

# 信用评级公告

联合〔2021〕8410号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆高速公路集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定重庆高速公路集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，重庆高速公路集团有限公司 2021 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月一日

# 重庆高速公路集团有限公司

## 2021 年度第二期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AAA  
 本期中期票据信用等级：AAA  
 评级展望：稳定

### 债项概况：

本期中期票据发行规模：8.00 亿元  
 本期中期票据期限：5 年  
 偿还方式：按年付息，到期一次还本  
 募集资金用途：偿还有息债务本息

评级时间：2021 年 9 月 1 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法</a>	V3.0.201907
<a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）</a>	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	经营分析	2
			资产质量	3
			盈利能力	4
		现金流量	1	
		资本结构	3	
偿债能力				2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 评级观点

重庆高速公路集团有限公司（以下简称“公司”）为重庆市重要的高速公路投资建设和运营主体，所辖路产规模大，具有较强的区域垄断优势，且得到了持续有力的外部支持，资本实力不断增强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受疫情影响，利润降幅较大、存在较大的资本支出压力及债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司债务规模影响小，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度高。

随着重庆市经济持续发展，汽车保有量不断提高，公司运营高速公路路网效益的逐步显现、车流量的持续培育，公司整体收入规模及现金流有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

### 优势

- 外部发展环境良好。**重庆市区位优势明显，经济持续发展，财政实力强，为公司经营发展提供了良好的外部环境。
- 公司具有较强的区域垄断优势。**公司是重庆市重要的高速公路投资运营主体，所辖路产规模大，运营高速里程在重庆市高速公路总里程中占比较高。
- 持续获得有力的支持。**公司在股权划转、资金注入及政府补贴方面得到了持续有力的外部支持，资本实力逐年增强。

### 关注

- 受疫情影响，利润降幅较大。**受疫情及防控期间高速公路免收车辆通行费影响，公司 2020 年车流量及通行费收入出现下滑，利润总额较上年下降 57.63%，盈利能力有所下降。

分析师：袁琳 高朝群

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

2. 存在较大的资本支出压力。公司在建高速公路项目投资规模大，未来存在较大的资本支出压力。
3. 债务负担较重。公司债务规模持续增长，债务负担较重。截至2021年3月末，公司全部债务1318.06亿元，全部债务资本化比率为66.20%。

### 主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	50.21	44.42	57.97	61.07
资产总额（亿元）	1717.71	1871.88	2155.38	2162.39
所有者权益（亿元）	504.72	583.10	661.16	673.04
短期债务（亿元）	92.95	45.33	201.57	156.77
长期债务（亿元）	1028.89	1134.20	1100.16	1161.29
全部债务（亿元）	1121.84	1179.53	1301.72	1318.06
营业收入（亿元）	117.66	136.87	231.49	61.62
利润总额（亿元）	3.82	7.29	3.09	2.15
EBITDA（亿元）	95.84	100.81	100.47	--
经营性净现金流（亿元）	83.35	99.09	84.34	11.50
营业利润率（%）	34.14	33.37	21.82	24.63
净资产收益率（%）	0.39	0.84	0.07	--
资产负债率（%）	70.62	68.85	69.32	68.88
全部债务资本化比率（%）	68.97	66.92	66.32	66.20
流动比率（%）	54.13	77.76	77.71	96.35
经营现金流动负债比（%）	45.57	68.04	22.34	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.98	0.29	0.39
EBITDA利息倍数（倍）	1.74	1.83	1.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.71	11.70	12.96	--
本部（母公司）口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	1078.66	1202.35	1307.84	1311.56
所有者权益（亿元）	429.52	486.66	537.70	531.41
全部债务（亿元）	587.96	633.56	659.24	673.17
营业收入（亿元）	51.92	55.11	47.67	14.30
利润总额（亿元）	18.56	1.39	7.11	0.17
资产负债率（%）	60.18	59.52	58.89	59.48
全部债务资本化比率（%）	57.79	56.56	55.08	55.88
流动比率（%）	60.20	76.42	65.14	93.53
经营现金流动负债比（%）	36.30	51.20	37.96	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他应付款、其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算；3. 公司2021年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021.06.30	袁琳、高朝群	<a href="#">收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">收费公路运营企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA	稳定	2016.06.07	陈茜、刘秀秀	<a href="#">收费公路企业信用分析要点 (2013年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆高速公路集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 重庆高速公路集团有限公司

## 2021 年度第二期中期票据信用评级报告

### 一、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（以下简称“重庆市国资委”）及重庆市交通委员会双重管理的大型国有独资企业，前身为 1994 年组建的重庆高速公路开发总公司。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，重庆高速公路开发总公司进行改组。

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，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。2009 年，公司名称变更为现名。

历经多次增资及资本公积转增实收资本，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 100.00 亿元，重庆市国资委为公司唯一股东及实际控制人。

公司是重庆市重要的高速公路投资、建设及运营主体，代表重庆市人民政府（以下简称“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的职责。

截至 2021 年 3 月末，公司本部设建设管理部、投资管理部等职能部门和计划财务中心、路网中心，纳入合并范围内二级子公司 28 家。

截至 2020 年末，公司资产总额 2155.38 亿元，所有者权益 661.16 亿元（少数股东权益 94.09 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 231.49 亿元，利润总额 3.09 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 2162.39 亿元，所有者权益 673.04 亿元（少数股东权益 97.94 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 61.62 亿元，利润总额 2.15 亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区银杉路 66 号；法定代表人：滕英明。

### 二、本期中期票据概况及募集资金用途

公司计划发行 2021 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），计划发行规模 8.00 亿元，期限 5 年，采用固定利率，按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务本息。

### 三、宏观经济与政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

**经济持续稳定修复。**2021年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2018—2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，

中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

**上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。**2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。**上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增

5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

#### 上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

**2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。**一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

#### 2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发

行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

## 四、行业及区域环境分析

### 1. 高速公路行业分析

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

(1) 行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。

《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过15年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过20年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过25年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过30年。

根据交通运输部发布的《2019—2020年交通运输行业发展统计公报》，2019—2020年，中国高速公路通车里程分别达14.96万公里和

16.10万公里，其中国家高速公路通车里程分别为10.86万公里和11.30万公里。2020年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的3.10%，较上年末提高0.12个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、云南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。

公路运输运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，2015—2018年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020年，中国公路客运指标较2019年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的73.8%和71.3%。

表2 2015—2020年中国公路运输主要指标情况

指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年		2020年	
					绝对值	同比	绝对值	同比
营业性旅客运输总量（亿人次）	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80%	68.94	-47.00%
旅客运输周转量（亿人公里）	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60%	4641.01	-47.60%
营业性货物运输总量（亿吨）	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30%
货物运输周转量（亿吨公里）	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量80.87亿吨，较2020年同期增长52.9%，货物运输周转量1447.87亿吨公里，较2020年同期增长56.9%；公路旅客运输量13.10亿人

次，较2020年同期下降4.1%，旅客运输周转量896.84亿人公里，较2020年同期下降5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

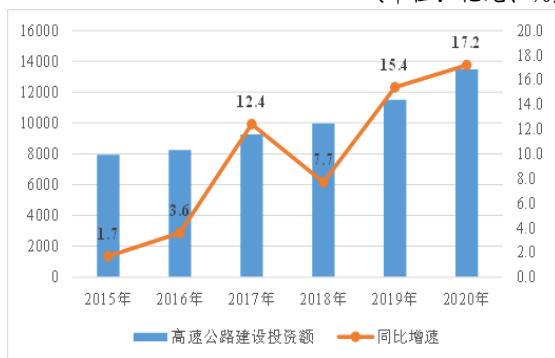
(2) 行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，

经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

**投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。**高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2020年，中国高速公路建设完成投资13479亿元，增长17.2%，增速较2019年（15.4%）提升1.8个百分点，投资规模及增速维持高位。

图1 2015—2020年中国高速公路建设投资情况  
(单位:亿元、%)



资料来源：联合资信根据交通运输部行业发展统计公报整理

**行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。**高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其他债务占比为5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，我国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

**收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。**2019年，中国高速公路通行费总收入同比增长7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长13.29%，通行费收支缺口扩大至4673.94亿元，较上年增加816.63亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2019年占78.12%。由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表3 2015—2019年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
					绝对值	同比
通行费收入(亿元)	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40%
支出总额(亿元)	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29%
其中：偿还债务利息支出(亿元)	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07%
偿还债务本金支出(亿元)	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45%
收支缺口(亿元)	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17%
通行费收入/偿还债务利息(倍)	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金(倍)	1.17	0.96	1.04	0.71	0.69	--

资料来源：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

### (3) 行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行

费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的优势。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

2020年初，受新冠肺炎疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，交通运输部发布通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；

③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。同时，根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准有所降低。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。

2020年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策以及债务化解方案的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

#### （4）未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持

高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2021年3月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线路拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程2.5万公里。

随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，我国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

## 2. 区域环境

**重庆市区位优势明显，经济持续发展，财政实力强，高速公路通车里程不断增长，公司的外部发展环境良好。公路运输为重庆市主要的客货运输方式，公司作为重庆市内居垄断地位的高速公路投资建设和运营管理主体，具有良好的发展前景。**

重庆是我国中西部地区的唯一直辖市、国家五大中心城市，是“西部大开发”的重要战略支点、“一带一路”和“长江经济带的联结点”战略支撑。重庆市地处中国中部和西部结合地区，是长江上游地区唯一汇集水、陆、空交通资源的特大型城市，是西南地区综合交通枢纽，区位优势明显。

根据2018—2020年《重庆市国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020年，重庆市分别实现地区生产总值20363.19亿元、23605.77亿元和25002.79亿元，分别同比增长6.0%、6.3%和3.9%。2020年，重庆市第一产业增加值1803.33亿元，同比增长4.7%；第二产业增加值9992.21亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值13207.25亿元，同比增长2.9%。三次产业结构由2018年的6.4:41.0:52.6调整为2020年的7.2:40.0:52.8。

2018—2020年，重庆市固定资产投资总额分别同比增长7.0%、5.7%和3.9%。2020年，重庆市基础设施建设投资增长9.6%，民间投资增长1.1%。2020年，重庆市实现工业增加值6990.77亿元，同比增长5.3%；规模以上工业增加值同比增长5.8%。

2020年10月16日，中共中央政治局召开会议，审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，会议强调要加强成渝地区交通基础设施建设。

公路运输领域，截至2020年末，重庆市高速公路通车总里程3402公里，公路路网密度219公里/百平方公里。2020年，重庆市货物运输总量12.14亿吨，其中公路运输量9.97亿吨；旅客运输总量3.99亿人次，其中公路运输总量为3.15亿人次。公路运输为重庆市主要的客货运输方式。

2018—2020年，重庆市分别完成一般公共预算收入2266亿元、2135亿元和2094.8亿元，同比分别变动0.6%、-5.8%和-1.9%，2020年重庆市完成税收收入1430.7亿元，同比下降7.2%，占一般公共预算收入比重为68.30%。同期，一般公共预算支出分别为4541亿元、4848亿元

和 4893.9 亿元；2020 年，重庆市财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 42.80%，同比下降 1.96 个百分点。2018—2020 年，重庆市分别完成政府性基金收入 2316 亿元、2248 亿元和 2458 亿元。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，重庆市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司所辖路产规模大，所处地理位置优越，具有较强的区域垄断优势。**

公司是重庆市重要的高速公路投资运营主体，所辖路产规模大，运营高速里程在重庆市高速公路总里程中占比较高。截至 2021 年 3 月末，公司运营管理的高速公路里程为 2118.08 公里，为 2020 年末重庆市高速公路通车总里程的 62.26%，具有较强的区域垄断优势。

公司所辖高速公路所处地理位置优越，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。

### 3. 人员素质

**公司高管人员管理经验丰富，员工整体素质较高，能够满足公司经营需求。**

截至 2021 年 3 月末，公司共有董事、监事及高级管理人员共 15 人。

滕英明先生，1964 年生，研究生学历；历任重庆市城口县扶贫办公室副主任，重庆市城口县农业局副局长，重庆市城口县修齐区公所区长、区委书记，重庆市城口县财政局局长、县委副书记和副县长，重庆市云阳县县委副书记和县长，重庆市交通行政执法总队总队长和党委书记，重庆市交通党委委员、副主任，五届市政协人口资源环境建设委员会副主任、五

届市政协委员；2018 年 8 月至今任公司党委书记、董事长。

田世茂先生，1962 年生，研究生学历，高级政工师；历任重庆永川公路养护总段团委副书记，重庆公路养护总段团委副书记、书记，重庆公路职工学校校长，重庆市公路局党委委员、办公室主任，重庆交通干部学校校长，重庆高速公路发展有限公司渝涪分公司总经理、党委书记，公司副总经理；2003 年 4 月至今任公司党委副书记、董事、总经理。

截至 2021 年 3 月末，公司在职员工 11801 人。按照文化素质划分，大专以下学历员工占 32.11%，大专学历员工占 34.38%，本科及以上学历员工占 33.51%。按照年龄划分，30 岁以下的员工占 21.65%，30~50 岁的员工占 67.53%，50 岁以上的员工占 10.82%。

### 4. 外部支持

**公司在股权划转、资金注入及政府补贴方面得到了持续有力的外部支持，资本实力逐年增强。**

#### （1）股权划转

2019 年，根据渝府〔2019〕6 号、渝国资委〔2019〕30 号、渝高速董〔2018〕3 号等文件，公司无偿受让重庆建工集团股份有限公司（以下简称“重庆建工”）30.00%股份、重庆市交通投资有限公司 100.00%股份、重庆航运建设发展（集团）有限公司（以下简称“航发司”）51.00%股份等，上述股权划转事项合计增加公司资本公积 47.69 亿元。

2020 年，根据渝国资〔2020〕247 号、渝财函〔2020〕548 号文件、渝财函〔2020〕156 号，重庆巨能建设（集团）有限公司（以下简称“巨能集团”）100.00%股份、中铁长江交通设计集团有限公司 100.00%股份和重庆通洋公路工程有限公司 100%股份等无偿划拨至公司，合计增加公司资本公积 32.49 亿元。

#### （2）资金注入

公司可获得车辆购置税补助资金，2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，公司分别获得 10.71

亿元、6.00 亿元、12.46 亿元和 10.00 亿元车购税补助资金，计入资本公积。

2020 年，公司收到重庆市财政局拨付的国有资本经营收益补助资金 1.00 亿元，计入资本公积。

2020 年，航发司收到重庆市交通局水运发展专项资金预算资金 1.33 亿元，公司按照持股比例增加 0.68 亿元资本公积。

### (3) 政府补贴

重庆市财政局每年给予公司高速公路补助资金，2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，公司分别收到各项补助资金合计 15.85、13.21 亿元、15.22 亿元和 0.19 亿元，体现在其他收益。

截至 2020 年末，公司递延收益中政府补助 8.31 亿元，主要为各高速项目的管养成本补贴、补助资金等。

## 5. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91500000202831558M），截至 2021 年 8 月 30 日，公司本部无未结清的不良类和关注类信贷记录；已结清信贷信息中存在 4 笔关注类贷款，发生时间久远且均已结清，已结清信贷信息中无不良类信贷记录。

截至 2021 年 8 月 24 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

#### 公司建立了相对完善的法人治理结构。

按照《公司法》等相关法律法规，公司形成了由董事会、监事会、经理层构成的法人治理结构。

公司不设股东会，由出资人依法行使股东职权。公司设立董事会，董事会由 9 名董事组成，其中职工董事 1 名，由公司职工代表大会选举产生、罢免和补选。董事会设董事长 1 名。董事会行使决定公司的经营和投资计划及方案、制定公司年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中职工代表监事 2 人。监事每届任期 3 年，

可通过委派和选举连任。监事不得兼任董事、经理层职务。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，经理层设总经理 1 名、副总经理 4~6 名，财务总监 1 人。经理层行使主持公司生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

### 2. 管理水平

#### 公司内部管理体系健全。

公司根据职能定位、业务特点等设置了建设管理部、资本运营部等职能部门和路网管理中心、计划财务管理中心等职能部门，并制定了健全的管理制度，包括财务管理制度、重大投融资决策制度、担保制度及对下属子公司管理制度等。

财务管理制度方面，公司制定了包括《会计核算制度》《资金集中管理办法》在内的一系列财务管理制度，实行集团化财务管理模式。

重大投融资决策方面，公司出台了《债权融资管理办法》《投资管理办法》等管理制度，加强对外投融资的决策管理，经过相应的审批程序，对投融资活动进行事前控制，并且加强对外投融资的跟踪管理。

担保制度方面，根据公司章程的规定，公司对所出资企业按股权比例提供担保、借款需经董事会审议通过。同时公司制定了《“三重一大”事项集体决策实施办法》，规定公司对外借款、担保、资金拆借、委托理财、代开信用证，以及从事期权、期货等金融衍生业务需经党委前置研究讨论，经董事会决策，最终由总经理或其他决议执行人组织实施。

对子公司的管理制度方面，公司子公司均为按照《公司法》设立的独立法人机构，建立了独立的管理制度、内控机制和绩效考核制度。公司按《公司法》等法律法规的相关规定，参加子公司股东大会、董事会和监事会，行使相应的股东权利。公司制定了《委派财务人员管理办法（试行）》《财务工作考核实施细则（试行）》《关于加强子企业监事会工作的意见》等一系列规章制度，公司对主要下属全资、

控股及参股公司委派财务总监（含副总监）、财务经理（含副经理）及监事，从对人的控制入手，对下属全资、控股及参股公司加强日常经营的监管与财务的控制。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**2020年，公司新增建筑业收入，公司营业收入快速增长，但毛利率持续下滑。**

公司是重庆市重要的高速公路投资建设和运营主体，高速公路建设与运营是公司核心业务，通行费收入是公司收入和利润最主要来源。

此外，由于合并范围变化，2020年公司新增建筑板块，公司其他业务还涉及广告租赁、油品销售、铝锭销售等业务。

2018—2020年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长40.26%。各业务板块方面，2019年，受益于车流量的自然增长，公司车辆通行费收入有所增长，2020年由于疫情以及防控期间免收高速通行费等影响，公司车辆通行费收入较上年下降16.37%。2020年，公司新增建筑业收入，建筑业收入规模较大，对公司营业收入形成了重要的补充。2018—2020年，公司其他收入逐年增长，主要系油品销售收入增长所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
车辆通行费收入	90.07	76.55%	42.42%	96.22	70.30%	43.38%	80.47	34.76%	42.93%	25.47	41.34%	49.63%
建筑业收入	--	--	--	--	--	--	66.66	28.80%	12.21%	11.93	19.36%	11.20%
其他业务收入	27.59	23.45%	10.48%	40.65	29.70%	12.10%	84.36	36.44%	10.76%	24.21	39.30%	5.72%
合计	117.66	100.00%	34.93%	136.87	100.00%	34.09%	231.49	100.00%	22.36%	61.62	100.00%	24.93%

注：公司其他收入主要包括油品销售收入、工程及检测服务类收入等  
资料来源：公司提供

毛利率方面，2018—2020年，公司车辆通行费毛利率保持较高水平；同期，其他业务毛利率有所波动，整体变动不大。2020年，公司新增的建筑业毛利率为12.21%，毛利率相对较低。2018—2020年，公司综合毛利率逐年下降。

2021年1—3月，公司实现营业收入61.62亿元，为2020年的26.62%；综合毛利率为24.93%。

### 2. 高速公路投资建设和运营管理

**公司高速公路通车里程大，在重庆市具有较强的区域垄断优势。受2020年疫情及防控期间高速公路免收车辆通行费影响，公司2020年车流量及通行费收入有所下滑。2021年一季度，公司通行费收入较上年同期明显增长。公司在建高速公路项目投资规模大，未来存在较大资本支出压力。**

#### (1) 路产构成情况

2018年以来，公司无新通车的高速公路。

截至2021年3月末，公司负责运营的高速公路路段共40条，均为经营性高速公路，收费年限均为30年，合计通车里程2118.08公里，占2020年末重庆市高速公路通车总里程的62.26%。

公司所辖高速公路所处地理位置优越，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。

表 5 截至 2021 年 3 月末公司通车路产情况（单位：公里、亿元）

路段名称	性质	里程	通车时间	总投资	收费年限
成渝高速重庆段	国家高速	109.21	1994.10.18	18.40	1994 年 - 2024 年
渝合项目	国家高速	55.90	2002.06.28	30.50	2002 年 - 2032 年
梁万项目	国家高速	67.00	2003.12.26	29.60	2003 年 - 2033 年
长梁项目	国家高速	114.00	2003.12.26	25.60	2003 年 - 2033 年
渝邻项目	国家高速	53.11	2004.07.19	17.30	2004 年 - 2034 年
綦万项目	地方高速	32.31	2004.09.15	11.00	2004 年 - 2034 年
武合项目	国家高速	33.80	2005.12.28	13.60	2005 年 - 2035 年
万开项目	地方高速	29.30	2006.12.27	19.40	2006 年 - 2036 年
界水项目	国家高速	84.50	2007.11.28	52.80	2007 年 - 2037 年
万云项目	国家高速	78.22	2008.12.27	63.60	2008 年 - 2038 年
绕城西段	地方高速	100.46	2008.12.26	32.60	2008 年 - 2038 年
绕城南段	地方高速		2009.12.29	35.70	2009 年 - 2039 年
石忠项目	国家高速	80.33	2009.09.28	65.90	2009 年 - 2039 年
水武项目	国家高速	189.00	2009.09.28	46.30	2009 年 - 2039 年
彭武项目	国家高速		2009.12.15	60.50	2009 年 - 2039 年
黔彭项目	国家高速		2009.12.15	56.60	2009 年 - 2039 年
绕城东段	地方高速	87.50	2009.12.29	24.20	2009 年 - 2039 年
绕城北段	地方高速		2009.12.29	48.40	2009 年 - 2039 年
江合项目（一期）	国家高速	47.99	2009.12.29	12.90	2009 年 - 2039 年
江合项目（二期）	地方高速		2012.12.31	11.00	2012 年 - 2042 年
黔西项目	国家高速	60.55	2010.09.30	41.60	2010 年 - 2040 年
西洪项目	国家高速	77.39	2010.09.30	55.60	2010 年 - 2040 年
奉云项目	国家高速	71.36	2010.09.26	57.70	2010 年 - 2040 年
奉巫项目	国家高速	30.00	2010.09.26	51.10	2010 年 - 2040 年
奉巫项目（二期）	国家高速	29.55	2012.12.31	36.00	2012 年 - 2042 年
奉溪项目	地方高速	46.40	2013.12.30	47.11	2013 年 - 2043 年
万南项目	国家高速	29.90	2013.12.12	25.30	2013 年 - 2043 年
成渝复线项目	国家高速	78.63	2013.12.25	80.43	2013 年 - 2043 年
铜永项目	国家高速	63.85	2015.09.26	38.53	2015 年 - 2045 年
开开项目	国家高速	41.20	2015.02.04	33.16	2015 年 - 2045 年
黔恩项目	国家高速	20.05	2015.12.30	25.74	2015 年 - 2045 年
西沿项目	国家高速	31.10	2016.06.15	35.90	2016 年 - 2046 年
江碁项目	国家高速	48.40	2016.09.27	47.20	2016 年 - 2046 年
丰忠项目	国家高速	32.81	2016.12.09	31.90	2016 年 - 2046 年
梁忠项目	国家高速	71.58	2016.12.09	63.60	2016 年 - 2046 年
南涪项目	国家高速	55.97	2013.09.28	67.59	2013 年 - 2043 年
渝广项目	国家高速	69.81	2017.09.20	78.27	2017 年 - 2047 年

南道项目	国家高速	33.27	2017.10.19	36.58	2017年-2047年
万利路项目	国家高速	52.41	2017.12.26	81.28	2017年-2047年
渝黔项目	国家高速	11.23	2001.10.01	4.62	2001年-2031年
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>2118.08</b>	<b>--</b>	<b>1615.11</b>	<b>--</b>

注：成渝高速重庆段计划开展改扩建项目  
资料来源：公司提供

## (2) 通行费收入及车流量

2019年，随着路网效应的发挥以及车流量的逐步培育，公司实现的通行费收入和车流量均较2018年有所增长。2020年，由于受疫情及防控期间免收车辆通行费的政策影响，公司通行费收入和车流量分别较2019年下降17.69%和10.16%。公司部分路产通行时间较短，仍处于培育期，通行费规模小，车流量处于较低水平，未来随着高速路网效应进一步加强，公司通行费有望保持增长。

从具体路段来看，2020年，公司通行费收入主要来自绕城高速、水界高速、长万高速、

成渝高速、渝蓉高速和渝合高速，上述高速公路多为国家高速公路网或国道主干线的组成路段，路网地位优越，盈利能力强。此外，水武高速连接武隆主城与南川水江镇，与渝湘高速界水段相连，开通后大幅缩减了重庆主城区至武隆县的通行时间，该路段单位公路资产效益较高。渝邻高速是“二环八射”高速公路网中的一条，连接重庆和四川广安，已纳入国家确定的红色之旅线路之一，经营效益较好。

2021年1-3月，公司通行费收入较上年同期的7.74亿元明显增长，为上年全年的34.78%。

表6 公司所辖路段通行费收入和车流量情况（单位：万元、万辆次）

路段名称	通行费收入				车流量			
	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
成渝项目	73649.73	79252.39	58710.24	18001.43	3108.02	3446.60	3005.38	818.30
渝黔项目	7676.24	7447.63	5726.85	1716.89	1293.38	1278.75	1053.81	319.10
渝合项目	57902.45	58245.16	50163.07	14696.23	2676.36	2761.82	1525.37	424.62
长万项目	75279.35	77783.83	59272.79	25124.68	1526.13	1632.07	1685.99	484.73
渝邻项目	29636.67	30733.30	25822.33	8224.60	867.53	954.64	952.99	266.82
綦万项目	9636.24	9899.41	8352.63	2592.34	636.08	648.23	580.16	157.06
武合项目	10252.73	10713.71	7515.38	2769.56	527.02	561.83	501.3	164.14
万开项目	11042.40	11523.96	9132.20	3627.07	866.06	924.07	688.96	256.09
水界项目	68354.75	84598.19	76511.09	24447.10	1896.19	2129.03	1956.06	551.91
万云项目	36639.40	36583.57	24877.57	11857.13	1120.86	1205.10	1216.71	399.93
绕城西南项目	90304.30	98135.27	92340.09	29979.48	5410.44	6073.26	5011.22	1434.39
石忠项目	25018.67	29137.62	27837.07	8252.29	654.84	682.38	708.89	220.71
水武项目	37349.95	40447.15	31461.58	10270.81	674.97	718.46	729.71	218.65
武黄项目	12011.48	12896.49	10469.17	3559.95	433.4	468.3	418.7	151.38
黄彭项目	19121.61	20294.52	15683.59	5337.70	472.2	504.43	493.44	162.03
彭黔项目	29950.03	31571.16	23819.71	8479.21	501.15	524.74	501.01	217.70
江合项目	24544.88	25511.26	19854.62	6808.43	1301.32	1431.98	1385.98	399.02
绕城东北项目	56437.00	60790.58	57439.29	18233.17	3144.52	3617.88	2865.31	818.81
云奉项目	19148.50	19035.01	11617.71	5974.97	604.91	683.41	550.61	199.21
奉巫项目	17031.13	15644.17	7689.79	5234.78	324.76	344.13	327.47	136.97
黔西项目	21810.98	23070.21	16885.75	6272.54	330.15	351.63	339.98	125.09
西洪项目	36721.30	38861.61	26885.23	9921.85	607.42	650.56	666.55	241.75

南涪项目	12931.52	12811.36	11100.26	3623.81	592.67	624.88	655.89	197.41
南万项目	4332.21	4441.98	5024.39	1635.13	304.03	317.49	407.4	119.59
渝蓉项目	63488.48	64814.20	54482.10	19129.96	1459.00	1660.94	1622.34	473.58
奉溪项目	5092.39	5254.51	5477.01	1903.12	207.18	224	249.84	92.42
开开项目	7234.20	7451.07	6128.86	2541.24	305.1	337.67	369.36	128.10
酉沿项目	1932.61	2129.67	1870.41	811.25	79.13	88.68	111.69	43.75
铜永项目	10295.90	11580.58	9071.55	3231.67	777.68	865.13	812.89	264.91
黔恩项目	1300.86	1471.45	1447.10	523.69	103.24	117.93	130.69	50.74
江碁项目	8600.48	9585.00	7579.95	2420.75	412.64	420.81	443.92	133.37
梁忠项目	9278.99	9553.48	6740.87	2956.95	369.75	413.75	406.04	152.95
丰忠项目	1960.03	2118.35	3498.55	680.07	93.69	102.38	167.7	40.88
南道项目	7644.23	9779.22	9305.80	3247.08	316.29	364.1	418.27	120.19
渝广项目	15499.41	22357.93	21074.33	7852.54	529.75	918.85	1098.27	313.08
万利项目	7962.02	10296.43	8834.90	3190.21	451.03	524.63	593.89	202.55
<b>合计</b>	<b>927073.12</b>	<b>995821.45</b>	<b>819703.81</b>	<b>285129.69</b>	<b>34978.89</b>	<b>38574.54</b>	<b>34653.79</b>	<b>10501.96</b>

注：上表中通行费收入合计与表 4 中车辆通行费收入不等，系口径不同所致，上表中数据为含税通行费收入，与财务口径存在差异；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

### (3) 收费结算模式和收费标准

公司高速公路收费结算方面，公司经营管理的高速公路已全部纳入重庆市高速公路网，实施全市联网收费，统一结算。由公司下属的营运分公司委托银行负责各条路段收费，每日存入营运分公司的专用收费账户，再于每月集中上划营运收入至公司的专用收费账户。

收费模式及标准方面，依据交通运输部总体部署，自 2020 年 1 月 1 日起，全国 29 个联网省份的 487 个省界收费站取消，并启用联网收费新系统，采取 ETC 收费为主、人工收费为辅的收费模式。货车由计重收费改为按车型收费（按照总轴数、车长、总质量分类，并增加专项作业车大类），且不区分空车、重车，但在收费站入口处设置不停车称重检测，禁止超限超载货车驶入，此外，对通行费取整规则进行调整，将现行“5 元取整”调整为“按元取整”。货车的具体收费标准按照重庆市交通局发布的《重庆市高速公路货车收费标准公开信息》执行。

取消省界收费站不涉及客车收费标准调整，仍按照《重庆市高速公路客车收费标准信息公开表》执行。联合资信将持续关注收费模式和收费标准调整对公司经营的影响。

收费期限方面，成渝高速重庆段收费权将于 2024 年到期，其余路产收费期限均至 2030 年以后。

### (4) 高速公路养护及工程建设

2018 - 2020 年及 2021 年一季度，公司实际发生养护支出分别为 9.30 亿元、7.58 亿元、6.55 亿元和 0.48 亿元，其中专项工程支出分别为 5.82 亿元、4.70 亿元、3.81 亿元和 0.20 亿元。2020 年公司养护成本为 30.92 万元/公里，单公里养护成本较上年的 35.79 万元有所下降。

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在建高速项目 2 个，为城开高速（开县至城口）项目和巫云开项目。城开高速（开县至城口）项目全长 128.46 公里，估算总投资 234.59 亿元，其中项目资本金为 140.75 亿元，已到位 60.78 亿元。城开高速（开县至城口）项目自开工累计完成投资 119.69 亿元，2021 - 2022 年，公司分别计划投资 43.00 亿元和 37.00 亿元，投资规模较大。巫云开项目建设里程为 118.60 公里，预计项目总投资为 218.38 亿元，计划建设工期为 4 年，处于全面启动施工的状态。公司在建项目尚需投资规模大，未来存在较大的资本支出压力。

### 3. 其他业务

公司在发展高速公路主业的同时，依托高速公路资源，开展成品油销售等相关业务，对公司营业收入形成重要的补充。随着合并范围增加，公司新增建筑业务，进一步扩充了收入来源。

#### (1) 成品油销售

公司成品油销售业务依托高速公路资源开展，经营主体主要为重庆高速中油富渝能源发展有限公司（以下简称“中油富渝公司”）和重庆高速资产经营管理有限公司（以下简称“资产经营公司”）。

中油富渝公司成品油销售分为批发和零售两种模式。批发模式下，中油富渝公司从中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）重庆分公司采购成品油，批发给重庆中油迅发实业有限公司和重庆渝蓉高速中油能源发展有限公司（系公司子公司），最终用于加油站零售；中油富渝公司从重庆储渝石油销售有限责任公司采购成品油，批发至四川百川通液化石油气有限公司，最终用于加油站、工程项目使用。零售模式下，中油富渝公司从中石油重庆分公司采购成品油，通过加油站零售给高速公路沿线客户。截至2021年3月末，中油富渝公司运营高速公路服务区内加油站14座。中油富渝公司批发和零售业务的盈利模式均为进销差价。2020年，中油富渝公司成品油销售金额为24.28亿元，销售品号主要为柴油和92#汽油。

资产经营公司2019年开展成品油相关业务，涉及成品油批发及零售，公司自中石油、中国石油化工股份有限公司及炼厂等供应商采购成品油后，通过批发给下游客户及在自有加油站零售实现销售收入，主要通过供应商渠道取得成品油价格采购优势，控制采购成本，以批零价差实现经营利润。2020年，资产经营公司成品油销售金额为22.45亿元，销售品号为柴油和92#汽油。

#### (2) 建筑业

根据重庆市政府和重庆市国资委关于国有

企业专业化重组的要求，2020年4月28日，公司、重庆市能源投资集团有限公司（以下简称“重庆能投”）和巨能集团三方签署《国有股权无偿划转协议书》，重庆能投将持有的巨能集团100.00%的股权，以2019年12月31日为基准日，以经审计的巨能集团2019年度财务决算报告中的净资产价值为准，无偿划转给公司。划转后公司享有出资人权利，履行出资人义务。

巨能集团成立于2000年8月，主要从事爆破作业设计施工、安全监理及房屋建筑、隧道、桥梁、公路、铁路等工程施工，拥有矿山工程、市政工程、房屋建筑工程、公路工程等9个总承包一级资质以及钢结构、水工隧洞等20余个总承包二级资质，获得了地质灾害项目设计及施工双甲级资质，是西南地区最大的矿山施工建筑企业。

巨能集团的运营模式包括施工总承包、EPC总承包等模式，一般按照工程进度进行结算。新签合同方面，2018—2020年及2021年1—3月，巨能集团新签合同金额分别为71.29亿元、76.01亿元、149.66亿元和43.26亿元，新签合同规模较大。截至2021年3月末，巨能集团合同金额大于1亿元的主要在建项目43个，合同金额105.12亿元，业主方已支付48.58亿元工程款。

巨能集团划入之后，2020年公司新增建筑业收入，扩充了公司的收入来源，对公司营业收入形成了重要的补充。

截至2020年末，巨能集团资产总额为203.71亿元，负债总额为160.24亿元，所有者权益合计为43.47亿元。2020年，巨能集团营业总收入为68.32亿元，利润总额为0.50亿元。截至2020年末，巨能集团资产负债率为78.66%。

### 4. 未来发展

未来，公司将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。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2018年财务报表经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>2</sup>审计，2019—2020年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则及其他相

关规定进行确认、计量和编制。

合并范围方面，截至2021年3月末，公司合并范围内二级子公司28家。2018年，公司合并范围内增加1家子公司，因注销不再纳入2家子公司。2019年，公司增加纳入合并范围的子公司3家，其中2家为无偿划拨，1家为投资设立，因注销减少子公司1家。2020年，公司增加纳入合并范围的子公司14家，不再纳入的子公司2家。2021年一季度公司合并范围内二级子公司未发生变化。2018年以来，公司合并范围内无偿受让的部分子公司规模较大。对公司财务数据可比性产生较大的影响。

### 2. 资产质量

**由于合并范围变动及公司持续投资，公司资产总额持续增长，以通车公路资产和在建项目投资为主，公司整体资产质量较高。**

2018—2020年末，公司资产总额逐年增长，年均复合增长12.02%。公司资产结构以非流动资产为主。

表7 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年3月末	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
<b>流动资产</b>	<b>99.00</b>	<b>5.76</b>	<b>113.25</b>	<b>6.05</b>	<b>293.35</b>	<b>13.61</b>	<b>300.37</b>	<b>13.89</b>
货币资金	50.20	2.92	43.73	2.34	56.25	2.61	58.93	2.73
应收账款	6.82	0.40	6.30	0.34	87.45	4.06	81.36	3.76
<b>非流动资产</b>	<b>1618.71</b>	<b>94.24</b>	<b>1758.63</b>	<b>93.95</b>	<b>1862.03</b>	<b>86.39</b>	<b>1862.02</b>	<b>86.11</b>
长期股权投资	53.99	3.14	92.84	4.96	110.28	5.12	118.65	5.49
固定资产	1491.68	86.84	1527.43	81.60	1533.79	71.16	1526.31	70.58
在建工程	27.26	1.59	90.25	4.82	131.00	6.08	132.25	6.12
<b>资产总额</b>	<b>1717.71</b>	<b>100.00</b>	<b>1871.88</b>	<b>100.00</b>	<b>2155.38</b>	<b>100.00</b>	<b>2162.39</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2018—2020年末，公司流动资产逐年增长，年均复合增长72.13%，主要系应收账款增长所致。

2018—2020年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长5.85%。截至2020年末，公司货币资金主要由银行存款（占80.81%）和其他货

币资金（占19.19%）构成，其中使用受限的资金6.87亿元，主要银行承兑汇票保证金，资金受限比例一般。

2018—2020年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长258.06%，主要系2020年合并巨能集团新增应收工程款所致。

<sup>2</sup> 已更名为永拓会计师事务所（特殊普通合伙）

2018—2020 年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 7.25%。

2018—2020 年末，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 42.93%，主要系公司追加对其参股的高速公路项目公司的投资以及受让重庆建工股权所致。2020 年公司确认投资收益 0.49 亿元。

2018—2020 年末，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 1.40%。截至 2020 年末，公司固定资产主要由公路及构筑物（占 87.75%）构成，累计计提折旧 351.80 亿元；固定资产成新率 82.28%，成新率较高。

2018—2020 年末，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 119.23%，主要系公司合并新增子公司后增加大量在建工程及公司对在建高速项目持续投入所致。

截至 2020 年末，公司受限资产合计 43.45 亿元，资产受限规模小，主要为用于抵押借款和融资租赁抵押的固定资产、货币资金及应收账款。此外，公司质押借款余额为 872.82 亿元，质押物为高速公路收费权及应收账款。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额和资产结构较上年末变化不大。其中，其他流动资产较上年末增长 33.05%，主要系新增较大规模的理财产品所致。

### 3. 资本结构

**受益于政府无偿划转股权及资金注入等，公司所有者权益逐年增长，权益稳定性较强。**

2018—2020 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 14.45%，主要系资本公积增长所致。截至 2020 年末，公司所有者权益 661.16 亿元，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 15.12%、65.04%、5.08% 和 14.23%，权益稳定性较强。

2018—2020 年末，公司实收资本未发生变化，均为 100.00 亿元。

2018—2020 年末，公司资本公积逐年增长，年均复合增长 13.62%，主要系无偿划转股权及收到注入的资金所致。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 673.04 亿元，较上年末增长 1.80%。公司所有者权益规模及构成较上年末变化不大，权益稳定性较强。

**公司全部债务规模持续增长，整体债务负担较重，但短期债务规模大幅增长，存在一定的短期偿债压力。**

2018—2020 年末，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 10.99%。公司负债结构以非流动负债为主。

表 8 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>182.90</b>	<b>15.08</b>	<b>145.64</b>	<b>11.30</b>	<b>377.51</b>	<b>25.26</b>	<b>311.74</b>	<b>20.93</b>
应付账款	37.98	3.13	46.04	3.57	87.26	5.84	78.13	5.25
其他应付款	40.79	3.36	37.28	2.89	60.60	4.06	48.77	3.27
一年内到期的非流动负债	91.52	7.54	43.79	3.40	121.38	8.12	75.84	5.09
<b>非流动负债</b>	<b>1030.09</b>	<b>84.92</b>	<b>1143.15</b>	<b>88.70</b>	<b>1116.70</b>	<b>74.74</b>	<b>1177.61</b>	<b>79.07</b>
长期借款	956.55	78.86	1025.70	79.59	1021.26	68.35	1058.34	71.06
应付债券	71.88	5.93	104.89	8.14	73.96	4.95	97.96	6.58
<b>负债总额</b>	<b>1212.99</b>	<b>100.00</b>	<b>1288.79</b>	<b>100.00</b>	<b>1494.21</b>	<b>100.00</b>	<b>1489.35</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2018—2020 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 43.67%。

2018—2020 年末，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 51.57%，2020 年增幅较大主要系合并范围内新增巨能集团使得应付工程款大幅

增长所致。截至 2020 年末，公司应付账款主要为应付工程款。

2018—2020 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 21.88%，主要为往来款、项目拨款和暂收款。本报告已将其他应付款中的

有息部分计入短期债务核算。

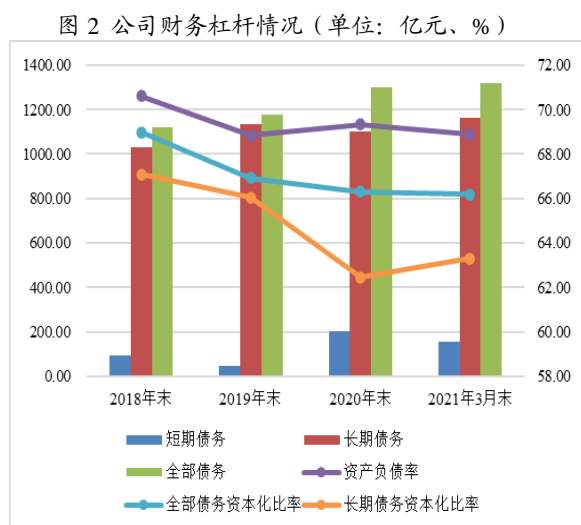
2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 15.17%。截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 58.31 亿元和一年内到期的应付债券 58.78 亿元。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.12%。

2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 3.33%。截至 2020 年末，公司长期借款主要由质押借款（占 85.00%）构成，质押物为公司及子公司的高速公路收费权及应收账款。

2018—2020 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 1.44%。

将公司其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息部分纳入全部债务核算后，2018—2020 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 7.72%。截至 2020 年末，公司全部债务 1301.72 亿元，较上年末增长 10.36%。其中，短期债务 201.57 亿元，较上年末增长 344.70%，主要系新增较多短期借款所致；长期债务 1100.16 亿元，较上年末下降 3.00%。公司资产负债率有所波动、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年下降，截至 2020 年末上述指标分别为 69.32%、66.32% 和 62.46%。



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额较上年末下降 0.33%，变化不大。其中，一年内到期的非流动负债较上年末下降 37.52%，应付债券较上年末增长 32.44%。

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 1318.06 亿元，较上年末增长 1.26%，构成仍以长期债务为主。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率较 2020 年末略有下降，长期债务资本化比率较 2020 年末有所增长，上述指标分别为 68.88%、66.20% 和 63.31%，公司整体债务负担较重。

#### 4. 盈利能力

公司营业收入逐年增长，期间费用对营业利润侵蚀严重，其他收益和投资收益对公司利润贡献大，受疫情防控期间高速公路免收车辆通行费影响，公司盈利能力有所下降，整体盈利水平一般。

2018—2020 年，公司营业收入和营业成本均逐年增长，营业成本增幅大于营业收入增幅。同期，公司利润总额波动下降，2020 年利润总额较上年下降 57.63%，主要系疫情及防控期间免收高速公路通行费所致。

表 9 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	117.66	136.87	231.49	61.62
营业成本	76.56	90.21	179.72	46.25
费用总额	60.23	59.78	68.75	15.57
其中：财务费用	55.48	53.91	57.68	13.11
其他收益	15.85	13.21	15.22	0.19
投资收益	1.72	3.26	2.57	2.24
利润总额	3.82	7.29	3.09	2.15
营业利润率	34.14%	33.37%	21.82%	24.63%
总资产收益率	3.49%	3.36%	2.90%	--
净资产收益率	0.39%	0.84%	0.07%	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额波动增长，主要由财务费用构成。2018—2020 年，公司费用总额占营业收入的比重逐年

下降，2020年为29.70%，较上年减少13.97个百分点，期间费用对公司利润侵蚀严重。

2018—2020年，公司投资收益波动增长，主要来自于公司采用权益法核算的长期股权投资和理财收益；其他收益波动下降，主要为高速公路补助资金。其他收益和投资收益对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，2018—2020年，公司营业利润率和总资产收益率逐年下降，净资产收益

率波动下降。2020年，受疫情及防控期间高速公路免收车辆通行费影响，公司盈利能力有所下降，整体盈利水平一般。

2021年1—3月，公司营业收入61.62亿元，为2020年的26.62%，实现利润总额2.15亿元。

从同行业公司来看，2020年，受新冠肺炎疫情影响，可比公司利润总额均大幅下滑。2021年1—3月，同行业公司经营业绩明显回升。

表10 可比公司营业收入及利润总额情况（单位：亿元）

公司简称	营业收入				利润总额			
	2020年	2020年同比增长率	2021年1—3月	2021年1—3月同比增长率	2020年	2020年同比增长率	2021年1—3月	2021年1—3月同比增长率
公司	231.49	70.11%	61.62	198.43%	3.09	-63.21%	2.15	117.92%
四川省交通投资集团有限责任公司	587.12	3.29%	141.26	114.73%	0.72	-96.88%	18.46	179.21%
湖北省交通投资集团公司	331.35	-0.54%	79.12	101.64%	23.80	-53.09%	9.73	151.35%

资料来源：Wind，联合资信整理

## 5. 现金流

公司收入实现质量高，经营活动现金流持续净流入。公司保持了较大规模的对外投资，投资活动现金呈持续净流出，随着在建高速公路的逐步推进，公司存在较大的融资需求。

表11 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
经营活动现金流入小计	155.97	189.99	319.46	94.86
经营活动现金流出小计	72.62	90.90	235.12	83.36
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>83.35</b>	<b>99.09</b>	<b>84.34</b>	<b>11.50</b>
投资活动现金流入小计	142.85	125.64	177.76	48.63
投资活动现金流出小计	172.26	167.44	260.74	79.75
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-29.41</b>	<b>-41.81</b>	<b>-82.99</b>	<b>-31.12</b>
筹资活动现金流入小计	62.52	110.36	192.89	95.54
筹资活动现金流出小计	120.82	174.27	187.82	72.84
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-58.30</b>	<b>-63.92</b>	<b>5.06</b>	<b>22.70</b>
<b>现金收入比</b>	<b>102.35%</b>	<b>107.96%</b>	<b>100.36%</b>	<b>114.63%</b>

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从经营活动看，2018—2020年，公司经营活动现金流入量逐年增长，年均复合增长43.12%。2020年，公司销售商品、提供劳务收到的现金232.32亿元，主要为各业务板块收入回款；收到其他与经营活动有关的现金86.81亿元，包括收回的往来款及收到的各项财政补贴。公司经营活动现金流出主要为建成道路维护、支付的工程款及往来款，2018—2020年，公司经营活动现金流出量逐年增长，年均复合增长79.94%。2018—2020年，公司经营活动现金流持续净流入。同期，公司现金收入比均超过100.00%，收入实现质量高。

从投资活动看，2018—2020年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长11.55%，主要为收回的理财产品。同期，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长23.03%。2020年，公司投资活动现金流出中高速公路项目投资64.74亿元，购买理财产品及结构性存款的支出192.62亿元。2018—2020年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动看，2018—2020年，公司筹资

活动现金流入量逐年增长，年均复合增长 75.65%，主要为公司通过银行、发行债券筹集的资金。同期，公司筹资活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 24.68%，主要为偿还债务本金及利息支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金流量净额由负转正。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金保持净流入，投资活动现金仍持续净流出，筹资活动现金呈净流入。

## 6. 偿债能力

**从偿债指标看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强，考虑到公司在重庆市的定位及持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。**

表 12 公司偿债能力指标（单位：倍、亿元）

项目	项目	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 3 月 (末)
短期偿债能力指标	流动比率	54.13%	77.76%	77.71%	96.35%
	速动比率	48.89%	65.76%	64.68%	81.46%
	现金短期债务比	0.54	0.98	0.29	0.39
长期偿债能力指标	EBITDA	95.84	100.81	100.47	--
	全部债务/EBITDA	11.71	11.70	12.96	--
	EBITDA 利息倍数	1.74	1.83	1.73	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率和速动比率波动增长，现金短期债务比波动下降。公司货币资金受限规模小，若剔除受限货币资金，截至 2020 年末，公司现金短期债务比下降至 0.25 倍。截至 2021 年 3 月末，上述指标均较上年末有所提升，短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动增长。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 波动增长，EBITDA 利息倍数波动下降，公司长期偿债能力较强。

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 2461.40 亿元，已使用授信额度为 1177.43 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2021 年 6 月末，公司对外担保金额 4.00 亿元，以 2020 年末公司所有者权益计算，公司担保比率为 0.60%，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，由公司、中交资产管理有限公司、中交路桥建设有限公司、中交第四航务工程局有限公司共同出资联合组建，忠万公司主要负责重庆忠县至万州段高速公路建设项目的投资、建设及运营管理。公司对外担保规模小，或有负债风险低。

截至 2021 年 8 月末，公司涉案金额在 1000 万元以上的诉讼（仲裁）41 起，其中的 32 起公司作为原告，涉案金额 21.22 亿元，主要为建设工程合同纠纷，多数案件已在审理当中或进入执行阶段；作为被告的案件 9 起，主要为建设工程合同纠纷和财产损害赔偿纠纷等，涉案金额 2.62 亿元。

## 7. 母公司财务分析

**公司收入主要来源于母公司及下属高速公路项目公司，母公司对子公司整体控制力强。母公司盈利能力尚可，债务负担适中，面临一定的短期偿债压力。**

母公司通过股东会、董事会等治理结构可对子公司形成直接有效的控制，公司对子公司整体控制力度强。

截至 2020 年末，母公司资产占合并口径资产总额的比重为 60.68%，负债总额占合并口径的比重为 51.54%，所有者权益占合并口径的比重为 81.33%，母公司资产、负债和权益占比较高。

从债务方面来看，2018—2020 年末，母公司全部债务逐年增长，年均复合增长 5.89%，以长期债务为主。截至 2020 年末，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.89%、55.08% 和 51.79%，母公司债务负担适中。截至 2020 年末，母公司现金短期债务比为 0.32 倍，面临一定的短期偿债压力。

2018—2020 年末，母公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 11.89%。其中，实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较强。

2018—2020 年，母公司营业收入波动下降，年均复合下降 4.17%。2020 年，母公司营业收入占合并口径收入的比重为 20.59%，收入主要来源于母公司及下属高速公路项目公司。2020 年，母公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.04% 和 1.25%。母公司整体盈利能力尚可。

截至 2021 年 3 月末，母公司资产总额 1311.56 亿元，所有者权益为 531.41 亿元，负债总额 780.15 亿元；母公司资产负债率 59.48%；全部债务 673.17 亿元，全部债务资本化比率 55.88%，债务负担适中。2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 14.30 亿元，利润总额 0.17 亿元。

## 九、本期中期票据偿还能力分析

### 1. 本期中期票据对公司债务的影响

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务为 1318.06 亿元，本期中期票据拟发行规模为 8.00 亿元，相对于公司债务规模，本期中期票据发行规模小。

以 2021 年 3 月末财务数据为基础，假设本期中期票据募集资金净额为 8.00 亿元，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 68.88%、66.20% 和 63.31% 上升至 68.99%、66.33% 和 63.47%，公司负债水平略有上升，债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金拟用于偿还有息债务本息，本期中期票据发行后对公司债务指标的影响可能低于上述预测值。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

若本期中期票据发行金额为 8.00 亿元，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 95.84 亿元、100.81 亿元和 100.47 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 11.98 倍、12.60 倍和 12.56 倍。同期，公司经营活动现金流入量分别为

155.97 亿元、189.99 亿元和 319.46 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 19.50 倍、23.75 倍和 39.93 倍；经营活动现金流量净额分别为 83.35 亿元、99.09 亿元和 84.34 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 10.42 倍、12.39 倍和 10.54 倍。

整体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度高。

## 十、结论

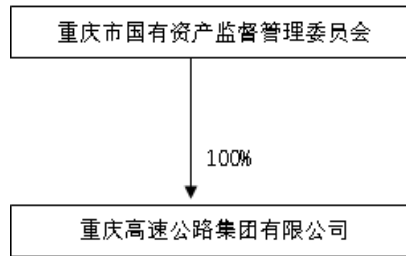
公司为重庆市重要的高速公路投资建设和运营主体，所辖路产规模大，具有较强的区域垄断优势，且得到了持续有力的外部支持，资本实力不断增强。同时，联合资信也关注到受疫情影响，利润降幅较大、存在较大的资本支出压力及债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司债务规模影响小，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度高。

随着重庆市经济持续发展，汽车保有量不断提高，公司运营高速公路路网效益的逐步显现、车流量的持续培育，公司整体收入规模及现金流有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

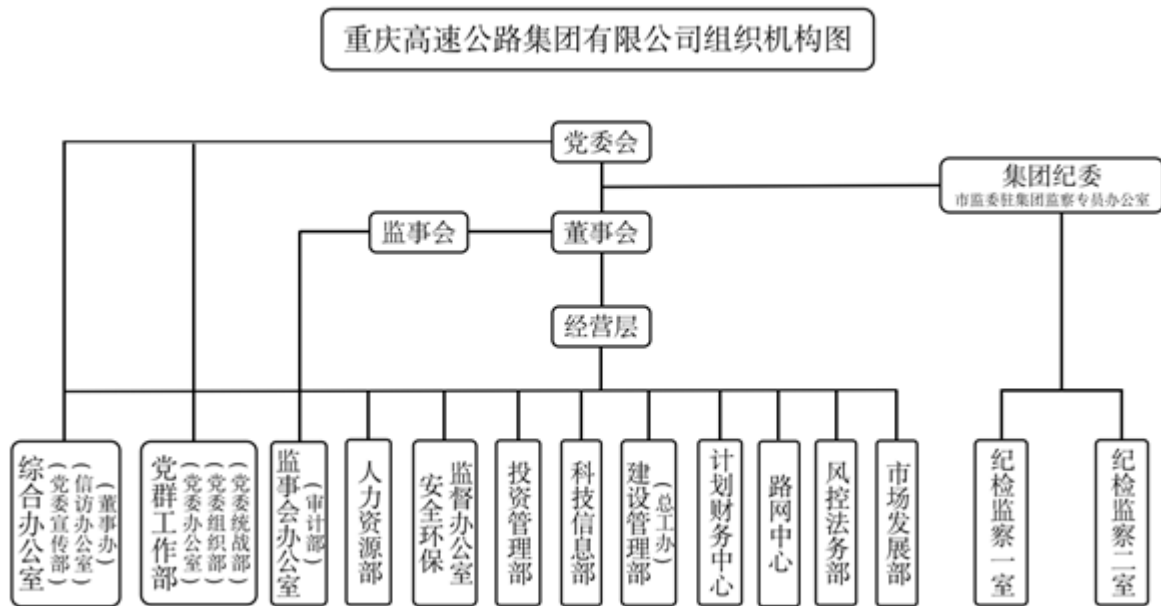
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末公司组织机构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2021 年 3 月末公司合并范围内二级子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
1	重庆高速工程顾问有限公司	工程咨询、管理	300.00	100.00
2	重庆通力高速公路养护工程有限公司	公路养护	4600.00	100.00
3	重庆高速公路土地整治有限公司	土地储备整治	2000.00	100.00
4	重庆首讯科技股份有限公司	机电产品的研发、生产、销售	11000.00	100.00
5	重庆高速公路股份有限公司	经营管理高速公路	156000.00	100.00
6	重庆高速集团(香港)有限公司	公路桥梁隧道等基础设施项目的咨询及国际贸易	3163.05	100.00
7	重庆铜永高速公路有限公司	经营、管理高速公路	51212.50	60.00
8	重庆万利万达高速公路有限公司	建设、经营、管理高速公路	40962.50	60.00
9	重庆渝广梁忠高速公路有限公司	建设、经营、管理高速公路	94162.50	60.00
10	重庆忠都高速公路有限公司	建设、经营、管理高速公路	39037.50	60.00
11	重庆渝邻高速公路有限公司	经营、管理高速公路	64500.00	51.00
12	重庆渝合高速公路有限公司	经营、管理高速公路	157481.21	51.00
13	重庆江碁高速公路有限公司	建设、经营、管理高速公路	60915.50	60.00
14	重庆高速公路投资控股有限公司	与股权投资相关的资产管理, 投资咨询服务	71700.00	100.00
15	重庆高速资产经营管理有限公司	投资管理、房地、产开发、物业、酒店管理等	57864.14	100.00
16	重庆通粤高速公路有限公司	建设、经营、管理高速公路	48512.50	57.00
17	重庆渝蓉高速公路有限公司	建设、经营、管理高速公路	97975.00	60.00
18	重庆巡航高速一号产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	投资	100100.00	0.10
19	重庆高速公路路网管理有限公司	对所辖高速公路进行经营管理	1000.00	100.00
20	重庆安全产业发展集团有限公司	安全产业项目进行开发及投资	33500.00	100.00
21	重庆市交通投资有限公司	投资、资产管理、交通系统项目开发	26455.74	100.00
22	重庆航运建设发展(集团)有限公司	水运建设、发电、装卸运输、房地产开发	39576.00	51.00
23	重庆天创汽车租赁有限公司	汽车租赁, 代理机动车辆登记上户、过户、转入、转出、变更、机动车辆年审	100.00	100.00
24	重庆公路养护工程(集团)有限公司	土木工程	6000.00	100.00
25	重庆鹏途企业管理咨询有限公司	经营劳务派遣业务	200.00	100.00
26	重庆通洋公路工程有限公司	建筑相关业务, 机械设备租赁	3000.00	100.00
27	重庆巨能建设(集团)有限公司	建筑相关业务	211400.00	100.00
28	重庆高速巫云开建设有限公司	巫溪至开州高速公路的融资和建设管理工作	1000.00	100.00

资料来源: 公司提供

**附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)**

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	50.21	44.42	57.97	61.07
资产总额 (亿元)	1717.71	1871.88	2155.38	2162.39
所有者权益 (亿元)	504.72	583.10	661.16	673.04
短期债务 (亿元)	92.95	45.33	201.57	156.77
长期债务 (亿元)	1028.89	1134.20	1100.16	1161.29
全部债务 (亿元)	1121.84	1179.53	1301.72	1318.06
营业收入 (亿元)	117.66	136.87	231.49	61.62
利润总额 (亿元)	3.82	7.29	3.09	2.15
EBITDA (亿元)	95.84	100.81	100.47	--
经营性净现金流 (亿元)	83.35	99.09	84.34	11.50
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	24.46	19.83	4.82	--
存货周转次数 (次)	8.64	6.67	5.39	--
总资产周转次数 (次)	0.07	0.08	0.11	--
现金收入比 (%)	102.35	107.96	100.36	114.63
营业利润率 (%)	34.14	33.37	21.82	24.63
总资本收益率 (%)	3.49	3.36	2.90	--
净资产收益率 (%)	0.39	0.84	0.07	--
长期债务资本化比率 (%)	67.09	66.05	62.46	63.31
全部债务资本化比率 (%)	68.97	66.92	66.32	66.20
资产负债率 (%)	70.62	68.85	69.32	68.88
流动比率 (%)	54.13	77.76	77.71	96.35
速动比率 (%)	48.89	65.76	64.68	81.46
经营现金流动负债比 (%)	45.57	68.04	22.34	--
现金短期债务比 (倍)	0.54	0.98	0.29	0.39
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.74	1.83	1.73	--
全部债务/EBITDA (倍)	11.71	11.70	12.96	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将其他应付款、其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算, 将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算; 3. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化  
资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标** (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	25.42	24.01	26.07	30.36
资产总额 (亿元)	1078.66	1202.35	1307.84	1311.56
所有者权益 (亿元)	429.52	486.66	537.70	531.41
短期债务 (亿元)	70.00	27.98	81.63	49.46
长期债务 (亿元)	517.96	605.58	577.61	623.71
全部债务 (亿元)	587.96	633.56	659.24	673.17
营业收入 (亿元)	51.92	55.11	47.67	14.30
利润总额 (亿元)	18.56	1.39	7.11	0.17
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	47.48	55.20	70.60	12.14
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	24.98	14.54	11.40	--
存货周转次数 (次)	350.06	319.32	296.48	--
总资产周转次数 (次)	0.05	0.05	0.04	--
现金收入比 (%)	93.10	90.15	99.32	103.17
营业利润率 (%)	35.70	36.13	36.21	50.41
总资本收益率 (%)	4.64	2.63	3.04	--
净资产收益率 (%)	4.32	0.29	1.25	--
长期债务资本化比率 (%)	54.67	55.44	51.79	54.00
全部债务资本化比率 (%)	57.79	56.56	55.08	55.88
资产负债率 (%)	60.18	59.52	58.89	59.48
流动比率 (%)	60.20	76.42	65.14	93.53
速动比率 (%)	60.14	76.29	65.10	93.48
经营现金流流动负债比 (%)	36.30	51.20	37.96	--
现金短期债务比 (倍)	0.36	0.86	0.32	0.61
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将母公司长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算; 3. 母公司 2021 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 4. “/”表示相关数据未获取, 该指标无法计算  
 资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加) / 营业收入 ×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 联合资信评估股份有限公司关于 重庆高速公路集团有限公司 2021年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内逐年进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

重庆高速公路集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后3个月内发布跟踪评级报告。

重庆高速公路集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对重庆高速公路集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，重庆高速公路集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆高速公路集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重庆高速公路集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对重庆高速公路集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆高速公路集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对重庆高速公路集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与重庆高速公路集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。