跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1303 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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^+，评级展望为稳定，并维持“13渝高股MTN1”、“14渝高股MTN001”和“16渝高速MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月七日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

重庆高速公路股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 渝高股 MTN1	2 亿元	2013/02/04-2018/02/04	AA^+	AA^+
14 渝高股 MTN001	10 亿元	2014/11/14 - 2019/11/14	AA^+	AA^+
16 渝高速 MTN001	12 亿元	2016/01/15 - 2021/01/15	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 7 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.84	6.18	3.91	5.95
资产总额(亿元)	136.51	131.85	145.30	147.86
所有者权益合计(亿元)	59.17	61.26	51.64	53.62
短期债务(亿元)	4.04	42.44	47.99	37.89
全部债务(亿元)	70.05	67.11	83.51	105.31
营业收入 (亿元)	20.14	18.81	20.49	5.39
利润总额 (亿元)	13.89	11.74	8.54	2.33
EBITDA(亿元)	21.92	18.52	17.19	--
经营性净现金流(亿元)	8.66	5.47	13.50	-6.03
营业利润率(%)	61.20	64.49	60.31	65.01
净资产收益率(%)	19.67	16.56	14.48	--
资产负债率(%)	56.66	53.54	64.46	63.74
全部债务资本化比率(%)	54.21	52.28	61.79	66.26
流动比率(%)	111.25	14.56	10.49	37.32
全部债务/EBITDA(倍)	3.20	3.62	4.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.07	6.44	4.47	--
经营现金流动负债比(%)	105.21	11.91	23.22	--

注: 2014~2016 年 3 月底的部分其他应付款系有息债务，调入短期债务；2013 年、2015 年和 2016 年 3 月底的部分长期应付款系有息款项，调入长期债务；公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计

分析师
陈 茜　刘秀秀
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

重庆高速公路股份有限公司（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”)的核心子公司以及重庆市重要的高速公路投资建设主体。跟踪期内，公司新划入万开高速，所辖路产规模有所扩大，高速公路车流量及通行费收入规模均有所增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到跟踪期内公司划入的万开高速财务费用较高，车流量还有待提高，所辖路产长万高速和成渝高速近年大修支出规模较大、平行公路及新建高铁对公司运营高速公路产生一定分流等因素对其经营造成的不利影响。

公司作为重庆高速集团着力打造的高速公路投、融资主体，所辖路产整体质量较高，可对公司盈利规模及现金流形成持续支撑；未来公司主要投资为现有运营路段大修支出，投资压力不大；未来随着路网效应发挥，划拨资产车流量有望提升，为公司带来持续收入及利润。

综合考虑，联合资信维持公司 AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 渝高股 MTN1”、“14 渝高股 MTN001”和“16 渝高速 MTN001”AA^+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，万开高速划入，带来公司资产和收入的增长。
2. 跟踪期内，公司保持较强经营获现能力，经营活动现金流规模较大，能够满足资金需求。
3. 公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量对“13 渝高股 MTN1”、“14 渝高股 MTN001”和“16 渝高速 MTN001”的单年最高偿还额度保障能力较强。

关注

1. 万开高速划入后，公司净资产有所下降，债务负担进一步加重，短期内盈利能力下滑。

2. 成渝高速复线、重庆沿江高速、沪蓉高速及成渝客运专线高铁的开通，对公司运营高速公路造成分流影响。
3. 公司运营成渝高速及长万高速都将进行大修，未来几年公司投资支出有所增加；且大修工程将对公司收入规模及盈利水平造成一定的不利影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆高速公路股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆高速公路股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因重庆高速公路股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆高速公路股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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主体长期信用及“13 渝高股 MTN1”、“14 渝高股 MTN001”、“16 渝高速 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

重庆高速公路股份有限公司（以下简称“公司”）的前身为重庆高速公路集团有限公司（以下简称“重庆高速集团”）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。2009 年 12 月，重庆渝东高速公路有限公司更名为重庆高速公路投资有限公司。2010 年 11 月，根据重庆市国有资产监督管理委员会《关于同意重庆高速公路集团有限公司无偿划转成渝公司 51%股权的批复》（渝国资[2010]306 号），重庆高速集团将其持有的成渝公司 51%股权无偿划转至重庆高速公路投资有限公司。2010 年 12 月 20 日，经重庆市国有资产监督管理委员会《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），重庆高速公路投资有限公司改制变更为重庆高速公路股份有限公司。2013 年 6 月 27 日经重庆高速集团《关于同意重庆高速股权投资管理有限公司划转股份公司 3%股权的批复》（渝高速文[2013]208 号），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股权投资管理有限公司，已于 2013 年 7 月划转完毕。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 156000 万元，其中，重庆高速集团持有 15.132 亿股，占比 97%，重庆高速公路投资控股有限公司持有 0.468 亿股，占比 3%，重庆高速集团为公司实际控制人。

公司经营范围包括：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。

截至2016年3月底，公司下辖1个二级子公司（重庆成渝高速公路有限公司，以下简称“成渝公司”），2个三级子公司，3个参股公司。

2014年4月30日，根据重庆市国有资产监督管理委员会《关于重庆高速公路集团有限公司无偿划转东渝营运分公司的批复》（渝国资[2014]151号），重庆高速公路集团有限公司以2014年3月31日为基准日，将其所属东渝运营分公司无偿划转给公司本部，东渝运营分公司负责经营和管理石忠高速。基准日东渝运营分公司资产总额合计62.79亿元，负债合计49.68亿元，净资产合计13.11亿元。

2015年7月13日，根据重庆高速公路集团有限公司文[2015]233号，重庆高速公路集团以2015年5月31日为基准日将万开高速路产无偿转让给公司。划入后公司对万开高速采取委托经营管理方式，即万开高速相关资产、负债划入公司，但人员仍由东北营运分公司负责。基准日万开高速资产总额16.42亿元，负债19.64亿元，净资产-3.22亿元。

公司内设行政管理部、计划财务部、组织人事部、营运管理部、养护技术部和运行巡查部6个职能部门，以及长垫管理中心、梁万管理中心、石忠管理中心三个中心站，并根据实际情况分别设立收费站、养护站、巡查中队对公司各项工作进行有效管理。截至2016年3月底，公司负责运营成渝高速重庆段、长万高速、石忠高速和万开高速4个路段，合计里程400.03公里，均为经营性高速公路。

截至2015年底，公司资产总额（合并）145.30亿元，所有者权益合计51.64亿元（其中少数股东权益6.21亿元）；2015年公司实现营业收入20.49亿元，利润总额8.54亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额（合并）147.86亿元，所有者权益合计53.62亿元（其中少数股东权益6.89亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入5.39亿元，利润总额2.33亿元。

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、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业概况

高速公路发展

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。截至 2015 年底，全国公路总里程 457.73 万公里，比上年末增加 11.34 万公里。

全国高速公路里程 12.35 万公里，比上年末增加 1.16 万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为 2.70%；高速公路总里程居世界第二位。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2015年交通运输行业发展统计公报显示，2015年全年完成公路建设投资16513.30亿元，比上年增长6.8%。其中，高速公路建设完成投资7949.97亿元，增长1.7%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2015年，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别下降6.7%和2.3%，平均运距66.35公里。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%，平均运距183.99公里。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2. 高速公路行业政策

中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资—“贷款修路，收费还贷”修建的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

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，确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策；明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限；经营性公路实行特许经营制度，经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，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方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出

台。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。

3. 高速公路发展前景

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

4. 重庆市高速公路发展

重庆市高速公路发展起步于20世纪90年代，自1996年开通114公里高速公路以来，高速公路建设快速发展，通车里程持续攀升。根据《2015年重庆市国民经济和社会发展统计公报》发布的数据，截至2015年底，全市高速公路通车总里程2526公里，路网密度2.96公里/百平方公里，居西部第一。

重庆市东邻湖北、湖南省，西连四川省泸州市、内江市和遂宁市，北接陕西省和四川省广安地区、达川地区，是西南部最重要的陆路交通枢纽之一，交通区位优势十分明显。国发[2009]3号文也把将重庆建设成为长江上游地区综合交通枢纽和国际贸易大通道作为战略任务。

“十三五”期间，重庆市将构建“三环十二射多联线”高速公路网，畅通对外出口，完善内部连接，新建成高速公路1000公里。2016年重庆市在高速公路方面计划投资190亿元。续建秀山至松桃、南川至道真、万州至利川、九龙坡至永川等14个项目；建成丰都至忠县、忠县至万州、江津至綦江、酉阳至沿河、梁平至忠县5个项目；推进第四个千公里高速公路剩余项目前期工作；新开工渝黔扩能、渝长扩能、南充至大足至泸州、开县至城口等4个项目；推进长万、渝邻、渝遂等高速公路大修。

5. 重庆市区域环境

根据《2015 年重庆市国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，重庆市区域经济继续保持快速增长。2015 年，全年实现地区生产总值 15719.72 亿元，比上年增长 11.0%。其中，第一产业增加值 1150.15 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 7071.82 亿元，增长 11.3%；第三产业增加值 7497.75 亿元，增长 11.5%。三次产业结构比为 7.3∶45.0∶47.7。非公有制经济实现增加值 9637.53 亿元，增长 11.1%，占全市经济的 61.3%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 52330 元（8402 美元），比上年增长 10.1%。

2015 年，固定资产投资增速保持平稳。全年完成固定资产投资总额 15480.33 亿元，比上年增长 17.1%。其中，第一产业投资 533.24 亿元，增长 9.5%；第二产业投资 4997.96 亿元，

增长 19.9%；第三产业投资 9949.12 亿元，增长 16.1%。基础设施建设投资 4356.14 亿元，增长 28.6%，占全市固定资产投资的 28.1%；民间投资 7731.64 亿元，增长 17.9%，占全市固定资产投资的比重为 49.9%。

同期，重庆市居民收入水平随经济发展稳步提高。据统计公报显示，2015 年重庆市城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别为 27239 元和 10505 元，比上年分别增长 8.3%和 10.7%。收入的增加有力的提高城市居民消费水平，2015 年，重庆市全年实现社会消费品零售总额 6424.02 亿元，扣除价格因素，比上年增长 12.3%。全年实现进出口总额 4615.49 亿元，比上年下降 21.3%。

经济的高速增长带动了重庆市财政实力的进一步增强。2015 年，重庆市完成公共财政预算收入 2155.10 亿元，同比增长 12.1%。其中，税收收入 1450.88 亿元，增长 13.2%。完成公共财政预算支出 3793.82 亿元，同比增长 14.8%。

根据重庆市“十三五”规划，在“十三五”期间重庆市要保持经济社会平稳较快发展，提高发展质量和效益，实现经济保持年级增长 9%左右，提高发展的平衡性、包容性和可持续性。到 2017 年，地区生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番；到 2020 年，全市地区生产总值迈上 2.5 万亿元新台阶，人均地区生产总值达到 7.5 万元左右，城乡居民人均收入同步提升并力争达到全国平均水平。加快国家重要现代制造业基地和国内重要功能性金融中心的建设，提高服务业比重，实现经济发展方式转变和经济结构战略性调整。

总体看，重庆有西部大开发、城乡统筹试验区、保税港区等众多优惠政策，具有明显的区位优势；公司作为重庆市高速公路的唯一投资运营主体，在重庆市高速公路建设及运营中占有垄断地位；重庆作为长江上游的交通枢纽城市，未来基础设施将以道路建设为重点，为公司发展提供了良好的机遇。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至2016年3月底，公司注册资本156000万元，其中，重庆高速集团持股97%，重庆高速公路投资控股有限公司持股3%。重庆高速集团为公司实际控制人。

2. 股东实力及企业竞争力

公司控股股东为重庆高速集团。重庆高速集团为隶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，为重庆市唯一的国有独资高速公路投资运营公司，在重庆市高速公路投资建设、管理运营领域中占据绝对主导地位，具有明显的区域垄断经营优势。重庆高速集团自成立以来资产规模快速增长，实力显著增强，2015 年底已近 1600 亿元，截至 2015 年底，重庆高速集团运营的高速公路通车里程达 1730 公里，占重庆市高速公路通车总里程 2526 公里的 68.49%。2010 年，重庆“二环八射”高速公路全面建成通车，根据重庆市委提出“三环十射多联线”战略目标，重庆市高速公路通车里程在“二环八射”的基础上将增加 1000 公里，达到 3000 公里。“新千公里”高速公路共 20 个项目，总里程 1036 公里。根据“十三五”规划，重庆市将进一步加大对高速公路的投入，加快建设高速公路骨干通道，在“十三五”期间继续新增 1000 公里，形成“三环十二射多联线”的高速公路网络。

截至目前，公司经营的资产主要为成渝高速重庆段、长万高速、石忠高速和万开高速，长万高速及成渝高速路段为国家高速公路网主干线及区域路网主干线的组成部分，运营成熟、区位优势突出，收费能力和盈利能力强；石忠高速为公司2014年划入的路段，但由于该路段通车时间尚短，还处于车流量培育期，处于整体亏损状态。万开高速为公司2015年划入路段，运营里程29.30公里，由于该路段运营里程较短同时财务费用较高，目前仍处于亏损状态。截

至2016年3月底，公司运营路段通车里程合计400.03公里；2015年公司实现通行费收入19.98亿元；长万高速及成渝高速路段毛利率分别为68.58%和79.53%，处于较高水平；石忠高速毛利率为17.58%；万开高速毛利率为19.07%。

总体来看，公司控股股东重庆高速集团具有很强的规模实力以及明显的区域垄断经营优势，竞争力很强；公司为重庆高速集团着力打造的高速公路投融资主体，所辖路段路产质量优良，2015 年万开高速划入后，公司盈利能力有所下降但整体仍处于较高水平高。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理方面无重大变化。

七、重大事项

2015 年 5 月 27 日，高速集团召开七届董事会临时决议，全票通过《关于将万开项目无偿划拨给股份公司的提案》。

2015 年 7 月 13 日，根据重庆高速公路集团有限公司 [2015]233 号文《重庆高速公路集团有限公司关于万开路资产划入重庆高速公路股份有限公司的通知》，重庆高速公路集团以 2015 年 5 月 31 日为基准日将万开高速路产无偿转让给公司。划入后公司对万开高速采取委托经营管理方式，即万开高速相关资产、负债划入公司，但人员仍由东北营运分公司负责。基准日万开高速资产总额 16.42 亿元，负债 19.64 亿元，净资产-3.22 亿元。

万开高速划入后，公司经营路段增至 4 条，合计运营里程增至 400.03 公里。万开高速的划入对公司资产规模的扩大和通行费收入的增长产生了积极作用。但由于万开高速自通车起一直处于亏损状态，其划入造成公司净资产一定程度的下降和盈利能力的下滑。本次重大事项完成后，母公司重庆高速集团代万开高速向银行贷款的本金 11.80 亿元等债务均由公司负责偿还，受此影响，公司债务规模也有所扩大。总体看，万开高速的划入带来了公司资产总额和收入规模的上升，但在一定程度上加重了公司的债务负担，同时也对公司的盈利水平造成了不利影响。

八、经营分析

2015 年 6 月，万开高速并入股份公司，公司运营路段有所增加。截至 2016 年 3 月，公司经营路段共 4 条，分别为成渝高速重庆段、长万高速、石忠高速和万开高速，合计运营里程约 400.03 公里。2015 年公司营业收入主要来源于成渝高速重庆段、长万高速、石忠高速和万开高速的通行费收入。石忠高速由东渝营运分公司负责管理和运营，东渝营运分公司是重庆高速集团 2014 年 3 月 31 日无偿划拨给公司，划入东渝营运分公司有利于公司规模扩张及收入增长，但东渝营运分公司负责运营的石忠高速通车时间较短，万开高速负责运营的万开高速公路运营路段较短，两条高速公路项目债务规模较大，加大了公司债务负担，拉低了公司利润水平。

2015 年公司实现通行费收入 19.98 亿元，同比增长 8.82%，主要系长万高速通行费收入的增长。2016 年 1~3 月，公司实现通行费收入 5.32 亿元，占 2015 年全年的 26.63%。

从毛利率情况看，公司所辖的长万高速及成渝高速路产运营成熟，质量优良，近几年通行费收入毛利率保持稳定中略有增长，始终保持在较高水平。新增的石忠高速处于车流量培育期，万开高速路段较短且财务费用较大，这两条路段的毛利率均较低，受其影响 2014 年、2015 年及 2016 年 1~3 月公司整体毛利率较 2013 年有所下降。2013~2016 年 1~3 月公司整体毛利率分别为 74.32%、67.83、63.63%和 68.32%。由于公司高速公路维护费用一般于年底结转，因此一季度业务成本偏低导致毛利率上升。

总体看，跟踪期内，公司的营业收入稳步增长；但跟踪期内新划入的万开高速财务费用较大，其较低的毛利率造成公司毛利率持续走低，但整体看，目前仍处在较高水平。

表 1　2013~2016 年 1 季度公司营业收入构成（单位：万元，%）

类别	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	收入	占比	毛利率
通行费收入	160158.75	97.38	75.39	183557.80	97.59	68.79	199753.20	97.47	64.69	53214.79	98.68	69.11
其他	4302.77	2.62	34.38	4537.97	2.41	29.21	5182.07	2.53	22.82	713.79	1.32	9.30
合计	**164461.52**	**100.00**	**74.32**	**188095.77**	**100**	**67.83**	**204935.27**	**100**	**63.63**	**53928.58**	**100**	**68.32**

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。

1. 路产质量

截至2016年3月底，公司运营高速公路包括成渝高速重庆段、长万高速、石忠高速和万开高速四段，总通车里程400.03公里。

成渝高速重庆段是国家高速公路网第 9 条南北纵线（重庆-昆明）的组成路段，是重庆市连接四川省的公路交通大动脉，地理位置优越。该项目于 1990 年 5 月开工，1994 年 10 月通车运行，由中国交通部、重庆市财政局及重庆市交通局共同投资兴建，全长 114 公里，自重庆市荣昌县桑家坡，途经永川、璧山，至陈家坪。

长万高速公路是国家规划建设的上海至成都国道主干线的组成部份，是西南地区通往中南、华北地区的交通要道，也是连接三峡库区的重要路段。该项目起于万州区龙宝青杠磅，止于长寿区桃花街。长万高速公路由两个项目组成：梁平至长寿段，全长 114 公里；万州至梁平段，全长 67.2 公里。全线于 2003 年 12 月 26 日正式建成通车。

石忠高速公路是沪蓉国道主干线上海至成都公路的一部分，经石柱县的冷水乡、沙子镇、卷店乡、三店镇，忠县的磨子乡，在康家沱跨越长江，由李家湾继续西行，终点位于忠县县城以北冉家坝，与忠县至垫江高速公路相连，全长80.33公里。一期路段于2009年3月26日完工通车，全线于2009年9月28日建成通车。根据重庆市物价局、重庆市交通委员会《关于石忠高速公路试行收取车辆通行费的批复》（渝价[2009]87号文）的规定：石忠高速公路设有万重庆（冷水）主线收费站和普乐、磨子、大歇、石柱、沙子、河源等6个匝道收费站，经营收费期从2009年3月28日至2039年3月28日止。

万开高速起于开县汉丰镇，经南山隧道、赵家镇、穿铁峰山隧道，止于万州李家坪，运营里程29.30公里。于2006年12月26日正式建成通车，设收费站3个，监控中心1个，经营收费期从2006年12月26日至2036年12月25日止。

为充分发挥重庆市内环高速公路和外环高速公路的交通功能，改善主城区道路交通环境，根据2009年《市政府第49次常务会议纪要》（常务会议纪要第22期）的精神，从2010年1月1日起，由重庆市城市建设投资有限公司（以下简称“重庆城投”）回购公司内环高速公路。此次内环回购事项涉及成渝高速约5公里内环范围路段，2011年12月29日，重庆成渝高速公路有限公司与重庆城投签订了《内环高速公路陈家坪至西环收费段公路回购协议》，协议约定回购价款12272.90万元，延期付款补偿金额727.76万元，合计13000.66万元，其中涉及回购资产净值11296.05万元已于2010年底转至“其他流动资产——持有待售股东资产”科目，完成回购后公司可取得收益1704.61万元。截至2015年

6月31日已完成回购资产移交的法律手续，协议约定回购价款已经到账。经过本次内环资产回购，成渝高速重庆段内环资产转让后公司收费里程由原114.2公里减少为109.2公里。

自2010年1月1日起至2024年12月22日止，由重庆市人民政府授权重庆城投作为代理业主向公司支付成渝高速公路西环立交至绕城成渝立交段（以下简称“西绕段”）年票车通行费。协议规定2011~2014年重庆城投每年分别支付1.45亿元、1.50亿元、1.55亿元和1.59亿元，目前公司已足额收到前四年约定金额。2015年1月1日，重庆城投与公司拟签订补充协议，协议约定2015~2018年重庆城投每年分别支付1.69亿元、1.76亿元、1.81亿元和1.62亿元；且协议约定2015~2018年重庆城投每年支付西绕段维护管养成本补偿费，以2015年为基数，以后年度每年增长2.00%，其中，2015年按每公里20万元进行补偿，总额331.4万元。2019年1月1日后城投公司应支付的年票车通行费和西绕段维护管养成本补偿费则根据当时实际情况与公司另行协商，报市政府批准后签订补充协议。2015年，公司实际收到的年票通行费1.71亿元(其中含2014年12月年票通行费0.015亿元)。因2015年公司未能同重庆城投签订维护管养的正式合同，当年公司未收到维护养管成本补偿费，预计将在2016年6月合同签订后收款。

2. 通行费收入及车流量

受益于公司所辖路段优越的路网地位以及重庆市经济的较快发展，2013~2015 年公司所辖高速公路通行费收入总体呈现持续提升态势。2015 年，公司通行费收入达到 19.98 亿元，同比增长 8.82%。其中，成渝高速重庆段通行费收入9.21亿元，占46.11%；长万高速通行费收入 7.25 亿元，占 36.29%；石忠高速通行费收入 3.04 亿元，占 15.23%；万开高速通行费收入 0.47 亿元，占 2.37%。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，跟踪期内略有下降，2015 年分别为79.53%和 68.58%。石忠高速由于受到重庆沿江高速和沪蓉高速的分流影响，车流量少，毛利率水平较低，2015 年为 17.58%。新划入的万开高速由于经营路段较短且财务费用较大，2015 年毛利率为 19.07%，处于较低水平。

2016 年 1~3 月，成渝高速重庆段、长万高速、石忠高速和万开高速分别实现通行费收入2.28 亿元、2.13 亿元、0.66 亿元和 0.25 亿元，分别占 2015 年全年的 42.90%、40.02%、12.47%和 4.61%；毛利率分别为 81.05%、71.80%、28.29%和 45.09%，长万高速、成渝高速较 2015 年变化不大，石忠高速和万开高速毛利率大幅提升。由于高速公路各项养护及机电费用支出主要集中于下半年，使得公司各路段在 2016 年 1 季度的毛利率与 2015 全年相比较高。

表 2　公司运营高速公路通行费收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	通行费收入	占比	毛利率	通行费收入	占比	毛利率	通行费收入	占比	毛利率	通行费收入	占比	毛利率
成渝高速重庆段	99000.02	61.81	81.49	91734.43	49.98	81.60	92104.94	46.11	79.53	22828.57	42.90	81.05
长万高速	61158.73	38.19	70.90	65346.74	35.60	69.89	72488.22	36.29	68.58	21294.24	40.02	71.80
石忠高速	--	--	--	26476.63	14.42	21.67	30419.91	15.23	17.58	6637.62	12.47	28.29
万开高速	--	--	--	--	--	--	4740.13	2.37	19.07	2454.36	4.61	45.09
合计	**160158.75**	**100.00**	**75.39**	**183557.80**	**100**	**68.79**	**199753.20**	**100**	**64.69**	**53214.79**	**100**	**69.11**

资料来源：公司提供

注：石忠高速 2009 年 9 月全线建成通车，2014 年 3 月划入公司，2014 年收入仅包含其 4-12 月通信费收入；万开高速 2006 年 12 月通车，2015 年 6 月划入公司。

从交通流量上来看，受益于公司所辖路段的增加、优越的地理位置、发展良好的地区经济、持续稳定增长的人口和汽车保有量、居民可支配收入提高及重庆地区居民出行方式的改变，2015年公司所辖高速路段车流量高速增长，同比增长51.05%；2016年1~3月成渝高速重庆段、长万高速、石忠高速和万开高速车流量分别为2015年的26.35%、31.38%、28.31%和33.21%。

表3　公司运营高速公路自然车流量情况

（单位：辆次、%）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
成渝高速重庆段	19075269	20397797	29698732	7825740
长万高速	11475012	13038374	14892901	4673890
石忠高速	--	6334518	6473145	1832634
万开高速	--	--	9007513	2991617
合计	**30550281**	**39770689**	**60072291**	**17323881**

资料来源：公司提供

注：石忠高速2009年9月全线建成通车，2014年3月划入公司；万开高速2006年12月通车，2015年6月划入公司。

3. 公路养护

高速公路养护分为：日常养护、专项养护及大修、中修等。2015年，公司所辖成渝高速重庆段、长万高速、石忠高速和万开高速养护费用合计分别为0.22亿元、0.29亿元、0.45和0.05亿元，总计1.00亿元，同比减少50.89%，主要系2014年成渝高速大修导致当年养护费用处于高位。2016年1~3月合计58.43万元，占2014年全年的0.58%。

表4　2013~2016年1季度月公司养护费用情况

项　目	养护费用（万元）			
	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
成渝高速重庆段	2687.86	12102.46	2215.46	21.87
长万高速	3623.31	4831.50	2864.07	19.20
石忠高速	6759.00	3488.63	4450.05	7.63
万开高速	--	--	500.13	9.73
合计	**13070.17**	**20422.59**	**10029.71**	**58.43**

资料来源：公司提供

在公路大修方面，成渝高速重庆段和长万高速由于通行量较大，近年来大修支出较多。石忠高速和万开高速由于通行时间较短、通行量较低，目前路面情况较好，2016年无大修计划。

成渝高速虽然于2003~2006年进行了第一次大修，但由于车流量规模较大，路面损耗较为严重。公司于2012~2018年对成渝高速进行大修，预计总费用4.3亿元。2015年成渝高速大修支出0.56亿元，长万高速大修支出1.13亿元。2016年，成渝高速计划实施46延公里动态维修工程，预算总计0.90亿元；长万高速预计大修支出1.20亿元。

大修期间，公司收入规模及盈利水平将受到一定的不利影响，公司将依据路段实际情况采用单道双通方式或封闭式施工间断放行方式进行施工作业，尽量减小对交通通行的影响。

公司目前无高速公路在建及拟建项目，未来几年主要投资支出即为成渝高速和长万高速大修支出，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，资金压力不大。

4. 分流影响

渝遂高速分流

由于地形特点，重庆高速公路每一条道路都有一定的垄断性，平行公路分流影响较小。成渝高速与渝遂高速虽然都是成都连接重庆的通道，但成渝高速连接重庆南部与成都南部，而渝遂高速为重庆至成都的北连接线，且成渝高速较渝遂高速短约50公里，二者形成差异化市场，故渝遂高速开通以来，并没有对成渝高速形成明显的分流。

成渝高速复线分流

2013年底，成渝高速复线已建成通车，成为连接成都至重庆的里程最短的陆路主通道。一方面，成渝高速复线的通车对成渝高速形成一定的分流影响；另一方面，成渝高速开通时间较早，车流量已趋于饱和，且沿线成渝经济

带已形成并对成渝高速车流量产生持续支撑。联合资信将持续关注成渝高速复线通车后对成渝高速车流量及收入的影响。

G50S重庆沿江高速和G42沪蓉高速分流

2014年G50S重庆沿江高速建成通车，该路段全线95.90公里，分别连接主城与涪陵、长寿。2015年，G42沪蓉高速全线贯通后，G50S重庆沿江高速对石忠高速的分流影响更加明显。此外，由于全国ETC联网后，基于同一车型分类的原因，湖北省对其车辆收费标准进行了调整，货车集中收费基本费率维持原标准，但计重收费方式有所变化。调整之后，从重庆出发至湖北方向的货车延G42沪蓉高速行驶的整体同行费将大幅低于公司石忠高速路段。受到上述影响，2015年以来石忠高速通行量大幅减少，部分车辆已分流至G50S重庆沿江高速和G42沪蓉高速路段，通行费收入严重下滑。（由于石忠高速于2014年3月划入公司，2014年车流量和通行费收入表中仅含当年4~12月部分，造成公司经营收入表中该路段2015年车流量和通行费收入呈现增长状态。）

高铁分流

2015年12月26日，成渝客运专线高铁开通运行，根据公司对所辖路段通行流量的分析测算，目前受其影响的主要是九龙坡、绕城至永川、邮亭、荣昌、渝荣区间的客车车流量。渝万城际铁路目前仍处于建设阶段，尚未开通运营，但其部分线路走向与长万高速平行，届时将对长万高速客运形成一定分流。

自2016年1月1日开始，公司营运部根据高速公路通行费实际清分收入情况，对成渝客运专线高铁对公司路段的实际影响情况进行了监测。具体测算方法为：将受影响的收费站至绕城收费站间往返车辆同行费金额，按未受分流影响区间的同比自然增长率进行还原，与去年同期数据进行对比计算得出影响结果。经3个多月的持续跟踪，目前测算出成渝客运专线高铁对公司路段客车通行费清分金额的日均影响约为7.2万元。其中1月单月日均影响为3.3万元，2月单月日均影响为7.7万元，3月单月日均影响9.0万元（3月上旬春游损失明显，同比日均损失14万元，中旬下旬回落到同比日均损失6.6万元），4月单月日均影响8.5万元（4月截止4月12日，仅12天数据）。由于2月存在春节节假日影响，波动幅度较大，无法得出有效、稳定的测算数据。而3月7日至4月12日，累计日均影响金额连续36天在7.1至7.4万元之间，已趋于稳定，日均影响为7.2万元，该有效损失数据具有较强的可靠性。

据此来看，高铁的开通对公司造成了一定竞争压力，对公司客车通行量和通行费收入形成了少量负面影响。但由于公司收入以货车通行量费为主，高铁通行对公司造成的影响较为有限。目前成渝客运专线高铁开通时间较短、渝万城际铁路尚未开通，因此高铁带来的竞争对公司经营业绩的长期影响还有待进一步考察。

水运分流

重庆市水运方式因具有运价低，水系发达特点，成为目前货运的主要运输方式，因而与高速公路构成竞争，但高速公路在800公里以内有一定的成本优势和门对门服务便捷的特点，特别在高速公路路网形成以后其优势将更为明显。

总体看，公司运营高速公路路网位置优越，运营成熟，沿线经济带已基本形成，能够对车流量形成持续支撑。平行路产、通车及在建铁路对公司所辖路段产生了一定的分流影响，但由于成渝高速重庆段已进入成熟期，通行量整体规模较大，分流影响带来的损失占比不大；石忠高速虽受较大影响，但公司通行费收入主要来自成渝高速重庆段和长万高速。整体看，公司路产受到的分流影响不大。

跟踪期内，公司经营业务结构保持稳定，主业持续突出。公司经营路段有所增加，通行费收入稳定增长；但受新划入路段万开高速亏损的影响，公司毛利率水平明显下滑。

九、募集资金使用情况

公司于2013年2月发行了“13渝高股MTN1”2亿元，募集资金全部用于补充营运资金，截至报告出具日，公司该期债券募集资金已按照原定用途投入使用。

公司于2014年11月发行了“14渝高股MTN001”10亿元，7亿元偿还银行贷款，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投入使用。

公司于2016年1月发行了，募集资金全部用于补充流动资金，截至报告出具日，公司该期债券募“16渝高速MTN001”12亿元集资金已按照原定用途投入使用。

十、财务分析

公司提供的2015年度财务报表经天职国际会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016年一季度财务报告未经审计。

跟踪期内，公司合并范围无变化。截至2015年底，公司下辖下辖1个二级子公司（成渝公司），2个三级子公司，3个参股公司。

截至2015年底，公司资产总额（合并）145.30亿元，所有者权益合计51.64亿元（其中少数股东权益6.21亿元）；2015年公司实现营业收入20.49亿元，利润总额8.54亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额（合并）147.86亿元，所有者权益合计53.62亿元（其中少数股东权益6.89亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入5.39亿元，利润总额2.33亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司实现通行费收入19.98亿元，同比持续上升，但增长速度有所放缓。通行费收入的增长带动营业收入同比增长8.93%，达到20.49亿元。2015年公司营业利润率为60.31%，较2014年下降4.18个百分点，主要系新划入万开高速导致公司营业成本上升。

2015年，公司财务费用为4.48亿元，其中利息支出3.85亿元、汇兑损失0.64亿元。2015年万开高速划入后，其利息支出也转由公司支付。2015年万开高速利息支出0.60亿元，加之“14渝高股MTN001”发行后新增利息支出0.52亿元，带来公司2015年利息支出大幅增加。公司向中国进出口银行申请的日元贷款每年按最后一个工作日人民币兑日元结算汇率折算人民币余额，并将差额部分作为汇兑收益（损失）计入财务费用，2015年受日元汇率变动影响，形成汇兑损失0.64亿元。

2015年，公司实现利润总额8.54亿元，同比下降27.25%，主要系新划入万开高速处于亏损阶段，同时公司利息支出大幅增长，加之日元贷款由汇兑收入转为损失所致。

2015年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为8.38%和14.48%，分别较上年下降1.76个百分点和2.08个百分点，主要系万开高速盈利能力较弱所致。

2016年1~3月，公司实现营业收入5.39亿元，占2015年全年的26.31%；利润总额2.33亿元，占2015年全年的27.28%；公司营业利润率为65.01%，较2015年上升4.70个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司收入规模持续增长，公司当年利息支出的大幅增加和日元贷款的汇兑损失对公司财务费用的控制产生不利影响。未来1~2年，公司公路大修支出增加，加之新划入路产的盈利能力短期内难以改善，预计公司未来两年收入规模持续增长的同时，自身盈利能力可能进一步下滑。

2. 现金流

经营活动方面，2015年公司经营路段的增加带来了通行费收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金也相应快速增加，为20.20亿元，同比增长13.57%，现金收入比为98.55%。公司购买商品、接受劳务支付的现金为2.20亿元，同比增长20.22%。2015年，公司将原划入支付其他与经营活动有关的现金的与母公司间往来款项重新划分入筹资活动现金流出科目，

造成支付其他与经营活动有关的现金快速下降69.10%，减至2.85亿元。受到经营活动现金流入量增长和现金流出大幅下降的影响，2015年公司经营活动现金流量净额为13.49亿元，同比快速增长146.68%。

投资活动方面，2015年公司投资活动现金流入及流出量均快速下降，分别为28.27亿元和29.34亿元，同比分别减少53.68%和52.27%。公司投资支付的现金快速下降，2015年为27.81亿元，同比减少53.53%，主要是因为成渝公司于当年偿还1.29亿元银行贷款，导致公司闲置资金减少，进而缩小了投资活动的规模。2015年，公司投资活动现金流量净额为-1.07亿元。

筹资活动方面，2015年公司未发行债券，筹资活动现金流入大幅减少；筹资活动流出主要为偿还债务本金及付息，较上年变化不大。2015年公司筹资活动金净流出14.69亿元。考虑公司后续无建设项目，主要为公路维护及大修支出，公司现金流可满足经营需求。

2016年1~3月，受高速集团开始实行资金集中管理影响，公司支付其他与经营有关的现金流出大幅增加，当期公司经营活动现金流量净额为-6.03亿元；公司投资活动现金流量净额为-3.34亿元，主要系投资支付的现金；公司于2016年1月发行了“16渝高速MTN001”获得资金12亿元，受此影响，2016年1~3月公司筹资活动现金流量实现净流入8.08亿元。

总体来看，跟踪期内，公司投资活动支出有所增加，但得益于经营路段的增加，公司经营活动现金流规模持续扩大。公司整体经营获现能力一般，现金流能够满足公司资金需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额145.30亿元，资产规模较上年同比增长10.20%。其中，流动资产占4.20%，非流动资产占95.80%，资产结构仍以非流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产6.10亿元，同比下降8.82%，主要系货币资金和应收账款减少所致。公司流动资产以货币资金为主，占64.17%。2015年底，公司货币资金3.91亿元，同比下降36.68%，主要为重庆市路苑公路服务有限公司和成渝公司的存出投资款0.75亿元和2.98亿元；其他应收款2.03亿元，其中应收母公司重庆高速集团往来款1.78亿元，账龄为1年之内。

截至2015年底，公司非流动资产139.21亿元，同比增长11.22%。其中，固定资产122.76亿元，同比增长12.58亿元，主要系母公司重庆高速公路集团有限公司将万开高速划拨给重庆高速公路股份有限公司所致。2015年底，公司非流动资产结构仍以固定资产、无形资产和长期股权投资为主，占比分别为88.18%、5.30%和4.30%。

截至2016年3月底，公司资产合计147.86亿元，较上年底增长1.76%。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6.77%和93.23%。2016年3月底，公司流动资产10.01亿元，较上年底增加3.91亿元，主要系交易性金融资产增加所致。截至2016年3月底，公司非流动资产137.85亿元，较上年底减少1.36亿元，主要系公司固定资产折旧所致。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模稳定增长，资产结构仍以非流动资产为主；流动资产中货币资金占比较大，现金类资产较为充足。公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计51.64亿元，同比下降15.70%，主要是由于重庆高速集团将万开高速公路无偿划入公司和公司分配现金股利所致。万开高速财务费用高，目前经营呈现亏损状态，划转基准日其净资产为-3.22亿元。受此影响，万开高速划入后，公司其他资本公积大幅减少。跟踪期内，公司分配现金股利11.07亿元，带来未分配利润大幅下降。截至2015年底，实收资本和资本公积分别占30.21%和36.62%，盈余公积占7.15%，未

分配利润占 13.98%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 53.62 亿元，较 2015 年底增长 3.83%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益结构变化不大。

总体看，跟踪期内，因新划入万开高速公路净资产为负，导致公司净资产规模一定程度下降，所有者权益结构稳定性一般。

负债

截至2015年底，公司负债合计93.66亿元，同比上升 32.67%，其中，流动负债占 62.07%，非流动负债占 37.93%，公司负债以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债58.14亿元，同比上升 26.59%，其中，其他应付款增加 5.77 亿元，应付股利增加 6.92 亿元。其他应付款主要为公司与母公司重庆高速集团的委托贷款。新增应付股利主要为公司对高速集团和中信基建投资有限公司的应付股利。2015 年底公司流动负债以应付股利、其他应付款为主，占比分别为 79.33%和 1.67%。

公司非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成，2015 年底为 35.53 亿元，同比上升 44.00%。其中，长期借款 12.44 亿元，较 2013 年减少 0.35 亿元，2015 年底长期借款中 248.91 亿日元（折合人民币 12.44 亿元）为公司向中国进出口银行的日元贷款，利率较低，年利率仅为 0.75%-2.20%，较人民币贷款有明显的成本优势；截至 2015 年底，公司应付债券 11.91 亿元，为公司 2013 年 2 月和 2014 年 11 月发行的中期票据；截至 2015 年底，公司长期应付款 11.18 亿元，公司长期应付款为母公司高速集团代万开高速向银行贷款的本金，万开高速划入后，该笔款项由公司负责偿还。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 94.24 亿元，较 2015 年底上升 0.62%。流动负债中其他应付款大幅减少 28.44 亿元，主要因石忠高速贷款主体变更为公司后（石忠高速在划入公司时，相关银行借款贷款主体为高速集团），原计入该科目的对工商银行 14.10 亿元和对建设银行 5.80 亿元应付款项转入长期借款科目进行核算。受此笔长期借款的影响，加之公司在 2016 年 1 月发行“16 渝高速 MTN001”12 亿元，非流动负债快速增长 31.89 亿元。公司债务结构变为以非流动负债为主，其中流动负债占 28.46%，非流动负债占 71.54%。

有息债务方面，2015 年底，公司全部债务 83.51 亿元，同比上升 24.44%，债务结构以短期债务为主，占 57.46%。2016 年 3 月底，公司全部债务 105.31 亿元，较 2015 年底大幅上升，主要系公司发行“16 渝高速 MTN001”所致。公司债务结构转为长期债务为主。

2014 年~2016 年 3 月底，公司资产负债率大幅上升，分别为 53.54%、64.46%和 63.74%；全部债务资本化比率也大幅增长，分别为 52.28%、61.79%和 66.26%。长期债务资本化比率呈现快速上升趋势，分别为 28.21%、40.76%和 55.70%。公司债务负担加重。

总体来看，跟踪期内，万开高速的划入一定程度加大了公司整体债务负担，加之“16 渝高速 MTN001”的发行使得公司各项债务指标都明显上升。但由于公司成渝高速重庆段和长万高速的盈利能力较强，同时未来几年公司主要投资为成渝高速和长万高速大修支出，公司债务融资压力不大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015 底，公司流动比率和速动比率分别从 2014 年底的 14.56%和 14.55%下降至 10.49%和 10.47%，主要是由于流动负债中的其他应付款和应付股利增加，导致上述指标有所下降；受公司经营路段增多后通行费收入增长的影响，2015 年经营现金流动负债比由上年的 11.91%上升至 23.22%。2016 年 3 月底，公司其他应付款大幅减少后，流动比率和速动比率分别上升至 37.32%和 37.29%。考虑到公司较为充裕的货币资金以及很强的获现能力，公司短期偿债能力仍然较强。

长期偿债能力方面，2015年，公司EBITDA为17.19亿元，同比下降7.18%；2015年公司EBITDA利息倍数为4.47倍，较2014年有所降低，主要系公司接管万开高速后，其大额财务费用拉高了公司的利息支出水平；全部债务/EBITDA由上年的3.62倍增加至4.86倍。公司整体偿债能力强。

截至2016年3月底，公司无对外担保事项。

截至2016年3月底，公司获得银行授信总额为6.50亿元，全部尚未使用。公司具备间接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G1050011202170890M），截至2016年5月12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。

6. 抗风险能力

公司为重庆高速集团着力打造的高速公路投、融资主体，所辖路产质量优良，盈利能力强；跟踪期内，公司经营收入增长速度有所减缓，但整体仍保持增长态势，经营情况良好。

总体看，公司具备很强的抗风险能力。

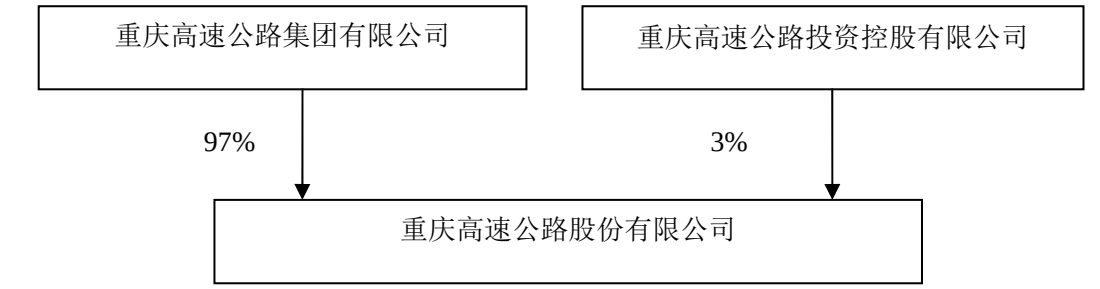
十一、存续期债券偿还能力分析

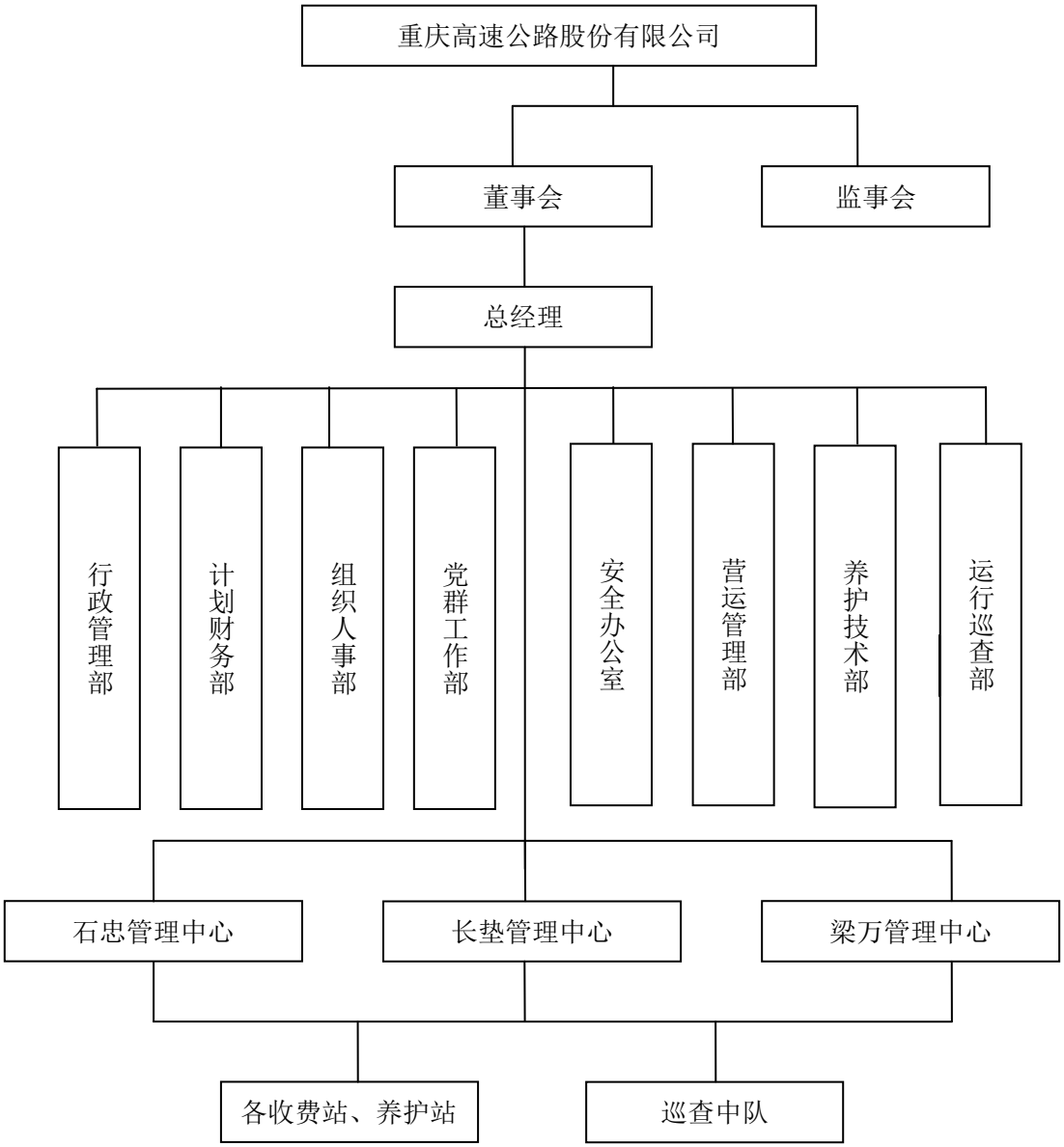
公司存续债券为“13渝高股MTN1”、“14渝高股MTN001”和“16渝高速MTN001”，发行额度分别为2亿元、10亿元和12亿元，发行期限均为5年。2015年公司EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为17.19亿元、22.35亿元和13.50亿元，分别为待偿还债券本金的0.72倍、0.93倍和0.56倍。公司经营活动现金流入对“13渝高股MTN1”、“14渝高股MTN001”和“16渝高速MTN001”的保障能力一般。但考虑到上述三期债券错峰偿还，公司EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为单年最高偿还额度12亿元的1.43倍、1.86倍和1.13倍，对其保障能力较强。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持重庆高速公路股份有限公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13渝高股MTN1”、“14渝高股MTN001”和“16渝高速MTN001”AA^+的信用级别。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.84	6.18	3.91	5.95
资产总额(亿元)	136.51	131.85	145.30	147.86
所有者权益(亿元)	59.17	61.26	51.64	53.62
短期债务(亿元)	4.04	42.44	47.99	37.89
长期债务(亿元)	66.01	24.67	35.53	67.42
全部债务(亿元)	70.05	67.11	83.51	105.31
营业收入(亿元)	20.14	18.81	20.49	5.39
利润总额(亿元)	13.89	11.74	8.54	2.33
EBITDA(亿元)	21.92	18.52	17.19	--
经营性净现金流(亿元)	8.66	5.47	13.50	-6.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	680.24	137.40	106.86	--
存货周转次数(次)	5882.17	645.91	942.29	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.14	0.15	--
现金收入比(%)	98.71	94.54	98.55	296.90
营业利润率(%)	61.20	64.49	60.31	65.01
总资本收益率(%)	11.80	10.14	8.38	--
净资产收益率(%)	19.67	16.56	14.48	--
长期债务资本化比率(%)	52.73	28.71	40.76	55.70
全部债务资本化比率(%)	54.21	52.28	61.79	66.26
资产负债率(%)	56.66	53.54	64.46	63.74
流动比率(%)	111.25	14.56	10.49	37.32
速动比率(%)	111.10	14.55	10.47	37.29
经营现金流动负债比(%)	105.21	11.91	23.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.07	6.44	4.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.20	3.62	4.86	--

注：1.. 2014~2016 年 3 月底的部分其他应付款系有息债务，调入短期债务;
2. 2013 年、2015 年和 2016 年 3 月底的部分长期应付款系有息款项，调入长期债务;
3.公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计

附件 3　有关计算指标的计算公式

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-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+一年内到期的长期负债+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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。