

# 四川成渝高速公路股份有限公司 2022 年度跟踪评 级报告

---

项目负责人：钟 婷 [tzhong@ccxi.com.cn](mailto:tzhong@ccxi.com.cn)

项目组成员：王 昭 [zhwang02@ccxi.com.cn](mailto:zhwang02@ccxi.com.cn)

谢 杰 [jxie@ccxi.com.cn](mailto:jxie@ccxi.com.cn)

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 24 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1180 号

## 四川成渝高速公路股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“14 成渝高速 MTN001”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“四川成渝”、“成渝高速”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 成渝高速 MTN001”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了四川省经济实力持续发展、控股股东实力进一步增强、公司盈利能力增强及融资渠道通畅等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到公司面临一定资本支出压力以及受限资产规模较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

成渝高速（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	377.20	404.63	407.29	408.06
所有者权益合计（亿元）	161.51	165.33	184.48	187.11
总负债（亿元）	215.69	239.30	222.81	220.94
总债务（亿元）	168.52	186.73	200.42	201.16
营业总收入（亿元）	64.08	54.59	90.95	20.15
经营性业务利润（亿元）	14.63	9.76	13.55	3.16
净利润（亿元）	11.30	7.31	19.46	2.67
EBITDA（亿元）	30.59	25.22	38.46	-
经营活动净现金流（亿元）	18.29	22.86	15.75	7.16
收现比（X）	1.23	1.23	0.80	0.96
营业毛利率（%）	38.94	35.65	25.83	24.82
应收类款项/总资产（%）	8.82	7.39	7.30	6.98
资产负债率（%）	57.18	59.14	54.70	54.15
总资本化比率（%）	51.06	53.04	52.07	51.81
总债务/EBITDA（X）	5.51	7.40	5.21	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.03	3.52	4.48	-

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为当年财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将公司租赁负债及计入长期应付款科目的带息债务调整至长期债务，将计入其他流动负债及其他应付款科目的带息债务调整至短期债务。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：收费公路行业(公路运营)  
(C170301 2019\_03)

四川成渝高速公路股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
财务政策与偿债能力 (25%)	FFO 利息倍数(X)*	3.17	7
	EBITDA/总债务(X)*	0.17	7
	总资本化比率(%)	52.07	7
	FFO/当年资本支出(X)*	0.92	6
盈利能力与效率(20%)	EBITDA 利润率(%)*	45.41	7
	单公里路费收入	8	8
运营实力 (40%)	区域经济发达程度	10	10
	区域地位	10	10
	路产竞争力	8	8
规模(15%)	通行费收入	10	10
打分结果			aa+
BCA			aa+
支持评级调整			1
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b> 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评级评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

### 正面

■ **四川省经济实力持续发展。**在西部大开发战略的推动下，四川省经济实力持续发展；四川省西部综合交通枢纽的地位逐步奠定，全省通车里程处于全国上游水平。

■ **控股股东实力进一步增强。**2021 年 5 月，公司原控股股东四川省交通投资集团有限公司与四川省铁路产业投资集团有限公司合并成立蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”），公司控股股东变更为蜀道集团，控股股东实力进一步增强，可给予公司一定支持。

■ **公司盈利能力增强。**2021 年公司经营情况较好，经营性业务利润、利润总额及总资产收益率均大幅增长。

■ **融资渠道通畅。**公司作为 A 股和 H 股的上市公司，具有很强的直接融资能力。此外，截至 2022 年 3 月末，公司尚未使用授信额度约为 508.29 亿元，备用流动性强。

### 关注

■ **公司面临一定资本支出压力。**公司成渝高速扩容项目及天府新区至邛崃高速公路项目投资规模较大，公司面临一定资本支出压力。

■ **受限资产规模较高。**截至 2021 年末，公司受限资产账面价值为 286.07 亿元，占总资产的比重为 70.24%，主要系应收融资租赁款质押融资款项及高速公路收费权，其中受限高速公路收费权的账面价值为 267.40 亿元，受限资产规模较高。

### 评级展望

中诚信国际认为，四川成渝高速公路股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司定位下降，收费公路运营规模或通行费收入大幅下降且短期内难以恢复；财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

**评级历史关键信息**

四川成渝高速公路股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	14 成渝高速 MTN001 (AAA)	2021/05/26	顾合天、钟婷	<a href="#">中诚信国际收费公路行业（公路运营）评级方法与模型（C170301_2019_03）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	14 成渝高速 MTN001 (AAA)	2015/06/04	安云、孙秋澄	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费公路）（CCXI_070201_2014_01）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	14 成渝高速 MTN001 (AA+)	2013/12/26	关飞、尹玉洁	<a href="#">中国收费公路行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2021 年部分收费公路上市企业主要指标对比表						
公司名称	路产规模 (公里)	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	通行费收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	净利润 (亿元)
四川成渝高速公路股份有限公司	743.98	407.29	54.70	34.92	25.83	19.46
招商局公路网络科技控股股份有限公司	883.73	983.21	35.60	53.51	41.45	55.41
越秀交通基建有限公司	495.20	356.61	59.42	36.50	60.05	17.93
江苏宁沪高速公路股份有限公司	643.35	676.62	47.74	82.63	36.33	41.33

注：路产规模为各公司控股路产规模

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项信 用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
14 成渝高速 MTN001	AAA	AAA	2021/05/26	3.00	2.90	2014/07/18~2024/07/18	附第 5 年末发行人 上调票面利率选择 权及投资者回售选 择权

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险：**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域

的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观

政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

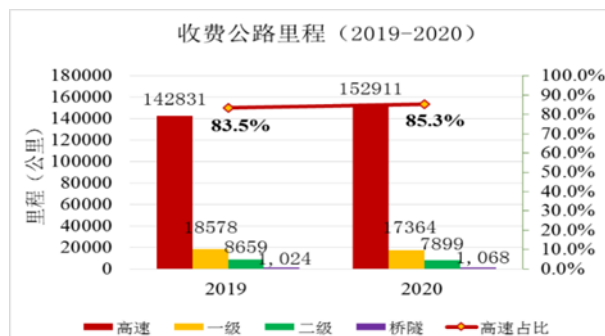
## 近期关注

**近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳**

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和向外型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至 1984 年底，全国二级以上公路里程仅 1.9 万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。2021 年，公路密度 55.01 公里/百平方公里，增加 0.86 公里/百平方公里。2021 年，全国公路总里程 528.07 万公里，比上年增加 8.26 万公里。公路养护里程 525.16 万公里，占公路总里程比重为 99.4%。2020 年，全国收费公路里程 17.92 万公里，占公路总里程的 3.45%。按技术等级划分，高速公路 15.29 万公里，一级公路 1.74 万公里，二级公路 0.79 万公里，独立桥梁及隧道 1,068 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 8.36 万公里，占全国收费公路里程的 46.65%；经营性公路里程

9.57 万公里，占全国收费公路的 53.40%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.74 万公里，经营性高速公路 10.18 万公里。

图 1：2019 年~2020 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2020 年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2021 年，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为 50.9 亿人次，同比下降 26.2%。从周转量方面来看，随着《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020 年）的通知》实施，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加疫情反复不断的影响，全年旅客运输周转量累计 4,641.0 亿人公里，同比下降 47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。2021 年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，2021 年公路货物运输总量为 391.4 亿吨，同比增长 14.2%，货物运输周转量 69,087.7 亿吨公里，实现同比增长 14.8%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表 1：2021 年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)

铁路	33,190.7	9.3	47.2	5.9	9,567.8	15.7	26.1	18.5
公路	69,087.7	14.8	391.4	14.2	3,627.5	-21.8	50.9	-26.2
水运	115,577.5	9.2	82.4	8.2	33.1	0.4	1.6	9.0
民航	278.2	15.8	0.07	8.2	6,529.7	3.5	4.4	5.5
<b>运输总量</b>	<b>223,574.4</b>	<b>13.7</b>	<b>529.7</b>	<b>12.3</b>	<b>19,758.2</b>	<b>2.6</b>	<b>83.0</b>	<b>-14.1</b>

资料来源：2021 年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

### 收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务

院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

2021 年全年完成公路固定资产投资 2.60 万亿元，比上年增长 6.0%。其中，高速公路完成 15,151 亿元，增长 12.4%；普通国道完成 5,609 亿元，增长 5.9%；农村公路完成 4,095 亿元，下降 12.9%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至 2020 年末，全国收费公路累计建设投资总额 108,075.1 亿元，较上年末净增加 12,979.0 亿元，增长 13.6%。截至 2020 年末，全国收费公路债务余额 70,661.2 亿元，同比增长 14.8%。2020 年，全国收费公路通行费收入为 4,868.2 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 2,763.1 亿元，剩余资金不能覆盖当年应偿还的债务利息 3,061.3 亿元。

表 2：2020 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金 (2)	投资总额 (3)	债务余额
政府还贷公路	13,881.2	31,922.2	45,803.4	32,991.6
经营性公路	20,551.4	41,720.4	62,271.8	37,669.6
<b>合计</b>	<b>34,432.6</b>	<b>73,642.6</b>	<b>108,075.2</b>	<b>70,661.2</b>

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2020 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥

高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续



续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

总的来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP 等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

### 收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定；受疫情影响，全国高速公路免收通行费使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确

2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：

一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收

费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标。

二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险。

三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、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”。

在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

表 3：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。

《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，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、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。
《全面推广高速公路差异化收费实施方案》	2021.6.16	通过分路段差异化收费、分车型（类）差异化收费、分时段差异化收费、分出入口差异化收费、分方向差异化收费、分支付方式差异化收费等方式全面推广差异化收费

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2018 年 12 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，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。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线设置收费站”。

2019 年 5 月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019 年底各省（区、市）高速公路入口车辆使用 ETC 比例达到 90% 以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自 2020 年 1 月 1 日起，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。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

2020 年 2 月 15 日，交通运输部下达通知，自 2020 年 2 月 17 日零时起至防控结束，全国收费公路免收车辆通行费。并于 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）。交通运输部要求全国高速公路确保免收车辆通行费期间高速公路“免费不免责”、“免费不免责”

务”，增派人员力量，做好交通组织，提高防疫检测效率，缩短车辆等待时间。因此，收费公路收入受到较大影响，运营成本或较日常水平有所升高。全国高速公路免收通行费相关补偿政策尚未明确，疫情对收费公路企业通行收入造成一定影响，中诚信国际将持续关注后续政策变化对收费公路行业的影响。2021年6月，全面推广高速公路差异化收费有助于持续提升高速公路网通行效率，降低高速公路出行成本，促进物流业降本增效。

### 四川省经济持续发展为交通运输业提供了良好的外部环境

四川省位于我国西南部，总面积 48.60 万平方公里，总人口为 8,372 万人。近年来，四川省地区生产总值（GDP）逐年增长，2019~2021 年分别为 46,363.8 亿元、48,598.8 亿元和 53,850.8 亿元，GDP 增速分别为 7.4%、3.8% 和 8.2%。2020 年，四川省三次产业结构为 10.5: 37.0: 52.5，三次产业对经济增长的贡献率分别为 9.8%、33.0% 和 52.7%。其中，第一产业增加值 5,661.9 亿元，增长 7.0%；第二产业增加值 19,901.4 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 28,287.5 亿元，增长 8.9%。

2021 年，四川省固定资产投资比上年增长 10.1%。分产业看，第一产业投资比上年增长 20.6%；第二产业投资增长 9.9%，其中工业投资增长 9.7%；第三产业投资增长 9.6%。全年制造业高技术产业投资增长 8.9%。分经济区看，成都平原经济区全社会固定资产投资比上年增长 10.6%；川南经济区增长 11.4%；川东北经济区增长 7.3%；攀西经济区增长 12.2%；川西北生态示范区增长 10.7%。

2021 年，全年地方一般公共预算收入 4,773.3 亿元，比上年增长 12.0%，其中税收收入 3,334.8 亿元，增长 12.4%。一般公共预算支出 11,215.6 亿元，增长 9.0%。四川省路网持续完善，交通运输能力持续增强。2021 年，四川省高速公路建成里

程 8608 公里，新增里程 468 公里。随着地方经济的增长和居民收入水平的提高，四川省机动车保有量也保持持续增长。2021 年末，四川省机动车拥有量 1,382 万辆，同比增长 7.0%，其中私人汽车 1218 万辆，增长 6.8%。交通运输方面，2021 年，四川省旅客周转量为 1,303.3 亿人公里，比上年增长 8.3%，其中，公路旅客周转量 270.3 亿人公里，下降 6.7%。2021 年，货物周转量 2,940.8 亿吨公里，增长 7.5%，其中，公路运输货物周转量 1,789.8 亿吨公里，增长 10.6%。

中诚信国际认为，四川省经济持续发展，为交通运输业发展提供了良好的外部环境。

### 2021 年公司控股股东变更为蜀道集团，实际控制人仍为四川省国资委，治理结构未发生重大变化

2021 年 4 月 2 日，四川省交通投资集团有限责任公司（以下简称“四川交投集团”）与四川省铁路产业投资集团有限责任公司（以下简称“四川铁投集团”）签署《四川省交通投资集团有限责任公司与四川省铁路产业投资集团有限责任公司之合并协议》，2021 年 5 月 28 日，四川交投集团、四川铁投集团与蜀道集团签署了《蜀道投资集团有限责任公司与四川省交通投资集团有限责任公司四川省铁路产业投资集团有限责任公司之资产承继交割协议》。根据上述协议约定，四川交投集团和四川铁投集团采取新设合并方式成立蜀道集团，交投集团与铁投集团于本次合并前的下属分支机构及下属企业股权或权益归属于蜀道集团。该次合并实施完成后，蜀道集团将持有四川成渝 1,035,915,462 股 A 股股份、60,854,200 股 H 股股份，合计持有四川成渝 1,096,769,662 股股份，持股比例为 35.86%；公司控股股东将由交投集团变更为蜀道集团，实际控制人仍为四川省政府国有资产监督管理委员会。截至本跟踪评级报告出具日，本次合并收购相关的标的资产正在办理过户手续。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会和

经理层组成的公司治理结构，并以《公司章程》为基础制定了多层次的治理规则，包括在公司治理、合规运作、行为准则等方面的总体政策、原则和工作规范，用以明确各方的职责、权限和行为准则。公司治理结构完善，2021年未发生重大变化。

### 2021年公司无新增路产，同期通行费收入及日均车流量均实现增长，但新冠肺炎疫情散发和常态化防控可能对公司高速公路运营业务带来持续不确定性影响

公司系四川省内唯一的公路基建类 A+H 股上市公司，截至 2021 年末，公司所辖高速公路里程占全省高速公路通车总里程约 8.6%，所辖路产包括四川与重庆、贵州、云南的出省通道，以及连通省会成都与省内重要城市的区域通道，交通需求旺盛，路产质量优良且盈利能力较强。截至 2021 年末，公司已通车经营性高速公路运营总里程为 743.98 公里，2021 年无新增路产。

**表 4：截至 2021 年末公司经营收费路产情况**

公路名称	里程(公里)	收费期限	公司权益
成渝高速	226.00	1997.10.07~2027.10.06	100%
成雅高速	144.00	2000.01.01~2029.12.31	100%
成乐高速	86.44	2000.01.01~2029.12.31	100%
城北出口高速	10.35	1998.12.21~2024.06.30	60%
成仁高速	106.61	2012.09.18~2042.07.13	100%
遂西高速	67.64	2016.10.09~2046.09.10	100%
遂广高速	102.94	2016.10.09~2046.09.10	100%
<b>合计</b>	<b>743.98</b>	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司实现通行费收入为 34.92 亿元，同比增长 15.59%，主要因 2020 年受疫情影响，按照交通运输部《关于延长 2020 年春节假期小型客车免费通行时段的通知》和《关于延长春节假期收费公路免收小型客车通行费时段的通知》文件要求，延长春节假期一类客车免费时间至 2020 年 2 月 8 日 24 时，按照交通运输部《关于新冠肺炎疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》文件要求，从 2 月 17 日 0 时至 5 月 5 日 24 时，所

有依法通行收费公路的车辆免收车辆通行费，2021 年收费公路恢复正常收费，除成乐高速受半幅封闭施工影响 2021 年通行费收入有所下降外，其余路产通行费收入均有不同程度增长。

**表 5：近年来公司全资及控股高速公路通行费收入及车流量概况**

公路名称	项目	2019	2020	2021
成渝高速公路	通行费收入(亿元)	9.44	6.95	7.61
	日均车流量(万辆)	2.30	2.54	1.99
成雅高速公路	通行费收入(亿元)	9.66	8.00	10.32
	日均车流量(万辆)	4.15	5.03	4.51
成乐高速公路	通行费收入(亿元)	4.99	3.80	3.36
	日均车流量(万辆)	2.89	3.12	2.08
城北出口高速公路	通行费收入(亿元)	1.08	0.88	1.23
	日均车流量(万辆)	5.22	5.89	7.04
成仁高速公路	通行费收入(亿元)	10.25	7.74	8.76
	日均车流量(万辆)	4.04	4.62	3.72
遂广遂西高速公路	通行费收入(亿元)	3.72	2.84	3.64
	日均车流量(万辆)	0.96	0.97	2.02

注：2020 年日均车流量数据中不包含疫情期间免费通行的车流量，为 2020 年 5 月 6 日至 2020 年 12 月 31 日期间测算数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**中诚信国际关注到**，自新冠肺炎疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工等影响，2020 年全国公路旅客运输量较去年同期大幅下降；2021 年，受益于国内疫情得到较好控制，公司通行费收入得以恢复性增长。但目前国内新冠肺炎疫情散发和常态化防控可能对公司高速公路运营业务带来持续不确定性影响，中诚信国际将持续关注后疫情时代公司高速公路通行费业务经营状况和盈利能力情况。

### 成乐高速扩容建设项目及天邛高速公路项目总投资规模较大，公司仍面临一定资本支出压力

成乐高速公路扩容建设工程项目总长 130 公里，估算总投资约 221.6 亿元，资本金比例为 25%。成乐高速扩容建设工程项目为政府和社会资本合作（PPP）项目，2021 年 8 月 2 日，为规范 PPP 项目入库转段审核程序，成都市交通运输局与成乐公司签订《成都至乐山高速公路扩容建设项目投资协议》《成都至乐山高速公路扩容建设项目

政府和社会资本合作（PPP）项目合同》。2022年1月27日，眉山至乐山段81公里全面实现双向八车道通行。资金来源方面，公司以自有资金作为资本金出资，交通运输部拟安排中央车购税资金作为投资补助，补助资金上限为59.06亿元，目前四川省交通运输厅已向交通运输部报送相关材料，中央车购税资金数额尚未正式确定。其余项目资金公司以银行贷款的方式筹措。成乐高速扩容建设工程项目系四川省内首条大规模边通车边改造的改扩建项目，该项目完工后将有利于缓解成乐高速的交通压力，提高成乐高速的整体通行能力和服务水平。截至2021年末，成乐高速扩容建设工程项目累计完成投资约72.92亿元。

2019年10月，公司董事会审议通过了投资成都天府新区至邛崃高速公路项目的议案，公司与中交路桥建设有限公司组成联合体参与天府新区至邛崃高速公路项目投标，公司作为联合体牵头方占比82%，中交建为联合体成员占比18%。该项目总长约42公里，估算总投资约为86.85亿元。2020年3月4日，项目公司四川成邛雅高速公路有限责任公司在四川省邛崃市注册成立，注册资本为17.37亿元，其中公司认缴出资14.24亿元。截至2021年末，该项目已完成投资13.19亿元。

### 2021年，公司大力推进资源整合，剥离置出房地产业务；同期建造服务、能源销售、融资租赁及BT/PPP工程项目等其他业务板块整体运营稳定

公司房地产业务运营主体为子公司仁寿交投置地有限公司和成都蜀鸿置业有限公司（以下简称“蜀鸿公司”），公司先后竞得8宗位于仁寿县文林镇和1宗位于仁寿县珠嘉乡响水村的土地使用权用以开发仁寿县城北新城房地产项目，合计成交价格17.07亿元。2021年，公司房地产业务实现收入约6.70亿元，同比增长34.70%，主要系当年北城时代项目二期（A地块）住宅交房数量增加，确认收入增加所致。

为优化公司业务结构，聚焦核心主营业务，提升资源利用效率，公司剥离置出投资周期长、投资额较大且利润率较低的房地产业务：2021年8月16日，公司与四川交投地产有限公司（以下简称“交投地产”）签署《股权及相应股东借款转让协议》，向交投地产公司转让所持仁寿置地公司91%股权及相应股东借款，股权转让款、股东借款及相关利息金额合计不超过人民币185,813.08万元，2021年11月26日，仁寿置地公司完成工商变更手续。该次转让交割完成后，公司不再持有仁寿置地公司股权及债权，并确认投资收益8.99亿元。

建造服务方面，根据财政部2021年1月26日发布的《企业会计准则解释第14号》之相关会计处理规定，确认成乐扩容项目及天邛项目建造服务收入，2021年公司实现建造服务收入约25.69亿元，2020年无该项收入。

在能源销售板块，截至2021年末，公司经营的加油站为30座，2021年公司实现能源销售收入17.91亿元，同比增长22.54%，主要是受油价宏观调控影响，成品油售价同比上涨及国内疫情控制向好成品油销量同比增加所致。

表6：近年来公司加油站业务经营概况

公司名称	负责路产	加油站 (个)	收入(亿元)		
			2019	2020	2021
四川中路能源有限公司	迎宾站	1	0.21	0.19	0.21
	遂广遂西	6	1.39	1.32	1.59
	成渝高速	10	5.21	3.72	4.08
	成仁高速	6	4.12	3.55	3.65
	成乐高速	2	0.94	0.81	0.41
四川成雅高速公路油料供应有限责任公司	成雅高速	5	5.04	5.04	7.07
<b>合计</b>	-	<b>30</b>	<b>16.91</b>	<b>14.63</b>	<b>17.01</b>

注：表中当年收入合计数与公司合并口径下中能源销售业务收入存在差异，主要系内部合并抵消及是否包含直销部分收入统计口径差异所致。资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在融资租赁业务板块，公司融资租赁运营主体为成渝融资租赁有限公司（以下简称“成渝租赁”）。2021年成渝租赁项目数量有所增加，总投放金额15.70亿元，同比增长30.29%，实现收入

1.98 亿元，同比增长 17.06%。2021 年逾期项目共一例，为重庆能投渝新能源有限公司，逾期金额 840.00 万元，中诚信国际将持续关注逾期款项回收情况。

公司 BT/PPP 工程项目业务的运营主体为蜀鸿公司和四川蜀南投资管理有限公司，截至 2021 年末公司存续项目总投资 54.29 亿元，已完成投资 42.68 亿元，收到回款 40.25 亿元。2021 年，公司 BT/PPP 工程项目实现收入 1.86 亿元，同比增长 40.42%，主要系公司芦山县大川河景区旅游公路项目确认产值收入所致。

表 7：截至 2021 年末公司存续 BT/PPP 项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	实际收到回款
仁宝项目	13.52	13.44	16.43
西航港项目	6.16	3.64	4.15
双流综保项目	2.80	1.75	2.10
视高经济开发区项目	8.44	2.67	3.08
仁寿城区项目	11.38	9.73	8.26
资阳城南大道成渝高速接口工程	1.77	1.50	1.46
资阳娇子大道西沿线建设及娇子大道综合整治（PPP）	7.88	7.61	1.02
仁寿县高滩村土地挂钩试点项目	2.34	2.34	3.75
<b>合计</b>	<b>54.29</b>	<b>42.68</b>	<b>40.25</b>

注：部分项目已完工，总投资及已投资额按审定项目投资额有所调减。  
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告，及未经审计的 2022 年一季报，各期财务数据均为审计报告期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

**2021 年，国内疫情得到较好控制，公司经营情况较好，营业收入及利润总额同比均有所增长且各项盈利指标有所强化；同期受剥离房地产业务影响，公司投资收益大幅增加**

2021 年公司营业收入大幅上升，同比增长 66.61%；毛利率有所下降，同比减少 9.82 个百分点，主要系 2021 年公司根据财政部 2021 年 1 月

26 日发布的《企业会计准则解释第 14 号》之相关会计处理规定，确认成乐扩容项目及天邛项目建造服务收入及成本 25.69 亿元所致。剔除 2021 年新增的建造服务业务的影响后，2021 年公司营业收入及毛利率分别为 65.26 亿元和 36.00%，同比分别增长 19.55% 和 0.35 个百分点。车辆通行费收入方面，公司 2021 年车辆通行费业务板块营业收入 34.92 亿元、毛利率 49.48%，同比分别增长 15.59% 和 5.23 个百分点，主要系 2021 年国内疫情得到较好控制且不再受免收通行费政策影响所致。能源销售业务方面，受油价宏观调控及国内疫情得以控制、油品消费增长的影响，公司 2021 年能源销售业务营业收入增长至 17.91 亿元，同比增幅 22.59%，同年，国际油价上升较快，成品油销售及采购价差有所收缩，能源销售业务毛利率下降，同比减少 2.48 个百分点。BT/PPP 工程项目方面，2021 年公司芦山县大川河景区旅游公路项目确认产值收入及建造成本导致 BT/PPP 工程项目业务板块营业收入及成本同比有所增长，毛利率同比下降。

表 8：近年来公司主要板块营业收入及毛利率构成

（亿元、%）

项目	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
车辆通行费	39.15	49.94	30.21	44.25	34.92	49.48
能源销售业务	17.71	12.57	14.61	15.09	17.91	12.61
BT/PPP 业务	1.77	99.24	1.32	99.08	1.86	46.69
建造服务	-	-	-	-	25.69	0.00
其他	5.44	25.96	8.45	30.53	10.58	29.20
<b>合计</b>	<b>64.08</b>	<b>38.94</b>	<b>54.59</b>	<b>35.65</b>	<b>90.95</b>	<b>25.83</b>

注：2021 年建造服务收入主要为根据财政部 2021 年 1 月 26 日发布的《企业会计准则解释第 14 号》之相关会计处理规定，确认成乐扩容项目及天邛项目建造服务收入，以前年度无此项收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司主业经营情况较好，经营性业务利润、利润总额及总资产收益率均大幅上升，同比分别增长 38.83%、130.84% 及 3.03 个百分点。同时，因公司营业收入增长幅度较大，期间费用率及 EBITDA 利润率分别减少 7.45 及 3.91 个百分点。同期公司投资收益大幅上升，主要系剥离房地产业务转让仁寿置地公司 91% 股权确认投资收

益 8.99 亿元所致。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
期间费用合计	10.24	9.66	9.32	1.85
期间费用率(%)	15.98	17.70	10.25	9.20
经营性业务利润	14.63	9.76	13.55	3.16
投资收益	0.32	0.25	9.47	0.12
营业外损益	-0.24	0.19	0.10	0.02
利润总额	14.60	9.89	22.83	3.31
EBITDA 利润率(%)	47.74	46.20	42.29	-
总资产收益率(%)	5.91	4.15	7.18	4.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2021 年以来公司总资产和股东权益实现不同程度增长，财务杠杆率有所下降且债务结构进一步优化

随着成乐高速扩容项目的投资推进，截至 2021 年末，公司总资产规模上升至 407.29 亿元，同比增长 0.66%。公司资产主要由货币资金和无形资产构成，截至 2021 年末上述两科目余额分别为 38.39 亿元和 295.00 亿元，无形资产中高速公路特许经营权持续增加主要系成乐高速扩容建设项目持续投入所致。2021 年末，公司置出仁寿置地公司，房地产业务不在纳入合并范围，存货同比大幅下降。截至 2022 年 3 月末，公司资产规模小幅增至 408.06 亿元。

2021 年末，公司总负债为 222.81 亿元，同比减少 6.89%，短期借款、应付账款及一年内到期的非流动负债等流动负债同比大幅下降，同时公司 2021 年长期借款及应付债券等非流动负债同比大幅上升；截至 2021 年末，短期债务/总债务为 0.08 倍，同比有所下降，债务结构进一步优化。截至 2022 年 3 月末，公司偿还部分到期债务，总负债规模小幅降至 220.94 亿元。

2021 年末，公司股东权益为 184.48 亿元，同比增长 11.58%，主要系公司当期经营情况较好，公司盈余公积和未分配利润大幅增长所致。截至 2022 年 3 月末，公司股东权益为 187.11 亿元，与上年末基本持平。

**表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
<b>总资产</b>	<b>377.20</b>	<b>404.63</b>	<b>407.29</b>	<b>408.06</b>
货币资金	29.96	32.31	38.39	35.18
存货	22.36	26.04	0.63	1.24
长期应收款	26.64	24.40	25.67	24.60
无形资产	253.81	277.15	295.00	300.42
<b>总负债</b>	<b>215.69</b>	<b>239.30</b>	<b>222.81</b>	<b>220.94</b>
短期借款	5.00	23.83	0.65	0.22
应付账款	18.07	19.36	8.89	7.43
一年内到期的非流动负债	30.42	21.64	14.63	20.94
流动负债合计	71.52	88.68	34.67	38.53
长期借款	117.22	134.08	171.02	165.33
应付债券	12.90	2.90	12.90	12.90
非流动负债合计	144.18	150.62	188.14	182.41
<b>股东权益合计</b>	<b>161.51</b>	<b>165.33</b>	<b>184.48</b>	<b>187.11</b>
股本	30.58	30.58	30.58	30.58
盈余公积	58.20	61.97	67.91	67.91
未分配利润	44.43	44.00	54.07	56.58
少数股东权益	8.76	9.99	10.83	10.95
<b>总债务</b>	<b>168.52</b>	<b>186.73</b>	<b>200.42</b>	<b>201.16</b>
短期债务/总债务 (X)	0.21	0.25	0.08	0.11
资产负债率 (%)	57.18	59.14	54.70	54.15
总资本化比率 (%)	51.06	53.04	52.07	51.81

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末，公司总债务规模为 200.42 亿元，同比增长 7.45%，主要系在建项目筹措资金所致，但公司当期短期债务/总债务、资产负债率及总资本化比率均有所下降，债务结构稳健。截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模小幅上升至 201.16 亿元。

### 2021 年公司经营活动净现金流有所下降但收现情况仍良好；同期 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强

公司收现情况良好，经营活动净现金流充沛，符合高速公路行业特点，2021 年经营活动净现金流同比下降 31.10%，主要系 2020 年公司收到取消省界收费站补助款、互通代建工程款较 2021 年多等因素所致；投资活动净现金流有所下降主要系 2021 年公司处置股权以及收回仁寿置地公司股权借款本金及利息产生的现金流入同比增加所致；筹资活动净现金流较为稳定。偿债指标方面，2021 年公司经营情况较好，总债务/EBITDA 同比有所下降且 EBITDA 对利息的覆盖能力有所

增强。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	18.29	22.86	15.75	7.16
投资活动净现金流	-5.20	-27.48	-15.60	-9.81
筹资活动净现金流	-20.14	6.91	6.42	-1.20
经营净现金流/总债务	0.11	0.12	0.08	0.14
经营活动净现金流/利息支出	2.41	3.19	1.84	3.77
总债务/EBITDA	5.51	7.40	5.21	-
EBITDA 利息覆盖系数	4.03	3.52	4.48	-
FFO/总债务	0.16	0.12	0.13	-
FFO 利息倍数	3.52	3.11	2.92	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司备用流动性充足，作为 A+H 股上市公司融资渠道通畅，且无对外担保，历史履约情况较好

财务弹性方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得综合授信额度 703.46 亿元，其中未使用授信额度 508.29 亿元，备用流动性充足。此外，公司作为 A+H 股上市公司，融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保事项；涉及未决诉讼金额共 76.70 万元，金额很小，不会对公司的财务状况或经营成果构成重大的不利影响。

到期债务分布方面，公司 2022 年 4~12 月、2023 年及 2024 年到期债务分别为 11.58 亿元、26.49 亿元和 26.24 亿元。考虑到公司账面货币资金较为充沛，且作为上市公司融资渠道通畅，短期偿债压力不大。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产账面价值为 286.07 亿元，占总资产的比重为 70.24%，主要系应收融资租赁款质押融资款项及高速公路收费权，其中受限高速公路收费权的账面价值为 267.40 亿元，包括成仁高速、遂广遂西高速及成乐高速，主要用于借款质押。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 3 月 31 日，公司近三年来无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

## 外部支持

### 2021 年国内疫情得到较好控制，四川省经济增速有所回暖；控股股东在四川省高速公路行业处于垄断地位，可给予公司一定支持

在西部大开发战略的推动下，四川省经济实力持续快速发展。2021 年四川省地区生产总值（GDP）53,850.8 亿元，同比增长 8.2%，受国内疫情控制较好影响，区域经济增速有所回暖；三次产业结构由上年的 11.4:36.2:52.4 调整为 10.5:37.0:52.5。交通运输方面，2021 年四川省通过公路、铁路、民航和水路等运输方式完成货物周转量 2,940.8 亿吨公里，同比增长 7.5%；完成旅客周转量 1,303.3 亿人公里，同比增长 8.3%。截至 2021 年末，四川省高速公路建成里程 8,608 公里；民用汽车拥有量 1,382 万辆，同比增长 7.0%，公路运输需求呈增长趋势。

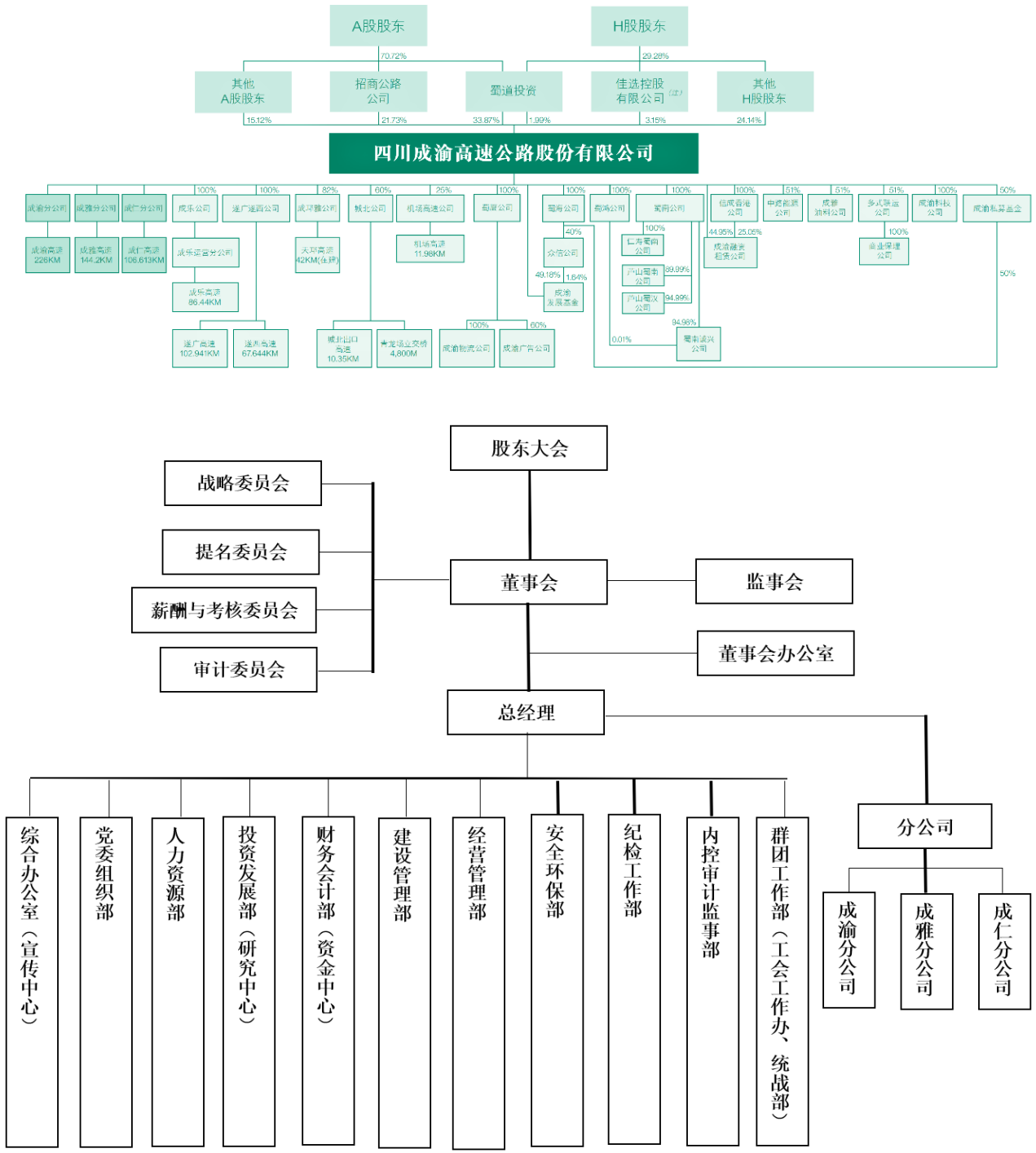
蜀道集团是四川省高速公路建设的主体，蜀道集团通车里程占四川省高速公路通车里程逾 50%，处于垄断地位。截至 2022 年 3 月末，蜀道集团合计持有公司 A 股和 H 股的 35.86% 股份。公司系蜀道集团路桥业务板块的重要载体，下辖路产质量优良。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川成渝高速公路股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 成渝高速 MTN001”的信用等级为 **AAA**。



# 附一：四川成渝高速公路股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：四川成渝高速公路股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	299,580.60	323,136.71	383,943.57	351,774.83
应收账款	46,943.35	29,772.01	25,200.68	23,906.43
其他应收款	19,318.39	25,385.84	15,585.09	14,878.84
存货	223,631.03	260,435.25	6,306.91	12,404.09
长期投资	82,397.40	70,893.65	89,122.66	89,060.33
在建工程	8,017.43	12,468.43	2,033.54	3,139.72
无形资产	2,538,077.86	2,771,454.08	2,949,951.40	3,004,175.39
总资产	3,772,011.29	4,046,334.00	4,072,906.36	4,080,583.05
其他应付款	85,243.38	96,180.73	53,677.37	59,249.30
短期债务	354,180.35	461,916.49	152,829.38	216,793.07
长期债务	1,331,030.51	1,405,391.52	1,851,337.35	1,794,764.26
总债务	1,685,210.87	1,867,308.01	2,004,166.74	2,011,557.32
总负债	2,156,928.17	2,393,017.94	2,228,060.34	2,209,436.98
费用化利息支出	72,384.05	63,267.64	63,267.64	--
资本化利息支出	3,602.70	8,462.78	22,523.33	--
实收资本	305,806.00	305,806.00	305,806.00	305,806.00
少数股东权益	87,606.94	99,864.86	108,346.85	109,484.19
所有者权益合计	1,615,083.12	1,653,316.06	1,844,846.02	1,871,146.07
营业总收入	640,761.35	545,902.24	909,544.07	201,503.28
经营性业务利润	146,343.42	97,578.49	135,529.00	31,638.07
投资收益	3,195.32	2,458.56	94,706.68	1,151.02
净利润	112,986.03	73,089.18	194,591.23	26,696.70
EBIT	218,395.08	162,127.84	291,576.84	--
EBITDA	305,897.99	252,213.41	384,605.91	--
销售商品、提供劳务收到的现金	786,804.49	668,870.44	729,968.00	193,284.11
收到其他与经营活动有关的现金	19,703.15	68,084.50	14,285.46	3,748.45
购买商品、接受劳务支付的现金	456,684.53	359,396.40	417,053.39	82,559.91
支付其他与经营活动有关的现金	40,332.41	32,630.19	28,306.49	2,865.71
吸收投资收到的现金	0.00	9,720.00	300.94	112.50
资本支出	150,135.98	293,358.97	362,565.75	95,077.50
经营活动产生现金净流量	182,868.16	228,642.06	157,527.70	71,599.73
投资活动产生现金净流量	-52,012.12	-274,836.67	-156,040.03	-98,086.31
筹资活动产生现金净流量	-201,428.26	69,058.15	64,185.31	-12,001.41
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	38.94	35.65	25.83	24.82
期间费用率(%)	15.98	17.70	10.25	9.20
应收类款项/总资产(%)	8.82	7.39	7.30	6.98
收现比(X)	1.23	1.23	0.80	0.96
总资产收益率(%)	5.91	4.15	7.18	--
资产负债率(%)	57.18	59.14	54.70	54.15
总资本化比率(%)	51.06	53.04	52.07	51.81
短期债务/总债务(X)	0.21	0.25	0.08	0.11
FFO/总债务(X)	0.16	0.12	0.13	--
FFO利息倍数(X)	3.52	3.11	2.92	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.41	3.19	1.84	--
总债务/EBITDA(X)	5.51	7.40	5.21	--
EBITDA/短期债务(X)	0.86	0.55	2.52	--
货币资金/短期债务(X)	0.85	0.70	2.51	1.62
EBITDA利息覆盖倍数(X)	4.03	3.52	4.48	--

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报整理，公司各期财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为当年财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将公司租赁负债及计入长期应付款科目的带息债务调整至长期债务，将计入其他流动负债及其他应付款科目的带息债务调整至短期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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。
<b>AA</b>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	受评对象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。
<b>CCC</b>	受评对象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。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。