信用等级公告

联合[2018] 1763 号

联合资信评估有限公司通过对重庆高速公路股份有限公司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^+，“14 渝高股 MTN001”和“16 渝高速 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十日

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
http://www.lhratings.com

重庆高速公路股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体评级结果：AA^+
上次主体评级结果：AA^+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 渝高股 MTN001	10 亿元	2019/11/14	AA^+	AA^+
16 渝高速 MTN001	12 亿元	2021/01/18	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 20 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.91	6.57	5.35	6.42
资产总额(亿元)	145.30	144.20	142.34	324.76
所有者权益(亿元)	51.64	51.12	50.58	89.59
短期债务(亿元)	47.99	4.12	5.33	3.12
长期债务(亿元)	35.53	82.94	80.26	193.61
全部债务(亿元)	83.51	87.06	85.59	196.73
营业收入(亿元)	20.49	20.07	19.32	8.31
利润总额 (亿元)	8.54	7.34	8.12	1.43
EBITDA(亿元)	17.19	16.22	16.92	--
经营性净现金流(亿元)	13.50	15.17	13.73	4.76
营业利润率(%)	60.31	58.75	58.13	48.63
净资产收益率(%)	14.48	12.39	13.89	--
资产负债率(%)	64.46	64.55	64.47	72.41
全部债务资本化比率(%)	61.79	63.01	62.85	68.71
流动比率(%)	10.49	88.99	85.62	7.71
全部债务/EBITDA(倍)	4.86	5.37	5.06	--
经营现金流动负债比(%)	23.22	149.70	119.35	--

注:公司 2018 年一季度财务数据未经审计；其他应付款、长期应付款中有息部分已计入全部债务。

分析师
历 剑 郝一哲

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

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”）的重要子公司，名下高速路产质量较好。跟踪期内，公司新增收费高速路产，权益规模大幅增长，经营实力和资本实力得到增强，但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司重组中渝分公司后，相应路产存续项目贷款规模较大，公司债务负担明显上升，财务费用对利润侵蚀较大，高铁以及并行高速分流等因素对其信用水平带来的不利影响。

重庆市经济稳步增长，高速路网进一步优化，汽车保有量较快增长，为公司发展提供了良好的机遇。公司未来投资支出较小，外部融资压力较小。公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对公司存续债券单年最高偿还额度保障能力较强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“14 渝高股 MTN001”和“16 渝高速 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，重庆市经济稳步增长，高速路网进一步加密，汽车保有量较快增长，为公司发展提供了良好的机遇。
2. 跟踪期内，公司新增收费路产，权益规模大幅增长，经营实力和资本实力得到增强。
3. 公司经营活动现金流入规模保持较高水平；公司整体经营获现能力较强，未来投资支出较小，外部融资压力较小。
4. 公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对公司存续债券单年最高偿还额度保障能力较强。

关注

1. 高铁以及并行路段对公司所辖高速公路有一定的分流影响，可比口径通行费收入有所下

降。

2. 2018 年一季度重组中渝分公司后，相应路产存续项目贷款规模较大，公司债务负担明显上升，财务费用对利润侵蚀较大。

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。

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。

重庆高速公路股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于重庆高速公路股份有限公司及相关存续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，重庆高速公路股份有限公司（以下简称“公司”或“高速股份”）的股权结构无变化。截至 2018 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，重庆高速集团为公司实际控制人。

2017年5月公司经营范围变更为：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）

2018 年 1 月 25 日，高速股份发布了《重庆高速公路股份有限公司资产重组的公告》(以下简称“重组公告”)。公告内容主要涉及：经高速股份母公司重庆高速集团董事会决议，拟以 2017 年 12 月 31 日为基准日，将高速公路集团有限公司中渝营运分公司（以下简称“中渝分公司”）重组并入高速股份。本次重组对象属于高速集团下属的分公司和子公司，重组前后，高速股份的实际控制权没有变化。本次重组涉及的具体事项及交易方案以高速集团与高速股份签订的重组协议为准。截至评级报告出具日，审计机构未出具专项审计报告，但 2018 年一季度中渝分公司已纳入公司合并范围，从数据上看，本次重组对高速股份 2018 年一季度财务数据影响很大。

截至2017年底，公司资产总额142.34亿元，所有者权益合计50.58亿元（其中少数股东权益4.50亿元）；2017年公司实现营业收入19.32亿元，利润总额8.12亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额324.76亿元，所有者权益合计89.59亿元（其中少数股东权益5.03亿元）；2018年1~3月公司实现营业收入8.31亿元，利润总额1.43亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区新南路 52 号；法定代表人：朱彦。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年3月底，公司存续债券余额合计22亿元，详见表1。跟踪期内，公司已按时付息。

表1 公司存续债券概况（单位：%、亿元）

债项简称	票面利率	余额	起息日	到期兑付日
14 渝高股 MTN001	5.20	10.00	2014/11/14	2019/11/14
16 渝高速 MTN001	3.52	12.00	2016/01/18	2021/01/18

资料来源：根据公开信息整理

公司于2014年11月发行“14渝高股MTN001”10亿元，其中7亿元用于偿还银行贷款，3亿元用于补充营运资金。截至报告出具日，公司该期债券募集资金已按照原定用途使用完毕。

公司于2016年1月发行“16渝高速MTN001”12亿元，截至报告出具日，公司该期债券募集资金已按照原定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017

年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，

较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业分析

2017年，中国高速公路通车里程及投资规模保持较快增长，未来投资需求仍较大。

根据交通运输部发布的《2017年交通运输行业发展统计公报》，2017年底，全国公路总里程达477.35万公里，比上年末增加7.82万公里，公路密度49.72公里/百平方公里，同比提高0.81公里/百平方公里；2017年底中国高速公路通车里程达13.65万公里，比上年末增加0.65万公里；国家高速公路10.23万公里，同比增加0.39万公里。2017年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.86%，同比提升0.07个百分点。

2017年全国完成公路建设投资21253.33亿元，比上年增长18.2%。其中，高速公路建设完成投资9257.86亿元，增长12.4%，增速较2016年（3.6%）明显提升。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2017年投资规模占公路建设投资的43.56%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着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经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

2017年，受高铁等分流影响，公路客运指标延续上年下降趋势；受益于宏观经济向好，

货运指标增幅明显。

公路运输经济运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2017年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续2016年下滑趋势；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，公路货运指标保持较为稳健的增长且增速进一步提升。2017年公路运输完成营业性客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，同比分别下降5.6%、4.5%；完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，同比分别增长10.3%、9.3%，延续上升趋势且增幅提升明显。

高速公路行业受政策影响大，收费公路专项债的发行及未来即将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。

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，拟对高速公路收费期限、收费标准等进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。

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）》，推出为新建政府收费公路而发行，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。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2. 区域经济环境

跟踪期内，重庆市经济稳步增长，高速路网进一步加密，汽车保有量较快增长，为公司发展提供了良好的机遇。

根据《2017年重庆市国民经济和社会发展统计公报》数据，初步核算，全年实现地区生产总值19500.27亿元，比上年增长9.3%。按产业分，第一产业增加值1339.62亿元，增长4.0%；第二产业增加值8596.61亿元，增长9.5%；第三产业增加值9564.04亿元，增长9.9%。三次产业结构比为6.9：44.1：49.0。

2017年，重庆市全年完成固定资产投资总额17440.57亿元，比上年增长9.5%。其中，基础设施建设投资5659.12亿元，增长15.8%，占全市固定资产投资的32.4%；民间投资9522.88亿元，增长13.5%，占全市固定资产投资的比重为54.6%。

2017年底，重庆全市高速公路通车总里程3023公里。公路路网密度179公里/百平方公里。全市民用车辆拥有量567.50万辆，比上年末增长11.2%。其中私人汽车拥有量320.72万辆，增长14.9%。民用轿车拥有量187.76万辆，增长12.1%。其中私人轿车172.80万辆，增长13.1%。

财政收入方面，2017年重庆市一般公共预算收入2252.4亿元，比上年增长3.0%，增速较上年显著下降。其中税收收入1476.3亿元，增长7.3%。

六、基础素质分析

公司是重庆高速集团的重要经营实体之一，拥有高速路产质量较好。跟踪期内，随着中渝分公司并入，公司的收费里程进一步增加，经营实力进一步增强。

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。2018年初，重庆高速集团将重庆高速公路集团有限公司中渝分公司重组并入公司。公司新增绕城高速、江合高速、武合高速3条高速公路，公司经营实力得到增强。截至2018年3月底，公司拥有运营路段共7条，合计里程约669.11公里，占重庆市高速公路通车总里程的22%。

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2018年6月15日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷记录中共9笔关注类贷款。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

受高铁以及并行高速公路分流影响，2017年公司营业收入略有下降，但2018年一季度公司新增收费路产，公司营业收入大幅增加；跟踪期内，公司毛利率虽有所下降，但仍处于较高水平。

公司收入主要来自通行费，近年来占比均在95%以上。2017年公司实现营业收入19.32亿元，同比下降3.74%；其中通行费收入18.74亿元，同比下降4.26%，主要系高铁和并行线路分流影响。2018年1~3月，公司实现营业收入8.31亿元，同比增长64.43%，系新增绕城高速、江合高速、武合高速3条高速公路收费所致。

从毛利率情况看，石忠高速仍处于车流量培育期，车流量较低，同时受到沿江高速和沪蓉高速的分流影响，2017年盈利能力进一步下滑；长万高速受渝万城际高铁开通影响，毛利率小幅下降；成渝高速受成渝复线全线贯通以及高铁分流影响，毛利率有所下降。受以上路段影响，2017年公司毛利率较上年下降1.82个百分点至58.74%。2018年1~3月，公司毛利率下降至49.07%，主要是成渝路通行费收入较上年同期下降以及重组并入路段毛利率较低影响。

表2　公司营业收入构成（单位：万元，%）

类别	2016年			2017年			2018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	195686.48	97.52	61.19	187350.70	97.00	59.49	81349.42	97.92	49.57
其他	4970.72	2.48	35.92	5804.02	3.00	34.67	1726.12	2.08	25.24
合计	**200657.21**	**100.00**	**60.56**	**193154.72**	**100.00**	**58.74**	**83075.54**	**100.00**	**49.07**

资料来源：公司提供

注：其他业务收入主要为租赁收入、清障收入、广告收入等。

2. 业务经营分析

截至2018年3月，公司拥有高速公路共7条，分别为成渝高速（重庆段）、长万高速、石忠高速、万开高速、绕城高速、江合高速、武合高速，运营里程合计约669.11公里，占重庆市高速公路通车总里程的22%。其中，2018年公司新增绕城高速、江合高速、武合高速三条收费路产，合计收费里程269.08公里。

表3　截至2018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4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3年29日	2009-2039
万开高速	29.30	2006年12月26日	2006-2036
绕城高速	187.29	绕城西南段2008年12月26日；绕城东北段2009年12月31日	绕城西南段2008-2038；绕城东北段2009-2039
江合高速	47.99	2009年12月31日	2009年12月31日起
武合高速	33.80	2005年12月26日	2005-2035
合计	**669.11**	--	--

资料来源：公司提供

通行费收入及车流量方面，受G50S重庆沿江高速、成渝高速复线等竞争性高速公路开通、成渝客运专线高铁及渝万城际高铁通车等因素的影响，2017年公司所辖高速公路通行费收入总体出现小幅下降。2017年，公司通行费收入为18.74亿元，同比下降4.26%。其中，成渝高速（重庆段）通行费收入8.53亿元，占45.50%；长万高速通行费收入6.83亿元，占36.44%。成渝高速（重庆段）和长万高速路产质量优良，毛利率水平较高。2017年，受成渝客运专线高铁以及成渝高速复线通车的影响，成渝高速小客车车流量增加但大客车车流量减少，导致该路段车流量虽然增加但收入下降5.29%；渝万城际高铁开通对长万高速造成一定分流影响，当期长万高速实现通行费收入6.83亿元，同比下降5.69%，毛利率为60.72%，同比减少4.15个百分点。2017年，万开高速受车流量回升影响，收入有所增加；同时，养护支出减少，促使毛利率有所回升。

2018年1~3月，公司新增绕城高速、江合高速、武合高速三条收费路产，通行费收入大幅增长，且石忠高速、万开高速车流量和毛利率明显回升。但成渝高速（重庆段）受分流影响较为明显，通行费收入较上年同期下降18.10%。

表4　公司运营高速公路通行费收入情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018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	72391.62	36.99	64.87	68275.49	36.44	60.72	17742.24	21.81	47.26
成渝高速（重庆段）	90052.95	46.02	76.90	85284.85	45.50	75.16	17592.78	21.63	73.73
石忠高速	24692.30	12.62	14.64	24681.31	13.17	12.86	6759.34	8.31	29.23
万开高速	8549.61	4.37	-1.10	9109.05	4.86	29.89	3077.14	3.78	56.86
绕城高速	--	--	--	--	--	--	27281.92	33.54	37.00
江合高速	--	--	--	--	--	--	6100.64	7.50	65.00
武合高速	--	--	--	--	--	--	2795.36	3.44	54.00
合计	**195686.48**	**100.00**	**61.19**	**187350.70**	**100.00**	**59.49**	**81349.42**	100.00	49.57

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	2016年	2017年	2018年一季度
成渝高速（重庆段）	3091.10	3152.53	612.22
长万高速	1632.11	1631.37	503.77
石忠高速	653.28	699.92	212.15
万开高速	1005.00	1072.48	339.35
绕城高速	--	--	1840.90
江合高速	--	--	424.50
武合高速	--	--	235.49
合计	**6381.49**	**6556.30**	**4168.38**

资料来源：公司提供

注：2017年成渝高速、石忠高速通行小客车车流量增加但大客车车流量减少，导致该路段车流量虽然增加但收入略有下降；

高速公路养护方面：2017年公司养护累计投入0.93亿元，2018年全年养护经费预算2.75亿元，截至2018年3月底已执行266.43万元。

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，资金来源主要为通行费收入、银行借款等。公司通行费收入规模较大，资金支出压力不大。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年度财务报表，天职国际会计师事务所审计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2018年一季度财务报告未经审计。

2017年，公司合并范围无变化，纳入合并范围子公司2家；2018年一季度公司合并范围新增原重庆高速公路集团有限公司中渝营运分公司，对财务数据可比性影响大。

截至2017年底，公司资产总额142.34亿元，所有者权益50.58亿元（其中少数股东权益4.50亿元）；2017年实现营业收入19.32亿元，利润总额8.12亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额324.76亿元，所有者权益89.59亿元（其中少数股东权益5.03亿元）；2018年1~3月实现营业收入8.31亿元，利润总额1.43亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，受重组影响，公司收费路产规模大幅增长，资产仍以非流动性资产为主，公司资产质量较好，但流动性较弱。

截至 2017 年底，公司资产总额 142.34 亿元，同比下降 1.28%。其中，流动资产占 6.92%，非流动资产占 93.08%，资产结构仍以非流动资产为主，资产结构同比变化不大。

表 6　公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.77	3.31	5.35	3.76	4.27	1.32
流动资产	**9.02**	**6.26**	**9.85**	**6.92**	**11.93**	**3.67**
固定资产	119.16	82.64	117.01	82.20	295.85	91.10
无形资产	7.05	4.89	6.92	4.86	6.85	2.11
非流动资产	**135.18**	**93.74**	**132.49**	**93.08**	**312.84**	**96.33**
资产总额	**144.20**	**100.00**	**142.34**	**100.00**	**324.76**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 9.85 亿元，同比增长 9.21%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金 5.35 亿元，同比增加 12.08%，公司货币资金中无受限部分；公司其他应收款为 3.40 亿元，同比增长 43.26%，其中应收母公司重庆高速集团往来款 2.98 亿元，账龄为 2 年之内。

2017 年底，公司非流动资产 132.49 亿元，同比下降 1.98%。其中固定资产为 117.01 亿元，同比下降 1.80%，构成以所辖路产为主；无形资产 6.92 亿元，同比下降 1.74%，主要为土地使用权；长期股权投资 5.48 亿元，主要为对重庆铁发遂渝高速公路有限公司的投资。

2018 年 3 月底，公司资产总额 324.76 亿元，较上年底增长 128.36%，主要系中渝分公司相关资产合并所致。资产结构与上年底变化不大，流动资产和非流动资产分别占 3.67%和 96.33%。2018 年 3 月底，公司固定资产 295.85 亿元，较上年底增长 152.83%，主要系新增绕城高速、江合高速、武合高速三条收费路产。

2. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。重组中渝分公司对公司权益影响大，重组后公司权益规模大幅增长，资本实力得到增强。

截至 2017 年底，公司所有者权益 50.58 亿元，同比下降 1.05%，系少数股东权益减少所致。2017 年底，归属于母公司的所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 30.84%和 37.38%，盈余公积占 9.20%，未分配利润占 13.69%。2017 年底，公司实收资本和资本公积分别为 15.60

亿元和 18.91 亿元，较去年同期无变化。2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 89.59 亿元，较 2017 年底增长 77.12%，系重组中渝分公司影响，其中实收资本和资本公积分别为 15.60 亿元和 56.71 亿元。

2017 年，公司经营现金流入较为稳定，同时主要支出为公路养护，外部融资压力较小，债务规模小幅下降。2018 年一季度重组中渝分公司后，相应路产存续项目贷款规模较大，公司债务负担明显上升，但构成仍以长期债务为主。

2017 年底，公司负债合计 91.76 亿元，同比下降 1.41%，其中，流动负债占 12.54%，非流动负债占 87.46%，公司负债结构变为以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 11.51 亿元，同比增长 13.52%。其中，公司应付股利为 3.93 亿元，同比下降 8.90%；公司一年内到期的非流动负债为 5.33 亿元，同比增长 71.74%，包括为一年内到期的长期借款 3.33 亿元和应付债券 2.00 亿元。

公司非流动负债由长期借款（占 72.71%）和应付债券（占 27.29%）构成。2017 年底，公司非流动负债 80.26 亿元，同比下降 3.24%。其中，公司长期借款为 58.36 亿元，同比下降 1.23%，其中信用借款 18.15 亿元和质押借款 40.21 亿元；公司应付债券为 21.90 亿元，为 2014 年 11 月和 2016 年 1 月发行的中期票据。

表 7　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
短期债务	4.12	5.33	3.12
长期债务	82.94	80.26	193.61
全部债务	87.06	85.59	196.73
长期债务资本化比率	61.87	61.34	68.37
全部债务资本化比率	63.01	62.85	68.71
资产负债率	64.55	64.47	72.41

资料来源：根据审计报告整理

2018 年 3 月底，公司负债总额 235.17 亿元，较 2017 年底增长 156.29%，系重组中渝营运分公司所致，其中流动负债 154.67 亿元，占比 65.77%；公司负债结构变化较大，但流动负债中其他应付款 144.70 亿元，同比增加 144.29 亿元，实际为非流动负债，其中 113.18 亿元为资产重组后新并入公司高速公路的未结清长期项目贷款，剩余为重组前重庆高速集团已偿还的高速项目贷款，公司目前将以上款项暂列其他应付款，本报告在计算有息债务时已将该科目未还清的项目贷款调整至长期债务。

有息债务方面，2017 年底公司全部债务为 85.59 亿元，同比下降 1.69%，债务结构以长期债务为主，占 93.77%。2018 年 3 月底，公司全部债务为 196.73 亿元，较 2017 年增长 129.85%，债务结构较 2017 年底变动不大。

2017 年底，公司债务负担略有下降，资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 64.47%、62.85%、61.34%。2018 年 3 月底，重组中渝分公司后，公司债务负担明显上升，资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 72.41%、68.71%、68.37%。

3. 盈利能力

2017 年，公司收入规模小幅下降，但利润率保持在较高水平；2018 年一季度公司重组中渝分公司对当期收入影响大，公司收入规模大幅增长，财务费用对利润侵蚀较大。

2017 年，通行费收入下降导致公司营业收入同比下降 3.74%至 19.32 亿元；公司营业利润率为 58.13%，较 2016 年略有下降，但仍保持较高水平。

表 8　公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
营业收入	20.07	19.32	8.31
营业成本	7.91	7.97	4.23
利润总额	7.34	8.12	1.43
财务费用	5.17	3.24	2.46
期间费用/营业收入	30.09	20.85	32.11
营业利润率	58.75	58.13	48.63
总资本收益率	7.37	7.82	--
净资产收益率	12.39	13.89	--

资料来源：根据审计报告整理

2017 年，公司财务费用为 3.24 亿元，同比下降 37.36%，主要系汇兑收益所致（日元负债所产生的汇兑收益）。财务费用减少带动公司期间费用占营业收入比重下降至 20.85%；同时利润总额同比增长 10.65%至 8.12 亿元。

2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.82%和 13.89%，同比均有所增长。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.31 亿元，相当于 2017 年全年的 43.01%；利润总额 1.43 亿元，仅相当于 2017 年全年的 17.57%，系并入中渝分公司后公司有息债务大幅增长，导致财务费用大幅增长所致，期间费用占营业收入的 32.11%；公司营业利润率为 48.63%，较 2017 年下降 9.50 个百分点，系新并入高速毛利率较低以及部分路段车流量下降所致。

4. 现金流分析

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

经营活动方面，2017 年随着通行费收入的小幅下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金也减少至 19.42 亿元，现金收入比为 100.53%；同期公司经营活动现金流出为 6.83 亿元。2017 年公司经营活动现金流量净额为 13.73 亿元，同比下降 9.50%，但仍保持在较好水平。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
经营活动现金流入量	21.28	20.56	10.96
经营活动现金流出量	6.11	6.83	6.20
经营活动产生的现金流量净额	15.17	13.73	4.76
投资活动产生的现金流量净额	-1.64	-0.45	-2.32
筹资活动产生的现金流量净额	-12.68	-12.70	-3.51
现金及现金等价物净增加额	0.86	0.58	-1.08
现金收入比	99.00	100.53	108.33

资料来源：公司审计报告

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流主要为购买理财支付和理财到期收回的现金。2017 年，公司投资活动现金流量净额为-0.45 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入 3.00 亿元，全部为取得借款收到的现金。2017 年公司筹资活动现金净流出 12.70 亿元。考虑公司后续无建设项目，主要为公路维护及大修支出，外部融资压力较小。

2018 年 1~3 月，受新增高速路产影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长，公司经营活动现金流量净额为 4.76 亿元，现金收入比增长至 108.33%；公司投资活动现金流量净额为-2.32 亿元；筹资活动现金流量净额为-3.51 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产对短期债务保障较好，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力看，2017 底公司流动比率和速动比率同比均小幅下降，分别为 85.62%和 85.56%；同期公司经营现金流动负债比由上年的 149.70%下降至 119.35 %。2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率大幅下降至 7.71%和 7.70%，主要系并入中渝分公司后，相关路产存续的长期项目贷款暂时计入流动负责中其他应付款科目所致，公司实际短期偿债能力远好于指标值。2018 年 3 月底，公司现金类资产是短期债务的 2.06 倍，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2017 年底，公司 EBITDA 为 16.92 亿元，同比增长 4.27%；2017 年公司全部债务/EBITDA 由上年的 5.37 倍下降至 5.06 倍。总体看，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行流贷授信总额为 11.50 亿元，全部未使用，公司间接融资渠道较通畅。

十、存续债券偿还能力分析

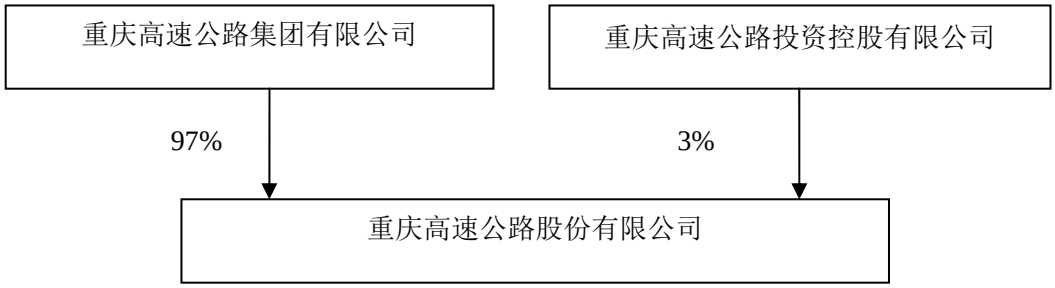
公司存续债券包括“14 渝高股 MTN001”和“16 渝高速 MTN001”，债券余额为 22 亿元，2017 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和

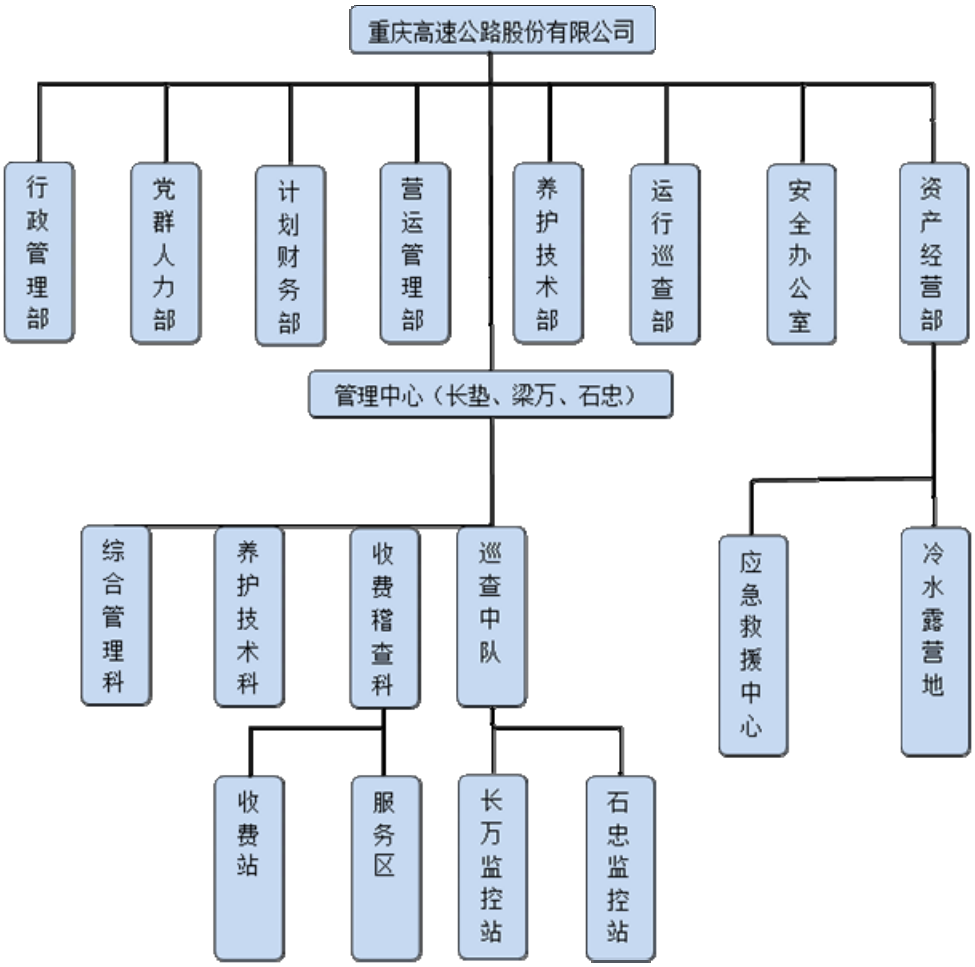
经营活动现金流净额分别为 16.92 亿元、20.56 亿元和 13.73 亿元，分别为应付债券余额的 0.77 倍、0.93 倍和 0.62 倍，对应付债券余额的保障能力一般。但考虑到上述两期债券兑付不在同一年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为单年最高偿还额度 12 亿元的 1.41 倍、1.71 倍和 1.14 倍，对其保障能力较强。

十一、结论

综合评估，联合资信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^+，“14 渝高股MTN001”和“16渝高速MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年 3 月底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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.91	6.57	5.35	6.42
资产总额(亿元)	145.30	144.20	142.34	324.76
所有者权益(亿元)	51.64	51.12	50.58	89.59
短期债务(亿元)	47.99	4.12	5.33	3.12
长期债务(亿元)	35.53	82.94	80.26	193.61
全部债务(亿元)	83.51	87.06	85.59	196.73
营业收入(亿元)	20.49	20.07	19.32	8.31
利润总额(亿元)	8.54	7.34	8.12	1.43
EBITDA(亿元)	17.19	16.22	16.92	--
经营性净现金流(亿元)	13.50	15.17	13.73	4.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	147.04	201.35	184.14	--
存货周转次数(次)	801.15	796.66	933.43	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.13	--
现金收入比(%)	98.55	99.00	100.53	108.33
营业利润率(%)	60.31	58.75	58.13	48.63
总资本收益率(%)	8.38	7.37	7.82	--
净资产收益率(%)	14.48	12.39	13.89	--
长期债务资本化比率(%)	40.76	61.87	61.34	68.37
全部债务资本化比率(%)	61.79	63.01	62.85	68.71
资产负债率(%)	64.46	64.55	64.47	72.41
流动比率(%)	10.49	88.99	85.62	7.71
速动比率(%)	10.47	88.88	85.56	7.70
经营现金流动负债比(%)	23.22	149.70	119.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.86	5.37	5.06	--

注:公司 2018 年一季度财务数据未经审计；其他应付款、长期应付款中有息部分已计入全部债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式（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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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

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　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

附件 4-3　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。