# 联合资信评估股份有限公司

## 关于《重庆高速公路股份有限公司 2021 年跟踪评级报告》的更正说明

市场投资人：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）根据有关要求对重庆高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）进行了 2021 年跟踪评级，并于 2021 年 6 月 29 日出具了《重庆高速公路股份有限公司 2021 年跟踪评级报告》，原文内容“截至 2020 年底，重庆高速集团受限资产合计 43.17 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”。

现对其进行更正，更正内容为“截至 2020 年末，重庆高速集团受限资产合计 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”。

特此说明

联合资信评估股份有限公司

2021 年 7 月 19 日

# 信用评级公告

联合〔2021〕5907号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆高速公路股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆高速公路股份有限公司主体长期信用等级为AA+，“19渝高股”和“21渝股01”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

评级总监：

二〇二一年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

# 重庆高速公路股份有限公司
# 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

| 项目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|---|---|---|---|---|
| 发行人 | AA+ | 稳定 | AA+ | 稳定 |
| 担保方 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 19 渝高股 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 21 渝股 01 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |

跟踪评级债项概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|
| 19 渝高股 | 10.00 亿元 | 10.00 亿元 | 2024/11/11 |
| 21 渝股 01 | 9.00 亿元 | 9.00 亿元 | 2026/01/13 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|---|---|
| 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 |

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

发行人评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aa+ | | 评级结果 | AA+ |
|---|---|---|---|---|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 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 | 2 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F2 | 现金流 | 资产质量 | 3 |
| | | | 盈利能力 | 1 |
| | | | 现金流量 | 2 |
| | | 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

重庆高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）是重庆高速公路集团有限公司（以下简称“重庆高速集团”）重要的经营实体之一，所辖高速公路资产质量较好。公司经营获现能力较强，债务规模持续下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利水平受新冠肺炎疫情影响较大和短期偿债能力指标表现弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着重庆市经济稳步增长，汽车保有量不断提高，公司所辖路产的持续培育，公司业务有望保持稳步发展。

“19 渝高股”和“21 渝股 01”由重庆高速集团提供不可撤销的连带责任担保，联合资信评定重庆高速集团的主体长期信用评级为 AAA，评级展望为稳定，重庆高速集团提供的担保显著提升了上述债券本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“19 渝高股”和“21 渝股 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

## 优势

1. **外部环境良好。**重庆市经济稳步增长，高速路网进一步加密，汽车保有量增长较快，公司发展的外部环境良好。
2. **所辖路产质量较好。**公司作为重庆高速集团重要的经营实体之一，所辖高速公路资产质量较好。
3. **担保增信措施。**重庆高速集团为“19 渝高股”和“21 渝股 01”提供不可撤销的连带责任担保，显著提升了上述债券本息偿还的安全性。

## 关注

1. **盈利水平受新冠肺炎疫情影响较大。**受新冠肺炎疫情防控期间免收高速公路通行费的政策影响，2020 年，公司营业收入规模及利润总额有所下降。
2. **短期偿债能力指标表现弱。**跟踪期内，由于公司资金集中管理，货币资金规模较小，现金类资产进一步下降，短期偿债能力指标表现弱。

分析师：
袁　琳　登记编号（R0040218080001）
高朝群　登记编号（R0040220040009）
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

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） | 2.37 | 0.92 | 0.06 | 0.04 |
| 资产总额（亿元） | 135.61 | 130.74 | 125.36 | 125.03 |
| 所有者权益（亿元） | 48.00 | 50.66 | 51.28 | 53.42 |
| 短期债务（亿元） | 17.75 | 7.00 | 17.77 | 7.44 |
| 长期债务（亿元） | 63.33 | 66.73 | 49.84 | 58.32 |
| 全部债务（亿元） | 81.08 | 73.73 | 67.61 | 65.75 |
| 营业收入（亿元） | 18.80 | 19.84 | 15.99 | 5.21 |
| 利润总额（亿元） | 5.41 | 7.29 | 4.83 | 2.42 |
| EBITDA（亿元） | 14.44 | 15.80 | 13.00 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 12.48 | 14.63 | 10.52 | 2.86 |
| 营业利润率（%） | 51.45 | 54.21 | 47.21 | 50.62 |
| 净资产收益率（%） | 9.54 | 12.30 | 8.14 | -- |
| 资产负债率（%） | 64.60 | 61.25 | 59.09 | 57.27 |
| 全部债务资本化比率（%） | 62.81 | 59.27 | 56.87 | 55.17 |
| 流动比率（%） | 33.20 | 48.87 | 29.50 | 64.76 |
| 经营现金流动负债比（%） | 52.01 | 111.83 | 43.55 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.13 | 0.13 | * | 0.01 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 4.16 | 4.90 | 4.70 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 5.61 | 4.67 | 5.20 | -- |
| 公司本部（母公司） | | | | |
| 项　目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
| 资产总额（亿元） | 124.42 | 120.37 | 116.64 | 116.31 |
| 所有者权益（亿元） | 39.34 | 41.84 | 44.50 | 45.87 |
| 全部债务（亿元） | 81.08 | 73.73 | 67.61 | 65.75 |
| 营业收入（亿元） | 11.04 | 11.62 | 9.71 | 3.51 |
| 利润总额（亿元） | 1.85 | 4.38 | 4.39 | 1.52 |
| 资产负债率（%） | 68.38 | 65.24 | 61.85 | 60.56 |
| 全部债务资本化比率（%） | 67.33 | 63.80 | 60.31 | 58.90 |
| 流动比率（%） | 33.84 | 47.57 | 24.49 | 52.71 |
| 经营现金流动负债比（%） | 34.09 | 82.07 | 36.55 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.04 | 0.01 | 0.00 | 0.01 |

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告已将其他流动负债的有息部分计入短期债务核算；3. 2020 年公司现金短期债务比为 0.0035 倍，上表使用“*”表示
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

担保方主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项　目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
| 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 |
| 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 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 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 |

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. 重庆高速集团 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：重庆高速集团财务报表，联合资信整理

## 评级历史：

| 债项简称 | 债项级别 | 主体级别 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 21 渝股 01 | AAA | AA+ | 稳定 | 2020/12/24 | 郝一哲<br>唐 嵩 | 联合资信评估有限公司收费公路运营企业信用评级方法<br>联合资信评估有限公司收费公路运营企业主体信用评级模型（打分表） | 阅读全文 |
| 19 渝高股 | AAA | AA+ | 稳定 | 2020/06/23 | 李乃鹏<br>郭雄飞 | 收费公路运营企业信用评级方法（2020 年） | 阅读全文 |
| 19 渝高股 | AAA | AA+ | 稳定 | 2019/08/13 | 黄旭明<br>李乃鹏 | 收费公路运营企业信用评级方法（2020 年） | 阅读全文 |

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由重庆高速公路股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 重庆高速公路股份有限公司
# 2021 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、注册资本和经营范围均未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 15.60 亿元，其中重庆高速公路集团有限公司（以下简称“重庆高速集团”）持有公司 97.00%的股份，重庆高速公路投资控股有限公司持有公司 3.00%的股份，重庆高速集团直接和间接持有公司 100%股权，公司实际控制人仍为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）。

截至 2020 年底 ，公司资产总额 125.36 亿元，所有者权益 51.28 亿元（其中少数股东权益 4.32 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 15.99 亿元，利润总额 4.83 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 125.03 亿元，所有者权益 53.42 亿元（其中少数股东权益 4.70 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.21 亿元，利润总额 2.42 亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区新南路 52 号；法定代表人：吴志辉。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况

| 债券名称 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 起息日 | 期限 |
|---|---|---|---|---|
| 19 渝高股 | 10.00 | 10.00 | 2019/11/11 | 3+2 年 |
| 21 渝股 01 | 9.00 | 9.00 | 2021/01/13 | 3+2 年 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我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，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，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 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增

速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年一季度（括号内为两年平均增速） |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 83.20 | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 24.93 |
| GDP 增速（%） | 6.95 | 6.75 | 6.00 | 2.30 | 18.30（5.00） |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.60 | 6.20 | 5.70 | 2.80 | 24.50（6.80） |
| 固定资产投资增速（%） | 7.20 | 5.90 | 5.40 | 2.90 | 25.60（2.90） |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 10.20 | 8.98 | 8.00 | -3.90 | 33.90（4.20） |
| 出口增速（%） | 10.80 | 7.10 | 5.00 | 4.00 | 38.70 |
| 进口增速（%） | 18.70 | 12.90 | 1.70 | -0.70 | 19.30 |
| CPI 增幅（%） | 1.60 | 2.10 | 2.90 | 2.50 | 0.00 |
| PPI 增幅（%） | 6.30 | 3.50 | -0.30 | -1.80 | 2.10 |
| 城镇失业率（%） | 3.90 | 4.90 | 5.20 | 5.20 | 5.30 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 6.50 | 5.60 | 5.00 | 1.20 | 13.70（4.50） |
| 公共财政收入增速（%） | 7.40 | 6.20 | 3.80 | -3.90 | 24.20 |
| 公共财政支出增速（%） | 7.70 | 8.70 | 8.10 | 2.80 | 6.20 |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，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

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度，M2 余额 227.65

万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

**稳健的货币政策要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，**保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

## 五、行业及区域经济环境

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《中国人民共和国公路法》，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 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年底提高 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 3　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 | -47.0 |
| 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 |

注：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比较优势。

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。

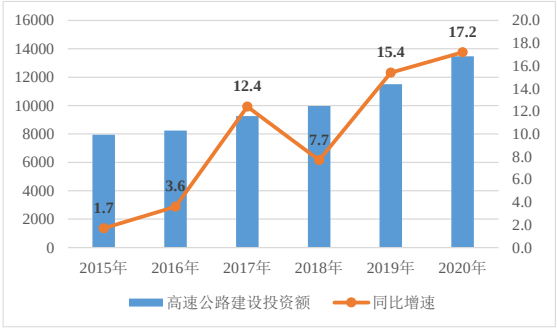
（3）行业特点

**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。

**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、%）




注：联合资信根据交通运输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 4　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 | -- |

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

（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

**重庆市经济稳步增长，汽车保有量增长较快，公司发展面临良好的外部发展环境。**

根据《2020 年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，初步核算，重庆市 2020 年实现地区生产总值 25002.79 亿元，比上年增长 3.9%。按产业分，第一产业增加值 1803.33 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 9992.21 亿元，增长 4.9%；第三产业增加值 13207.25 亿元，增长 2.9%。三次产业结构比为 7.2:40.0:52.8。人均 GDP7.8 万元，比上年下降 2.63%。

2020 年底，重庆全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，去年同期分别为 3233 公里和 211 公里/百平方公里，高速路网进一步加密。2020 年底，重庆市民用车辆拥有量 764.88 万辆，比上年底增长 16.6%。其中，私人汽车拥有量 697.10 万辆，增长 17.6%。同期，民用轿车拥有量 254.10 万辆，增长 7.7%。其中，私人轿车 233.99 万辆，增长 8.7%。2020 年，重庆市公路货物运输总量 9.97 亿吨，货物运输周转量 1055.45 亿吨公里，公路旅客运输总量 3.15 亿人次，比上年下降 38.3%。公路旅客运输周转量 140.60 亿人公里，下降 42.1%。

财政收入方面，2020 年重庆市一般公共预算收入 2094.8 亿元，比上年下降 1.9%，其中税收收入 1430.7 亿元，下降 7.2%；一般公共预算支出 4893.9 亿元，同比增长 1%，重庆市财政自给率（一般预算内收入/一般预算内支出*100%）为 42.80% 。2020 年，重庆市政府性基金收入 2457.9 亿元，同比增长 9.3%。

根据重庆市统计局和财政局公开资料，2021 年 1－3 月，重庆市实现地区生产总值 5995.25 亿元，同比增长 18.40%；重庆市一般预算收入完成 565.7 亿元，增长 23.6%，其中税收收入完成 382.7 亿元，增长 30.4%；政府基金收入完成 475.5 亿元，增长 50.3%。

## 六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权状况未发生变化，重庆市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司控股股东重庆高速集团是重庆市国资

委及重庆市交通委员会双重管理的大型国有企业，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，具有明显的区域经营优势。公司是重庆高速集团的重要经营实体之一，所辖高速公路资产质量较好，截至 2020 年底，公司拥有运营路段为成渝高速（重庆段）、长万高速、石忠高速和万开高速共 4 条，合计里程约 400.03 公里，占重庆市高速公路通车总里程的 11.77%。

3. 外部支持

**公司是重庆高速集团重要经营主体之一，2020 年继续获得当地政府在财政补助方面的支持。**

2020 年，公司收到政府补助 21.17 万元，计入“营业外收入”；收到其他各类补贴款项 452.02 万元，计入“其他收益”。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码 为：G1050011202170890M），截至 2021 年 6 月 3 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员、法人治理结构和管理制度无重大变化。

## 八、经营分析

1. 经营概况

**2020 年，受新冠肺炎疫情防控期间高速公路免收通行费影响，公司营业收入有所下降，毛利率明显下滑，但仍处于较高水平。**

公司营业收入主要来自通行费收入。2020 年，公司营业收入较上年下降 19.14%。其中，通行费收入较上年下降 20.24%，主要系疫情期间免收通行费所致。

从毛利率情况看，2020 年，公司高速公路运营业务毛利率下降 7.31 个百分点至 48.90%。综合毛利率下降 6.97 的百分点至 47.93%，主要系占比较高的通行费收入毛利率下降所致。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.21 亿元，其中通行费收入为 5.12 亿元；综合毛利率为 51.02%。

表 5 公司营业收入及毛利率构成（单位：万元、%）

| 业务板块 | 2019 年 | | | 2020 年 | | | 2021 年 1—3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 通行费 | 191205.31 | 96.36 | 56.21 | 152527.47 | 98.39 | 48.90 | 51161.55 | 98.20 | 51.82 |
| 其他 | 7220.18 | 3.64 | 20.33 | 7375.47 | 1.61 | 27.95 | 938.66 | 1.80 | 7.22 |
| **合计** | **198425.49** | **100.00** | **54.90** | **159902.94** | **100.00** | **47.93** | **52100.21** | **100.00** | **51.02** |

注：其他业务收入主要为租赁收入、清障收入和广告收入等
资料来源：审计报告和公司提供

2. 业务经营分析

**2020 年，公司车流量有所增长，但受新冠肺炎疫情防控期间免收高速公路通行费的政策影响，公司通行费收入规模有所下降。**

跟踪期内，公司运营的高速公路未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司拥有 4 条高速公路，分别为成渝高速（重庆段）、长万高速、石忠高速和万开高速，运营里程合计约 400.03 公里，占重庆市高速公路通车总里程的 11.77%。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司收费路产情况

| 路段名称 | 里程（公里） | 通车时间 | 收费权期限（年） |
|---|---|---|---|
| 成渝高速（重庆段） | 109.20 | 1994 年 04 月 28 日 | 1994—2024 |
| 长万高速 | 181.20 | 2003 年 12 月 26 日 | 2003—2033 |
| 石忠高速 | 80.33 | 2009 年 03 年 29 日 | 2009—2039 |
| 万开高速 | 29.30 | 2006 年 12 月 26 日 | 2006—2036 |
| **合计** | **400.03** | -- | -- |

资料来源：公司提供

通行费收入及车流量方面，2020 年，公司车流量较上年增长 18.47%，但通行费收入有所下降，主要系 2020 年疫情期间免收通行费但车流量仍统计在内所致。2021 年一季度公司通行费收入为 5.12 亿元，车流量为 2357.72 万辆次。

表 7　公司运营高速公路通行费收入情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2019 年 | | | 2020 年 | | | 2021 年 1—3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 通行费 | 占比 | 毛利率 | 通行费 | 占比 | 毛利率 | 通行费 | 占比 | 毛利率 |
| 长万高速 | 75112.98 | 39.29 | 56.54 | 58717.95 | 38.50 | 54.75 | 23863.36 | 46.64 | 58.62 |
| 成渝高速（重庆段） | 76962.50 | 40.25 | 67.21 | 57358.27 | 37.60 | 49.49 | 16079.06 | 31.43 | 61.65 |
| 石忠高速 | 28014.56 | 14.65 | 36.03 | 27473.15 | 18.01 | 43.79 | 7760.79 | 15.17 | 14.81 |
| 万开高速 | 11115.27 | 5.81 | 28.58 | 8978.10 | 5.89 | 22.50 | 3458.34 | 6.76 | 42.29 |
| **合计** | **191205.31** | **100.00** | **56.21** | **152527.47** | **100.00** | **48.90** | **51161.55** | **100.00** | **51.82** |

资料来源：公司提供

表 8　公司运营高速公路自然车流量情况（单位：万辆次）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年一季度 |
|---|---|---|---|
| 成渝高速（重庆段） | 3446.59 | 4854.63 | 1193.34 |
| 长万高速 | 1752.56 | 1847.98 | 557.57 |
| 石忠高速 | 876.87 | 669.96 | 203.91 |
| 万开高速 | 1225.86 | 1278.30 | 402.90 |
| **合计** | **7301.88** | **8650.87** | **2357.72** |

注：2020 年，石忠高速车流量数据统计口径发生变化，收费站冷水站取消导致之前年度由此收费站进入湖北省界的车流量未统计在内，数据不具有可比性

资料来源：公司提供

运营效率方面，2019—2020 年，公司单公里通行费收入分别为 477.98 万元和 381.29 万元，总资产周转率分别为 14.90%和 12.76%，公司高速公路运营效率同比有所下降。

高速公路养护方面，2020 年及 2021 年一季度，公司养护投入分别为 10471.72 万元和 48.00 万元，资金来源系自有资金。

截至 2021 年 3 月底，公司无在建及拟建的高速公路项目，未来几年主要投资支出为养护支出，公司预计 2022 年和 2023 年对石忠路进行大修，计划投入资金分别为 12782.50 万元和 12782.50 万元。

3. 未来发展

公司未来业务仍将以现有高速公路运营为主，不参与重庆市新增高速公路的建设。一方面通过“高速公路+旅游”方式统筹沿线旅游资源，带动和培育所辖高速通行车流量；另一方面加强成本和费用管理，提升公司管理水平，降低经营成本。

## 九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司均为 2 家，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

**公司资产规模小幅下降，资产构成仍以非流动资产中收费公路资产为主，且公司所辖路段资产质量较好。整体看，公司资产质量较好。**

截至 2020 年底，公司资产总额较上年底下降 4.12%。公司资产结构仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 9　公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2019 年底 | | 2020 年底 | | 2021 年 3 月底 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 0.91 | 0.70 | 0.06 | 0.05 | 0.04 | 0.03 |
| 其他应收款 | 5.11 | 3.91 | 6.79 | 5.42 | 8.22 | 6.57 |
| **流动资产** | **6.39** | **4.89** | **7.13** | **5.69** | **8.56** | **6.85** |
| 固定资产 | 109.66 | 83.88 | 105.79 | 84.39 | 104.31 | 83.43 |
| **非流动资产** | **124.35** | **95.11** | **118.23** | **94.31** | **116.47** | **93.15** |
| **资产总额** | **130.74** | **100.00** | **125.36** | **100.00** | **125.03** | **100.00** |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 11.54%，主要系其他应收款增加所致。

2020 年底，公司货币资金较上年底下降 93.16%，变动幅度较大，原因为子公司重庆成渝高速有限公司 2020 年所有账户均加入集团资金集中管理，归集的资金在“其他应收款”科目核算，主要用于偿还到期债务及往来款支出，公司货币资金中无使用受限部分。其他应收款较上年底增长 32.81%，系归集部分的资金重分类所致，其中 99.62%为关联单位之间的往来款，与股东重庆高速集团的往来款占 89.52%。

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底下降 4.93%。其中，固定资产较上年底下降 3.53%，主要系计提折旧所致，固定资产主要由所辖路产构成。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额和资产结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司除了 34.57 亿元高速公路收费权作为质押物进行了借款外，无其他使用权受限资产。

3. 资本结构

（1）所有者权益

**公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，权益稳定性尚可。**

2020 年底，公司所有者权益 51.28 亿元，较上年底增长 1.22%。2020 年底，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 30.42%、36.19%、11.02%和 13.95%。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 53.42 亿元，较 2020 年底增长 4.17%，主要来自未分配利润的增加，构成较上年底变化不大。

（2）负债

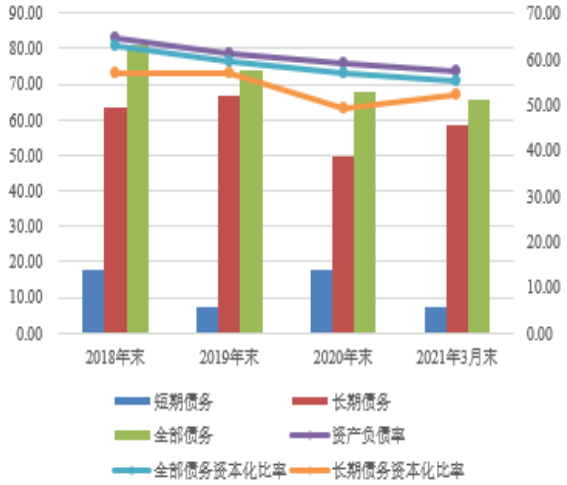
**公司债务规模有所下降，仍以长期债务为主，整体债务负担适中。**

2020 年底，公司负债合计 74.07 亿元，较上年底下降 7.50%，主要系长期借款和应付债券减少所致。其中，流动负债占 32.63%，非流动负债占 67.37%，公司负债以非流动负债为主。

2020 年底，公司流动负债主要由其他应付款（占 21.89%）和一年内到期的非流动负债（占 69.41%）构成。其中，公司其他应付款 5.29 亿元，较上年底增长 7.92%，主要为应付股利 4.42 亿元；公司一年内到期的非流动负债 16.77 亿元，较上年底增长 139.53%，主要为一年内到期的应付债券和一年内到期的长期借款。

2020 年底，公司非流动负债 49.91 亿元，较上年底下降 25.51%。其中，公司长期借款为 39.84 亿元，较上年底下降 10.99%，主要由信用借款和质押借款构成；公司应付债券 10.00 亿元，较上年底下降 54.40%，主要系“16 渝高速 MTN001”重分类到一年内到期的非流动负债所致。

图 2 公司债务负担情况（单位：亿元 、%）




资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务方面，2020 年底，公司全部债务规模下降，债务金额较上年底下降 8.30%，债务结构以长期债务为主，占 73.71%，长期债务比重较上年底下降 16.79 个百分点。2020 年底，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 59.09%、56.87%和 49.29%，较上年底分别下降 2.16 个百分点、2.40 个百分点和 7.56 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司负债合计 71.60 亿元，较上年底下降 3.34%，主要系长期借款和应付债券减少所致。其中，流动负债占 18.46%，非流动负债占 81.54%，公司负债以非流动负债为主。债务方面，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 65.75 亿元，其中长期债务占 88.69%，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 57.27%、55.17%和 52.19%，较上年底分别下降 1.82 个百分点、1.69 个百分点和增加 2.90 个百分点。

4. 盈利能力

**2020 年，公司收入规模及营业利润率有所下降，但公司路产质量较好，整体盈利能力强。**

2020 年，由于疫情期间免收高速公路通行费，公司营业收入同比下降 19.41%。同期，公司营业成本变动不大；公司营业利润率为 47.21%，同比下降 7.00 个百分点，但仍保持较高水平。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 19.84 | 15.99 | 5.21 |
| 营业成本 | 8.95 | 8.33 | 2.55 |
| 期间费用 | 4.18 | 3.35 | 0.22 |
| 财务费用 | 3.54 | 2.61 | 0.03 |
| 利润总额 | 7.29 | 4.83 | 2.42 |
| 营业利润率 | 54.21 | 47.21 | 50.62 |
| 总资本收益率 | 7.60 | 5.84 | -- |
| 净资产收益率 | 12.30 | 8.14 | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2020 年，公司财务费用较上年同比减少 26.50%，系由日元负债产生的汇兑损失减少所致。公司期间费用占营业收入比重下降，期间费用对利润侵蚀较大。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 1.77 个百分点和 4.16 个百分点，仍保持较高水平，盈利能力强。

2021 年 1—3 月，公司营业收入较上年同期下降 74.77%，公司营业利润率为 50.62%，较上年同期增加 34.83 个百分点。公司整体债务负担适中。

5. 现金流分析

**公司整体经营获现能力强，经营活动现金流量持续净流入，公司未来投资支出较小，公司外部融资压力较小。**

经营活动方面，2020 年，受疫情期间减免通行费影响，公司经营活动现金流入量有所下降，其中销售商品、提供劳务收到的现金下降至 16.40 亿元；同期公司经营活动现金流出增长主要为重庆高速集团进行了资金归集，公司支付的其他与经营活动有关的现金中集团合并内部现金流量增长。2020 年公司经营活动现金流量净额仍保持净流入，收入实现质量好。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 1—3 月 |
|---|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 20.77 | 17.55 | 5.68 |
| 经营活动现金流出量 | 6.15 | 7.02 | 2.82 |
| **经营活动产生的现金流量净额** | **14.63** | **10.52** | **2.86** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 投资活动现金流入量 | 0.25 | 1.29 | 0.00 |
| 投资活动现金流出量 | 1.73 | 0.81 | -0.03 |
| **投资活动产生的现金流量净额** | **-1.48** | **0.48** | **0.03** |
| 筹资活动现金流入量 | 10.00 | 1.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流出量 | 24.61 | 12.85 | 15.91 |
| **筹资活动产生的现金流量净额** | **-14.60** | **-11.85** | **-15.91** |
| **现金收入比** | **101.44** | **102.59** | **107.40** |

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

投资活动方面，2020 年公司投资活动现金流入主要为取得投资收益和收回投资收到的现金，投资活动现金流出主要系高速公路养护支出。2020 年，公司投资活动现金流量净额为净流入。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务和利息支付的现金。筹资活动现金流量净额持续净流出。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流量仍为净流入，现金收入比为相较 2020 年底增长 4.81 个百分点；公司投资活动现金流量及筹资活动现金流量均为净流出。

6. 偿债能力

**公司短期偿债指标弱，长期偿债能力强，考虑到公司在重庆市高速公路领域的地位及公司可获取政府的持续支持，公司整体偿债能力强。**

从短期偿债能力看，2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 48.87%和 48.82%下降至 29.50%和 29.48%；现金短期债务比小系公司货币资金被归集管理，但公司对被归集的资金可自主支配。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率增长至 64.76%和 64.69%；同期，公司现金类资产（413.62 万元）是短期债务（3.43 亿元）的 0.01 倍，短期偿债指标仍弱。短期偿债能力弱。

从长期偿债能力看，2020 年，公司 EBITDA 为 13.00 亿元，同比下降 17.72%；全部债务/EBITDA 由上年的 4.92 倍增长至 5.20 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 4.90 倍下降至 4.70 倍，公司长期偿债能力强。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司获得银行授信总额为 52.57 亿，其中 33.57 亿已提款使用，公司间接融资渠道尚可。

截至 2021 年 3 月底，公司不存在对生产经营产生重大影响的未决诉讼。

7. 母公司财务分析

**公司资产、负债、所有者权益和收入主要来自于母公司，考虑到母公司资金被归集，母公司短期偿债能力弱。**

2020 年底，母公司资产总额 116.64 亿元（占合并口径 93.05%），较上年底变动不大；负债 72.14 亿元（占合并口径 97.39%），较上年底下降 8.14%；所有者权益 44.50 亿元（占合并口径 86.77%），较上年底略有上升。全部债务 67.61 亿元，其中长期债务占比 73.70%。短期债务偿债能力方面，流动比率 24.49%，速动比率 24.47%，考虑到存在资金归集情况，现金短期债务比较小，短期偿债能力较弱。同期，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.85%和 60.31%，较上年底均有所下降。

2020 年，母公司实现营业收入 9.71 亿元，较上年下降 16.46%。母公司利润总额 4.39 亿元。

2021 年 3 月底，母公司资产总额 116.31 亿元，所有者权益 45.87 亿元，资产负债率 60.56%，全部债务资本化比率 58.90%。短期偿债能力方面，流动比率 52.71%，速动比率 52.65%，现金短期债务比为 0.01 倍，短期偿债能力弱。2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 3.51 亿元，利润总额 1.52 亿元。

## 十、存续债券偿债能力分析

**截至 2021 年 3 月底，公司存续债券的短期偿债压力较小，对未来待偿本金峰值的保障能力一般。**

截至 2021 年 3 月底，公司存续债券为“19 渝高股”和“21 渝股 01”，债券余额合计 19 亿元，不存在本年剩余应到期债券，未来待偿债券本金在 2024 年达到峰值。2020 年，公司 EBITDA、

经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为13.00亿元、17.55亿元和10.52亿元，对存续债券及未来待偿债券峰值的保障情况见下表。公司2020年EBITDA、经营活动现金流入量和流量净额对未来待偿本金峰值的保障能力一般。

表12 公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

| 主要指标 | 指标值 |
|---|---|
| 本年度剩余应到期债券金额 | 0.00 |
| 未来待偿债券本金峰值 | 10.00 |
| 现金类资产/本年度剩余到期债券金额 | -- |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 1.76 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | 1.05 |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值 | 1.30 |

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

重庆高速集团为“19渝高股”和“21渝股01”提供不可撤销的连带责任担保。根据《重庆高速公路集团有限公司主体长期信用评级报告》），经联合资信评定，重庆高速集团的主体长期信用评级为AAA，评级展望为稳定，其提供的担保显著提升了上述债券本息偿还的安全性。

## 十一、债权保护条款分析

1．担保人概况

（1）重庆高速集团主体概况

重庆高速集团是直属于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，重庆高速集团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公里资产划归重庆高速集团管理，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），重庆高速集团合并重庆高速公路建设有限责任公司。2009年，重庆高速集团名称变更为现名。

历经多次增资及资本公积转增实收资本，截至2021年3月底，重庆高速集团注册资本及实收资本均为100.00亿元，重庆市国资委为重庆高速集团唯一股东及实际控制人。

重庆高速集团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月底，重庆高速集团本部设建设管理部、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年底，重庆高速集团资产总额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，重庆高速集团实现营业收入231.49亿元，利润总额3.09亿元。

截至2021年3月底，重庆高速集团资产总额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，重庆高速集团实现营业收入61.62亿元，利润总额2.15亿元。

重庆高速集团注册地址：重庆市渝北区银杉路66号；法定代表人：滕英明。

（2）重庆高速集团外部支持情况

**重庆高速集团在股权划转、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。**

重庆高速集团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，得到了重庆市政府在补贴、车购税资金、税收等方面的有力支持。

（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，重庆高速集团无偿受让重庆建工集团股份有限公司 30%股份、重庆市交通投资有限公司 100%股份、重庆航运建设发展（集团）有限公司（以下简称“航发司”）51%股份等，上述股权划转事项合计增加重庆高速集团资本公积 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%股份、中铁长江交通设计集团有限公司 100%股份和重庆通洋公路工程有限公司 100%股份等无偿划拨至重庆高速集团，合计增加重庆高速集团资本公积 32.49 亿元。

（2）资金注入

重庆高速集团可获得车辆购置税补助资金，2018－2020 年及 2021 年 1－3 月，重庆高速集团分别获得 10.71 亿元、6.00 亿元、12.46 亿元和 10.00 亿元车购税补助资金，其计入资本公积。

2020 年，重庆高速集团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，计入重庆高速集团资本公积。

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，重庆高速集团按照持股比例增加 0.68 亿元资本公积。

（3）政府补贴

重庆市财政局每年给予重庆高速集团高速公路补助资金，2018－2020 年及 2021 年 1－3 月，重庆高速集团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 年底，重庆高速集团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。

（3）重庆高速集团经营概况

重庆高速集团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重庆高速集团核心业务，通行费收入是重庆高速集团收入和利润最主要来源。此外，由于合并范围变化，2020 年重庆高速集团新增建筑板块，重庆高速集团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，重庆高速集团营业收入逐年增长，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，重庆高速集团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，重庆高速集团车辆通行费收入较上年下降 16.37%。2020 年，重庆高速集团新增建筑业收入，建筑业收入规模较大，对重庆高速集团营业收入形成了重要的补充。2018－2020 年，重庆高速集团其他收入逐年增长，主要系油品销售收入增长所致。

表 13 重庆高速集团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：重庆高速集团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：重庆高速集团提供

毛利率方面，2018－2020 年，重庆高速集团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，重庆高速集团新增的建筑业毛利率为 12.21%，毛利率相对较低。2018－2020 年，重庆高速集团综合毛利率逐年下降。

2021 年 1－3 月，重庆高速集团实现营业收入 61.62 亿元，为 2020 年的 26.62%；综合毛利率为 24.93%。

2．担保人财务分析

（1）财务概况

重庆高速集团提供的2018年财务报表经北京永拓会计师事务所审计，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。重庆高速集团提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。重庆高速集团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 月底，重庆高速集团合并范围内二级子公司 28 家。2018 年，重庆高速集团合并范围内增加 1 家子公司，因注销不再纳入 2 家子公司。2019 年，重庆高速集团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，重庆高速集团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 年一季度重庆高速集团合并范围内二级子公司未发生变化。2018 年以来，重庆高速集团合并范围内无偿受让的部分子公司规模较大。对重庆高速集团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重庆高速集团持续投资，重庆高速集团资产总额持续增长，以通车公路资产和在建项目投资为主，重庆高速集团整体资产质量较高。**

2018－2020 年底，重庆高速集团资产总额逐年增长，年均复合增长 12.02%。重庆高速集团资产结构以非流动资产为主。

表 14　重庆高速集团资产主要构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年底 | | 2019 年底 | | 2020 年底 | | 2021 年 3 月底 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| **流动资产** | **99.00** | **5.76** | **113.25** | **6.05** | **293.35** | **13.61** | **300.37** | **13.89** |
| 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 |
| **非流动资产** | **1618.71** | **94.24** | **1758.63** | **93.95** | **1862.03** | **86.39** | **1862.02** | **86.11** |
| 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 |
| **资产总额** | **1717.71** | **100.00** | **1871.88** | **100.00** | **2155.38** | **100.00** | **2162.39** | **100.00** |

资料来源：重庆高速集团财务报表，联合资信整理

2018－2020 年底，重庆高速集团流动资产逐年增长，年均复合增长 72.13%，主要系应收账款增长所致。

2018－2020 年底，重庆高速集团货币资金波动增长，年均复合增长 5.85%。截至 2020 年底，重庆高速集团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 年底，重庆高速集团应收账款波动增长，年均复合增长 258.06%，主要系 2020 年合并重庆巨能建设（集团）有限公司新增应收工程款所致。

2018－2020 年底，重庆高速集团非流动资产逐年增长，年均复合增长 7.25%。

2018－2020 年底，重庆高速集团长期股权投资逐年增长，年均复合增长 42.93%，主要系重庆高速集团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集团股份有限公司股权所致。2020 年重庆高速集团确认投资收益

0.49 亿元。

2018－2020 年底，重庆高速集团固定资产逐年增长，年均复合增长 1.40%。截至 2020 年底，重庆高速集团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 年底，重庆高速集团在建工程逐年增长，年均复合增长 119.23%，主要系重庆高速集团合并新增子公司后增加大量在建工程及重庆高速集团对在建高速项目持续投入所致。

截至 2020 年底，重庆高速集团受限资产合计 43.45 亿元，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，重庆高速集团质押借款余额为 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 月底，重庆高速集团资产总额和资产结构较上年底变化不大。其中，其他流动资产较上年底增长 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，重庆高速集团所有者权益逐年增长，权益稳定性较强。**

2018—2020 年底，重庆高速集团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 年底，重庆高速集团所有者权益 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 年底，重庆高速集团实收资本未发生变化，均为 100.00 亿元。

2018－2020 年底，重庆高速集团资本公积逐年增长，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 月底，重庆高速集团所有者权益 673.04 亿元，较上年底增长 1.80%。重庆高速集团所有者权益规模及构成较上年底变化不大，权益稳定性较强。

**重庆高速集团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 年底，重庆高速集团负债总额逐年增长，年均复合增长 10.99%。重庆高速集团负债结构以非流动负债为主。

表 15　重庆高速集团负债主要构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年底 | | 2019 年底 | | 2020 年底 | | 2021 年 3 月底 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| **流动负债** | **182.90** | **15.08** | **145.64** | **11.30** | **377.51** | **25.26** | **311.74** | **20.93** |
| 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 |
| **非流动负债** | **1030.09** | **84.92** | **1143.15** | **88.70** | **1116.70** | **74.74** | **1177.61** | **79.07** |
| 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 |
| **负债总额** | **1212.99** | **100.00** | **1288.79** | **100.00** | **1494.21** | **100.00** | **1489.35** | **100.00** |

资料来源：重庆高速集团财务报表，联合资信整理

2018－2020 年底，重庆高速集团流动负债波动增长，年均复合增长 43.67%。

2018—2020 年底，重庆高速集团应付账款逐年增长，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 年底，重庆高速集团应付账款主要为应付工程款。

2018—2020 年底，重庆高速集团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 年底，重庆高速集团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 年底，重庆高速集团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。

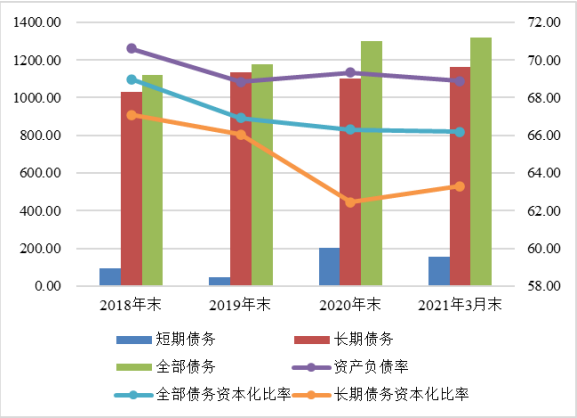
2018－2020 年底，重庆高速集团非流动负债波动增长，年均复合增长 4.12%。

2018－2020 年底，重庆高速集团长期借款波动增长，年均复合增长 3.33%。截至 2020 年底，重庆高速集团长期借款主要由质押借款（占 85.00%）构成，质押物为重庆高速集团及子公司的高速公路收费权及应收账款。

2018－2020 年底，重庆高速集团应付债券波动增长，年均复合增长 1.44%。

将重庆高速集团其他应付款、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 年底，重庆高速集团全部债务逐年增长，年均复合增长 7.72%。截至 2020 年底，重庆高速集团全部债务 1301.72 亿元，较上年底增长 10.36%。其中，短期债务 201.57 亿元，较上年底增长 344.70%，主要系新增较多短期借款所致；长期债务 1100.16 亿元，较上年底下降 3.00%。重庆高速集团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 年底上述指标分别为 69.32%、66.32%和 62.46%。

图 3　重庆高速集团财务杠杆情况（单位：亿元、%）




资料来源：联合资信根据重庆高速集团财务报表整理

截至 2021 年 3 月底，重庆高速集团负债总额较上年底下降 0.33%，变化不大。其中，一年内到期的非流动负债较上年底下降 37.52%，应付债券较上年底增长 32.44%。

截至 2021 年 3 月底，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

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

2018－2020 年，重庆高速集团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，重庆高速集团利润总额波动下降，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 16　重庆高速集团盈利能力情况（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 |
| 总资本收益率 | 3.49 | 3.36 | 2.90 | -- |
| 净资产收益率 | 0.39 | 0.84 | 0.07 | -- |

资料来源：重庆高速集团财务报表，联合资信整理

从期间费用看，2018－2020 年，重庆高速集团费用总额波动增长，主要由财务费用构成。2018－2020 年，重庆高速集团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，期间费用对重庆高速集团利润侵蚀严重。

2018－2020 年，重庆高速集团投资收益波动增长，主要来自于重庆高速集团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重庆高速集团利润总额贡献大。

从盈利指标看，2018－2020 年，重庆高速集团营业利润率和总资本收益率逐年下降，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，重庆高速集团盈利能力有所下降，整体盈利水平一般。

2021 年 1－3 月，重庆高速集团营业收入 61.62 亿元，为 2020 年的 26.62%，实现利润总额 2.15 亿元。

（5）现金流

**重庆高速集团收入实现质量高，经营活动现金流持续净流入。重庆高速集团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，重庆高速集团存在较大的融资需求。**

表 17　重庆高速集团现金流量情况

（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 |
| **经营活动现金流量净额** | **83.35** | **99.09** | **84.34** | **11.50** |
| 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 |
| **投资活动现金流量净额** | **-29.41** | **-41.81** | **-82.99** | **-31.12** |
| 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 |
| **筹资活动现金流量净额** | **-58.30** | **-63.92** | **5.06** | **22.70** |
| **现金收入比** | **102.35** | **107.96** | **100.36** | **114.63** |

资料来源：重庆高速集团财务报表，联合资信整理

从经营活动看，2018－2020 年，重庆高速集团经营活动现金流入量逐年增长，年均复合增长 43.12%。2020 年，重庆高速集团销售商品、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。重庆高速集团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，重庆高速集团经营活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 79.94%。2018－2020 年，重庆高速集团经营活动现金流持续净流入。同期，重庆高速集团现金收入比均超过 100.00%，收入实现质量高。

从投资活动看，2018－2020 年，重庆高速集团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，重庆高速集团投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 23.03%。2020 年，重庆高速集团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，重庆高速集团投资活动现金持续净流出。

从筹资活动看，2018－2020 年，重庆高速集团筹资活动现金流入量逐年增长，年均复合增长 75.65%，主要为重庆高速集团通过银行、发行债券筹集的资金。同期，重庆高速集团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，重庆高速集团筹资活动现金流量净额由负转正。

2021 年 1－3 月，重庆高速集团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，重庆高速集团短期偿债能力一般，长期偿债能力较强，考虑到重庆高速集团在重庆市的定位及持续获得有力的外部支持，重庆高速集团整体偿债能力极强。**

表 18　重庆高速集团偿债能力指标（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 | EBITDA | 95.84 | 100.81 | 100.47 | -- |
| | 全部债务/EBITDA | 11.71 | 11.70 | 12.96 | -- |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 指标 | EBITDA 利息倍数 | 1.74 | 1.83 | 1.73 | -- |

资料来源：联合资信根据重庆高速集团财务报表整理

从短期偿债能力指标看，2018－2020 年底，重庆高速集团流动比率和速动比率波动增长，现金短期债务比波动下降。重庆高速集团货币资金受限规模小，若剔除受限货币资金，截至 2020 年底，重庆高速集团现金短期债务比下降至 0.25 倍。截至 2021 年 3 月底，上述指标均较上年底有所提升，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 月底，重庆高速集团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，重庆高速集团间接融资渠道通畅。

截至 2020 年底，重庆高速集团对外担保金额 4.00 亿元，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。重庆高速集团对外担保规模小，或有负债风险低。

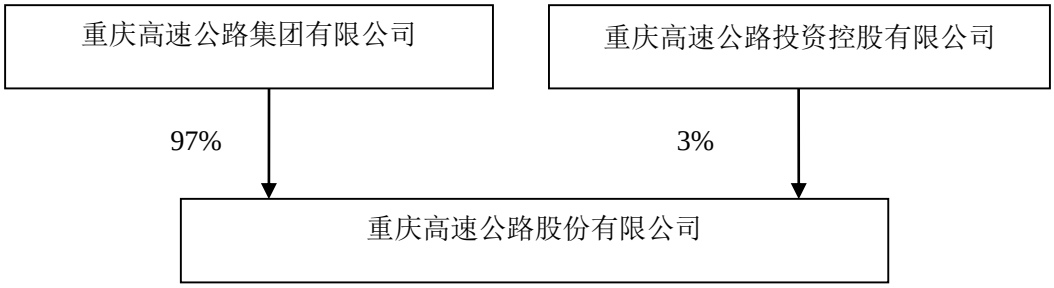
截至 2020 年底，重庆高速集团涉案金额在 1000 万元以上的诉讼（仲裁）31 起，其中 26 起重庆高速集团作为原告，涉案金额 16.61 亿元，主要为建设工程合同纠纷；作为被告的案件 5 起，涉案金额 2.05 亿元。

经联合资信评定，重庆高速集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

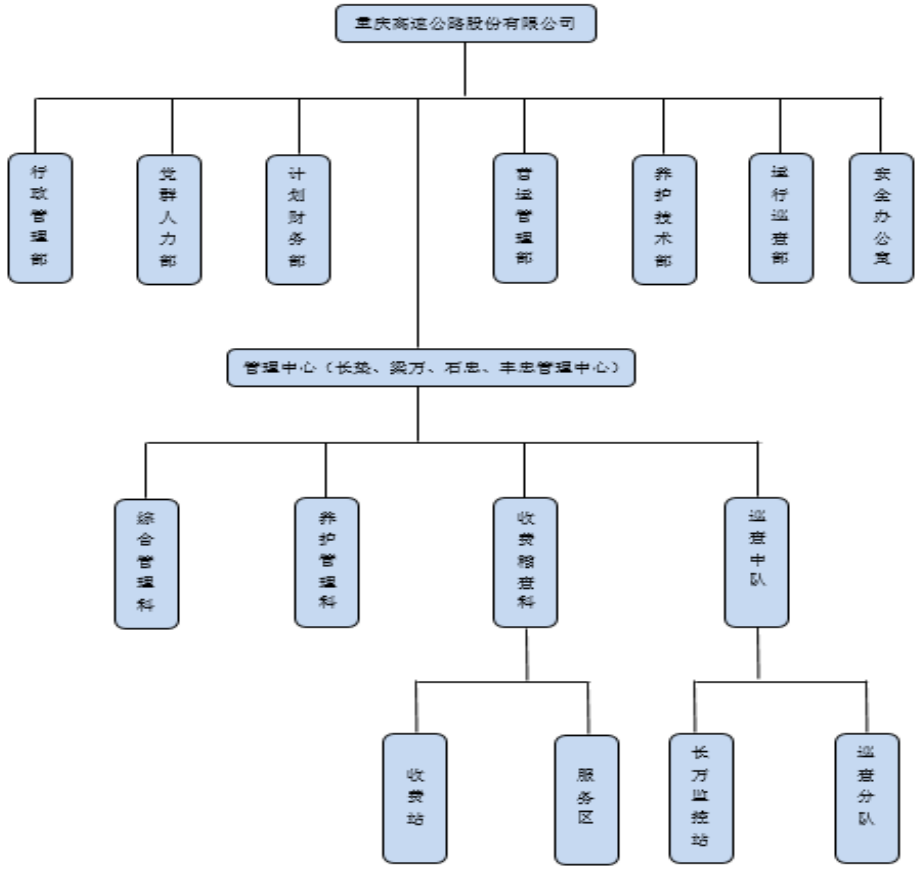
## 十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级 $AA^{+}$；维持“19 渝高股”和“21 渝股 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

# 附件 1　2021 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图




资料来源：公司提供




资料来源：公司提供

# 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并报表）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 2.37 | 0.92 | 0.06 | 0.04 |
| 资产总额（亿元） | 135.61 | 130.74 | 125.36 | 125.03 |
| 所有者权益（亿元） | 48.00 | 50.66 | 51.28 | 53.42 |
| 短期债务（亿元） | 17.75 | 7.00 | 17.77 | 7.44 |
| 长期债务（亿元） | 63.33 | 66.73 | 49.84 | 58.32 |
| 全部债务（亿元） | 81.08 | 73.73 | 67.61 | 65.75 |
| 营业收入（亿元） | 18.80 | 19.84 | 15.99 | 5.21 |
| 利润总额（亿元） | 5.41 | 7.29 | 4.83 | 2.42 |
| EBITDA（亿元） | 14.44 | 15.80 | 13.00 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 12.48 | 14.63 | 10.52 | 2.86 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 63.40 | 51.17 | 53.49 | -- |
| 存货周转次数（次） | 1483.06 | 1484.45 | 1403.33 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.14 | 0.15 | 0.12 | -- |
| 现金收入比（%） | 98.96 | 101.44 | 102.59 | 38.79 |
| 营业利润率（%） | 51.45 | 54.21 | 47.21 | 50.62 |
| 总资本收益率（%） | 6.24 | 7.60 | 5.84 | -- |
| 净资产收益率（%） | 9.54 | 12.30 | 8.14 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 56.88 | 56.84 | 49.29 | 52.19 |
| 全部债务资本化比率（%） | 62.81 | 59.27 | 56.87 | 55.17 |
| 资产负债率（%） | 64.60 | 61.25 | 59.09 | 57.27 |
| 流动比率（%） | 33.20 | 48.87 | 29.50 | 64.76 |
| 速动比率（%） | 33.17 | 48.82 | 29.48 | 64.69 |
| 经营现金流动负债比（%） | 52.01 | 111.83 | 43.55 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.13 | 0.13 | * | 0.01 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 5.61 | 4.67 | 5.20 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 4.16 | 4.90 | 4.70 | -- |

注：1. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告已将其他流动负债的有息部分计入短期债务核算；3. 标记“/”的数据及指标代表数据及指标无法获取
4. 2020 年集团合并口径现金短期债务比为 0.0035，上表使用 “*” 表示

# 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 0.70 | 0.06 | 0.06 | 0.04 |
| 资产总额（亿元） | 124.42 | 120.37 | 116.64 | 116.31 |
| 所有者权益（亿元） | 39.34 | 41.84 | 44.50 | 45.87 |
| 短期债务（亿元） | 17.75 | 7.00 | 17.77 | 7.44 |
| 长期债务（亿元） | 63.33 | 66.73 | 49.84 | 58.32 |
| 全部债务（亿元） | 81.08 | 73.73 | 67.61 | 65.75 |
| 营业收入（亿元） | 11.04 | 11.62 | 9.71 | 3.51 |
| 利润总额（亿元） | 1.85 | 4.38 | 4.39 | 1.52 |
| EBITDA（亿元） | / | / | / | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 7.32 | 9.46 | 8.13 | 2.61 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | / | / | / | -- |
| 存货周转次数（次） | 2041.46 | 1814.00 | 1478.17 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.09 | 0.09 | 0.08 | -- |
| 现金收入比（%） | 100.72 | 102.56 | 102.03 | 34.50 |
| 营业利润率（%） | 42.04 | 46.10 | 45.59 | 45.52 |
| 总资本收益率（%） | / | / | / | -- |
| 净资产收益率（%） | 4.44 | 9.73 | 9.28 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 61.68 | 61.46 | 52.83 | 55.97 |
| 全部债务资本化比率（%） | 67.33 | 63.80 | 60.31 | 58.90 |
| 资产负债率（%） | 68.38 | 65.24 | 61.85 | 60.56 |
| 流动比率（%） | 33.84 | 47.57 | 24.49 | 52.71 |
| 速动比率（%） | 33.83 | 47.53 | 24.47 | 52.65 |
| 经营现金流动负债比（%） | 34.09 | 82.07 | 36.55 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.04 | 0.01 | * | 0.01 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | / | / | / | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | / | / | / | -- |

注：1. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计 2. 本报告已将其他流动负债的有息部分计入短期债务核算；3. 标记“/”的数据及指标代表数据及指标无法获取 4. 2020 年母公司现金短期债务比为 0.0034，上表使用“*”表示

# 附件 2-3 担保方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 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 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 |
| **财务指标** | | | | |
| 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. 重庆高速集团 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：重庆高速集团财务报表，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 |
|---|---|
| **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%<br>（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-税金及附加）/营业收入×100% |
| **债务结构指标** | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/（长期债务+所有者权益）×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| **长期偿债能力指标** | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/ EBITDA | 全部债务/ EBITDA |
| **短期偿债能力指标** | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | （流动资产合计-存货）/流动负债合计×100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 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 |

# 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 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。

3. 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。

4. 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。

5. 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。

6. 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。