

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2024】0149号

## 四川成渝高速公路股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“四川成渝高速公路股份有限公司2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年五月十日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年5月10日至2025年5月9日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年5月10日

四川成渝高速公路股份有限公司  
2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2024/5/10	葛新景	刘星住

## 主体概况

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”）主要从事高速公路项目投资、建设、运营和管理业务。控股股东为蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”），实际控制人为四川省人民政府国有资产监督管理委员会。

## 债项概况

**发行金额：**不超过人民币 20.00 亿元（含）  
**发行期限：**5 年期债券，第 3 年末附发行人赎回选择权、票面利率调整选择权及投资者回售选择权  
**偿还方式：**单利按年付息，到期一次性还本金  
**募集资金用途：**偿还到期债务

## 评级模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	收费高速公路里程	15.00	6.82
	通行费收入	10.00	4.54
市场地位	区域经济环境	10.00	10.00
	企业竞争地位	10.00	8.00
	路产质量	10.00	10.00
盈利能力	EBITDA 利润率	7.50	2.81
	净资产收益率	7.50	6.14
债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	6.94
	全部债务/EBITDA	10.00	6.34
	经营现金流动负债	10.00	8.45
调整因素			无
个体信用状况			aa
外部支持			+2
评级模型结果			AAA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

## 评级观点

四川省经济实力持续增强，为公司主营业务发展提供了良好的外部环境；公司运营高速公路约 858 公里，相关公路重要性较高，省内市场竞争力强；公司运营里程将继续增加，推动收入和利润规模持续增长；公司销售业务依托已有的高速公路展开，对营业收入及利润形成有益补充。

同时东方金诚关注到，公司受限资产比例高，资产流动性较弱；在建项目尚需投资规模大，债务负担加重。

外部支持方面，公司控股股东蜀道集团是四川省重要的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，占四川省高速公路通车里程的比例达 70% 以上，在四川省内交通运营领域具有垄断优势；公司作为蜀道集团下属重要的 A+H 股上市大型交通基础建设企业，公司在债务担保、项目资源、业务扩展等方面得到股东的支持，预计未来控股股东对公司的支持意愿很强。

综合分析，公司偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

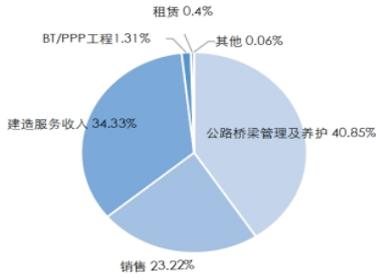
## 同业比较

项目	四川成渝	河南中原高速公路股份有限公司	深圳高速公路股份有限公司	江西赣粤高速公路股份有限公司
资产总额（亿元）	576.59	500.61	675.07	358.69
营业总收入（亿元）	116.52	57.03	92.95	74.92
毛利率（%）	25.15	41.76	36.00	31.97
利润总额（亿元）	15.65	11.03	29.16	16.82
资产负债率（%）	71.08	70.51	58.53	45.57
经营现金流动负债比（%）	51.36	32.72	20.65	22.55

注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定。  
数据来源：各企业公开披露的 2023 年数据，东方金诚整理

主要指标及依据

2023 年收入构成



公司有息债务情况 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额(亿元)	407.29	402.57	576.59	589.57
所有者权益(亿元)	184.48	187.21	166.73	170.85
全部债务(亿元)	198.34	191.61	376.58	389.84
营业总收入(亿元)	90.95	99.08	116.52	20.12
利润总额(亿元)	22.83	10.84	15.65	4.92
经营性净现金流(亿元)	15.75	20.09	32.30	7.99
营业利润率(%)	24.84	17.88	24.90	40.87
资产负债率(%)	54.70	53.50	71.08	71.02
流动比率(%)	192.81	101.99	65.60	90.35
全部债务/EBITDA(倍)	5.18	7.71	10.09	-
EBITDA 利息倍数(倍)	4.82	3.47	2.70	-

注: 数据来源于公司 2021~2023 年经审计的合并财务报告, 2024 年 1~3 月数据未经审计。

优势

- 四川省为承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点和交通走廊和交通强国试点省份, 近年经济实力持续增强, 为公司主营业务发展提供了良好的外部环境;
- 公司是四川省重要的交通基础设施投资建设运营和管理主体, 运营高速公路约 858 公里, 所辖路产包括四川与重庆、贵州、云南的出省通道以及连通成都与省内重要城市的区域通道, 相关公路重要性较高, 省内市场竞争力强;
- 2023 年公司新增成都第二绕城高速公路西段路段, 未来随着成乐高速和天邛高速完工, 公司运营里程将继续增加, 推动收入和利润规模保持增长;
- 公司销售业务依托已有的高速公路展开, 收入主要来源于加油站业务、油品直销及 LNG 销售, 对营业收入及利润形成有益补充;
- 控股股东蜀道集团是四川省重要的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体, 公司作为蜀道集团下属重要的 A+H 股上市大型交通基础设施建设企业, 将在债务担保、项目资源、业务扩展等方面得到股东的大力支持。

关注

- 截至 2023 年末, 公司受限资产占资产总额比重为 82.97%, 为净资产 2.87 倍, 受限比例高, 资产流动性较弱;
- 公司在建项目尚需投资规模较大, 对外部融资依赖较强, 存在一定资金支出压力; 随着蓉城二绕公司纳入合并范围及存量高速贷款的增加, 2023 年公司有息债务规模大幅增加, 债务负担加重。

评级展望

评级展望为稳定。公司是蜀道集团下属重要的 A+H 股上市大型交通基础设施建设企业, 运营里程占全省高速公路通车里程约 8.75%, 随着在建路产的完工并通车, 高速公路通行费收入预计增长, 公司获利水平将保持平稳。

评级方法及模型

《高速公路企业信用评级方法及模型 (RTFC023202403)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA	AAA	2022.4.12	葛新景、薛梅、汪欢	《东方金诚高速公路企业信用评级方法及模型 (RTFC023201907)》	<a href="#">阅读原文</a>
AAA	AAA	2023.6.25	葛新景、薛梅	《高速公路企业信用评级方法及模型 (RTFC023202208)》	<a href="#">阅读原文</a>

注: 自 2021 年 5 月 11 日 (首次评级), 四川成渝主体信用等级未发生变化, 均为 AAA/稳定

## 主体概况

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”）主营业务以高速公路为主，同时实施与主营业务相关的多元化经营，涉及公路桥梁管理及养护业务、销售业务、建造服务收入、BT/PPP 工程业务等。公司控股股东为蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”），四川省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“四川省国资委”）为公司实际控制人。

四川成渝于 1997 年 8 月由四川高速公路建设开发集团有限公司（以下简称“川高公司”）发起设立，初始注册资本 16.63 亿元。1997 年 10 月，公司在香港联合交易所上市（股票代码为 00107.HK，股票简称“四川成渝”），注册资本变更为 25.58 亿元。2009 年 7 月，公司在上海证券交易所上市（股票代码为 600107.SH，股票简称“四川成渝”），注册资本变更为 30.58 亿元。2011 年 3 月，川高公司持有公司的全部股权被划拨至四川省交通投资集团有限责任公司（以下简称“四川交投”），四川交投成为公司控股股东。2021 年 5 月 28 日，蜀道集团与四川交投、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”）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》，根据协议约定，自 2021 年 5 月 28 日（含当日）起，四川交投与四川铁投于新设合并前的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质以及其他一切权利与义务，由蜀道集团承继、承接或享有；四川交投与四川铁投于新设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。公司控股股东由四川交投变更为蜀道集团，蜀道集团控股股东为四川发展（控股）有限责任公司，最终实际控制人仍为四川省国资委。截至 2023 年末，蜀道集团持有公司 39.86% 的股份，尚未完成中国证券登记结算有限责任公司的过户程序。

四川成渝主营业务为公路桥梁管理及养护业务，同时实施与主营业务相关的多元化经营，涉及销售业务、建造服务收入、BT/PPP 工程业务等。2021 年，公司将持有的仁寿交投置地有限公司（以下简称“仁寿置地公司”）股份和成都蜀鸿置业有限公司（以下简称“蜀鸿置业”）物业资产转让，房地产业务剥离。2022 年，公司将蜀道融资租赁(深圳)有限公司（以下简称“蜀道租赁”）转让至关联方蜀道资本控股集团有限公司，自 2023 年开始公司无存续融资租赁类业务。公司所辖路产包括四川与重庆、贵州、云南的出省通道以及连通成都与省内重要城市的区域通道，路产质量优良，截至 2023 年末，公司控股的已建成通车高速公路路产里程为 8 条，合计里程约 858 公里，占四川全省高速公路通车总里程约 8.75%。

截至 2024 年 3 月末，四川成渝资产总额 589.57 亿元，所有者权益 170.85 亿元，资产负债率为 71.02%。2023 年和 2024 年 1~3 月公司分别实现营业总收入 116.52 亿元和 20.12 亿元，利润总额分别为 15.65 和 4.92 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本（股本）均为 30.58 亿元。

## 债券概况及募集资金用途

### 债券概况

公司拟发行“四川成渝高速公路股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券

（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行总额不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），本期债券为 5 年期债券，第 3 年末附发行人赎回选择权、票面利率调整选择权及投资者回售选择权。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行，采用固定利率形式，单利计息，付息频率为按年付息，到期一次性偿还本金。本期债券不设定增信措施。

### 募集资金用途

本期债券募集资金 20 亿元拟用于偿还到期债务。

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

#### 一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

**2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大**

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长

期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

## 行业及区域经济环境

公司收入和利润主要来源于高速公路运营业务，属于高速公路行业。

### 高速公路行业

随着国内居民的出行能力充足且持续提升、国内工业生产增速延续修复态势，高速公路行业保持良好发展态势，“十四五规划”明确提出加快建设交通强国，预计将进一步促进我国高速公路行业的发展

近年来我国高速公路行业保持良好发展态势，通车总里程、通行费收入及投资额等主要指标持续增长。随着“71118”国家高速公路网的基本建成，我国高速公路的建设速度整体趋势放缓。目前中国高速公路行业完善建设重点集中在中西部，东部高速逐渐迈入优化和扩容建设时期。截至2022年末，我国高速公路通车总里程达17.7万公里，高速公路通车里程仍稳居世界首位。2023年1~6月，全国新开工高速公路和普通国省干线公路项目170个、建设里程达5750公里，项目总投资3626亿元，预计高速公路通车里程将保持低速增长。未来一段时期内，我国将继续推进高速公路待贯通路段和瓶颈路段的扩容改造，高速公路建设投资仍将维持较大规模。

图表 1 近年来我国高速公路通车里程及增速



图表 2 近年来我国公路建设投资额及增速



数据来源：交通运输部，东方金诚整理

高速公路的通行费收入主要由货车及私家车通行费收入组成，通行主要受出行能力以及出行意愿两方面因素影响。出行能力方面，2023年末全国民用汽车保有量33618万辆，同比增加1715万辆，其中私人汽车保有量29427万辆，同比增加1554万辆。2023年末民用轿车保有量18668万辆，增加928万辆，其中私人轿车保有量17541万辆，增加856万辆。同时，我国汽车驾驶人数量逐年增长，2023年末达到5.23亿人，同比增长4.18%，居民的出行能力充足且持续提升。出行意愿方面，2023年，我国公路客运量及公路旅客周转量分别为45.73亿人和3517.58亿人公里，同比分别增长28.94%和46.11%。展望2024年，我国经济有望延续温和回

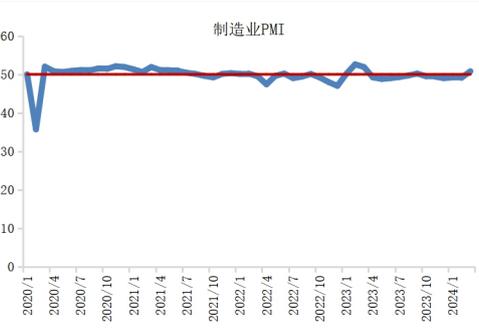
升态势，居民小型客车出行能力充足且持续提升，高速公路客运需求恢复具备持续性。

货运方面，高速公路货物种类分散，与绝大部分工业领域密切相关，货运需求量变化与整体工业发展状况紧密相关。2023年，我国公路货运量和公路货物周转量分别为403.37亿吨和73950.21亿吨公里，同比分别增加8.75%和6.92%，全国规模以上工业增加值累计同比增长4.60%。

图表3 近年来我国货运量与工业增加值增速 (%)



图表4 近年来我国 PMI 变化 (%)



数据来源：iFinD，东方金诚整理

从 PMI 指数来看，2023 年随着经济社会全面恢复常态化运行，市场需求明显改善。1 月制造业 PMI 数据大幅回升并重返荣枯平衡线上方；但实体经济增长内生动力并不强，经济全面系统恢复的基础还不牢固，市场需求较为疲弱，

2021 年 2 月 24 日，中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》指明了中国立体交通到 2035 年的发展目标，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。2021 年 3 月，《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出，加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。在明确建立国家综合立体交通网及交通强国战略的背景下，高速公路行业未来保持较大的发展空间。

**高速公路行业具有投资规模大、回收周期长的特征，行业内企业资产负债率相对较高，债务负担较重，地方政府的支持和财政实力是其业务发展的重要保障**

高速公路属于重资产行业，行业前期投资规模较大、投资回报期限较长，我国高速公路建设普遍采取的投资方式是国家投资、地方筹资、社会融资相结合的多渠道、多层次、多元化公路建设投融资方式。2023 年以来交通基础设施建设投资规模仍高位运行，2023 年 1~11 月，我国公路建设固定资产投资达 2.65 万亿元，同比增长 1.2%，增速较去年同期有所放缓；其中高速公路完成固定资产投资 1.48 万亿元。高速公路建设期间需要较大的资金投入，建成后为了保证车辆的正常运行，高速公路需要进行定期的保养和维护，保养维护、改建扩建以及运营管理相关费用也需要不少支出。高速公路建设资金来源主要为资本金和银行贷款等，其中银行贷款占比较高，融资方式较为单一，导致高速公路企业资产负债率相对较高，债务负担较重。但投资回报期限较长，短期来看，通行费收入对还本付息和新增投资的保障程度较弱，同时区域经济发展水平的差异对高速公路企业的盈利及债务偿付的影响较大。

尽管高速公路企业有息债务规模较高，投资回报期限较长，短期盈利能力较为一般，但高

速公路属于准公共产品，具有准公益性，高速公司企业的发展对区域经济和经济发展十分重要，地方政府的财政实力和支持是企业业务持续发展的重要保障。

## 区域经济环境

四川省为承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点和交通走廊和交通强国试点省份，近年经济实力继续增强，为公司主营业务发展提供了良好的外部环境

四川省位于中国西南内陆，东连重庆，南邻云南、贵州，西接西藏，北接陕西、甘肃、青海，是承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点。2021年~2023年，四川省分别实现地区生产总值53850.79亿元、56749.8亿元和60132.9亿元，稳居国内西南地区省份第一位，全国省份第五位，经济实力持续增强。近年来，四川省经济结构逐年改善，三产结构占比由2021年的10.5:37.0:52.5逐步调整为2023年的10.1:35.4:54.5，第一产业产值占比下降，第三产业产值占比增加。

四川省地区财政实力很强，近年来财政收入规模较大且逐年增长，2021年~2023年，四川省一般公共预算收入持续增长，同口径同比增长分别为4.6%、12.0%、7.5%和13.3%。

图表5 四川省近年主要经济及财政指标（亿元、%、元）

类别	2021年		2022年		2023年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	53850.79	8.2	56749.8	2.9	60132.9	6.0
一般公共预算收入	4773.30	12.00	4882.2	7.5	5529.1	13.3
社会消费品零售总额	24133.2	15.9	24104.6	-0.1	26313.4	9.2
进出口总额	9513.6	17.6	10076.7	6.1	-	-
人均GDP	-	-	67777	2.9	32514	6.0
三次产业比例	10.5:37.0:52.5		10.5:37.3:52.2		10.1:35.4:54.5	

资料来源：2021年~2023年四川省国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

人口密度和流向既能够影响当地的经济规模，同时也会引导出行需求变化，四川省为成渝地区人口大省，四川省2023年末常住人口8368万人，比上年末减少6万人。其中，全省城镇常住人口4978.1万人，城镇化率59.49%，比上年末提高1.4个百分点。

政策方面来看，四川省交通运输厅、四川省发展改革委印发了《四川省高速公路网规划（2019~2035）》（以下简称“《规划》”），根据《规划》，四川省境内国家高速公路和省级高速公路共同形成的省域高速公路网，将主要由18条成都放射线、9条纵线、9条横线以及4条环线、34条联络线组成（简称“18、9、9网”）；全省高速公路规划路线约1.61万公里（未计扩容复线里程），其中，国家高速公路8000公里，省级高速公路8100公里，另设规划研究路线约1900公里。预计到2035年，除特殊困难地区以“高速化”公路连通外，其余地区县县通高速公路；将建成“一干多环放射、多支高效联网、生态示范区便捷连通”的省域高速公路网，支撑基本形成“全国123出行交通圈”，全省高速公路网密度达到3.31公里/百平方公里，路网布局将更加完善。

图表 6 四川省公路运输情况（单位：万吨、亿吨公里）

年份	四川:公路货运量	四川省:公路货物周转量
2022 年	172329.00	1857.99
2021 年	171377.00	1789.79
2020 年	157598.00	1617.73
2019 年	188464.00	1527.55

资料来源：同花顺，东方金诚整理

作为交通强国试点单位，近年来四川省高速公路通车里程不断增加，2020 年~2022 年，四川省公路货物运输量逐年增长，2022 年四川完成公路水路交通固定资产投资超过 2500 亿元，居全国第一，全年建成高速公路 500 公里以上，累计通车里程达 9179 公里。2023 年，四川交通计划建成通车九绵高速绵阳段、峨眉至汉源、仁沐新高速、宜宾至威信、绵阳至苍溪、内江至大足等 13 个项目（路段）、600 公里以上高速公路。

四川省较强的经济环境和重要的交通枢纽地位，为公司高速公路业务的发展提供了良好的外部环境。

## 业务运营

### 经营概况

公司主营业务以高速公路运营为主，同时实施与主业相关的多元化经营，近年营业收入持续增长，受国内经济影响通行费收入有所波动，进而影响公司毛利率有所波动

四川成渝是四川省重要的高速公路投资、建设、运营和管理主体之一，主营业务以高速公路为主，同时实施与主营业务相关的多元化经营，涉及公路桥梁管理及养护业务、销售业务、建造服务收入、BT/PPP 工程等。

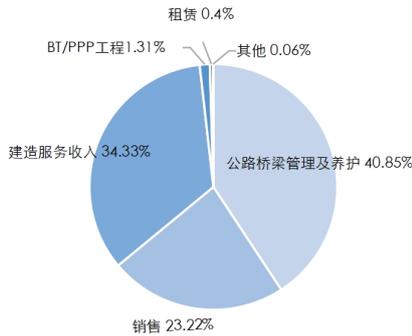
2021 年~2023 年，公司营业收入持续增长。2021 年公司新增建造服务收入，主要原因系公司根据《企业会计准则解释第 14 号》之相关会计处理规定，将符合主要责任人条件的 PPP 项目，在项目建造期间确认建造服务收入所致，具体建造来自以 PPP 模式建设的成乐扩容项目及天邛项目，其余 PPP 项目收入计入 BT/PPP 工程收入；同期，公司将持有的仁寿置地公司和蜀鸿置业物业资产转让，房地产业务剥离。2022 年，公司主营业务收入 98.83 亿元，同比增长 9.19%，当期确认成乐扩容项目及天邛项目的建造服务收入 40.95 亿元，同比增长 59.38%；2023 年公司收购四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任公司（以下简称“蓉城二绕”），同时随着社会经济复苏、人员出行需求增长等因素影响，车流量回升明显，以高速公路通行费为主的公路桥梁管理及养护收入大幅增长了 52.03%。此外，为进一步聚焦主业，2022 年，公司将蜀道租赁转让至关联方蜀道资本控股集团有限公司，自 2023 年开始公司无融资租赁类业务，存续租赁业务主要为公路沿线广告位租赁和房屋租赁。

从收入构成来看，建造服务收入、以高速公路通行费为主的公路桥梁管理及养护和销售业务占公司主营业务收入比重较高，2023 年分别为 34.33%、40.85%和 26.95%，合计占公司主营业务收入比重 98.41%。2022 年，相邻路网分流等因素导致的人员出行需求下降使得公司高速公路通行费收入减少，占比下滑。2023 年随着通行费收入的大幅增长，占比有所提升。

毛利润和毛利率方面，近年随着公司高速公路通行费收入的变化有所波动，2022年公司毛利润同比减少23.20%为18.18亿元，毛利率同比减少7.75个百分点为18.40%；2023年公司毛利润和毛利率均有所回升。

图表7 公司主营业务收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2021年		2022年		2023年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
公路桥梁管理及养护	34.92	38.58	31.19	31.56	47.42	40.85
销售	19.04	21.03	22.54	22.80	26.95	23.22
建造服务收入	25.69	28.39	40.95	41.43	39.85	34.33
房地产	6.70	7.41	-	-	-	-
BT/PPP工程	1.86	2.05	2.28	2.31	1.52	1.31
租赁	2.18	2.40	1.74	1.76	0.47	0.40
其他	0.12	0.14	0.14	0.14	0.07	0.06
<b>合计</b>	<b>90.51</b>	<b>100.00</b>	<b>98.83</b>	<b>100.00</b>	<b>116.07</b>	<b>100.00</b>
-	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
公路桥梁管理及养护	17.28	49.48	14.05	45.06	26.27	55.39
销售	2.47	12.95	2.03	9.02	2.59	9.62
建造服务收入	-	-	-	-	-	-
房地产	1.97	29.43	-	-	-	-
BT/PPP工程	0.87	46.69	1.19	52.39	0.38	25.27
租赁	1.11	51.22	0.85	48.89	0.28	60.24
其他	-0.03	-21.86	0.05	35.36	-0.22	-69.67
<b>合计</b>	<b>23.67</b>	<b>26.15</b>	<b>18.18</b>	<b>18.40</b>	<b>29.39</b>	<b>25.32</b>



数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 公路桥梁管理及养护

公司是四川省重要的交通基础设施投资建设运营和管理主体，所辖路产包括四川与重庆、贵州、云南的出省通道以及连通成都与省内重要城市的区域通道，下辖高速公路里程为858公里，占四川全省高速公路通车总里程约8.75%

公司是四川省重要的交通基础设施投资建设运营和管理主体，截至2023年末，已建成通车的高速公路路产为8条，分别是成渝高速、成雅高速、成仁高速、成乐高速、城北出口（青龙场立交桥）、遂广高速、遂西高速和成都第二绕城高速公路西段（以下简称“二绕西高速”）

（详见图表8），均为经营性高速公路，总里程约858公里，占四川全省高速公路通车总里程约8.75%。

其中，成渝高速是连接四川省与重庆市的重要交通要道，也是国家“7918”高速公路网中18条东西横线之一的厦蓉高速（厦门-成都）的组成路段，全长340公里，成渝高速（四川段）途径简阳、资阳、资中、内江、隆昌等市县，占总长度的66.47%；成雅高速是国家“7918”高速公路网中首都放射线之一的京昆高速（北京-昆明）的重要组成部分，也是成都通过凉山通往

云南以及通过甘孜藏族自治州通往西藏的重要快速通道和四川省旅游环线的重要路线；成乐高速与成雅高速相连，途径彭山、眉山、青神、夹江等市县，止于乐山市，连接了省会城市与四川省南部的重要经济和旅游区域乐山市和眉山市，同时连接成昆铁路、岷江水道和双流机场等交通枢纽，该路线也是四川省南部“峨眉-乐山”风景区的一条重要旅游路线；成仁高速是《四川省高速公路网布局规划》中16条成都引入线中的第13条“成都—自贡—泸州—赤水（川黔界）”中的一段，是四川省高速公路网规划中重要的出省大通道之一，同时也是四川省经贵州通往广西北部湾最便捷的出海通道。整体来看，公司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，在四川省的交通网络中占有重要的地位。

图表 8 截至 2023 年末公司已通车高速公路路产情况（单位：%、公里）

名称	权益比例	通车里程	收费期限	起点/终点
成渝高速	100.00	226.00	1997.10.07~2027.10.06	成都/商家坡
成雅高速	100.00	144.10	2000.01.01~2029.12.31	成都/对岩
成仁高速	100.00	106.61	2012.09.18~2042.07.15	江家/纸厂沟
成乐高速	100.00	86.40	2000.01.01~2029.12.03	青龙场/辜李坝
城北出口(含青龙场立交桥)	60.00	10.35	1998.12.21~2024.06.30	青龙场/白鹤林
遂广高速	100.00	102.94	2016.10.09~2046.09.10	与绵遂高速公路相交的金桥互通/红土地互通式立交
遂西高速	100.00	67.64	2016.10.09~2046.09.09	吉祥镇/西充县太平镇
二绕西高速	100.00	114.26	2016.2.16~2046.1.11	永兴镇/濠阳镇
<b>合计</b>	-	<b>858.30</b>	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年2月17日，公司发布了《四川成渝高速公路股份有限公司关于收购蓉城二绕公司100%股权暨关联交易公告》的公告，公告称公司拟通过现金收购四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任公司（以下简称“蓉城二绕公司”或“标的企业”）100%股权（以下简称“本次交易”），2023年5月，公司发布《四川成渝高速公路股份有限公司关于收购蓉城二绕公司100%股权暨关联交易的进展公告》称，已完成对蓉城二绕公司的收购并将其纳入合并范围。

蓉城二绕公司主要负责二绕西高速的通行费收费和经营管理，路线起于双流境内的华大路附近，接成都第二绕城高速公路东段止点，经双流、新津、崇州、温江、郫都、新都、彭州，止于彭州市蒙阳镇南侧成汶铁路附近，接成都第二绕城高速公路东段起点。项目路线全长114.26公里。设计速度100公里/小时，路基宽度33.5米，采用双向六车道高速公路标准，2023年公司运营里程显著增长。

2021年2月，根据四川省交通运输厅、四川省发展和改革委员会《关于成渝高速公路调整收费里程及收费区间的批复》（川交函[2020]583号），成渝高速新成都龙泉主线收费站正式开通，成渝高速公路收费里程由226公里调整为207公里，减少的19公里高速公路车辆通行费由成都市采用政府购买服务方式统缴，统缴费用为每年人民币4000万元，统缴期限自还建成都主线收费站建成通车启用日零时起至成渝高速公路起点至龙泉段19公里收费批复的终止期止。2022及2023年，成渝高速收费里程未发生变化。

按照《收费公路管理条例》第十四条规定，经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合

理回报的原则确定，最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。成渝高速按照部省相关批复文件，收费期限 30 年，自 1997 年 10 月 7 日起至 2027 年 10 月 6 日止，到期后或将不再收取高速公路通行费，目前成渝高速贷款已全部还清，路产经营权无抵质押。

### 近年受国内经济影响，公司公路桥梁管理及养护业务收入利润和毛利率有所波动，折算全程日均车流量有所波动

公司公路桥梁管理及养护业务收入主要来自通行费收入，2022 年公路桥梁管理及养护业务实现收入 31.19 亿元，同比减少 10.69%，主要原因包括自外部环境、政策变化以及路网竞争等，具体来看，其一 2022 年国内通行需求减少，其二根据四川省财政厅、四川省交通运输厅、国家税务总局四川省税务局等 10 个省级部门联合发布的《关于印发〈进一步支持中小微企业和个体工商户健康发展的财税政策〉的通知》（川财建〔2022〕2 号），2022 年 2 月 18 日至 2023 年 12 月 31 日，四川省货车 ETC 通行费优惠由 5% 提高到 6%，即货车使用 ETC 通行四川高速公路网，通行费享受 9.4 折优惠，带来部分通行费收入减少。另外，油价持续上涨，运输、出行、物料等成本的增加，间接影响高速公路客货流量油价上涨。三系 2022 年 9 月 28 日，交通运输部财政部印发《关于做好阶段性减免收费公路货车通行费有关工作的通知》（交公路明电〔2022〕282 号），决定在第四季度阶段性减免全国收费公路货车通行费，即 2022 年 10 月 1 日零时起至 2022 年 12 月 31 日 24 时，货车（含大件运输车、不含专项作业车）通行高速公路时，在继续执行现有各类通行费减免优惠政策的基础上，再减免 10% 通行费。四系外围竞争性或协同性路网变化及道路整修施工，对公司下属路网造成不同程度的负面影响。

2023 年公路桥梁管理及养护业务实现收入 47.42 亿元，同比增长 52.03%，主要系社会经济复苏、人员出行需求增长等因素影响，车流量回升明显，同时公司收购蓉城二绕公司，通车里程有所增加。具体来看，2023 年，四川全省地区生产总值（GDP）突破人民币 6 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 6%；根据 2022 年 9 月 28 日发布的《交通运输部财政部关于做好阶段性减免收费公路货车通行费有关工作的通知》（交公路明电〔2022〕282 号），阶段性减免全国收费公路货车通行费优惠工作将于 2022 年 12 月 31 日 24 时结束，即从 2023 年 1 月 1 日零时起，高速公路货车通行恢复正常收费。

毛利润方面，2022 年，公司公路桥梁管理及养护业务毛利润 14.05 亿元，同比减少 18.67%，毛利率 45.06%，同比减少 4.42 个百分点系收入下滑的同时以折旧、摊销等为主的不变成本较高所致。2023 年随着公路桥梁管理及养护业务收入的增长，毛利润和毛利率同比均有所增加。

图表 9 公司所辖路产 2021 年~2023 年运营情况

名称	折算全程日均车流量（单位：万架次）				通行费收入（单位：亿元）			
	2021 年	2022 年	2023 年	同比 (%)	2021 年	2022 年	2023 年	同比 (%)
成渝高速	1.99	1.69	2.04	20.40	7.61	6.54	8.20	25.47
成雅高速	4.51	3.60	3.86	7.39	10.32	8.91	10.40	16.70
成仁高速	3.72	2.77	3.52	27.29	8.76	6.90	9.30	34.73
成乐高速	2.08	2.55	3.55	39.33	3.36	4.27	5.36	25.44
城北出口高速(含青龙场立交桥)	6.02	4.51	4.77	5.76	1.23	1.06	1.08	1.81

遂广高速	1.07	0.97	1.14	17.97	2.14	2.18	2.75	26.02
遂西高速	0.95	0.83	0.91	9.75	1.50	1.32	1.68	26.83
二绕西高速 <sup>1</sup>	-	-	-	-	-	-	8.65	-
合计	<b>20.35</b>	<b>16.91</b>	<b>19.80</b>	<b>17.07</b>	<b>34.92</b>	<b>31.19</b>	<b>47.42</b>	<b>52.04</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

车流量方面，2022年，公司所辖路产折算全程日均车流量同比减少16.87%至16.91万架次，除成乐高速外，其余路段车流量均有不同程度下滑。

成渝高速2022年折算全程日均车流量同比减少15.23%，系2022年1月28日，成渝高速-成都绕城高速成渝C站开通运营，实现了成渝高速与成都第一绕城高速互通，但因由成都天府国际机场高速公路进入一绕、二绕、三绕转换较为便捷，能够直通天府新区，且成都天府国际机场高速自2022年3月18日开始收费后仍对白名单车辆执行通行费优惠政策，故尽管该路产收费标准高于成渝高速等路段，仍对成渝高速进行了一定程度的分流；成雅高速同比减少20.31%，2022年3月21日至3月25日，白家立交桥南向西（成雅高速向双流机场高速方向）的左转匝道桥封闭施工，为缓解雅成向成都段交通压力，高速公安对车辆采取分流措施，成雅高速临近收费站入口在上述期间多次关闭，前往成都通行的车辆选择地方道路通行，对车流量产生了一定影响；成仁高速同比减少25.66%，系成宜高速公路于2020年12月31日正式开通且免收通行费以及成都天府国际机场高速公路开通更为便捷且对白名单车辆执行通行费优惠政策所致。成乐高速部分路段封闭施工完成恢复通行，2022年折算全程日均车流量同比增长22.72%，但因长期封闭施工和不定期关站，造成施工分流车辆行驶习惯改变，且周边路网成熟完善、路况较好，眉山、彭山等地开通公交车直达新津地铁，与地铁无缝对接，致分流车辆未能完全回流，收入增长低于预期。

2023年，公司所辖路产车流量均有所增长，折算全程日均总体车流量同比增长17.07%至19.80万架次。其中，成乐高速折算全程日均总体车流量同比增长约40%主要系以下因素：2023年1月18日，成乐高速夹江东收费站开通运行；2023年2月22日，成乐高速彭山青龙大桥正式通车运行；2023年5月11日，成乐高速扩容项目乐山城区过境复线段通车；2023年7月5日，竹北枢纽到辜李坝互通渐变段扩容建成通车，结束半幅封闭扩容施工，恢复双向正常运行；同日，乐山北收费站乐山入口、苏稽进出口两个匝道收费站取消关闭，恢复正常运行。以上因素均有利于成乐高速车流量回升，对通行费收入增加有所促进。

收费标准方面，公司所属全资、控股和参股的高速公路的通行费标准由省交通厅、省财政厅和省物价局确定从各路段通行。

通行费收入结算方式方面，近年公司车辆通行费收入仍包括通过四川省联网收费系统收取的经四川省交通厅高速公路监控结算中心（以下简称高速公路结算中心）/四川智能交通系统管理有限责任公司<sup>2</sup>清分结算确认属于公司的车辆通行费收入，以及由其他四川省高速公路联网收费单位代收的经高速公路结算中心/四川智能交通公司清分结算确认属于公司的车辆通行费收入。

<sup>1</sup> 根据本公司2023年5月5日于上交所网站刊发的《关于收购蓉城二绕公司100%股权暨关联交易的进展公告》，报告期内，本公司已完成股权交接工作，并已将蓉城二绕公司正式纳入本公司合并报表范围。合并后，二绕西高速车流量统计口径发生变更，故其全程日均车流量指标无可比数据。

<sup>2</sup> 自2021年10月起，由四川智能交通系统管理有限责任公司代替高速公路结算中心开展四川省高速公路联网收费清分结算管理等相关工作。

收费模式上，自 2020 年 1 月 1 日起，全国高速公路省界收费站全部取消，不停车快捷收费系统正式启用。近年，公司持续推进高速公路交通运输节能减排，宣传和推动 ETC、电子支付等便捷通行系统的建设和运行。

图表 10 截至 2023 年末公司 ETC 车道情况

路产	收费站 (个)	合计车道 (条)	ETC 车道 (条)	ETC/MTC 混合车道 (条)
成渝高速	16	146	90	56
成雅高速	16	129	60	69
成仁高速	9	85	63	22
成乐高速	15	126	81	45
遂广遂西高速	13	80	41	39
城北高速	1	18	14	4
<b>合计</b>	<b>70</b>	<b>584</b>	<b>349</b>	<b>235</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

**公司在建项目尚需投资规模较大，对外部融资依赖较强，存在一定资金支出压力**

在建项目方面，截至 2023 年末，公司在建路产高速公路 2 条，为成乐高速扩容建设项目和成都天府新区至邛崃高速公路项目。

根据四川省发改委就本项目出具《关于调整成都至乐山高速公路扩容建设项目核准事项的批复》（川发改基础[2022]298 号），成乐高速扩容建设项目项目总长 136.1 公里，估算总投资约人民币 251.50 亿元，该项目为 PPP 模式，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，其余项目资金公司以银行贷款的方式筹措。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。截至 2023 年末，成乐扩容项目累计完成投资额约人民币 117.02 亿元，尚需投资规模仍较大。

图表 11 截至 2023 年末公司在建项目情况（单位：%、公里、亿元）

项目名称	权益比例	状态	通车里程	总投资	累计投资	2024 年计划投资	建设工期	模式
成乐高速扩容建设	100	在建	136.1	251.5	117.02	35.00	2017-2025	ppp 模式
成都天府新区至邛崃高速公路	82	在建	42	86.85	55.23	17.36	2022-2024	BOT
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>178.10</b>	<b>338.35</b>	<b>172.25</b>	<b>52.36</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

成都天府新区至邛崃高速公路项目是四川省重点工程项目，建成后，将形成通往攀西经济区、川西北生态示范区的新通道，由公司与四川成渝和中交路桥建设有限公司（以下简称“中交建”）共同出资建立，注册资本 17.37 亿元，其中四川成渝认缴出资 14.24 亿元，权益占比 82%。该项目总长约 42 公里，估算总投资约为 86.85 亿元，采用 BOT 模式运作。投资资金来源方面，按资本金 20%和银团贷款 80%匹配。截至 2023 年末，成都天府新区至邛崃高速公路项目已完成投资 55.23 亿元。

总体上看，公司在建项目尚需投资规模较大，对外部融资依赖性较强，面临一定资金支出

压力。

### 销售业务

公司销售业务依托已有的高速公路展开，收入主要来源于加油站业务、油品直销及 LNG 销售，对营业收入及利润形成有益补充

公司销售业务依托公司已有高速公路开展，包括加油站以及服务区的商品销售业务，以加油站业务为主，由控股子公司四川中路能源有限公司（以下简称“中路能源公司”）、四川成雅高速公路油料供应有限责任公司（以下简称“成雅油料公司”）负责运营。

图表 12 2023 年公司加油站业务子公司概况（单位：%、亿元）

名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
中路能源公司	51.00	2.91	2.35	11.83	0.42
成雅油料公司	51.00	1.28	1.05	6.44	0.42

资料来源：公司提供，东方金诚整理

业务模式方面，公司目前销售业务包括油品直销以及加油站业务两类，公司按资源价统一采购自间接参股股东中石油四川销售分公司和中石化四川石油化工有限公司，再按国家发改委规定统一零售价直接销售给终端客户。截至 2023 年末，经营管理的加油站 32 座，主要系成雅高速同比增加两座。

2022 年，公司实现销售收入 22.54 亿元，同比增长 18.37%，主要原因一系 2022 年公司积极开展能源销售业务、拓展销售渠道，油品贸易业务规模扩大，二系 2022 年成品油价格上涨；三系公司当期 LNG 销售业务收入增加所致，销售业务毛利润 2.03 亿元，毛利率 9.02%，同比减少 3.93 个百分点，主要是 LNG 业务毛利较低所致。2023 年公司实现销售收入 26.95 亿元，同比增长 19.55%，主要系本年多式联运公司大力开展“北粮南运”项目致商品销售收入增加所致，毛利润同比变化不大。

图表 13 截至 2023 年末公司加油站业务经营概况

公司名称	所属路产	加油站数量（个）
四川中路能源有限公司	迎宾站 <sup>3</sup>	1
	遂广遂西	6
	成渝高速	10
	成仁高速	6
	成乐高速	2
四川成雅高速公路油料供应有限责任公司	成雅高速	4
	成乐高速	2
	-	1
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>32</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### BT/PPP 业务

<sup>3</sup> “迎宾站”为中路能源公司自行投建加油站，位于迎宾大道，不在高速公路路域内。

公司建筑施工业务在手规模小，业主方均为地方政府，部分项目回款周期长，存在一定的资金占用

依托公司在建筑施工业务方面的丰富经验，公司以 BT（建设-移交）、PPP 方式参与城市公共基础设施建设的业务，公司建筑施工业务在手规模小，BT 工程项目的业主方为地方政府，对于 PPP 形式参与的公共基础设施建设业务，公司根据《企业会计准则解释第 14 号》之相关会计处理规定，将符合主要责任人条件的 PPP 项目，在项目建造期间确认收入，根据累计实际发生的成本占预计总成本的比例确定履约进度，并按照履约进度，在合同期内确认收入。公司回购款项计入一年内到期的非流动资产和长期应收款，部分 BT/PPP 项目回款周期长，存在一定的资金占用。

图表 14 截至 2023 年末公司已完工但尚未回款的 BT/PPP 工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
仁寿城区项目 (BT)	11.38	9.52
资阳城南大道成渝高速接口工程 (BT)	1.77	1.50
资阳娇子大道西沿线建设及娇子大道综合整治 (PPP)	7.88	8.07
合计	21.03	19.09

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司 BT/PPP 业务收入有所波动。2022 年，公司 BT/PPP 业务实现收入 2.28 亿元，同比增长 22.59%，系确认仁宝一二期、西航港及综保项目和清水三绕收入所致。2023 年，仁宝项目、西航港项目、双流综保项目、视高经济开发区项目均已完成回款。公司 BT/PPP 业务规模较小，受单一项目情况影响较大，近年毛利率和毛利润有所波动。

截至 2023 年末，公司在建 BT/PPP 项目合计总投资 11.30 亿元，已投资 4.76 亿元，均由子公司芦山县蜀汉工程建设管理有限公司负责。

图表 15 截至 2023 年末公司在建 BT/PPP 工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
芦山县大川河景区旅游公路项目 PPP 项目	7.60	3.66
芦山县龙门至宝盛至大川旅游公路工程 PPP 项目	3.70	1.10
合计	11.30	4.76

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 租赁业务

为聚焦主业，2022 年公司将融资租赁业务剥离，存续租赁业务为公路沿线广告位租赁和房屋租赁

租赁业务原主要由子公司蜀道租赁负责运营，从事融资租赁及经营租赁等业务，公司直接持有其 44.95% 股份，全资子公司信成香港公司持有其 25.05% 股份。为聚焦主业，2022 年公司将融资租赁业务剥离，存续租赁业务为公路沿线广告位租赁和房屋租赁

2022 年 6 月 30 日和 2022 年 8 月 30 日，公司召开第七届董事会第二十四次会议、第七届监事会第二十次会议和 2022 年第四次临时股东大会，审议通过了《关于转让成渝租赁 44.95%

股权的议案》<sup>4</sup>，向关联方蜀道资本控股集团有限公司转让蜀道融资租赁(深圳)有限公司 44.95% 股权，转让价格为人民币 29667 万元，转让价款目前已全部收回。

2022 年 10 月 31 日，蜀道租赁召开其第二届董事会第三十六次会议，将蜀道资本载入成渝融资租赁公司股东名册，蜀道租赁转让项目完成交割，截至 2022 年末，公司仅通过全资子公司信成香港投资有限公司持有蜀道融资租赁(深圳)有限公司 25.05% 股权，不再将其纳入公司合并报表范围。

2022 年，公司租赁业务收入 1.74 亿元，毛利润 0.85 亿元，毛利率 48.89%，同比均小幅减少。至 2023 年开始，公司无存续融资租赁类业务，存续租赁业务为公路沿线广告位租赁和房屋租赁。

### 重大事项

**2023 年一季度，公司现金收购同一控制下关联方所持有的蓉城二绕公司全部股份，2023 年蓉城二绕公司略有盈利，并表使得公司有息债务规模扩大**

2023 年 2 月 17 日，公司发布了《四川成渝高速公路股份有限公司关于收购蓉城二绕公司 100% 股权暨关联交易公告》的公告，公告称，公司拟通过现金收购四川蓉城第二绕公司 100% 股权，股权转让价款合计 590300.00 万元(含税)，其中从四川蜀道高速公路集团有限公司(以下简称“蜀道高速”)收购蓉城二绕公司 81% 股权，从四川公路桥梁建设集团有限公司(以下简称“路桥集团”)收购 19% 股权，并于 2023 年 2 月 17 日签署了《股权转让合同》(以下简称“本协议”)。本次交易完成后，蓉城二绕公司将成为公司的全资子公司，并将其纳入公司合并报表范围。

图表 16 2023 年蓉城二绕公司情况(单位:亿元、%)

公司名称	总资产	净资产	负债	营业收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额	资产负债率
蓉城二绕公司	155.84	29.21	126.63	8.82	0.26	-13.51	81.26

资料来源:公司提供,东方金诚整理

蓉城二绕公司资产主要为以无形资产为主的高速公路收费权,2023 年末,无形资产 131.80 亿元,受限金额 131.65 亿元,资产流动性一般。此外根据其于蜀道集团签署的《借款合同之补充协议》,蜀道集团已偿还对蓉城二绕公司 22 亿元的借款。负债方面,蓉城二绕公司无短期借款,2023 年末,有息债务包括一年内到期的非流动负债 8.00 亿元,长期借款 111.74 亿元,融资租赁款 2.24 亿元。整体来看,蓉城二绕公司的并表将扩大公司有息债务规模,此外 2021 年和 2022 年,蓉城二绕公司均为亏损状态,2023 年转为盈利,但经营性现金流呈净流出。

蓉城二绕公司主要负责成都第二绕城高速公路西段的通行费收费和经营管理。成都第二绕城高速公路西段项目是经四川省人民政府授权,由成都市人民政府按照 BOT 方式经法人招标实施的高速公路。于 2010 年 5 月 26 日取得《四川省发展和改革委员会关于成都第二绕城高速公路西段项目核准的批复》(川发改交[2010]351号)。路线起于双流境内的华大路附近,接成都第二绕城高速公路东段止点,经双流、新津、崇州、温江、郫都、新都、彭州,止于彭州市

<sup>4</sup> 2023 年 8 月蜀道融资租赁(深圳)有限公司由成渝融资租赁有限公司变更为现名。

蒙阳镇南侧成汶铁路附近，接成都第二绕城高速公路东段起点。项目路线全长 114.26 公里。设计速度 100 公里/小时，路基宽度 33.5 米，采用双向六车道高速公路标准，2021 年和 2022 年，公司经营性净现金流入分别为 8.20 亿元和 5.29 亿元，均为收费路产的通行费收入，2023 年，蓉城二绕公司经营性净现金流为-13.51，主要系其资金归集到四川成渝的资金中心。

因股权转让价款总金额超过标的企业经审计净资产的 100%，蜀道高速、蜀道集团及公司约定自 2023 年 1 月 1 日至 2029 年 12 月 31 日为业绩承诺期，在业绩承诺期内，蜀道高速、蜀道集团对标的企业每个会计年度净利润金额进行业绩承诺，若实际实现值未达到评估预测值，则以现金方式对公司进行业绩补偿。蜀道高速、蜀道集团承诺标的企业于 2023 年至 2025 年净利润累计不低于 23117.78 万元，2023 年至 2026 年净利润累计不低于 47694.75 万元，2023 年至 2027 年净利润累计不低于 76808.08 万元，2023 年至 2028 年净利润累计不低于 111950.51 万元，2023 年至 2029 年净利润累计不低于 154156.39 万元。

2023 年 5 月，公司发布《四川成渝高速公路股份有限公司关于收购蓉城二绕公司 100% 股权暨关联交易的进展公告》称，公司已完成对蓉城二绕公司的收购并将其纳入合并范围。资金方面，本次收购总价款 59.03 亿元，目前已全部支付。

## 公司治理与战略

### 公司根据《公司法》等相关法律法规，建立了较为完善的法人治理结构

公司根据《公司法》、《公司章程》等有关法律和规章的要求，制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等工作制度和实施细则。公司设立股东大会，由全体股东组成，是公司的最高权力机构。

公司依法设立董事会，对股东会负责，向股东会报告工作。根据公司章程，公司董事会由 12 名董事组成，其中 4 名为独立董事，不设职工董事，设董事长 1 人，副董事长 2 人，目前公司实际配备董事 10 人。董事由股东大会选举或者更换，任期三年，股东大会有权在董事任期届满前解除其职务，董事任期届满，连选可以连任，但独立董事连任时间不得超过六年。董事会负责召集股东大会，并向股东大会报告工作、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算与决算方案、决定公司内部管理机构的设置等。公司依法设立监事会，对董事会及其成员和总经理、副总经理等管理人员行使监督职能，监事会由 6 名监事组成，其中监事会设主席 1 人，职工代表的比例不低于三分之一，监事任期三年，可连选连任。监事会每 6 个月至少召开一次会议，由监事会主席负责召集和主持；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。

截至 2024 年 4 月末，公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会 4 个专门委员会，同时设有董事会办公室（研究中心）、综合办公室（党委办公室）、党委组织部（宣传中心）、人力资源部、投资发展部、财务会计部（资金中心）、建设管理部（招标办公室）、经营管理部、安全环保部、纪委办公室、纪检监察室、内控审计监事部（法务工作部）、群团工作部（统战部、工会工作办）等多个经营管理部门，各部门各司其职。

**未来公司将进一步聚焦高速公路主业，培育发展绿色能源产业，打造“充电、电池银行+**

## 换电、氢能源”产业集群

公司将持续夯实高速公路主业板块核心支撑主体地位。一方面，高速公路产业领域以实现规模扩张、利润提升、降本增效、管理输出为目标，坚持成本领先的竞争策略，通过模式创新、降本增效强化业务核心竞争力；另一方面，关注沿线路衍经济发展及路衍产业开发，有序推进服务区转型升级、完善能源产业布局、加快城乡基础设施产业开发以及打造多式联运服务体系。

在发展定位上，培育发展绿色能源产业，打造“充电、电池银行+换电、氢能源”产业集群。通过路网内完善充电站布局、路网外持续拓展业务场景，推动充电业务成网成势；统筹内外部资源打造“电池银行”，聚焦应用场景推广重卡换电，推动电池银行+换电业务深度发展；打造氢能源示范项目，主动融入“成渝氢走廊”建设，探索“氢油电”综合能源服务站共建模式，合作构建氢能产业链；稳慎探索其他新能源业务、强化绿色能源产业资本运作。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2021、2022年和2023年度审计报告，以及未经审计的2024年1季度财务报表。截至2023年末，公司纳入合并范围的全资及控股子公司共23家，较2022年年末增加1家，主要系新取得蓉城二绕公司100.00%股权。

### 资产构成与资产质量

受合并范围扩大、项目持续投入建设等因素影响，近三年公司资产规模总体有所增长，资产结构以高速公路特许经营权等非流动资产为主，资产受限比例占总资产和净资产比例高，资产流动性较弱

近三年公司资产规模整体增长幅度较大，2022年末，蜀道租赁不再纳入合并范围，公司资产总额同比小幅减少1.16%，2023年末，公司资产总额同比增长了174.02亿元，主要系以高速公路经营权为主的无形资产大幅增长所致，从资产结构方面来看，2023年年末，非流动资产占资产总额比重为92.84%，公司资产主要由非流动资产构成。

图表 17 公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
<b>流动资产合计</b>	<b>66.85</b>	<b>39.70</b>	<b>41.26</b>	<b>53.38</b>
货币资金	38.39	25.52	19.83	26.66
预付款项	4.93	4.40	11.05	17.10
一年内到期的非流动资产	17.78	3.04	1.08	0.38
应收票据	-	2.20	0.02	-
应收账款	2.52	1.49	3.43	2.17
<b>非流动资产合计</b>	<b>340.44</b>	<b>362.87</b>	<b>535.34</b>	<b>536.18</b>
无形资产	295.00	330.92	498.06	498.14
长期应收款	25.67	13.13	15.39	15.51
固定资产	6.57	6.86	7.67	8.10
<b>资产总额</b>	<b>407.29</b>	<b>402.57</b>	<b>576.59</b>	<b>589.57</b>

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2023 年末, 公司流动资产同比小幅增长, 主要由货币资金、预付款项、应收账款等资产构成, 合计占流动资产的比重为 83.17%。

近年公司货币资金规模持续降低, 2022 年末公司货币资金为 25.52 亿元, 同比减少 33.53%, 主要系当期公司持续投资建设高速公路基础设施项目, 同时控制外部融资规模所致, 其中银行存款 23.62 亿元, 当期存放在境外的款项总额为 583.58 万元; 2023 年末公司货币资金有所下降主要系公司持续投资建设高速公路基础设施项目和并购成都第二绕城高速公路西段所致。同期末, 受限资金 12.75 万元, 主要为 ETC 保证金, 占货币资金比例很低。

公司预付款项主要是预付工程款和设备款, 2022 年末, 公司预付款项期末余额 4.40 亿元, 同比小幅减少。2023 年末公司预付款项同比增长了 6.65 亿元, 主要系公司部分施工标段钢结构较原施工合同钢结构有所变化, 公司和相关监理方达成一致对成乐高速扩容建设项目原施工合同中有关标段工程量条款进行变更, 增加预付款项比例; 以及对成乐高速扩容建设项目的《青神互通连接线下穿成贵客专桥梁工程委托建设合同》合同预付款 0.93 亿元, 南向铁路国际物流中心项目(一期)的《委托建设框架协议》合同预付款 0.44 亿元。

近年公司一年内到期的非流动资产持续降低。公司一年内到期的非流动资产系从长期应收款报表项目重分类而来, 截至 2022 年末, 公司一年内到期的非流动资产 3.04 亿元, 同比减少 82.92%, 系应收融资租赁款随着蜀道租赁的置出不再纳入合并范围所致, 包括 BT/PPP 项目回购款 3.00 亿元, 成都市新都区人民政府补偿款 335.06 万元。2023 年末公司一年内到期非流动资产 1.08 亿元, 均为 BT/PPP 项目回购款。

2022年末，公司销售业务新增应收票据2.20亿元；2023年末，相应客户在商业承兑汇票到期日之前，向公司已累计以银行存款方式支付货款2.20亿元，公司应收票据有所减少。

2021年~2023年末公司应收账款有所波动。孙公司成渝供应链管理公司在2019年12月3日至2020年12月3日期间，为四川威斯腾物流有限公司（以下简称“威斯腾物流”）提供最高不超过15000万元的保理融资额度，截至2020年12月10日合同到期日，威斯腾公司未能按期偿还该款项，该项目逾期，2021年，成渝供应链管理公司已向成都市中级人民法院提起诉讼，并相应根据威斯腾公司提供的抵押物及法院未来拍卖抵押物可收回金额的估计，对该应收款项确认了预期信用损失5051.01万元。2022年，公司收到威斯腾物流现金0.17亿元，核销部分坏账准备，公司应收账款期末账面余额1.49亿元，计提坏账准备0.38亿元。2023年3月末，成渝供应链管理公司最终收到重整管理人支付的清偿款0.51亿元，相应转回预期信用损失0.34亿元，至此成渝供应链管理公司完成该笔逾期债权的收回。2023年末公司应收账款为3.43亿元，一年以内的应收账款合计占比80.17%，共计提坏账准备0.04亿元。

图表 18 截至 2023 年末公司前五大应收客户情况（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占应收账款期末余额比例	坏账准备期末余额
昆明金马粮食物流有限公司	1.86	53.68	-
四川蓬溪经济开发区管理委员会	0.61	17.60	-
中国铁路成都局集团有限公司成都动车段	0.24	6.90	-
蓬溪县人民政府	0.19	5.47	-
中国石化销售股份有限公司四川成都石油分公司	0.13	3.91	-
合计	3.03	87.56	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021年~2023年末，公司非流动资产规模持续增长，以无形资产、长期应收款和固定资产为主。

公司无形资产主要由高速公路特许经营权和土地使用权构成，随着公司下辖高速公路项目建设的推进和对路产的收购，公司无形资产规模持续扩大。2022年末，公司无形资产330.92亿元，同比增长12.18%，主要是成乐高速扩容建设项目和成都天府新区至邛崃高速公路项目推进所致，当期确认为损益的无形资产的折旧和摊销额为8.40亿元；2023年末公司无形资产同比增加了50.51%，主要系成乐高速扩容建设项目和成都天府新区至邛崃高速公路项目推进和二绕西段高速公路经营权纳入合并范围所致，2023年度确认为损益的无形资产的折旧和摊销额11.04亿元。截至2023年末，受限无形资产规模478.41亿元，受限路产主要为遂广、遂西、成乐、天邛、成仁高速、二绕西高速。

近年公司长期应收款规模有所波动，2022年末，公司长期应收款13.13亿元，同比下降49.74%，主要是公司于年内处置了蜀道租赁44.95%的股权进而丧失对其控制权，年初相关的应收融资租赁款不再纳入合并报表范围，相应造成年末长期应收款余额大幅下降所致；截至2023年末，公司长期应收款主要为BT/PPP项目回购款，业主方为政府，回款周期长，对资金形成一定占用，相关长期应收款未计提坏账准备，2023年末公司长期应收款小幅增长。

图表 19 截至 2023 年末公司长期应收款情况（单位：亿元）

项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
<b>BT/PPP 项目回购款：</b>	-	-	-
仁寿县住房和城乡建设局	0.71	-	0.71
仁寿县重点交通建设项目领导小组办公室	4.88	-	4.88
资阳市住房和城乡建设局	8.69	-	8.69
芦山县交通运输局	1.11	-	1.11
<b>合计</b>	<b>15.39</b>	<b>-</b>	<b>15.39</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司固定资产保持小幅增长，主要是安全监控设备、收费设施与厂房建筑等。2022 年末，公司固定资产期末账面价值为 6.86 亿元，同比增长 4.51%，主要系购置 ETC 等相关设备所致。截至 2023 年末公司固定资产期末账面价值变化不大。

图表 20 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.0013	ETC 保证金
高速公路收费权 <sup>5</sup>	478.41	借款质押（账列无形资产-高速公路经营权）
<b>合计</b>	<b>478.41</b>	<b>-</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司受限资产规模为 478.41 亿元，主要为受限高速公路经营权，公司受限资产规模占资产总额比重为 82.97%，为净资产 2.87 倍，受限比例高，资产流动性较弱。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额为 589.57 亿元，流动资产 53.38 亿元，非流动资产 536.18 亿元。

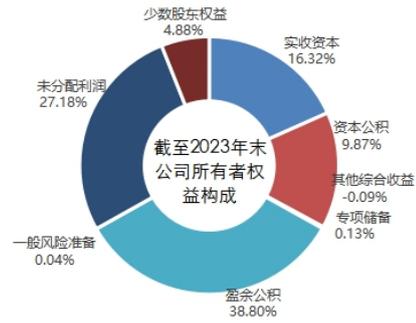
## 资本结构

### 近年公司所有者权益有所波动，盈余公积和未分配利润占比较高

近年公司所有者权益有所波动，主要由盈余公积、未分配利润、股本、资本公积和少数股东权益等构成。2022 年末，公司所有者权益为 187.21 亿元，同比增长 1.48%，主要系经营积累导致的盈余公积和未分配利润同比增长所致，公司实收资本同比无变化，少数股东权益随着蜀道租赁的置出有所减少。2023 年末，公司所有者权益同比下降 10.94%，其中盈余公积同比减少 16.39 亿元，未分配利润同比减少 10.72 亿元，主要系公司合并同一控制下的蓉城二绕公司导致盈余公积和未分配利润调整所致，根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》第六条之规定，同一控制下合并方取得的净资产账面价值与支付的合并对价账面价值（或发行股份面值总额）的差额，应当调整资本公积。

图表 21 公司所有者权益情况（单位：亿元）

<sup>5</sup>高速公路收费权包括成仁高速公路、遂广遂西高速公路、成乐高速公路、天邛高速公路以及成都二绕西段高速公路收费经营权。



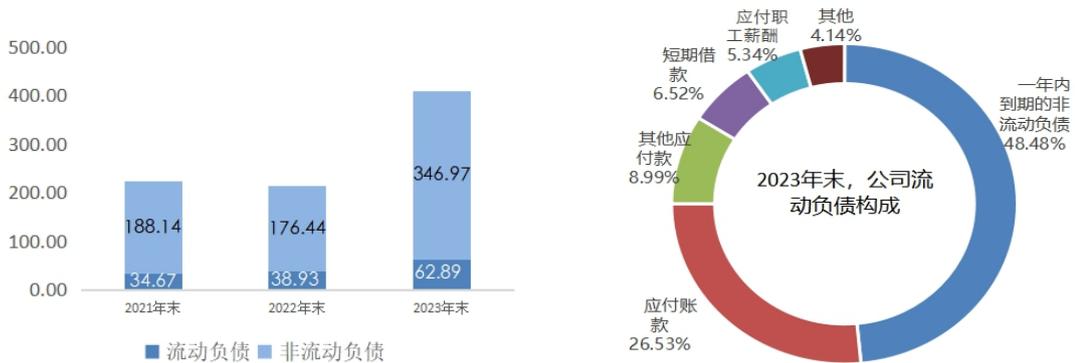
项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
实收资本	30.58	30.58	30.58	30.58
资本公积	18.50	18.50	24.36	24.36
盈余公积	67.91	72.70	56.31	56.31
未分配利润	54.07	56.12	45.40	49.31
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>173.65</b>	<b>178.06</b>	<b>156.73</b>	<b>160.69</b>
少数股东权益	10.83	9.15	10.00	10.16
<b>股东权益合计</b>	<b>184.48</b>	<b>187.21</b>	<b>166.73</b>	<b>170.85</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

近年，随着蓉城二绕公司纳入合并范围及公司存量高速贷款的增加，公司有息债务规模总体大幅增加，以长期有息债务为主

近年公司负债规模总体有所增长。2022 年，公司归还到期的信用借款及蜀道租赁置出，负债总额小幅减少 3.34%至 215.37 亿元，2023 年末公司合并范围内新增蓉城二绕公司，叠加公司存量高速公路项目贷款的增加，带来负债规模的大幅增长。从负债构成来看，公司以非流动负债为主。

图表 22 公司负债情况（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
<b>流动负债合计</b>	<b>34.67</b>	<b>38.93</b>	<b>62.89</b>	<b>59.09</b>
一年内到期的非流动负债	14.63	19.34	30.49	28.19
应付账款	8.89	9.82	16.69	13.52
其他应付款	5.37	4.35	5.66	5.64

短期借款	0.65	0.10	4.10	6.10
<b>非流动负债合计</b>	<b>188.14</b>	<b>176.44</b>	<b>346.97</b>	<b>359.63</b>
长期借款	171.02	160.06	330.70	344.52
应付债券	12.90	12.90	10.00	10.00
<b>负债总额</b>	<b>222.81</b>	<b>215.37</b>	<b>409.86</b>	<b>418.71</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021年~2023年末，公司流动负债规模持续增长，主要由一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款构成。

近年，公司一年内到期的非流动负债规模持续增长系当期部分长期借款、应付债券转入所致；公司应付账款主要为尚未完工结算的工程款，随着公司持续投资建设高速公路基础设施项目，应付账款持续增长，2023年末公司1年以内的应付账款占比59.56%。2021年~2023年末，公司其他应付款规模有所波动，2023年末主要包括2.35亿元投标及履约及工程保留金、1.54亿元往来款等；2023年末公司短期借款规模增幅较大，主要为信用借款。

2021年~2023年末，公司非流动负债规模总体呈增长趋势，主要由长期借款和应付债券构成。

公司长期借款主要为高速公路建设配套质押借款，标的主要为对应路产的收费权及其项下全部收益。2022年末，公司部分长期借款转入一年内到期的非流动负债列报、出售蜀道租赁44.95%股权丧失对其控制权，致其长期应付款不再纳入合并报表范围，综合导致公司非流动负债同比下滑；2023年末公司长期借款同比大幅增长了170.64亿元，主要系二绕西高速的贷款和公司存量高速公路项目贷款的增加，同期末信用借款44.88亿元。

**图表 23 截至 2023 年末公司存续债券情况（单位：亿元、%）**

债券名称	存续期	债券期限	期末余额	票面利率
14 成渝高速 MTN001	2014.7.18~2024.7.18	5+5 年	2.90	6.30
21 成渝高速 MTN001	2021.5.28~2026.5.28	3+2 年	10.00	3.49

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2023年末，公司存续债券账面余额为12.90亿元，包括10.00亿元中期票据（“21成渝高速MTN001”）和2.90亿元中期票据（“14成渝高速MTN001”），其中2.90亿元中期票据于本年末已列示于一年内到期的非流动负债中。

2021年~2023年末，公司有息债务规模总体增幅较大，债务结构仍以长期有息债务为主。截至2023末，公司全部债务规模376.58亿元，长期有息债务占比91.07%。

2022年，公司偿还部分借款，蜀道租赁置出导致部分借款不再纳入合并范围，因此公司资产负债率下降1.21个百分点至53.50%，全部债务资本化比率50.58%，长期债务资本化比率48.02%，同比增均有所减少，债务负担小幅减轻。2023年，由于公司合并范围新增二绕西高速，以及公司存量高速贷款的增加，公司长期有息债务大幅增长，导致公司有息债务增加了184.97亿元。

截至2023年末，公司无对外担保情况。

2024年3月末，公司负债总额418.71亿元，流动负债59.09亿元，非流动负债359.63亿

元，有息债务 389.84 亿元，其中长期有息债务 355.56 亿元。

图表 24 截至 2023 年末公司全部债务情况（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末 <sup>6</sup>
短期有息债务	14.42	18.65	33.64	34.29
长期有息债务	183.92	172.96	342.93	355.56
<b>全部债务</b>	<b>198.34</b>	<b>191.61</b>	<b>376.58</b>	<b>389.84</b>
资产负债率 (%)	54.70	53.50	71.08	71.02
长期债务资本化比率 (%)	49.92	48.02	67.29	67.54
全部债务资本化比率 (%)	51.81	50.58	69.31	69.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 盈利能力

近年，公司营业总收入和毛利润总体保持增长趋势，受外部环境影响营业利润率有所波动

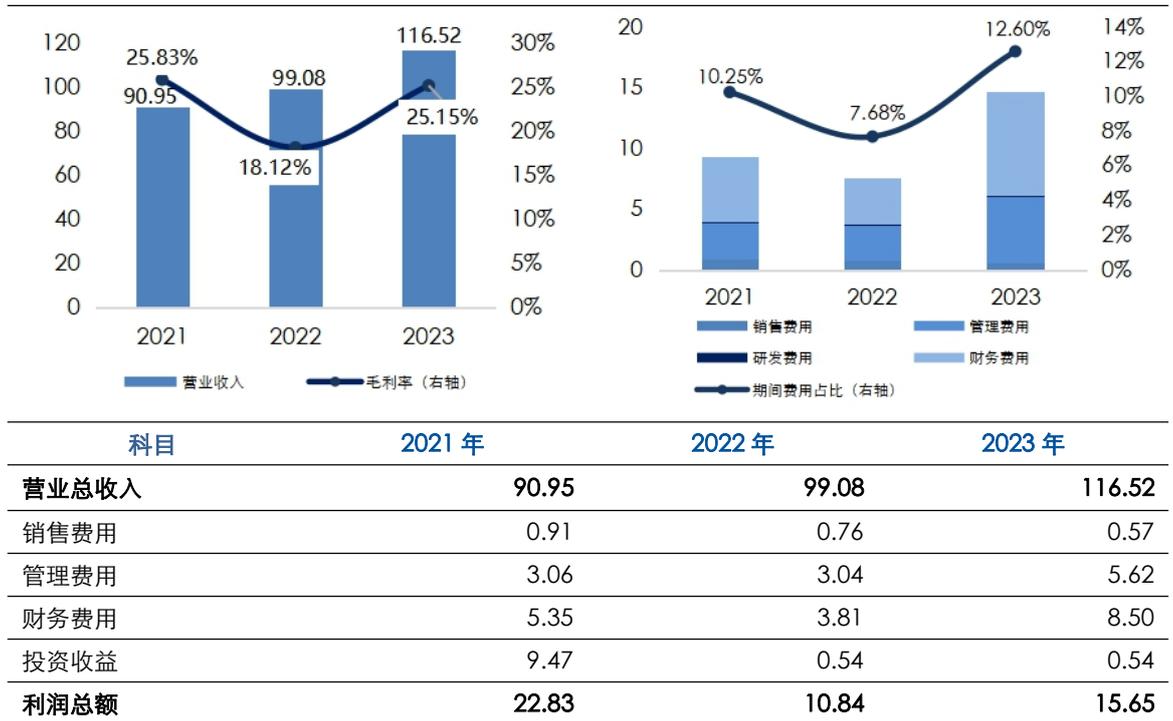
近年，随着在建项目推进、业务规模的扩大以及经济的复苏，公司营业收入有所增长，2022 年公司营业收入的增长主要来源于毛利润率为零的建设服务收入，营业利润率同比减少 6.96 个百分点；2023 年公司通行费收入有所增长，营业利润率同比增加了 7.02 个百分点。

2022 年，公司期间费用 7.61 亿元，销售费用和管理费用变化不大，财务费用有所减少。2022 年，公司确认投资收益 0.54 亿元，主要来自被投资单位成都机场高速公路有限责任公司、四川成渝发展股权投资基金中心（有限合伙）四川仁寿农村商业银行股份有限公司和四川众信资产管理有限公司的净利润变动，同比减少 94.34%系上年地产板块置出产生的投资收益规模较大所致。2023 年随着公司合并范围及债务规模的大幅增长，财务费用同比增加了 4.69 亿元，同期公司为了内部管理组织的优化和进一步提高财务信息管理的标准化、数字化，将原计入“主营业务成本”的 1.88 亿元营业成本计入“管理费用”，综合导致公司期间费用的大幅增长。

受投资收益减少和毛利润下滑等因素影响，2022 年公司净利润 8.12 亿元，同比减少 58.29%。2023 年公司投资收益变化不大，受益于业务规模扩大及外部环境改善，公司毛利润大幅增长，公司净利润 12.62 亿元同比增加 55.50%。

<sup>6</sup> 2024 年 3 月末有息债务未扣除相关利息。

图表 25 公司盈利能力情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2024年1~3月，公司营业收入20.12亿元，同比减少8.52%，利润总额4.92亿元，同比减少14.36%。

综合来看，近年公司公路桥梁管理及养护主业受外部环境、收费政策调整和周边路产分流、新增路产等因素影响，获利能力有所波动但整体向好，未来随着成乐高速扩容和天邛高速的完工，公司主营业务收入将继续增长。此外，近年公司将蜀道租赁、房地产业务剥离，进一步聚焦主业，一定程度上有利于提升公司整体经营稳定性。

### 现金流

近年，公司经营净现金流持续净流入，投资性支出规模较大，预计未来对外部融资的依赖仍较强

近年公司经营活动净流入规模持续扩大。2022年，公司经营活动产生的现金流量净额为20.09亿元，同比增长27.52%，主要系成渝融资租赁公司经营改善，经营活动净现金流有所增加，此外，受同年大额确认建造服务收入影响，公司收现比同比大幅下降。2023年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长60.81%，主要系通行费收入增加所致。

近年公司投资活动现金流持续净流出。2021年公司投资性现金流入增加主要系公司处置仁寿置地，以及收回仁寿置地公司股东借款本金及利息；2022年，公司收回处置成渝融资租赁及其股东借款本金和利息、交建公司产生的投资活动现金流入15.77亿元，同期支付成乐扩容项目、天邛项目等构建长期资产产生的现金流出较上年度大幅增加，净流出规模扩大。2023年公司投资活动净流出规模有所下降，主要系蓉城二绕公司收回蜀道集团借款大量本金及利息所致。

近年公司筹资性现金流波动较大，2022年筹资活动产生的现金流量净额为1.91亿元，2023

公司筹资活动产生的现金流转为净流出主要系公司支付同一控制下蓉城二绕公司股权款导致筹资性现金流大幅流出，随着公司对存量高速公路项目的持续投入建设，预计未来对外部融资的依赖仍较强。

2024年1~3月，公司经营净现金流7.99亿元，投资净现金流-10.03亿元，筹资净现金流8.88亿元。

图表 26 公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 偿债能力

近年公司流动比率和速动比率持续下滑。2022年，公司流动资产随着货币资金用于项目建设以及一年内应收的融资租赁款大幅减少而减少，流动负债受部分长期借款转入影响增加，公司流动比率和速动比例均有所下滑，经营性净现金流对流动负债保障程度增强，截至2022年末，公司未受限货币资金期末余额25.52亿元，短期有息债务18.65亿元，账面资金对短期有息债务覆盖程度较好。2022年EBITDA对利息的倍数为3.47倍，有所减弱；全部债务/EBITDA上升。2023年，随着公司对项目的投入建设以及非流动负债的到期，流动比率和速动比率仍有所下降，同时随着债务的大幅增长利息支出有所增加，EBITDA对利息的覆盖程度有所下降。

图表 27 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2021 年末	2022 年末	2023 年末
流动比率	192.81	101.99	65.60
速动比率	190.99	101.22	63.70
经营现金流流动负债比	45.44	51.6	51.36
EBITDA 利息倍数	4.82	3.47	2.70
全部债务/EBITDA	5.18	7.71	10.09

资料来源：公司提供，东方金诚整理

以2023年末数据为基础，公司短期债务规模为33.64亿元，未受限货币资金19.83亿元，未能覆盖短期有息债务。2023年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为17.44亿元；公司经营净现金流为32.30亿元，投资净现金流为-19.78亿元，筹资活动前净现金流无法对短期有息债务保障形成助力。截至2023年末，公司合并口径的银行授信总额为793.87亿元，

未使用额度 460.45 亿元，备用流动性较充足。考虑未使用银行授信较为充足及股东等相关各方的外部支持，预计可对公司短期有息债务偿还提供保障。

### 过往债务履约和其他信用情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2024 年 3 月 18 日，公司本部未结清贷款中不存在关注及不良类记录，已发行到期债券均已按时兑付，存续期债券付息情况正常。

### 外部支持

公司控股股东蜀道集团是四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，公司作为其下属重要的上海证券交易所与香港联交所挂牌上市的大型交通基础设施建设类企业，未来将在债务担保、项目资源、业务扩展等方面得到股东的大力支持

公司控股股东蜀道集团是 2021 年 5 月 28 日通过重组整合四川交投和四川铁投以新设合并方式组建的大型省属交通企业，定位为四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，发挥国有资本在交通产业领域的战略支撑作用。截至 2023 年末，蜀道集团累计投资运营高速公路里程超 1.08 万公里，其中建成通车超 7500 公里，约占全省的 77%，在建超 3200 公里、约占全省的 81%；投资运营铁路里程超 6400 公里，其中建成通车约 4700 公里、约占全省的 71%，在建超 1800 公里、约占全省的 76%，在四川省内交通运营领域具有垄断优势。此外，蜀道集团通行费收入主要集中在少数路段，主要包括隶属于成渝公司的成渝高速、成雅高速和成仁高速，隶属于四川成南高速公路有限责任公司（以下简称“成南公司”）的成南高速、南武高速、遂渝高速，隶属于川高公司本部的绵广高速和广陕高速以及隶属于四川雅西高速公路有限责任公司（以下简称“雅西公司”）的雅西高速。以运营公司为单位统计，上述三家运营公司 2022 年实现通行费收入合计 72.83 亿元，占通行费总收入的比重在约 30%。同时蜀道集团依托主业，积极拓展工程施工、商品贸易、能源销售和其他板块业务，多元化战略布局使得其综合抗风险能力很强。

图表 28 2023 年末蜀道集团情况（单位：亿元、%）

公司名称	总资产	净资产	负债	营业收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额
蜀道集团	13375.53	4048.89	9326.65	2504.59	69.21	121.23

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司作为蜀道集团下属重要的上海证券交易所与香港联交所挂牌上市的大型交通基础设施建设类企业，是四川省重要的交通基础设施投资建设运营和管理主体，所辖路产包括四川与重庆、贵州、云南的出省通道以及连通成都与省内重要城市的区域通道，同时所辖路产属于蜀道集团主要通行费收入来源，公司在债务担保、项目资源、业务扩展等方面获得股东及相关方的大力支持。

债务担保方面，截至 2023 年末，蜀道集团为公司提供担保 121.83 亿元，主要为蓉城二绕公司的银团贷款、保债计划、融资租赁等提供担保。

项目资源方面，2023 年 2 月，公司从蜀道高速收购蓉城二绕公司 81% 股权，从路桥集团收

购蓉城二绕公司 19%股权，蜀道高速、蜀道集团对蓉城二绕公司每个会计年度净利润金额进行业绩承诺及未达业绩承诺的业绩补偿。

业务扩展方面，公司作为蜀道集团下属主要负责绿色能源的主体，在蜀道集团路网内运营 140 座充电站，其中超级充电站 4 座，高速公路充电桩数量突破 1000 根，规模居四川第一。

公司作为蜀道集团下属重要的高速公路投资建设运营和管理主体，预计未来公司仍将在债务担保、项目资源、业务扩展等方面得到股东及相关各方的大力支持。

## 抗风险能力及结论

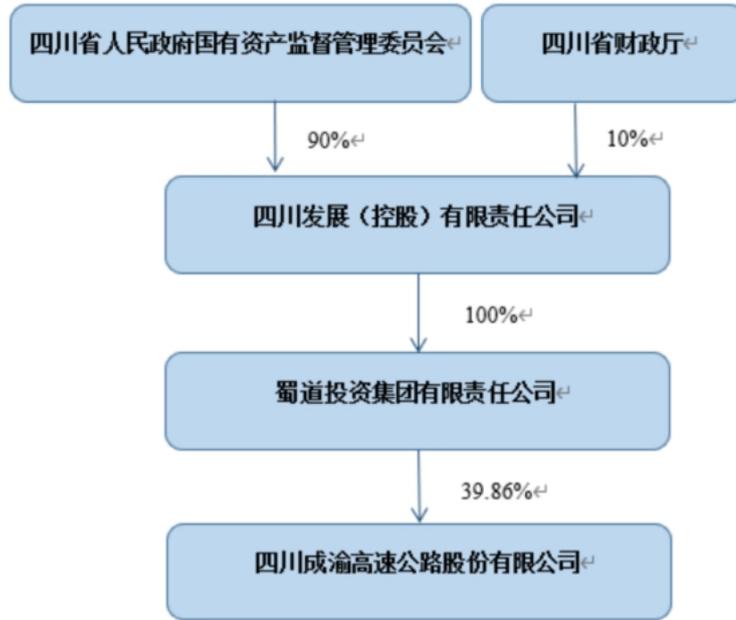
四川省为承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚南亚东南亚的重要交汇点和交通走廊和交通强国试点省份，近年经济实力继续增强，为公司主营业务发展提供了良好的外部环境；公司是四川省重要的交通基础设施投资建设运营和管理主体，公司运营高速公路约 858 公里，所辖路产包括四川与重庆、贵州、云南的出省通道以及连通成都与省内重要城市的区域通道，相关公路重要性较高，省内市场竞争力强；2023 年公司新增成都第二绕城高速公路西段路段，未来随着成乐高速和天邛高速完工，公司运营里程将继续增加，推动收入和利润规模保持增长；公司销售业务依托已有的高速公路展开，收入主要来源于加油站业务、油品直销及 LNG 销售，对营业收入及利润仍形成有益补充；

同时东方金诚关注到，截至 2023 年末，公司受限资产规模为 478.41 亿元，占资产总额比重为 82.97%，为净资产 2.87 倍，受限比例高，资产流动性较弱；公司在建项目尚需投资规模较大，对外部融资依赖较强，存在一定资金支出压力；随着蓉城二绕公司纳入合并范围及存量高速贷款的增加，2023 年公司有息债务规模大幅增加，债务负担加重。

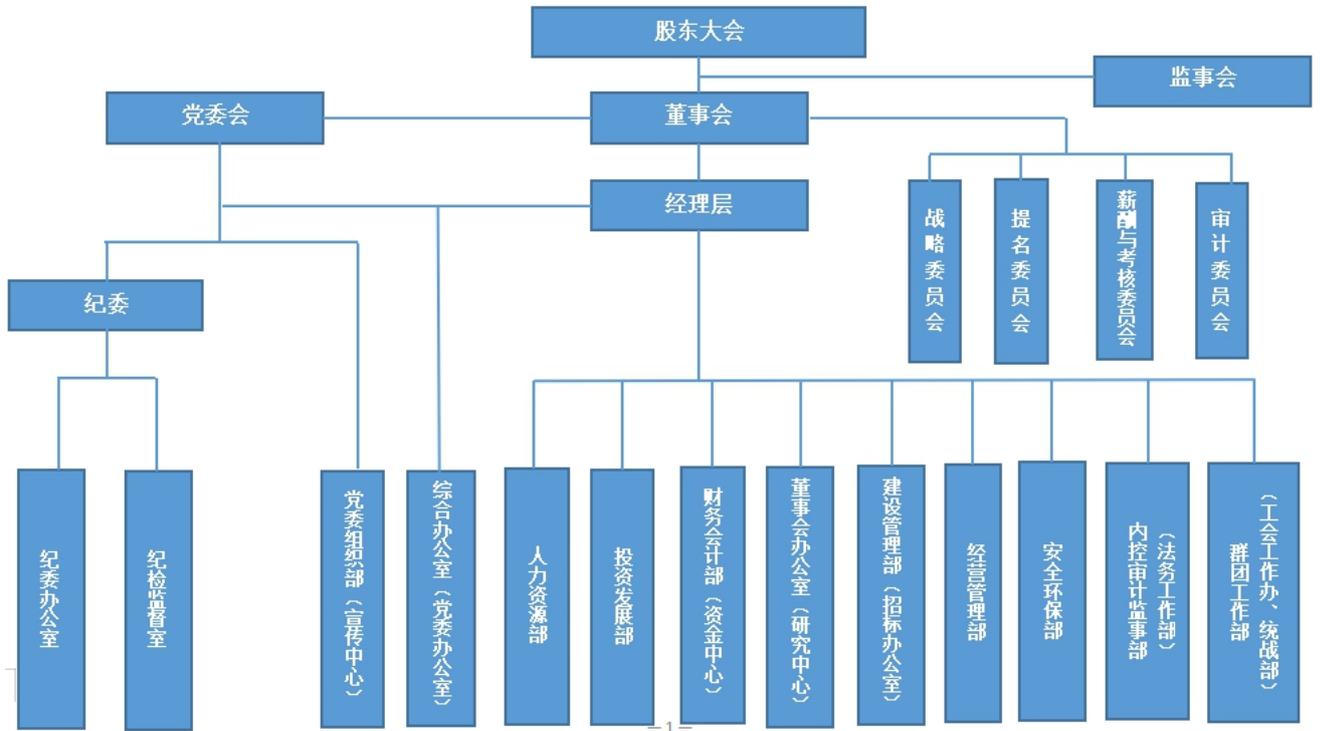
控股股东蜀道集团是四川省重要的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，作为蜀道集团下属重要的 A+H 股上市大型交通基础建设企业，公司将在债务担保、项目资源、业务扩展等方面得到股东的大力支持。

综上所述，东方金诚评定公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；本期债券信用等级为 AAA。

附件一：截至 2024 年 4 月末公司股权结构图



附件二：截至 2024 年 4 月末公司组织结构图



### 附件三：公司主要财务数据和财务指标

项目名称	2021年	2022年	2023年	2024年3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	407.29	402.57	576.59	589.57
所有者权益 (亿元)	184.48	187.21	166.73	170.85
负债总额 (亿元)	222.81	215.37	409.86	418.71
短期债务 (亿元)	14.42	18.65	33.64	34.29
长期债务 (亿元)	183.92	172.96	342.93	355.56
全部债务 (亿元)	198.34	191.61	376.58	389.84
营业收入 (亿元)	90.95	99.08	116.52	20.12
利润总额 (亿元)	22.83	10.84	15.65	4.92
净利润 (亿元)	19.46	8.12	12.62	4.07
EBITDA (亿元)	38.27	24.86	37.33	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	15.75	20.09	32.30	7.99
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-15.60	-34.84	-19.78	-10.03
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	6.42	1.91	-18.57	8.88
毛利率 (%)	25.83	18.12	25.15	41.35
营业利润率 (%)	24.84	17.88	24.90	40.87
销售净利率 (%)	21.39	8.19	10.83	20.20
总资本收益率 (%)	6.61	3.26	4.05	-
净资产收益率 (%)	10.55	4.34	7.57	-
总资产收益率 (%)	4.78	2.02	2.19	-
资产负债率 (%)	54.70	53.50	71.08	71.02
长期债务资本化比率 (%)	49.92	48.02	67.29	67.48
全部债务资本化比率 (%)	51.81	50.58	69.31	69.47
货币资金/短期债务 (%)	266.31	136.81	58.94	77.77
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	0.08	-7.70	3.33	-
流动比率 (%)	192.81	101.99	65.60	90.35
速动比率 (%)	190.99	101.22	63.70	86.26
经营现金流动负债比 (%)	45.44	51.60	51.36	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.82	3.47	2.70	-
全部债务/EBITDA (倍)	5.18	7.71	10.09	-
应收账款周转率 (次)	33.09	49.37	47.35	-
销售债权周转率 (次)	31.07	31.87	32.61	-
存货周转率 (次)	5.06	174.18	116.37	-
总资产周转率 (次)	0.22	0.24	0.24	-
现金收入比 (%)	80.26	68.38	65.16	101.49

#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

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

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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

注：除 AAA 级和 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。

## 短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
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，安全性易受不良环境变化的影响。
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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“四川成渝高速公路股份有限公司2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露，在该债项交易场所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易场所网站公告披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年5月10日