



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪284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

二零一九年五月二十八日

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（2019）

发行主体	四川成渝高速公路股份有限公司		
债券名称	四川成渝高速公路股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）		
债券简称	16 成渝 01		
债券代码	136493.SH		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2016/6/17-2021/6/17		
上次评级时间	2018/5/28		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

基本观点

受核心子公司交投建设工程股份有限公司（以下简称“交投建设”）2017 年股权划转的影响，2018 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”）收入进一步大幅下滑。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，路产通行费收入稳步增长，带动经营性业务利润有所增长，获现能力很强，整体仍保持了极强的信用水平。

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。

概况数据

四川成渝	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	138.84	142.85	148.84
总资产（亿元）	363.79	342.85	362.04
总债务（亿元）	170.67	167.07	175.80
营业总收入（亿元）	82.66	79.84	59.69
营业毛利率（%）	26.90	27.28	37.66
EBITDA（亿元）	26.04	29.32	28.42
所有者权益收益率（%）	8.09	6.78	6.05
资产负债率（%）	61.84	58.34	58.89
总债务/EBITDA（X）	6.55	5.70	6.19
EBITDA 利息倍数（X）	3.22	3.61	3.51

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；其他应付款中的有息债务已调整至短期债务核算。

正 面

- 外部经营环境保持良好。2018 年，四川省实现地区生产总值（GDP）40,678.1 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。区域经济的稳定发展，为省内高速公路运营企业及公司高速公路业务提供良好的外部环境。
- 路产通行费收入稳步增长。公司下属路产地理位置较好，交通需求旺盛，2018 年公司实现通行费收入 35.82 亿元，同比增长 11.04%。
- 获现能力很强。公司高速公路运营良好，业务具备很强的现金获取能力，2018 年实现经营活动净现金流 26.20 亿元，经营活动净现金/利息支出为 3.23 倍，EBITDA 利息保障倍数为 3.51 倍，经营性现金流及盈利对债务本息的保障程度很高。

关 注

- 高速铁路及区域内新建高速公路分流的影响。受高铁分流的影响，我国公路客运量持续下降，2018 年，我国全年完成公路客运量 136.72 亿人，比上年减少 6.15%；2018 年四川省高速公路市州通车总里程达到 7,238 公里，较上年增长 6.13%。

分 析 师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

刘艳美 ymliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月28日

- 面临较大的资本支出压力。公司承担成乐高速公路扩容建设项目，该项目估算总投资为 231.33 亿元，截至 2018 年末已完成投资 14.82 亿元，尚需投资 216.51 亿元。

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。

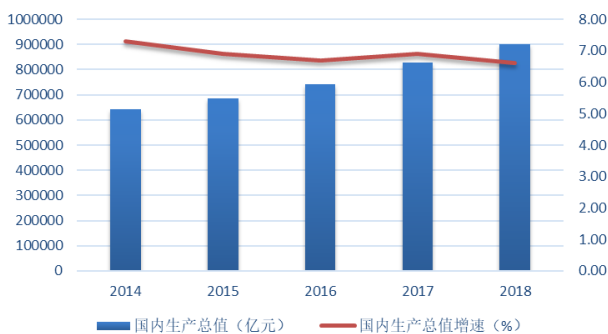
6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

2018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，收费政策进一步优化，均为省内高速公路行业发展提供有效支撑

2018年，我国实现国内生产总值900,309亿元，比上年增长6.6%。其中，第一产业增加值64,734亿元，增长3.5%；第二产业增加值366,001亿元，增长5.8%；第三产业增加值469,575亿元，增长7.6%。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7.2%，第二产业增加值比重为40.7%，第三产业增加值比重为52.2%。总体来看，目前我国经济运行稳中向好，为交通运输业的发展提供良好的外部环境。

图 1：2014~2018 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，受传统汽车行业产能过剩和二手车市场的冲击，2018年我国汽车产业面临较大的压力，产销量均出现下降，全年实现产销量分别为2,780.9万辆和2,808.1万辆，同比分别减少4.2%和2.8%。随着汽车行业和国民经济的发展，全国民用汽车保有量仍实现两位数增长，截至2018年末，全国民用汽车保有量达到24,028万辆（包括三轮汽车和低速货车906万辆），比上年末增长10.5%，其中私人汽车保有量20,730万辆，同比增长10.9%。民用轿车保有量13,451万辆，同比增长10.3%。汽车保有量的显著提升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固定资产投资持续增长，2018年全国交通固定资产投资完成3.22万亿元，其中公路建设固定资产投资完成2.13万亿元；新建公路

里程7.31万公里，高速公路里程0.61万公里。从下游需求角度来看，受高铁分流的影响，我国公路客运量持续下降；但公路货运量受益于经济运行稳中向好。2018年，我国全年完成公路客运量136.72亿人，比上年减少6.15%，旅客周转量9,280.00亿人公里，比上年减少4.97%；完成公路货运量395.69亿吨，同比增长7.32%，货物周转量71,249.00亿吨公里，同比增长6.70%。

从四川省区域经济来看，据国家统计局数据显示，2018年四川省实现地区生产总值（GDP）40,678.1亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值4,426.7亿元，增长3.6%；第二产业增加值15,322.7亿元，增长7.5%；第三产业增加值20,928.7亿元，增长9.4%。三大产业对经济增长的贡献率分别为5.1%、41.4%和53.5%，三大产业结构由上年的11.6：38.7：49.7调整为10.9：37.7：51.4，整体产业结构得以优化。同期，四川省人均地区生产总值48,883元，增长7.4%。

2018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2,817.9亿吨公里，比上年增长9.2%；完成旅客周转量1,802.2亿人公里，增长6.1%。全年公路水路建设完成投资1,590亿元，同比增长6.07%；高速公路实现市州通车总里程达到7,238公里；全省高速公路建成和在建里程超过10,000公里。根据四川省政府出台的《四川省高速公路网规划（2014-2030年）》，至2030年，全省高速公路网总规划里程将达12,000公里，区域内路网效应将不断增强。

建设政策方面，2018年，四川省政府法治部门加快地方立法工作，相继出台《关于规范高速公路项目建设模式创新试点工作的实施意见》、《四川省公路工程施工分包和劳务合作管理实施细则》、《四川省公路水运工程建设项目投诉举报处理办法》、《高速公路服务区服务管理规范》、《收费公路政府与社会资本合作项目前期实施程序》等规范性文件，进一步提高行业管理规范，加快PPP模式推广应用，探索创新多元融资模式，推进交通运输领域投融资体制改革，充分激发高速公路投资市场主体活力和发展潜力。

收费政策方面，2018年12月以来，四川省交通运输厅、发展和改革委员会、财政厅印发《关于对20-30座客车按三类车型收取车辆通行费的通知》、《关于收费公路货车计重收费有关事项的公告》和《关于实施高速公路差异化收费的通知》等一系列收费改革政策，对四川省高速公路运营产生重要影响。客运方面，从2019年1月1日起，四川省对20-30座客车不再执行降类收费政策，恢复为按三类车型收取车辆通行费。货运方面，从2019年1月15日起，四川省不再执行对二轴、三轴正常装载货车计重收费20%的优惠和四轴及四轴以上正常装载货车计重收费30%的优惠，均恢复为按货车计重收费基本费率计算收取车辆通行费；从2019年4月1日起，四川省将对正常装载合法运输的计重收费货车实施差异化收费，具体包括：全省国有全资或控股的53个高速公路路段实施为期1年的普通货车“递远递减”差异化收费，全省高速路网实施为期5年的国际标准集装箱通行费差异化收费（国际标准集装箱运输车辆高速公路通行费优惠30%；进出泸州和宜宾水运港口集装箱运输车辆高速公路通行费优惠60%），全省高速路网实施为期5年的货车ETC卡交费优惠5%。

总体来看，近年来我国国民经济保持平稳发展态势，汽车保有量持续增长，加之四川省交通运输和区域经济相互促进，区域收费政策进一步优化，均为省内高速公路运营企业带来较好的发展机遇。

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，从而对公路形成直接的竞争。2018年全国铁路行业固定资产投资完成8,028亿元，投产新线4,683公里，其中高速铁路4,100公里。截至2018年底，全国铁路营业里程达13.1万公里，其中高速铁路2.9万公里以上。旅客运输方面，2018年国家铁路旅客发送量33.75亿人，增长9.44%，旅客周转量14,147亿人公里，增长5.13%。

2017年，四川省出台《关于印发全省五大经济区2017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6、8、9、11、17、18号线等城市轨道交通项目；同时，积极推进绵阳城市轨道交通等项目前期工作。铁路方面，五大经济区将力争建成成兰铁路、成贵铁路乐山至贵阳段、西成铁路西安至江油段等项目建设，并启动蓉昆高铁成都经天府国际机场至自贡段、成都至西宁铁路、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

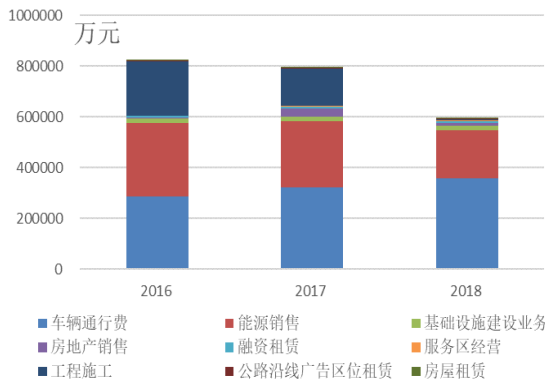
公司主要从事四川省内部分高速公路的投资、建设、经营和管理，同时近年来逐步开拓油品及化工产品销售、基础设施建设业务、房地产等相关业务，丰富自身的收入来源。其中，车辆通行费收入、能源销售收入系公司主要的收入来源。

2018年度，公司实现主营业务收入59.30亿元，同比减少25.35%，主要是2017年公司剥离毛利率较低的公路建设类资产，交投建设自2017年11月起不再纳入公司合并范围，2018年公司工程施工收入同比大幅下降98.05%，此外，公司对化工产品销售种类调整导致化工产品销量减少；但得益于集团辖下高速公路沿线区域经济发展带来的车流量自然增长，以及公司大力实施精细化管理和增收节支措施，集团综合毛利率提升10.38%。

收入构成方面，2018年公司车辆通行费收入35.82亿元，同比增长11.04%，占主营业务收入的60.41%；能源销售收入19.10亿元，同比减少27.12%，占主营业务收入的32.21%；房地产销售收入1.08亿元，同比减少69.28%，占主营业务收入的1.82%，主要是因为房地产项目大部分已于2017年完成交房导致2018年度确认收入金额减少；基础设施建设业务收入1.57亿元，同比增加

5.35%，占主营业务收入的 2.65%。

图 2：2016~2018 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，依托于平稳发展的区域经济以及下属高速路段车流量的总体增长，公司收费公路运营状况持续向好

车辆通行收入系公司最重要的收入和利润来源。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 6 条。截至 2018 年末，公司在四川省内拥有收费高速公路总里程达 743.95 公里，占全省高速公路通车里程的 10.28%。

从通行量情况来看，2018 年公司运营主要路段总体保持稳定。但受省内外部分高速公路通车分流及路网中道路维修引流等因素的影响，公司下辖各条高速公路表现不一。具体来看，2018 年 1 月，成（都）安（岳）渝（重庆）高速四川段开始施行收费，导致部分车辆回流至成渝高速四川段，促使成渝高速四川段车流量增加，2018 年成渝高速四川段日均车流量为 25,045 架次，同比增长 11.87%；成乐高速改扩建导致青龙至眉山试验段限速通行，加之眉山互通立交施工导致眉山站入口关闭，成乐高速车流量增长缓慢，2018 年成乐高速路日均车流量为 35,276 架次，同比增长 2.06%；2016 年 10 月至 2018 年 7 月，成（都）彭（州）高速扩容改造，期间部分车辆分流至城北出口高速，2018 年城北出口高速日均车流量为 58,716 架次，同比增长 10.73%；遂广遂西高速路段车流量自然增长，2018 年日均车流量为 8,723 架次，同比增长 16.00%；2018 年 1

月开通的简（阳）蒲（江）高速零费率运行，其与成雅、成仁高速有效连接，带动成雅、成仁路车流量增加，2018 年 4 月，成都绕城路面启动病害整治施工，成雅高速、成仁高速部分车辆被分流，2018 年成仁高速实现车流量 39,866 架次，同比增长 13.70%；2017 年 12 月，雅（安）康（定）高速开通运行带动成雅高速车流量增加，但成雅高速受成都绕城路面病害整治施工影响较大，导致 2018 年成雅高速实现车流量 40,336 架次，同比减少 0.57%。

通行费收入方面，得益于区域经济的持续发展及高速公路车流量的自然增长等因素，2018 年公司实现车辆通行费收入 35.82 亿元，同比增长 11.04%。从具体构成来看，成渝高速四川段、成雅高速、成仁高速、成乐高速和城北出口高速 2018 年分别实现车辆通行费收入 8.30 亿元、9.17 亿元、8.68 亿元、5.64 亿元和 1.17 亿元，分别占当期通行费收入的 23.17%、25.60%、24.23%、15.75%和 3.27%。2018 年公司遂广遂西高速公路仍处于试运营阶段，当年实现车辆通行费收入 2.86 亿元，占当期通行费收入的 7.98%，未来随着该路段车流量的提升和正式收费标准¹的核定，公司通行费收入有望进一步增长。

¹ 遂广遂西高速 2016 年 10 月通车试运营，前 3 年处于试收费期。

表 1: 2016~2018 年公司下属路产经营情况

路段名称	2016 年		2017 年		2018 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	8.22	22,158	7.93	22,387	8.30	25,045
成雅高速	7.84	37,351	8.49	40,566	9.17	40,336
成乐高速	4.49	32,648	4.80	34,563	5.64	35,276
城北出口高速	0.95	52,422	1.10	53,026	1.17	58,716
成仁高速	6.90	30,444	7.66	35,062	8.68	39,866
遂广遂西高速	0.47	7,725*	2.28	7,520	2.86	8,723

注：遂广遂西高速系 2016 年 10 月开始运营收费；*2016 年全年日均车流量数据为 2016 年 10 月 9 日 0 时至 2016 年 12 月 31 日 24 时的相关数据折算而成。

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，养护成本控制在合理水平。2018 年度，公司绿化成本、灾害抢修成本较上年有较大增长，同时公司以主动保养代替被动维修，增加了对道路的日常养护、路面罩面等投入，导致公路经营成本增加。2018 年公司发生公路养护成本 2.81 亿元，同比增加 35.10%。

表 2: 2016~2018 年公司养护费用支出情况

单位：万元

项目	2016	2017	2018
公路经营成本	8,800.32	13,169.44	18,927.13
公路绿化成本	866.44	824.02	1,307.89
安全通讯监控设施 维护	4,921.84	6,581.56	5,212.89
公路灾害抢修成本	426.14	228.06	2,654.83
合计	15,014.74	20,803.08	28,102.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

路产建设方面，2017 年 8 月 30 日，公司董事会审议通过了《关于投资成都至乐山高速公路扩容建设工程项目及相关事宜的议案》。成乐高速公路扩容建设项目路线全长约 138.4 公里，拟分段实施扩容建设：包括新建成都至青龙场段双向八车道高速公路，里程 41.54 公里；青龙场至乐山辜李坝段通过原路加宽为双向八车道实现扩容改造，里程 85.55 公里（含试验段里程约 28 公里）；新建乐山城区过境复线双向六车道高速公路，里程 11.36 公里。该项目系为公司自建项目，经交通运输部（交规函[2017]586 号）核定该项目估算总投资为 231.33 亿元。项目已于 2016 年底开工，2018 年 5 月成乐扩容建设项目第二绕城高速至辜李坝段初步设计获得交通运输部批复，目前已完成青龙场至

止点设计施工招标工作；截至 2018 年末已完成投资 14.82 亿元，约占该项目估算投资总额 6.4%。公司拟采用项目资本金、车购税交通专项建设资金和国内银行贷款方式筹集建设资金。其中，项目投资估算总额的 25%（约 57.8 亿元）为自筹资本金；其余则通过银行贷款方式筹措；交通运输部拟安排车购税交通专项建设资金作为投资补助，上限为 59.06 亿元（具体金额以交通运输部资金确认函为准，目前资金尚未到位）。2018 年公司成乐高速试验段扩容项目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，公司所需入资金数额较大，未来公司面临一定的资本支出压力。

总体来看，通行费收入系目前公司最稳定的收入和利润来源之一。受益于四川省区域经济的平稳发展及高速路段车流量的增长，公司收费公路运营情况持续向好，但受省内、省际高速公路路网不断完善和高铁分流的影响，为公司带来路网协同效应和路网竞争分流，同时近期省内收费政策的改革将可能对公司主要路段未来车辆通行量和收费价格产生影响，中诚信证评将持续关注路网变化和收费政策对公司收费公路运营的影响。

2018 年，公司基础设施建设业务持续推进，回款情况良好，但当年无新增项目，未来的业务模式和持续性需关注

公司基础设施建设项目原来主要采用 BT 模式，即公司与业主方签订协议，先期垫资进行征地

拆迁及工程建设，竣工后或在建设期由业主方按成本加成 15% 左右的 BT 项目收益回购。目前公司新承接的资阳娇子大道西沿线建设及娇子大道综合整治项目采用 PPP 模式，通过成立项目公司负责具体 PPP 项目的投资、建设、运营和移交。项目总投资为 7.88 亿元，其中政府方出资代表资阳市城乡建设有限公司出资 788 万元，其余资金由社会资本方解决。项目竣工验收后，政府方按照 PPP 协议约定，根据审计决算后的投资金额，在运营维护期内按照中标投资回报率 7% 分期向项目公司支付可用性服务费；同时，项目公司负责项目资产的运营维护，从运营维护期第二年起，政府方结合绩效考核结果，在审计确认项目公司实际运营维护成本的基础上，按照 7% 的利润率向项目公司支付运营维护费。

从项目情况来看，截至 2018 年末，BT 模式下无新增项目，现有 BT 项目已全部完工。BT 项目

实际投资额为 36.03 亿元，已确认的政府回购款为 44.02 亿元，实际已回款 30.97 亿元。PPP 模式下仅一个项目，系 2017 年 5 月承接的资阳娇子大道西沿线建设及娇子大道综合整治项目，该项目属于财政部 PPP 项目库入库项目，其社会资本方包括公司下属子公司四川蜀南投资管理有限公司（投资占比 94.98%）和蜀锐建筑工程有限责任公司（投资占比 0.01%），以及交投建设下属子公司四川交投建设工程股份有限公司（投资占比 0.01%）。根据 PPP 协议，该项目合同合作期为 14 年（含建设期及运营维护期，其中娇子大道西沿线建设子项建设期 2 年、运营维护期 12 年；娇子大道综合整治建设期 1 年、运营维护期 13 年），预算总投资 7.88 亿元（其中娇子大道西沿线建设 5.9 亿元（含征地拆迁费 2.3 亿元）、娇子大道综合整治 1.98 亿元），截至 2018 年末公司已完成投资 4.38 亿元。

表 3：截至 2018 年末公司 BT 项目建设情况

单位：亿元

项目	业务模式	项目状态	预计总投资	已投资	已确认的政府应回购款	实际已回款	建设期
仁宝项目	BT	已完工	13.52	13.91	16.56	15.75	8 个月
仁寿土地挂钩项目*	BT	已完工	2.80	2.52	3.4	2.77	96 个月
西航港项目	BT	已完工	6.16*	3.77	4.08	3.39	18 个月
双流综保项目	BT	已完工	2.8*	1.92	2.36	1.99	18 个月
视高经济开发区项目*	BT	已完工	8.44*	2.67	2.80	2.80	24 个月
资阳城南大道成渝高速接口工程	BT	已完工	1.77*	1.20	1.67	0.96	12 个月
仁寿城区项目	BT	已完工	11.38	10.04	13.15	3.31	36 个月

注：仁寿土地挂钩项目已全部实施完成并进入竣工审计阶段；西航港项目、双流综保项目因征拆费用减少及地方规划调整导致预计总投资金额与完工投资金额差别较大；视高经济开发区项目站华路南段和物流大道因清水地界控规未确定而暂未启动，导致预计总投资金额与完工投资金额差别较大；城南大道项目因前期费用未计入总投资，导致预计总投资金额与完工投资金额差别较大。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入情况来看，2018 年公司 BT 项目确认政府应回购款 4.6 亿元，收到政府回购款 2.87 亿元。

总体来看，2018 年公司无新增基础设施建设项目，存量 BT 项目已全部完工，回款情况良好，在建项目仅有资阳娇子大道西沿线建设及娇子大道综合整治 PPP 项目，需关注公司该业务的持续性。

公司多元化业务发展稳步推进，增强了公司的抗风险能力，但房地产项目未来资金来源及后续建设销售情况值得关注

除上述业务外，公司还从事能源销售、房地产、融资租赁等业务。公司能源销售业务主要系依托公

司已有高速公路，在高速公路沿线经营油品销售业务，以及化工产品销售业务。截至 2018 年末，公司运营加油站合计 32 座，包括成渝高速四川段 12 个加油站、成雅高速 4 个加油站、成仁高速 6 个加油站、成乐高速 2 个加油站、遂广遂西高速公路 6 个加油站、成自泸高速仁寿县下行出口 1 个加油站，以及租赁丹棱县丹雅加油站 1 个。2018 年，公司实现能源化工产品销售收入 19.10 亿元，同比减少 27.12%，其中加油站销售业务收入 16.23 亿元，同比增长 8.93%，主要因为 2018 年油品零售价格上涨；石油化工产品销售收入 2.88 亿元，同比减少 74.58%，主要因 2018 年公司继续对石油化工产品

种类有所调整，逐步减小规模所致。

公司房地产业务主要由下属子公司仁寿交置地有限公司（以下简称“仁寿置地公司”）和蜀鸿置业负责。截至 2018 年末，公司已完工房地产项目为北城时代（一期），在建房地产项目为北城时代（二期）项目。2018 年，公司房地产项目实现营业收入 1.08 亿元，较上年下降 69.25%，主要因北城时代（一期）1-5 栋大部分房源已于 2017 年移交，本年交房数量同比减少，故收入较上年大幅度降低。北城时代（一期）于 2015 年下半年正式预售，截至 2018 年末累计实现销售收入 4.87 亿元，剩余存货账面价值 1.44 亿元，包括车位 1,250 个、商铺 17,220.04 平方米，目前车库及商铺尚未开始销售，预计于 2019 年内陆续开始对外销售实现资金回笼，按照商铺销售均价 12,300 元/平方米、车位销售均价 60,000 元/个预测，预计剩余车位和商铺还可实现销售收入 2.87 亿元，中诚信证评将持续关注后续实际的销售情况及盈利情况。

北城时代（二期）项目预计总投资 36.09 亿元，截至 2018 年末已完成投资 4.93 亿元，2018 年实现预售收入 3.74 亿元。2019 年计划投资 5 亿元，2019 年预计实现预售收入 17.57 亿元，其中住宅预售面积为 185,030.71 平方米，预计销售均价 7,500 元/平方米；商铺预售面积为 19,018.74 平方米，预计销售均价为 13,000 元/平方米；车位预售 2,033 个，预计销售均价 60,000 元/个。

土地储备方面，2018 年无新增储备用地。截至 2018 年末，仁寿置地北城时代项目未开发土地面积 437.34 亩，账面价值 11.59 亿元；蜀鸿置业拥有 1 宗项目储备用地，位于仁寿县珠嘉乡响水村，总面积 13.96 亩，用地类型为商务金融用地，土地出让金总计 0.09 亿元，已全部缴清。北城时代（二期）部分土地（59.64 亩）由于拆迁受阻，公司尚未全都缴清土地出让金，目前并未取得土地证，已支付保证金及土地交易费 1.48 亿元暂计入预付款项。

公司融资租赁业务收入主要来自子公司成渝融资租赁有限公司（以下简称“成渝租赁公司”）。2018 年，成渝租赁公司实际投放项目 14 个，投放金额 8.23 亿元，合并范围内公司实现租赁业务收入

8,812.01 万元，较上年增长 31.65%。

总体来看，四川成渝作为四川省重要的高速公路建设投融资主体，目前已形成了多元化的业务格局，在当地具有较为重要的战略地位，但中诚信证评关注到公司工程施工业务缩减对其收入规模造成了一定的影响。

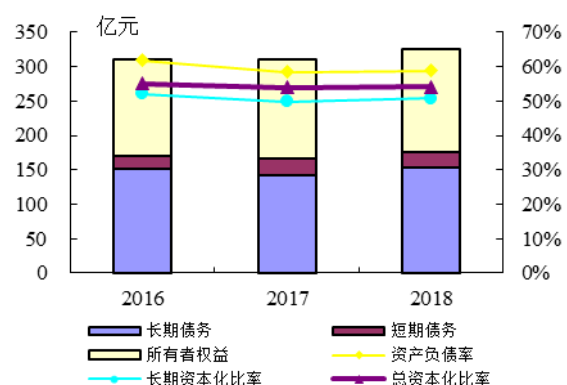
财务分析

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 2016 年、2017 年和 2018 年度审计报告，以下数据均为合并口径。

资本结构

2018 年公司主要业务板块平稳运行，资产规模呈现稳定增长态势，年末资产总额 362.04 亿元，较上年同期增长 5.60%。同期末，公司负债合计 213.19 亿元，同比增长 6.60%，主要是长期借款和房地产项目预收款金额的增加所致。自有资本方面，2018 年末所有者权益合计 148.84 亿元，同比增长 4.20%，主要是盈余公积和未分配利润金额的增加。财务杠杆方面，2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.89% 和 54.15%，较上年分别小幅上升 0.55 个百分点和 0.24 个百分点，仍处于合理水平。

图 3：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产方面，2018 年公司资产依然以非流动资产为主，当年末公司非流动资产余额 286.96 亿元，较上年末增长 1.62%，占资产总额的 79.26%，主要由无形资产、长期应收款构成。截至 2018 年末，公司无形资产余额为 249.38 亿元，主要系高速公路收费权，较上年基本持平，主要是将成乐高速扩容

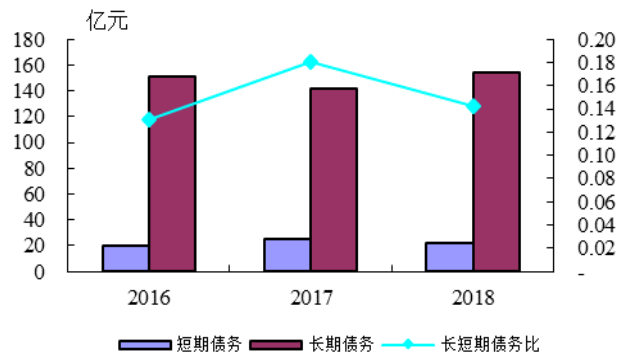
BOT 项目已发生的建筑安装工程和土地征地拆迁费用确认为无形资产，且金额与 2018 年无形资产摊销金额相抵；公司长期应收款由上年末的 19.83 亿元减少至 14.69 亿元，主要是应收融资租赁款和 BT 项目回购款，大幅减少系将一年内到期的长期应收款重分类至一年内到期的非流动资产所致。

当期，公司流动资产余额 75.08 亿元，较上年末增加 24.18%，主要是货币资金和一年内到期的非流动资产增加所致。其中，货币资金由 28.01 亿元增加至 36.74 亿元，主要是经营性付现成本减少所致；一年内到期的非流动资产由上年末 6.88 亿元增加至 11.72 亿元，主要是将一年内到期的长期应收款重分类至一年内到期的非流动资产所致；2018 年末公司存货 18.31 亿元，与上年末基本持平，主要为房地产土地储备、北城时代二期在建项目和北城时代一期完工项目。

负债方面，2018 年末公司负债以非流动负债为主，当年末公司非流动负债余额 159.58 亿元，较上年末增加 10.99%，占负债总额的 74.08%，主要由长期借款和应付债券构成。2018 年末，公司长期借款余额为 131.83 亿元，较上年末增加 13.19%，借款利率在 4.28%-6.18% 之间；应付债券余额 22 亿元，较上年末下降 12%。2018 年末，公司流动负债余额 53.61 亿元，较上年末下降 4.64%，主要系本年度偿还了一年内到期的长期借款、中期票据，使得一年内到期的非流动负债由上年末的 21.10 亿元减至 10.25 亿元。此外，同期，公司短期借款由上年末 4.5 亿元增至 11.5 亿元，借款利率在 3.73%-5.21% 之间；应付账款由上年末的 15.14 亿元增至 17.38 亿元。

从有息债务的情况来看，如前所述，公司 2018 年尽管偿还了一年内到期的长期借款、中期票据，但同时增加了较多的长期借款，故当年有息债务规模总体有所增加。2018 年末公司总债务规模为 175.80 亿元，较上年增加 5.23%，其中长期债务 153.83 亿元，短期债务 21.98 亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2017 年末的 0.18 倍减至 2018 年末的 0.14 倍。整体而言，公司以长期债务为主导的债务期限结构符合其业务发展需要。

图 4：2016~2018 年末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

到期债务方面，公司 2019 年至 2022 年到期债务余额分别为 21.98 亿元、28.26 亿元、31.14 亿元和 6.73 亿元，2023 年及以后到期债务余额 87.69 亿元，短期偿还压力相对较大。

表 4：截至 2018 年末公司债务到期分布情况

单位：亿元

	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
到期债务	21.98	28.26	31.14	6.73	87.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，得益于收费公路主业的稳健运营，公司自有资本实力不断增强，2018 年负债水平仍处于适中水平，长短期债务比进一步下降，债务期限结构较为合理，但短期偿债压力仍较大。

盈利能力

如前所述，公司主营业务收入主要来自车辆通行费收入、能源销售收入。2018 年度，全年实现主营业务收入 59.30 亿元，同比减少 25.35%，主要是 2017 年公司剥离毛利率较低的公路建设类资产，交投建设自 2017 年 11 月起不再纳入公司合并范围，2018 年公司工程施工收入同比大幅下降 98.05%，此外，公司对化工产品销售种类调整导致化工产品销量减少。

毛利率方面，2018 年公司主营业务毛利率为 38.15%，较上年增加 10.56 个百分点，主要系毛利率较高的车辆通行费收入在主营业务收入中占比由 40.62% 提高至 60.41%。分业务板块来看，2018 年，公司车辆通行业务毛利率为 50.59%，比上年减少 0.53 个百分点，主要由于公路经营权摊销的增加，以及路面罩面工程、设施设备维护、公路灾害预防抢修等成本的增加；能源销售业务毛利率为

9.76%，较上年增加 2.67%，主要系子公司调整经营策略，在减小规模的同时重点发展优质业务；房地产销售收入毛利率为 17.47%，较上年增加 2.49%；

BT 业务主要系公司按照净额确认收入，故毛利率较高，由于双流仁宝项目 2018 年全部完成审计，冲回多计成本，导致 2018 年毛利率为 103.13%。

表 5：2016 年~2018 年公司主营业务收入及毛利率构成情况

单位：万元

项目	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
车辆通行费	288,812.06	57.59%	322,613.74	51.12%	358,234.61	50.59%
工程施工	213,940.26	7.58%	148,007.82	6.21%	2,889.53	-4.5%
公路沿线广告区位租赁	2,206.09	62.43%	1,926.74	49.87%	1,836.78	55.26%
房屋租赁	172.73	49.84%	197.55	67.64%	186.64	62.85%
融资租赁	5,990.44	65.51%	6,693.68	67.21%	8,812.01	72.83%
服务区经营	2,240.79	21.87%	2,814.88	28.67%	3,485.71	23.48%
能源销售	289,210.54	5.79%	262,102.85	7.09%	191,020.75	9.76%
BT 工程项目收入	17,204.05	99.24%	14,927.05	98.97%	15,725.57	103.13%
房地产销售收入	2,946.59	13.02%	35,011.14	14.98%	10,764.96	17.47%
合计	822,723.55	27.06%	794,295.45	27.59%	592,956.56	38.15%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年，公司期间费用较上年小幅下降。具体来看，2018 年公司销售费用 0.84 亿元，同比增长 2.44%，主要是广告宣传及中介费用、维护修理费用增加导致；2018 年公司管理费用为 2.46 亿元，同比减少 1.44%，主要系交投建设不再纳入合并范围所致；2018 年财务费用为 7.45 亿元，同比减少 2.61%，主要因公司 2018 年度偿还利率较高的借款，新增借款利率较低。2018 年公司期间费用合计 10.75 亿元，同比减少 1.92%，同期期间费用收入占比为 18.01%，较上年增长 4.22 个百分点。整体来看，公司费用收入占比呈持续上升趋势，期间费用控制能力有待强化。

表 6：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元

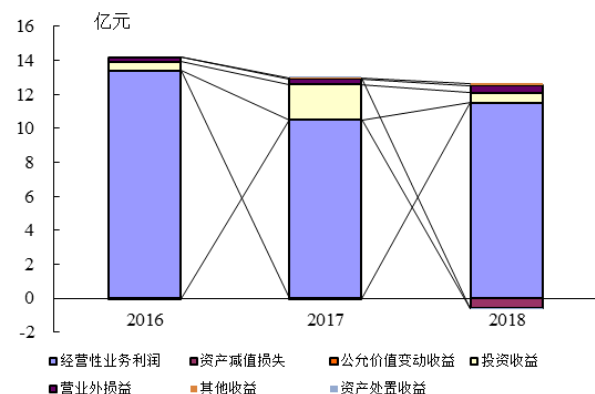
	2016	2017	2018
销售费用	0.77	0.82	0.84
管理费用	2.28	2.50	2.46
财务费用	4.99	7.65	7.45
期间费用合计	8.04	10.96	10.75
营业总收入	82.66	79.84	59.69
费用收入占比	9.73%	13.73%	18.01%

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和投资收益，2018 年公司的利润总额为 12.05 亿元，同比下降 7.16%，主要是投资收益大

幅下降所致。具体来看，在车辆通行费收入的带动下，2018 年公司经营性业务利润为 11.50 亿元，同比增长 9.47%，占利润总额的比重为 95.41%；2018 年公司投资收益 0.6 亿元，同比减少 70.54%，占利润总额的比重为 5.01%，主要是上期划转交投建设股权导致投资收益金额较大，不具有持续性。

图 5：2016~2018 年公司利润总额构成



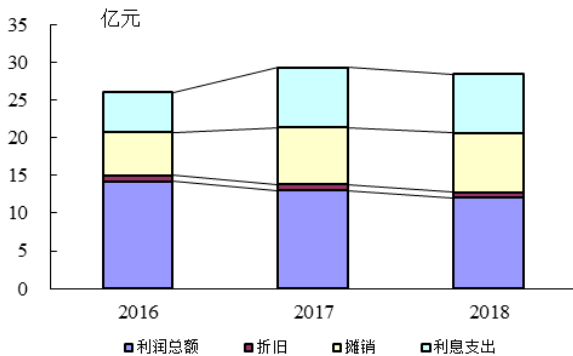
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，因 2018 年交投建设不再纳入合并范围和能源销售业务下滑的影响，公司收入规模大幅度下降，但在收费公路主业良性发展的带动下，公司主营业务毛利率依然实现了大幅提升，经营性业务利润稳步增长，盈利能力较强。

偿债能力

从获现能力来看，公司利润总额、利息支出、折旧和摊销系 EBITDA 的主要组成部分。2018 年，公司 EBITDA 为 28.42 亿元，同比减少 3.07%，主要因 2018 年公司的利润总额减少 7.16%。从 EBITDA 对债务本息保障程度来看，当年公司总债务/EBITDA 为 6.19 倍，EBITDA 利息倍数为 3.51 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力依然较好。

图 6: 2016~2018 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，公司以高速公路、能源销售为主业，现金回笼能力总体较强。2018 年，公司经营性净现金流为 26.20 亿元，较上期增长 47.89%。

表 7: 2016~2018 年公司偿债能力分析

项目	2016	2017	2018
长期债务 (亿元)	150.87	141.47	153.83
总债务 (亿元)	170.67	167.07	175.80
资产负债率 (%)	61.84	58.34	58.89
总资本化比率 (%)	55.14	53.91	54.15
EBITDA (亿元)	26.04	29.32	28.42
EBITDA 利息倍数 (X)	3.22	3.61	3.51
总债务/EBITDA (X)	6.55	5.70	6.19
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.62	2.19	3.23
经营活动净现金/总债务 (X)	0.12	0.11	0.15

注：其他应付款中的有息债务已调整至短期债务核算。

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 2018 年末，公司获得的银行授信总额合计 285.06 亿元，其中尚未使用的授信余额为 135.08 亿元，备用流动性充裕，财务弹性较好。同时，作为 A+H 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 2018 年末，公司无对外担保所形成的或有负债风险。

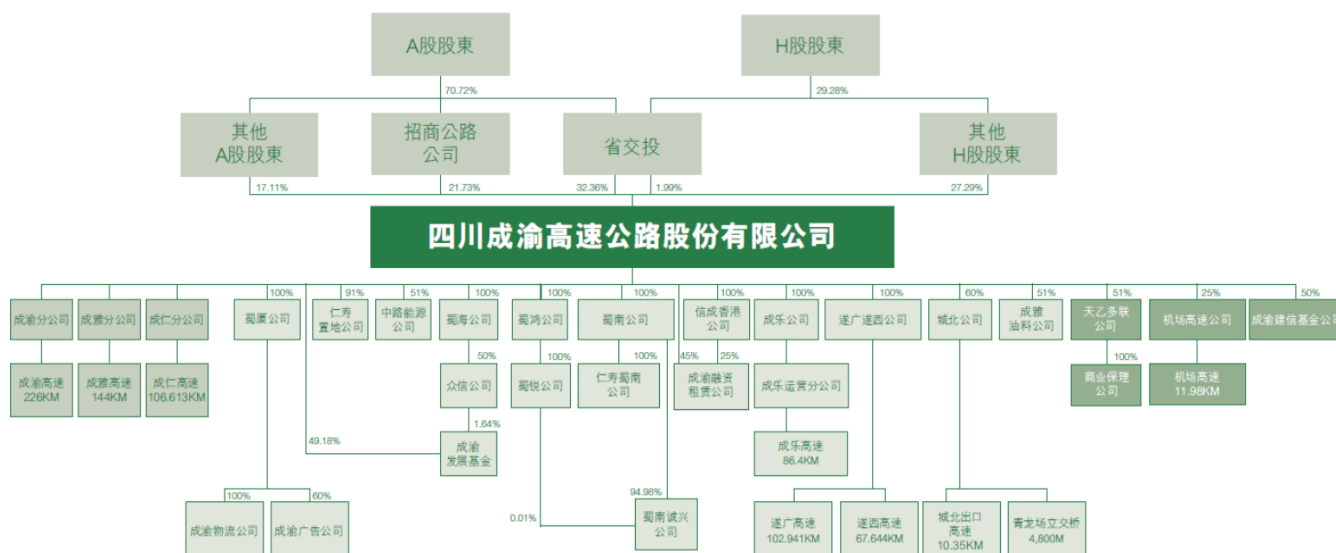
受限资产方面，截至 2018 年末，公司因保证金而受限货币资金余额 0.16 亿元，同时将账面价值 186.87 亿元高速公路收费权（占公司全部控股高速公路收费权账面价值的 76.27%）、3.61 亿元存货、2.54 亿元应收融资租赁款抵质押给多家银行以获得银行借款。上述受限资产占当期公司总资产的比例为 53.36%。

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，且业务多元化发展增强了公司的抗风险能力。同时，公司财务结构较稳健，盈利及经营性现金流对债务本息的偿还提供很强保障，整体偿债能力极强。

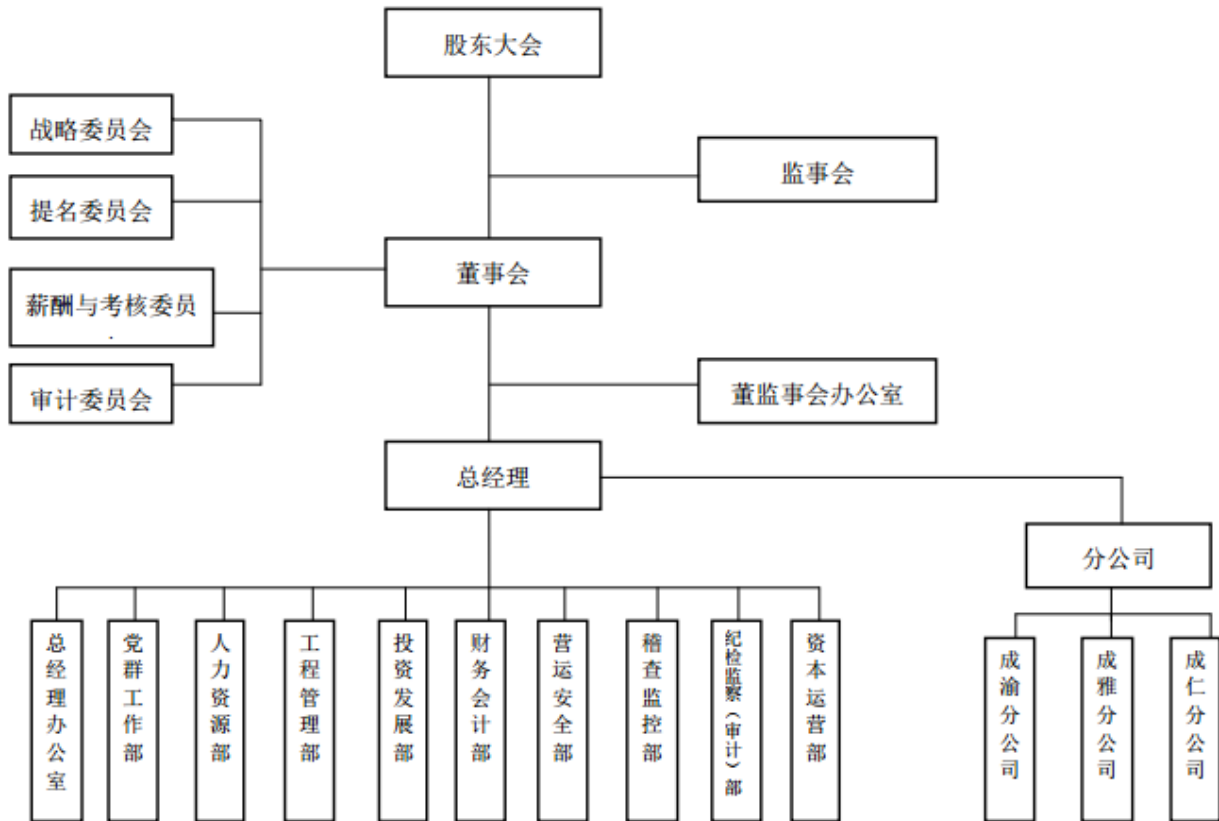
结论

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 2018 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 2018 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）	2016	2017	2018
货币资金	396,134.29	280,114.67	367,367.83
应收账款	66,911.61	20,524.73	19,133.80
存货	235,835.09	185,451.46	183,051.93
流动资产	867,702.80	604,575.18	750,789.88
长期投资	55,779.16	63,447.97	132,465.91
固定资产	63,181.89	51,090.20	49,343.01
总资产	3,637,937.75	3,428,471.74	3,620,381.68
短期债务	198,005.04	256,005.04	219,771.02
长期债务	1,508,657.91	1,414,709.69	1,538,267.34
总债务（短期债务+长期债务）	1,706,662.95	1,670,714.73	1,758,038.36
总负债	2,249,534.48	2,000,000.45	2,131,941.76
所有者权益（含少数股东权益）	1,388,403.27	1,428,471.29	1,488,439.92
营业总收入	826,588.57	798,436.42	596,901.75
期间费用前利润	214,497.87	214,655.32	222,505.79
投资收益	5,238.41	20,487.76	6,035.85
净利润	112,349.71	96,893.53	90,080.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	260,437.13	293,197.42	284,234.11
经营活动产生现金净流量	211,684.62	178,008.66	261,962.58
投资活动产生现金净流量	-141,097.95	-157,301.83	-128,129.08
筹资活动产生现金净流量	12,030.81	-138,085.02	-39,775.27
现金及现金等价物净增加额	82,527.11	-117,362.57	93,816.77
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	26.90	27.28	37.66
所有者权益收益率（%）	8.09	6.78	6.05
EBITDA/营业总收入（%）	31.51	36.72	47.62
速动比率（X）	0.88	0.75	1.06
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.11	0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	1.07	0.70	1.19
经营活动净现金/利息支出（X）	2.62	2.19	3.23
EBITDA 利息倍数（X）	3.22	3.61	3.51
总债务/EBITDA（X）	6.55	5.70	6.19
资产负债率（%）	61.84	58.34	58.89
总资本化比率（%）	55.14	53.91	54.15
长期资本化比率（%）	52.08	49.76	50.82

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；其他应付款中的有息债务已调整至短期债务核算。

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

期间费用前利润 = 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

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用) / 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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。