

信用评级公告

联合〔2022〕9448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2022年度第四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2022年度第四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

二〇二二年十月十四日

重庆高速公路集团有限公司

2022 年度第四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：17.00 亿元
本期中期票据期限：3 年
偿还方式：每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付，到期一次还本
募集资金用途：偿还到期债务及补充流动资金

评级时间：2022 年 10 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路企业信用评级方法	V4.0.202208
收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	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
		指示评级		
个体调整因素			--	
个体信用等级			aaa	
外部支持调整因素			--	
评级结果			AAA	

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对重庆高速公路集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作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，路产质量良好，具有较强的区域垄断优势，得到了持续有力的外部支持。同时，联合资信也关注到散点疫情对公司的影响仍存在、公司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。

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，公司整体收入规模及现金流有望增长。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**重庆市经济稳步增长，公路路网密度进一步增加，汽车保有量增长较快，公司发展的外部环境良好。2021 年重庆市实现地区生产总值 27894.02 亿元，按可比价格计算较上年增长 8.3%。
- 公司具有较强的区域垄断优势，路产质量良好。**公司是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，路产质量良好，运营高速里程在重庆市高速公路总里程中占比较高。截至 2022 年 3 月末，公司负责运营的高速公路合计通车里程 2167.18 公里，占 2021 年末重庆市高速公路通车总里程的 56.45%。
- 持续获得有力的外部支持。**公司在股权及债权划转、资金注入及政府补贴方面得到了持续有力的外部支持。

关注

- 散点疫情对公司的影响仍存在。**2022 年一季度，公司所辖路段通行费收入同比下降 11.75%，车流量同比下降 2.39%，散点疫情频发对公司高速公路业务的影响仍然存在。
- 存在较大的资本支出压力。**截至 2022 年 3 月末，公司在建高速公路项目总投资额合计 458.44 亿元，已投资 170.35

分析师：高朝群 徐汇丰

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

亿元，尚需投资 288.09 亿元，在建高速公路项目投资规模大，公司未来存在较大的资本支出压力。

3. **债务负担较重。**截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.32%和 64.54%，债务负担较重。

主要财务数据：

公司合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	44.42	89.02	78.44	90.57
资产总额（亿元）	1894.09	2149.43	2177.76	2081.75
所有者权益（亿元）	605.35	651.12	669.69	680.33
短期债务（亿元）	45.33	204.84	163.15	160.56
长期债务（亿元）	1134.20	1100.48	1161.33	1077.65
全部债务（亿元）	1179.53	1305.32	1324.49	1238.20
营业总收入（亿元）	136.08	231.49	278.80	62.16
利润总额（亿元）	8.39	3.09	6.07	2.24
EBITDA（亿元）	101.91	100.47	109.02	--
经营性净现金流（亿元）	99.09	84.34	99.49	13.44
营业利润率（%）	33.41	21.82	23.74	25.56
净资产收益率（%）	0.99	0.07	0.28	--
资产负债率（%）	68.04	69.71	69.25	67.32
全部债务资本化比率（%）	66.08	66.72	66.42	64.54
流动比率（%）	77.82	75.84	79.33	98.98
经营现金流动负债比（%）	68.09	22.12	30.00	--
现金短期债务比（倍）	0.98	0.43	0.48	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	1.85	1.73	1.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.57	12.99	12.15	--
公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	1199.25	1308.00	1376.26	1304.91
所有者权益（亿元）	483.57	537.86	574.43	504.68
全部债务（亿元）	633.56	661.74	693.04	705.44
营业总收入（亿元）	55.11	47.67	50.34	9.99
利润总额（亿元）	1.53	7.11	2.83	-1.78
资产负债率（%）	59.68	58.88	58.26	61.32
全部债务资本化比率（%）	56.71	55.16	54.68	58.30
流动比率（%）	76.42	65.14	67.71	135.52
经营现金流动负债比（%）	51.20	37.96	36.57	--

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. 本报告将公司合并口径的其他应付款、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 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 2020 年数据来自 2021 年年报的期初数/上年同期数
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	2022/08/02	高朝群、徐汇丰	收费公路运营企业信用评级方法 V3.0.201907 收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2016/02/22	焦洁、卜彦花	收费公路企业信用分析要点（2013年）	阅读全文
AA+	稳定	2009/07/01	孙炜、孙恒志	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009）	阅读全文

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受重庆高速公路集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

重庆高速公路集团有限公司

2022 年度第四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（现更名为重庆市交通局）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，对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注册资本的批复》（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 2022 年 6 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 2022 年 6 月末，公司本部设建设管理部（总工办）、投资管理部等部门。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司 29 家。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 2177.76 亿元，所有者权益 669.69 亿元（少数股东权益 74.67 亿元）。2021 年，公司实现营业总收入 278.80 亿元，利润总额 6.07 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 2081.75 亿元，所有者权益 680.33 亿元（少数股东权益 71.95 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 62.16 亿元，利润总额 2.24 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

公司计划发行重庆高速公路集团有限公司 2022 年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度 17.00 亿元；发行期限为 3 年；偿还方式为每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付，到期一次还本。

本期中期票据募集资金用途为偿还到期债务及补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。经初步核算，2022 年上半年国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价计算，同比增长 2.50%。其中，二季度 GDP 同比增速(0.40%)较一季度(4.80%)大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上年同期两年平均增速¹（分别为 6.07%、4.83%）回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 1 2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

项目	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度
GDP 总额（万亿元）	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 增速（%）	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40
规模以上工业增加值增速（%）	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40
固定资产投资增速（%）	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10
房地产投资（%）	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40
基建投资（%）	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10
制造业投资（%）	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40
社会消费品零售总额增速（%）	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70
出口增速（%）	38.51	32.88	29.87	15.80	14.20
进口增速（%）	36.79	32.52	30.04	9.60	5.70
CPI 涨幅（%）	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 涨幅（%）	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
社融存量增速（%）	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80
一般公共预算收入增速（%）	21.80	16.30	10.70	8.60	-10.20
一般公共预算支出增速（%）	4.50	2.30	0.30	8.30	5.90
城镇调查失业率（%）	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
全国居民人均可支配收入增速（%）	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。消费方面，2022 年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元，同比下降 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022 年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022

年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元，同比增长 10.30%。其中，出口 1.73 万亿美元，同比增长 14.20%；进口 1.35 万亿美元，同比增长 5.70%；贸易顺差 3854.35 亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年上半年，CPI 累计同比增长 1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI 累计同比增长 7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022年上半年，新增社融规模21万亿元，同比多增3.26万亿元；6月末社融规模存量同比增长10.80%，增速较年初高0.50个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增2.20万亿元，人民币贷款同比多增6329亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；企业债券净融资同比多增3913亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑；表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。2022年上半年，全国一般公共预算收入10.52万亿元，按自然口径计算同比下降10.20%，主要是由于留抵退税冲减了1.84万亿元的收入，扣除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入增长3.30%。支出方面，2022年上半年全国一般公共预算支出12.89万亿元，同比增长5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障：科学技术支出增长17.30%，农林水支出增长11.00%，卫生健康支出增长7.70%，教育支出增长4.20%，社会保障和就业支出增长3.60%。

稳就业压力有所加大，居民收入增长放缓。2022年上半年，全国城镇调查失业率均值为5.70%，高于上年同期0.50个百分点，未来稳就业压力较大。2022年上半年，全国居民人均可支配收入1.85万元，实际同比增长3.00%；全国居民人均消费支出1.18万元，实际同比增长0.80%，居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

2. 宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。2022年7月28日，中共中央政治局召开会议，部署下半年的经济工作。会议强调，要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业、

稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复，但实现全年5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。2022年上半年，工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以4月为底部的“V”型反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降，以及房地产、消费和服务业等薄弱环节的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

四、行业及区域环境分析

1. 高速公路行业分析

(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

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《2021 年交通运输行业发展统计公报》，2021 年末，中国高速公路通车里程达 16.91 万公里，较 2020 年末增加 0.81 万公里，国家高速公路里程 11.70 万公里，较 2020 年末增加 0.40 万公里。2021 年末，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.20%，较 2020 年末提高 0.10 个百分点。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、四川、云南高速公路里程数位列全国前 3 名；西部地区路网规模不断提升，2021 年末高速公路里程占全国比重达 41.3%，较 2020 年末提高 1.7 个百分点，路网规模和质量与东部、中部地区的差距进一步缩小。

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，2021 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 75.0% 和 61.3%，分别较 2020 年上升 1.20 个百分点和下降 10.0 个百分点，公路货运重要性进一步提升，铁路运输方式对公路旅客运输替代效应较明显。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等因素高度相关。2021 年，国内疫情形势较为稳定，社会复工复产，国民经济持续性恢复，公路货运指标呈现修复性增长；受局部性疫情扰动因素影响，人员流动仍有所限制，加之多种运输方式分流，公路客运指标持续下降。

表 2 2016 - 2021 年中国公路运输主要指标情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2021 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	154.28	145.68	136.50	130.10	68.94	-47.0	50.87	-26.2
旅客运输周转量 (亿人公里)	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	4641.01	-47.60	3627.54	-21.8
营业性货物运输总量 (亿吨)	334.13	368.69	395.69	343.50	342.64	-0.30	391.39	14.2
货物运输周转量 (亿吨公里)	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	60171.85	0.90	69087.65	14.8

注：联合资信根据公开资料整理

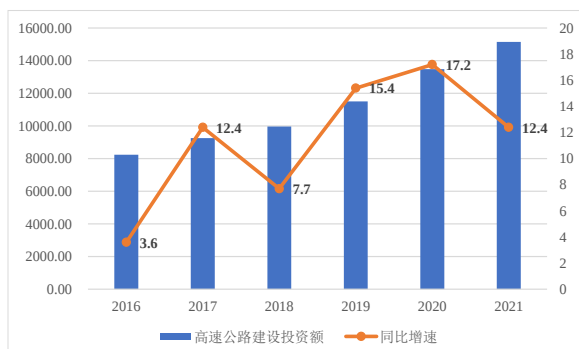
2022 年一季度，中国国内多点疫情爆发，本轮疫情传播能力较强、影响范围广、控制难度大，使得较长时间和较大范围的物流受限，同时居民出行意愿下降、人员流动管控政策明显收紧，交通运输需求均受到不同程度的不利影响。2022 年一季度，中国公路营业性客运量 9.7 亿人，环比和同比分别下降 16.86% 和 26.04%，绝对值仅为疫情前的 28.81%；公路货运量环比下降 21.03%，同比增长 0.4%，绝对值为疫情前的 99.49%，公路客运量和货运量环比降幅较大，

尤其客运量仍在低位运行，与疫情前水平差距较大。

(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。

图1 2016-2021年中国高速公路建设投资情况
(单位:亿元、%)



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

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。2021年，中国高速公路建设完成投资15151.0亿元，增长12.4%，增速较2020年（17.2%）回落4.8个百分点，投资规模及增速维持高位。

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。2020年，中国高速公路通行费总收入同比下降17.74%，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14.85%，通行费收支缺口扩大至7177.47亿元，较上年增加2503.53亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2020年占83.11%，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 2016-2020年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	
					绝对值	同比(%)
通行费收入(亿元)	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	4566.24	-17.74
支出总额(亿元)	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	11743.67	14.85
其中：偿还债务利息支出(亿元)	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	2914.72	8.92
偿还债务本金支出(亿元)	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	6845.89	28.88
收支缺口(亿元)	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	7177.47	53.56
通行费收入/偿还债务利息(倍)	1.97	2.06	2.07	2.07	1.57	--
通行费收入/偿还债务本金(倍)	0.96	1.04	0.71	0.69	0.67	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 行业政策

2021年以来，高速公路行业政策主要集中于落实《交通强国建设纲要》总体要求，加大对公路交通项目投资方面的支持，同时助力防范化解收费公路存量债务风险，对行业信用风险起到了缓释作用。

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。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案(草案)》和《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》。作为深化收费公路制度改革的重要实践，上述政策有利于提升收费公路通行效率及实载率，但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将有所降低。同年，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。

2021年是《交通强国建设纲要》所述第一阶段的开局之年，为加快建设交通强国，构建现代化高质量国家综合立体交通网，政府相关部门陆续出台系列政策、规划，推动交通运输领域基础设施建设实施进程。2021年2月，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，强调要构建完善的国家综合立体交通网，完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021年9月23日，交通运输部印发了《交通运输领域新型基础设施建设行动方案（2021—2025年）》，指出到2025年，打造一批交通新基建重点工程，形成一批可复制推广的应用场景，制修订一批技术标准规范，促进交通基础设施网与运

输服务网、信息网、能源网融合发展，精准感知、精确分析、精细管理和精心服务能力显著增强，智能管理深度应用，一体服务广泛覆盖，交通基础设施运行效率、安全水平和服务质量有效提升。2022年1月，交通运输部正式印发了《公路“十四五”发展规划》。《公路“十四五”发展规划》是继《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》印发后，出台的第一个公路交通领域的五年发展规划，明确了“十四五”时期我国公路交通发展的总体思路、发展目标、重点任务和政策措施，涵盖建设、管理、养护、运营、运输等多个领域。

2022年以来，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情呈现点多、面广、频发的特点，对经济运行的冲击较大。为达成《交通强国建设纲要》远期规划的建设目标，同时发挥基础设施投资对经济周期逆调节作用，多省市发布建设计划，将增大公路交通领域投资。公路交通建设经营企业在收入下降的情况下同时面临存量债务还本付息及新建项目资金需求量大双重压力。在此背景下，2022年4月20日，银保监会和交通运输部联合发布了《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》，强调在符合公路收费有关规定的前提下，稳妥有序推进收费公路存量债务接续，防范化解收费公路存量债务风险；要求金融机构应提高金融资源配置效率，聚焦重点领域和重大项目；进一步优化公路项目还款安排，合理设置债务本息还款宽限期，原则上不超过建设期加1年；要求各级交通运输主管部门要加大车购税向中西部和东北部的补贴倾斜力度；鼓励保险机构多种投资途径参与重大公路交通基础设施、新型交通基础设施等项目建设；支持交通运输企业通过资产证券化（ABS）、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式有效盘活公路存量资产。

（4）未来发展

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，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。

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。受航空、高铁等分流影响，未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势；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，中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

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。2020年11月，中共中央《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》(以下简称“十四五规划”)提出：统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。

2. 区域经济环境

重庆市区位优势明显，经济稳步增长，公路路网密度进一步增加，汽车保有量增长较快，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，公司作为重庆市内垄断地位较强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2019—2021年《重庆市国民经济和社会发展统计公报》及重庆市统计局数据，2019—2021年，重庆市分别实现地区生产总值23605.77亿元、25002.79亿元和27894.02亿元，按可比价格计算，分别同比增长6.0%、6.3%和8.3%。2021年，重庆市第一产业增加值1922.03亿元，同比增长7.8%；第二产业增加值11184.94亿元，同比增长7.3%；第三产业增加值14787.05亿元，同比增长9.0%。三次产业结构由2019年的6.6:40.2:53.2调整为2021年的6.9:40.1:53.0。

2019—2021年，重庆市固定资产投资总额分别同比增长5.7%、3.9%和6.1%。2021年，重庆市基础设施建设投资增长7.4%，制造业增长11.6%。2021年，重庆市规模以上工业增加值同比增长10.7%。

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2021年末，重庆市全市高速公路通车总里程3839公里，较2020年末增加437公里。公路路网密度223公里/百平方公里，较上年的219公里/百平方公里有所增加。截至2021年末，重庆市民用车辆拥有量837.09万辆，较上年末增长9.4%。其中私人汽车拥有量768.23万辆，增长10.2%。民用轿车拥有量273.84万辆，增长7.8%。其中私人轿车254.56万辆，增长8.8%。

2019—2021年，重庆市分别完成一般公共预算收入2134.9亿元、2094.8亿元和2285亿元，同比分别变动-5.8%、-1.9%和9.1%，2021年重庆市完成税收收入1543亿元，同比增长7.9%，占一般公共预算收入比重为67.53%。同期，一般公共预算支出分别为4847.8亿元、4893.9亿元和4835亿元。2021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47.26%，同比增长4.46个百分点。2019—2021年，重庆市分别完成政府性基金收入2247.9亿元、2458.0亿元和2358亿元。

根据重庆市统计局公布数据，2022年上半年，重庆市实现地区生产总值13511.64亿元，

同比增长 4.0%；固定资产投资完成额同比增长 6.9%，分领域看，基础设施投资增长 9.2%，工业投资增长 12.4%，房地产开发投资下降 4.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2022 年 6 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建设和运营主体，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 2022 年 3 月末，公司负责运营的高速公路路段共 41 条，合计通车里程 2167.18 公里，占 2021 年末重庆市高速公路通车总里程的 56.45%，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 2022 年 7 月 18 日，公司有董事、监事及高级管理人员共 19 人。

滕英明先生，1965 年生，研究生学历；历任重庆市城口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、五届政协委员；2018 年 8 月起任公司党委书记、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

庆公路职工职业培训学校校长，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；2014 年 9 月起任公司党委副书记、董事、总经理。

截至 2022 年 3 月末，公司共有在岗职工 11973 人。按学历划分，大学本科及以上学历职工占 35%，大专学历职工占 34%，其他学历职工占 31%；按年龄划分，30 岁以下职工占 26%，30~50 岁职工占 70%，50 岁以上职工占 4%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（中征码：5501010000409731），截至 2022 年 10 月 8 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，已全部于 2015 年 1 月 9 日前结清，已结清信贷信息中无不良类信贷记录。

截至 2022 年 10 月 9 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、投资管理部等职能部门和路网中心、资金财务部，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、重大事项

重庆万利万达高速公路有限公司（以下简称“万利万达公司”）不再纳入公司合并范围导致公司资产、负债及净资产规模有所下降，但有助于改善公司整体盈利水平。

2022 年 1 月 7 日，公司发布了《重庆高速公路集团有限公司关于重庆万利万达高速公路有限公司不再纳入合并范围的公告》（以下简称“《公告》”）。《公告》称，经各方股东协商，公司对万利万达公司的持股比例保持不变，通过修订万达万利公司章程部分核心条款方式，实现公司与其他股东对万达万利公司共同控制，公司不再将万达万利公司纳入合并范围。

根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的《重庆万利万达高速公路有限公司审计报告》，截至 2020 年末，万利万达公司资产总额 158.88 亿元，负债总额 136.53 亿元，净资产 22.35 亿元，占公司 2020 年末资产总额、负债总额、净资产的比重分别为 7.37%、9.14%、3.38%；2020 年，万利万达公司实现营业收入 1.71 亿元，占公司 2020 年营业收入的比重为 0.74%，净利润-6.36 亿元。根据万利万达公司 2021 年 1—9 月未经审计的财务报表数据，截至 2021 年 9 月末，万利万达公司资产总额 156.28 亿元，负债总额为 138.64 亿元，净资产 17.64 亿元，占公司 2021 年 9 月末资产总额、负债总额、净资产的比重分别为 7.22%、9.43%、2.54%；2021 年 1—9 月，万利万达公司实现营业收入 1.68 亿元，占公司营业收入的比重为 0.88%，净利润-4.71 亿元。上述事项虽导致公司资产、负债及净资产规模有所下降，但有助于改善公司整体盈利水平。

为设立基础设施证券投资基金，公司转让了所持重庆铁发遂渝高速公路有限公司（以下简称“遂渝公司”）20%股权，并认购了基础设施基金 20%份额。上述交易和投资事项预计对公司资产规模影响不大，会产生一次性的大额投资收益。

2022年9月15日，公司发布了《重庆高速公路集团有限公司出售资产和进行重大投资的公告》，下属子公司重庆高速公路股份有限公司（以下简称“高速股份”）决定向重庆渝遂企业管理咨询服务股份有限公司出售其所持有的遂渝公司20%股权。交易价格95744.62万元，形成投资收益61445.92万元。所转让的遂渝公司20%股权截至2021年末账面价值4.00亿元，占公司资产总额的0.18%。转让目的系为了将遂渝公司作为底层资产，发起设立国金铁建重庆渝遂高速公路封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“基础设施基金”）。同时，高速股份作为基金原始权益人，参与基础设施基金份额的战略配售，认购基础设施基金（基金简称：国金中国铁建高速REIT，基金代码：508008）基金份额1亿份，占基金募集注册总份额数的20%，交易价格95860.00万元，认购部分限售期36个月，公司拟长期持有，具体投资期限根据公司后续经营规划确定。

八、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，受合并范围增加以及疫情等因素的综合影响，公司营业总收入快速增长，综合毛利率波动下降。

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，由于合并范围增加重庆巨能建设（集团）有限公司（以下简称“巨能集团”），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。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，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%；2021年，公司通行费收入较上年增长33.21%，主要系2021年末因新冠肺炎疫情影响免收通行费，以及各路段通行费收入增长所致。2020年，公司新增建筑业收入，对公司营业收入形成了重要的补充。2019—2021年，公司其他收入持续增长，主要系油品销售收入增长所致。

表4 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
车辆通行费收入	96.22	70.30	43.38	80.47	34.76	42.93	107.19	38.45	47.26	24.18	38.90	49.28
建筑业收入	--	--	--	66.66	28.80	12.21	71.48	25.64	10.30	13.28	21.37	9.89
其他收入	40.65	29.70	12.10	84.36	36.44	10.76	100.14	35.92	9.64	24.70	39.73	11.67
合计	136.87	100.00	34.09	231.49	100.00	22.36	278.80	100.00	24.27	62.16	100.00	25.92

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，2019—2021年，公司车辆通行费的毛利率保持较高水平；建筑业务毛利率小幅下降；其他业务毛利率逐年下降，整体变动不大。由于2020年新增的建筑业务毛利率相对较低，2019—2021年，公司综合毛利率波动下降。

2022年1—3月，公司营业总收入较上年同期增长0.88%；综合毛利率为25.92%，较上年同期的24.93%略有增加。

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，路产质量良好，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，公司车流量和通行费收入较上年明显增长，且略高于2019年同期水平。从2022年一季度数据看，散点疫情频发对公司高速公路

业务的影响仍然存在。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

截至 2022 年 3 月末，公司负责运营的高速公路路段共 41 条，均为经营性高速公路，收费年限均为 30 年（除城开高速外），合计通车里程 2167.18 公里，占 2021 年末重庆市高速公路通车总里程的 56.45%。

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 2022 年 3 月末公司通车路产情况

路段名称	性质	里程（公里）	通车时间	总投资（亿元）	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
酉沿项目	国家高速	31.10	2016.06.15	35.90	2016年-2046年
江綦项目	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
城开项目	国家高速	49.10	2021.09.30	234.59	--
合计	--	2167.18	--	1849.70	--

注：成渝高速重庆段计划开展改扩建项目；城开项目已开通但未收费，尚未确定收费年限，项目总里程约为128.46公里，截至2022年3月末，已通车里程49.10公里

资料来源：公司提供

（2）通行费收入及车流量

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相对较低。2021年，公司车流量和通行费收入较上年同期明显增长，且略高于2019年同期水平。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，2021年，公司通行费收入仍主要来自绕城高速、水界高速、长万高速、成渝高速、渝蓉高速，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，路网区位优势，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。

2022年一季度，公司所辖路段通行费收入同比下降11.75%，车流量同比下降2.39%，散点疫情频发对公司高速公路业务的影响仍然存在。

表6 公司所辖路段通行费收入和车流量情况

路段名称	通行费收入（万元）				车流量（万辆次）			
	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
成渝项目	79252.39	58710.24	67951.42	15518.07	3446.60	3005.38	3170.28	738.22
渝黔项目	7447.63	5726.85	6146.30	1201.25	1278.75	1053.81	1313.63	268.20
渝合项目	58245.16	50163.07	33051.44	7451.94	2761.82	1525.37	1668.11	394.07
长万项目	77783.83	59272.79	93879.28	24972.66	1632.07	1685.99	1641.48	470.22
渝邻项目	30733.30	25822.33	31075.98	7448.55	954.64	952.99	994.00	259.85
綦万项目	9899.41	8352.63	11376.73	1750.02	648.23	580.16	672.27	158.64
武合项目	10713.71	7515.38	10776.79	2712.40	561.83	501.3	590.43	179.06
万开项目	11523.96	9132.20	11630.81	3120.56	924.07	688.96	864.30	250.26
水界项目	84598.19	76511.09	99261.95	19691.49	2129.03	1956.06	2168.22	534.29
万云项目	36583.57	24877.57	46353.70	13306.15	1205.10	1216.71	1322.78	390.25

绕城西南项目	98135.27	92340.09	82012.41	17910.32	6073.26	5011.22	5698.33	1236.93
石忠项目	29137.62	27837.07	26975.91	9115.21	682.38	708.89	748.96	291.62
水武项目	40447.15	31461.58	41218.19	9117.43	718.46	729.71	817.11	199.13
武黄项目	12896.49	10469.17	14064.40	3099.49	468.3	418.7	542.20	131.10
黄彭项目	20294.52	15683.59	21147.35	4619.27	504.43	493.44	579.60	142.30
彭黔项目	31571.16	23819.71	33465.22	8240.45	524.74	501.01	754.74	247.02
江合项目	25511.26	19854.62	26871.84	7333.06	1431.98	1385.98	1526.12	407.62
绕城东北项目	60790.58	57439.29	46739.50	10680.10	3617.88	2865.31	3221.99	777.80
云奉项目	19035.01	11617.71	23222.35	7050.30	683.41	550.61	634.84	205.74
奉巫项目	15644.17	7689.79	20894.02	6666.47	344.13	327.47	428.59	146.53
黔酉项目	23070.21	16885.75	24751.92	7037.50	351.63	339.98	430.79	149.35
西洪项目	38861.61	26885.23	37664.90	10694.54	650.56	666.55	791.44	256.83
南涪项目	12811.36	11100.26	14361.63	3185.96	624.88	655.89	777.12	193.25
南万项目	4441.98	5024.39	7,357.22	1553.46	317.49	407.4	492.61	111.68
渝蓉项目	64814.20	54482.10	75679.91	17544.47	1660.94	1622.34	1857.41	505.15
奉溪项目	5254.51	5477.01	7341.82	1996.80	224	249.84	335.70	103.75
开开项目	7451.07	6128.86	8308.11	2513.11	337.67	369.36	372.82	123.68
酉沿项目	2129.67	1870.41	2664.08	711.92	88.68	111.69	130.61	37.81
铜永项目	11580.58	9071.55	12873.89	3236.04	865.13	812.89	1013.45	258.84
黔恩项目	1471.45	1447.10	1868.20	609.72	117.93	130.69	186.32	58.05
江碁项目	9585.00	7579.95	9837.98	2294.17	420.81	443.92	506.95	123.27
梁忠项目	9553.48	6740.87	11424.19	4291.24	413.75	406.04	496.83	176.49
丰忠项目	2118.35	3498.55	2416.91	709.05	102.38	167.7	125.62	37.97
南道项目	9779.22	9305.80	12448.08	2987.33	364.1	418.27	425.32	121.09
渝广项目	22357.93	21074.33	30337.71	8164.76	918.85	1098.27	1212.49	353.72
万利项目	10296.43	8834.90	11011.39	3104.44	524.63	593.89	736.99	211.24
合计	995821.45	819703.81	1018463.51	251639.71	38574.54	34653.79	39250.45	10251.02

注：未包含 2021 年 9 月 30 日通车的城开项目；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，公司仍按照《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（除城开高速）收费期限均至 2030 年以后。

（4）高速公路养护及工程建设

2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，公司实

际发生养护支出分别为 7.58 亿元、6.55 亿元、9.86 亿元和 0.41 亿元，其中专项工程支出分别为 4.70 亿元、3.81 亿元、5.06 亿元和 0.41 亿元。

在建项目方面，截至 2022 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，截至 2022 年 3 月末已到位 81.78 亿元，项目自开工累计完成投资 146.79 亿元。巫云开项目建设里程为 118.60 公里，预计项目总投资为 223.85 亿元，计划建设工期为 4 年，截至 2022 年 3 月末已完成投资 23.56 亿元。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”）等，销售的品种主要为柴油和 92# 汽油。

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国储石油集团有限公司采购成品油，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。

中油富渝公司批发和零售业务的盈利模式均为进销差价。

资产经营公司自 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。

2019—2021 年，公司油品销售收入分别为 28.49 亿元、49.54 亿元和 56.72 亿元，持续增长；毛利率分别为 5.10%、5.21%和 4.05%，变化不大。

（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，2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，巨能集团新签合同金额分别为 76.01 亿元、149.66 亿元、167.62 亿元和 16.15 亿元，新签合同规模较大。截至 2022 年 3 月末，巨能集团合同金额大于 1 亿元的主要在建项目 40 个，合同金额 123.71 亿元。巨能集团新签合同和在手合同较为充足。

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，但巨能集团资产负债率较高，一定程度上提高了公司的负债率。

截至 2021 年末，巨能集团资产总额为 190.69 亿元，所有者权益合计为 35.19 亿元，资产负债率为 81.54%。2021 年，巨能集团营业总收入为 75.64 亿元，利润总额为 0.66 亿元。

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，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司 2019—2021 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 2022 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，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，公司合并范围新增 2 家主体，均为投资设立；减少 3 家主体，均系注销所致。2022 年一季度，公司合并范围减少一家二级子公司万利万达公司，新设成立一家三级子公司，一家二级子公司调整为三级子公司。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的二级子公司 29 家。除巨能集团和万利万达公司外，合并范围内增减变动的主体系新设成立或者规模相对较小，对公司财务数据可比性影响一般。

2. 资产质量

由于合并范围变动及持续的项目投资和股权投资，公司资产总额持续增长，以通车公路资产为主，公司整体资产质量较高。

2019—2021 年末，公司资产总额持续增长，年均复合增长 7.23%。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

科目	2019 年末		2020 年末 (2021 年初)		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	113.25	5.98	289.17	13.45	263.12	12.08	305.23	14.66
货币资金	43.73	2.31	56.25	2.62	56.12	2.58	53.51	2.57
应收账款	6.30	0.33	40.20	1.87	47.09	2.16	45.51	2.19
合同资产	--	--	66.63	3.10	71.62	3.29	69.90	3.36
非流动资产	1780.84	94.02	1860.26	86.55	1914.64	87.92	1776.51	85.34
长期股权投资	89.37	4.72	110.44	5.14	142.73	6.55	155.52	7.47
固定资产	1547.90	81.72	1533.79	71.36	1491.31	68.48	1328.04	63.79
在建工程	95.22	5.03	131.00	6.09	183.01	8.40	204.19	9.81
资产总额	1894.09	100.00	2149.43	100.00	2177.76	100.00	2081.75	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2019—2021 年末，公司流动资产波动增长，年均复合增长 52.43%，主要系应收账款增长所

致。

2019—2021 年末，公司货币资金波动增长，

年均复合增长 13.28%。截至 2021 年末，公司货币资金中受限资金占比为 8.39%，主要是银行承兑汇票保证金和定期存款，受限比例一般。

2019—2021 年末，公司应收账款及合同资产（已履约未结算的工程款）持续增长，主要系 2020 年合并巨能集团新增应收工程款所致。截至 2021 年末，公司应收账款主要是各项经营业务的应收款项，账龄以 1 年以内为主（占 64.30%），计提坏账准备 2.68 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 12.10 亿元，占比为 24.30%。

2019—2021 年末，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 3.69%。

2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 26.38%，主要系公司追加对参股的高速公路项目公司的投资股权所致。2019—2021 年公司确认长期股权投资权益法下核算的投资收益分别为 2.26 亿元、0.49 亿元和 3.09 亿元。

2019—2021 年末，公司固定资产持续下降，年均复合下降 1.84%。截至 2021 年末，公司固定资产主要由公路及构筑物构成（占 92.03%），累计计提折旧 396.51 亿元；固定资产成新率 80.17%。

2019—2021 年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长 38.64%，主要系公司对在建高速公路等项目持续投入所致。

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 35.99 亿元，资产受限比例 1.65%，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 921.10 亿元，质押物为高速公路收费权及应收账款²。此外，公司高速收费权质押用于获取银行贷款。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额较上年末下降 4.41%，主要系万利万达公司不再纳入合并范围所致；资产结构较 2021 年末变化不大。

3. 资本结构

受益于政府无偿划转股权及资金注入等，公司所有者权益持续增长，稳定性较强。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 5.18%，主要系资本公积增长所致。截至 2021 年末，公司所有者权益 669.69 亿元，较年初增长 2.85%。实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 14.93%、69.22%、4.02%和 11.15%，权益稳定性较强。

2019—2021 年末，公司实收资本未发生变化，均为 100.00 亿元。

2019—2021 年末，公司资本公积持续增长，年均复合增长 10.34%，主要系无偿划转股权及收到注入的资金所致。其中，2021 年公司资本公积增加 42.77 亿元，主要系获得车购税、政府拨付的项目资本金等所致；减少 9.19 亿元，主要系收购子公司重庆航运建设发展（集团）有限公司（以下简称“航发司”）49.00%少数股权所致。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益较 2021 年末增长 1.59%，所有者权益结构变化不大。其中，资本公积增加至 476.27 亿元，主要系获得车购税、政府拨付的项目资本金等所致。

公司全部债务规模持续增长，以长期债务为主，整体债务负担较重。

2019—2021 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 8.18%。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

项目	2019 年末		2020 年末（2021 年初）		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	145.54	11.29	381.28	25.45	331.67	21.99	308.39	22.01
短期借款	0.60	0.05	38.86	2.59	32.63	2.16	29.93	2.14

² 质押的路产收费权非入账的资产，因此无对应资产的账面价值

应付账款	45.93	3.56	90.99	6.07	96.55	6.40	84.25	6.01
其他应付款	37.28	2.89	57.23	3.82	60.34	4.00	51.61	3.68
一年内到期的非流动负债	43.79	3.40	124.65	8.32	101.20	6.71	99.69	7.11
非流动负债	1143.20	88.71	1117.03	74.55	1176.40	78.01	1093.03	77.99
长期借款	1025.70	79.59	1021.26	68.16	1039.63	68.94	946.99	67.57
应付债券	104.89	8.14	73.96	4.94	118.43	7.85	128.43	9.16
负债总额	1288.73	100.00	1498.31	100.00	1508.08	100.00	1401.42	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2019—2021 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 50.96%。

2019—2021 年末，公司短期借款波动增长，截至 2021 年末，短期借款主要由保证借款 23.73 亿元和信用借款 8.80 亿元构成。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 44.98%，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 2021 年末，公司应付账款主要为应付工程款，账龄以 1 年以内（占 52.86%）和 1~2 年（占 23.17%）为主。

2019—2021 年末，公司其他应付款持续增长，主要为往来款、项目拨款和暂收款。本报告已将其其他应付款中的有息部分计入短期债务核算。

2019—2021 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 52.03%。截至 2021 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 70.19 亿元和一年内到期的应付债券 28.46 亿元。

2019—2021 年末，公司非流动负债变动不大，年均复合增长 1.44%。

2019—2021 年末，公司长期借款变动不大，年均复合增长 0.68%。截至 2021 年末，公司长期借款主要由质押借款（占 85.00%）构成，质押物主要是高速公路收费权及应收账款。

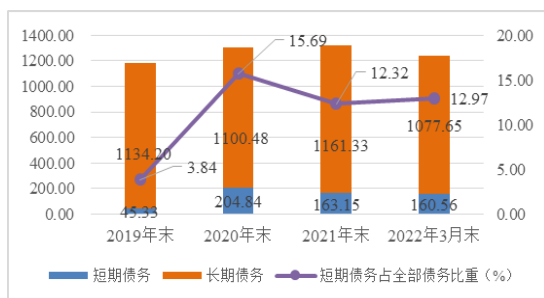
2019—2021 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 6.26%。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末下降 7.07%，主要系万利万达公司不再纳入合并范围所致，负债结构较 2021 年末变化不大。

2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 5.97%。截至 2021 年末，公司全部债务 1324.49 亿元，较年初增长 1.47%。债务结构方面，仍以长期债务为主，其中，短期债务较年初下降 20.35%。从债务指标来看，截至 2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率较年初略有下降，长期债务资本化比率较年初略有增长。

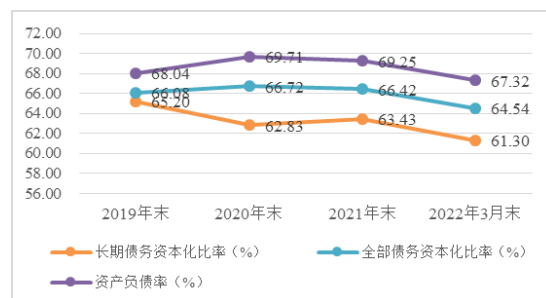
截至 2022 年 3 月末，公司全部债务较上年末下降 6.51%，主要系万利万达公司不再纳入合并范围所致。其中，短期债务 160.56 亿元（占债务总额的 12.97%），资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别下降 1.93 个百分点、下降 1.88 个百分点和下降 2.13 个百分点。公司整体债务负担较重。

图 2 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 3 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

4. 盈利能力

2019—2021 年公司营业总收入持续增长，期间费用对利润侵蚀严重，其他收益和投资收益对公司利润贡献大，公司整体盈利水平一般。

2019—2021 年，公司营业总收入和营业成本均持续增长，营业成本增幅大于营业总收入增幅，致使营业利润率波动下降。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，2021 年利润总额同比有所回升。

表 9 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入	136.08	231.49	278.80	62.16
营业成本	89.63	179.72	211.13	46.05
费用总额	58.47	68.75	65.80	14.72
其中：财务费用	52.64	57.68	54.60	12.03
其他收益	13.21	15.22	1.02	0.73
投资收益	3.26	2.57	5.15	-0.83
利润总额	8.39	3.09	6.07	2.24
营业利润率（%）	33.41	21.82	23.74	25.56
总资本收益率（%）	3.38	2.91	2.87	--
净资产收益率（%）	0.99	0.07	0.28	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

表 10 可比公司营业总收入及利润总额情况（单位：亿元）

公司简称	营业总收入				利润总额			
	2021 年	2021 年同比增长率（%）	2022 年 1—3 月	2022 年 1—3 月同比增长率（%）	2021 年	2021 年同比增长率（%）	2022 年 1—3 月	2022 年 1—3 月同比增长率（%）
江西省交通投资集团有限责任公司	404.81	40.87	100.42	22.12	34.30	104.01	17.54	-21.62
湖北交通投资集团有限公司	522.24	57.07	149.32	87.54	61.40	158.03	14.80	52.06
公司	278.80	20.44	62.16	0.88	6.07	96.62	2.24	3.95

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	189.99	319.46	344.88	95.90
经营活动现金流出小计	90.90	235.12	245.40	82.46
经营活动现金流量净额	99.09	84.34	99.49	13.44
投资活动现金流入小计	125.64	177.76	201.41	33.33

2019—2021 年，公司费用总额波动增长，主要由财务费用构成。公司费用总额占营业总收入的比重逐年下降，分别为 42.97%、29.70%和 23.60%，期间费用对公司利润侵蚀严重。

2019—2021 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。同期，公司其他收益波动下降，主要为高速公路补助资金，2021 年其他收益较上年大幅下降主要系公司 2021 年通行费收入有所恢复，财政补助相应减少所致。2021 年，其他收益和投资收益分别占公司利润总额的 16.82%和 84.77%，对公司利润总额贡献大。

从盈利指标看，2019—2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率波动下降。公司整体盈利水平一般。

2022 年 1—3 月，公司营业总收入较上年同期增长 0.88%，利润总额较上年同期增长 3.95%。

从同行业公司来看，2021 年，受新冠肺炎疫情缓和影响，可比公司利润总额均大幅增长。2021 年，同行业公司经营业绩明显回升。

投资活动现金流出小计	167.44	260.74	301.42	62.74
投资活动现金流量净额	-41.81	-82.99	-100.00	-29.41
筹资活动现金流入小计	110.36	192.89	263.02	52.45
筹资活动现金流出小计	174.27	187.82	260.47	37.86
筹资活动现金流量净额	-63.92	5.06	2.55	14.59
现金收入比（%）	108.58	100.36	96.59	115.98

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从经营活动看，2019—2021 年，公司经营活动现金流入量持续增长。2021 年，公司经营活动现金流入量同比增长 7.96%，其中“销售商品、提供劳务收到的现金”269.28 亿元，同比增长 15.91%，主要为各业务板块经营回款；“收到

其他与经营活动有关的现金”75.58亿元，同比下降12.94%，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，2019—2021年，公司经营活动现金流出量持续增长。2019—2021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95.00%，收入实现质量高。

从投资活动看，2019—2021年，公司投资活动现金流入量持续增长，主要为收回的理财产品收到的现金。同期，公司投资活动现金流出量持续增长。2021年，公司投资活动现金流出额中，“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”67.27亿元，较上年增长3.90%，主要是高速公路等项目投资；“投资支付的现金”228.57亿元，较上年增长18.66%，主要是购买理财产品及结构性存款的支出和对外投资支出。2019—2021年，公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入量持续增长，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持续增长，主要为偿还债务本金及利息支付的现金。2020年起，公司筹资活动现金流量净额由负转正。

2022年1—3月，公司经营活动和筹资活动现金保持净流入，投资活动现金仍为净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现尚可，长期偿债指标表现较强。公司间接融资渠道通畅，或有负债风险可控。

表 12 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 1—3 月 (末)
短期 偿债 能力	流动比率(%)	77.82	75.84	79.33	98.98
	速动比率(%)	65.81	68.61	71.31	89.71
	现金短期债务比 (倍)	0.98	0.43	0.48	0.56
长期 偿债 能力	EBITDA(亿元)	101.91	100.47	109.02	--
	全部债务/EBITDA (倍)	11.57	12.99	12.15	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	1.85	1.73	1.91	--

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，2019—2021年末，公司流动比率波动增长，速动比率持续增长，变化不大，现金短期债务比波动下降。若剔除受限货币资金，截至2021年末，公司现金短期债务比为0.45倍。截至2022年3月末，上述指标均较2021年末有所提升，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2019—2021年，公司EBITDA波动增长，全部债务/EBITDA波动增长，EBITDA利息倍数波动增长，公司长期偿债能力指标表现较强。

截至2022年3月末，公司共获得银行授信额度2556.28亿元，未使用授信额度为1365.43亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2022年6月末，公司对外担保余额19.60亿元，其中对重庆忠万高速公路有限公司（以下简称“忠万公司”，为公司联营企业）担保4.00亿元，对万利万达公司担保15.60亿元。公司或有负债风险可控。

截至2022年10月12日，公司涉案金额在1000万元以上的诉讼（仲裁）案件中，公司作为原告的有41起，涉案金额合计26.54亿元，主要为建设工程合同纠纷，多数案件已在审理中或进入执行阶段；公司作为被告的案件14起，涉案金额4.12亿元，主要为建设工程合同纠纷和买卖合同纠纷等。

7. 公司本部财务分析

公司收入主要来源于公司本部及下属高速公路项目公司，公司对子公司整体控制力强。公司本部盈利能力尚可，债务负担适中。

公司本部通过股东会、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2021年末，公司本部资产占合并口径资产总额的比重为63.20%，负债总额占合并口径的比重为53.17%，所有者权益占合并口径的比重为85.78%，公司本部资产、负债和权益占比较高。

从债务方面来看,2021年末,公司本部全部债务693.04亿元,较年初增长4.73%,占合并口径的52.33%。公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.26%、54.68%和52.55%,较年初变化不大,公司本部债务负担适中。截至2021年末,公司本部现金短期债务比为0.84倍,较上年有所提升。

2021年,公司本部营业总收入占合并口径的18.06%,利润总额占合并口径的46.65%,盈利能力尚可。

截至2022年3月末,公司本部资产总额1304.91亿元,所有者权益504.68亿元,负债总额800.23亿元;公司本部资产负债率61.32%;全部债务705.44亿元,全部债务资本化比率58.30%。2022年1—3月,公司本部营业总收入9.99亿元,利润总额-1.78亿元。

十、外部支持

公司在股权及债权划转、资金注入及政府补贴方面得到了持续有力的外部支持。

1. 股权及债权划转

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30.00%股份、重庆市交通投资有限公司100.00%股份和航发司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,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100.00%股份等无偿划拨至公司,合计增加公司资本公积32.49亿元。

2021年,根据渝国资〔2021〕159号文件,公司无偿受让重庆市其他企业对重庆安全产业发展集团有限公司的债权,资本公积增加1.93亿元。

根据渝财建〔2020〕548号文件,以2019年12月31日为基准日,无偿划转重庆市交通设备融资租赁有限公司0.8%股权,公司2021年资本公积增加855.35万元。

2. 资金注入

资金注入方面,公司可获得车辆购置税补助资金,2019—2021年,公司分别获得6.00亿元、12.46亿元和25.00亿元车辆购置税补助资金,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。

根据渝财建〔2021〕271、350号文件,公司收到重庆市财政局拨付的巫云开高速公路建设专项资金6.00亿元,增加资本公积。

根据重庆市发展和改革委员会《关于下达引导社会资本参与盘活国有存量资产中央预算内投资示范专项2021年中央预算内投资计划的通知》(渝发改投资〔2021〕830号),公司收到中央预算内投资资金,增加资本公积0.77亿元。

2021年,公司下属子公司航发司收到重庆市交通局拨付的水运发展专项资金0.15亿元和交通补助资金3.50亿元,收到潼南区政府投资0.16亿元,增加资本公积。

3. 政府补贴

政府补贴方面,重庆市财政局每年给予公司高速公路补助资金,2019—2021年及2022年1—3月,公司分别收到各项补助资金合计13.21亿元、15.22亿元、1.02亿元和0.62亿元,体现在“其他收益”。此外,2021年,公司“营业外收入”中包含政府补助309.11万元。

十一、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务影响较小;考虑到本期中期票据募集资金拟偿还公司有息

债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

1. 本期中期票据对公司债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度 17.00 亿元，本期中期票据分别占 2022 年 3 月末公司长期债务和全部债务的 1.58%和 1.37%，对公司债务影响较小。截至 2022 年 3 月末，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 67.32%、64.54%和 61.30%，本期中期票据发行后上述指标将分别上升至 67.58%、64.85%和 61.67%，债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金拟部分用于偿还到期债务，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

本期中期票据发行后，截至 2022 年 3 月末，公司发行后长期债务为 1094.65 亿元。2021 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对发行后长期债务的保障情况如下表。

表 13 本期中期票据偿还能力测算

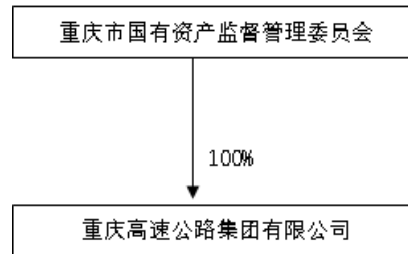
项目	指标值
发行后长期债务*（亿元）	1094.65
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.32
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.09
发行后长期债务/EBITDA（倍）	10.04

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

十二、结论

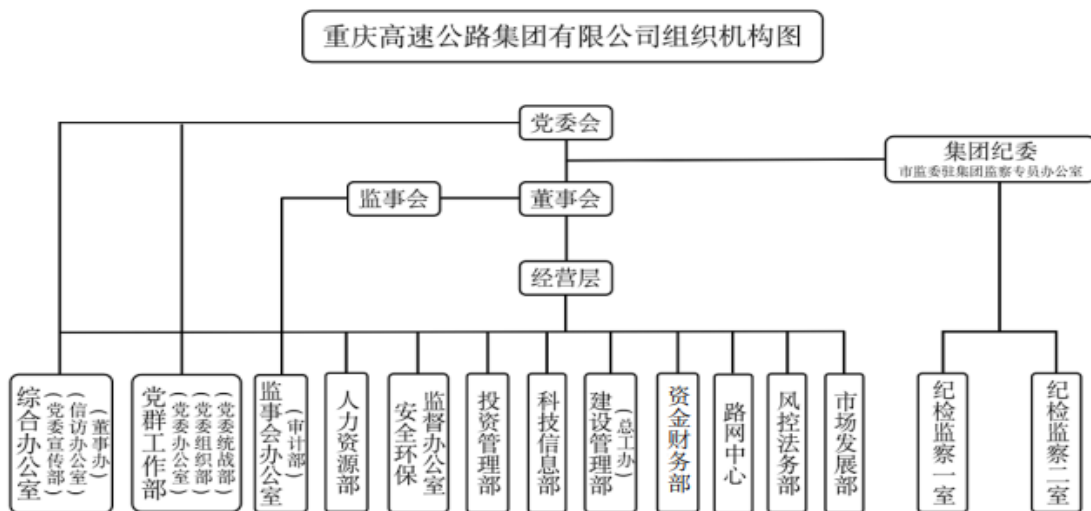
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 6 月末公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月末公司合并范围内二级子公司情况

序号	子公司名称	持股比例（%）	享有的表决权比例（%）
1	重庆高速工程顾问有限公司	100.00	100.00
2	重庆通力高速公路养护工程有限公司	100.00	100.00
3	重庆高速公路土地整治有限公司	100.00	100.00
4	重庆首讯科技股份有限公司	98.31	98.31
5	重庆通慧网联科技有限公司	51.70	51.70
6	重庆通渝科技有限公司	90.00	90.00
7	重庆高速公路股份有限公司	97.00	97.00
8	重庆高速集团（香港）有限公司	100.00	100.00
9	重庆铜永高速公路有限公司	60.00	60.00
10	重庆渝广梁忠高速公路有限公司	60.00	60.00
11	重庆忠都高速公路有限公司	60.00	60.00
12	重庆渝邻高速公路有限公司	51.00	51.00
13	重庆渝合高速公路有限公司	51.00	51.00
14	重庆江碁高速公路有限公司	60.00	60.00
15	重庆高速公路投资控股有限公司	100.00	100.00
16	重庆高速资产经营管理有限公司	100.00	100.00
17	重庆通粤高速公路有限公司	57.00	57.00
18	重庆渝蓉高速公路有限公司	60.00	60.00
19	重庆巡航高速一号产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.10	100.00
20	重庆高速公路路网管理有限公司	100.00	100.00
21	重庆安全产业发展集团有限公司	100.00	100.00
22	重庆航运建设发展（集团）有限公司	100.00	100.00
23	重庆天创汽车租赁有限公司	100.00	100.00
24	重庆公路养护工程（集团）有限公司	100.00	100.00
25	重庆鹏途企业管理咨询有限公司	100.00	100.00
26	重庆通洋公路工程有限公司	100.00	100.00
27	重庆巨能建设（集团）有限公司	100.00	100.00
28	重庆高速巫云开建设有限公司	100.00	100.00
29	重庆中渝高速公路有限公司	100.00	100.00

注：1. 重庆巡航高速一号产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人为重庆高速公路产业股权投资基金管理有限公司（重庆高速公路投资控股有限公司持股 97%），公司本部对其视同二级子公司并表，0.10%的持股比例系按照实缴资本占比计算；2. 公司和巨能集团分别直接持有重庆航运建设发展（集团）有限公司 74.23%和 25.77%的股权

资料来源：公司提供及公开资料

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	44.42	89.02	78.44	90.57
资产总额（亿元）	1894.09	2149.43	2177.76	2081.75
所有者权益（亿元）	605.35	651.12	669.69	680.33
短期债务（亿元）	45.33	204.84	163.15	160.56
长期债务（亿元）	1134.20	1100.48	1161.33	1077.65
全部债务（亿元）	1179.53	1305.32	1324.49	1238.20
营业总收入（亿元）	136.08	231.49	278.80	62.16
利润总额（亿元）	8.39	3.09	6.07	2.24
EBITDA（亿元）	101.91	100.47	109.02	--
经营性净现金流（亿元）	99.09	84.34	99.49	13.44
财务指标				
现金收入比（%）	108.58	100.36	96.59	115.98
营业利润率（%）	33.41	21.82	23.74	25.56
总资本收益率（%）	3.38	2.91	2.87	--
净资产收益率（%）	0.99	0.07	0.28	--
长期债务资本化比率（%）	65.20	62.83	63.43	61.30
全部债务资本化比率（%）	66.08	66.72	66.42	64.54
资产负债率（%）	68.04	69.71	69.25	67.32
流动比率（%）	77.82	75.84	79.33	98.98
速动比率（%）	65.81	68.61	71.31	89.71
经营现金流动负债比（%）	68.09	22.12	30.00	--
现金短期债务比（倍）	0.98	0.43	0.48	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	1.85	1.73	1.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.57	12.99	12.15	--

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 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 2020 年数据来自 2021 年年报的期初数/上年同期数

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	24.01	58.62	48.02	51.44
资产总额（亿元）	1199.25	1308.00	1376.26	1304.91
所有者权益（亿元）	483.57	537.86	574.43	504.68
短期债务（亿元）	27.98	84.13	56.95	59.63
长期债务（亿元）	605.58	577.61	636.08	645.81
全部债务（亿元）	633.56	661.74	693.04	705.44
营业总收入（亿元）	55.11	47.67	50.34	9.99
利润总额（亿元）	1.53	7.11	2.83	-1.78
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	55.20	70.60	58.40	0.25
财务指标				
现金收入比（%）	90.15	99.32	101.10	102.32
营业利润率（%）	36.13	36.21	41.47	48.09
总资本收益率（%）	2.66	2.99	2.31	--
净资产收益率（%）	0.32	1.25	0.48	--
长期债务资本化比率（%）	55.60	51.78	52.55	56.13
全部债务资本化比率（%）	56.71	55.16	54.68	58.30
资产负债率（%）	59.68	58.88	58.26	61.32
流动比率（%）	76.42	65.14	67.71	135.52
速动比率（%）	76.29	65.10	67.61	135.41
经营现金流动负债比（%）	51.20	37.96	36.57	--
现金短期债务比（倍）	0.858	0.697	0.843	0.86
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. “/”表示相关数据未获取；2. 公司本部公司 2022 年一季度数据未经审计，相关指标未年化
 资料来源：联合资信根据公司本部财务数据整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

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 2022 年度第四期中期票据的 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。