

信用评级公告

联合〔2020〕4855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及其拟公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定重庆高速公路股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，重庆高速公路股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）的信用等级为 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：



二〇二〇年十二月二十四日

重庆高速公路股份有限公司公开发行 2021 年 公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 9.00 亿元

本期债券期限：3+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 12 月 24 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已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aa	评价结果	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	
		调整因素和理由		
政府支持				1

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”）下属重要的高速公路运营主体，所辖高速公路资产质量较好。近年来，公司业务稳健发展，并持续得到重庆市政府在政府补助和税收优惠等方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司财务费用较高，高速公路运营业务受新冠肺炎疫情影响较大等因素对其信用水平造成的不利影响。

随着重庆市经济发展，汽车保有量的提高，公司所辖路产车流量的持续培育，公司业务有望保持稳步发展，联合资信对公司评级展望为稳定。

公司拟公开发行的 2021 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）由重庆高速集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。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，其担保能显著提升本期债券的偿付能力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司的经营环境良好。近年来，重庆市经济稳步增长，公路路网密度持续提升，汽车保有量较快增长，公司发展的外部环境良好。
2. 所辖路产质量较好。重庆高速集团在重庆市高速公路建设及运营领域具有重要地位，公司是重庆高速集团的重要经营主体，所辖高速公路资产质量较好。
3. 持续获得政府支持。近年来，公司持续获得政府在政府补助和税收优惠等方面的支持，为其业务稳定运营提供了一定的保障。
4. 公司业务获现能力强，债务负担持续下降。2017 年—2020 年 9 月，公司现金收入比均高于 95%，未来投资以高速公路养护为主，资本性支出压力较小；同期，

分析师：郝一哲

唐 嵩

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

公司全部债务规模和全部债务资本化比率持续下降。

5. **外部增信能显著提升本期债券的信用水平。**本期债券由公司股东重庆高速集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保能显著提升本期债券的偿付能力。

关注

1. **成渝高速（重庆段）收费权即将到期。**公司运营的成渝高速（重庆段）收费权即将于2024年到期，若后续公司未能获得收费权的续期，公司的营业收入将受到较大影响。
2. **公司财务费用高，对利润侵蚀较大。**公司利润总额受到财务费用的侵蚀较大，且易受日元负债带来的汇兑损益影响。
3. **高速公路运营业务受到新冠肺炎疫情影响。**在新型冠状病毒肺炎疫情防控期间，全国收费公路免收通行费，相关补偿措施尚未明确，短期内对公司高速公路运营形成冲击。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	5.35	2.37	0.92	0.08
资产总额(亿元)	142.34	135.61	130.74	129.48
所有者权益(亿元)	50.58	48.00	50.66	48.96
短期债务(亿元)	5.33	17.75	7.00	2.29
长期债务(亿元)	80.26	63.33	66.73	66.78
全部债务(亿元)	85.59	81.08	73.73	69.07
营业收入(亿元)	19.32	18.80	19.84	9.91
利润总额(亿元)	8.12	5.41	7.29	2.20
EBITDA(亿元)	16.92	14.44	15.80	--
经营性净现金流(亿元)	13.73	12.48	14.63	5.27
现金收入比(%)	100.53	98.96	101.44	97.41
营业利润率(%)	58.13	51.45	54.21	47.02
净资产收益率(%)	13.89	9.54	12.30	--
资产负债率(%)	64.47	64.60	61.25	62.19
全部债务资本化比率(%)	62.85	62.81	59.27	58.52
流动比率(%)	85.62	33.20	48.87	71.81
速动比率(%)	85.56	33.17	48.82	71.76
经营现金流动负债比(%)	119.35	52.01	111.83	--
现金短期债务比(倍)	1.00	0.13	0.13	0.03
全部债务/EBITDA(倍)	5.06	5.61	4.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.67	4.16	4.90	--
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	130.19	124.42	120.37	119.48
所有者权益(亿元)	43.45	39.34	41.84	42.52
全部债务(亿元)	85.59	81.08	73.73	69.07
营业收入(亿元)	10.40	11.04	11.62	6.08
利润总额(亿元)	6.26	1.85	4.38	2.17
资产负债率(%)	66.63	68.38	65.24	64.41
全部债务资本化比率(%)	66.33	67.33	63.80	61.89
流动比率(%)	142.13	33.84	47.57	81.33
经营现金流动负债比(%)	112.41	34.09	82.07	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020.6.23	郝一哲 李文强	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
AA ⁺	稳定	2015.9.6	李小建 卜彦花	收费公路企业信用分析要点（2013 年）	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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

郝一哲 唐高

联合资信评估股份有限公司



重庆高速公路股份有限公司公开发行 2021 年 公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

重庆高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）前身是由重庆高速公路集团有限公司（以下简称“重庆高速集团”）出资于 1999 年 5 月成立的重庆渝东高速公路有限公司，主要负责长万高速的建设和运营，初始注册资本为 0.20 亿元。2010 年，重庆高速集团将其持有的重庆成渝高速公路有限公司（以下简称“成渝公司”）51.00% 股权无偿划转至公司。2010 年 12 月，根据重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）《关于重庆高速公路投资有限公司股份制改造方案的批复》（渝国资〔2010〕868 号），公司改制变更为现名，且按照当时公司的净资产折算为公司股份 15.60 亿股，余额 7.81 亿元作为资本公积。2013 年 6 月，重庆高速集团同意将重庆高速公路产业投资有限公司所持公司 3% 股份无偿划转至重庆高速公路投资管理有限公司（2016 年更名为“重庆高速公路投资控股有限公司”）。截至 2020 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 15.60 亿元，重庆高速集团直接和间接持有公司 100.00% 的股权，公司实际控制人为重庆市国资委（见附件 1-1）。

公司经营范围：从事经营性公路、交通基础设施项目及其他产业项目的开发、经营、投资和资产管理；住宿服务；食品经营（以上两项经营范围限取得许可的分支机构经营）；会议服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年 9 月底，公司本部内设行政管理部、党群人力部、计划财务部、营运管理部、养护技术部、运行巡查部和安全办公室共 7 个职能部门，以及长垫管理中心、梁万管理中心、石忠管理中心和丰忠管理中心 4 个中心站（见附件 1-1）；拥有纳入合并范围的子公司共 2 家

（见附件 1-2）。

截至 2019 年底，公司资产总额 130.74 亿元，所有者权益 50.66 亿元（其中少数股东权益 5.33 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 19.84 亿元，利润总额 7.29 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 129.48 亿元，所有者权益 48.96 亿元（含少数股东权益 4.15 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.91 亿元，利润总额 2.20 亿元。

公司住所：重庆市渝北区新南路 52 号；法定代表人：吴志辉。

二、本期债券概况

公司计划发行规模不超过 19.00 亿元的公司债券，采用分期发行，已发行 10.00 亿元“19 渝高股”，本次计划发行第二期，债券名称为“重庆高速公路股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 9.00 亿元。本期债券期限为 3+2 年，附第三年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，每年付息一次，到期一次性兑付本金，募集资金计划用于偿还公司有息债务。

本期债券由重庆高速集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同

比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的 -2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为 -13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季

回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下

降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为 -0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全

国累计发行国债 4.80 万亿元,较上年同期(2.99 万亿元)大幅增长;发行地方政府债券 5.68 万亿元,较上年同期(4.18 万亿元)增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,增加其用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持,截至 2020 年 9 月底,在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及

不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度我国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面,从资金方面看,2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券,新增地方债规模将会是全年最低水平;从经济增长动力来看,8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此,综合资金和经济增长力看,四季度基建投资难有更出色表现,单月增速或将进一步下降。

消费方面,四季度消费将继续保持向好的

趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、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

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。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。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。

根据交通运输部发布的《2018—2019 年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019 年，中国高速公路通车里程分别达 14.26 万公里和 14.96 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.55 万公里和 10.86 万公里。2019 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 2.98%，较上年底提高 0.04 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、湖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。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019 年，中国公路运输分别完成营业性客运量 136.72 亿人和 130.12 亿人，同比分别下降 6.2% 和 4.8%；分别完成旅客周转量 9279.68 亿人公里和 8857.08 亿人公里，同比分别下降 5.0% 和 4.6%。2019 年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为 25.06%，较上年下降 2.05 个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019 年，中国公路运输完成营业性货运量 343.55 亿吨、货物周转量 59636.39 亿吨公里，同比分别增长 4.2%、0.4%。高速公路货运方面，2019 年，中国高速公路货物运输量达 171.57 亿吨，同比增长 6.8%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别

同比下降 59.4%和 22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加,2018—2019 年,中国高速公路通行费总收入分别为 5168.38 亿元和 5551.03 亿元,分别增长 8.75%和 7.40%,在收费公路通行费总收入中分别占比 93.08%和 93.49%。

(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清偿的,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》,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。

2020年初,受新冠病毒疫情影响,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)。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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。

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。2019年,

中国高速公路建设完成投资 11504 亿元，增长 15.4%，增速较 2018 年（7.7%）明显上升，创 2011 年以来最大增幅。

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。2019 年，中国高速公路通行费总收入 5551.03 亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）10224.94 亿元，通行费收支缺口 4673.91 亿元，比上年增加 816.61 亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的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（近两年通行费收入对利息支出的覆盖倍数均约 2 倍）。

（4）未来发展

短期来看，2020 年初新冠疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除，自 2020 年 5 月 6 日起，恢复收费，高速公路客货运需求有望逐步恢复，高速公路企业收费收入将逐步恢复。

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。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。2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，明确了建设交通强国的重大战略，我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位，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. 区域经济环境

公司是重庆高速集团下属重要的高速公路运营主体，近年来重庆市经济稳步增长，公路路网密度持续提升，汽车保有量较快增长，公司外部发展环境良好。

重庆市，简称“渝”，是中国直辖市之一，位于中国内陆西南部、长江上游地区，是国家重要中心城市，西南地区综合交通枢纽。重庆市建成了“二环十射”高速公路网和“一枢纽十干线”铁路网，港口年吞吐量 1.6 亿吨，江北国际机场年旅客吞吐量位居全国“八大”机场之一，以长江黄金水道、渝新欧国际铁路等为支撑，构建起航空、铁路、内河港三个交通枢纽。重庆市下辖 26 个区、8 个县、4 个自治县，面积 8.24 万平方公里，常住人口 3124 万人。

近年来，重庆市经济保持稳步增长。根据《重庆市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，重庆市分别实现地区生产总值（GDP）19500.27 亿元、20363.19 亿元和 23605.77 亿元，同比增幅分别为 9.3%、6.0%和

6.3%。三次产业结构由 2017 年的 6.9: 44.1: 49.0 调整为 6.6: 40.2: 53.2。2019 年, 重庆市第一产业增加值 1551.42 亿元, 增长 3.6%; 第二产业增加值 9496.84 亿元, 增长 6.4%; 第三产业增加值 12557.51 亿元, 增长 6.4%。此外, 重庆市全体居民人均可支配收入逐年增长, 2019 年同比增长 9.6%至 28920 元。

2017—2019 年, 重庆市全社会固定资产投资同比分别增长 9.5%、7.0%和 5.7%, 增速逐年下降; 其中, 2019 年基础设施建设投资同比下降 0.7%, 民间投资同比增长 3.3%。

2017—2019 年, 重庆市高速公路通车总里程分别为 3023 公里、3096 公里和 3233 公里; 公路路网密度分别为 179 公里/百平方公里、191 公里/百平方公里和 211 公里/百平方公里, 公路路网密度持续提升。2019 年, 重庆市铁路运营里程 2394 公里, 轨道交通运营里程 328.5 公里, 轨道交通日均客运量 285.4 万人次。2017—2019 年, 重庆市民用车辆拥有量分别为 567.50 万辆、630.21 万辆和 653.95 万辆, 同比分别增长 11.2%、11.4%和 3.5%。其中, 2019 年私人汽车拥有量 403.20 万辆, 同比增长 11.0%; 民用轿车拥有量 236.01 万辆, 同比增长 11.1%, 其中私人轿车 215.24 万辆, 增长 10.6%。2019 年, 重庆市货物运输总量为 11.28 亿吨, 货物运输周转量 3610.54 亿吨公里, 旅客运输总量 6.36 亿人次, 比上年下降 0.1%, 旅客运输周转量 967.74 亿人公里, 增长 6.9%。

根据《关于重庆市财政预算执行情况和财政预算草案的报告》, 2017—2019 年, 重庆市地方一般公共预算收入分别为 2252.0 亿元、2266.0 亿元和 2134.9 亿元, 同比分别增长 3.0%、0.6%和 5.8%; 2019 年税收收入 1541.2 亿元, 占地方一般公共预算收入的 72.19%。同期, 重庆市一般公共预算支出分别为 4337.0 亿元、4541.0 亿元和 4847.8 亿元, 同比分别增长 7.9%、4.7%和 6.8%。2017—2019 年, 重庆市财政自给率较低, 分别为 51.93%、49.90%和 44.04%。2017—2019 年, 重庆市政府性基金收入分别为

2251 亿元、2316 亿元和 2248 亿元; 政府性基金支出分别为 2182 亿元、2677 亿元和 2419 亿元。截至 2019 年底, 重庆市政府性债务余额为 5603.7 亿元, 其中一般债务 2524.30 亿元, 专项债务 3079.40 亿元。

根据重庆市政府官网公布的《2020 年前三季度重庆市经济运行情况》, 2020 年前三季度, 重庆市实现地区生产总值 17707.10 亿元, 同比增长 2.6%。其中, 第一产业实现增加值 1216.91 亿元, 同比增长 3.9%; 第二产业实现增加值 7008.62 亿元, 增长 3.9%; 第三产业实现增加值 9481.57 亿元, 增长 1.2%。同期, 重庆市固定资产投资同比增长 2.5%, 其中基础设施投资同比增长 8.1%。

根据重庆市财政局官网公布的《2020 年 1—9 月重庆市财政预算执行情况》, 2020 年前三季度, 重庆市实现一般公共预算收入 1510.8 亿元, 同比下降 6.8%, 其中税收收入完成 1031.6 亿元, 占一般公共预算收入的 68.28%; 一般公共预算支出为 3277.2 亿元, 同比下降 7.5%。同期, 重庆市政府性基金预算收入为 1388.5 亿元, 同比下降 4.8%, 其中国有土地使用权出让收入完成 1284.1 亿元, 同比增长 3.5%; 政府性基金预算支出完成 2149.5 亿元, 同比增长 37.8%。

五、基础素质分析

公司是重庆高速集团下属重要的高速公路运营主体, 所辖路产质量较好, 近年来持续获得政府在政府补助和税收优惠等方面的支持。

1. 股权状况

截至 2020 年 9 月底, 公司注册资本及实收资本均为 15.60 亿元, 重庆高速集团直接和间接持有公司 100.00%的股权, 公司实际控制人为重庆市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司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。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9月底，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12.37%。总体上，公司持有高速公路资产质量较高，在重庆市高速公路行业占有一定的市场份额，具有一定的经营优势。

3. 人员素质

截至2020年9月底，公司拥有董事长1名、总经理1名、副总经理2名。

吴志辉，男，1970年10月出生，硕士学历；历任重庆渝广梁忠高速公路有限公司董事长、党总支部书记；重庆高速集团中渝营运分公司总经理、党委副书记，期间兼任重庆中信渝黔高速公路有限公司董事；成渝公司总经理、党委副书记，期间兼任重庆通力高速公路工程有限公司董事长；现任公司董事长。

付征信，男，1972年7月出生，本科学历；历任重庆高速集团东渝营运分公司副总经理，重庆高速集团路网营运中心综合管理部经理，重庆高速公路发展有限公司中渝营运分公司行政部副主任；现任公司总经理。

截至2020年9月底，公司本部员工合计1271人。按照学历水平分类，本科及以上学历241人，大专学历561人，高中中专及以下学历469人。按年龄分类，30岁及以下161人，30~50岁945人，50岁及以上165人。

总体看，公司高管人员具有丰富的管理经验，熟悉公司业务领域，员工素质能够满足公司日常经营需要。

4. 外部支持

（1）政府补助

2017—2019年及2020年1—9月，公司分别收到政府补助309.59万元、2257.97万元、

666.97万元和742.37万元，计入“营业外收入”和“其他收益”。

（2）税收优惠

根据2011年07月27日财政部、海关总署、国家税务总局联合下发《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》财税〔2011〕58号文件，自2011年1月1日至2020年12月31日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按15%的税率征收企业所得税，该鼓励类产业企业是指以《西部地区鼓励类产业目录》中规定的产业项目为主营业务，《西部地区鼓励类产业目录》另行发布。2014年8月20日，国家发展和改革委员会发布了《西部地区鼓励类产业目录》，公司、成渝公司符合享受以上西部地区鼓励类产业企业的税收优惠政策条件，实际执行15%的所得税税率。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91500112202800938D），截至2020年12月14日，公司本部近五年已结清和未结清业务中无不良信贷信息记录。

根据子公司成渝公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91500000203290298N），截至2020年12月8日，成渝公司本部无未结清业务，已结清业务中无不良信贷信息记录。

六、管理分析

公司法人治理结构较规范，内部管理制度较完善，能够满足日常经营管理需要。

1. 法人治理结构

根据国家有关法律法规及公司章程的规定，建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构。自公司成立以来，公司股东大会、董事会、监事会均能按照有关法律、法规和公司章程的规定规范运作。

公司设立股东大会，股东大会是公司权力机构，依法行使下列职权：确定公司主业，决定公司经营方针和投资计划，按权限向公司委派或更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会、监事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案，对公司增加或者减少注册资本、发行债券、合并、分立、解散和清算等事项作出决议，修改公司章程等。

公司设立董事会，成员为 5 人，其中职工代表董事 1 人，由公司职工代表大会选举产生，报重庆高速集团备案，非职工代表董事 4 人，由重庆高速集团委派 3 人，重庆高速公路投资控股有限公司委派 1 人，按程序委派更换。董事会对股东大会负责，行使下列职权：向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，制定公司的经营计划和投资方案，制订年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案和增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案，拟订公司重大收购、收购本公司股份或者合并、分立、变更公司形式、解散和清算方案，决定公司内部管理机构的设置，制订公司的基本管理制度、章程的修改方案等。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，其中职工监事 1 人，由公司职工代表大会选举产生，非职工监事 2 人，由股东委派产生。监事会设主席 1 名，监事会主席和副主席由全体监事过半数通过选举产生或罢免。监事会行使下列职权：检查公司的财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议，当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求其予以纠正，必要时向股东大会或国家有关主管机关报告等。

公司经营管理层由 1 名总经理，2 名副总经理组成，主要执行公司董事会决议以及负责公司日常经营管理工作。

2. 管理水平

公司根据自身所处行业、经营方式、资产结构结合自身业务发展需要制定了包括预算管理、财务管理、重大投融资决策、关联交易、下属子公司管理和质量与安全生产等制度。

预算管理方面，公司实行全面预算管理，设立了健全的预算管理机构；年度收入、成本及费用、各类资本性支出等均实现严格预算管理，定期分析预算执行情况，了解预算对实际工作的促进及对日常生产经营的影响情况；公司的预算管理直接与绩效管理挂钩。

财务管理方面，公司根据自身经营特点，以资金管理、全面预算管理、决算管理及核算管理为主线，确保公司财务战略的顺利实施。公司实行财务总监对财务工作全面负责制，定期召开财务例会，及时商议公司重大经营行为并作出合理决策。

重大投融资决策方面，公司重大投融资严格按照公司章程相关制度执行，公司建立了投融资审批制度，明确了经营层、董事会、股东会以及监事会各自在投融资中管理中的作用，对外投融资制度完善，决策程序科学合理，能较有效地控制投融资风险。

关联交易方面，公司在确认和处理有关关联方之间关联关系与关联交易时，遵循的原则和采取的措施如下：一是尽量避免或减少与关联方之间的关联交易；二是确定关联交易价格时，应遵循“公平、公正、公开以及等价有偿”的原则，并以书面协议方式予以确定；三是对于必须发生的关联交易，应切实履行信息披露的有关规定；四是关联决策人员或单位回避表决的原则；五是必要时聘请独立财务顾问或专业评估机构发表意见和报告。

下属子公司管理方面，公司子公司均为按照《中华人民共和国公司法》（以下简称“《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。

质量与安全生产方面，公司每年均向部门和二级管理机构下发关于加强高速公路运营安全、养护工作质量和安全等安全管理的文件，督促部门和二级机构贯彻落实质量与安全生产管理工作。同时，公司根据《中华人民共和国安全生产法》、《建设工程安全生产管理条例》、《重庆市收费公路管理条例》等法律、法规和部门规章的要求，制定了配套的质量与安全生产的日常管理制度，进一步落实安全生产管理工作。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自于通行费收入，近年来收入比较稳定，综合毛利率处于较高水平，

2020 年受新冠肺炎疫情的不利影响，公司收入及毛利率有所下降。

公司营业收入主要来自通行费收入，近年来通行费收入占比均在 95%以上。2017—2019 年，公司营业收入基本保持稳定，2019 年为 19.84 亿元，同比增长 5.54%；其中通行费收入 19.12 亿元，同比增长 6.36%，主要是受益于公司所辖各路段通行量持续培育。受到新冠肺炎疫情期间免收高速公路通行费的政策影响，2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.91 亿元，仅相当于 2019 年的 49.95%，其中通行费收入为 9.53 亿元。

从毛利率情况看，2017—2019 年，公司通行费收入板块毛利率保持在较高水平，分别为 59.49%、52.64%和 56.21%。2020 年 1—9 月，受到新冠肺炎疫情的不利影响，公司通行费收入板块毛利率有所下降，为 49.08%。

表 2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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
通行费	187350.70	97.00	59.49	179775.27	95.62	52.64	191205.31	96.36	56.21	95251.05	96.10	49.08
其他	5799.79	3.00	34.62	8236.67	4.38	41.87	7220.18	3.64	20.33	3870.41	3.90	13.62
合计	193150.49	100.00	58.74	188011.93	100.00	52.16	198425.49	100.00	54.90	99121.46	100.00	47.69

注：其他业务收入主要包括广告牌租赁及发布收入、资产租赁收入和受托经营收入等
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

近年来，公司通行费收入比较稳定；2020 年受新冠肺炎疫情期间免收高速公路通行费的政策影响，公司收入规模有所下降，随着收费的恢复，该事件对公司整体影响可控；公司对成渝高速的收费权即将于 2024 年到期，联合资信将对此持续关注；公司目前无在建或拟建项目，未来资本支出压力不大。

截至 2020 年 9 月，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，运营里程合计为 400.03 公里，占重庆市高速公路通车总里程的 12.37%，除成渝高速（重庆段）由子公司成渝公司负责运营外，其余高速公路均由公司本部

负责运营。其中，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；长万高速是国家高速公路网第 11 条东西横线（上海-成都）的组成路段，也是连接三峡库区的重要路段；石忠高速是国家沪蓉国道主干线的支线；万开高速则是国家规划的横向干线杭州至兰州公路的其中一段，是重庆市省道主干道之一，也是连接三峡库区的重要干线之一。

根据重庆市人民政府与成渝公司签订的《经营成渝高速公路重庆段特许权协议》的有关规定：成渝高速的特许经营权的期限为 25 年，自公路经营公司成立之日起计算。因此，成渝高速公路的经营收费期限从 1999 年 12 月

23日至2024年12月22日止。成渝高速是公司管理的重要高速公路，其通行费收入占公司通行费收入比重高。若2024年公司经营的成渝高速收费权到期，公司未能获得收费权的续期，则可能对公司的营业收入产生重大影响，联合资信将对此持续关注。

总体看，公司旗下路产以国家高速公路网主干线、支线和省道为主，对连接重庆市与周边省份陆路交通起着重要交通枢纽作用。公司经营管理的高速公路均为经营性路段，路产质量较好。

表3 截至2020年9月底公司收费路产情况

路段名称	性质	里程(公里)	通车时间	收费权期限(年)
成渝高速重庆段	国高网	109.20	1994年4月28日	1994-2024
长万高速	国高网	181.20	2003年12月26日	2003-2033
石忠高速	国高网	80.33	2009年3月29日	2009-2039
万开高速	省道	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，2017—2019年，公司通行费收入分别为18.74亿元、17.98亿元和19.12亿元，2019年同比增长6.36%，主要是各路段通行量持续培育，带动通行费收入提升。其中，成渝高速（重庆段）是公司已通车时间最久、盈利性最好的路产，其经营易受成渝高铁、九永高速、成渝高速复线等线路分流，2018年受线路分流及桥票补偿费下降影响，通行车辆在该路段通行里程缩短，通行费收入有所下降；目前分流影响已趋于平稳，2019年通行费收入7.70亿元，占40.25%，同比增长7.54%，毛利率水平稳步提升至67.21%。长万高速是G42沪蓉高速在重庆市内重要组成部分，是西南地区通往中南、华北的要道，近年来车流量稳步提升，2019年实现通行费收入7.51亿元，同比增长2.61%，占39.29%，毛利率水平略有下降至56.54%，系道路修整完成后折旧摊销成本有所增长所致，该路段整体盈利水平较好。石忠高

速是G50沪渝高速的重要组成部分，易受沿江高速和G42沪蓉高速分流，2019年石忠高速通行车流量同比增长25.13%，主要系G42湖北段施工，部分车辆分流至石忠高速所致，通行费收入同比增长15.33%至2.80亿元。近年来，万开高速通行量稳步增长，2019年实现通行费收入1.11亿元，毛利率提升至28.58%，系养护专项费用下降所致。总体看，公司经营管理的高速公路车流量呈上升趋势，通行费收入相对稳定，石忠高速和万开高速受沿线经济发展水平等因素限制，通行费收入规模较小。

2020年1—9月，公司通车路段仍为4条，受新冠疫情影响，自2020年2月17日起免收高速公路通行费，公司通行费收入仅为9.53亿元，同年5月6日起已恢复正常收费，该突发事件在短期内对公司高速公路运营业务形成冲击。

表4 公司运营高速公路通行费收入情况（单位：万元、%）

高速公路	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
长万高速	68275.49	36.44	73203.31	40.72	75112.98	39.29	37607.76	39.48
成渝高速（重庆段）	85284.85	45.52	71566.31	39.81	76962.50	40.25	34652.82	36.38
石忠高速	24681.31	13.17	24290.65	13.51	28014.56	14.65	17238.19	18.10
万开高速	9109.05	4.86	10715.00	5.96	11115.27	5.81	5752.28	6.04

高速公路	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
合计	187350.70	100.00	179775.27	100.00	191205.31	100.00	95251.05	100.00

资料来源：公司提供

表 5 公司运营高速公路自然车流量情况（单位：万辆次）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
成渝高速（重庆段）	3152.53	3108.01	3446.59	3575.85
长万高速	1631.37	1666.42	1752.56	1308.02
石忠高速	699.92	700.79	876.87	745.01
万开高速	1072.48	1162.72	1225.86	909.62
合计	6556.30	6637.94	7301.88	6538.50

资料来源：公司提供

运营效率方面，2017—2019 年，公司单公里通行费收入（单公里通行费收入=通行费收入/收费里程）分别为 468.03 万元、449.40 万元和 477.98 万元，总资产周转率分别为 13.48%、13.53%和 14.90%，公司高速公路运营效率有所提升。

收费标准方面，公司经营的高速公路收费标准分为两类：一类为载客类汽车，按车型收费；一类为载货类汽车，按计重收费。2020 年 1 月 1 日，按照交通运输部总体部署，联网收费新系统正式运行，全国高速公路从既有收费模式统一切换为分段式计（收）费模式，同时新费率生效。

客车收费方面，载客类汽车的费率标准根

据不同高速公路路段的造价成本制定，一类车收费标准在 0.5 元/车公里至 0.9 元/车公里之间，二、三、四类车按相应的收费系数进行加乘，即单公里收费价格=一类车收费标准×相应车型的收费系数。各路段一类车的基本费率在 0.5 元/车公里至 0.9 元/车公里之间，具体见下表。2020 年 1 月 1 日，按照交通运输部总体部署，联网收费新系统正式运行，全市载客类车收费标准保持不变，但将原 2 类客车的 8、9 座客车调整为 1 类客车，降低通行费收费标准，即从 2020 年 1 月 1 日零时起，≤9 座客车为一类车、10 座-19 座客车为二类车、20 座-39 座客车为三类车、40 座以上客车为四类车。

表 6 公司各经营路段载客类汽车的收费标准（单位：元/车/公里）

收费项目名称	客车收费标准				客车结构物加收
	一类客车	二类客车	三类客车	四类客车	
成渝高速	0.5	1	1.5	2	一类客车中梁山隧道按 5.00 元/车·座次计收，缙云山隧道按 10.00 元/车·座次计收。二至四类客车以一类客车为基数，收费系数为 2: 3: 4
石忠高速	0.5	1	1.5	2	一类客车忠县长江大桥、方斗山隧道按 5.00 元/车·座次分别计收，吕家梁隧道按 10.00 元/车·座次计收；二至四类客车以一类客车为基数，收费系数为 2: 3: 4
长万高速（梁万段）	0.896	1.792	2.688	3.584	--
长万高速（长梁段）	0.5	1	1.5	2	--
万开高速	0	0	0	0	一类客车铁峰山 1 号隧道、南山隧道和铁峰山 2 号隧道分别按 5.00 元/车·座次、5.00 元/车·座次和 10.00 元/车·座次计收；二至四类客车以一类客车为基数，收费系数为 2: 3: 4

资料来源：公司提供

货车收费方面，根据《关于印发重庆市高速公路载货类汽车计重收费实施方案的通知》

（渝办发〔2007〕134号），从2007年6月1日起，重庆市将对在本市高速公路上行驶的载货类汽车实施计重收费，计重收费的基本费率为0.080元/吨公里。2020年1月1日，新费率生效，重庆市载货类汽车取消按计重收费，按照统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不

停车称重检测。载货类汽车收费中一类货车按车（轴）型收费标准调整为基本费率0.40元/车公里+桥隧通行费4.00元或8.00元/车次；以一类货车为基数，二至六类货车的收费系数为1.8：3.3：4.5：4.9：5.5，6轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的7.50倍计收，公司具体路段计费规则见下表所示。

表7 公司各经营路段载货类汽车的收费标准（单位：元/车/公里）

收费项目名称	客车收费标准							货车结构物加收
	一类货车	二类货车	三类货车	四类货车	五类货车	六类货车	6轴以上的大件运输车辆	
成渝高速	0.4	0.72	1.32	1.8	1.96	2.2	3	一类货车、专项作业车中梁山隧道按4.00元/车·座次计收，缙云山隧道按8.00元/车·座次计收。二至六类货车（含专项作业车）以一类货车为基数，收费系数为1.8：3.3：4.5：4.9：5.5，6轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的7.50倍计收
万开高速	0	0	0	0	0	0	0	一类货车、专项作业车铁峰山1#隧道、南山隧道分别按4.00元/车·座次计收，铁峰山2#隧道按8.00元/车·座次计收。二至六类货车（含专项作业车）以一类货车为基数，收费系数为1.8：3.3：4.5：4.9：5.5，6轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的7.50倍计收
石忠高速	0.4	0.72	1.32	1.8	1.96	2.2	3	一类货车、专项作业车忠县长江大桥、方斗山隧道按4.00元/车·座次分别计收，吕家梁隧道按8.00元/车·座次计收。二至六类货车（含专项作业车）以一类货车为基数，收费系数为1.8：3.3：4.5：4.9：5.5，6轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的7.50倍计收
长万高速（长梁段）	0.4	0.72	1.32	1.8	1.96	2.2	3	--
长万高速（梁万段）	0.4	0.72	1.32	1.8	1.96	2.2	3	一类货车、专项作业车马王槽隧道、小垭口隧道按8.00元/车·座次计收。二至六类货车（含专项作业车）以一类货车为基数，收费系数为1.8：3.3：4.5：4.9：5.5，6轴以上的大件运输车辆按一类货车费率的7.50倍计收

资料来源：公司提供

高速公路养护方面，2017—2019年及2020年1—9月，公司养护支出分别为1.16亿元、1.56亿元、1.64亿元和0.81亿元。

表8 公司高速公路养护支出情况（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
成渝高速	3560.71	5003.28	5167.42	665.02
长万高速	3542.76	4270.28	4475.46	3653.66
石忠高速	3291.26	4093.05	5143.07	2510.44
万开高速	1220.19	2189.39	1643.15	1227.54
合计	11614.93	15555.99	16429.10	8056.67

资料来源：公司提供

公司目前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和石忠高速大修支出，资本支出压力不大。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）、北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）和立信会计师事务所（特殊普通合伙）分别对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2020 年三季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 9 月底，公司拥有纳入合并范围的二级子公司 1 家。2017 年—2020 年 9 月底，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 130.74 亿元，所有者权益 50.66 亿元（含少数股东权益 5.33 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 19.84 亿元，利润总额 7.29 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 129.48 亿元，所有者权益 48.96 亿元（含少数股东权益 4.15 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.91 亿元，利润总额 2.20 亿元。

2. 资产质量

近年来，受折旧等影响，公司资产规模逐年小幅下降，以收费公路资产为主，资产质量较好，但流动性偏弱。

2017—2019 年，公司资产规模持续下降，年均复合下降 4.16%，主要系固定资产折旧。2019 年底，公司资产总额 130.74 亿元，较 2018 年底下降 3.59%，主要来自货币资金和固定资产的减少。其中，非流动资产占 95.11%，公司资产以非流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	9.85	6.92	7.97	5.87	6.39	4.89	9.30	7.18
货币资金	5.35	3.76	2.37	1.75	0.91	0.70	0.08	0.06
其他应收款	3.51	2.47	4.80	3.54	5.11	3.91	9.19	7.10
非流动资产	132.49	93.08	127.65	94.13	124.35	95.11	120.18	92.82
长期股权投资	5.48	4.13	5.01	3.93	5.30	4.26	4.03	3.36
固定资产	117.01	82.20	113.18	83.46	109.66	83.88	107.60	83.10
无形资产	6.92	4.86	6.61	4.87	6.28	4.80	6.12	4.72
资产总额	142.34	100.00	135.61	100.00	130.74	100.00	129.48	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产持续下降，年均复合下降 19.45%。2019 年底，公司流动资产 6.39 亿元，较 2018 年底下降 19.76%，主要来自货币资金的减少，公司流动资产主要由货币资金（占 14.30%）和其他应收款（占 79.98%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金持续下降，年均复合下降 58.65%。2019 年底，公司货币资金 0.91 亿元，较 2018 年底下降 61.42%，主要系偿还到期债务及往来款支出，公司货币资金

全部为银行存款，其中无使用受限部分。

2017—2019 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 20.60%。2019 年底，公司其他应收款 5.11 亿元，较 2018 年底增长 6.46%，其中与股东重庆高速集团的往来款占 82.58%，主要为集团统一归集的资金。

表 10 2019 年底公司其他应收款前五名单位情况
（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	金额	占比
重庆高速公路集团有限公司	往来款	42215.05	82.58

单位名称	款项性质	金额	占比
重庆高速公路集团有限公司联网收费结算中心	往来款	8239.79	16.12
重庆通力高速公路养护工程有限公司	往来款	275.68	0.54
国网重庆市电力公司	预存电费	46.08	0.09
重庆市九龙坡区建设委员会	农民工工资保障金	31.96	0.06
合计	--	50808.56	99.39

资料来源：公司审计报告

(2) 非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产持续下降，年均复合下降 3.12%，主要系固定资产折旧和无形资产摊销。2019 年底，公司非流动资产 124.35 亿元，较 2018 年底下降 2.58%，主要由长期股权投资（占 4.26%）、固定资产（88.19%）和无形资产（5.05%）构成。

2017—2019 年，公司长期股权投资有所波动。2019 年底，公司长期股权投资 5.30 亿元，为公司对重庆铁发遂渝高速公路有限公司的投资，当期确认投资收益 0.52 亿元，同期该公司宣告发放现金股利或利润 0.23 亿元。

2017—2019 年，公司固定资产持续下降，年均复合下降 3.19%。2019 年底，公司固定资产 109.66 亿元，较 2018 年底下降 3.11%，主要系折旧所致，固定资产主要由所辖路产构成。

2017—2019 年，公司无形资产持续下降，年均复合下降 4.78%。2019 年底，公司无形资产 6.28 亿元，较 2018 年底下降 4.97%，主要系摊销所致，其构成主要为土地使用权。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 129.48 亿元，较 2019 年底变化不大。其中，流动资产占 7.18%，非流动资产占 92.82%。公司资产仍以非流动资产为主。

截至 2020 年 9 月底，公司无受限资产，但存在高速公路收费权质押借款的情况，2020 年 9 月底合计借款余额 35.57 亿元。

3. 负债和所有者权益

近年来，公司所有者权益保持稳定，以实收资本和资本公积为主；公司负债规模持续下

降，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较重。

(1) 所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益相对稳定。2019 年底，公司所有者权益 50.66 亿元，较 2018 年底增长 5.55%，主要系未分配利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 89.49%，少数股东权益占比为 10.51%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 30.79%、36.63%和 11.73%。2017—2019 年，公司向股东分红金额分别为 3.19 亿元、5.51 亿元和 1.57 亿元。

2017—2019 年，公司实收资本和资本公积基本无变化，2019 年底分别为 15.60 亿元和 18.56 亿元。

2017—2019 年，公司未分配利润有所波动。2019 年底，公司未分配利润较 2018 年底增长 57.72%至 5.94 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益为 48.96 亿元，较 2019 年底下降 3.36%，构成较 2019 年底变化不大。

(2) 负债

2017—2019 年，公司负债规模持续下降，年均复合下降 6.58%。2019 年底，公司负债总额 80.08 亿元，较 2018 年底下降 8.60%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款减少所致。其中，流动负债占 16.33%，非流动负债占 83.67%，公司负债以非流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债年均复合增长 6.61%。2019 年底，公司流动负债 13.08 亿元，较 2018 年底下降 45.50%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由其他应付款（37.48%）和一年内到期的非流动负债（53.55%）构成。

2017—2019 年，公司其他应付款变化不大。2019 年底，公司其他应付款 4.90 亿元，较 2018 年底下降 1.61%，主要为应付股利 3.90 亿元。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动

负债有所波动，分别为 5.33 亿元、17.75 亿元和 7.00 亿元。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2018 年底下降 60.55%，系公司偿还到期债券所致，2019 年底构成全部为即将到期的长期借款。

2017—2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 8.63%。2019 年底，公司非流动负债 67.00 亿元，较 2018 年底增长 5.32%，主要由长期借款（占 55.89%）和应付债券（27.44%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款持续下降，年均复合下降 12.43%。2019 年底，公司长期借款为 44.76 亿元，较 2018 年底下降 12.87%，由信用借款（10.19 亿元）和质押借款（34.57 亿元）构成。

2017—2019 年，公司应付债券有所波动，分别为 21.90 亿元、11.96 亿元和 21.97 亿元。2019 年底，公司应付债券较 2018 年底增长 83.76%，系公司新发行 10 亿元“19 渝高股”所致，此外还有“16 渝高速 MTN001”（债券余额 12 亿元）。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务持续下降，年均复合下降 7.19%。2019 年底，公司全部债务 73.73 亿元，较 2018 年底下降 9.06%，债务结构以长期债务为主，占 90.50%，长期债务比重较 2018 年底提高 12.39 个百分点。

从债务指标看，2017—2019 年，公司资产负债率有所波动，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续下降。2019 年底，上述指标分别为 61.25%、59.27%和 56.84%，较 2018 年底分别下降 3.35 个、3.54 个和 0.04 个百分点。

表 11 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期债务	5.33	17.75	7.00	2.29
长期债务	80.26	63.33	66.73	66.78
全部债务	85.59	81.08	73.73	69.07
长期债务资本化比率	61.34	56.88	56.84	57.70
全部债务资本化比率	62.85	62.81	59.27	58.52

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产负债率	64.47	64.60	61.25	62.19

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 9 月底，公司负债总额 80.52 亿元，较 2019 年底变化不大。其中，流动负债占 16.08%，非流动负债占 83.92%，公司负债仍以非流动负债为主，构成变化不大。2020 年 9 月底，公司全部债务 69.07 亿元，较上年底下降 6.32%，主要来自一年内到期的非流动负债的减少。其中，短期债务占 3.31%，长期债务占 96.69%。同期，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 62.19%、58.52%和 57.70%，较上年底分别变化 0.94 个、-0.75 个和 0.86 个百分点。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动增长，营业利润率保持在较高水平，但公司财务费用对利润总额侵蚀较大。

2017—2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 1.36%。2019 年，随着通车路段通行费收入增长，公司营业收入同比增长 5.54%至 19.84 亿元。同期，公司营业成本波动增长，年均复合增长 5.97%。2019 年营业成本为 8.95 亿元。2017—2019 年，公司营业利润率维持在较高水平，分别为 58.13%、51.45%和 54.21%。

2017—2019 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 1.90%，主要为财务费用。2019 年，公司期间费用 4.18 亿元，同比减少 14.40%，主要系财务费用（3.54 亿元）中由日元负债产生的汇兑损失减少所致。同期，公司期间费用率（期间费用/营业收入）分别为 20.85%、25.98%和 21.07%。2017—2019 年，公司利润总额有所波动，分别为 8.12 亿元、5.41 亿元、7.29 亿元。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 7.82%、6.24%和 7.60%；净资产收益率分别为 13.89%、9.54%和 12.30%。

表 12 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业收入	19.32	18.80	19.84	9.91
营业成本	7.97	8.99	8.95	5.18
期间费用	4.03	4.88	4.18	2.54
期间费用率	20.85	25.98	21.07	25.62
利润总额	8.12	5.41	7.29	2.20
营业利润率	58.13	51.45	54.21	47.02
总资产收益率	7.82	6.24	7.60	--
净资产收益率	13.89	9.54	12.30	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 9.91 亿元，相当于 2019 年全年的 49.95%，利润总额 2.20 亿元，主要系受新冠肺炎疫情影响，免收高速公路通行费所致。同期，公司期间费用 2.54 亿元，期间费用率为 25.62%；公司营业利润率为 47.02%，较 2019 年下降 7.19 个百分点。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金净流入规模保持较高水平；公司整体经营获现能力较强，未来投资支出较少，公司外部融资压力较小。

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量变化不大，分别为 20.56 亿元、19.69 亿元和 20.77 亿元，主要为收到的通行费收入；现金收入比分别为 100.53%、98.96%和 101.44%，收入实现质量好。同期，公司经营活动现金流出量有所波动，分别为 6.83 亿元、7.21 亿元和 6.15 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为 13.73 亿元、12.48 亿元和 14.63 亿元，保持在较高水平。

投资活动方面，公司投资活动主要为银行理财产品的投资及赎回。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.45 亿元、0.33 亿元和-1.48 亿元。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量分别为 3.00 亿元、0.01 亿元和 10.00 亿元，主要为发行债券和银行借款取得的现金。同期，公司筹资活动现金流出量分别为

15.70 亿元、15.79 亿元和 24.61 亿元，主要系偿还债务本息和利润分配支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-12.70 亿元、-15.78 亿元和-14.60 亿元。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入量	20.56	19.69	20.77	10.03
经营活动现金流出量	6.83	7.21	6.15	4.76
经营活动现金流净额	13.73	12.48	14.63	5.27
投资活动现金流净额	-0.45	0.33	-1.48	0.83
筹资活动现金流净额	-12.70	-15.78	-14.60	-6.94
现金收入比	100.53	98.96	101.44	97.41

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额为 5.27 亿元，现金收入比为 97.41%；投资活动现金流量净额为 0.83 亿元，筹资活动现金流量净额-6.94 亿元。

6. 偿债能力

公司长期偿债能力指标较强，短期偿债能力指标较弱。考虑到公司主业经营获现能力强，且持续得到重庆市政府和股东重庆高速集团的支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年底，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，2019 年底分别为 48.87%和 48.82%。2020 年 9 月底，公司流动比率与速动比率分别为 71.81%和 71.76%，较 2019 年底均提高 22.94 个百分点。2019 年，公司经营现金流动负债比为 111.83%，经营活动净现金流对流动负债保障能力强。2020 年 9 月底，公司现金类资产为 0.08 亿元，相当于同期短期债务的 0.03 倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 16.92 亿元、14.44 亿元和 15.80 亿元；同期，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.06 倍、5.61 倍和 4.67 倍，EBITDA 利息倍数分别为 4.67 倍、4.16 倍和 4.90 倍。

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 9 月底，公司共计获得金融机构授信额度 62.97 亿元，已使用 43.97 亿元，尚未使用 19.00 亿元，间接融资渠道较为通畅。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自于母公司，母公司债务负担较重。

2019 年底，母公司资产总额 120.37 亿元，较 2018 年底下降 3.25%。其中，流动资产 5.49 亿元、非流动资产 114.86 亿元。2019 年底，母公司货币资金持续下降至 0.06 亿元；长期股权投资相对稳定，为 7.34 亿元；固定资产 100.42 亿元，较 2018 年底变动不大，主要为路产。

2019 年底，母公司负债 78.54 亿元，较 2018 年底下降 7.69%，母公司所有者权益 41.84 亿元，较 2018 年底略有上升。母公司全部债务 73.73 亿元，其中短期债务 7.0 亿元、长期债务 66.73 亿元。同期，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.24% 和 63.80%，较 2018 年底有所下降。

2019 年，母公司实现营业收入 11.62 亿元，较上年增长 5.25%，实现利润总额 4.38 亿元。

2020 年 9 月底，母公司资产总额 119.48 亿元，所有者权益 42.52 亿元，负债总额 76.96 亿元；母公司资产负债率为 64.41%；全部债务 69.07 亿元，全部债务资本化比率 61.89%。2020 年 1—9 月，母公司实现营业收入 6.08 亿元，利润总额 2.17 亿元，投资收益 2.18 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模不超过 9.00 亿元（按 9.00 亿元测算），相当于 2020 年 9 月底公司长期债务的 13.48%、全部债务的 13.03%。本期债券的发行对公司现有债务存在一定影响。

2020 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 62.19%、58.52% 及 57.70%。以 2020 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期

债券发行后，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将分别上升至 64.64%、61.46% 及 60.75%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还到期债务，上述指标或将低于测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券拟发行规模的 2.28 倍、2.19 倍及 2.31 倍，对本期债券的保障能力较强。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行规模的 1.53 倍、1.39 倍及 1.63 倍，对本期债券的保障能力较强。2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行规模的 1.88 倍、1.60 倍和 1.76 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖能力较强。

总体看，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券的保障能力较强。

十、担保人担保能力分析

本期债券由重庆高速集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为本期发行的公司债的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的合理费用。重庆高速集团承担保证责任的期间为本期债券存续期及本期债券到期日起两年。本期债券合法持有人在此期间未要求担保人承担保证责任的，重庆高速集团免除保证责任。

重庆高速集团前身系 1994 年成立的重庆高速公路开发总公司，直属于重庆市交通局。1998 年 3 月，经重庆市交通局批复，重庆高速集团改组为国有独资企业，变更名称为重庆高速公路发展有限公司。2009 年 4 月，重庆市国资委会同重庆市交通委员会，决定将重庆高速集团股东由重庆市交通局变更为重庆市国资委，高速集团变更为现用名。经历次增资及股权变更，截至 2020 年 9 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。

重庆高速集团作为重庆市重要的高速公路投资建设及运营主体，在重庆市高速公路投资建设、管理运营领域中占据主导地位，具有明显的区域专营优势。截至 2019 年底，重庆全市高速公路通车总里程 3233 公里，重庆高速集团负责运营高速公路路段共 40 条，合计里程 2128 公里，占重庆市高速公路通车总里程的 65.82%。

截至 2019 年底，重庆高速集团资产总额 1868.59 亿元，所有者权益 579.80 亿元（其中少数股东权益 80.50 亿元）；2019 年，重庆高速集团实现营业收入 136.87 亿元，利润总额 7.29 亿元。

截至 2020 年 9 月底，重庆高速集团合并资产总额 2117.79 亿元，所有者权益 623.14 亿元（其中少数股东权益 80.43 亿元）；2020 年 1—9 月，重庆高速集团实现营业收入 143.21 亿元，利润总额-1.48 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，详情见《重庆高速公路集团有限公司 2020 年跟踪评级报告》。

总体看，重庆高速集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能显著提升本期债券本息偿付的安全性。

十一、结论

公司是重庆高速集团下属重要的高速公路运营主体，所辖高速公路资产质量较好，持续得到政府在财政补助和税收优惠等方面的支持。

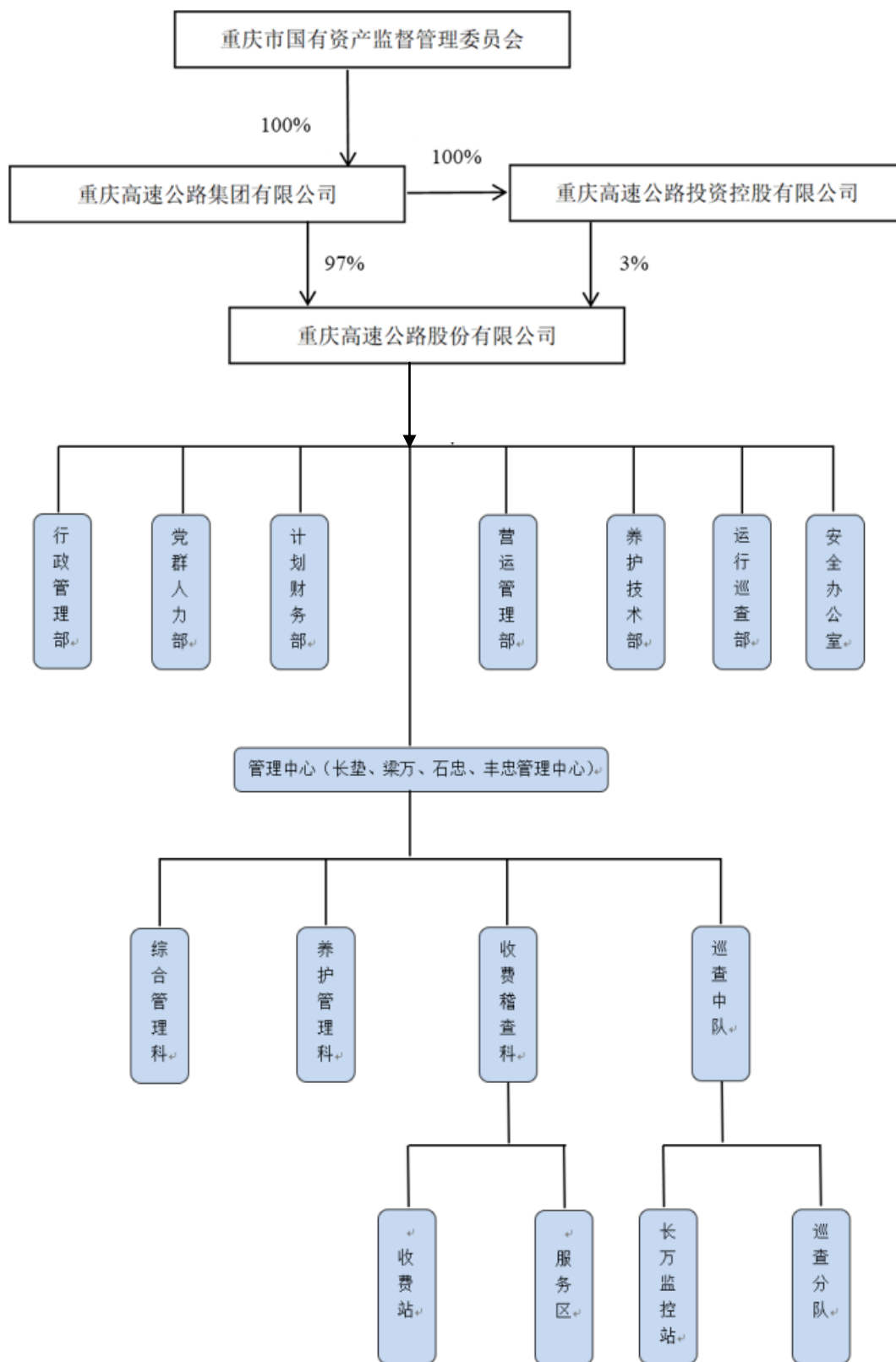
近年来，公司业务稳健发展，下辖路产质量较好，通行费收入及毛利率均保持较高水平，业务获现能力强，经营活动现金净流入规模较大，公司资本性支出压力不大。但公司财务费用对利润总额侵蚀较大，同时联合资信关注到新冠肺炎疫情短期内对公司高速公路运营业务

形成冲击。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券的保障能力较强。重庆高速集团为本期债券提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可显著提升本期债券的偿付能力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图及组织架构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	实收资本 (万元)	取得方式	级次
重庆成渝高速公路有限公司	高速公路营运	51.00	4000.00	同一控制下企业合并	2
重庆市路苑公路服务有限公司	设计、制作、发布路牌、 灯箱、霓虹灯广告	51.00	708.00	投资设立	3

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.35	2.37	0.92	0.08
资产总额(亿元)	142.34	135.61	130.74	129.48
所有者权益(亿元)	50.58	48.00	50.66	48.96
短期债务(亿元)	5.33	17.75	7.00	2.29
长期债务(亿元)	80.26	63.33	66.73	66.78
全部债务(亿元)	85.59	81.08	73.73	69.07
营业收入(亿元)	19.32	18.80	19.84	9.91
利润总额(亿元)	8.12	5.41	7.29	2.20
EBITDA(亿元)	16.92	14.44	15.80	--
经营性净现金流(亿元)	13.73	12.48	14.63	5.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	184.14	63.40	51.17	--
存货周转次数(次)	933.43	1,483.06	1,484.45	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.14	0.15	--
现金收入比(%)	100.53	98.96	101.44	97.41
营业利润率(%)	58.13	51.45	54.21	47.02
总资本收益率(%)	7.82	6.24	7.60	--
净资产收益率(%)	13.89	9.54	12.30	--
长期债务资本化比率(%)	61.34	56.88	56.84	57.70
全部债务资本化比率(%)	62.85	62.81	59.27	58.52
资产负债率(%)	64.47	64.60	61.25	62.19
流动比率(%)	85.62	33.20	48.87	71.81
速动比率(%)	85.56	33.17	48.82	71.76
经营现金流动负债比(%)	119.35	52.01	111.83	--
现金短期债务比(倍)	1.00	0.13	0.13	0.03
全部债务/EBITDA(倍)	5.06	5.61	4.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.67	4.16	4.90	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.32	0.70	0.06	0.05
资产总额(亿元)	130.19	124.42	120.37	119.48
所有者权益(亿元)	43.45	39.34	41.84	42.52
短期债务(亿元)	5.33	17.75	7.00	2.29
长期债务(亿元)	80.26	63.33	66.73	66.78
全部债务(亿元)	85.59	81.08	73.73	69.07
营业收入(亿元)	10.40	11.04	11.62	6.08
利润总额(亿元)	6.26	1.85	4.38	2.17
EBITDA(亿元)	13.67	9.44	11.37	--
经营性净现金流(亿元)	7.29	7.32	9.46	4.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	*	*	*	--
存货周转次数(次)	2708.24	2041.46	1814.00	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.09	--
现金收入比(%)	100.08	100.72	102.56	93.80
营业利润率(%)	44.72	42.04	46.10	36.93
总资本收益率(%)	7.55	4.33	6.31	--
净资产收益率(%)	14.08	4.44	9.73	--
长期债务资本化比率(%)	64.88	61.68	61.46	61.10
全部债务资本化比率(%)	66.33	67.33	63.80	61.89
资产负债率(%)	66.63	68.38	65.24	64.41
流动比率(%)	142.13	33.84	47.57	81.33
速动比率(%)	142.09	33.83	47.53	81.29
经营现金流动负债比(%)	112.41	34.09	82.07	--
现金短期债务比(倍)	0.25	0.04	0.01	0.02
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	8.59	6.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.77	2.72	3.52	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计；*表示该指标无法计算

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/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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 重庆高速公路股份有限公司 公开发行 2021 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本期债券存续期内，在每年重庆高速公路股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

重庆高速公路股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。重庆高速公路股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对重庆高速公路股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，重庆高速公路股份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股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重庆高速公路股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对重庆高速公路股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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

联合资信对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送重庆高速公路股份有限公司、监管部门等。