

信用等级公告

联合[2016] 249 号

联合资信评估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 2016 年度第一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

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年二月二十二日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

重庆高速公路集团有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2016 年 2 月 22 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	1251.52	1389.75	1475.26	1588.74
所有者权益(亿元)	450.02	479.22	502.86	524.01
长期债务(亿元)	704.21	782.81	860.71	955.60
全部债务(亿元)	731.64	819.18	892.96	979.11
营业收入(亿元)	42.83	54.88	63.20	50.51
利润总额(亿元)	4.72	7.05	7.52	10.75
EBITDA(亿元)	54.44	63.93	70.70	--
经营性净现金流(亿元)	55.79	50.33	34.81	62.38
营业利润率(%)	39.05	40.83	40.26	48.66
净资产收益率(%)	0.75	0.93	1.08	--
资产负债率(%)	64.04	65.52	65.91	67.02
全部债务资本化比率(%)	61.92	63.09	63.97	65.14
流动比率(%)	97.58	101.53	91.14	125.04
全部债务/EBITDA(倍)	13.44	12.81	12.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.30	1.27	1.11	--
EBITDA/ 本期中期票 据额度(倍)	5.44	6.39	7.07	--

注: 公司 2015 年三季度财务数据未经审计。

分析师

焦洁 卜彦花

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

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具有显著优势。近年来,公司持续获得政府的大力支持;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流入。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司资本性支出较大、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整体盈利能力较弱,公司未来融资压力较大,债务负担可能存在进一步加重,上述因素可能对其信用水平带来的不利影响。

重庆享有西部大开发、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,也是中央扩大内需基础设施的重点投资区域之一,高速公路建设发展前景好。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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营获现能力较强,EBITDA 及经营活动现金流对本期中期票据保障程度好。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,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

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 EBITDA 和经营活动产生的现金流对本期中期票据保障程度高。

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、重庆高速公路集团有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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9月底,公司的实收资本为402.98亿元。

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9月底,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;2014年,公司将重庆鑫渝高速公路有限公司纳入合并范围。截至2015年9月底,公司拥有17个

全资及控股二级子公司、16个参股公司。

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68.52%,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2014年底,公司主要在建高速公路包括10条:有渝蓉项目、奉溪项目、渝广高速、梁忠高速、万达高速、铜永高速、江碁高速、忠都高速、酉沿高速、万利高速,其中,铜永高速、万达高速截至目前已通车,暂不转固。

截至2014年底,公司合并资产总额1475.26亿元,所有者权益合计502.86亿元(其中少数股东权益54.73亿元);2014年公司实现营业收入63.20亿元,利润总额7.52亿元。

截至2015年9月底,公司合并资产总额1588.74亿元,所有者权益合计524.01亿元(其中少数股东权益59.68亿元);2015年1~9月公司实现营业收入50.51亿元,利润总额10.75亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司于2015年注册20亿元中期票据,本期计划发行2016年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),额度为10亿元,期限为5年,按年付息,到期一次还本。

公司计划将本期中期票据的募集资金全部用于归还银行借款以改善融资结构,降低融资成本。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在

实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基

准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 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，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，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，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）高速公路行业概况

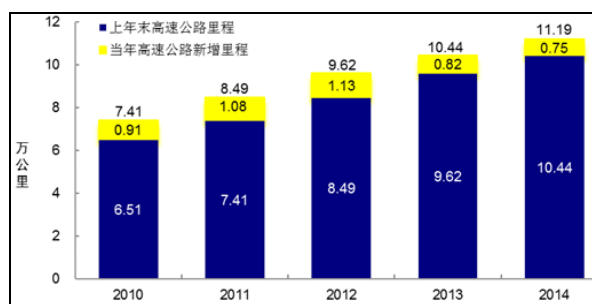
根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网众的骨架，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高生活质量以及维护国家安全有重要作用。

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自 1988 年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶

段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2014年底的11.19万公里，年均复合增幅超过20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。

图1 2010~2014年中国高速公路通车里程



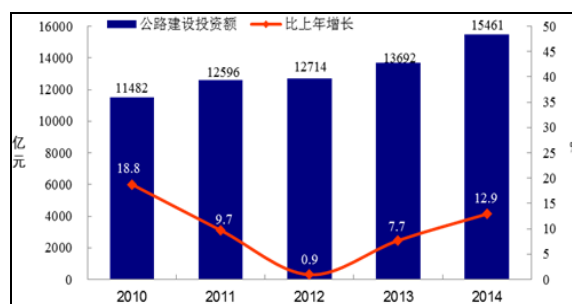
资料来源：交通运输部

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2014年交通运输行业发展统计公报显示，2014年全国完成公路建设投资15460.94亿元，比上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7818.12亿元，增长7.1%。普通国省道建设完成投资4611.82亿元，增长18.9%。农村公路建设完成投资3030.99亿元，增长20.4%，新改建农村公路23.21万公里。截至2014年底，全国公路总里程达446.39万公里，比上年末增加10.77万公里。

2015年1~9月，全国公路建设完成投资11533亿元，同比增长7.1%。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。

加快高速公路建设是中国经济发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

图2 2010~2014年公路建设投资额及增长速度



资料来源：交通运输部

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通车市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。

2012年，全国公路客运量和货运量分别为355.70亿人和318.85亿吨，同比增速分别为8.24%和13.06%；公路客运周转量和货运周转量分别为18467.55亿人公里和59534.86亿吨公里，分别同比增长8.2%和15.9%。2012年，受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项

清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日面收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。

2013年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11250.94亿人公里和55738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长3.3%和11.2%。

2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.50亿人和333.28亿吨，同比增速分别为2.8%和8.3%；公路客运周转量和货运周转量分别为11981.70亿人公里和61016.62亿吨公里，分别同比增长6.5%和9.5%。

2015年1~9月，公路营业性客运持续下降，客运量降幅为0.7%。公路货运仍保持稳定增长，完成货运量257.3亿吨，增长6.0%。随着经济增长减缓，公路行业景气度持续下降，但受私家车保有量增长和公路通车里程增长影响，公路客货运依然维持增长态势。

（2）高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建的，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。

然而，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。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

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。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，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。

2013年5月，交通运输部发布《收费公路管理条例(修正案征求意见稿)》，对高速公路期满后处理、收费标准、免费政策补偿等方面做了修订。

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，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，体现了“两个公路体系”统筹发展的导向。一是从资金来源上，明确政府对非收费公路的投入义务，明确收费公路的多元化筹资渠道。二是从等级构成上，明确收费公路以高速公路为主体。三是明确政府收费公路不得无偿划拨，除收费公路权益外，收费公路资产不得转让和上市交易。四是调整收费期限。

(3) 高速公路发展前景

2005年1月,中国公布了《国家高速公路网规划》,规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路,建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络,要求做到东部地区平均30分钟上高速,中部地区平均1小时上高速,西部地区平均2小时上高速,2020年高速公路总里程达到8.5万公里,连接所有人口在20万以上的城市,基本形成国家高速公路网(7918网¹)。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段,公路行业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,根据交通部投资计划,全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。与此同时,交通运输部将修订国家高速公路网规划,未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜,尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。同时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。按照国务院公布的高速公路网发展规划,中国将加快国高网主骨架建设,预计到“十二五”末7918路网将基本建成,届时,中国高速公路通车总里程将有望达到10万公里,超越美国跃居世界第一。

根据《交通运输“十二五”发展规划》,“十二五”末,国家高速公路网将基本建成,高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划,到2015年底,高速公路通车里程超过5000公里的省份将达到16个,3000-5000公里的将达9个,特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份,高速公路建设欲望尤其强力,比如:新疆、青海、内蒙古、广西、贵州和黑龙江等省份,纷纷提出“县县通高速”的口号。目前,交通运输“十三五”发展规划编

制已全面启动,是新一轮大部门制改革后交通运输部组织编制的第一个综合交通运输发展规划。“十三五”发展规划将对全面深化交通运输改革开放,激发行业发展新动力;以综合交通运输体系建设为着力点,实现交通运输协调发展;以多式联运为突破口,提升现代物流发展水平;以发展公共交通为导向,推进区域交通一体化;以信息化智能化为引领,推进交通运输现代化进程;以节能减排为抓手,推动交通运输可持续发展等方面进行研究。

2. 重庆市区域环境

根据《2014年重庆市国民经济和社会发展统计公报》,2014年,重庆市区域经济持续稳定增长。2014年,全年实现地区生产总值14265.40亿元,比上年增长10.9%。其中,第一产业增加值1061.03亿元,增长4.4%;第二产业增加值6531.86亿元,增长12.7%;第三产业增加值6672.51亿元,增长10.0%。三次产业结构比为7.4:45.8:46.8。非公有制经济实现增加值8750.14亿元,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47859元(7791美元),比上年增长10.0%。

2014年,固定资产投资增速趋于平稳。全年完成固定资产投资总额13223.75亿元,比上年增长18.0%。其中,第一产业投资486.91亿元,增长10.3%;第二产业投资4167.87亿元,增长17.9%;第三产业投资8568.97亿元,增长18.5%。基础设施建设投资3386.23亿元,增长14.3%,占全市固定资产投资的25.6%;民间投资6558.04亿元,增长27.1%,占全市固定资产投资的比重为49.6%。

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,2014年重庆市城市居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别为25147元和9490元,比上年分别增长9.1%和11.7%。收入的增加有力的促进城市居民消费水平,2014年,重庆市全年实现社会消费品

¹ “7918”: 7条以北京为起点的高速公路放射线, 9条南北纵向高速公路, 18条东西横向高速公路。

零售总额 5096.20 亿元，扣除价格因素，比上年增长 12.0%。全年实现进出口总额 954.50 亿美元，比上年增长 39.0%。

经济的高速增长带动了重庆市财政实力的进一步增强。2014 年，重庆市完成公共财政预算收入 1921.88 亿元，同比增长 13.50%。其中，税收收入 1281.70 亿元，增长 15.20%。完成公共财政预算支出 3303.72 亿元，同比增长 7.88%。

根据重庆市“十三五”规划刚要，十三五期间要推进高速公路通道建设，以构建长江经济带综合立体交通走廊、推进省际间互联互通等为重点，加快高速公路通道建设，新增 7 条高速公路通道，跨区域通达条件和运输能力显著提升。加快建设绵阳至九寨沟高速公路，建成巴中至桃园高速公路，向北经陕西、甘肃对接欧亚大陆桥。建成宜宾至习水、彝良高速公路和攀枝花至大理高速公路，开辟西南大通道。加快建设泸州至荣昌、成都天府国际机场经资阳至潼南等高速公路，建成成都经安岳至重庆、巴中经广安至重庆等高速公路，扩大向东交通通道。加快建设马尔康至久治等高速公路，建成汶川至马尔康、雅安至康定高速公路，向西连接通往中亚和巴基斯坦的经济走廊。

整体看，近几年重庆市经济发展迅速，经济实力不断增强，未来在国家政策和周边城市的带动下，经济将呈现大幅上涨。此外，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，将有利于交通基础设施建设类企业的发展。

3. 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《2014 年重庆市国民经济和社会发展统计公报》发布的数据，截至 2014 年底，全市高速公路通车总里程超过 2400 公里，路网密度 2.9 公里/百平方公里，居西部第一。2015 年重庆市新增

高速公路 125 公里，重庆市高速公路总里程将达到 2525 公里。

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。

根据《重庆市高速公路网规划（2013-2030 年）》，到 2030 年，重庆市将建成“三环十二射七联线”高速公路网，通车里程达到 4000 公里以上，省际通道增加至 28 个。具体为：对现有的成渝、渝长等射线高速公路进行扩能，扩能项目达 250 公里；新增 2 条射线，涉及高速公路里程达 139 公里，增加两个省际出口；新增 4 条联线，延长 1 条联线，规划里程达 473 公里，将新增对外出口 4 个；新增 8 条支线，规划里程达 183 公里，新增对外出口 3 个；新增 3 条重要城市过境环线，即黔江过境东南环线、永川过境东南环线和江津过境北环线等 3 条高速公路，规划里程合计约 60 公里。同时，万州、涪陵和合川也将形成自己的过境环线。

重庆市 2015 年加快丰都至忠县、忠县至万州、江津至綦江、梁平至忠县等 14 个项目、690 公里的建设进度，建成了黔江至恩施、铜梁至永川、开县至开江 3 个项目，新增通车里程 125 公里，使全市高速公路通车总里程达到 2525 公里，对外通道达到 13 个。

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，近年，重庆市高速公路建设加快发展；公司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。公司拥有良好的发展机遇。

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9月底已超过1500亿元，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68.52%。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”的基础上将再增加1000公里，达到3000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，后期增长潜力巨大，竞争实力很强。

3. 人员素质

截至2015年9月底，公司有15位高层管理人员，包括1位董事长、1位总经理、4位副总经理、1位党委副书记和1位监事长等，全部具有大学本科以上学历。

公司董事长许仁安先生，1968年5月出生，工程硕士，中共党员，正高级工程师，现任重庆高速公路集团有限公司董事长、法定代表人。历任重庆市公路养护管理总段机关副处长，重庆市交通委员会科员，重庆市公路局副局长，重庆市高等级公路建设投资有限公司副总经理、总经理，重庆市交通旅游投资集团公司总经理，重庆高速公路集团有限公司总经理，从2013年9月开始担任重庆高速公路集团有限公司董事长、法定代表人。

截至2015年9月底，公司共有在岗职工6266人，其中，具备职称人员706人，占员工总数的11.30%。按学历划分，大学本科及以上学历1462

人，占23.30%，大专学历2285人，占36.50%，其他2519人，占40.20%；按年龄划分，30岁以下2488人，占39.70%，30岁至50岁3511人，占56.00%，50岁以上267人，占4.30%。

总体看，公司员工整体素质较好，能满足公司发展需要。

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1~9月收到财政补贴25.91亿元，其中15.07反映在营业外收入，10.84反映在实收资本。

表1 政府资金支持明细（单位：亿元）

年 度	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~9 月
交通部补助款	31.05	31.00	14.54	10.84
重庆市财政补贴	17.72	12.64	16.66	15.07
合 计	48.77	43.64	31.20	25.91

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9月底，公司已协议储备土地共计20613.73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亩，丰都789.31亩，忠县500亩，石柱700亩，黔江865.87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5.82亿元和0.04亿元，反映为“营业外收入—固定资产处置利得”科目。根据公司土地出让计划，2015年公司预计可获得土地出让收入返还为5亿元。

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公司下属重庆高速公路资产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

1. 法人治理结构

公司属国有独资的有限责任公司，实行董事会领导下的总经理负责制。

董事长为公司的法定代表人，总经理全面领导和管理公司业务工作，公司设董事长1名，总经理1名，副总经理若干名。

公司设立董事会和监事会，监事的任期为每届三年，任期届满可以连选连任。

公司总经理、副总经理等高级管理人员由重庆市国资委、市交委联合任命，公司部门中层管理人员任免由董事会决定。公司通过公司章程和各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、职责、权限等作了相应的约束。重庆

市国资委、市交委按年度对公司高级管理人员业绩和履职情况进行考评，并将考评结果作为高级管理人员激励的主要依据之一。公司对下属主要的被控股企业委派专职董事及财务负责人，履行出资人职责并对其财务管理工作进行指导和管理；公司薪酬与考核委员拟定直属企业经营者的绩效考核标准并进行考核。

2. 管理水平

公司内设法务审计部、资本运营部、综合办公室、人力资源部、党群工作部、纪检监察部、征地拆迁协调办公室、安全办公室 8 个部门，以及财务资产管理中心、路网管理中心和建设管理中心 3 个中心。公司重视管理制度的建设与实施，坚持制度先行，不断加强内部控制管理，经过十多年的发展，公司各项制度体系日益健全。

会议制度方面，公司制定了董事会会议制度、监事会会议制度、总经理办公会议制度、工作分析例会制度等，根据这些制度规定，公司定期召开各项会议，及时讨论解决经营发展中出现的问题并对集团发展战略作出微调，使公司经营活动的开展更加贴近和切入市场，保证了公司经营战略目标的顺利实现。

全面预算管理制度方面，公司制定了《全面预算管理实施细则》及《重庆高速公路集团有限公司预算管理办法》等制度，成立了权威性和独立性较强的预算管理委员会，根据预算委员会确定的预算大纲，采取上下结合的方式，科学编制预算，保证目标的一致性。公司在预算的执行过程中，严格监督，并对预算执行情况进行分析和评估，对企业经营活动全过程进行控制和管理，并对现行的业绩进行考核与评价。

对外投资决策机制方面，公司对新增的股权投资、实业项目投资及 200 万元以上经营性固定资产购置或租赁等投资项目进行了有效管理，先后出台了《重庆高速公路集团有限公司投资管理制度》、《重庆高速公路集团有限公

司成员企业董事会运作规定》、《重庆高速公路集团有限公司成员企业监事会工作规范》等管理制度，加强对外投资的决策管理，经过严格的审批程序，使对外投资活动得到有效的事前控制，并且强化对外投资的跟踪管理。

对外担保制度方面，公司制定了《重庆高速公路集团有限公司对外担保管理办法》，规定集团范围内所有对外担保事项均由公司本部统一管理、控制，公司总经理办公会议按照董事会的授权，对集团范围所有担保事项进行审批。另外，公司对担保对象、范围及限额做了严格规定：对参控股企业的担保，由办公会议集体审批，原则上前次担保未解除，不得提供下次担保。公司可按投资比例对参控股企业贷款提供担保，如需进行全额担保，必须由参控股企业的董事会对此作出决议，并出具委托书，同时，还必须有参控股企业的其他投资者出具的反担保书；对与公司无投资关系的企业，原则上不提供担保，如有特殊情况，需由董事会审批。对最高担保额不超过公司净资产的 10%，确需提供担保的，应根据《担保法》要求相关企业提供反担保，并按担保额一定比例收取担保费。

内部审计制度方面，公司专门成立了审计监察室，并制定了《重庆高速公路集团有限公司内审暂行规定》。集团内审工作不仅审计财务收支，更重视从内部控制的制度评审出发，及时发现企业管理中存在的漏洞和经营风险，为公司识别、防范风险服务，实现内部会计控制再监督。

对子公司的管理机制方面，公司制定了《重庆高速公路集团有限公司成员企业重大经济事项报告及常规财务会计资料报送制度》、《重庆高速公路集团有限公司财务总监委派制度》等一系列规章制度。集团对直属企业委派产权代表人与财务负责人，从对人的控制入手，对直属企业加强日常经营的监管与财务的控制，构筑规范有效的管理架构，确保国有资产保值增值。

从总体情况看，公司已基本建立健全了一整套管理制度和良好的管理机制，并不断完善内部管理系统，整体管理风险较低。

七、经营分析

公司在国家规划、计划的统筹安排下，以全资、控股、参股和直接管理等方式从事经营性公路及其它交通基础设施项目的资本营运及重大生产经营活动，对重庆市高速公路的建设、经营、养护和融资等实行集中统一管理。

高速公路车辆通行费收入是公司收入的主要来源，随着收费公路里程稳步增长，公司车辆通行费收入继续平稳增长，2012~2014 年，公司实现通行费收入分别为 40.27 亿元、51.05

亿元和 57.78 亿元，占营业收入的比重分别为 94.02%、93.01%和 91.44%，公司主营业务较为突出。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 50.51 亿元，占 2014 年全年的 79.93%，其中车辆通行费收入 47.92 亿元，占营业收入的比重为 94.86%。

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，2012~2014 年公司高速公路业务毛利率呈上升趋势，2014 年为 45.52%。2015 年 1~9 月，公司高速公路业务毛利率及营业毛利率分别为 52.78%和 52.14%。

表 2 公司 2012~2015 年 9 月营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	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	402707.57	94.02	43.20	510462.58	93.01	44.71	577843.94	91.44	45.52	479163.21	94.86	52.78
其他	25602.40	5.98	36.10	38367.29	6.99	41.98	54119.04	8.56	28.33	25969.25	5.14	40.42
合计	428309.96	100.00	42.78	548829.87	100.00	44.52	631962.98	100.00	44.05	505132.46	100.00	52.14

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 68.52%，2012 年，公司新通车路段包括：江合高速二期和渝宜高速奉巫二期两路段，通车里程分别为 17.64 公里和 29.46 公里。2013 年，公司新通车路段包括：奉溪高速、万南高速、成渝复线高速（渝蓉高速）等 3 条高速公路，通车里程分别为 47.80 公里、30.15 公里和 78.56 公里。2014 年无新通车高速。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。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;酉洪项目和黔西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	渝湘高速黔西段	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;渝湘高速黔西段、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,2012~2014年公司通行费收入继续平稳增长,年均复合增长

19.79%。2014 年，公司通行费收入达到 57.78 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 15.88%）、长万高速（占 11.31%）、绕城高速（占 14.28%）、渝合高速（占 7.75%）、石忠高速（占 6.21%）和界水高速（占 8.62%）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。

2014 年，界水高速和水武高速通行费收入同比分别年均复合增长 22.40%和 29.08%，毛利率分别为 64.07%和 33.33%，系由于湖南段贯通带动车流量及通行费收入大幅增长所致。

绕城高速通行费收入年均复合增长 38.72%，毛利率为 40.60%，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。

江合高速二期于 2012 年底开通，2014 年江合高速通行费收入年均复合增长 85.68%，毛利率高达 60.68%。

南万高速 2013 年 12 月通车，2014 年通行

费收入同比增速高达 1921.81%，主要由于 2013 年只收取一个月的通行费。

毛利率方面，2014 年，公司通行费收入毛利率为 45.52%，年均复合增长 2.65%。其中毛利率水平较高的路段包括：成渝高速（81.62%）、界水高速（64.07%）、渝黔高速（59.96%）、渝合高速（65.40%）、武合高速（61.87%）、长万高速（70.19%）、渝邻高速（60.28%）、江合高速（60.68%）。

2015 年 1~9 月，公司实现通行费收入 47.92 亿元，为 2014 年全年的 79.93%；毛利率为 52.78%，较 2014 年有所增长。

联合资信注意到綦万高速、黄彭高速、云奉高速、奉巫高速毛利率为负，经营情况不理想。綦万高速由于 2014 年大修，成本支出加大，导致毛利率为负；黄彭高速由于 2014 年财务费用增加，导致毛利率为负；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。较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 公司通行费收入构成（单位：万元、%）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	三年复合增长率	2014 年通行费收入占比	2014 年毛利率
界水高速	33238.74	43975.38	49800.43	22.40	8.62	64.07
水武高速	16186.69	22775.99	26970.52	29.08	4.67	33.33
渝黔高速	5011.32	5316.03	5510.28	4.86	0.95	59.96
渝合高速	36959.18	40940.57	44781.37	10.07	7.75	65.40
石忠高速	30918.41	36765.43	35897.42	7.75	6.21	24.49
綦万高速	5439.96	5179.39	6592.82	10.09	1.14	-2.40
武合高速	7991.47	9089.39	9794.38	10.71	1.69	61.87
万开高速	6002.31	6710.02	7283.85	10.16	1.26	23.47
长万高速	55608.65	61158.73	65346.74	8.40	11.31	70.19
成渝高速	95637.73	99000.02	91734.43	-2.06	15.88	81.62
渝邻高速	19616.43	22945.25	24928.93	12.73	4.31	60.28
绕城高速	42870.04	58693.22	82496.59	38.72	14.28	40.60
万云高速	12302.99	13128.13	15911.98	13.73	2.75	0.11
江合高速	3886.17	9219.05	13398.95	85.68	2.32	60.68

黄彭高速	6867.77	10848.74	13646.72	40.96	2.36	-15.20
武黄高速	4799.24	7007.73	8925.61	36.37	1.54	39.60
云奉高速	967.13	4072.81	5402.09	136.34	0.93	-112.53
奉巫高速	322.88	1636.26	2601.54	183.85	0.45	-178.01
彭黔高速	11476.13	18245.71	21292.35	36.21	3.68	4.26
黔西高速	2431.50	12629.59	15436.15	151.96	2.67	2.78
西洪高速	4172.82	20997.27	27505.27	156.74	4.76	13.08
南万高速	--	127.88	2585.49	--	0.45	12.48
合计	402707.57	510462.58	577843.94	19.79	100.00	45.52

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。2014 年，公司主要运行高速

公里车流量总计达到 18879.14 万辆次，年均复合增长 36.64%，公司主要运行高速公路运营情况如下表所示。

表 5 公司主要运行高速公路交通量情况（单位：万辆次、%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	三年复合增长率
成渝路	2011.06	2143.24	2348.40	8.06
长万路	1001.04	1096.51	1179.85	8.56
万开路	349.59	401.87	451.55	13.65
万云路	435.36	477.86	576.98	15.12
云奉路	--	150.08	204.38	--
渝黔路	776.49	888.72	945.72	10.36
水武路	287.51	364.93	456.56	26.02
水界路	776.02	926.41	1179.67	23.29
渝邻路	523.62	589.91	710.41	16.48
彭黔路	--	280.14	320.28	--
黔西路	--	195.40	243.51	--
渝合路	--	1546.53	1939.73	--
武合路	--	353.64	415.29	--
绕城高速	2569.31	3608.21	5120.07	41.17
江合路	423.42	589.10	600.84	19.12
綦万路	229.28	244.99	315.02	17.22
石忠路	485.19	439.42	441.72	-4.58
西洪路	--	319.76	389.83	--
奉巫路	50.53	66.75	98.62	39.70
黄彭路	--	278.7	356.23	--
武黄路	193.26	245.55	306.96	26.03
南万路	--	6.92	161.46	--
奉溪路	--	--	116.06	--

合计	10111.68	15214.63	18879.14	36.64
----	----------	----------	----------	-------

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、襄万	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	超 限 率 ≤30%	按正常车辆的基本费率计收。

车货总重		费率
承载能力	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

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，目前境内较少存在平行公路铁路方式分流的情况，可能有分流的道路包括：①渝遂高速与国道 G319、渝遂铁路平行；②南坪-涪陵高速与一条二级公路平行，对公司重庆-长寿-涪陵线可能造成影响。③成渝城际铁路目前在建，建成后将对成渝高速客运形成一定的影响。④渝万城际铁路在建，部分线路走向与长万高速平行，届时对长万高速客运形成一定分流。

此外，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。

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 2014 年底，公司在建高速公路包括 10 条：有渝蓉项目、奉溪项目、渝广高速、梁忠高速、万达高速、铜永高速、江綦高速、忠都高速、酉沿高速、万利高速。公司目前在建

总里程 521.62 公里，概算总投资 556.81 亿元，截至 2014 年底，已累计完成投资 334.88 亿元。上述在建项目将于 2015~2017 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。2014 年底 10 个高速公路在建项目中，公司对奉溪高速持股比例为 100%，对其他 9 个项目持股比例均为 60%。

表 8 截至 2014 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）	2014 年底累计完成投资	计划通车时间	公司持股比例
1	万达项目	33.16	40.97	29.53	2015	60
2	万利项目	81.28	51.80	19.17	2017	60
3	忠都项目	31.92	32.81	20.89	2015	60
4	铜永项目	40.82	63.67	26.03	2015	60
5	江碁项目	46.55	47.79	24.43	2016	60
6	梁忠项目	63.57	71.90	30.22	2016	60
7	渝广项目	78.27	70.00	30.80	2016	60
8	奉溪项目	59.90	32.90	53.58	2016	100
9	酉沿项目	35.94	30.56	20.44	2015	60
10	渝蓉项目	85.40	79.22	79.79	--	60
合计		556.81	521.62	334.88	--	--

资料来源：公司提供

注：万达高速和铜永高速已于 2015 年通车，试运行，暂不转固。

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 2015~2017 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

公司发展规划为：在完成国家和重庆市规划的高速公路建设任务和做好营运管理的基础上，实现由以建设为主向以经营管理为主的平稳过渡，积极拓展经营，发展多元经济，以和谐、诚信、创新、高效为企业核心价值观，打造成为以高速公路为主业、其他产业并举的投融资集团。

建设方面，公司目前主要进行重庆市“新千公里”项目建设。公司目前在建项目 10 个，在建总里程达 521.62 公里，总投资规模 556.81 亿元，截至 2014 年底已累计完成投资 334.88 亿元。公司仍面临较大的投资压力。

管理方面，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。

随着重庆市“三环十射三联线”骨架高速公路网的逐步建成，公司的资产规模将在现有基础上大幅增加，集团优势进一步增强。公司将强化资产的经营，并逐渐从以高速公路建设、营运的产业经营为主，转变为产业经营与资本经营并重，成为以产业经营支撑资本经营，资本经营推动产业经营的功能完善的投融资集团。

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、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012年财务报表已经大信会计事务所审计，2013~2014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。公司2015年3季度财务报表未经审计。

2014年，公司将重庆鑫渝高速公路有限公司纳入合并范围。截至2015年9月底，公司拥有17个全资及控股二级子公司、16个参股公司。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2014年底，公司合并资产总额1475.26亿元，所有者权益合计502.86亿元（其中少数股东权益54.73亿元）；2014年公司实现营业收入63.20亿元，利润总额7.52亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额1588.74亿元，所有者权益合计524.01亿元（其中少数股东权益59.68亿元）；2015年1~9月公司实现营业收入50.51亿元，利润总额10.75亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，公司资产规模保持了稳定增长趋势，年均增速为8.57%，主要来源于在建工程和其他非流动资产的增长，截至2014年底，公司资产总额1475.26亿元，同比增长6.15%。资产构成仍以非流动资产为主，非流动资产占93.13%，流动资产占6.87%。资产构成

符合高速公路行业特点。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产有小幅波动，三年年均复合增长4.48%，其构成也有所波动。截至2014年底，公司流动资产合计101.39亿元，主要由货币资金（占77.07%）、其他应收款（占7.38%）和其他流动资产（占9.49%）构成。

2012~2014年，公司货币资金年均复合增长3.98%，截至2014年底为78.14亿元，比上年同期下降9.19%。货币资金中主要为银行存款；其他货币资金中受限资金为0.63亿元，主要为通粤、万利万达、渝广梁忠、通力集团等公司的保函保证金、信用证保证金、银行承兑票据保证金。

2012~2014年，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，至2014年底，公司应收账款账面余额为2.06亿元，主要由应收重庆市财政局的路桥车辆年票通行费、重庆市城市建设投资公司的环线租赁通行费和重庆市公路工程（集团）股份有限公司等的工程款构成。

2012~2014年，公司预付账款年均复合增长51.81%，截至2014年底为1.47亿元，比上年同期下降51.81%。主要为预付的工程款和设备租赁款。

2012~2014年，公司其他应收款快速下降，年均复合减少32.49%。截至2014年底，公司其他应收款账面余额7.49亿元。其中按单项金额重大计提坏账准备的其他应收款占比84.52%，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其他应收款占比11.36%，公司对其计提坏账准备210.40万元。2014年底，其他应收款前五名债务人合计欠款6.97亿元。截至2014年底，应收关联方（重庆中信沪渝高速公路有限公司、重庆中信渝黔高速公路有限公司和重庆铁发遂渝高速公路有限公司）往来款4.69亿元，占其他应收款总额的61.45%。

2012~2014 年，公司存货快速增长，三年复合上升 106.82%，主要系工程施工和土地储备的增长，未计提跌价准备。

2012~2014 年，公司其他流动资产年均复合增长 2073.89%，截至 2014 年底为 9.62 亿元，比上年同期下降 61.59%，主要系公司理财产品的减少。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产年均复合增长 8.89%，主要源自可供出售金融资产、在建工程和其他非流动资产的增长。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 1373.87 亿元，其中固定资产占比 66.35%，在建工程占比 27.96%。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产年均复合增长 80.46%，截至 2014 年底，公司可供出售金融资产合计 14.54 亿元，主要是由公司持有的西南证券的限售股和对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响的，在活跃市场没有报价且公允价值不能可靠计量的权益工具构成。

2012~2014 年，公司长期股权投资金额波动增长，年均增速为 5.20%。截至 2014 年底，公司长期股权投资 34.04 亿元，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。

2012~2014 年，公司固定资产规模保持相对稳定，三年年均复合增长率-0.50%。截至 2014 年底，公司固定资产原价合计 1043.75 亿元，主要由公路及建筑物构成；累计折旧为 132.14 亿元；账面价值为 911.61 亿元。2014 年底由在建工程转入固定资产的金额 5.58 亿元，其中，在建工程转入固定资产主要包括江合高速、彭黔高速和西洪高速等；2014 年底已提足折旧仍继续使用的固定资产原值 14.58 亿元；2014 年

计提的折旧费用 21.04 亿元。

2012~2014 年，在建工程年均复合上升 58.92%，截至 2014 年底为 384.18 亿元，同比上升 41.83%，主要系高速公路在建项目推进投资增加所致。

2012~2014 年，无形资产年均复合下降 4.27%，截至 2014 年底为 21.92 亿元，累计摊销 5.30 亿元。主要由土地使用权构成。

截至 2014 年底，公司的其他非流动资产为 6.50 亿元，主要为可供出售金融资产 6.47 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额 1588.74 亿元，较 2014 年底微增 6.15%，主要系在建工程的增加。其中流动资产占 8.54%，非流动资产占 91.46%，资产结构较上年变化不大。

总体来看，公司资产构成仍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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长 5.71%。截至 2014 年底，公司所有者权益 502.86 亿元，同比增长 4.93%，主要来源于实收资本、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 448.13 亿元，实收资本和资本公积分别占 77.98% 和 10.41%。公司所有者权益稳定性好。

2012~2014 年，公司实收资本稳定增长，年均复合增长 3.69%。截至 2014 年底，公司实收资本 392.14 亿元，同比增加 3.25%，系公司收到的交通部投入的项目资本金；公司 2014 年归还股权信托融资款，导致资本公积减少。其他综合收益为公司持有西南证券公允价值变动形成的利得。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 524.01 亿元，较 2014 年底增加 4.93%，主要系公司收到的交通部补助款。所有者权益结构与

规模与上年底基本一致。总体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

2012~2014 年，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。2012~2014 年，公司负债总额年均复合增长 10.15%，截至 2014 年底，公司负债合计 972.40 亿元，同比增长 6.79%，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 88.56%，负债结构与资产结构基本匹配。

2012~2014 年，公司流动负债年均复合增长 8.10%，主要来源于短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债的增长。截至 2014 年底，公司流动负债合计 111.25 亿元，构成以短期借款（占 1.87%）、应付票据（占 7.04%）应付账款（占 42.69%）、其他应付款（占 20.02%）和一年内到期的非流动负债（占 20.08%）为主。

截至 2014 年底，公司流动负债 111.25 亿元，同比下降 12.85%。其中，短期借款 2.08 亿元，较上年底下降 87.85%；应付票据 7.83 亿元，全部为银行承兑汇票；应付账款 47.49 亿元，同比增加 10.47%，主要为应付工程款及质保金；其他应付款 22.27 亿元，同比下降 46.69%，主要系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 21.41 亿元给市财政局；一年内到期的非流动负债 22.34 亿元，其中一年内到期的长期借款 22.31 亿元。

2012~2014 年，公司非流动负债年复合增长 10.42%，截至 2014 年底，公司非流动负债 861.15 亿元，同比增长 10.00%，主要由长期借款（占 91.15%）和应付债券（占 8.79%）构成，金额分别为 784.98 亿元和 75.73 亿元。公司应付债券主要为公司发行的“09 渝高速债”28 亿元、2010 年度第一期中期票据 10 亿元、2011 年度第一期中期票据 10 亿元、2012 年第一期中期票据 10 亿元、2014 年第一期中期票据 20 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司以高速公路收费权

质押向银行融资 845.00 亿元，收费权质押合同金额合计 1206.00 亿元，公司所有权受限的质押资产规模大。高速公路收费权质押的限制给公司未来融资和资产运作带来一定的限制。

截至 2014 年底，公司全部债务 892.96 亿元，同比增长 9.01%，以长期债务为主，占 96.39%。

截至 2014 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.91% 和 63.97%，较上年略有增长，公司有息债务负担仍然较重。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额 1064.72 亿元，较 2014 年底增长 6.79%，主要系长期借款和应付债券的增加所致。负债结构仍以非流动负债为主，占比 89.81%。截至 2015 年 9 月底，公司的全部债务为 979.11 亿元，较 2014 年底增加 9.65%，主要系长期借款和应付债券的增加，公司仍以长期债务为主，占全部债务的 97.60%。截至 2015 年 9 月底，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 67.02%、65.14% 和 64.58%，三项指标较 2014 年底均略有上升。

总体来看，公司有息债务继续增长，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仍然较多，预计公司对外部债务融资的依赖程度依然较大，公司债务负担有可能继续上升。同时，公司所有权受限的质押资产规模大，为公司未来融资和资产运作带来一定限制。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入持续增长，年复合增长率为 21.47%，公司营业收入增长主要来源于车辆通行费收入的增长。2014 年公司营业收入同比增长 15.15%，达到 63.20 亿元。营业利润率为 40.26%，较上年的 40.83% 下降 0.57 个百分点，总资产收益率为 3.36%，较上年的 3.45% 下降 0.09 个百分点，净资产收益率 1.08%，较上年上升 0.15 个百分点。

2012~2014 年，公司的财务费用持续增长，

年均复合增长 11.18%。2014 年债务增幅有所放缓，公司财务费用规模扩张速度相应缓解，期间费用对利润侵蚀程度降低。2014 年，公司财务费用同比增长 9.84%，期间费用占营业收入的比重为 66.41%，较上年下降 3.69 个百分点。

2012~2014 年，公司分别实现投资收益 3.28 亿元、5.14 亿元和 6.30 亿元，年均复合增长 38.68%，主要系公司处置可供出售金融资产取得的投资收益增加所致。公司投资收益对利润贡献大，2012~2014 年投资收益占利润总额的比重分别为 69.46%、72.94%和 83.78%，投资损益对公司整体利润规模产生较大影响。

2012~2014 年，公司营业利润持续为负，2014 年为-10.52 亿元，但亏损规模下降，公司营运路段路网效应发挥对公司盈利能力产生积极影响。

2012~2014 年，公司分别获得营业外收入 21.45 亿元、18.77 亿元和 18.17 亿元，年均复合下降 7.96%。2014 年获得财政补助收入 16.66 亿元，处置非流动资产获利共 1.21 亿元。2012~2014 年，公司分别实现利润总额 4.72 亿元、7.05 亿元和 7.52 亿元，年均复合增长 26.30%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 50.51 亿元，占 2014 年全年的 79.93%，实现利润总额 10.75 亿元，主要来自于年初政府补助。

总体来看，公司收入及利润规模均平稳增长；盈利能力保持稳定。但由于公司债务规模仍然较大，财务费用高，经营性业务仍呈整体亏损态势，盈利对政府补贴的依赖性大。

5. 现金流

2012~2014 年，受益于通行费收入的平稳增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长 16.97%，达到 56.15 亿元。收入实现质量上，一方面，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，2012~2014 年公司应收重庆市财政局路桥年票车辆通行费逐年增加，2012~2014 年公司现金

收入比有所下降，分别为 95.81%、92.19%和 88.84%。2012~2014 年收到其他与经营活动有关的现金波动下降，年均复合下降 5.31%；2012~2014 年支付其他与经营活动有关的现金波动上升，年均复合上升 39.81%。2014 年，受其他往来款增加影响，公司收到及支付其他与经营活动有关的现金均大幅上升，分别为 45.97 亿元和 46.37 亿元。2012~2014 年公司经营活动现金净流量分别为 55.79 亿元、50.33 亿元和 34.81 亿元，年均复合下降 21.01%，虽然有所减少，但经营获现能力仍然较强。

投资活动方面，公司短期理财投资活动反映为“收回投资收到的现金”及“投资支付的现金”，2012~2014 年收回投资收到的现金年均复合增长 1.19%，基本保持平稳；2012~2014 年投资支付的现金年均复合下降 6.41%。2012~2014 年，公司取得投资收益收到的现金年均复合增长 95.89%，2014 年为 4.80 亿元；2012~2014 年公司收到其他与投资活动有关的现金分别为 5.43 亿元、20.71 亿元和 4.62 亿元，2014 年同比下降 77.72%；2012~2014 年公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 13.13 亿元、3.88 亿元和 6.11 亿元，2014 年同比增长 57.38%。2012~2014 年，公司投资活动现金流均表现为净流出，分别为 102.00 亿元、99.87 亿元和 75.18 亿元，净流出规模较大，系在建项目投资支出规模大所致。公司对外投资规模大，对外筹资压力仍然较大。

2012~2014 年，公司的筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 10.01%。2014 年，公司筹资活动现金流入仍主要来自银行贷款，取得借款收到的现金为 116.61 亿元；公司收到交通部补助和吸收江綦、万利万达、忠都、渝广梁忠等合资建设对方股东的投资合计 27.42 亿元，计入“吸收投资收到的现金”。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付利息的现金，2012~2014 年筹资活动现金流出分别为 60.40 亿元、85.65 亿元和 111.93 亿元。2012~2014 年公司筹资活动现金净流入分别为

58.61 亿元、63.02 亿元和 32.10 亿元，呈波动下降趋势。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金净流入 62.38 亿元，投资活动现金净流出 128.67 亿元，筹资活动现金净流入 53.36 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流保持较大规模，经营获现能力较强；投资活动现金需求规模大，外部融资压力仍然较大。未来，随着在建及新建项目的推进，公司投资压力仍然较大，对外融资的依赖程度较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率和速动比率波动下降，2014 年分别 91.14% 和 88.92%，均值分别为 96.75% 和 95.39%。截至 2015 年 9 月底，公司流动比率、速动比率分别上升为 125.04% 和 122.68%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比逐年下降，分别为 58.60%、39.42% 和 31.29%。总体看，公司流动资产中货币资金较为充足，短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年公司 EBITDA 年分别为 54.44 亿元、63.93 亿元和 70.70 亿元，公司 EBITDA 呈现较快增长趋势。EBITDA 利息倍数（已考虑资本化因素）有所下降，2012~2014 年分别为 1.30 倍、1.27 倍和 1.11 倍；2012~2014 年公司全部债务/EBITDA 分别为 13.44 倍、12.81 倍和 12.63 倍。公司 EBITDA 对全部债务的保障程度有所提升。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迅速增长，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 9 月底，公司对外担保 4.00 亿元，或有负债风险低。

截至 2015 年 9 月底，公司获得国内多家银行授信总额为 1455.00 亿元，已使用信用额度为 1118.00 亿元，未使用授信额度 337.00 亿元，公

司间接融资渠道畅通。

7. 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 2 月 17 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。

8. 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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 10 亿元，占 2015 年 9 月底全部债务的 1.02%，对公司现有债务的影响程度较小。

截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.02% 和 65.14%，以公司 2015 年 9 月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 67.22% 和 65.37%，公司债务负担变化不大。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行贷款，预计公司实际债务负担将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 92.30 亿元、81.31 亿元和 102.12 亿元，分别为本期拟发行中期票据的 9.23 倍、8.13 倍和 10.21 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为 55.79 亿元、50.33 亿元和 34.81 亿元，分别为本期中期票据额度的 5.58 倍、5.03 倍和 3.48 倍，公司经营活动现金流对本期中期票据本金覆盖程度好。2012~2014 年，公司 EBITDA/本期发债额度分别为 5.44 倍、6.39 倍

和 7.07 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度高。

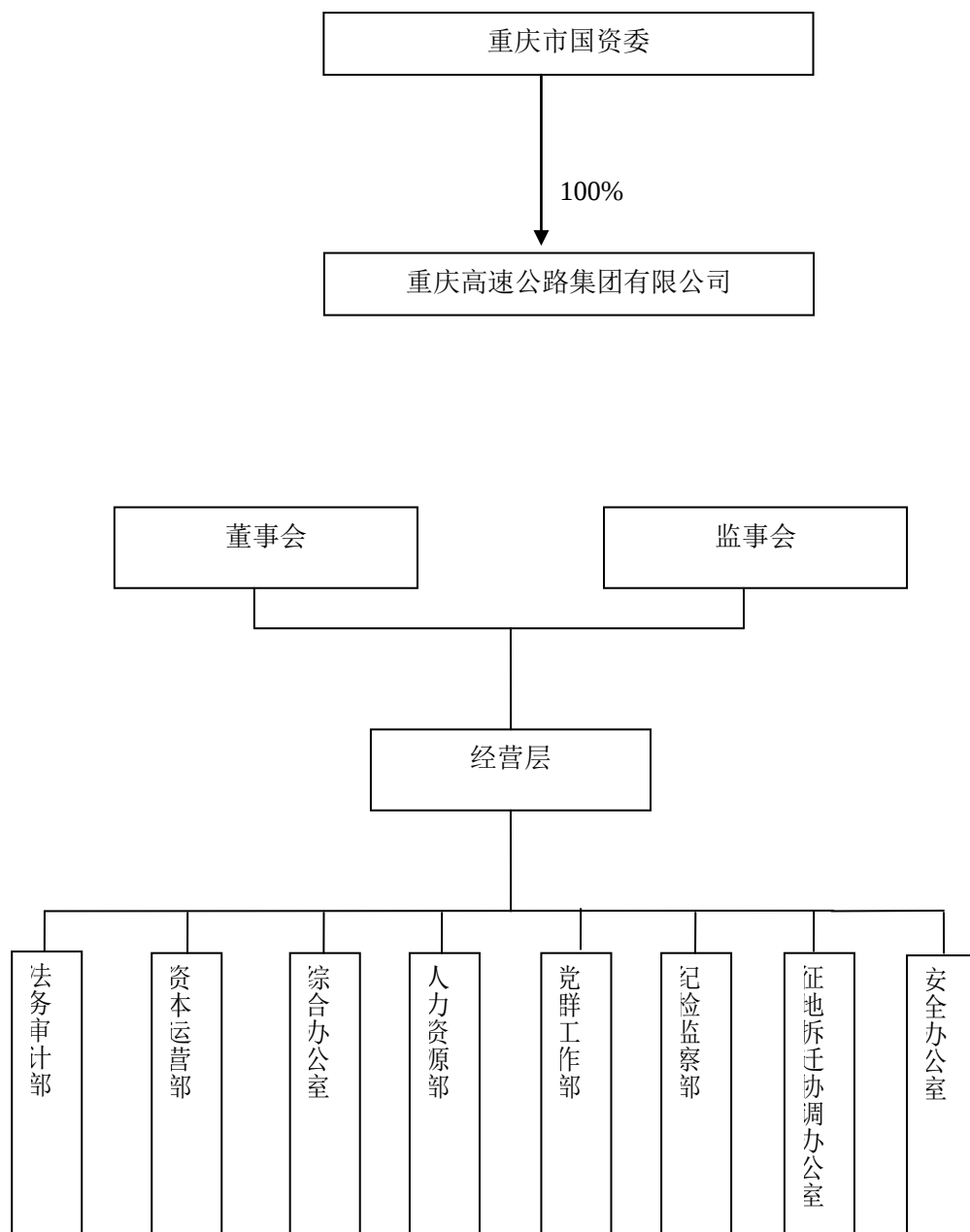
十、结论

高速公路行业具备良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济的稳步发展，中国高速公路建设发展空间较大。

公司作为重庆市唯一的国有独资高速公路投资运营公司，在重庆市内高速公路投资建设、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。近年来伴随投资快速扩张，公司债务规模持续增加，债务负担较重；但公司资产质量良好，并得到市政府和市财政局、市交委在产业政策、财政补助、土地资源、投融资等方面的有效支持。新通车路段效益的逐步显现，有望逐步推动公司整体盈利规模及现金流的增长。公司主体信用风险很低。

目前，公司盈利能力偏弱，但营业收入稳步增长，政府补助为公司盈利提供重要支撑；公司受政府的政策及资金支持，整体偿债能力适宜，且公司 EBITDA 和经营活动现金流净额对本期拟发行中期票据覆盖程度好，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	73.32	86.47	78.26	67.97
资产总额(亿元)	1251.52	1389.75	1475.26	1588.74
所有者权益(亿元)	450.02	479.22	502.86	524.01
短期债务(亿元)	27.43	36.37	32.25	23.50
长期债务(亿元)	704.21	782.81	860.71	955.60
全部债务(亿元)	731.64	819.18	892.96	979.11
营业收入(亿元)	42.83	54.88	63.20	50.51
利润总额(亿元)	4.72	7.05	7.52	10.75
EBITDA(亿元)	54.44	63.93	70.70	--
经营性净现金流(亿元)	55.79	50.33	34.81	62.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	65.38	38.14	34.46	--
存货周转次数(次)	84.65	28.16	17.42	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	95.81	92.19	88.84	88.46
营业利润率(%)	39.05	40.83	40.26	48.66
总资本收益率(%)	3.07	3.45	3.36	--
净资产收益率(%)	0.75	0.93	1.08	--
长期债务资本化比率(%)	61.01	62.03	63.12	64.58
全部债务资本化比率(%)	61.92	63.09	63.97	65.14
资产负债率(%)	64.04	65.52	65.91	67.02
流动比率(%)	97.58	101.53	91.14	125.04
速动比率(%)	96.97	100.29	88.92	122.68
经营现金流动负债比(%)	58.60	39.42	31.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.30	1.27	1.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.44	12.81	12.63	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.23	8.13	10.21	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	5.58	5.03	3.48	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	5.44	6.39	7.07	--

注：公司 2015 年三季度报财务数据未经审计。

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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 重庆高速公路集团有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。重庆高速公路集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现重庆高速公路集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送重庆高速公路集团有限公司、主管部门、交易机构等。

