



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪157号

四川成渝高速公路股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“四川成渝高速公路股份有限公司2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持“四川成渝高速公路股份有限公司2016年公司债券（第一期）”债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年五月二十五日

四川成渝高速公路股份有限公司 2016年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	四川成渝高速公路股份有限公司		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2016/6/17-2021/6/17		
上次评级时间	2016/7/1		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

基本观点

跟踪期内，受建筑施工业务量减少影响，2016年四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“四川成渝”或“公司”）收入规模出现下滑。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了公司路产质量较好，传统收费公路业务稳步增长，且经营性现金流及盈利对债务利息的保障程度很高。同时，中诚信证评也关注到分流效应、资本支出压力加大等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

综上，中诚信证评维持四川成渝主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“四川成渝高速公路股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

正面

- 外部经营环境良好。2016 年我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量显著提升，且随着四川省西部综合交通枢纽建设进程的加快，交通运输和区域经济相互促进，为省内高速公路运营企业及公司收费路桥业务提供良好的外部环境。
- 路产质量较好，通行费收入稳步增长。公司下属路产包括四川与重庆、贵州、云南的出省通道，以及联通省会成都与省内重要城市的区域通道，交通需求旺盛，为公司通行费收入稳步增长提供可靠保障，同时得益于区域经济发展及遂广遂西高速的收费运营等，2016 年公司实现通行费收入 28.88 亿元，同比增长 1.61%。
- 获现能力很强。公司高速公路运营良好，多元化业务稳步推进，保证其具备很强的现金获取能力，2016 年实现经营活动净现金流 21.17 亿元，经营活动净现金/利息支出为 2.62 倍，EBITDA 利息保障倍数为 3.22 倍，经营性现金流及盈利对债务利息的保障程度很高。

概况数据

四川成渝	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	123.67	132.97	138.84	141.70
总资产（亿元）	287.99	335.40	363.79	358.40
总债务（亿元）	128.66	159.44	170.67	169.68
营业总收入（亿元）	83.00	96.08	82.66	15.40
营业毛利率（%）	25.67	23.60	26.90	40.34
EBITDA（亿元）	22.82	24.88	26.04	-
所有者权益收益率（%）	8.57	8.15	8.09	8.37
资产负债率（%）	57.06	60.36	61.84	60.46
总债务/EBITDA（X）	5.64	6.41	6.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.37	2.94	3.22	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、四川成渝2017年一季度报所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcqao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月25日

关 注

- 分流效应影响。在四川省交通基础设施建设规划持续推进的情况下，省内和省际高速公路路网不断完善，以及 5 条出川铁路均已进入全面建设阶段，高速铁路网正式形成，为公司带来路网竞争分流的影响。
- 公司债务规模增长，资本支出压力加大。随着公路建设、BT 项目及房地产项目等持续投资，公司总债务规模呈上升趋势，且后续成乐高速扩容、BT 项目及房地产项目投资规模仍较大，未来资本支出压力或将进一步增大，债务压力或上升。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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，不存在因评级对象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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金专项说明

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]1484号文核准，四川成渝获准面向合格公众投资者公开发行面值不超过10亿元（含10亿元）的公司债券，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式发行。根据《四川成渝高速公路股份有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）发行公告》，四川成渝高速公路股份有限公司2016年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）基础发行规模为人民币5亿元，可超额配售不超过人民币5亿元，发行价格为每张人民币100元，本期债券为五年期固定利率债券。本期债券发行工作已于2016年6月20日结束，实际发行规模为人民币10亿元，其中网上发行规模为5,000万元，网下发行规模为95,000万元，最终票面利率为3.48%。本期债券募集资金扣除发行费用后，用于偿还借款和补充流动资金。截至2017年3月末，公司已使用人民币9.78亿元，其中，归还贷款人民币5亿元、补充公司流动资金人民币4.78亿元。

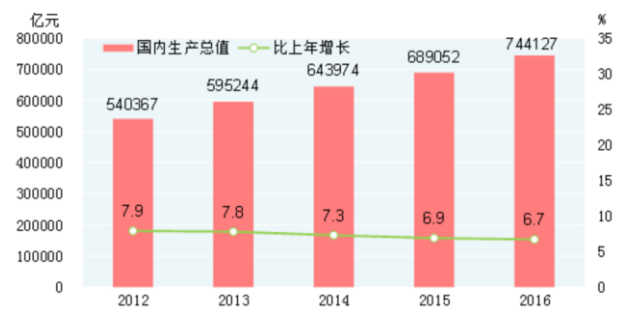
行业关注

2016年，我国国民经济维持稳定发展，汽车保有量显著提升，加之四川省区域经济及交通运输的相互促进均为省内高速公路行业发展提供有效支撑

2016年，我国实现国内生产总值744,127亿元，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值63,671亿元，增长3.3%；第二产业增加值296,236亿元，增长6.1%；第三产业增加值384,221亿元，增长7.8%。从三大产业占比来看，第一产业增加值占国内生产总值的比重为8.6%，第二产业增加值比重为39.8%，第三产业增加值比重为51.6%，比上年提高1.4个百分点。财政收入方面，全年全国一般公共预算收入159,552亿元，比上年增长6,828亿元，增长4.5%，其中税收收入130,354亿元，增加5,432亿元，增长4.3%。总体来看，目前我国经济增速持

续放缓，但整体仍维持稳定发展态势，为交通运输业的发展提供良好的外部环境。

图1：2012~2016年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从汽车行业运行状况来看，2016年汽车产销量均继续保持增长，全年实现产销量分别为2,812万辆和2,802万辆，同比分别增长14.5%和13.7%，产销增速较上年分别增加11.2和9.0个百分点，增长态势较好。截至2016年末，全国民用汽车保有量达到19,440万辆（包括三轮汽车和低速货车881万辆），比上年末增长12.8%，其中私人汽车保有量16,559万辆，增长15.0%。民用轿车保有量10,876万辆，增长14.4%。汽车产销规模的增长以及汽车保有量的显著提升均为我国高速公路行业发展提供最直接的动力。

国民经济平稳运行及汽车保有量增长等因素推动我国高速公路通车里程持续增长，2016年末全国高速公路里程13.10万公里，比上年增加0.74万公里，其中国家高速公路9.92万公里，比上年增加1.96万公里。全年完成营业性客运量154.28亿人，比上年减少4.7%，旅客周转量10,228.71亿人公里，比上年减少4.8%；完成货运量334.13亿吨，同比增长6.1%，货物周转量61,080.10亿吨公里，同比增长5.4%，国内交通运输量保持平稳发展。

从四川省区域经济来看，据国家统计局数据显示，2016年实现地区生产总值（GDP）32,680.5亿元，按可比价格计算，比上年增长7.7%。其中，第一产业增加值3,924.1亿元，增长3.8%；第二产业增加值13,924.7亿元，增长7.5%；第三产业增加值14,831.7亿元，增长9.1%。三次产业对经济增长的贡献率分别为6.0%、42.5%和51.5%。人均地区生产总值39,695元，增长7.0%。三次产业结

构由上年的 12.2: 44.1: 43.7 调整为 12.0: 42.6: 45.4, 整体产业结构得以优化。

2016 年四川省公路、铁路、航空和水路等运输方式完成货物周转量 2,403.8 亿吨公里, 比上年增长 5.1%; 完成旅客周转量 1,686.7 亿人公里, 增长 1.4%。全年公路水路建设完成投资 1,310 亿元, 连续第 6 年超千亿元, 全年建成高速公路项目 6 个、503 公里, 高速公路通车总里程达到 6,519 公里, 提升三个位次跃居全国第二; 新开工里程 1,013 公里、总投资 1,490 亿元, 成功招商项目 9 个、里程 1,055 公里、引进社会投资 1,500 亿元, 均超过 2012 年来四年总和; 全省高速公路建成和在建里程超过 8,600 公里。

2016 年, 四川省法治政府部门加快地方立法工作, 《四川省道路旅客运输管理办法》等 3 部规章修订实施, 《四川省农村公路条例(草案)》经省政府审议通过, 推进交通运输综合行政执法改革工作; 为清理规范行政权力, 省、市、县三级交通运输行权事项分别精简 75%、37%、27%; 公路大件运输许可实现跨市州、跨省联网审批, 建设网上审批服务平台得到推进。另外, 四川省出台《四川省高速公路“BOT 政府股权合作”项目实施办法》, 建立包括“BOT、BOT 政府补助、BOT 政府股权合作”在内的 PPP 制度体系, 有效激发了社会资本的投资积极性。

总体来看, 近年来我国国民经济保持平稳发展态势, 汽车保有量大幅增长, 加之四川省将加快建设西部综合交通枢纽, 交通运输和区域经济相互促进, 为省内高速公路运营企业带来较好的发展机遇。

国家出台燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费等多项收费公路相关政策, 行业面临一定的政策风险

2009 年以来, 国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排, 初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施, 同时建立了

未来公路建设资金的形成机制, 有利于调整公路建设投资结构, 缓解地方公路建设资金不足的压力, 并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能, 实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理, 纠正了各种违规收费行为, 减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担, 但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看, 上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱, 在自然增长的拉动下, 全国收费公路通行费分配收入仍保持了持续增长态势。

表 1：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	2015.07	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。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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。

此次《条例》修订稿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，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。

在我国铁路建设不断提速的背景下，四川省积极落实城市轨道交通及铁路的建设工作，省内高速公路或受到一定分流影响

铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流影响。由于铁路在长途运输的成本上要远低于公

路,从而将对公路形成直接的竞争。2016年全国铁路行业固定资产投资完成 8,015 亿元,投产新线 3,281 公里,新开工项目 46 个,新增投资规模 5,500 亿元,截至 2016 年底,全国铁路营业里程达 12.4 万公里,其中高速铁路 2.2 万公里以上。旅客运输方面,全年完成旅客发送量 28.14 亿人,比上年增长 11.0%,旅客周转量 12,579.29 亿人公里,增长 5.2%。其中国家铁路旅客发送量 27.73 亿人,增长 11.1%,旅客周转量 12,527.88 亿人公里,增长 5.2%。四川省规划的成(都)兰(州)铁路、川藏铁路雅安段、成渝客运专线、成(都)贵(阳)客运专线和西(安)成(都)客运专线 5 条出川铁路均已进入全面建设阶段,其中,成渝、成贵、西成客运专线设计时速均达到 250 公里。2016 年,四川省出台《关于印发全省五大经济区 2016 年重点工作方案的通知》(以下简称“《通知》”)。根据《通知》,在轨道交通方面,成都平原经济区、川南经济区、川东北经济区、攀西经济区及西北生态经济区(以下简称“五大经济区”)将加快建设成都地铁 1 号线三期、7 号线、3 号线(二、三期)、4 号线二期、5 号线、10 号线一期等城市轨道交通项目;同时,加快成都地铁 6 号线、18 号线等项目前期工作,力争开工建设。铁路方面,五大经济区将力争建成成都至蒲江铁路、成昆铁路成都至峨眉段扩能改造,并启动蓉昆高铁成都经天府国际机场至自贡段、绵遂内铁路前期工作。

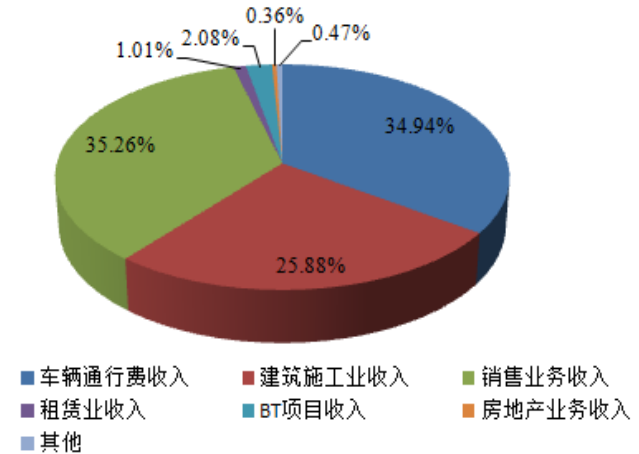
近年来我国铁路建设正在不断提速,四川省积极推进城市轨道交通及铁路建设,且铁路运营拥有运量大、成本低等优势,或对省内高速公路造成一定分流影响。

业务运营

公司主要从事四川省内部分高速公路的投资、建设、经营和管理,同时近年来逐步开拓工程施工、油品及化工产品销售等相关业务,丰富自身的收入来源。2016 年受建筑施工业务量减少影响,公司整体业务规模萎缩,全年实现营业总收入 82.66 亿元,同比减少 13.97%。收入构成方面,2016 年公司车辆通行费收入 28.88 亿元,占营业收入的 34.94%;

建筑施工业务收入 21.39 亿元,占营业收入的 25.88%;销售业务(基本为油品及化工产品)收入 29.15 亿元,占营业总收入的 35.26%。

图 2: 2016 年公司营业收入构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2016 年, 依托于平稳发展的区域经济、遂广遂西高速的收费运营以及下属高速路段车流量的总体增长, 公司收费公路运营情况良好

高速公路运营业务是公司传统的收入和利润来源。公司运营的高速公路连接四川省内主要经济发达地市及重庆市, 在省内的的重要性较高, 交通需求旺盛, 已运营路产包括成渝高速四川段、成雅高速、成乐高速、城北出口高速、成仁高速及遂广遂西高速。截至 2016 年末, 公司在四川省内拥有收费高速公路总里程达 743.95 里, 较 2015 年新增 170.59 公里。得益于区域经济的持续发展、遂广遂西高速的收费运营及高速公路车流量的自然增长等因素, 2016 年公司实现车辆通行费收入 28.88 亿元, 同比增长 1.61%。

表 2: 公司下属已通车路产情况

高速公路名称	里程 (公里)	开始收费经营日期	公司权益	收费期限
成渝高速四川段	226.00	1995.7.1	100%	30 年
成雅高速	144.00	1999.12.28	100%	26 年
成乐高速	86.40	2000.1.1	100%	30 年
城北出口高速	10.35	1998.12.21	60%	23.5 年
成仁高速	106.61	2012.9.18	100%	30 年
遂广遂西高速	170.59	2016.10.9	100%	29 年 336 天
合计	743.95	-	-	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2016 年新投入运营的遂广遂西高速公路由公

司全资子公司四川遂广遂西高速公路有限责任公司（以下简称“遂广遂西公司”）负责经营及管理，自2016年10月9日起通车经营，总长170.59公里，收费期限为29年336天。其中遂广高速公路起于遂宁市蓬溪县金桥乡，与绵遂高速公路（G93）相接，经蓬溪县、武胜县、岳池县，与广邻高速公路（G42）相接，止于广安区，全长约102.941公里，为遂广、广安之间最便捷的高速公路通道；遂西高速公路起于遂宁市蓬溪县吉祥镇涪山坝，上跨成南高速后，设双江枢纽互通与绵遂高速交叉，经南充市嘉陵区、西充县，止于西充县太平镇贾家湾，设置太平枢纽互通与广南高速公路相接，全长67.644公里，将绵遂高速、成南高速、广南高速、成德南巴高速等四川省内多条重要高速公路连通，建成后将提升四川省高速公路路网协同效应及运输效率。

从通行费收入构成来看，2016年公司收费路桥业务收入主要来源未发生变化，来自成渝高速四川段、成雅高速、成仁高速和成乐高速，2016年分别实现车辆通行费收入8.22亿元、7.84亿元、6.90亿元和4.49亿元，分别占当期通行费收入的28.46%、27.16%、23.91%和15.56%。2016年公司遂广遂西高速公路通车运营时间较短，车流量较

少，当年仅实现车辆通行费收入0.47亿元，对于当期高速公路通行费收入的影响较小。2017年，该高速公路将实现完整年度运营，同时随着该路段车流量的提升，公司通行费收入有望进一步增长。

通行量方面，公司所运营路段中城北出口高速路段车流量自然增长，以及平行道路成（都）彭（州）高速扩容改造，部分车辆回流至城北出口高速，使得该路段车流量增幅较大，2016年日均车流量达52,422架次，同比增长32.11%。2015年末，与成渝高速四川段平行的成（都）渝（重庆）高铁通车，导致成渝高速车流量有所下降。2016年成渝高速四川段日均车流量为22,158架次，同比减少8.17%。当年5~9月成温邛高速、邛名高速进行施工改造，因其走向与成雅高速平行，导致部分原行经此两条高速的车辆改道成雅高速行驶，为成雅高速带来一定交通增量。2016年成雅高速路日均车流量为37,351架次，同比增长12.37%；成乐高速及成仁高速路段的日均车流量亦实现增长，分别为32,648架次和30,444架次，同比分别增长4.14%和3.01%。此外，遂广遂西高速尚处于运营初期，车流量水平相对较低，2016年日均车流量为7,725架次。整体来看，公司下属高速路段总体车流量保持增长，经营情况良好。

表 3：2014~2016 年公司下属路产经营情况

路段名称	2014 年		2015 年		2016 年	
	通行费收入 (亿元)	折算全程日均车 流量(架次)	通行费收入 (亿元)	折算全程日均车 流量(架次)	通行费收入 (亿元)	折算全程日均车 流量(架次)
成渝高速四川段	8.36	21,552	8.75	24,129	8.22	22,158
成雅高速	7.88	30,088	7.68	33,238	7.84	37,351
成乐高速	4.64	27,569	4.54	31,350	4.49	32,648
城北出口高速	0.92	38,757	0.77	39,682	0.95	52,422
成仁高速	5.86	28,704	6.60	29,555	6.90	30,444
遂广遂西高速	-	-	-	-	0.47	7,725

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

收费标准方面，公司下属全资、控股的高速公路的通行费标准由四川省交通厅、省财政厅和省物价局制定，目前参照省交通厅《关于实施收费公路车辆通行费车型分类及标准调整有关事宜的通知》（川交发[2006]11号），自2006年4月10日起实施，并遵循2007年6月1日起实施的四川省收费公路超限车辆计重收费标准。经四川省交通运输

厅、四川省发展和改革委员会[川交发（2016）28号、29号]批准，公司遂广遂西高速公路试收费期间收费标准如下表所示，其余经营路段2016年收费标准未作调整。

表 4：公司遂广遂西高速试收费期间收费标准

类别	车型	费率（元/车公里）
一类车	客车≤7 座 货车≤2 吨	0.50
二类车	8 座≤客车≤19 座 2 吨≤货车≤5 吨	1.00
三类车	20 座≤客车≤29 座 5 吨≤货车≤10 吨 20 英尺集装箱车	1.50
四类车	客车≥40 座 10 吨≤货车≤15 吨 40 英尺集装箱车	2.00
五类车	货车>15 吨	2.50

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公路养护方面，公司近年已基本完成下属路产的大、中修工程，养护成本控制合理水平。2016 年公司发生公路养护成本 1.50 亿元，同比减少 20.58%，主要得益于公路经营成本和安全通讯监控设施维护成本的减少。

表 5：2014~2016 年公司养护费用支出情况

单位：万元

项目	2014	2015	2016
公路经营成本	11,505.79	9,757.40	8,800.32
公路绿化成本	843.17	916.99	866.44
安全通讯监控设施维护	4,213.48	7,724.45	4,921.84
公路灾害抢修成本	876.14	507.05	426.14
合计	17,438.58	18,905.89	15,014.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

路产建设方面，2016 年 10 月 27 日，公司董事会审议批准实施成乐高速扩容建设青龙场至眉山试验段工程项目的议案。根据四川省发展和改革委员会关于该项目可行性研究报告的批复，该项目总长 28 公里，全线采用双向八车道高速公路标准建设，项目估算总投资约人民币 19.856 亿元，工期约为 3 年。该试验段项目采取设计施工总承包（EPC）的建设模式，初步设计文件及概算已编制完成，并获得四川省交通运输厅批复，项目已于 2016 年底开工，截至 2017 年 3 月末，已完成投资 0.60 亿元，全年计划投资额为 8.00 亿元。公司采用资本金和债务性资金相结合的方式筹集该项目的建设资金，其中 50% 为自有资本金，其余则通过银行贷款方式筹措。2017 年公司成乐高速试验段扩容项目暂不涉及原有路面的施工，预计对全年通行费收入影响很小，该项目完工后将有利于缓解成乐高速青龙场至

眉山段的交通压力，提高成乐高速的整体通行能力和服务水平。但值得关注的是，随着成乐高速扩容建设的稳步推进，公司面临的资本支出压力将进一步加大。

总体来看，在四川省区域经济平稳发展、遂广遂西高速的收费运营及下属高速路段车流量总体呈现增长等因素推动下，公司收费公路运营情况良好。但近年来，在四川省交通基础设施建设规划持续推进的情况下，省内和省际高速公路路网不断完善，同时为公司带来路网协同效应和路网竞争分流的影响。中诚信证评将持续关注路网变化对公司收费公路运营的影响。

建筑施工业务量减少导致公司该板块业务收入降幅较大，未来公司将完成对核心建筑子公司的股权转让，剥离毛利率较低的公路建设类资产，符合其长远发展战略

公司施工业务板块分为建筑施工业务及 BT 业务，其中建筑施工业务主要涉及公路投资建设、养护工程及市政工程等，主要由下属子公司交投建设工程股份有限公司（以下简称“交投建设”）运营；BT 业务主要为承接政府部门的基础设施工程项目。2016 年受建筑施工业务承接量减少影响，公司全年实现建筑施工业务收入 21.39 亿元，同比减少 40.48%。2016 年公司建筑施工业务新签订合同金额为 16.17 亿元，2017 年 1~3 月新签订合同金额为 4.00 亿元。截至 2016 年末，公司主要未完工建筑施工项目情况如下表所示。

表 6：截至 2016 年末公司未完工建筑施工项目情况

单位：万元

业主单位	项目名称	工程造价	已投资	建设期
巴中恩阳交通局	巴中恩阳机场快速通道	59,500.00	0	24 个月
四川雅康高速公路有限责任公司	四川省雅安至康定高速公路项目路面工程 LM3 标段	14,175.52	0	3 年
仁寿蜀南投资管理公司	高滩水库片区道路建设工程、仁寿大道扩建工程施工标段	23,950.49	18,089.12	360 天
仁寿蜀南投资管理公司	天府仁寿大道清水至三绕段	31,594.94	20,507.25	540 天

注：仅统计工程造价 5,000 万元以上的主要项目

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

BT 项目运作模式方面，公司先期垫资进行征地拆迁及工程建设，项目竣工后当地政府按照协议约定按年支付回购款，包括公司的投资额以及 15% 左右的 BT 项目收益。政府部门出具项目回购承诺，并相应配置国有用地，回购方不得单方面质押该土地，土地出让收益优先用于支付项目回购款，若回购款晚于协议约定的时间到位，则政府将向公司支付融资成本（不低于中国人民银行公布的同期贷款基准利率）。

截至 2016 年末，公司已完成投资的 BT 项目包括天府新区双流仁宝项目园区交通基础设施工程 BT 项目（以下简称“仁宝项目”）及仁寿土地挂钩 BT 项目（以下简称“仁寿土地挂钩项目”）；在建 BT 项目包括双流县空港高技术产业功能区道路工程 BT 项目（以下简称“西航港项目”）、双流综保配套区道路一期工程 BT 项目（以下简称“双流综保项目”）、仁寿县高滩水体公园、天府仁寿大道建设工程项目（以下简称“仁寿城区项目”）以及天府新区仁寿视高经济开发区道路工程项目（以下简称“视高经济开发区项目”）。其中，仁宝项目主要系建设长约 18 公里的 10 条道路，项目总投资 13.52 亿元，已于 2012 年上半年竣工验收，截至 2016 年末，项目已确认回购款 14.79 亿元，实际已回款 15.20 亿元；仁寿土地挂钩项目建设内容包括 4,848 亩项目区内农房拆迁、安置点三通一平及配套市政道路、安置房建设（约 11.27 万平方米）及安置小区附属工程，总投资 2.80 亿元，截至 2016 年末，已投资 2.51 亿元，已确认回购款 3.40 亿元，实际已

回款 2.77 亿元。截至 2016 年末，公司主要在建 BT 项目情况如下表所示。整体来看，公司 BT 项目投资规模较大，且建设及回款周期较长，面临一定资本支出压力。

2017 年 3 月 31 日，公司董事会审议通过了《关于转让交投建设 46% 股份的议案》，批准公司与控股股东四川省交通投资集团有限责任公司（以下简称“交投集团”）签署股份转让协议，按人民币 51,014 万元的协议转让价格将所持交投建设 46% 股份转让给交投集团，根据上海证券交易所相关规则，此次股份转让构成公司的关联交易，协议的最终生效还需获得公司股东大会批准。本次股份转让前，公司持有交投建设的股份比例为 51%，本次股份转让完成后，持股比例为 5%，交投建设将不再纳入公司合并报表范围，以 2016 年静态财务数据测算，公司合并报表营业收入减少约 25.93%，营业成本减少约 32.58%；毛利率增加约 6.57 个百分点，考虑转让收益后，净利率增加约 10.01%；总资产减少约人民币 12.92 亿元，总负债减少约人民币 10.90 亿元，资产负债率降低约 0.83 个百分点。

本次关联交易完成后，一方面，公司未来涉及的建筑施工业务量较小，预计全年收入规模将出现较大幅度的下降，但另一方面，股权转让的完成将有利于公司剥离毛利率较低的公路建设类资产，保留盈利能力更强的公路运营类资产，符合公司的长远发展战略。同时，公司未来 BT 项目投资建设仍面临一定投融资压力，中诚信证评将对公司后续的资本支出情况保持关注。

表 7：截至 2016 年末公司 BT 项目投资回款情况及主要项目情况介绍

项目	总投资	已投资	2016 年计划投资	已确认回购款	实际已回款	建设期
仁宝项目	13.52	13.91	0	14.79	15.20	8 个月
仁寿土地挂钩项目	2.80	2.51	0	3.40	2.77	6 年
西航港项目	6.16	3.25	0.0953	3.97	2.57	18 个月
双流综保项目	2.80	1.92	0.01	2.28	1.40	18 个月
仁寿城区项目	11.38	7.38	2.41	7.38	1.93	36 个月
视高经济开发区项目	8.24	2.40	0.08	2.66	2.33	24 个月
资阳城南大道成渝高速接口工程	1.77	0.51	0.26	0.57	0.36	12 个月

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司多元化业务发展稳步推进，但同时需关注房地产项目投融资进度、后续建设情况以及金融业务发展状况

能源销售业务方面，2016 年公司实现能源化工产品销售收入 28.92 亿元，同比减少 1.42%，其中：加油站销售业务收入 12.89 亿元，同比增长 9.40%，主要由于油品销量增加；石油化工产品销售收入 16.04 亿元，同比减少 8.68%，主要因 2016 年公司石油化工产品种类有所调整，销售均价相对降低。毛利率方面，2016 年公司油品及化工产品销售毛利率为 5.79%，较上年提高 0.99 个百分点。目前公司运营成渝高速四川段 12 个加油站、成雅高速 4 个加油站、成仁高速 6 个加油站以及成乐高速 2 个加油站。整体来看，公司能源销售业务经营稳定性良好，对收入形成重要补充。

房地产业务方面，目前公司在建房地产项目为北城时代（一期）和北城时代（二期）项目，其中：北城时代（一期）预计总投资 7.92 亿元，截至 2016 年末已完成投资 5.85 亿元，2017 年计划投资 2.07 亿元。北城时代（一期）项目已于 2015 年下半年正式预售，可售面积为 185,724.66 平方米，截至 2016 年末，累计预售面积 92,018.93 平方米，预售金额为 37,799.57 万元，销售均价为 4,108 元/平方米，已结算面积 7,319.93 平方米，结算金额 2,946.58 万元，结算均价为 4,025 元/平方米。北城时代（二期）项目预计总投资 35 亿元，截至 2016 年末已完成投资 8.34 亿元，2017 年计划投资 0.68 亿元，尚未进入预售阶段。总体而言，公司房地产业务销售进度偏慢，在宏观经济及政策调控的影响下，未来销售仍存在一定不确定性。

土地储备方面，截至 2016 年末，公司共获得 8 宗项目用地，位于仁寿县及文林镇，总面积 645 亩，土地出让金总计 17.07 亿元，已缴纳 16.51 亿元。其中，尚未开发的土地 3 宗，总面积 208.96 亩。

此外，为实现业务的多元化发展，公司于 2015 年 4 月与信成香港投资有限公司（以下简称“信成香港公司”）合作设立成渝融资租赁有限公司（以下简称“成渝租赁公司”，注册资本为 3 亿元，公司持股 60%）。2016 年 5 月，公司完成对信成香港公

司的收购，从而实现对成渝租赁公司的全资控股。成渝租赁公司目标客户主要集中于国有企业、上市公司及政府平台。2016 年成渝租赁公司实际投放项目 6 个，投放金额约 4.8 亿元，实现营业收入约 5,990.44 万元，同比增长 57.54%，净利润约 2,118.73 万元，同比增长 21.26%。成渝租赁公司业务的开展，推动公司金融投资业务板块的发展，并为公司带来新的利润增长点。

基金业务方面，2014 年 1 月，公司全资子公司蜀海公司与四川发展股权投资基金管理有限公司各出资人民币 500 万元，成立四川众信资产管理有限公司（以下简称“众信公司”）。截至 2016 年末，众信公司参与组建或受托管理的基金分别为成渝发展基金、四川攀西战略资源开发投资基金、四川攀西新材料创业投资基金、诚鼎众信 1 号私募股权投资基金、四川省知识产权运营股权投资基金，目前该等基金尚处于投资初期，短期内难以实现有效投资回报。

2016 年 10 月，公司总经理办公会审议批准了与建信信托有限责任公司（以下简称“建信信托”）合作设立基金管理公司和产业并购投资基金的议案。2016 年 11 月，公司与建信信托签订合作协议，根据该协议，公司与建信信托各出资 1,000 万元设立成都成渝建信股权投资基金管理有限公司（以下简称“成渝建信基金”，注册资本 2,000 万元）。2016 年 12 月，成渝建信基金在成都市高新区注册成立。根据合作协议，公司、建信信托与成渝建信基金将以有限合伙形式共同设立多支产业并购投资基金，并由成渝建信基金作为产业并购投资资金的管理人进行包括债权投资、股权投资等类型的投资。首支产业并购投资基金规模为 25 亿元。其中，公司、建信信托及成渝建信基金将分别按照 19%、80%及 1%的比例认缴出资 4.75 亿元、20 亿元及 0.25 亿元。设立成渝建信基金以及产业并购投资基金将进一步扩大公司的产业投资能力，拓宽新的业务领域，以寻求新的利润增长点。

总体看，公司高速公路运营情况良好，能源销售业务相对稳定，加之融资租赁及基金业务稳步推进，将拓宽公司收入来源，形成新的利润增长点。

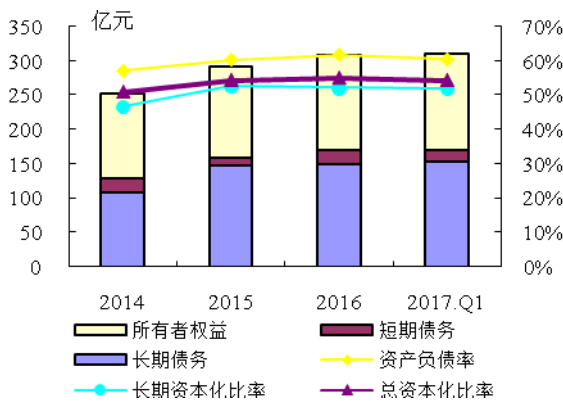
但同时，在国内房地产市场仍持续调控的局面下，房地产业务受经济环境以及宏观政策影响较大，发展前景存在一定不确定性，中诚信证评将对项目投融资进度、后续建设情况保持关注，同时亦将关注公司金融业务的发展状况。

财务分析

下列财务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 2014~2016 年度审计报告，以及未审计的 2017 年一季度财务报告。

资本结构

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

近年随着旗下路产的增加以及业务结构的多元化，公司资产规模及负债规模逐年加大，2016 年末资产总额为 363.79 亿元，同比增长 8.47%；同期负债总额为 224.95 亿元，同比增长 11.12%。所有者权益方面，得益于较好的经营积累，当年末公司所有者权益合计 138.84 亿元，同比增长 4.42%。当期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.84% 和 55.14%，分别较上年增加 1.48 个百分点和 0.61 个百分点。

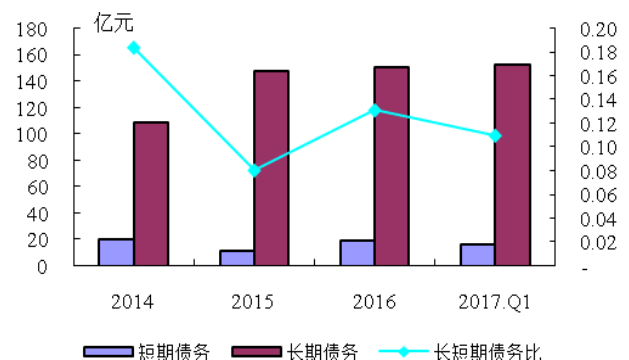
截至 2017 年 3 月末，公司资产总额为 358.40 亿元，负债合计 216.70 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 60.46% 和 54.49%，目前公司负债水平仍处于合理范围之内，但考虑到公司未来路产建设、BT 项目及房地产项目方面资本支出压力较大，负债水平或面临进一步上升压力。

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。2016 年末公司非流动

资产占资产总额的比重为 76.15%，主要为无形资产（250.59 亿元），占非流动资产的比重为 90.46%。公司无形资产主要系公路经营权和土地使用权等，是非流动资产及总资产的重要组成部分，遂广遂西高速公路经营权的增加带动年末无形资产同比增长 6.70%。公司流动资产主要由货币资金（39.61 亿元）、应收账款（6.69 亿元）、存货（23.58 亿元）和一年内到期的非流动资产（8.07 亿元）构成，占流动资产的比重分别为 45.65%、7.71%、27.18% 和 9.30%。其中货币资金主要系银行存款；当年末应收账款余额同比增长 80.98%，主要由于应收关联方建设项目工程款和代建项目工程款增加；存货主要系北城时代项目土地成本及在建北城时代一期项目，余额同比增长 39.31%，主要受房地产项目开发成本和开发产品增加影响；一年内到期的非流动资产同比增长 128.81%，系由于 2016 年应收的融资租赁款增加。

从债务期限结构来看，2016 年公司 10 亿元公司债券的成功发行使得年末总债务上升至 170.67 亿元，同比增长 7.04%；当年末长短期债务比为 0.13 倍，同比增长 62.86%，短期债务占比有所增加，2017 年 3 月末，长短期债务比为 0.11 倍。整体而言，公司以长期债务为主导的债务期限结构与其大资本支出需求较为匹配，短期刚性债务压力可控。

图 4：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，目前公司债务规模适中，负债水平处于合理范围，资本结构较为稳健。但考虑到公司未来仍将面临较大的资本支出压力，负债水平或将呈升高趋势。

盈利能力

2016年,公司建筑施工业务量下滑导致收入规模下降,当年营业总收入为82.66亿元,同比减少13.07%。2017年1~3月,公司实现营业总收入15.40亿元,较上年同期减少6.32%,主要受施工业务量减少影响。营业毛利率方面,2016年公司营业毛利率为26.90%,较上年增长3.30个百分点,主要受益于毛利率较低的建筑施工业务量减少。具体来看,2016年公司收费公路业务毛利率为57.59%,基本较上年持平,且在同行业上市公司中,毛利率水平较高;建筑施工业务毛利率为7.58%,较上年下降0.86个百分点;销售业务毛利率为5.91%,较上年增长0.94个百分点;BT项目毛利率为99.24%,较上年增加0.81个百分点。总体而言,公司传统收费公路业务奠定核心利润来源基础,且随着公司对交建建设股权转让的完成,未来整体盈利能力有望提升。

表 8: 2016 年主要高速公路上市公司盈利能力指标

名称	营业总收入(亿元)	毛利率(%)
四川成渝	82.66	26.90
宁沪高速	92.01	52.57
山东高速	84.61	51.83
深高速	45.32	44.11
福建高速	25.28	65.99
皖通高速	24.99	57.49
楚天高速	12.73	65.04

资料来源:公开资料,中诚信证评整理

期间费用方面,2016年公司新开业加油站使职工薪酬、折旧摊销等费用支出增加,加之房地产业务销售佣金、宣传费等费用增加,全年发生销售费用0.77亿元,同比增长55.10%;2016年公司管理费用为2.28亿元,同比增长14.09%,主要由于职工薪酬及中介费支出增加;当年公司遂广遂西高速开通运营,相关利息支出计入财务费用,使得财务费用较上年增长6.86%,为4.99亿元。2016年,公司三费合计8.04亿元,同比增长12.22%,同期三费收入占比为9.73%,较上年增长2.27个百分点,2017年1~3月因应付利息费用化增加,三费收入占比进一步上升至16.43%。整体来看,公司三费收入占比呈波动上升趋势,期间费用控制能力有待强化。

表 9: 2014~2017.Q1 公司期间费用分析

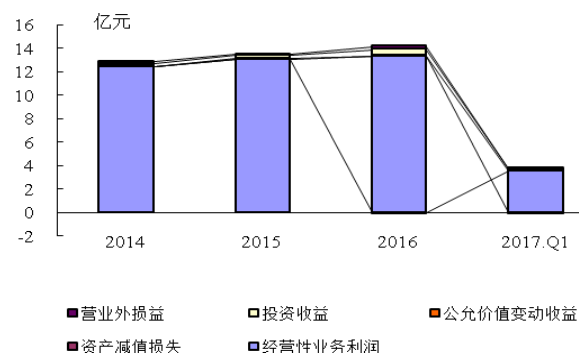
单位:亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.42	0.50	0.77	0.17
管理费用	1.87	2.00	2.28	0.47
财务费用	4.42	4.67	4.99	1.89
三费合计	6.71	7.16	8.04	2.53
三费收入占比	8.08%	7.46%	9.73%	16.43%

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

从利润总额看,公司利润总额主要来源于经营性业务利润,2016年经营性业务利润占利润总额的比重为94.54%。2016年公司营业毛利率上升带动经营性业务利润增长,当年利润总额为14.18亿元,同比增长4.74%,全年实现净利润11.23亿元,同比增长3.63%,整体盈利水平尚可。

图 5: 2014-2017.Q1 公司利润总额构成



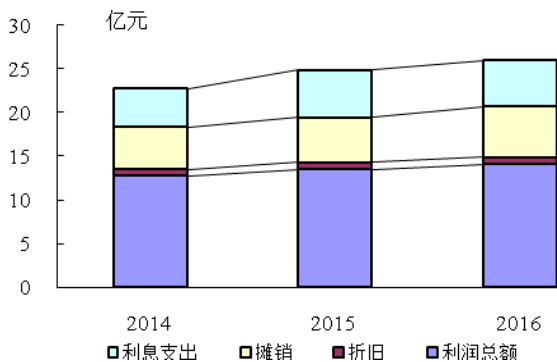
资料来源:公司审计报告,中诚信证评整理

总体来看,2016年受建筑施工业务量下滑影响,公司收入规模下降,但其传统高速公路运营业务盈利能力较强,经营稳定性良好,且随着毛利率较低的公路建设资产的剥离及多元化业务的持续发展,公司整体盈利能力仍存在提升空间。

偿债能力

2016年公司利润总额规模增长,带动EBITDA规模同比增长4.68%,为26.04亿元。从EBITDA对债务本息保障程度来看,当年公司总债务/EBITDA为6.55倍,EBITDA利息倍数为3.22倍,EBITDA对债务利息的保障能力很强。

图 6: 2014~2016 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2016 年公司经营活动现金流量净额为 21.17 亿元, 同比增长 33.10%, 主要得益于融资租赁业务回款增加以及建筑施工业务经营性现金流量净额增加, 同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.12 倍和 2.62 倍, 经营性现金流对债务利息的保障能力很强。

表 10: 2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
长期债务 (亿元)	108.66	147.55	150.87	152.88
总债务 (亿元)	128.66	159.44	170.67	169.68
资产负债率 (%)	57.06	60.36	61.84	60.46
总资本化比率 (%)	50.99	54.53	55.14	54.49
EBITDA (亿元)	22.82	24.88	26.04	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.37	2.94	3.22	-
总债务/EBITDA (X)	5.64	6.41	6.55	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.75	1.88	2.62	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.14	0.10	0.12	0.03

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司资信状况良好, 与多家商业银行建立了长期稳定的合作关系。截至 2016 年 12 月 31 日, 公司获得的银行授信总额合计 250.82 亿元, 其中尚未使用的授信余额为 108.92 亿元, 备用流动性充裕, 财务弹性较好。同时, 作为 A 股上市公司, 资本市场可作为公司重要的筹资来源, 为自身经营和项目投资提供较好的资金支持。

或有负债方面, 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司无对外担保所形成的或有负债风险。

未决诉讼方面, 截至 2016 年末, 公司子公司遂广遂西公司因环境侵权责任纠纷事项作为被告涉及三起诉讼, 要求公司赔偿损失共计约为 6,982

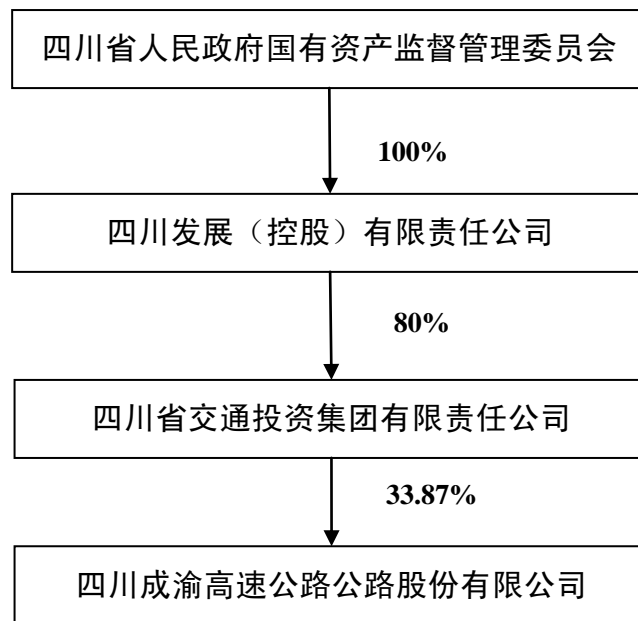
万元, 目前案件尚未审结。另外, 公司子公司交投建设与四川川益鑫公路工程有限公司 (以下简称“益鑫公司”) 发生工程款纠纷, 尚需向益鑫公司支付劳务费 8,012,459 元, 应退还履约保证金 415,000 元、质保金 1,200,000 元, 该案目前尚在审理中。整体而言, 公司未决诉讼涉案金额占净资产比重较小, 对公司偿债能力不构成实质性影响。

总体来看, 公司下属路产运营情况良好, 奠定重要的收入和利润来源基础, 且业务多元化发展稳步推进, 为业务及利润规模寻找新的增长点。同时, 公司财务结构较稳健, 债务压力可控, 盈利及经营性现金流对债务利息提供很强保障, 整体偿债能力极强。

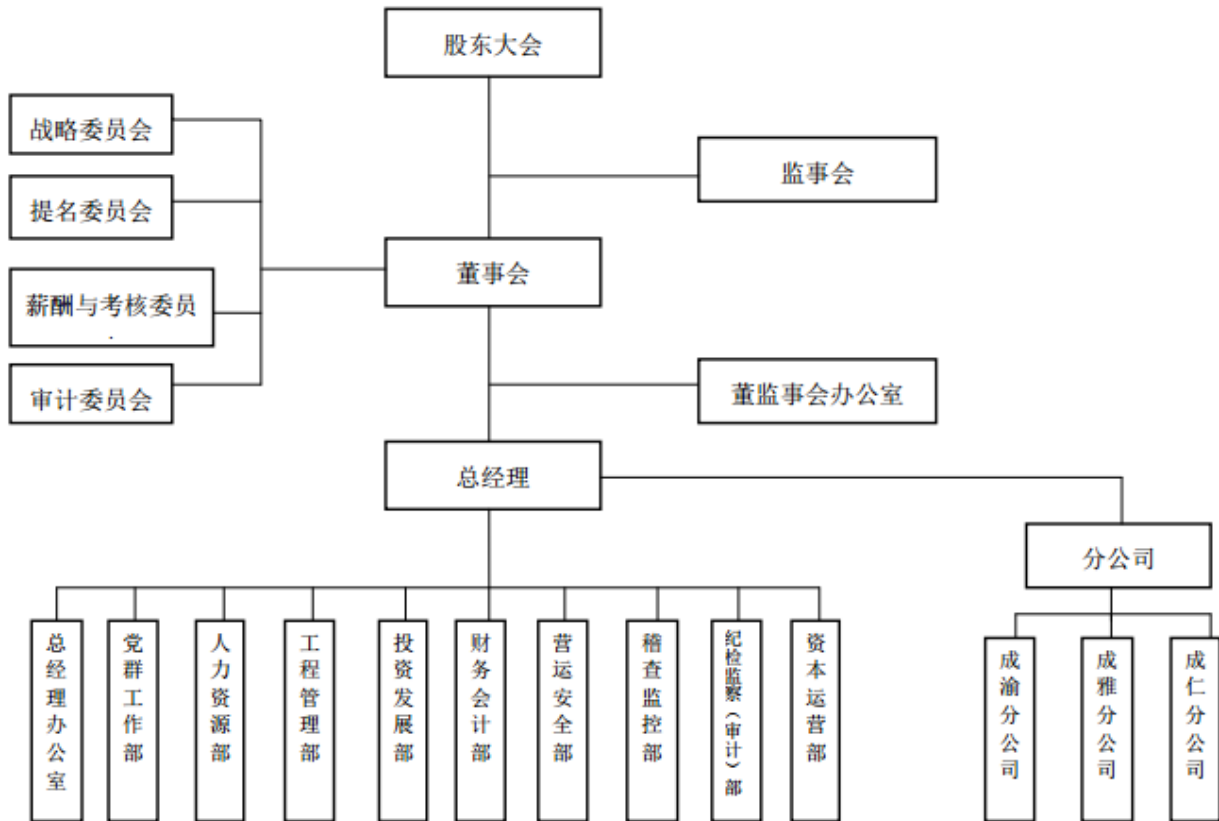
结 论

综上, 中诚信证评维持发行主体四川成渝信用等级为 AAA, 评级展望稳定, 维持“四川成渝高速公路股份有限公司 2016 年公司债券 (第一期)”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（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：四川成渝高速公路股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：四川成渝高速公路股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	375,207.70	320,279.92	396,134.29	323,536.25
应收账款	56,197.51	36,972.45	66,911.61	46,394.13
存货	135,094.32	169,284.15	235,835.09	241,335.25
流动资产	740,486.95	717,984.48	867,702.80	799,536.85
长期投资	23,074.04	52,650.93	55,779.16	58,618.65
固定资产合计	61,241.61	65,374.37	67,900.58	74,039.53
总资产	2,879,913.87	3,354,019.94	3,637,937.75	3,583,983.69
短期债务	200,027.53	118,905.04	198,005.04	168,005.04
长期债务	1,086,620.60	1,475,489.43	1,508,657.91	1,528,754.56
总债务（短期债务+长期债务）	1,286,648.12	1,594,394.47	1,706,662.95	1,696,759.60
总负债	1,643,174.09	2,024,355.41	2,249,534.48	2,166,957.21
所有者权益（含少数股东权益）	1,236,739.78	1,329,664.53	1,388,403.27	1,417,026.48
营业总收入	830,035.58	960,770.09	826,588.57	154,046.35
三费前利润	191,735.38	202,866.50	214,497.87	61,077.33
投资收益	2,490.48	2,917.68	5,238.41	1,522.54
净利润	105,937.46	108,410.68	112,349.71	29,650.84
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	228,221.54	248,786.95	260,437.13	-
经营活动产生现金净流量	186,055.42	159,044.78	211,684.62	12,852.43
投资活动产生现金净流量	-221,201.45	-418,926.53	-141,097.95	-54,813.02
筹资活动产生现金净流量	217,769.53	204,985.06	12,030.81	-30,640.70
现金及现金等价物净增加额	182,558.95	-54,994.49	82,527.11	-72,601.29
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	25.67	23.60	26.90	40.34
所有者权益收益率（%）	8.57	8.15	8.09	8.37*
EBITDA/营业总收入（%）	27.50	25.89	31.51	-
速动比率（X）	1.13	1.04	0.88	0.91
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.10	0.12	0.03*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.93	1.34	1.07	0.31*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.75	1.88	2.62	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.37	2.94	3.22	-
总债务/EBITDA（X）	5.64	6.41	6.55	-
资产负债率（%）	57.06	60.36	61.84	60.46
总资本化比率（%）	50.99	54.53	55.14	54.49
长期资本化比率（%）	46.77	52.60	52.08	51.90

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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
A	受评主体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
BBB	受评主体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
BB	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。