跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1258 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持重庆高速公路集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并将“09渝高速债”的信用等级由AA^{+}调整为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

重庆高速公路集团有限公司企业债跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 渝高速债	28 亿元[1]	2009/11/12-2019/11/12	AAA	AA$^+$

跟踪评级时间：2016 年 7 月 4 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	86.47	78.26	57.88
资产总额(亿元)	1389.75	1475.26	1597.48
所有者权益合计(亿元)	479.22	502.86	514.16
短期债务(亿元)	36.37	32.25	55.68
全部债务(亿元)	819.18	892.96	988.08
营业收入 (亿元)	54.88	63.20	71.48
利润总额 (亿元)	7.05	7.52	7.58
EBITDA(亿元)	63.93	70.70	71.05
经营性净现金流(亿元)	50.33	34.81	69.84
营业利润率(%)	40.83	40.26	41.18
净资产收益率(%)	0.93	1.08	1.13
资产负债率(%)	65.52	65.91	67.81
全部债务资本化比率(%)	63.09	63.97	65.77
流动比率(%)	101.53	91.14	74.29
全部债务/EBITDA(倍)	12.81	12.63	13.91
EBITDA 利息倍数(倍)	1.27	1.11	1..30
经营现金流动负债比(%)	39.42	31.29	46.45

注：.其他流动负债中短期融资券已调整至短期债务。

分析师

陈 茜　刘秀秀

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http：//www.lhratings.com

[1] “09 渝高速债”发行额度为 28 亿元，期限为 10 年，在第 5 年末附加公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。2014 年 11 月，投资者行使回售选择权，向公司回售债券 13.50 亿元。截至目前，“09 渝高速债”余额为 14.50 亿元。

评级观点

重庆高速公路集团有限公司（以下简称“公司”）作为重庆市唯一的国有独资高速公路投资运营主体，在资产规模、区域垄断经营及政府支持等方面的显著优势。跟踪期内，公司持续获得政府的大力支持；资产规模进一步扩张；所辖高速公路路网效应增强，通行费收入平稳增长，盈利能力有所提升；经营性净现金流保持较大规模。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，较大的资本性支出、造价成本高、财务费用规模大以及短期内车流量不足等导致公司整体盈利能力仍然较弱；未来融资压力较大，公司债务负担存在进一步加重的可能等因素对其信用水平的不利影响。

重庆市经济水平和财政实力不断增强，公司作为重庆市高速公路的唯一投资运营主体，在重庆市高速公路建设及运营中占有垄断地位。随着公司路网效益的逐步显现，在建项目的逐渐通车，以及财政补贴和土地收储等收益的增加，公司整体收入规模及现金流有望大幅增长，对公司未来经营发展具有积极作用。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并将“09 渝高速债”的信用等级由 AA$^+$调整为 AAA。

优势

1. 公司是直属于重庆市国有资产监督管理委员会及重庆市交通委员会双重管理的高速公路投资运营公司，持续得到重庆市政府在资金、土地储备等方面的大力支持。
2. 公司所辖高速公路路网效应增强，通行费收入平稳增长，盈利能力有所提升。
3. 公司新通车路段规模较大，公司保持较强的经营获现能力。
4. 公司经营现金流与 EBITDA 对“09 渝高速债”的保障能力强。

关注

1. 受通车时间及地理位置等因素影响，公司整体盈利能力仍偏弱。
2. 公司债务规模持续增长；由于在建项目资本支出规模大，公司面临较大的建设资金筹措压力。
3. 公司高速公路收费权质押资产占比较大，对其未来融资形成一定的限制。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆高速公路集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆高速公路集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因重庆高速公路集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆高速公路集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于重庆高速公路集团有限公司主体长期信用及“09 渝高速债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

重庆高速公路集团有限公司（以下简称“公司”）是直属于重庆市国有资产监督管理委员会及重庆市交通委员会双重管理的大型国有独资企业，于2009年4月由重庆高速公路发展有限公司更名（渝直工商企准字[2009]第00285号）。原公司根据《重庆市交通局关于重组重庆高速公路开发总公司有关问题的通知》（渝交局[1997]577号）、重庆市国有资产管理局《关于同意组建重庆高速公路发展有限公司的批复》（渝国资管[1998]8号）和《重庆市人民政府办公厅关于同意组建重庆高速公路发展有限公司的复函》（渝办[1998]108号）同意，由重庆高速公路开发总公司改组。1998年公司经重庆市国有资产管理局《关于同意增加重庆市高速公路发展有限公司资本金的批复》（渝国资管[1998]131号） 同意，将原由成渝高速管理处管理的成渝高速公路重庆段114.2公里资产划归公司管理，以增加国有资本金。2000年11月，为深化交通体制改革，加速重庆市高速公路建设，根据《重庆市交通委员会关于完善重庆高速公路发展有限公司体制的批复》（渝交委[2000]361号），公司合并重庆高速公路建设有限责任公司，成为重庆市唯一的国有独资高速公路投资运营主体。截至2015年底，公司的实收资本为393.25亿元。

公司经营范围：在国家及重庆市规划、计划的统筹安排下以参股、控股及全资子公司或成立分公司的方式从事经营性公路及其他交通基础设施项目的投资、融资和资产管理，引进境内外资金进行合资合作建设，货物及技术进出口（法律、行政法规禁止的项目除外；法律、行政法规限制的项目取得许可后方可经营）。

截至 2015 年底，公司下辖计划财务中心、路网管理中心、建设管理中心等 3 个管理中心，5 个营运分公司、1 个机电分公司；2015 年，公司新纳入 4 家子公司，其中 3 家二级子公司（重庆通渝科技有限公司、重庆高速工程顾问有限公司和重庆高速公路产业股权投资基金管理有限公司），1 家三级子公司（重庆高速国储能源投资有限公司）。海口渝高科技发展有限公司于 2014 年注销，不再纳入公司合并范围。截至 2015 年底，公司合并范围内共 31 家子公司。

截至 2015 年底，公司负责运营路段共 32 条，合计里程约约 1730 公里，占重庆市高速公路通车总里程的 68.49%，均为经营性高速公路。2015 年新开通了铜永高速、万达高速和黔恩高速。截至 2015 年底，公司主要在建高速公路包括 7 条：万利高速、忠都高速、江綦高速、梁忠高速、渝广高速、酉沿高速、南道高速。

截至2015年底，公司合并资产总额1597.48亿元，所有者权益合计514.16亿元（其中少数股东权益63.91亿元）；2015年公司实现营业收入71.48亿元，利润总额7.58亿元。

公司注册和经营地址：重庆市渝北区银杉路66号；法定代表人：许仁安。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持

政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业概况

高速公路发展

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。截至 2015 年底，全国公路总里程 457.73 万公里，比上年末增加 11.34 万公里。全国高速公路里程 12.35 万公里，比上年末增加 1.16 万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为 2.70%；高速公路总里程居世界第二位。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2015年交通运输行业发展统计公报显示，2015年全年完成公路建设投资16513.30亿元，比上年增长6.8%。其中，高速公路建设完成投资7949.97亿

元，增长1.7%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2015年，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别下降6.7%和2.3%，平均运距66.35公里。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%，平均运距183.99公里。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2. 高速公路行业政策

中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资—“贷款修路，收费还贷”修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策；明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限；经营性公路实行特许经营制度，经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

3. 高速公路发展前景

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工

作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

4. 重庆市高速公路发展

重庆市高速公路发展起步于20世纪90年代，自1996年开通114公里高速公路以来，高速公路建设快速发展，通车里程持续攀升。根据《2015年重庆市国民经济和社会发展统计公报》发布的数据，截至2015年底，全市高速公路通车总里程2526公里，路网密度2.96公里/百平方公里，居西部第一。

重庆市东邻湖北、湖南省，西连四川省泸州市、内江市和遂宁市，北接陕西省和四川省广安地区、达川地区，是西南部最重要的陆路交通枢纽之一，交通区位优势十分明显。国发[2009]3号文也把将重庆建设成为长江上游地区综合交通枢纽和国际贸易大通道作为战略任务。

“十三五”期间，重庆市将构建“三环十二射多联线”高速公路网，畅通对外出口，完善内部连接，新建成高速公路1000公里。2016年重庆市在高速公路方面计划投资190亿元。续建秀山至松桃、南川至道真、万州至利川、九龙坡至永川等14个项目；建成丰都至忠县、忠县至万州、江津至綦江、酉阳至沿河、梁平至忠县5个项目；推进第四个千公里高速公路剩余项目前期工作；新开工渝黔扩能、渝长扩能、南充至大足至泸州、开县至城口等4个项目；推进长万、渝邻、渝遂等高速公路大修。

5. 重庆市区域环境

根据《2015 年重庆市国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，重庆市区域经济继续保持快速增长。2015 年，全年实现地区生产总值 15719.72 亿元，比上年增长 11.0%。其中，第一产业增加值 1150.15 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 7071.82 亿元，增长 11.3%；第三产业增加值 7497.75 亿元，增长 11.5%。三次产业结构比为 7.3∶45.0∶47.7。非公有制经济实现增加值 9637.53 亿元，增长 11.1%，占全市经济的 61.3%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 52330 元（8402 美元），比上年增长 10.1%。

2015 年，固定资产投资增速保持平稳。全年完成固定资产投资总额 15480.33 亿元，比上年增长 17.1%。其中，第一产业投资 533.24 亿元，增长 9.5%；第二产业投资 4997.96 亿元，增长 19.9%；第三产业投资 9949.12 亿元，增长 16.1%。基础设施建设投资 4356.14 亿元，增长 28.6%，占全市固定资产投资的 28.1%；民间投资 7731.64 亿元，增长 17.9%，占全市固定资产投资的比重为 49.9%。

同期，重庆市居民收入水平随经济发展稳步提高。据统计公报显示，2015 年重庆市城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别为 27239 元和 10505 元，比上年分别增长 8.3%和 10.7%。收入的增加有力的提高城市居民消费水平，2015 年，重庆市全年实现社会消费品零售总额 6424.02 亿元，扣除价格因素，比上年增长 12.3%。全年实现进出口总额

4615.49 亿元，比上年下降 21.3%。

经济的高速增长带动了重庆市财政实力的进一步增强。2015 年，重庆市完成公共财政预算收入 2155.10 亿元，同比增长 12.1%。其中，税收收入 1450.88 亿元，增长 13.2%。完成公共财政预算支出 3793.82 亿元，同比增长 14.8%。

根据重庆市“十三五”规划，在“十三五”期间重庆市要保持经济社会平稳较快发展，提高发展质量和效益，实现经济保持年级增长 9%左右，提高发展的平衡性、包容性和可持续性。到 2017 年，地区生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番；到 2020 年，全市地区生产总值迈上 2.5 万亿元新台阶，人均地区生产总值达到 7.5 万元左右，城乡居民人均收入同步提升并力争达到全国平均水平。加快国家重要现代制造业基地和国内重要功能性金融中心的建设，提高服务业比重，实现经济发展方式转变和经济结构战略性调整。

总体看，重庆有西部大开发、城乡统筹试验区、保税港区等众多优惠政策，具有明显的区位优势；公司作为重庆市高速公路的唯一投资运营主体，在重庆市高速公路建设及运营中占有垄断地位；重庆作为长江上游的交通枢纽城市，未来基础设施将以道路建设为重点，为公司发展提供了良好的机遇。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司实际控制人为重庆市国资委，持股比例为100%，重庆市国资委代表重庆市政府履行出资人职责。

2. 企业规模

公司作为重庆市唯一的国有独资高速公路投资运营公司，在重庆市高速公路投资建设、管理运营领域中占据绝对主导地位，具有明显的区域垄断经营优势。

公司自成立以来资产规模快速增长，实力显著增强，2015年底已近1600亿元，截至2015年底，公司运营的高速公路通车里程达1730公里，占重庆市高速公路通车总里程的68.49%。2010年，重庆“二环八射”高速公路全面建成通车，根据重庆市委提出“三环十射”战略目标，重庆市高速公路通车里程在“二环八射”的基础上增加1000公里。根据“十三五”规划，重庆市将进一步加大高速公路建设规模，构建“三环十二射多联线”高速公路网，新增高速公路1000公里，达到4000公里。

总体来看，公司具有很强的规模实力，具有明显区域垄断经营优势，重庆地区高速公路后续建设规模仍较大，为公司后期增长提供了良好机会，竞争实力很强。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员及员工规模未发生重大变化。

4. 政府及股东支持

公司代表重庆市政府在全市交通基础设施领域行使投资建设经营高速公路职责，按照国家和重庆市政府、重庆市交通委员会发展计划和投资战略的要求，进行有计划、有步骤的投资经营，得到了国家、交通部和重庆市政府在政策、税收等方面的大力支持。

资金支持

公司获得资金支持主要包括交通部补助款、重庆市交委拨付的国债转资本金、重庆市财政补贴等，主要为：交通部对于纳入国家“7918”高速公路网规划的高速公路，根据项目情况，拨付一定资金作为项目资本金；重庆市交委对于国家和地方建设项目，根据项目投资情况和项目资金充裕程度拨付一定的资金作为项目资本金。国家和市交委资金约占公司总投资额的15%~18%。此外，重庆市财政每年将部分土地出让金、公司通行费收入营业税和施工营业税及其他配套资金投入高速公路建设，作为公司项目资本金。

2012年，公司获得交通运输部拨付项目资本金及重庆市财政资本金合计48.77亿元。其中，获得交通部拨付的项目资本金31.05亿元，反映为实收资本；获得重庆市财政补贴17.72亿元，反映为营业外收入。2013年，公司获得交通运输部拨付项目资本金及重庆市财政资本金合计43.64亿元。其中，公司获得交通部拨付的项目资本金31亿元，其中，15.07亿元反映为实收资本，15.93亿元反映为其他应付款；获得重庆市财政补贴12.64亿元，反映在营业外收入。2014年公司收到重庆市政府补贴16.66亿元，反映在营业外收入；收到交通部补助款14.54亿元，反映在实收资本。2015年收到财政补贴17.18亿元，反映在营业外收入科目；收到交通部补助款9.21亿元，反映在实收资本。

表 1　政府资金支持明细（单位：亿元）

年　度	2013 年	2014 年	2015 年
交通部补助款	31.00	14.54	9.21
重庆市财政补贴	12.64	16.66	17.18
合　计	**43.64**	**31.20**	**26.39**

资料来源：公司提供

土地储备

根据市政府《关于进一步加快高速公路建设的会议纪要》（专题会议纪要2008-162）精神，为加快高速公路建设，弥补建设资本金的不足，市政府授予了公司2万亩土地储备的职能，地块集中在高速公路建设沿线区县（自治县）主要节点、重要区域周边实施。

截至2015年底，公司已协议储备土地共计21284.76亩。其中，酉阳2229.25亩，南川2244.08亩，巫溪2085.61亩，万盛3028.74亩，大足2487.84亩，璧山546.06亩，铜梁800.68亩，开县1736.29亩，万州2600.00亩，丰都789.31亩，忠县500.00亩，石柱700.00亩，黔江1536.90亩。目前，公司尚未开展征地拆迁工作，该部分土地价值未在公司财务报表中列示。

上述储备土地开发模式为：公司与土地所在区县政府共同开发、共同投资，通过土地储备中心招拍挂后获得的土地出让收入，公司与土地所在区县政府实施分成，具体分成比例由公司与各区县政府协商确定。

另外，根据市政府专题会议纪要[2012]119号，为了支持全市高速公路发展，保证“新千公里”项目建设资金，政府给予公司所辖高速公路周边土地2000亩的土地指标，将其规划用途调整为综合用地及其必备的配套设施用地，公司可按程序获得国有土地使用权，土地出让产生的土地出让金及增值收益，在提取相关规费后由市财政安排给公司。其中，2013~2014年，公司获得土地收入返还分别为5.82亿元、0.04亿元，反映为“营业外收入—固定资产处置利得”科目。跟踪期内，公司未取得土地出让收益。

税收优惠

税收方面，根据重庆市地方税务局（渝地税免【2002】597号文），自2001年起，公司企业所得税减按15%的税率征收。根据“市政府专题会议纪要【2012】119号”：①对公司及从事高速公路建设和营运（含养护）的全资、控股子公司2012~2015年缴纳的企业所得税市级留成部分，由市财政安排给公司；②在继续执行2012~2015年公司缴纳建安营业税、通行费营业税由市财政返还公司的同时，将高速路养护产生的营业税安排给公司；③公司下属重庆高速资产经营管理有限公司及其全资、控股公司2012~2015年缴纳的营业税、企业所得税市级留成部分由市财政安排给公司。

总体来看，公司获得资金支持规模大，政府对公司在资金、税收等方面的支持具有持续性；公司土地储备规模大，未来有望为公司持续带来较大收益。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制及法人治理结构方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司车辆通行费收入继续平稳增长，2015 年公司实现通行费收入 64.59 亿元，同比增长 11.78%，占营业收入的比重为 90.36%，公司主营业务较为突出。

毛利率方面，随着车流量的增大，路产折旧持续增加，养护成本呈上升趋势，同时随着路网效益的发挥，通行费收入平稳增长，2015 年公司高速公路业务毛利率进一步上升至 47.12%。

表 2　公司 2013~2015 年营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费收入	510462.58	93.01	44.71	577843.94	91.44	45.52	645932.71	90.36	47.12
其他	38367.29	6.99	41.98	54119.04	8.56	28.33	68886.38	9.64	22.20
合计	**548829.87**	**100.00**	**44.52**	**631962.98**	**100.00**	**44.05**	**714819.09**	**100**	**44.72**

资料来源：公司提供

注：公司其他业务收入主要是广告牌租赁费、资金占用费、公路工程收入等。

1. 路产规模

截至 2015 年底，公司负责运营路段共 32 条合计里程约 1730 公里，占重庆市高速公路通车总里程的 68.49%。 2015 年新通车黔江至恩施、开县至开江和铜梁至永川 3 条高速公路，通车里程分别为 20.40 公里、41.00 公里和 63.85 公里。目前所属的成渝高速、渝宜高速、渝黔高速、渝武高速、渝邻高速、垫忠高速等高速公路，不仅所处地理位置优越，也是连接重庆市与周边省份陆路交通的大走廊，而且是《国家高速公路网规划》中“7918”网的组成路段，在国家主干线网中居于重要地位。其中，渝邻高速公路和渝湘高速公路（界石-水江段、黔江-酉阳段、酉阳-洪安段）是国家高速公路网第 7 条南北纵线（包头-茂名）的组成路段；渝武高速公路和渝黔高速公路是国家高速公路网第 8 条南北纵线（兰州-海口）的组成路段；成渝高速公路是国家高速公路网第 9 条南北纵线（重庆-昆明）的组成路段；部分渝宜高速公路（太平立交-云阳段）和部分垫忠高速公路（太平立交-川渝界段）是国家高速公路网第 10 条东西横线（上海-成都）的组成路段；部分渝宜高速公路（北环立交-太平立交段）和部分垫忠高速公路（太平立交-忠县段）是国家高速公路网第 11 条东西横线（上海-成都）的组成路段；重庆绕城高速由外环高速西段、东段、北段、南段组成，为交通部 12 条典型示范路中唯一的绕城公路项目。云奉项目和奉巫项目为宜万高速公路最后两段，通车后将大大缩短重庆主城到重庆市巫山县新城的时间；酉洪项目和黔酉项目是国家高速公路（G65）包茂高速重庆境内的一部分，为国家高速公路网“7918”规划的第 7 纵线，也是重庆市规划的“二环八射”主骨架高速公路网中重要的射线之一。

表 3　公司已通车路段明细构成

序号	路段名称	里程（公里）	通车时间	收费权期限
1	成渝高速重庆段	109.20	1994.10.18	30 年
2	渝黔一期	11.23	2001.12.26	30 年
3	渝武高速渝合段	55.90	2002.06.28	30 年
4	渝宜高速梁万段	67.20	2003.12.26	30 年
5	渝宜高速长梁段	114.00	2003.12.26	30 年

6	渝邻高速	53.11	2004.07.19	30 年
7	綦万高速	32.31	2004.09.15	30 年
8	渝武高速合武段	33.80	2005.12.28	30 年
9	万开高速	29.30	2006.12.27	30 年
10	渝湘高速界水段	84.50	2007.11.28	30 年
11	渝宜高速万云段	78.22	2008.12.27	30 年
12	外环高速西段	58.96	2008.12.26	30 年
13	垫恩高速忠石段	80.33	2009.9.28	30 年
14	渝湘高速水武段	55.00	2009.9.28	30 年
15	渝湘高速武彭段	65.00	2009.12.15	30 年
16	渝湘高速彭黔段	70.00	2009.12.15	30 年
17	外环高速东段	45.00	2009.12.29	30 年
18	外环高速北段	50.00	2009.12.29	30 年
19	外环高速南段	34.00	2009.12.29	30 年
20	江合一期	29.18	2009.12.29	30 年
21	渝湘高速黔酉段	59.00	2010.9.30	30 年
22	渝湘高速酉洪段	86.00	2010.9.30	30 年
23	渝宜高速云奉段	70.89	2010.9.26	30 年
24	渝宜高速奉巫一期	30.00	2010.9.26	30 年
25	江合二期	17.64	2012.12.31	30 年
26	渝宜高速奉巫二期（试运行）	29.46	2012.12.31	30 年
27	奉溪高速	47.80	2013.12.30	30 年
28	万南高速	30.15	2013.12.13	30 年
29	成渝复线高速	78.56	2013.12.25	30 年
30	开县至开江段	41.00	2015.2.4	30 年
31	铜梁至永川段	63.85	2015.9.28	30 年
32	黔江至恩施段	20.40	2015.12.30	30 年
合计		**1730.25**	--	--

资料来源：公司提供

注：渝湘高速彭黔段于 2011 年底结束试运营；渝湘高速黔酉段、酉洪段、渝宜高速云奉段、奉巫一期于 2012 年 9 月底结束试运营；奉溪高速、成渝复线高速、开县至开江段、铜梁至永川段及黔江至恩施段处于试运营期，暂不转固；万南高速已完成转固。

2. 路产运营情况

通行费收入及车流量

随着路网效应的发挥， 2015 年公司通行费收入继续平稳增长，同比增长 11.78%。2015 年，公司通行费收入达到 64.59 亿元，其中，占通行费总收入比重较大的路段包括成渝高速（占 14.26%）、长万高速（占 11.22%）、绕城高速（占 15.48%）、渝合高速（占 7.40%）、石忠高速（占 4.71%）和界水高速（占 8.50%）等。这六条高速公路均为国家高速公路网或国道主干线的组成路段，路网地位优越，盈利能力强。

经过几年的的培育期后，万云高速、江合高速、云奉高速和奉巫高速二期其车流量和通行费收入都明显增长， 2015 年通行费收入分别同比增长 43.58%、27.36%、84.02%和 225.82%。

2015 年绕城高速通行费收入同比增长 21.18%；2015 年绕城高速毛利率为 43.34%，主要系内环限货带来绕城高速货车收入增长。2014 年 4 月 1 日起，内环快速北半环以及二郎立交、陈家坪、鹅公岩大桥、海峡路一线等相关路段对货车通行实施交通错时调整。受其影响，以往通过内环快速路的过境货车将会选择绕城路进行转换。

2015 年，随着渝湘高速湖南段的贯通，水武高速通行费收入同比快速增长 15.28%。

石忠高速由于受到重庆沿江高速和沪蓉高速分流的影响，2015 年通行费收入有所下滑，同比下降 12.26%。

毛利率方面，2013~2015年公司通行费收入毛利率不断增长，分别为44.71%、45.52%和47.12%。其中毛利率水平较高的路段包括：成渝高速（79.53%）、界水高速（65.93%）、渝合高速（68.39%）、武合高速（57.48%）、长万高速（68.65%）、渝邻高速（63.25%）、江合高速（63.39%）。

联合资信注意到黔酉高速、彭黔高速、云奉高速、奉巫高速毛利率为负，经营情况不理想。黔酉高速、彭黔高速由于地理位置相对较差，受到道路沿线地市经济发展限制，与其他路段相比车流量和通行费收入较少。云奉高速和奉巫高速系通车时间较短，目前正处于车流量培育期，且部分路段为内陆山区出口通道，三环十射连接线还未建成，地理位置对车流量及收费能力限制较大。与东部沿海发达地区相比，重庆高速公路面临造价成本高、目前车流量低的运营风险。

表 4　2013~2015 年公司通行费收入构成（单位：万元、%）

项　　目	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年增长率	2015 年通行费收入占比	2015 年毛利率
界水高速	43975.38	49800.43	54876.41	10.19	8.50	65.93
水武高速	22775.99	26970.52	31091.40	15.28	4.81	48.35
渝黔高速	5316.03	5510.28	6093.65	10.59	0.94	60.64
渝合高速	40940.57	44781.37	47818.96	6.78	7.40	68.39
石忠高速	36765.43	35897.42	30419.91	-15.26	4.71	17.61
綦万高速	5179.39	6592.82	7,107.91	7.81	1.10	24.82
武合高速	9089.39	9794.38	10654.22	8.78	1.65	57.48
万开高速	6710.02	7283.85	8306.46	14.04	1.29	33.32
长万高速	61158.73	65346.74	72488.22	10.93	11.22	68.65
成渝高速	99000.02	91734.43	92104.94	0.40	14.26	79.53
渝邻高速	22945.25	24928.93	25213.40	1.14	3.90	63.25
绕城高速	58693.22	82496.59	99971.92	21.18	15.48	43.34
万云高速	13128.13	15911.98	22846.64	43.58	3.54	13.29
江合高速	9219.05	13398.95	17065.42	27.36	2.64	63.39
黄彭高速	10848.74	13646.72	15412.22	12.94	2.39	3.12
武黄高速	7007.73	8925.61	9651.47	8.13	1.49	48.88
云奉高速	4072.81	5402.09	9940.95	84.02	1.54	-46.57
奉巫高速	1636.26	2601.54	8476.22	225.82	1.31	-26.86
彭黔高速	18245.71	21292.35	24069.85	13.04	3.73	-0.45
黔酉高速	12629.59	15436.15	17845.59	15.61	2.76	-2.91
酉洪高速	20997.27	27505.27	31576.91	14.80	4.89	14.22
南万高速	127.88	2585.49	2900.04	12.17	0.45	6.69
合计	**510462.58**	**577843.94**	**645932.71**	**11.78**	**100.00**	**47.12**

资料来源：公司提供

注：绕城高速路由外环高速西段、东段、北段、南段组成，其中西段于 2008 年底通车，东段、北段和南段于 2009 年底通车。

从交通流量上来看，优越的地理位置、发展良好的地区经济、居民可支配收入提高导致出行方式的改变都给高速公路车流量带来不同程度的积极影响。2015 年，公司主要运行高速公里车流量总计达到 23726.63 万辆次，同比增长 17.91%，公司主要运行高速公路运营情况如下表所示。

表 5　2013~2015 年公司主要运行高速公路交通量情况（单位：万辆次、%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年增长率
界水高速	926.19	1179.67	1408.04	19.36
水武高速	364.81	456.56	539.63	18.19
渝黔高速	2161.92	2305.17	2456.14	6.55
渝合高速	1546.30	1939.73	2175.35	12.15
石忠高速	439.18	441.72	458.23	3.74
綦万高速	244.87	315.02	361.26	14.68
武合高速	353.62	415.29	481.31	15.90
万开高速	401.76	451.55	577.05	27.79
长万高速	1096.22	1179.85	1355.64	14.90
成渝高速	2142.13	2348.40	2635.80	12.24
渝邻高速	589.88	710.41	766.45	7.89
绕城高速	3607.58	5120.07	6206.89	21.23
万云高速	477.58	576.98	710.95	23.22
江合高速	589.04	600.84	742.36	23.55
黄彭高速	278.54	356.23	396.35	11.26
武黄高速	245.50	306.96	349.54	13.87
云奉高速	149.96	204.38	323.96	58.51
奉巫高速	66.60	98.62	204.49	107.35
彭黔高速	280.02	320.28	389.47	21.60
黔酉高速	195.31	243.51	282.37	15.96
酉洪高速	319.53	389.83	447.94	14.91
南万高速	6.89	161.46	204.04	26.37
开开高速	--	--	154.61	--
铜永高速	--	--	98.59	--
黔恩高速	--	--	0.17	--
合计	**16483.43**	**20122.53**	**23726.63**	**17.91**

资料来源：公司提供

收费标准

表 6　重庆市现行高速公路客车车辆通行收费标准

类别	客车车型	收费系数	费率标准（元/车公里）		
			渝邻、合武、綦万	梁万	其他
一类车	≤9 座	1	0.6	0.896	0.5
二类车	10 座-25 座	2	1.2	1.792	1.0
三类车	26 座-50 座	3	1.8	2.688	1.5
四类车	50 座以上客车	4	2.4	3.584	2.0

资料来源：公司提供

重庆市现行高速公路客车车辆通行费标准参见表 6，较东部高速公路通行费标准偏高，存在收费费率下调风险，但考虑到重庆市因地质结构复杂，高速公路建设成本远高于中东部地区的因素，目前收费标准在一定期限内得以维持。此外，根据渝办发【2007】134 号对通行全市所有高速公路的货车，从 2007 年 6 月 1 日起实施计重收费，提高了公司通行费收入水平。

表 7　按计重收费的收费标准（单位：元/吨公里）

车货总重		费率
正常装载	≤20 吨	按基本费率 0.08 元/吨公里计收。
	20 吨-40 吨（含 40 吨）	20 吨以下部分，按基本费率 0.08 元/吨公里计收；20 吨以上部分，其费率按基本费率 0.08 元/吨公里线性递减到 0.04 元/吨公里计收。
	＞40 吨	20 吨（含）以下部分，按基本费率 0.08 元/吨公里计收；20 吨-40 吨（含）的部分按线性递减至 0.04 元/吨公里计收，40 吨以上部分按 0.04 元/吨公里计收。
超过公路承载能力	超限率≤30%	按正常车辆的基本费率计收。
	30%<超限率≤100%	超限 0%-30%（含 30%）的部分按照基本费率计费，其他部分按基本费率的 2 倍线性递增至 3 倍计算。
	超限率大于 100%	超限 0%-30%（含 30%）的部分按照基本费率计费，超限 3%-100%（含 100%）的部分按基本费率的 2 倍线性递增至 3 倍计算，超限 100%的部分按基本费率的 4 倍加速递增计算。

资料来源：公司提供

分流影响

（1）渝遂高速分流

由于地形特点，重庆高速公路每一条道路都有一定的垄断性，平行公路分流影响较小。成渝高速与渝遂高速虽然都是成都连接重庆的通道，但成渝高速连接重庆南部与成都南部，而渝遂高速为重庆至成都的北连接线，且成渝高速较渝遂高速短约50公里，二者形成差异化市场，故渝遂高速开通以来，并没有对成渝高速形成明显的分流。

（2）重庆沿江高速和沪蓉高速分流

2014年G50S重庆沿江高速建成通车，该路段全线95.90公里，分别连接主城与涪陵、长寿。2015年，G42沪蓉高速全线贯通后，G50S重庆沿江高速对石忠高速的分流影响更加明显。此外，由于全国ETC联网后，基于同一车型分类的原因，湖北省对其车辆收费标准进行了调整，货车集中收费基本费率维持原标准，但计重收费方式有所变化。调整之后，从重庆出发至湖北方向的货车延G42沪蓉高速行驶的整体同行费将大幅低于公司石忠高速路段。受到上述影响，近年来石忠高速通行量大幅减少，部分车辆已分流至G50S重庆沿江高速和G42沪蓉高速路段，通行费收入严重下滑。

（3）高铁分流

2015年12月26日，成渝客运专线高铁开通运行，根据公司对所辖路段通行流量的分析测算，目前受其影响的主要是九龙坡、绕城至永川、邮亭、荣昌、渝榮区间的客车车流量。渝万城际铁路目前仍处于建设阶段，尚未开通运营，但其部分线路走向与长万高速平行，届时将对长万高速客运形成一定分流。

自2016年1月1日开始，公司资本运营部根据高速公路通行费实际清分收入情况，对成渝客运专线高铁对公司路段的实际影响情况进行了监测。具体测算方法为：将受影响的收费站至绕城收费站间往返车辆通行费金额，按未受分流影响区间的同比自然增长率进行还原，与去年同期数据进行对比计算得出影响结果。经过3个多月的持续跟踪，目前测算出成渝客运专线高铁对公司路段客车通行费清分金额的日均影响约为7.2万元。其中1月单月日均影响为3.3万元，2月单月日均影响为7.7万元，3月单月日均影响9.0万元（3月上旬春游损失明显，同比日均损失14万元，中旬下旬回落到同比日均损失6.6万元），4月单月日均影响8.5万元（4月截至4月12日，仅12天数据）。由于2月存在春节节假日影响，波动幅度较大，无法得出有效、稳定的测算数据。而3月7日至4月12日，累计日均影响金额连续36天在7.1至7.4万元之间，已趋于稳定，日均影响为7.2万元，该有效损失数据具有较强的可靠性。

据此来看，高铁的开通对公司造成了一定竞争压力，对公司客车通行量和通行费收入形成了少量负面影响。但由于公司收入以货车通行量费为主，高铁通行对公司造成的影响较为

有限。目前成渝客运专线高铁开通时间较短、渝万城际铁路尚未开通，因此高铁带来的竞争对公司经营业绩的长期影响还有待进一步考察。

（4）水运分流

重庆市水运方式因具有运价低，水系发达特点，成为目前货运的主要运输方式，因而与高速公路构成竞争，但高速公路在800公里以内有一定的成本优势和门对门服务便捷的特点，特别在高速公路路网形成以后其优势将更为明显。

公司运营高速公路路网位置优越，运营成熟，沿线经济带已基本形成，能够对车流量形成持续支撑。平行路产、通车及在建铁路对公司所辖路段产生了一定的分流影响，但由于公司收入主要来源路段已进入成熟期，通行量整体规模较大，分流影响带来的损失占比不大。整体看，公司路产受到的分流影响较小。

总体来看，公司主要运营路段高速公路通行费收入持续较快增长，带动收入规模继续提升。但受通车时间及地理位置等影响，部分路段盈利能力仍较差。

3. 在建项目

截至 2015 年底，公司在建高速公路包括 7 条：有万利高速、忠都高速、江綦高速、梁忠高速、渝广高速、酉沿高速、南道高速。公司目前在建总里程 337.81 公里，概算总投资 378.17 亿元，截至 2015 年底，已累计完成投资 267.94 亿元。上述在建项目将于 2016~2017 年间陆续通车，届时公司投资的高速公路通车里程将进一步增长，竞争优势进一步增强。但在建项目投资规模大，公司面临较大的资本支出压力。

公司目前在建项目较多，为了减轻项目建设资金压力，公司对大部分在建项目采用合作建设的方式。目前 7 个高速公路在建项目持股比例均为 60%。

表 8　截至 2015 年底公司主要在建项目（单位：亿元、%）

序号	路段名	概算投资	里程（公里）	累计完成投资	计划通车时间	公司持股比例
1	万利项目	81.28	51.80	39.77	2017	60
2	忠都项目	31.92	32.81	27.96	2015	60
3	江綦项目	47.19	47.79	40.54	2016	60
4	梁忠项目	63.57	71.58	48.02	2016	60
5	渝广项目	78.27	69.79	49.77	2016	60
6	酉沿项目	35.94	30.74	32.73	2016	60
7	南道项目	40.00	33.30	29.15	2016	60
合计		**378.17**	**337.81**	**267.94**	--	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司目前主要进行重庆市“新千公里”项目建设。公司目前在建规模仍然较大，且均在2016~2017年间通车，根据投资计划，未来几年公司仍面临较大的投资压力。

4. 未来发展

在“十三五”期间，公司将一方面继续做好高速公路建设与运营管护等核心业务，进一步扩大路网资产规模，提升路网资产质量；另一方面，以“高速公路+旅游”统筹沿线旅游资源，增加车流量；拓展 ETC 的支付结算平台功能，进入城市停车场收费领域及其他消费市场；提高资本运营水平，深化产业基金运作，盘活和放大资产效益。通过不断拓展业务链和资金链，培育公司新的业务增长点，实现集团业务多元化、资源配置最优化、价值利用最大化，以此形成丰富的现金流，反哺路网建设运营业务的资金缺口，推动形成主业、辅业良性互动、

有序发展的格局。

路网建设方面，全面完成第三个1000公里高速公路建设任务，加快推进第四个1000公里高速公路建设任务。加快推进丰忠、江綦、酉沿、梁忠、忠万、南道、渝广和万利等在建项目建设，力争2017年前完成投资150亿元、新通车里程446公里。加快推进长合、黔石、城开、渝黔复线、南大泸和渝蓉连接线等6个新项目的建设工作，力争早日实现实质性动工。同时，积极争取参与内环高架、主城各射线高速扩能、巫镇、巫大、奉建、合璧津等项目的建设规划。

路网运营方面，随着公司运营高速公路里程的增加，公司将加大在管理、运营上的力度，公司针对高速公路的管理特点，以资产为纽带、以经营管理和目标绩效考核为手段、以市场化为平台，整合高速公路各类资源，除继续完善高速公路建设体制外，将重点完善高速公路营运、养护管理体系，逐步组建专业化的子公司，实现资源的优化配置。提高收费管理水平，加强路网养护工作，增强路网运行监测保障。

综上所述，由于西部地区高速公路建设的超前性（15-20年），并且造价高，从目前投资的高速公路情况来看，存在部分新建高速公路预计车流量相对较少，其盈利水平可能低于目前已运营的路段；高速公路项目的投资效益具有一定的滞后性。联合资信认为未来几年公司资本支出规模大，目前资本金筹措上面临较大困难，建设高峰期后则面临很大的贷款还本付息压力，但随着西部大开发政策实施，西部交通基础设施将在未来几年内达到较高的水平，人民生活水平将显著提高，进而可以有效提高高速公路车流量。长远来看，公司所投资的高速公路项目具有较好的发展前景。

八、募集资金使用情况

公司于2009年11月发行“09渝高速债”，募集资金28亿元，其中18亿元用于奉节至巫溪高速公路（以下简称“奉溪高速”）项目的建设，6亿元用于偿还银行借款，其余4亿元用于补充营运资金。截至目前，所有募集资金均已按照原定用途使用完毕。截至2013年底奉溪高速已完工通车。

九、财务分析

公司2015年度财务报表已经天职国际会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2015年公司新成立重庆通渝科技有限公司、重庆高速工程顾问有限公司和重庆高速公路产业股权投资基金管理有限公司3家二级子公司及重庆高速国储能源投资有限公司1家三级子公司。截至2015年底，公司纳入合并范围内子公司31家。公司新增合并范围子公司规模小，对公司财务报表可比性影响小。

截至2015年底，公司合并资产总额1597.48亿元，所有者权益合计514.16亿元（其中少数股东权益63.91亿元）；2015年公司实现营业收入71.48亿元，利润总额7.58亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司营业收入同比增长 13.11%，达到 71.48 亿元。公司营业收入增长主要来源于车辆通行费收入的增长。同期，公司营业成本也有所增长，同比增长 11.76%。受此影响，公司营业利润率有所上升，2015 年为 41.18%，高于 2014 年 0.92 个百分点。

从期间费用来看， 2015 年公司期间费用占营业收入的比重有所下降，当年为 59.58%，但仍处高水平。公司期间费用中财务费用占比高，2015 年财务费用占期间费用总额的 92.11%。公司期间费用的管控能力有待提升。

非经常性损益方面，2015 年公司实现投资收益 3.35 亿元。投资收益主要来自于公司采用权益法核算的长期股权投资，包括对重庆忠万高速公路有限公司、重庆渝涪高速公路有限公司、重庆中信渝黔高速公路有限公司和重庆垫忠高速公路有限公司等单位的投资。 2015 年公司获得营业外收入 17.62 亿元，较 2014 年减

少 0.55 亿元。其中财政补助收入 17.18 亿元，处置非流动资产获利共 0.28 亿元。

2015 年，公司利润总额为 7.58 亿元，同比增长 0.81%。公司投资收益和营业外收入占利润总额的比重大，2015 年为 276.44%，公司利润总额对投资收益和营业外收入的依赖度高。

盈利指标方面，随着公司通行费收入的增加，公司主营业务亏损减少，净利润有所提升。受益于此，2015 年公司净资产收益率上升至 1.13%。2015 年公司总资本收益率有所下降，为 2.97%。

总体来看，公司收入及利润规模均平稳增长；盈利能力有所提升。但由于公司债务规模仍然较大，财务费用高，对利润总额的侵蚀大，经营性业务仍呈整体亏损态势，公司利润总额对投资收益和政府补贴的依赖性大。

2. 现金流

2015 年，公司经营活动现金流入量为 113.31 亿元，同比增长 10.96%。公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金。受益于通行费收入的平稳增长，跟踪期内公司销售商品、提供劳务收到的现金同比快速增长 16.22%，达到 65.26 亿元。收入实现质量上，2015 年公司现金收入比小幅上升至 91.29%。一方面归因于公司通行费收入和清障收入按 3%、5%的税率缴纳营业税；另一方面归因于 2013~2015 年公司应收重庆市财政局路桥年票车辆通行费逐年增加。2015 年收到其他与经营活动有关的现金增长 4.53%至 48.05 亿元，其中部分为公司获得的财政补贴收入。公司收到及支付的其他与经营活动有关现金主要为往来款项。经营活动现金流出方面，公司经营活动现金流出主要由支付其他与经营活动有关的现金构成。2015 年支付其他与经营活动有关的现金为 18.56 亿元，大幅下降 59.97%。2014 年公司上缴 30.01 亿元项目资本金至财政局，造成当年金额较大。2015 年公司经营活动现金净流量为 69.84 亿元，大幅增长 100.63%，公司整体经营获现能力较强。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入 167.42 亿元，同比下降 19.57%，主要系公司公司短期理财活动收回资金规模减小所致。2015 年，，收回投资收到的现金年均快速下降 19.68%， 2015 年为 158.70 亿元。2015 年公司投资活动现金流出 313.25 亿元，同比增长 10.55%，主要来自短期理财活动投入资金规模的扩张。2015 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 107.24 亿元，快速增长 21.89%。2015 年，公司投资活动现金流均表现为净流出，净流出额为 145.83 亿元。整体看，公司在建公路项目较多，投资建设规模大，对外筹资压力仍然较大。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入 164.12 亿元，主要来自吸收投资和取得借款。公司收到交通部补助及吸收江綦、万利万达、忠都、渝广梁忠等合资建设公司对方股东的投资带来吸收投资收到的现金同比增长 9.90%，2015 年为 30.14 亿元。公司取得借款收到的现金保持稳定，2015 年为 129.29 亿元。公司筹资活动现金流出 108.06 亿元，主要是偿还债务和支付利息的现金。2015 年公司筹资活动现金净流入 56.06 亿元，较 2014 年同比大幅增长 74.66%。

总体来看，公司经营活动现金流存在一定波动但规模较大，经营获现能力较强；投资活动现金需求规模大，存在较重的外部融资压力。未来随着在建及新建项目的持续推进，公司还将面临较大规模的资金缺口，对外部融资的依赖程度较高。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 1597.48 亿元，资产规模保持平稳增长，同比增速为 8.28%，主要来源于固定资产的增长。资产构成仍以非流动资产为主，非流动资产占 93.04%，流动资产占 6.96%。资产构成符合高速公路行业特点。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 111.22 亿元，同比增长 9.69%，主要由货币资金（占 52.01%）、其他应收款（占 7.41%）和其他流动资产（占 35.38%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 57.85 亿元，同比快速下降 25.97%。货币资金中主要为银行存款 53.80 亿元和其他货币资金 4.05 亿元，其他货币资金中受限资金为 0.26 亿元，主要为通粤、渝广梁忠、通力集团等公司的履约保证金、保函保证金以及银行承兑汇票保证金。

公司高速公路运营业务收入主要以现金方式实现，基本无信用销售，截至 2015 年底，公司应收账款账面余额为 1.24 亿元，主要由应收重庆市公路工程（集团）有限公司渝邻高速公路机场段改线工程项目经理部工程款、重庆市城市建设投资公司的环线租赁通行费等的款项构成。

截至 2015 年底为 1.71 亿元，公司预付账款比上年同期下降 16.65%。主要为预付的工程款和采购货款。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 8.24 亿元。同比增长 10.01%。其中按单项金额重大计提坏账准备的其他应收款占比 81.76%，公司未对其计提坏账准备；按单项金额不重大但单独计提坏账准备的其他应收款占比 13.32%，公司对其计提坏账准备 348.50 万元。截至 2015 年底，其他应收款前五名债务人合计欠款 6.85 亿元。截至 2015 年底，应收关联方（重庆中信沪渝高速公路有限公司）往来款 4.73 亿元，占其他应收款总额的 57.40%。

截至 2015 年底，公司存货 2.78 亿元，同比增长 12.11%，主要由土地储备和工程施工构成。

截至2015年底，公司其他流动资产为39.35亿元，大幅增长308.97%，主要系公司新增29.73亿元理财产品所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 1486.26 亿元，同比增长 8.18%，主要源自固定资产的增长。其中固定资产占比 70.47%，在建工程占比 22.98%。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 37.94 亿元，增速为 11.45%。公司长期股权投资主要是对联营企业重庆忠万高速公路有限公司、重庆渝涪高速公路有限公司、重庆中信渝黔高速公路有限公司、重庆铁发遂渝高速公路有限公司和重庆垫忠高速公路有限公司等的投资。公司对上述投资采用权益法核算，近年来随着参股公司所辖路段车流量的不断增长，参股公司经营表现良好，成为公司投资收益增长的重要来源。

截至 2015 年底，公司固定资产快速增长 14.99%。截至 2015 年底，公司固定资产原价合计 1200.91 亿元，主要由公路及建筑物构成；累计折旧为 153.48 亿元，未计提减值准备，账面价值为 1047.42 亿元。2015 年由在建工程转入固定资产的金额 158.38 亿元，其中，在建工程转入固定资产主要包括奉溪高速、成渝复线工程和奉巫高速等；2015 年底已提足折旧仍继续使用的固定资产原值 29.46 亿元；2015 年计提的折旧费用 23.36 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程 341.54 亿元，同比下降 11.10%，主要系部分高速公路完工转固所致。

跟踪期内，公司无形资产保持相对稳定。截至 2015 年底，公司无形资产 22.71 亿元，累计摊销 6.83 亿元，主要由土地使用权构成。

截至 2015 年底，公司的其他非流动资产为 13.57 亿元，大幅增长 108.69%，主要为可供出售金融资产 6.47 亿元和涪南高速股权 7.04 亿元。

总体来看，公司资产构成以固定资产和在建工程为主，符合交通基础设施投资企业特征；货币资金保持较大规模，公司整体资产质量良好。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定。截至 2015 年底，公司所有者权益 514.16 亿元，同比增长 2.25%，主要来源于其他综合收益和

少数股东权益的增加。其中，归属母公司的所有者权益 450.26 亿元，实收资本和资本公积分别占 76.48%和 9.28%。公司所有者权益稳定性好。

截至 2015 年底，公司实收资本 393.25 亿元，同比增加 0.28%。2015 年公司收到的交通部投入的项目资本金 16.84 亿元，同期上缴交通部结余资金 15.73 亿元。公司注册资本为 20.10 亿元，已经重庆中鼎会计师事务所审验，并于 2000 年 4 月 3 日出具了中鼎会师内验[2000]18 号验资报告。注册资本与实收资本不一致系国家分年投入项目资本金所致，目前大部分项目正处于建设期，尚未进行工商变更登记。

截至 2015 年底，公司资本公积 47.70 亿元，同比下降 8.87%。公司 2015 年资本公积的减少来自于：（1）2015 年 12 月归还股权信托融资款 3.70 亿元；（2）万州交通建设开发总公司和开县交通开发有限责任公司将其持有重庆万开高速公路有限公司少数股权无偿划转给高速集团，因合并层面标的股权对应的账面净资产为负数，故减少公司合并层面资本公积 0.89 亿元。

截至 2015 年底，公司其他综合收益为 6.52 亿元，大幅增长 160.05%，主要系公司持有的可供出售金融资产（股票）公允价值变动形成。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好。

负债

随着路产投资力度的加大，公司负债规模呈逐年稳定增长趋势。截至 2015 年底，公司负债合计 1083.31 亿元，同比增长 11.41%，主要来源于应付票据、长期借款和应付债券的增加。公司负债结构以非流动负债为主，占比 86.18%，负债结构与资产结构基本匹配。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 149.70 亿元，同比增长 34.58%，主要来源自应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增长。公司流动负债以短期借款（占 2.28%）、应付票据（占 5.00%）应付账款（占 29.02%）、其他应付款（占 26.28%）和一年内到期的非流动负债（占 16.32%）为主。

截至2015年底，公司应付账款43.45亿元，同比下降8.51%。公司应付账款主要为工程保留金。从账龄来看，账龄在1年以内（含1年）的占52.03%，1~2年（含2年）的占23.34%，2~3年（含3年）的占7.10%，3年以上的占17.53%。

截至2015年底，公司其他应付款39.34亿元，同比增长76.64%。公司其他应付款主要为项目拨款（公司将未参建的合川至铜梁、丰都至石柱、永川至江津项目交通部补助资金交付市财政局）、应付股权转让（投资）款、往来款、应付保证金和应付工程款等。

表 9　2015 年底公司其他应付款前五大客户情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占其他应付款总额的比例	性质
重庆市交通委员会	111571.00	28.36	项目拨款
重庆市财政局	90276.51	22.95	项目拨款
渝富资产经营管理集团有限公司	70000.00	17.79	应付股权转让款、投资款
重庆市城市建设投资公司	64650.00	16.43	往来款
华夏银行	6109.86	1.55	代收款项
合计	**342607.4**	**87.08**	--

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债24.43亿元，主要为一年内到期的长期借款24.38亿元。

2015年，公司分别于5月27日和9月10日发行两期短期融资券“15渝高速 SCP001”和“15渝高速 SCP002”，债券期限均为270天，计入其他流动负债科目核算。截至2015年底，公司其他流动负债为20.35亿元，全部为这两期短期融资券，将其调整至短期债务。

截至 2015 年底，公司非流动负债 933.61 亿元，同比增长 8.41%，主要由长期借款（占比 91.76%）和应付债券（占比 8.11%）构成，

金额分别为856.70亿元和75.70亿元。

截至2015年底，公司长期借款856.70亿元，同比增长9.13%。公司长期借款由信用借款和质押借款构成，以质押借款为主（占比96.75%），质押物为公司所辖路产的通行费收费权。主要借款银行为国家开发银行、中国工商银行、中国农业银行和中国建设银行等。

截至2015年底，公司应付债券75.70亿元，同比下降0.05%。公司应付债券主要为公司发行的“09渝高速债”28亿元、“10渝高速债MTN1”10亿元、“11渝高速债MTN1”10亿元、“12渝高速债MTN1”10亿元、“14渝高速债MTN001”20亿元等。

有息债务方面，跟踪期内公司债务规模持续扩大，同比增长10.65%。截至2015年底，公司全部债务为988.08亿元，其中长期债务占比94.36%，债务结构基本维持稳定。公司债务规模增长主要源自长期借款和应付债券的增加，公司目前债务结构中长期债务占比高，债务结构合理。

债务指标方面，公司资产负债率呈上升趋势，2015年指标为67.81%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率有所增长，2015年两项指标分别为64.46%和65.77%。整体来看，公司负债水平较高。

总体来看，公司有息债务持续增长，债务负担较重。从未来发展看，公司在建及拟建的高速公路投资项目较多，预计公司对外部债务融资的依赖程度较大，未来公司债务负担有可能进一步上升。同时，公司所辖路产中通行费质押受限部分占比高，为公司未来融资和资产运作造成一定限制。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年公司流动比率和速动比率均有所下降，2015年分别74.29%和72.44%。2014年公司经营活动中上缴财政局项目资本金规模较大，造成当年经营现金流动负债比较低。2015年，公司该项资金流出减少后，经营现金流动负债比快速上升至46.65%。总体看，公司流动资产中货币资金较为充足，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司EBITDA保持稳定，2015年为71.05亿元。EBITDA利息倍数有所上升2015年为1.30倍；2015年公司有息债务规模扩张速度较快，带来全部债务/EBITDA增长至13.91倍，公司EBITDA对全部债务的保障程度有所弱化。考虑到公司在建高速公路的逐步通车，以及已通车高速公路车流量的不断增长，未来收入和盈利规模将有望快速增长，同时，公司在资金和政策方面受政府支持力度大；综合考虑公司整体偿债能力处于适宜范围内。

截至2015年底，公司对外担保金额4亿元，担保比率为0.25%，被担保企业为重庆忠万高速公路有限公司（以下简称“忠万公司”），忠万公司成立于2012年7月4日，由中交路桥建设有限公司、重庆高速公路集团有限公司、中交第四航务工程局有限公司三家股东单位共同出资联合组建，忠万公司主要负责重庆忠县至万州段高速公路建设项目（以下简称“忠万高速”）的投资、建设及运营管理。目前忠万高速还处于建设阶段，尚未竣工通车。总体来看，公司对外担保规模小，担保比率低，或有负债风险可控。

截至2015年底，公司获得国内多家银行授信总额为1364.92亿元，已使用信用额度为1118.05亿元，未使用授信额度246.87亿元，公司间接融资渠道有待通畅。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用代码编号为：G10500103001061500），截至2016年5月19日，公司无未结清的不良和关注类贷款，有4笔已结清关注类贷款。关注类贷款形成原因为：2009年公司与中国邮政储蓄银行股份有限公司重庆分行（以下简称“邮储银行重庆分行”）签订《专项融资合同》，邮储银行

重庆分行当时按资产分类管理要求将该业务分类为关注类，目前邮储银行重庆分行正向总行申请将该业务分类结果上调为正常类。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及重庆市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

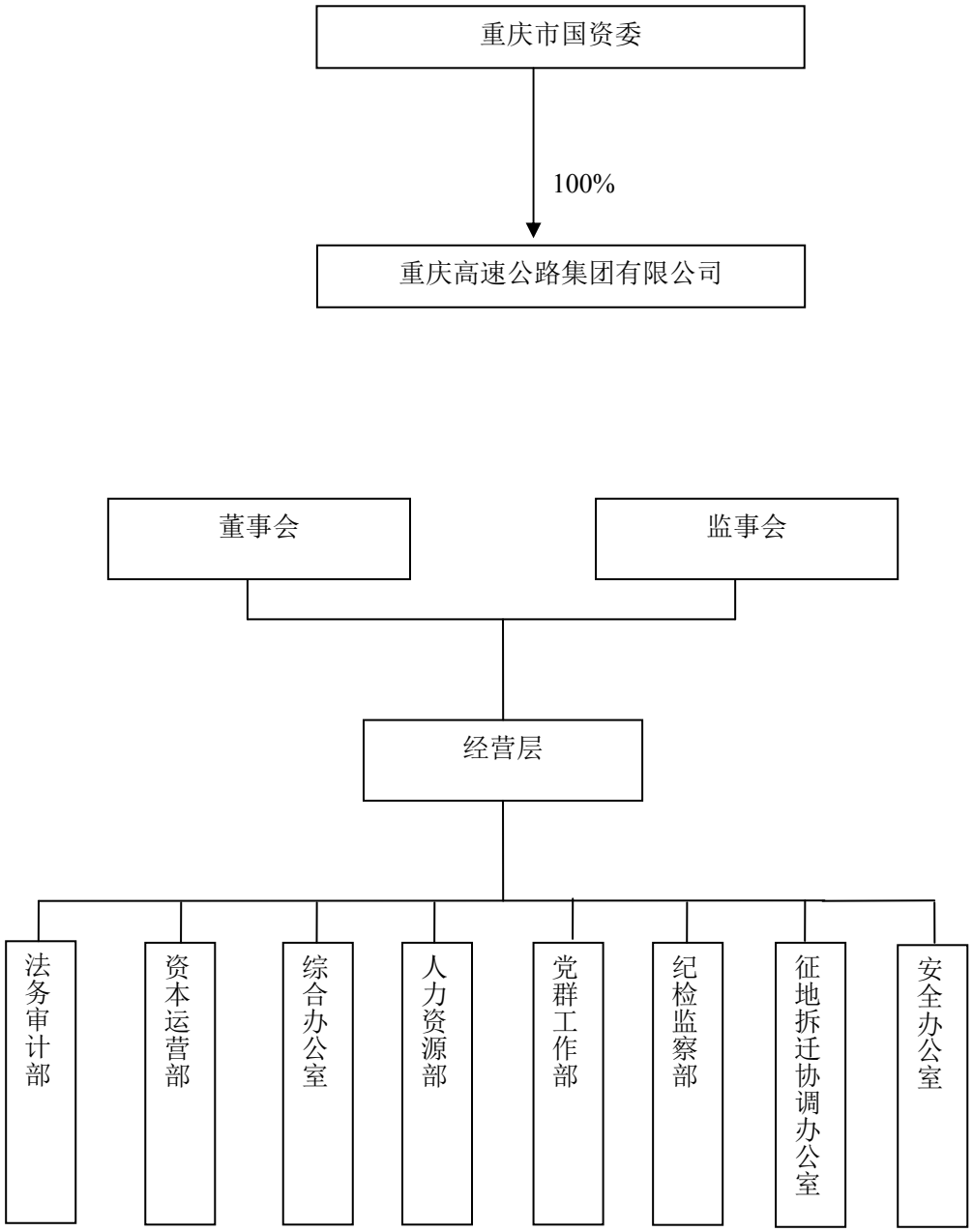
十、存续期债券偿还能力分析

公司于2009年11月发行公司债券“09渝高速债”，发行额度为28.00亿元，期限为10年，在第5年末附加公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。2014年11月，投资者行使回售选择权向公司回售13.50亿元。截至目前，“09渝高速债”余额为14.50亿元。2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流入净额分别为本期公司债券当前余额的4.90倍、7.81倍和4.82倍，对“09渝高速债”的保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，将“09渝高速债”的信用等级由AA^{+}调整为AAA。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	86.47	78.26	57.88
资产总额(亿元)	1389.75	1475.26	1597.48
所有者权益(亿元)	479.22	502.86	514.16
短期债务(亿元)	36.37	32.25	55.68
长期债务(亿元)	782.81	860.71	932.40
全部债务(亿元)	819.18	892.96	988.08
营业收入(亿元)	54.88	63.20	71.48
利润总额(亿元)	7.05	7.52	7.58
EBITDA(亿元)	63.93	70.70	71.05
经营性净现金流(亿元)	50.33	34.81	69.84
财务指标			
销售债权周转次数(次)	38.14	34.46	42.37
存货周转次数(次)	28.16	17.42	15.04
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.05
现金收入比(%)	92.19	88.84	91.29
营业利润率(%)	40.83	40.26	41.18
总资本收益率(%)	3.45	3.36	2.97
净资产收益率(%)	0.93	1.08	1.13
长期债务资本化比率(%)	62.03	63.12	64.46
全部债务资本化比率(%)	63.09	63.97	65.77
资产负债率(%)	65.52	65.91	67.81
流动比率(%)	101.53	91.14	74.29
速动比率(%)	100.29	88.92	72.44
经营现金流动负债比(%)	39.42	31.29	46.65
EBITDA 利息倍数(倍)	1.27	1.11	1.30
全部债务/EBITDA(倍)	12.81	12.63	13.91
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	8.13	10.21	11.33
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	5.03	3.48	6.98
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	6.39	7.07	7.11

注：1. 其他流动负债中短期融资券已调整至短期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期/非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。