53.48	114.5	70.00
新建大村至遵义铁路（四川段）	地方铁路	33.11	88.40	48.05	70.00
合计	--	276.02	--	359.70	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司交通产业—其他衍生业务

交通工程建设板块：主要由子公司四川路桥负责，业务以公路、桥梁施工为主，还包括部分铁路、水电等施工业务。

资质方面，四川路桥目前拥有 5 个公路施工总承包特级资质、2 个建筑工程施工总承包特级资质以及 20 余个公路、铁路、市政、房建、港航等总承包一级资质。公司资质实力雄厚，施工业务在省内处于龙头地位，2023~2025 年分别实现工程施工收入 1,208.75 亿元、1,099.51 亿元和 1,196.70 亿元，其中 2024 年受宏观经济形势及阶段性业务衔接调整等因素影响，当年工程施工收入同比下滑 9.04%，2025 年工程施工收入同比回升 8.84%。

从承揽规模来看，近年来四川路桥新签合同项目以 BOT/PPP 为主，2025 年新签订单量及合同金额均同比大幅增长，当年新签工程施工项目 616 个，合同金额合计 2,034.61 亿元，同比上升 47.15%。

表 57：近年来四川路桥施工业务情况

地区	2023	2024	2025
新签合同数量（个）	571	524	616
新签合同金额（亿元）	1,685.16	1,383.00	2,034.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从市场区域分布看，四川路桥项目大多在省内，近年来省内新签项目占合同总金额的 80%以上，但亦积极向省外进行拓展，在湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区和孟加拉、坦桑尼亚、突尼斯等国家的公路桥梁工程施工领域取得了一定的成果，2024 年受宏观环境及公司业务调整等方面的影响，省外及境外新签合同额同比有所下滑，2025 年均同比回升。

截至 2025 年末，四川路桥在手订单总金额约 3,350 亿元，在省内高速公路施工市场的份额占比较高。

表 58：近年来四川路桥新签工程施工合同区域分布情况（亿元）

地区	2023	2024	2025
省内	1,353.56	1,166.00	1,616.71
省外（含境外）	331.60	217.00	417.90
合计	1,685.16	1,383.00	2,034.61

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司工程资质实力雄厚，项目量充足，在四川省内公路、桥梁、隧道等施工领域具有很强的竞争优势和市场地位。

交通服务板块：子公司蜀道交通服务集团有限责任公司（以下简称“蜀道交服集团”）、四川蜀道物流集团有限公司（以下简称“蜀道物流集团”）、成渝高速负责所运营高速的相关交通服务，截至 2025 年末，公司在营服务区 145 处、加油站 237 座、充电站 375 座、加气站 8 座、加氢站 1 处，业务具体涉及高速公路服务区内的能源销售、商贸、广告、汽车租赁、高速公路服务区运营等经营性业务，目前以能源销售为主，销售品种主要系成品油。2023~2025 年，公司交通服务收

入²⁰分别为 92.82 亿元、100.58 亿元和 110.53 亿元，伴随服务区增加及油品销售拓展而呈逐年增长态势，毛利率分别为 14.21%、14.23%和 12.48%。

工程设计咨询板块：主要由子公司四川省公路规划勘察设计研究院有限公司（以下简称“公路设计院公司”）、四川省交通勘察设计研究院有限公司（以下简称“交通设计院公司”）经营。其中，公路设计院公司成立于 1953 年，是集全过程科研、咨询于一体的大型甲级设计研究院，具备规划、咨询、勘察、设计、测绘、工程监理、试验检测、智能监测、智慧交通、工程造价、项目管理、工程建设投资、科研和设计施工总承包等全过程综合服务能力，持有工程勘察综合甲级、工程设计综合甲级、工程咨询、工程测量、试验检测、地质灾害防治等 20 多个国家甲级资质。交通设计院公司始建于 1957 年，为综合性勘察设计单位，目前持有公路和水运行业 14 项甲级资质证书，以及市政、建筑等领域 21 项乙级资质证书。2023~2025 年，公司分别实现工程设计咨询收入 38.72 亿元、29.71 亿元和 20.91 亿元，受建筑行业行情影响而逐年下降，毛利率分别为 32.13%、33.34%和 27.68%。

智慧交通板块：智慧交通包括系统集成以及硬件销售等业务，由子公司四川蜀道智慧交通集团有限公司负责，主要为省内高速公路提供智能化改造服务。伴随智慧道路建设，智慧交通业务具备良好的应用场景，2023~2025 年公司分别实现收入 47.01 亿元、47.88 亿元和 34.73 亿元，2025 年阶段性下滑，毛利率整体保持在良好水平。

交通物流板块：主要由子公司蜀道物流集团、蜀道交服集团以及蜀道投资集团有限责任公司材料集采分公司经营，主要涉及物流园区及物流贸易两个业务板块。

物流园区建设运营方面，定位于服务区域经济发展与产业物流需求，致力于构建覆盖四川及西南地区的现代化物流基础设施网络，重点发展多式联运、冷链仓储、城市配送及供应服务等核心功能，目前已形成覆盖川东北、川南、攀西等区域的初步网络。截至 2025 年底，公司共规划物流园区 10 个，分布于渠县、攀枝花、巴中、资阳、南充、华蓥、自贡、泸州、广元及青白江，其中已投运园区 6 个，在建园区 2 个（华蓥、泸州主体工程已完工），前期阶段园区 2 个（广元、青白江正推进相关审批工作）。

物流贸易方面，贸易产品主要包括钢材、矿产品、煤炭、水泥、有色金属等，主要以销定采，下游销售一是为蜀道集团内部钢材、水泥、沥青等大宗物资材料进行供应，直接销售至蜀道集团内部成员单位（集采集供），二是与川藏铁路、中建二局、中铁宝桥、中建三局等终端企业建立长期合作关系，三是与一些贸易商进行合作，进一步拓宽销售网络。近年来，公司主动调整贸易结构，加大集采集供和终端贸易业务规模。

公司交通物流业务收入对公司营业总收入形成重要补充，2023~2025 年分别实现收入²¹702.35 亿元、821.50 亿元和 810.53 亿元，2024 年大幅增长主要系伴随交通项目建设，内部集采集供和外部贸易收入增加所致。此外贸易物流类业务毛利率很低，对盈利能力贡献较为有限。

能源矿产资源开发

²⁰ 因营收重分类，交通服务收入统计口径有所调整。

²¹ 因营收重分类，交通物流收入统计口径有所调整。

清洁能源业务主要由子公司四川蜀道清洁能源集团有限公司²²（以下简称“蜀道清洁能源集团”）负责运营，业务范围核心聚焦清洁能源全产业链经营，主营水电、风电、光伏等清洁能源项目的投资、建设与运营，同步大力发展储能（新型储能、抽水蓄能）、交通路网分布式智慧能源、电力工程建设、购售电、综合能源服务、碳资产等业务。2023~2025 年，公司清洁能源板块分别完成营业收入 6.09 亿元、16.26 亿元和 18.38 亿元，呈现良好增长态势，且盈利表现良好，毛利率分别为 33.07%、38.46%和 45.21%。

四川省系能源大省，大力推进水风光氢天然气等多能互补发展，加快建设世界级优质清洁能源基地。公司大力发展水、风、光等清洁能源，参控股大渡河、金沙江等流域多个水电项目，并获取新疆等西北地区和四川“三州一市”多处水风光资源，投建项目包括四川省凉山州盐源县牦牛坪 68 万千瓦光伏项目、阿坝州毛尔盖水光互补 42 万千瓦光伏项目、凉山州会东县 1#地块会东 20 万千瓦光伏项目、新疆吐鲁番 100 万千瓦光热+光伏项目等。截至 2025 年末，蜀道清洁能源集团权益装机 1,174.97 万千瓦（其中控股权益装机 830.16 万千瓦，参股权益装机 344.81 万千瓦），控股总装机 957.76 万千瓦（其中拟建装机 455.9 万千瓦），资源储备超 4000 万千瓦。到“十五五”末，预计水电权益装机突破 419 万千瓦，风光权益装机突破 2,180 万千瓦，实现新型储能权益装机规模 93 万千瓦。

矿产及新材料业务主要由子公司四川蜀道矿业集团股份有限公司（以下简称“蜀道矿业集团”）、四川宏达股份有限公司（以下简称“宏达股份”，600331.SH）、四川宏达（集团）有限公司（以下简称“宏达集团”）、四川蜀道建筑科技有限公司（以下简称“蜀道建科”）负责运营。

其中，蜀道矿业集团专业从事矿产资源开发、锂电新材料生产开发等业务的投资与运营，目前已形成了矿产、磷化工、新材料三大业务板块：(1)矿业板块以铜、金、磷矿为核心，铁矿、霞石矿为重点，以及以其他投资条件较好项目为补充的矿产资源储备体系。目前保有金属量约 55 吨（含伴生金），铜矿石资源量约 9,000 万吨，磷矿石资源量近 1 亿吨，钾盐矿资源量超 11 亿吨。(2)磷化工板块形成了黄磷、磷酸、硫酸、磷酸一铵的产品体系。(3)新材料板块已构建“锂电上游与矿产资源开发利用—锂电池关键材料制造—废旧电池回收利用”的锂电池经济产业链。

宏达股份核心主营磷化工、有色金属锌冶炼两大板块，聚焦磷、铜等战略性矿产资源及铅锌等重要基础原材料。其中磷化工板块涵盖磷酸盐、复合肥、合成氨（液氨）生产销售，同时开展磷石膏无害化及资源化建材利用；有色金属锌冶炼板块从事锌锭、锌合金生产，同步综合回收银、金、铜、镉等伴生有价金属，配套冶炼制酸业务。宏达股份具备完整配套生产产能，电解锌、锌合金各 10 万吨/年，磷酸盐 42 万吨/年、复合肥 30 万吨/年、合成氨 20 万吨/年。

宏达集团主业为矿产资源勘查开发，持有高丰铅锌矿探矿许可证、坦桑尼亚姆处处玛煤矿和林岗嘎铁矿采矿权、黄家坪磷矿探矿权，目前均在勘查阶段，预计 2028 年陆续进入建设期。此外宏达集团参股投资天仁矿业邦铺钼铜矿山及邦达铜多金属矿、攀枝花红格南钒钛磁铁矿。

蜀道建科成立于 2022 年，为科技型、环保型高新技术企业，致力于交通领域新材料研产供销，拓

²² 为解决四川蜀道清洁能源集团有限公司与新筑股份（002480.SZ）的同业竞争问题，蜀道集团拟以所持有的四川蜀道清洁能源集团有限公司 60% 股权与新筑股份进行资产重组，由新筑股份通过发行股份及支付现金方式购买四川蜀道清洁能源集团有限公司 60% 股权，目前该事项已取得四川省国资委批复，待股东会审议和证监会核准。

展市政、房建、水利领域新材料研发生产，进军工业制造领域新材料核心研究。蜀道建科在成都东部新区投建行业内最大、产品品类最丰富、智能化程度最高的智能制造基地，基地已于 2024 年正式投产，智能制造成熟度达到三级，获得“四川省绿色工厂”“成都市数字化车间”等认定。未来蜀道建科围绕建筑新材料、装配式构件、环保材料核心主业和优势领域，争当交通基础设施建设的专项配套专家，致力发展成为全国一流的“绿色高性能材料全生命周期综合服务商”。

蜀道集团持有国内外多处矿产，涉及铜矿、磷矿、锂矿、钒钛等，包括全球最大露天钾盐矿厄特库鲁里钾盐矿、厄立特里亚阿斯马拉铜金多金属矿等，公司将依托矿产资源优势和下游深加工企业，不断培育壮大新材料产业。2023~2025 年，公司分别实现矿业新材料收入 27.25 亿元、64.24 亿元、98.77 亿元，毛利率分别为 4.45%、8.71%、15.73%，呈现良好增长态势。

装备制造业务主要由二级子公司四川蜀道装备科技股份有限公司（以下简称“蜀道装备”，300540.SZ）负责。蜀道装备拥有核心自主知识产权，以研发、生产、销售天然气（煤层气、页岩气、焦炉煤气等）液化设备、空气分离设备、低温液体储运设备为主，并致力于新能源及节能技术开发应用、交通装备研发与制造。2023~2025 年，公司分别实现装备制造收入 6.66 亿元、8.39 亿元和 6.67 亿元，毛利率均在 20%左右。

产融结合

2024 年以来，公司加大对产融结合板块的资本运作，目前已基本形成全牌照格局，参股银行、保险并控股信托、证券共 4 张金融牌照，并持有境内私募股权基金、融资租赁、小额贷款、商业保理、保险经纪、保险代理 6 块类金融牌照和 2 张在港金融牌照，打造“天府金融”品牌矩阵，逐步构建起完整的金融业务体系。产融结合板块目前收益规模较小，且部分牌照仍处于整合重整阶段，但作为集团培育主业及未来利润增长来源，后续盈利潜力有望逐步释放。2023~2025 年，公司分别实现产融结合收入 2.28 亿元、3.75 亿元、6.37 亿元，呈现良好增长态势。

子公司蜀道资本控股集团有限公司（以下简称“蜀道资本”）从事产业投资及孵化、产业链资金（融资租赁、小额贷款、商业保理等）和综合金融服务（保险经纪、代理等）等业务，近年来金融服务营收和盈利良好，同时蜀道资本持有较多收益分红情况良好的股权，2023~2025 年母公司口径分别实现投资收益 12.51 亿元、12.67 亿元和 12.27 亿元。

2024 年蜀道集团对四川天府银行股份有限公司（以下简称“天府银行”）进行了出资，并成为其第一大股东。天府银行成立于 2001 年 12 月，原名南充市商业银行，系地方城商行。天府银行主要围绕南充市及四川省内展业，2025 年末总资产为 2,803.57 亿元、核心资本净额为 181.90 亿元，资本充足率为 10.68%；基础性存款为 1,927.71 亿元，各项贷款为 1,627.55 亿元，不良贷款为 37.14 亿元，不良贷款率为 2.28%，拨备覆盖率为 198.68%；2025 年实现营业收入 23.10 亿元、净利润 3.40 亿元，其中利息净收入 14.91 亿元。随着 2024 年 8 月以来增资扩股事项有序推进，天府银行国资股东持股比例提升，股权结构显著优化，资本充足水平改善，但仍面临客户集中度较高、抵债资产规模大、资产减值准备计提压力较大、盈利及资本内生能力较弱等压力。

2024 年蜀道集团收购了中航投资控股有限公司持有的安盟财产保险有限公司（以下简称“安盟财险”）50%的股权。安盟财险成立于 2011 年 2 月，前身为法国独资的安盟保险（中国）有限公司、

中外合资的中航安盟财产保险有限公司，2024 年 1 月更为现名。安盟财险为国内唯一一家经营政策性农业保险业务的合资保险公司，目前分别由蜀道集团与法国安盟农业相互再保险全国总公司持有 50% 股权。安盟财险 2025 年末总资产为 57.97 亿元、净资产为 14.73 亿元，偿付能力充足率为 295.02%；2025 年实现保险业务收入 34.07 亿元、净利润 0.72 亿元，同比有所提升。

2024 年公司参与“宏达系”与四川信托（现更名为“四川天府信托有限公司”，以下简称“天府信托”）的风险化解与破产重整，并控股了信托和证券牌照。其中，天府信托成立于 2010 年 11 月，注册资本 35 亿元。2020 年因融资企业到期不能按时归还信托资金，导致部分信托产品未能按期分配，其发行产品出现大量逾期。同年 12 月下旬，天府信托被实施监管强制措施。原四川银保监局联合地方政府派出工作组，推进公司风险处置。2024 年 4 月，因不能清偿到期债务，且资产已不足以清偿全部债务，天府信托依法进入破产重整程序。2024 年 9 月，四川省成都市中级人民法院正式裁定批准了《天府信托有限公司重整计划》，后蜀道集团、四川天府春晓企业管理有限公司、成都交子金融控股集团有限公司等四川省内地方国资企业作为重整投资人持股占比合计超过 90%。其中蜀道集团持股占比达 58.63%，为天府信托的控股股东。2025 年 3 月，成都市中级人民法院发布公告，依照相关法律规定，裁定终结天府信托重整程序。目前天府信托核心风险已出清，已恢复展业，后续经营情况有待持续关注。

天府证券有限责任公司（曾用名“宏信证券有限责任公司”，以下简称“天府证券”）系天府信托旗下证券公司，为四川本地四家券商之一，天府证券整体营收和利润规模较小，2023~2025 年营业收入分别为 4.43 亿元、4.69 亿元和 5.37 亿元，净利润分别为 1.03 亿元、1.23 亿元和 1.29 亿元，稳步增长，主要来自证券经纪和投行业务。

交通沿线新型城镇化建设

该业务主要由子公司四川蜀道城乡投资集团有限责任公司经营，以房地产开发及销售为主，2023~2025 年分别实现收入 64.01 亿元、61.71 亿元和 37.22 亿元，受房地产市场下行影响而持续下滑，毛利率分别为 22.18%、10.92% 和 11.54%，2024 年以来因销售策略调整而有所下降。近年来公司房地产开发节奏持续放缓，房地产销售以存量项目为主，截至 2025 年末，公司未售房地产仍有一定货值，在建的 8 个房地产项目均为续建项目，项目规划建筑总面积为 239.80 万平方米，规划总投资额 217.31 亿元，已投资 147.58 亿元²³，存在一定的投资及销售去化压力。此外，公司尚储备了 290.68 万平方米未开发用地，以商业和住宅用地为主，主要分布于巴中市、凉山州、简阳市、攀枝花市、西昌市等交通项目建设途径地市，以及成都市都江堰市、新津区、金堂县等经济及财政水平较为一般的区县。考虑到房地产行业正值阶段性调整期，而公司所开发楼盘区位优势较弱，项目后续开发和去化情况有待持续关注。

表 59：截至 2025 年末公司主要在建房地产项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	投资总额	已投资	建筑面积	项目所在地市	用途	建设周期
紫云台一期	14.88	14.51	15.51	成都	住宅、车位	2018~2023
紫云台二期			4.08		住宅、车位	2022~2026
翰林巷子	3.30	3.30	4.40	广安市	商业、车位	2015~2025
铁投·紫瑞府	30.00	31.75	29.86	成华区二仙桥	住宅、车位	2017~2027

²³ 2024 年公司存货中开发成本计提了 7.45 亿元存货跌价准备，主要对应房地产板块。

翰林府	46.37	39.22	24.63	成华区二仙桥	住宅、车位	2023~2026
蜀道·国际广场	36.22	1.95	26.50	凉山·西昌市	商业、车位	2023~2030
蜀道·锦园	42.40	27.79	67.43	凉山·西昌市	住宅、商业、车位	2024~2026
交投·星月湖畔二期（西昌）	44.14	29.06	67.39	凉山·西昌市	住宅、商铺，车位	2020~2026
合计	217.31	147.58	239.80	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，四川省区位优势和产业基础良好，稳步增长的区域经济实力及交通运输需求为公司展业创造了良好的外部环境。2024 年公司对主责主业进行优化调整，未来将聚焦综合交通产业、能源矿产资源开发两大核心主业，并培育产融结合板块，以进一步提升核心竞争力和盈利能力。近年来，公司在省内高速公路投资运营和铁路投资建设方面处于主导地位，所持高速路产在全省通车总里程中占比很高，路产竞争力很强，加之路网效应逐步显现，路产运营效率处于很高水平，通行费收入保持高位，且在高速公路及铁路投资方面继续获得政府的强有力资金支持；依托交通运营主业，交通服务、交通工程建设施工及设计咨询、交通配套资源开发等交通相关衍生业务仍对公司营业收入形成重要补充；能源矿产资源开发板块主要涵盖清洁能源及矿业新材料业务，收入呈现良好增长态势，整体发展前景良好，未来经培育有望贡献更多营收和利润；此外，2024 年以来公司在产融结合板块加大资本运营力度，新参控股了证券、信托、银行、保险等金融牌照，同时原有产业投资及孵化、产业链资金和综合金融服务等业务整体运行良好，基本形成了全牌照格局。

但需关注，公司在建及拟建高速公路及铁路项目尚需投资规模较大，未来仍面临较大的资本支出压力；交通沿线新型城镇化建设板块收入出现下滑，房地产去化情况有待关注；公司部分金融牌照系通过纾困和风险处置取得，虽 2025 年经营情况有所改善，但后续运营和收益情况存在不确定性；此外，公司业务板块较为多元化，对其经营能力及业务协同能力提出更高要求。

财务风险

资本实力与结构

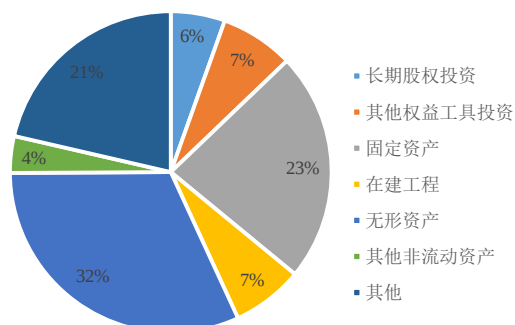
公司作为四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，近年来保持较大规模的投资建设体量，加之股权和资产的收并购，资产规模保持增长态势，2025 年末公司总资产为 16,563.02 亿元，同比增长 10.40%，资产体量和资本实力在四川省国有企业中排名靠前，资产结构较为稳定，主要由交通相关主业投资及培育产业投资所形成的固定资产、在建工程、无形资产、长期股权投资和其他权益工具投资等构成，以建成和在建的路产项目为主，并呈现以非流动资产为主的资产结构，非流动资产占比保持在 80%以上。

资产构成上，固定资产主要为建成通车的高速公路和铁路，占总资产的 20%以上，规模整体呈现扩张态势。在建工程主要系在建地方铁路、高速公路等交通基础设施投入及矿产新材料、清洁能源板块投建项目，约占总资产的 7%，受投资周期性及项目结转的影响，规模有所波动。无形资产主要为高速公路等资产的经营权以及以 BOT 模式建设的在建路产项目，占总资产超 30%，近年来伴随项目通车、BOT 项目陆续投入、政府无偿划入土地及取得采矿权等而不断增长。长期股权投资标的涉及交通、清洁能源、矿产新材料、金融等和主业相符的多领域，近年来规模保持增长，

主要受对参股的交通项目公司及能源、矿产企业的增资带动，包括成达万高速铁路有限责任公司（以下简称“成达万高铁公司”）、铁路发展公司、Colluli Mining Share Company、四川大渡河双江口水电开发有限公司等；此外，公司还持有招商局公路网络科技控股股份有限公司、天府（四川）信用增进股份有限公司、双城（重庆）信用增进股份有限公司、天津农村商业银行股份有限公司、四川天府银行股份有限公司、安盟财产保险有限公司等优质股权，可贡献现金分红；受铁路发展公司大幅亏损拖累，2024 年以来公司投资收益整体下滑，2023~2025 年分别为 13.72 亿元、0.42 亿元、2.83 亿元。**其他权益工具投资**主要包括对四川省港航投资集团有限责任公司、长江沿岸铁路集团四川有限公司等四川省交通企业，京昆高速铁路西昆有限公司（以下简称“京昆铁路公司”）等参股铁路项目，四川银行股份有限公司及招商银行股份有限公司等金融机构的投资，整体伴随对项目公司出资而逐年增长。**合同资产**主要系四川路桥开展合同施工业务形成，近年来有所波动。**存货**主要包括在建房地产项目开发成本、尚未开发的土地储备及贸易业务形成的库存商品等。**其他非流动资产**主要为待抵扣与待认证进项税额、探矿权、预付资产购置款、PPP 项目投资等，受预付款项变动及重分类影响而有所波动。此外，公司账面维持一定规模的**货币资金**用于项目建设、经营周转及债务偿付，存量货币资金中受限部分占比较低。

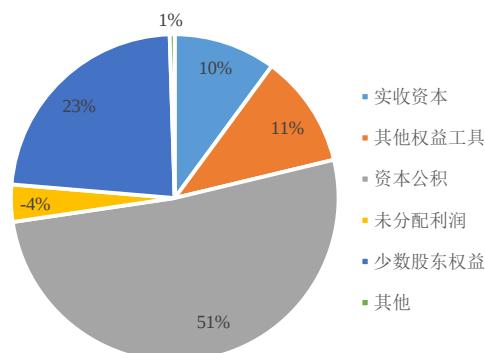
公司资本实力强劲，受益于政府大力支持，权益规模不断增长。报告期内公司实收资本保持在 542.26 亿元；资本公积以重大交通项目对应的省级专项资金和补助资金为主，近年来增幅较大，其中公司 2023 年收到省级财政拨入车购税补贴及财政补助 163.44 亿元、项目建设资本金 6.56 亿元以及省自然资源厅划入土地 101.65 亿元，2024 年收到省级财政拨入车购税补贴 122.00 亿元和项目建设资本金 116.98 亿元以及省自然资源厅划入土地 150.04 亿元，2025 年收到省级财政拨入项目建设资本金 59.74 亿元、中央基建投资资金 41.80 亿元、省级交通专项资金 16.17 亿元、中央财政交通运输领域重点项目资金 15.00 亿元及省自然资源厅划入土地 132.07 亿元；其他权益工具主要为永续债；少数股东权益主要包含部分铁路和高速公路沿线地方政府对项目公司的注资。此外，近年来公司未分配利润持续为负，主要系高速公路建设与运营行业投资回报周期较长、以前年度亏损尚未得到完全弥补，以及权益性融资付息抵减留存收益所致。

图 5：截至 2025 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 6：截至 2025 年末公司所有者权益情况



注：未分配利润为负，取其绝对值计算相对占比。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来受融资驱动，公司负债规模保持快速增长，以有息债务、应付工程款及往来款等为主，非

流动负债占比保持在 75%以上，符合高速公路建设周期和成本回收周期长的特征。

总体来看，公司资产规模和所有者权益持续增厚，资本实力不断增强，但亦伴随债务规模的扩张，资产负债率和总资本化比率处于 70%左右，财务杠杆水平较高。

表 60：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

指标	2023	2024	2025	2026.3
货币资金	507.44	568.70	721.04	689.30
应收账款	248.15	307.55	382.13	402.31
存货	485.61	502.30	484.87	485.78
合同资产	353.18	353.24	441.73	400.80
长期股权投资	478.79	839.75	903.90	919.12
其他权益工具投资	869.43	1,064.65	1,223.58	1,227.55
固定资产	3,597.61	3,641.45	3,827.39	3,805.18
在建工程	1,362.82	1,109.79	1,189.10	1,248.65
无形资产	3,694.81	4,451.20	5,263.74	5,508.52
其他非流动资产	745.98	733.69	612.20	570.35
资产总计	13,375.53	15,002.50	16,563.02	16,803.35
非流动资产/资产总额	83.93	83.27	82.79	83.21
短期借款	276.69	189.06	147.74	164.75
一年内到期的非流动负债	676.14	814.50	1,251.43	1,056.54
长期借款	6,399.97	6,981.33	7,622.57	8,113.14
应付债券	618.88	995.03	1,161.34	1,214.32
负债合计	9,326.65	10,437.21	11,582.92	11,759.62
非流动负债/负债总额	77.75	78.64	78.13	81.30
实收资本	542.26	542.26	542.26	542.26
其他权益工具	537.14	586.22	599.29	619.31
资本公积	2,076.40	2,464.32	2,763.20	2,792.41
未分配利润	-179.80	-166.82	-196.95	-195.93
少数股东权益	1,042.39	1,115.31	1,245.71	1,260.75
所有者权益合计	4,048.89	4,565.29	4,980.10	5,043.73
经调整的所有者权益合计	3,481.74	3,949.07	4,380.80	4,424.42
总债务	8,758.37	9,864.82	11,081.58	--
短期债务占比	11.48	11.90	14.31	--
资产负债率	69.73	69.57	69.93	69.98
总资本化比率	71.55	71.41	71.67	--

注：1、2025 年因净利润减少及分配现金股利，公司未分配利润同比减少；2、中诚信国际将其他权益工具中的永续债、少数股东权益中的 ABN 纳入有息债务核算，以此计算总债务和总资本化比率，并将其从所有者权益中进行扣减得到经调整的所有者权益；3、公司未提供 2026 年 3 月末准确的债务调整数据，故当期末有息债务及相关指标无法准确统计计算，以“--”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流分析

公司营业收入逐年增长，收现比在 1 左右，高速公路收费、物流贸易、能矿销售等业务特性决定了公司具备良好的现金获取能力，且四川路桥工程施工业务回款情况亦较好，近年来公司经营活
动净现金流表现较好，持续呈大规模净流入状态。

投资活动方面，近年来公司在建高速公路、铁路及矿业新材料项目的建设进程稳步推进，历年项目
投资保持高位，投资活动现金流持续呈大幅净流出状态，位于 1,100~1,300 亿元区间。“十五五”

期间四川省在交通建设领域仍会持续大力投入，预计公司未来仍将维持较大规模的投资活动现金流缺口。

投资活动资金缺口以及债务的还本付息使得公司外部融资需求持续处于较高水平，公司主要依赖于银行借款及债券融资来保障资金需求，近年来公司对外借款规模持续处于很高水平，2024 年及 2025 年取得借款收到的现金均超 2,800 亿元；此外，车购税补助资金和省财政预算资金拨付等亦对公司资金来源构成重要支撑，2023~2025 年公司吸收投资收到的现金规模分别为 283.50 亿元、378.17 亿元和 404.83 亿元。伴随高速公路等建设项目的持续大规模投入及存量债务的陆续到期，公司未来仍面临较大的外部融资需求，需关注相关政策及融资环境变化对公司融资能力的影响。

表 61：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
经营活动产生的现金流量净额	121.23	86.81	105.55	3.58
投资活动产生的现金流量净额	-1,159.86	-1,254.99	-1,175.17	-398.79
筹资活动产生的现金流量净额	909.55	1,360.57	1,146.23	363.68
现金及现金等价物净增加额	-129.40	192.89	76.69	-31.63
收现比	0.89	0.77	0.89	1.13

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

近年来公司债务规模呈快速增长态势，截至 2025 年末为 1.11 万亿元，同比增长 12.33%，其中短期债务占比为 14.31%，债务期限结构保持良好。债务类型上，以路产收费权质押借款和信用借款为主的银行借款为主要构成，占比超 75%；公司债券融资较为活跃，包含中期票据、普通公司债、可交换公司债、永续债等多品种，近年来亦呈现增长态势；此外，公司有一定规模的融资信托借款、租赁借款、专项建设资金等，对公司融资资金来源形成一定的补充。

伴随融资成本压降，公司利息支出在债务大幅增长的情况下得到良好控制。利息偿付方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、费用化利息支出及折旧摊销等构成，整体仍处于较高水平，对利息支出的覆盖倍数维持在 1 以上。未来通车路产里程的增加将带动折旧摊销规模继续上升，公司 EBITDA 或将保持增长，相关偿债能力指标或将有所改善。此外，公司经营活动现金流虽持续为净流入状态，但对利息支出的覆盖程度有限。

近年来公司债务到期规模较大且保持增长，各期末非受限货币资金无法覆盖全部短期债务，且覆盖比例有所下降。但考虑到公司经营稳健，高速运营主业经营获现能力表现良好，可为公司日常经营及债务偿还提供一定的直接资金来源；同时，公司作为四川省交通运输领域最主要的投资建设及运营主体，金融市场认可度良好，近年来与多家金融机构建立了良好合作关系，公司 2025 年末的银行授信总额为 17,207.88 亿元，其中尚未使用授信额度为 7,222.63 亿元；此外，公司本部及多家下属子公司均为发债主体，且公司已取得银行间市场 TDFI 资质以及交易所市场不超过 280 亿元储架式公司债券批复，近年来在债券市场上表现较为活跃。总体来看，公司融资能力强，备用流动性充足，预计未来再融资渠道将保持畅通，能够对债务偿还形成保障。

近年来社会融资成本整体下行，公司所属收费公路行业的融资环境整体宽松，公司融资成本持续压降、融资结构不断改善。随着行业内经营性路产到期压力及养护费用相关问题的逐步凸显，新

《收费公路管理条例》或将加速出台，考虑到过往修订稿的指引，将在延长经营性公路经营期限、新增改扩建延期、新增减免补偿以及建立养护收费制度四个方面进行修订，上述政策对收费公路行业及公司未来可持续发展及偿债方面提供有力保障。

表 62：截至 2025 年末公司有息债务到期情况（亿元）

项目	合计	占比	1 年以内到期	1-2 年到期	2-3 年到期	3 年以上到期
银行贷款	7,857.40	75.68	746.58	836.18	809.86	5,464.78
债券融资	1,543.10	14.86	377.04	195.70	168.46	801.90
信托融资	21.00	0.20	8.02	--	4.98	8.00
其他融资	961.12	9.26	86.98	35.51	74.72	763.92
合计	10,382.62	100.00	1,218.61	1,067.39	1,058.02	7,038.60

注：上表债务未包含其他权益工具中的永续债（2025 年末为 599.29 亿元）、应付票据（55.46 亿元）及部分科目中的计提利息，故与财务口径计算的总债务存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 63：近年来公司偿债能力相关指标（亿元、%、X）

项目	2023	2024	2025
总债务	8,758.37	9,864.82	11,081.58
短期债务占比	11.48	11.90	14.31
EBITDA	441.88	400.11	404.45
EBITDA 利息保障倍数	1.38	1.27	1.30
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.38	0.28	0.34
非受限货币资金/短期债务	0.48	0.47	0.44

注：2024 年管理费用增加、投资收益大幅减少使得利润总额下降，同时股权收购形成的非经营性损益规模较大，当年公司 EBITDA 显著下滑，2025 年虽利润总额下滑，但因折旧摊销增加而小幅回升。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，伴随高速公路及铁路项目等综合交通主业的持续投入，以及能源矿产资源开发、产融结合板块的收并购及项目培育，公司资产和债务规模持续扩张，财务杠杆维持在较高水平；但公司经营稳健，主营业务获现能力良好，持续获得政府的强有力支持，同时外部融资渠道畅通，融资成本持续压降，整体财务风险可控。此外，收购的天府证券仍有遗留诉讼，后续进展情况有待关注。

其他事项

受限情况方面，截至 2025 年末，公司受限资产合计 8,051.03 亿元，占当期末总资产的 48.61%，主要包括受限的公路、收费权、在建项目等，资产受限比例较高，未来抵质押融资空间有限。

表 64：截至 2025 年末公司资产受限情况（亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	28.06	司法冻结、保证金专户等
交易性金融资产	10.42	债券/基金/同业存款质押担保
应收账款	60.86	质押借款、保理
合同资产	16.06	借款
固定资产	2,526.13	质押借款、售后回租
在建工程	855.69	质押借款
无形资产	4,158.96	质押借款、售后回租
拆出资金	0.03	法院冻结资金受限
一年内到期的非流动资产	62.25	质押借款、ABS 债

长期股权投资	28.30	质押借款
长期应收款	210.87	质押借款、ABS 债
投资性房地产	7.56	抵押借款
其他非流动资产	24.30	质押借款
发放贷款及垫款	0.90	质押借款
其他流动资产	57.24	抵押借款
其他债权投资	3.40	债券/基金/同业存款质押担保
合计	8,051.03	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2025 年末，公司对外担保余额合计 150.15 亿元，占当期末所有者权益的比重为 3.02%，对外担保对象主要包括原子公司、参股企业等，以国有企业为主，整体或有负债风险可控。

表 65：截至 2025 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保方	担保余额
川南城际铁路有限责任公司	54.85
叙镇铁路有限责任公司	36.28
四川省港航开发集团有限责任公司	20.00
四川省港航投资集团有限责任公司	20.00
巴达铁路有限责任公司	6.15
四川省钒钛产业投资发展有限公司	4.72
四川瑞控实业股份有限公司	3.35
宁波蜀通路桥建设有限公司	2.40
乐巴铁路有限责任公司	2.39
攀枝花公交客运总公司	0.01
合计	150.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未决诉讼方面，截至 2025 年末，下属子公司主要涉及 6 笔较大规模的未决诉讼，涉案金额合计 13.02 亿元，其中作为被告的 3 笔，涉案金额合计 4.70 亿元，其中天府证券遗留的诉讼纠纷金额相对较大，中诚信国际将对相关案件进展保持持续关注。

表 66：截至 2025 年末公司主要未决诉讼情况（亿元）

序号	原告	被告	案由	涉案金额
1	湖北荆宜高速公路有限公司	金浩集团有限公司、北京嘉利恒德房地产开发有限公司	湖北荆宜高速公路有限公司（以下简称荆宜公司）就原股东金浩集团有限公司（以下简称金浩集团，现持股 15.00%）侵占公司财产纠纷，于 2011 年 6 月对金浩集团、北京嘉利恒德房地产开发有限公司（以下简称嘉利恒德）提起诉讼，诉讼标的 4.71 亿元，后按法院要求分为 2 案主张。2019 年 7 月，北京高院终审判定 9,000 万元案荆宜公司胜诉：金浩集团和嘉利恒德在占用资金 9,000 万元范围内共同向荆宜公司承担赔偿责任并共同赔偿相应的占用资金期间的利息损失。2025 年 9 月，最高人民法院终审判定 3.8 亿案荆宜公司胜诉：金浩集团及其实际控制人胡和建应向荆宜公司赔偿 3.8 亿元并支付相应的占用资金期间的利息损失；2026 年 1 月 15 日，由北京市高级人民法院立案执行，案号为 2026 京执 1 号。	4.71
2	中铁十二局集团电气化工程有限公司	四川营达高速公路有限公司、成都华川公路建设集团有限公司	中铁十二局集团电气化工程有限公司就损害公司债权人利益责任纠纷于 2025 年 10 月诉四川营达高速公路有限公司、成都华川公路建设集团有限公司（第三人）至达州市达川区人民法院，两起案件诉讼标的总金额为 9,933.82 万元，一审进行中，诉讼案件未结。	0.99
3	达州市显	四川营达高速	达州市显昱劳务派遣有限公司就建设工程分包合同纠纷于 2024 年 1 月诉成	0.19

	昱 劳 务 派 遣 有 限 公 司	公 路 有 限 公 司、成 都 华 川 公 路 建 设 集 团 有 限 公 司	都 华 川 公 路 建 设 集 团 有 限 公 司、四 川 营 达 高 速 公 路 有 限 公 司 至 达 州 市 达 川 区 人 民 法 院，诉 讼 标 的 金 额 1,872.54 万 元，重 审 待 判 决，诉 讼 案 件 未 结。	
4	蜀 道 融 资 租 赁（深 圳）有 限 公 司	四 川 中 交 信 通 网 络 科 技 有 限 公 司 等	蜀 道 融 资 租 赁（深 圳）有 限 公 司 就 融 资 租 赁 合 同 纠 纷 于 2025 年 10 月 诉 四 川 中 交 信 通 网 络 科 技 有 限 公 司 至 成 都 高 新 技 术 产 业 开 发 区 人 民 法 院，后 追 加 四 川 旅 投 智 慧 游 大 数 据 科 技 有 限 公 司、四 川 省 旅 游 投 资 集 团 有 限 责 任 公 司、四 川 文 旅 服 务 集 团 有 限 责 任 公 司 为 共 同 被 告，诉 讼 标 的 金 额 1,177.75 万 元，一 审 进 行 中，诉 讼 案 件 未 结。	0.12
5	天 府 证 券	正 源 房 地 产 开 发 有 限 公 司	天 府 证 券 管 理 的 天 府 证 券 幸 福 一 号 定 向 资 产 管 理 计 划 持 有 正 源 房 地 产 开 发 有 限 公 司（以 下 简 称 正 源 地 产）发 行 的“16 正 源 01”13,023.60 万 元、“16 正 源 02”12,000.90 万 元、“16 正 源 03”56,900.00 万 元，幸 福 一 号 以 债 券 质 押 与 天 府 证 券 自 有 资 金 进 行 质 押 式 回 购 融 资 3.50 亿 元，正 源 地 产 于 2019 年 9 月 19 日 违 约，未 偿 还 天 府 证 券 融 资 本 息。天 府 证 券 通 过 独 立 诉 讼、集 体 诉 讼 方 式，要 求 正 源 地 产 清 偿 本 金 3.50 亿 元 及 相 应 利 息，正 源 地 产 未 在 法 院 判 决 后 清 偿 负 债。正 源 地 产 于 2022 年 9 月 26 日 向 大 连 市 中 级 人 民 法 院 提 交 重 整（含 预 重 整）申 请，于 2023 年 7 月 10 日 收 到 大 连 市 中 级 人 民 法 院 出 具 的（2023）辽 02 破 申 5-1 号、（2023）辽 02 破 申 5-2 号《决 定 书》， 决 定 对 正 源 地 产 进 行 预 重 整 并 指 定 辽 宁 恒 信 律 师 事 务 所 担 任 正 源 地 产 预 重 整 期 间 的 临 时 管 理 人。2024 年 4 月 1 日，正 源 地 产 收 到 临 时 管 理 人 辽 宁 恒 信 律 师 事 务 所 送 达 的 辽 宁 省 大 连 市 中 级 人 民 法 院（2023）辽 02 破 申 5- 4 号《决 定 书》和（2023）辽 02 破 申 5 号《民 事 裁 定 书》，大 连 市 中 级 人 民 法 院 决 定 终 结 正 源 地 产 的 预 重 整 程 序、裁 定 准 许 正 源 地 产 撤 回 重 整 申 请。 截 至 本 报 告 报 出 日，正 源 地 产 仍 未 能 清 偿 本 金 3.50 亿 元 及 相 应 利 息。	3.50
6	葫 芦 岛 银 行 股 份 有 限 公 司	天 府 证 券	2024 年 7 月 29 日，天 府 证 券 收 到 成 渝 金 融 法 院 传 票，天 府 证 券 资 管 产 品 “葫 芦 岛 4 号”“稳 利 先 锋 1 号”“稳 利 先 锋 2 号”委 托 人 葫 芦 岛 银 行 股 份 有 限 公 司 向 公 司 提 起 委 托 理 财 合 同 纠 纷 诉 讼。葫 芦 岛 银 行 诉 求 天 府 证 券 赔 偿 本 金 损 失 等 各 项 共 计 3.52 亿 元。天 府 证 券 于 8 月 5 日 向 成 渝 金 融 法 院 提 交 管 辖 权 异 议 申 请。8 月 23 日，成 渝 金 融 法 院 裁 定 移 交 管 辖，案 件 移 交 至 成 都 市 中 级 人 民 法 院。11 月 18 日，天 府 证 券 收 到 成 都 市 中 级 人 民 法 院 应 诉 通 知 书-案 号（2024）川 01 民 初 931 号 及 其 他 一 审 材 料，本 案 一 审 已 于 2025 年 2 月 26 日 开 庭，截 至 本 报 告 报 出 日 尚 未 完 成 一 审 判 决。	3.52
合 计		--	--	13.02

注：分项加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，自成立至 2026 年 4 月，公司本部无已结清及未结清的关注类及不良类信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

外部支持

四川省政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

四川省是全国三大动力设备制造基地和四大电子信息产业基地之一，目前已形成电子信息、装备制造、能源电力、油气化工、钒钛钢铁、饮料食品、现代中药等优势产业和航空航天、汽车制造、生物工程及新材料等潜力产业，核电装备、重型燃机、工业级无人机等产品研制跻身全国乃至世界前列。四川省产业基础雄厚，为经济财政实力的增长提供了有力支撑，2025 年全省共实现地区生产总值 6.77 万亿元、居全国第 5 位，实现一般公共预算收入 5,853.87 亿元、居全国第 7 位。此外，四川省聚集有各大国有银行、商业银行分行，并设有多家地方城市商业银行、农村商业银行，目前已形成银行、证券、保险、担保等各类金融机构协调发展的现代金融组织体系，金融资源较为丰富。

同时，四川省政府对公司的支持意愿极强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性很强：作为四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，公司掌握着省内较多垄断性资源，包括四川省多数已通车高速公路，四川省境内铁路、公路等交通基础设施项目的特许经营权等，在省内高速公路及铁路行业中处于绝对主导地位。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由四川发展控股、四川省国资委实际控制，主要承担高速公路及铁路项目投资、建设及运营任务，股权结构和业务开展与政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度很大：公司作为四川省国有资本在交通产业领域运作的重要载体，在资源投入与协调方面获得了相关各方的强力支持。近年来，伴随省政府的建设资金补助、交通重点项目车购税补助资金、省预算内基建补助资金以及铁路建设专项资金等的持续注入，公司资本实力逐年增强；此外，铁路和高速公路沿线地方政府也会对项目公司进行持续注资，也一定程度上缓解了公司的投资压力。

综上，中诚信国际认为，四川省政府具备很强的支持能力，对公司支持意愿极强，可为公司带来极强的外部支持。

■ 重要参与方情况

计划管理人：华泰资管 2026 年 3 月末注册资本为 26.00 亿元，由华泰证券股份有限公司（以下简称“华泰证券”）100%持股，实际控制人系江苏省国资委。华泰资管的前身华泰证券资产管理总部自 1999 年起便开始从事客户资产管理业务；2016 年 7 月，华泰资管经中国证监会批准获得公开募集证券投资基金管理业务资格。截至 2025 年末，华泰资管资产管理总规模 7,084.65 亿元，较上年末增长 27.36%；2025 年实现资产管理业务手续费净收入 18.75 亿元，同比增长 29.87%。风险管理方面，华泰资管建立了风险管理组织架构，并持续加强风险管理和内部控制制度建设，同时按计划开展内外部审计和风险排查，保障风险管理的有效性及其监控措施到位。

监管银行：中国光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”）系 A 股和 H 股上市公司，截至 2026 年 3 月末其总股本为 590.86 亿元，其中中国光大集团股份公司直接和间接持有共计 44.25% 的股权，为其控股股东，光大银行实际控制人为国务院国资委。截至 2026 年 3 月末，光大银行资产总额为 72,011.45 亿元，负债总额为 66,241.31 亿元，资本充足水平一般。托管业务方面，光大银行充分发挥托管大平台作用，2025 年资管类产品托管规模 5.49 万亿元，同比增长了 5.39%。风险管理方面，光大银行构建了董事会领导下的全面风险管理架构，建立以层次化管理为核心的内控合规制度体系，针对不同风险分类精准施策，有效防范化解金融风险，严守风险底线，提升高质量发展能力。

托管银行：成都银行股份有限公司（以下简称“成都银行”）系 A 股上市企业，截至 2026 年 3 月末其普通股总股本为 42.38 亿元，其中控股股东成都交子金融控股集团有限公司持股比例为 19.9987%，其实际控制人为成都市国资委。截至 2026 年 3 月末，成都银行总资产为 14,751.63 亿元，负债总额为 13,721.76 亿元；其资本充足水平一般。托管业务方面，成都银行于 2022 年 7 月

获得中国证监会核准开办证券投资基金托管业务，并在 2024 年 2 月换取了新的经营证券期货业务许可证，2024 年获准正式开展基金托管业务，产品类型覆盖基金专户、券商资管、期货资管等。成都银行持续优化托管运营流程，完善托管业务系统，建设托管专业运营团队，强化日常运营监督管理，实现各类托管产品安全、稳定运作。

■ 结论

中诚信国际对本专项计划的信用分析，主要从物业资产的运营净收入及其公允价值情况、蜀道城乡提供的差额支付承诺及回售和赎回承诺、蜀道集团提供的流动性支持、交易结构的机制安排等方面进行考察。根据上述信息，我们分析测算本专项计划存续期内物业资产运营净收入及物业资产处置获得的回收资金对优先级资产支持证券本息的覆盖倍数。根据相关测试结果，参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，我们授予本专项计划优先级资产支持证券的信用等级为 **AAA_{sf}**。

附一：标的债权及优先级资产支持证券还本计划

标的债权还款日	标的债权还本金额（万元）	兑付日	优先级资产支持证券还本金额（万元）
还款日 1	0.00	兑付日 1	0.00
还款日 2	0.00	兑付日 2	0.00
还款日 3	0.00	兑付日 3	0.00
还款日 4	0.00	兑付日 4	0.00
还款日 5	0.00	兑付日 5	0.00
还款日 6	0.00	兑付日 6	0.00
还款日 7	0.00	兑付日 7	0.00
还款日 8	0.00	兑付日 8	0.00
还款日 9	0.00	兑付日 9	0.00
还款日 10	0.00	兑付日 10	0.00
还款日 11	0.00	兑付日 11	0.00
还款日 12	0.00	兑付日 12	0.00
还款日 13	600.00	兑付日 13	600.00
还款日 14	600.00	兑付日 14	600.00
还款日 15	500.00	兑付日 15	500.00
还款日 16	600.00	兑付日 16	600.00
还款日 17	600.00	兑付日 17	600.00
还款日 18	600.00	兑付日 18	600.00
还款日 19	500.00	兑付日 19	500.00
还款日 20	600.00	兑付日 20	600.00
还款日 21	600.00	兑付日 21	600.00
还款日 22	600.00	兑付日 22	600.00
还款日 23	600.00	兑付日 23	600.00
还款日 24	600.00	兑付日 24	600.00
还款日 25	600.00	兑付日 25	600.00
还款日 26	600.00	兑付日 26	600.00
还款日 27	600.00	兑付日 27	600.00
还款日 28	600.00	兑付日 28	600.00
还款日 29	600.00	兑付日 29	600.00
还款日 30	600.00	兑付日 30	600.00
还款日 31	600.00	兑付日 31	600.00
还款日 32	600.00	兑付日 32	600.00
还款日 33	700.00	兑付日 33	700.00
还款日 34	700.00	兑付日 34	700.00
还款日 35	600.00	兑付日 35	600.00
还款日 36	700.00	兑付日 36	700.00
还款日 37	700.00	兑付日 37	700.00
还款日 38	700.00	兑付日 38	700.00
还款日 39	700.00	兑付日 39	700.00
还款日 40	700.00	兑付日 40	700.00
还款日 41	700.00	兑付日 41	700.00
还款日 42	700.00	兑付日 42	700.00
还款日 43	700.00	兑付日 43	700.00
还款日 44	700.00	兑付日 44	700.00
还款日 45	700.00	兑付日 45	700.00

还款日 46	700.00	兑付日 46	700.00
还款日 47	700.00	兑付日 47	700.00
还款日 48	700.00	兑付日 48	700.00
还款日 49	700.00	兑付日 49	700.00
还款日 50	800.00	兑付日 50	800.00
还款日 51	700.00	兑付日 51	700.00
还款日 52	700.00	兑付日 52	700.00
还款日 53	800.00	兑付日 53	800.00
还款日 54	800.00	兑付日 54	800.00
还款日 55	700.00	兑付日 55	700.00
还款日 56	800.00	兑付日 56	800.00
还款日 57	800.00	兑付日 57	800.00
还款日 58	800.00	兑付日 58	800.00
还款日 59	700.00	兑付日 59	700.00
还款日 60	800.00	兑付日 60	800.00
还款日 61	800.00	兑付日 61	800.00
还款日 62	800.00	兑付日 62	800.00
还款日 63	800.00	兑付日 63	800.00
还款日 64	800.00	兑付日 64	800.00
还款日 65	800.00	兑付日 65	800.00
还款日 66	800.00	兑付日 66	800.00
还款日 67	800.00	兑付日 67	800.00
还款日 68	800.00	兑付日 68	800.00
还款日 69	800.00	兑付日 69	800.00
还款日 70	800.00	兑付日 70	800.00
还款日 71	800.00	兑付日 71	800.00
还款日 72	49,300.00	兑付日 72	49,200.00

资料来源：中诚信国际整理

附二：现金流分析及压力测试

兑付日	物业资产运营净收入对优先级证券本息及所有税、费的覆盖倍数 (X)		
	正常景况	压力景况 1	压力景况 2
兑付日 1	3.13	3.09	2.47
兑付日 2	2.30	2.24	1.79
兑付日 3	2.51	2.39	1.91
兑付日 4	2.52	2.39	1.93
兑付日 5	2.60	2.47	1.98
兑付日 6	2.65	2.48	1.99
兑付日 7	2.67	2.42	1.94
兑付日 8	2.68	2.43	1.95
兑付日 9	2.76	2.50	2.01
兑付日 10	2.86	2.55	2.04
兑付日 11	2.84	2.44	1.96
兑付日 12	2.88	2.48	1.99
兑付日 13	1.30	1.12	1.01
兑付日 14	1.34	1.14	1.03
兑付日 15	1.47	1.22	1.09
兑付日 16	1.36	1.13	1.02
兑付日 17	1.39	1.16	1.05
兑付日 18	1.43	1.17	1.06
兑付日 19	1.53	1.21	1.08
兑付日 20	1.44	1.14	1.03
兑付日 21	1.46	1.16	1.05
兑付日 22	1.48	1.16	1.05
兑付日 23	1.48	1.13	1.02
兑付日 24	1.50	1.14	1.03
兑付日 25	1.52	1.16	1.05
兑付日 26	1.56	1.18	1.07
兑付日 27	1.55	1.15	1.04
兑付日 28	1.59	1.18	1.07
兑付日 29	1.62	1.20	1.09
兑付日 30	1.66	1.21	1.10
兑付日 31	1.64	1.17	1.06
兑付日 32	1.68	1.20	1.09
兑付日 33	1.56	1.11	1.02
兑付日 34	1.58	1.12	1.03
兑付日 35	1.71	1.19	1.08
兑付日 36	1.60	1.11	1.02
兑付日 37	1.63	1.13	1.04
兑付日 38	1.65	1.14	1.04
兑付日 39	1.63	1.10	1.01
兑付日 40	1.68	1.14	1.05
兑付日 41	1.70	1.15	1.06
兑付日 42	1.72	1.15	1.06
兑付日 43	1.71	1.12	1.03
兑付日 44	1.76	1.15	1.06

兑付日 45	1.78	1.17	1.07
兑付日 46	1.81	1.17	1.08
兑付日 47	1.80	1.13	1.05
兑付日 48	1.84	1.16	1.07
兑付日 49	1.87	1.18	1.09
兑付日 50	1.74	1.08	1.01
兑付日 51	1.88	1.14	1.06
兑付日 52	1.93	1.18	1.09
兑付日 53	1.79	1.09	1.02
兑付日 54	1.82	1.09	1.02
兑付日 55	2.00	1.17	1.09
兑付日 56	1.85	1.09	1.02
兑付日 57	1.88	1.11	1.03
兑付日 58	1.92	1.11	1.04
兑付日 59	2.08	1.18	1.09
兑付日 60	1.93	1.10	1.03
兑付日 61	1.97	1.12	1.05
兑付日 62	2.02	1.13	1.06
兑付日 63	1.97	1.08	1.01
兑付日 64	2.05	1.12	1.05
兑付日 65	2.07	1.14	1.07
兑付日 66	2.10	1.14	1.07
兑付日 67	2.09	1.11	1.04
兑付日 68	2.15	1.14	1.07
兑付日 69	2.18	1.15	1.09
兑付日 70	2.21	1.16	1.09
兑付日 71	2.21	1.13	1.07
兑付日 72	0.05	0.02	0.02

资料来源：中诚信国际整理

附三：主要事件定义

事件名称	定义
差额支付启动事件	(a)在专项计划终止日之前，截至任何一个兑付日的前一个托管人报告日，专项计划账户内可供分配的资金不足以支付该兑付日应付的税收、专项计划费用、优先级资产支持证券的预期收益和到期应付本金； (b)在专项计划终止日之后，系指管理人根据清算方案确认专项计划账户内资金仍不足以偿付完毕所有税收、专项计划费用、优先级资产支持证券届时尚未获得支付的所有预期收益和全部未偿本金余额。
流动性支持启动事件	(a)在发生差额支付启动事件的情况下，截至任何一个差额支付承诺人划款日，差额支付承诺人仍未按照《差额支付承诺函》的条款与条件承担差额支付义务； (b)在回售与赎回资金支付期间，回售和赎回承诺人未能按照《蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）回售赎回承诺函》的条款与条件承担回售与赎回资金支付义务。
加速清偿事件	系指以下任一事件： 自动生效的加速归集事件 (a)原始权益人、资产服务机构、流动性支持承诺人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、优先收购权人、借款人发生任何丧失清偿能力事件； (b) (i)根据《蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）标准条款》（以下简称“《标准条款》”）《蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）资产服务协议》（以下简称“《资产服务协议》”）的约定，需要更换管理人或必须任命后备资产服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的管理人或后备资产服务机构，或(ii)在已经委任后备资产服务机构的情况下，该后备资产服务机构停止根据《资产服务协议》提供后备服务，或(iii)后备资产服务机构被解任时，未能根据专项计划文件的规定任命继任者； 须经宣布生效的加速归集事件： (c)专项计划文件、资产文件的相关方（管理人、原始权益人、资产服务机构、托管人、流动性支持承诺人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、优先收购权人、借款人等）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善； (d)原始权益人、资产服务机构、流动性支持承诺人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、优先收购权人、借款人等在专项计划文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏； (e)发生对资产服务机构、原始权益人、流动性支持承诺人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、优先收购权人、借款人、管理人有重大不利影响的事件； (f)专项计划文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。
违约事件	系指以下任一事件： (a)专项计划账户内可供分配资金在兑付日不能足额支付当期应付的税收、专项计划费用、优先级资产支持证券当期预期收益及到期应付本金的； (b)专项计划账户内可供分配资金在预期到期日不足以偿付完毕应付的税收、专项计划费用、优先级资产支持证券应付未付的预期收益及全部未偿本金的； (c)专项计划文件、资产文件的相关方（管理人、原始权益人、资产服务机构、托管人、流动性支持承诺人、差额支付承诺人、回售和赎回承诺人、优先收购权人、借款人等）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，有控制权的资产支持证券持有人大会做出决议宣布构成违约事件。
债权提前到期事件	系指以下任一事件： (a)优先收购权人行使《蜀道城乡 1 期资产支持专项计划（成渝双城经济圈）优先收购协议》约定的优先收购权，并于优先收购价款支付日足额支付优先收购价款； (b)债务人根据《债权转让与确认协议》的约定申请提前清偿标的债权的； (c)管理人根据有控制权的资产支持证券持有人大会决议要求借款人提前偿还剩余全部标的债权本息及《债权转让与确认协议》约定的其他税费（如有）； (d)蜀道城乡的主体长期信用评级被评级机构下调至或低于 AA（含）时； (e)蜀道集团的主体长期信用评级被评级机构下调至或低于 AA⁺（含）时； (f)专项计划设立日起 60 个工作日内管理人未登记为物业运营收入的第一顺位且唯一质权人的； (g)专项计划设立日起 90 个工作日内管理人未登记为抵押物的第一顺位且唯一抵押权人的； (h)优先级资产支持证券的评级被评级机构下调至或低于 AA⁺_{sf}（含）时； (i)专项计划未设立或提前终止的； (j)发生任一加速清偿事件或任一违约事件的； (k)专项计划未能受让《基础合同》项下标的债权及其全部附属权利的； (l)《定期跟踪评估报告》对抵押物的评估价值下降至资产评估机构出具的《初始评估报告》载明的初始评估价值的 80% 或以下； (m)《资产服务机构报告》所显示的连续四个物业运营净收入归集期间的物业运营净收入均低于《现金流预测报告》对应该等报告期内预测值的 80%； (n)债务人或抵押人受到重大行政处罚、停产停业或对资产支持证券持有人权益产生重大不利影响； (o)借款人发生公开市场债务违约情形（包括但不限于未能清偿到期应付的金融机构贷款、债务融资工具、公司债、企业债、境外债券的本金或利息），或发生其他有证据证明导致借款人丧失清偿能力的事件； (p)发生了专项计划文件、资产文件项下约定的其他标的债权提前到期或管理人有权宣布标的债权提前到期的情形。

资料来源：华泰资管提供，中诚信国际整理

附四：现金流支付机制安排

分配顺序	违约事件/加速清偿事件/债权提前到期事件发生前的分配顺序	违约事件/加速清偿事件/债权提前到期事件发生后的分配顺序	清算分配顺序
1	支付专项计划应承担而尚未支付的税费、执行费用；	支付专项计划应承担而尚未支付的税费、执行费用；	支付清算费用；
2	支付托管人的托管费、兑付兑息费、登记托管服务费、信息披露费等专项计划费用；	支付托管人的托管费、兑付兑息费、登记托管服务费、信息披露费等专项计划费用；	交纳专项计划所欠税款（如有）；
3	支付优先级资产支持证券的当期预期收益；	支付优先级资产支持证券的未偿预期收益，直至优先级资产支持证券的预期收益全部偿付完毕；	支付托管人的托管费、兑付兑息费、登记托管服务费、信息披露费等专项计划费用；
4	支付优先级资产支持证券的到期应付本金；	支付优先级资产支持证券的本金，直至优先级资产支持证券的本金全部偿付完毕；	支付优先级资产支持证券的未偿预期收益，直至优先级资产支持证券的预期收益全部偿付完毕；
5	优先级资产支持证券本金全部偿付完毕后，将专项计划账户内剩余资金（如有）及其他专项计划资产作为次级资产支持证券本金和收益分配给次级资产支持证券持有人；	将专项计划账户内剩余资金（如有）及其他专项计划资产作为次级资产支持证券本金和收益分配给次级资产支持证券持有人。	支付优先级资产支持证券的本金，直至优先级资产支持证券的本金全部偿付完毕；
6	--	--	将专项计划账户内剩余资金（如有）及其他专项计划资产作为次级资产支持证券本金和收益分配给次级资产支持证券持有人。

专项计划分配流程

日期	分配流程
物业运营净收入归集日（T-12 日）	资产服务机构将收到的物业运营净收入划转至监管账户；
物业运营净收入核算日（T-11 日）	资产服务机构与管理人、监管银行对监管账户中的物业运营净收入收取情况进行核对；
还款日/监管账户划付日（T-10 日）	借款人还本付息；
资产服务机构报告日（T-9 日）	资产服务机构披露《资产服务机构报告》；
权利维持费支付日/托管人报告日/专项计划差额支付启动日（T-8 日）	优先收购权人向专项计划账户划付当期权利维持费；托管人向管理人出具《托管报告》；管理人向差额支付承诺人发出《专项计划差额支付通知书》同步抄送托管人并公告启动差额支付事宜；
差额支付承诺人划款日（T-7 日）	差额支付承诺人应于差额支付承诺人划款日 16:00 时前将《专项计划差额支付通知书》中载明的资金汇付至专项计划账户或管理人指定账户；托管人于当日以电话、传真或双方认可的其他方式通知管理人资金到账情况；
差额支付资金核算日（T-7 日）	托管人对专项计划账户进行核算并根据《托管协议》的约定向管理人提交核算结果；
流动性支持启动日（T-7 日）	管理人向流动性支持承诺人发出《专项计划流动性支持差额支付通知书》同步抄送托管人并公告启动差额支付事宜；
流动性支持划款日（T-6 日）	流动性支持承诺人应于流动性支持划款日 16:00 时前将《专项计划流动性支持差额支付通知书》中载明的资金汇付至专项计划账户或管理人指定账户；托管人于当日以电话、传真或双方认可的其他方式通知管理人资金到账情况；
流动性支持资金核算日/管理人报告日（T-5 日）	托管人对专项计划账户进行核算并根据《托管协议》的约定向管理人提交核算结果；管理人按照《标准条款》规定的分配顺序拟定当期收入分配方案，制作《收益分配报告》，并向资产支持证券持有人披露《收益分配报告》，同时以邮件或其他方式发送给托管人；
划款指令发送日（T-4~T-2 日）	管理人向托管人发出划款指令；
托管人划款日（T-2 日）	托管人在核实划款指令后，于 15:00 时前按划款指令将专项计划当期应分配的资产支持证券所有收益和本金划入登记托管机构指定账户；
权益登记日（T-1 日）	管理人公告资产支持证券持有人收益分派信息通知中所确定的在登记托管机构登记在册的资产支持证券持有人享有的收益分配权；
兑付日（T 日）	管理人通过登记托管机构向资产支持证券持有人派发资产支持证券投资收益。

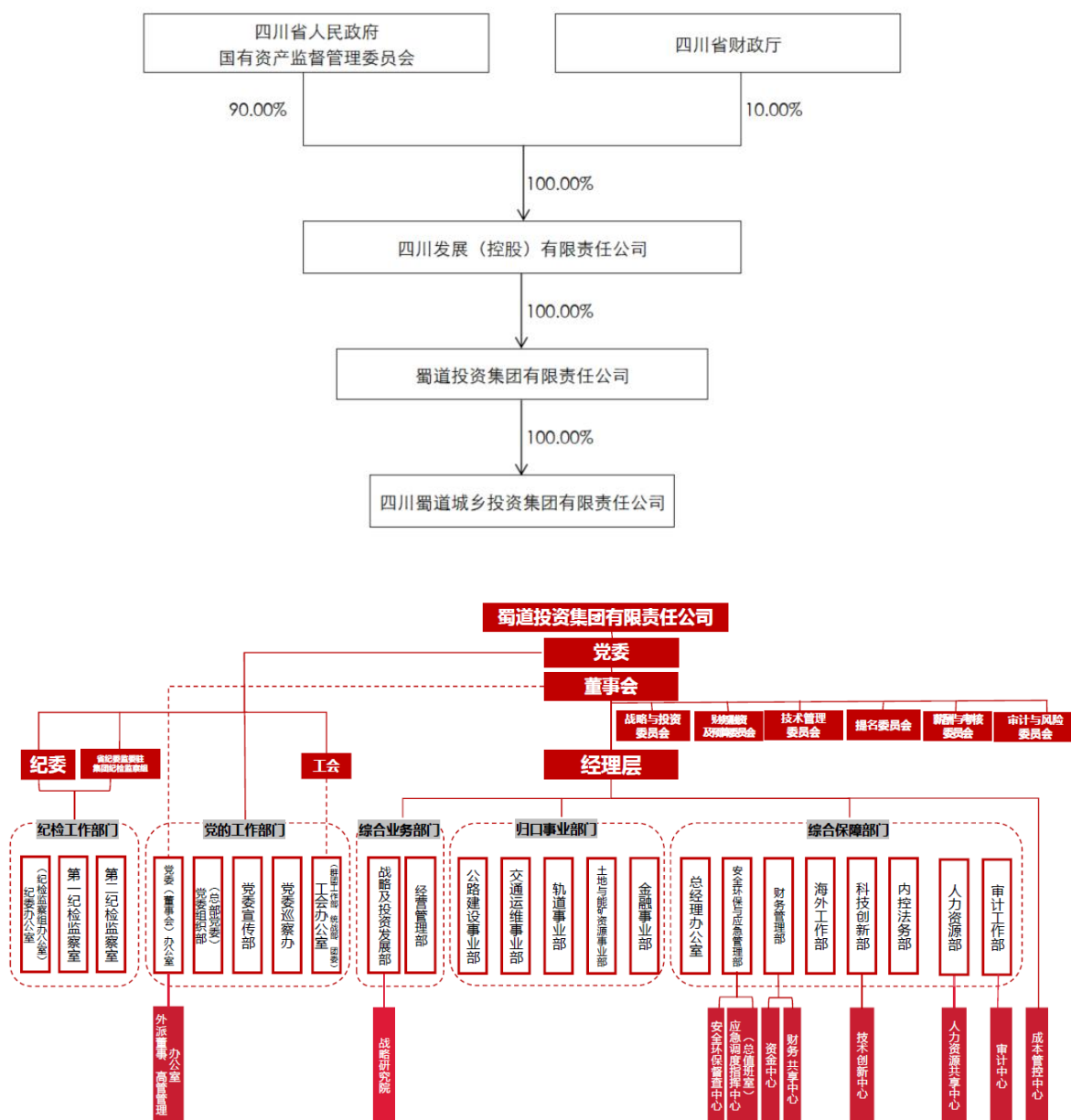
资料来源：华泰资管提供，中诚信国际整理

附五：优先级资产支持证券的利率调整机制及开放退出安排

日期		标的债权提前清偿安排
标的债权提前清偿申请日（R-45 日）		债务人有权决定是否申请提前清偿标的债权；若债务人决定提前清偿标的债权的，应当向管理人提出书面申请。
标的债权提前清偿日（R-10 日）		债务人向专项计划账户足额清偿标的债权。
日期		调整票面利率安排
利率调整公告日（R-40 日）		若优先收购权人未行使优先收购权且债务人未申请提前清偿标的债权，则管理人可以对优先级资产支持证券的预期收益率进行调整。管理人向资产支持证券持有人公告优先级资产支持证券预期收益率的调整结果（如有）。
利率调整日（R 日）		管理人根据利率调整公告日确定的票面利率调整安排调整票面利率。
日期		回售和赎回安排
回售登记期（R-34 日至 R-25 日）		优先级资产支持证券持有人有权选择将其持有的优先级资产支持证券全部或部分回售给回售和赎回承诺人。若优先级资产支持证券持有人决定行使回售权，则须在回售登记期内进行登记，若优先级资产支持证券持有人未在回售登记期内进行登记，则视为放弃回售权并同意继续持有优先级资产支持证券；
开放参与期（R-24 日至 R-15 日）		管理人撮合第三方购入回售登记期内登记回售的资产支持证券；
回售和赎回安排	开放参与期最后一个工作日 17:00	若管理人获取的投资者所持有的全部剩余优先级资产支持证券的未偿本金余额低于在专项计划设立日全部优先级资产支持证券的面值总金额的 30% 时，回售和赎回承诺人有权赎回优先级资产支持证券的全部剩余份额； 若管理人获取的已确认在开放期完成退出的资产支持证券份额与回售登记期内申请退出的资产支持证券份额存在差额的，除非回售和赎回承诺人已按照前款的约定选择赎回所有剩余资产支持证券，否则回售和赎回承诺人应买入差额部分的全部份额；
	赎回公告期（R-14 日至 R-12 日）	回售和赎回承诺人选择赎回所有剩余资产支持证券的，应书面通知管理人，并由管理人于赎回公告期结束后的第一个工作日公告剩余证券赎回实施结果；
	回售和赎回资金支付期间（R-6 日之前，含该日）	回售和赎回承诺人支付回售和赎回资产支持证券所需支付的资金；或回售和赎回承诺人支付其买入差额部分对应的购买价款；
	流动性支持启动日（R-7 日）	在回售与赎回资金支付期间，回售和赎回承诺人未能承担回售与赎回资金支付义务，管理人向流动性支持承诺人发出《专项计划流动性支持差额支付通知书》；
	流动性支持划款日（R-6 日）	流动性支持承诺人根据《专项计划流动性支持差额支付通知书》的要求将相应款项划入专项计划账户；
回售日/赎回日（R 日）		投资者将所持有的优先级资产支持证券全部或部分回售；或回售和赎回承诺人根据约定赎回优先级资产支持证券。

资料来源：华泰资管提供，中诚信国际整理

附六：蜀道投资集团有限责任公司股权结构图与组织结构图（截至 2025 年末）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

附七：蜀道投资集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
货币资金	507.44	568.70	721.04	689.30
非受限货币资金	478.52	546.10	692.98	--
应收账款	248.15	307.55	382.13	402.31
其他应收款	160.75	166.30	162.31	177.57
存货	485.61	502.30	484.87	485.78
长期投资	1,373.37	1,987.84	2,216.30	2,236.42
在建工程	1,362.82	1,109.79	1,189.10	1,248.65
无形资产	3,694.81	4,451.20	5,263.74	5,508.52
总资产	13,375.53	15,002.50	16,563.02	16,803.35
其他应付款	323.25	268.29	220.80	180.20
短期债务	1,005.58	1,174.18	1,585.42	--
长期债务	7,752.79	8,690.64	9,496.16	--
总债务	8,758.37	9,864.82	11,081.58	--
总负债	9,326.65	10,437.21	11,582.92	11,759.62
利息支出	321.27	314.88	311.72	--
经调整的所有者权益合计	3,481.74	3,949.07	4,380.80	4,424.42
营业总收入	2,504.59	2,571.03	2,674.78	607.27
经营性业务利润	122.11	82.46	70.21	14.31
其他收益	5.74	7.18	8.78	1.23
投资收益	13.72	0.42	2.83	1.25
营业外收入	3.15	26.68	3.56	0.56
净利润	69.21	59.06	13.13	8.72
EBIT	306.72	263.22	253.89	--
EBITDA	441.88	400.11	404.45	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,224.47	1,988.29	2,368.03	680.37
收到其他与经营活动有关的现金	338.01	394.72	260.13	23.93
购买商品、接受劳务支付的现金	1,815.07	1,769.35	2,030.16	615.44
支付其他与经营活动有关的现金	415.21	314.56	273.99	28.26
吸收投资收到的现金	283.50	378.17	404.83	88.89
资本支出	1,000.04	890.25	1,020.24	361.62
经营活动产生的现金流量净额	121.23	86.81	105.55	3.58
投资活动产生的现金流量净额	-1,159.86	-1,254.99	-1,175.17	-398.79
筹资活动产生的现金流量净额	909.55	1,360.57	1,146.23	363.68
现金及现金等价物净增加额	-129.40	192.89	76.69	-31.63
财务指标	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
营业毛利率(%)	17.50	15.34	14.49	14.23
期间费用率(%)	12.43	11.98	12.07	12.24
应收类款项占比(%)	5.41	5.41	5.42	5.55
收现比(X)	0.89	0.77	0.89	1.13
资产负债率(%)	69.73	69.57	69.93	69.98
总资本化比率(%)	71.55	71.41	71.67	--
短期债务/总债务(%)	11.48	11.90	14.31	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.38	0.28	0.34	--
总债务/EBITDA(X)	19.82	24.66	27.40	--
EBITDA/短期债务(X)	0.44	0.34	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.38	1.27	1.30	--

注：中诚信国际将其他应付款、其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具和少数股东权益中的带息部分按照期限结构分别计入短期债务或长期债务。

附八：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	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
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	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
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-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
现金流	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
	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	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[2023]65 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，影响报表使用人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。

附九：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC _{sf}	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C _{sf}	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 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。



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