



四川成渝高速公路股份有限公司
SICHUAN EXPRESSWAY CO.,LTD

2006年四川成渝高速公路股份有限公司 短期融资券信用评级报告

沪远证评(2006)024号

信用级别：**A-1**级



上海远东
资信评估

地址：上海市大连路990号10幢9F

邮编：200092

电话：0086-021-61428000（总机）

传真：0086-021-61428111

网址：www.fareast-cr.com

电子信箱：fareast@fareast-cr.com

上海远东资信评估有限公司

SHANGHAI FAR EAST CREDIT RATING CO.,LTD

二〇〇六年六月八日

2006年四川成渝高速公路股份有限公司15亿元短期融资券信用评级报告

评级主体：四川成渝高速公路股份有限公司

短期信用：A-1

评级结果释义：还本付息能力最强，安全性最高

主要财务指标

人民币：百万元	2003	2004	2005
营业额	1014.55	947.98	1,007.89
EBIT	316.88	365.16	408.01
总债务	2,024.24	2,573.23	2,325.82
净债务	1,378.86	1,694.38	1,581.85
资本总额	7,062.84	7,655.34	7,535.19
毛利率 (%)	43.52	51.31	56.78
EBIT 收益率 (%)	31.23	38.52	40.48
EBIT 利息偿付 (x)	3.10	3.07	3.24
净债务/EBITDA (x)	2.42	2.96	2.47
总债务/资本总额 (%)	28.66	33.61	30.87

注：2003-2005年数据来源为境内审计报告；表中数据计算公式参见附录二。

分析员：周顺华 杨福祥

评级机构：上海远东资信评估有限公司

电话：0086-021-61428000（总机）

传真：0086-021-61428111

网址：www.fareast-cr.com

E-mail：fareast@fareast-cr.com

注：本报告表述了远东资信对本期债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本债券。报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东资信不对引用资料的真实性负责。

评级观点

上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）受四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“成渝高速”或“公司”）委托对其2006年拟发行的15亿元短期融资券进行信用评级，评级结果为A-1级，该评级结果主要是基于以下观点：

- 国家产业政策的支持、西部经济持续稳定的增长以及区域汽车保有量的快速增长为公司提供了良好的经营环境及发展空间；交通收费标准的调整对公司盈利能力产生良好的推动作用。
- 收购成雅高速公路股份有限公司剩余37.63%股权的行为将使得公司的主业更为突出，有利于提升核心竞争力，巩固市场地位，并使公司保持良好的成长性。
- 公司道路养护以主动预防性为主，并加强对突发事件的管理工作，有利于提升主营业务竞争优势。
- 公司货币资金存量较为充裕，资产流动性较好，具备良好的财务弹性，主营创收能力较强，经营性现金净流量充沛且逐年递增，对短期债务偿付提供了有力保障。
- 随着成渝高速公路的大修整治结束，车流量的回升和日常养护成本的下降提升了其利润空间，成雅高速日益凸显的区位优势也使其未来前景看好。

上海远东资信评估有限公司同时关注四川成渝高速公路股份有限公司本次短期融资券评级中的风险因素：区域内其他运输方式特别是铁路运输和即将建成的遂渝高速对成渝高速公路的分流影响，以及收购成雅高速公司对公司近期财务情况的影响。

特别风险提示：

- 高速公路的建设经营具有较强的政策性,有关高速公路的各项政策的出台或修改将对公司的运营产生一定影响;
- 恶劣气候条件及某些自然灾害等不可预见性客观因素将会对公司的高速公路营运状况产生不利影响;
- 目前运营区域覆盖范围内的铁路、航空、水运和其他公路均对公司主营业务形成一定竞争,成都-遂宁-重庆的铁路运输方式以及将在 2007 年左右建成通车的遂渝高速公路都会对成渝高速公路车流量产生一定的分流。

公司概况

四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“成渝高速”或“公司”）成立于1997年8月19日，是中国西部唯一的基建类H股（0107，HK）上市公司。公司总股本为25.58亿股，其中国家股16.63亿股，由四川高速公路建设开发总公司（以下简称“川高公司”）^①与华建交通经济开发中心（以下简称“华建中心”）^②分别持有，各占总股本的39.3%和25.7%；H股（境外公众股）8.95亿股，占35%。公司的实际控制人系四川省交通厅。

公司通过控股、参股方式已分别投资四川成雅高速公路股份有限公司（以下简称“成雅高速”）、成都城北出口高速公路有限公司、成都机场高速公路有限责任公司等高速公路公司（参见图表1）。

公司现有资产主要为成渝、成雅和城北等3条高速公路（参见图表2），具体情况如下：

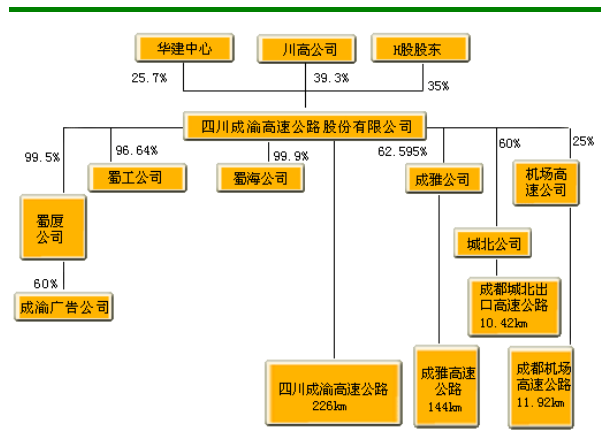
1、成渝高速公路全长340公里，起于成都五桂桥，止于重庆陈家坪，其四川段全长226公里，全线双向4车道。1997年经四川省政府和交通部批准，公司获准以收费公路的方式经营成渝高速公路四川段，经营权为期30年；

2、成雅高速公路起于成都市二环路永丰立交桥，止于雅安市对岩，途经成都市高新区、双流、新津、彭山、眉山、邛崃、蒲江、名山、雅安九区市县，全长144.205公里，其中含成都连接线5.976公里，雅安连接线3.526公里，成都起点至彭山青龙场段42.2km为双向六车道；其余路段为双向四车道。1996年12月6日正式开工，2000年1月1日试行收取车辆通行费，2004年6月25日通过了交通部组织的竣工验收，收费期限为2000年1月1日至2029年12月31日止；

^①川高公司成立于1993年，注册资本为8.74亿元，1996年4月经四川省人民政府批准为“大一型”企业，代表四川省交通厅对全省控股高速公路股份公司进行“建、管、养、营”一体化经营管理的总公司，归口四川省交通厅管理，是四川省交通厅直接领导下的国有特许经营企业。在交通厅授权范围内，主要承担四川省高速公路建设资金筹集、参股、控股，按照建设资金有偿使用、经营回收、滚动发展的原则，对经国家批准的经营性高速公路进行建设和收费经营管理。

^②华建中心是经交通部批准，于1993年12月注册设立的国有企业。主要发展方向和经营宗旨是：逐步发展成为国内最大的集投融资为一体的国有投资控股、参股的资产经营公司。按照国家对公路、桥梁、水运、港口等交通发展规划，在国家规定的范围内，对公路、桥梁、水运、港口等交通基础设施及相关项目进行投资、开发、建设和经营管理，保证国有资产保值增值。主要资本运营包括：1. 经营管理交通部授权有偿使用的专项资金、对交通基础设施建设项目（含其他配套项目，下同）的投资、参股；2. 经营管理交通部授权的原由中央财政性资金和专项资金建成的交通基础设施转让经营权和合资、合作经营及重组上市发行股票等项目；3. 以上述交通基础设施项目中属于中央所有者权益的收益，对交通基础设施项目进行再投资。4. 经国务院批准，今后中央投资交通基础设施形成的经营性资产和相应权益，继续委托华建中心管理。

图表1 成渝高速股权结构图



资料来源：公司2005年年报

3、城北出口高速公路全长 10.35 公里（其中城市高架桥长 2.7199 公里），采用高速公路技术标准进行设计，路基宽 34.5 米，双向六车道，于 1997 年 4 月 1 日开工，1998 年 11 月 30 日竣工，同年 12 月 21 日正式通车。收费期限为 1998 年 12 月 21 日至 2024 年 6 月 30 日；

截至 2005 年 12 月 31 日，公司管理的高速公路里程已近 400 公里，总资产约人民币 77.05 亿元，是我国西部高速公路行业中资产规模最大的公司之一，净资产为 50.10 亿元，全年实现主营业务收入 10.08 亿元，利润总额 2.95 亿元，净利润 2.53 亿元。

图表 2 公司所辖高速公路基本资料

路段	里程 (公里)	整体开始 营运日期	经营 截至日期	收费站 数目	本公司 拥有权益
成渝高速公路	226	1995 年 7 月	2027 年 10 月	15/封闭	100%
成雅高速公路	144	2000 年 12 月	2029 年 12 月	15/封闭	62.595%
城北出口高速公路	10.42	1998 年 12 月	2024 年 6 月	1/封闭	60%

资料来源：公司 2005 年年报

运营环境分析：

尽管高速公路保持着较高的发展速度，但现有高速公路仍不能满足社会发展的需要，未来的发展前景向好

交通运输行业属于国民经济发展的基础性行业，是连接国民经济各个部分的纽带，而高速公路的运输能力、速度和安全性方面在交通运输行业中具有突出优势，对于稳定发展国民经济、提高综合国力具有重要作用。随着国民经济的快速发展，物流、人流、商品流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切，高速公路发挥的作用也越来越明显。

高速公路的建设和发展是国家经济发展水平的风向标，加快高速公路建设是我国经济社会发展的需要。“十五”期间我国累计完成交通建设投资 21957 亿元，年均增长 18.7%，超过建国以来 51 年的投资总和，是“九五”期间完成投资的 1.92 倍。其中公路建设完成 19505 亿元，是“九五”时期的 2 倍。新建公路 35 万公里，其中高速公路 2.47 万公里，超过 2000 年以前的高速公路长度总和，到 2005 年末总里程达到 4.1 万公里，位居世界第二位。

然而，我国公路基础设施仍处于总量不足、密度偏低的状态，现有高速公路远远不能满足社会经济发展的要求。2004 年底国务院审议通过了《国家高速公路网规划》。根据规划布局（参见图表 3），我国在未来 30 年内拟投资 2 万多亿元人民币建设高速公路网。规划总体上贯彻了“东部加密、中部成网、西部连通”的布局思路，建成后可以在全国范围内形成首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市的高速公路网络。随着高速公路网络的加快建设及其进一步完善，我国公路运输方式的发展速度将快于整个交通运输行业的发展速度，高速公路面临着良好的发展前景与广阔的市场空间。

行业特点与管理体制决定了高速公路行业进入壁垒较高，特许经营协议以及强大的股东背景为公司运营提供了较好支持

高速公路行业属于资本密集型行业，基础设施建设初始投资大，资产流动性弱，投资回收期长，具有一定的行业进入壁垒。同时，公路作为准公用物品的属性与行业管理体制的特点，进一步强化了高速公路行业的进入壁垒：公路具有很强的社会公益性，公路建设的规划决策、立项审批以及征地动迁等各项环节都体现了政府意志与行为；收费公路的转让、审批收费年限、通行费收费标准等方面的审批、管理权限由各省级行政区划的交通主管部门掌握；高速公路日常经营所享受的税收政策、政府补贴有赖于政府给予的政策支持，因此需要高速公路的投资经营方具备与政府的良好关系与有效的沟通渠道。

为保证高速公路获得稳定的收入来源与投资回报，各地政府普遍采用特许经营的方式限制当地的高速公路运营企业的数量，从而使该类企业在一定区域内处于垄断经营地位，并在一定时期内缓和了该类企业所面临的外部竞争及冲击。特许经营协议通常包括地方政府对限制竞争、收费定价、项目收购/建设等方面的承诺，体现了地方政府对当地高速公路运营公司长期、大力的政策支持。目前，我国主要高速公路运营公司的实际控制人大多为各省级行政区划的交通主管部门，其股东在当地公路事业发展中居于主导地位。根据《收费公路管理条例》中所体现“以发展非收费公路为主”的政策基调，可以预计未来收购新的、质地优良资产的难度将显著增大。在此背景下，高速公路运营公司所获得的政府支持，对其持续经营能力与后续发展空间的影响亦将更加显著和深刻。

公司的大股东川高公司归口四川省交通厅管理，在交通厅授权范围内，主要承担四川省高速公路建设资金筹集、参股、控股，按照建设资金有偿使用、经营回收、滚动发展的原则，对经国家批准的经营性高速公路进行建设和收费经营管理，是代表四川省交通厅对四川省控股高速公路股份公司进行“建、管、养、营”一体化经营管理的总公司。目前成渝高速的主要资产均位于四川省境内，作为四川省最大的交通基础建设项目公司之一，基于增强发展潜力、提高盈利水平的考虑，未来将收购或者参股一些优质交通项目资产，其收购对象将主要集中于四川省内。由于四川省政府在公路的建设规划与收费标准的制定上都起着主导作用，公司大股东与四川省省政府的紧密联系为公司的运营提供了一定的支持。

区域经济与高速公路具有良好的互动效应，西部大开发促进了西部经济的快速发展，也必将带动高速公路交通量的快速增长；同时，区域汽车保有量的急剧增加，将持续带动路面交通流量的大幅增长，是公司主营业务收入的重要保证

区域经济与高速公路具有良好的互动效应：一方面，区域经济的活跃程度和经济总量的规模决定着当地高速公路行业的发展速度和成长空间；区域人口数量、发展速度、经济特色与产业结构对当地高速公路的通行流量、车型结构及经营特点产生深刻影响；另一方面，高

速公路的快速发展提高了沿线区域的综合运输能力,有利于缓解交通瓶颈对区域经济发展的制约,改善商品流通环境,带动对交通基础条件依赖性强的产业的快速发展,进而影响区域经济的发展格局,促进高速公路产业带的结构调整,进一步推动沿线区域经济的持续发展。

“十五”期间我国国内生产总值呈稳定增长态势,2001年至2005年国内生产总值增长速度分别为8.3%、9.1%、10.0%、10.1%和9.9%。受西部大开发的影响,西部绝大多数省份经济的发展速度高于国内平均发展速度(参见图表3)。由于高速公路建设与经济发展存在相互促进的关系,高速公路沿线经济的快速发展也将促进高速公路交通量的快速增长。

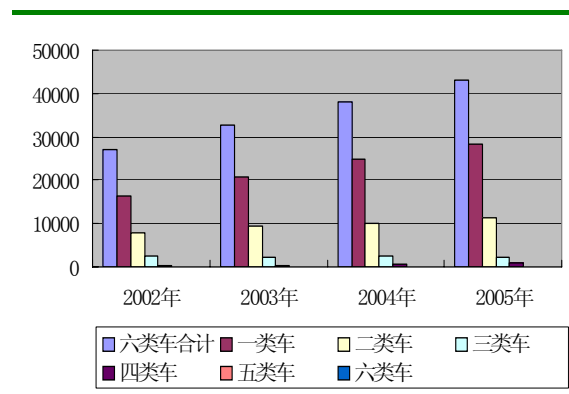
图表3 西部十二省生产总值及增长率

地区	生产总值(亿元)						增长率(%)					
	2005	2004	2003	2002	2001	2000	2005	2004	2003	2002	2001	2000
重庆	3069.1	2665.4	2250.1	1971.3	1749.8	1589.3	11.5	12.2	11.4	10.3	9	8.5
四川	7385.1	6556	5456.3	4875.1	4421.8	4010.3	12.6	12.7	11.8	10.6	9.2	9
贵州	1942	1591.7	1344.3	1185	1084.9	993.5	11.5	11.4	10.1	9.1	8.8	8.7
云南	3472.34	2920	2458.8	2232.3	2074.7	1955.1	9	10.8	8.6	8.2	6.5	7.1
西藏	250.6	200	184.6	161.4	138.7	117.5	12.2	12.3	12.1	12.9	12.8	9.4
陕西	3674.75	2883.5	2398.6	2036	1844.3	1660.9	12.6	12.9	10.9	9.7	9.1	9
甘肃	1928.14	1558.9	1301.1	1161.4	1072.5	983.4	11.7	11	10.1	9.4	9.4	8.7
青海	543.2	465.7	390.2	341.1	301	263.6	12.2	12.3	12.1	12.4	12	9
宁夏	599.4	460.3	384.9	329.3	298.4	265.6	10.3	11	12.2	10.2	10.1	9.8
新疆	2609	2203	1849.8	1598.3	1485.5	1364.4	10.9	11.1	10.8	8.1	8.1	8.2
内蒙	3822.77	2700	2092.9	1734.3	1545.8	1401	21.6	19.4	16.3	12.1	9.6	9.7
广西	4063.3	3320.1	2733.2	2455.4	2231.2	2050.1	12.7	11.8	10.2	10.5	8.2	7.3

资料来源:《中国统计年鉴》及2004年、2005各地统计公报

机动车特别是私人汽车的保有量与经济活跃程度、经济增长速度、人均GDP水平及GDP增长率有着密切的关系,四川省为西部地区第一大经济强省,近三年的生产总值都以11%以上的增速在增长,而成渝高速公路四川段所覆盖的成都、资阳、内江、自贡、宜宾、泸州等城市的经济发展速度在四川省都处于中上水平。随着四川经济的增长,各种类型的机动车保有量增长速度较快。根据四川省情与政策网统计资料,2005年底,四川省机动车保有量为472.19万辆,比上

图表4 成渝高速2002年-2005年站口出站日均交通流量表



资料来源:公司提供资料,远东资信整理

年增长 10.81%，净增 46.06 万辆，比 2004 年 8.47% 的增幅高 2.34 个百分点；四川民用汽车保有量达 147.05 万辆，比上年净增 20.27 万辆，增幅达 15.99%。预计未来几年内四川省的机动车保有量仍将保持高速增长的趋势。公司核心资产成渝高速公路四川段连接的重庆市，其经济亦呈高速发展态势，近三年的生产总值也都在 11% 增幅以上，机动车保有量亦呈高速增长态势。由于区域经济景气程度及机动车保有量的上升，成渝高速公路四川段日均交通量逐年上升（参见图表 4）。

远东资信认为，高速公路为沿线地区带来显著的经营效益，而区域经济的快速发展及机动车保有量的增加也为成渝高速的业务带来了良好的发展空间。

公司运营分析：

现阶段对龙泉山隧道整治工作对成渝高速公路的收费情况影响较小，而 2006 年收费标准的调整对其主营业务增收具有积极的推动作用

目前，成渝高速公路四川段的龙泉山隧道进出口上坡路段实际通行能力小于设计通行能力，车辆爬坡速度缓慢经常造成交通堵塞，成渝高速决定对该路段（成渝高速公路 18km+500m—22km+70m）进行综合整治，增设约 4 公里的爬坡车道，上坡一侧将由现在的 2 车道变为 3 车道，该路段交通拥堵的状况有望在 2006 年 10 月之前得到有效缓解。由于公司在龙泉山隧道道路畅通方面做了充足准备，在龙泉山隧道整治阶段，对成渝高速公路 2006 年整体的交通流量影响不大。

图表 5 成渝高速公路四川段收费标准调整前后对比表

执行时间	车辆分类	车型分类标准	收费基价 (元/车/公里)
1997.7-2005.1	一类客货车	≥10 座客车、≥1 吨货车	0.32
	二类客货车	11 座-30 座客车、1 吨-3 吨货车	0.64
	三类客货车	31 座-50 座客车、3 吨-5 吨货车、30 卧以下卧铺车	1.28
	四类客货车	51 座客车<、5 吨-10 吨货车、30 卧以上卧铺车	2.4
	五类客货车	10 吨-15 吨货车	4
	六类客货车	15 吨-25 吨货车	5
2005.1-2006.4	一类客货车	≥8 座客车、≥1 吨货车	0.32
	二类客货车	9 座-30 座客车、1 吨-3 吨货车、20 卧以下卧铺车	0.64
	三类客货车	31 座-50 座客车、3 吨-5 吨货车、21-30 卧卧铺车	1.28
	四类客货车	51 座客车<、5 吨-15 吨货车、31 卧以上卧铺车	1.92
	五类客货车	15 吨-25 吨货车	2.56
2006.4 至今	一类客货车	≥7 座客车、≥2 吨货车	0.35
	二类客货车	8 座-19 座客车、2 吨-5 吨货车、	0.7

三类客货车	20座-39座客车、5吨-10吨货车、20英尺集装箱车	1.05
四类客货车	40座客车以上、11吨-15吨货车、40英尺集装箱车	1.4
五类客货车	15吨以上货车	1.75

资料来源：公司提供资料，远东资信整理

2004年交通部和发改委发文下调15吨以上及20吨以上货车通行费用，并于2005年1月1日起在全国所有收费路段强制实行，受此影响，成渝高速公路的收费标准由六类变为五类，其中对一二三类车做了微调，五六类车做了大幅调整，而成渝高速公路通行的车辆以一二三类车为主，2002年至2004年日均站口出站交通流量前三类客货车分别占总出站量的99.21%、98.96%和98.85%，其他类车辆所占比例相对较小，因此这次收费调整对其主营收入影响较小。

2006年4月四川省调整高速公路车辆通行费标准，其中成渝高速公路从0.32元/吨公里调整为0.35元/吨公里，成雅高速公路104公里四车道从0.28元/吨公里调整为0.35元/吨公里，42.2公里六车道从0.35元/吨公里调为0.45元/吨公里。成渝高速公路因调整幅度不大以及自身道路技改工程影响，增收效果一般，但成雅高速公路因调整幅度大增收效果明显，2006年4、5月份通行费收入比去年同期分别增长了28%和35%。同时根据四川省交通厅治超工作会议精神，2006年将在四川省高速公路上全面推行货车计重收费工作，对公司主营收入的增加将产生较好的推动作用。（参见图表5）

道路养护以主动预防性为主，并加强对突发事件的管理工作，有利于公司主营业务持续稳定发展

高速公路的畅行是高速公路运营的基础，道路养护和道路突发事件的处理是保证道路畅通工作的根本。成渝高速公路作为四川省第一条高速公路，经过多年的运营，路面病害有所加剧，公司按轻重缓急原则，提高大中修工程质量，重点做好预防性养护，积极推进新工艺、新材料、新技术运用，提高了养护维修的及时性和工程质量，减少对行车的干扰。2006年公司工程养护计划投入约为36928.7万元，其中主要为技改工程（2005年已招标工程：基层翻修9.4延公里，中修罩面31延公里；路面改造工程、翻修等）21800万元、公路工程（石盘立交改造扩建、龙泉立交桥匝道价款等）1270万元、中修工程（路面修补、大桥维修、路面积水处理等）7378万元、小修工程（公路及配套设施小修保养、清扫保洁等）587万元。从2006年养护工作计划来看，公司以主动预防性养护为主，养护资金安排合理，使其公路养护工作进入良性循环中。同时，公司通过高速公路养护维修技术改造，逐渐探索出符合自身的较好道路维修技术改造方案，在一定程度上降低了养护成本。

在突发事件应急处理方面，公司建立了“联勤联动”机制，有效发挥交通执法、高速交警、公司路产管护的综合管理手段，确保了成渝高速公路的安全畅通。同时，公司制订了《成渝高速公路重特重大事故及自然灾害应急预案（试行）》，设应急处理总指挥部、总指挥部办公室和应急处置小组。工作原则为以人为本，先人后物；安全第一，保畅疏堵；统一领导，

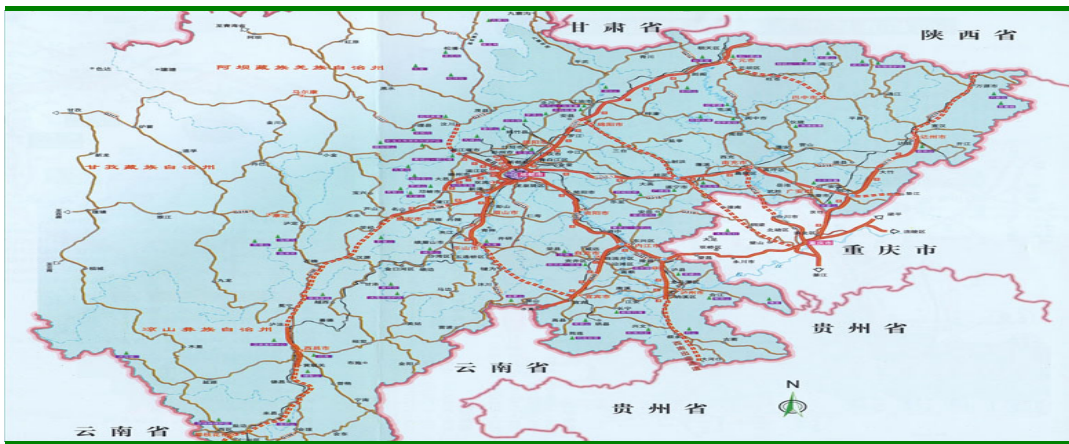
分级负责；快速反应，协同应对。此预案的试行，有利于确保公司迅速有效地处理各类重、特大事故及重大自然灾害，保障成渝高速公路安全、畅通、高效的运行。

区域内现已建成的铁路网络及即将建成的遂渝高速公路将对成渝高速公路直达客货运产生一定的分流作用；收购成雅高速公司使得公司主业更为突出，并为其后续的路网拓展战略奠定了良好基础

从成都与重庆之间客货运情况来看，主要运输方式以公路与铁路为主，随着连接两地铁路线的加密，铁路可能对成渝高速公路车流量增长产生一定的抑制作用。目前成都与重庆之间的遂渝铁路与达成铁路相连后，使成都至重庆的铁路运营长度变为 300 多公里，比老成渝铁路缩短运距 200 公里，运行时间减少 7 个多小时。2006 年 1 月遂渝铁路货运试运营，2006 年 5 月 1 日遂渝铁路正式开行旅客列车，成都到重庆时间将从近 11 小时缩为不到 5 小时。在成渝直达交通运输时间上，与铁路相比成渝高速公路的优势在减小，因此，遂渝铁路的开通对成渝高速公路直达客货运产生一定的分流影响。

从其他高速公路来看，在建的遂渝高速公路（参见图表 6）全长 148 公里，自 2003 年 12 月开工建设，计划于 2006 年 12 月竣工，遂渝高速公路加上成南高速成都至遂宁段

图表 6 四川省高速公路分布图



资料来源：四川高速公路建设开发总公司网站

147 公里，成都到重庆的运距将缩短到 295 公里，比成渝高速公路全长缩短 45 公里，预计遂渝高速公路开通后，势必也将对成都与重庆之间直达的客货运产生一定的分流。

成渝高速公路四川段的客货车交通流量有 75% 左右来自高速公路沿线地区，而铁路与其他高速公路的分流影响主要体现在成都与重庆之间直达客货运方面，因此从成渝高速公路四川段整体的交通流量上看，铁路与其他高速公路对成渝高速公路的分流影响相对较小。

目前，成渝高速已基本完成成雅公司剩余 37.63% 的股权（由成都高速公路建设开发有限公司、雅安交通开发公司、成都城北出口高速公路有限公司、名山交通投资发展有限责任

公司等四家公司共同持有)收购事宜。^③成雅高速公路是国道 108 的重要组成部分，是成都通往乐山、宜宾、雅安、甘孜、凉山、攀枝花地区以及延伸通往云南省和西藏自治区的快速通道，根据四川省以及成雅高速沿线市县的交通规划，成雅高速区域内未来将有多条公路投入建设，其中雅攀高速公路和乐宜高速公路的开通将对成雅高速公路未来的交通量产生积极影响，具有良好的发展前景。(参见图表 7)

图表 7 四川成雅高速公路路网位置示意图



资料来源：公司提供资料

远东资信认为，收购成雅高速后，公司的主业将更为突出，整体核心竞争力得以增强，且为其后续的路网拓展奠定良好的基础。

财务分析

车辆通行费收入逐年递增，EBIT 收益率持续增长，整体盈利能力较好

公司的路桥资产质地优良，盈利能力较强。成渝高速成都段是 055、321 国道主干线的重要组成部分，沿线经过区域内资阳市、内江市、自贡市、宜宾市、泸州市等五个大中城市，成雅高速是 318 国道的重要组成部分，往南可连接 108 国道经凉山彝族自治州至攀枝花市，往西连接 317 国道至甘孜藏族自治州，由于成渝、成雅两条高速公路在成都市向省内周边地区路网辐射

图表 8 通行费收入构成及比例 单位：万元

通行费收入	2005 年	占比	较 2004 年增长
成渝高速	68622.6	69.11%	4.46%
成雅高速	23663.7	23.83%	11.97%
城北高速	7009.6	7.06%	27.94%
合计	99295.9	100.00%	

数据来源：公司年报

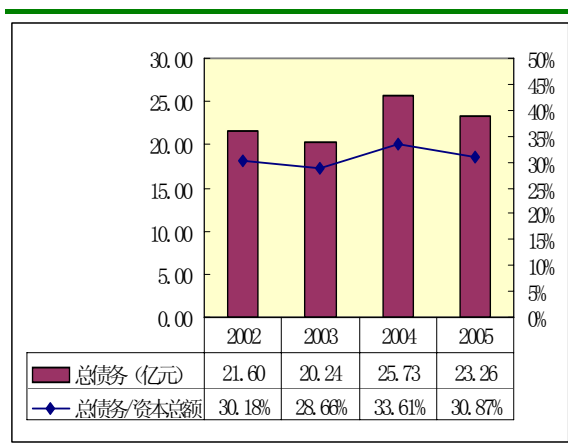
构建中具有主要的干道地位，其车辆通行流量日益增长，主营业务收入也相应逐年递增，2005

^③成渝高速已于五月底基本完成此次收购，香港联交所于五月二日正式批复同意豁免召开特别股东大会，由两位大股东签署即可；且转让/收购协议已经通过政府有关部门批准，目前正在办理工商登记工作。

年成渝高速的主营业务收入达到 10.08 亿元，同比增幅为 6.32%，当年的车辆通行费收入为 99295.93 万元，占全部主营收入的 98.52%。公司目前的主要通行费收入来源于成渝、成雅高速两项资产（见图表 8），其中成渝高速公路的通行费收入已成为公司的主要收入来源。

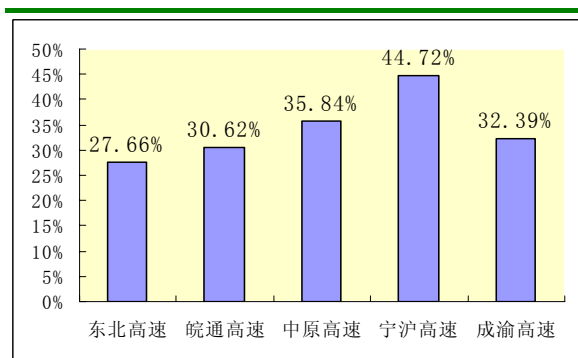
公司历年的 EBIT 表现较好，EBIT 收益率逐年增长，尽管 2005 年的管理费用因无形资产摊销和计提坏账准备两项因素影响而较上年上升 50.34%^④，但有效的成本控制使得公司实际的利润水平仍呈现良好的增长态势。

图表 9 2002 年-2005 年债务结构比较图



数据来源：公司 2002-2005 年年报

图表 10 2005 年同行业资产负债率水平比较图



数据来源：各公司 2005 年年报

发生过欠贷欠息的现象，具有良好的银企合作关系。公司拥有多家银行给予的充足授信额度，为其后续的资金需求提供了有力保障。^⑤

公司于 2006 年 5 月底基本完成了对成雅高速剩余 37.63% 股权的收购事宜，由于成雅高

债务规模控制合理，财务结构较为稳健，货币资金存量充裕，多元化的融资渠道对未来的资本性支出需求具有一定保障

随着主营业务的日趋成熟，良好稳定的利润实现能力使其净资产规模得以稳定增长，2002-2005 年净资产规模分别达到 45.42、47.12、48.60、50.10 亿元，公司近年来逐步削减银行债务^⑥，2005 年末公司的银行借款为 23.26 亿元，较上年 25.73 亿元同比下降 9.6%，公司总债务占资本总额比率较上年有所下降（见图表 9），目前 32.39% 的负债率水平在同行业中处于平均水平区间（见图表 10），财务结构较为稳健。

成渝高速货币资金存量较为充裕，2002-2005 年的货币资金在流动资产中占比分别为 70.87%、73.46%、94.35% 和 82.88%，公司信誉良好，未

^④ 城北公司大件路（改造）收费经营权从 2004 年 8 月开始摊销，2005 年因此较上年多摊销 758.94 万元；计提坏账准备 2626.35 万元，主要系省信托重组因素。

^⑤ 公司目前的银行债务为 23.26 亿元，公司（成渝高速）银行债务 2.7 亿元，主要债务形成来源于下属各控股子公司。

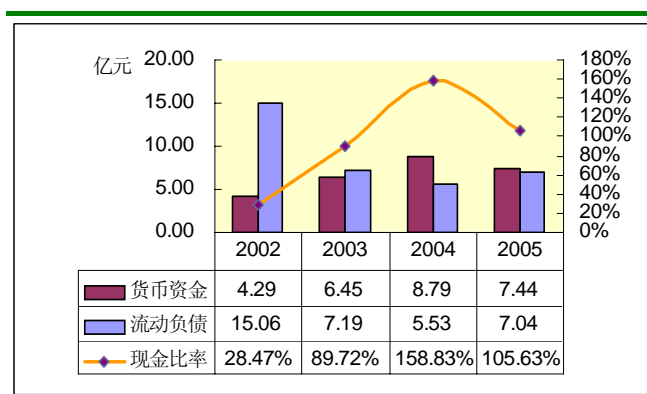
^⑥ 中国建设银行成都新华支行给予成渝高速一般额度授信 12 亿元（有效期 2005 年 1 月至 2008 年 1 月），截至 2005 年末，公司已用 0.84 亿元额度。

速公司注册资本较少，历年累计亏损较严重^⑦，收购股权所需的现金支出（约为 3.6 亿元）相对不高，而 2005 年成渝高速公司本部的年末货币资金余额达到 5.81 亿元，由此可见，公司自身的现金存量已足够完成此次收购。

总体而言，依托其良好的财务弹性和境外上市公司的直接融资功能，将为公司未来的资产购并和营运资金需求提供一定的保障。

资产流动性较好，经营性现金净流量充沛且逐年递增，为短期债务偿付提供了有力保障

图表 11 现金规模及现金比率比较



数据来源：2002-2005 年年报

公司的债务期限结构集中表现为以长期债务为主，公司的行业性质决定了其固定资产比重较大，相对而言，流动负债规模较小，流动资产中货币资金占比较高，存货和应收账款较小，周转速度快，资产流动性表现相对较好，现金存量对短期债务的偿付保障较好（见图表 11），通行费收入为主的特点决定了公司的经营收入几乎大部分以现金形式实现

现，公司主营业务创收能力较强，当年主营收入现金率为 101.52%，全部资产的现金回收率^⑧为 7.54%，经营性现金净流量与流动负债比率为 92.44%，在同行业内均处于较好水平。（见图表 12）

图表 12 同行业获取现金能力及短期债务偿付能力比较

	东北高速	皖通高速	中原高速	宁沪高速	成渝高速
全部资产现金回收率 (%)	6.18%	12.83%	15.41%	4.72%	7.54%
经营性现金净流量与流动负债比率 (%)	87.45	107.38%	153.2	17.77%	92.44%

数据来源：各公司 2005 年年报

公司近三年来的 EBITDA 分别为 5.70、5.72 和 6.41 亿元，呈现出稳中有升态势，良好的主营创现能力使其经营性现金净流量较为充沛，2002 年至 2005 年经营性现金流量净额分别为 4.94、4.96、5.69 和 5.81 亿元，但远东资信也注意到，由于西部经济开发起步较晚，且地区经济发展水平远低于沿海地区城市，加上成渝高速公路通车较早，当前的路面养护成

^⑦ 成雅高速公路实际完成的投资额约为 35.05 亿元，项目资本金 8 亿元，所占比例仅为 22.82%，未达到国家关于基本建设项目资本金应该不低于 35% 的有关规定；成雅高速历年来累计亏损较大，当年净资产规模仅为 2.82 亿元。

^⑧ 全部资产的现金回收率 = 经营活动产生的现金流量净额 / 总资产

本较高，使得其现金流增幅较小。2003 至 2005 年的增长幅度分别为 0.3%、14.82%和 2.07%，2004 年增幅大幅上扬的主要原因在于 2003 年非典疫情影响了当年的基数所致。

从成渝高速近年来的现金流入流出结构图可知（见图表 13），2005 年公司的日常运营资金开始更多地依靠主营业务创收支持而非筹资所得，表明其整体公路资产营运已进入收益期，而筹资现金流入占比的大幅下降，从另一个方面反映了公司开始依托营运资金回笼逐步清偿银行债务。

公司目前可预见的未来主要资金流出集中在成渝高速公路 13039.75 万元/年的资本性支出^⑤、收购成雅高速资金需求 3.6 亿元和成雅高速的银行债务偿还等三个方面，由前可知，目前成渝高速的资金存量足以满足成渝高速公路改造支出和成雅高速收购资金的需求，公司未来的主要资金压力来源于成雅高速的银行债务偿还，成雅高速 2005 年末银行债务 27.79 亿元，扣除成渝高速提供的股东方借款 7.23 亿元（本金 6.7 亿元、利息 0.53 亿元）和财政给予的国债转贷 2.07 亿元，实际银行借款 18.49 亿元，全部债务将于 2006-2009 年内到期，到期偿还金额依次为 4.4、3.8、4.39 和 5.9 亿元，届时公司将借助成渝高速公路、成雅高速公路自身的经营性现金净流入和适当的贷款展期方式来应对到期债务的偿付（见图表 14）。

图表 13 2002-2005 年成渝高速现金流入、流出结构一览

现金流入流出结构	2002	2003	2004	2005
经营性现金流入/现金流入	71.00%	42.26%	44.83%	82.32%
投资性现金流入/现金流入	4.64%	5.68%	4.87%	1.97%
筹资性现金流入/现金流入	24.36%	52.06%	50.30%	15.71%
经营性现金流出/现金流出	32.16%	24.42%	21.16%	32.53%
投资性现金流出/现金流出	30.45%	5.94%	9.68%	18.72%
筹资性现金流出/现金流出	37.38%	69.64%	69.16%	48.76%

数据来源：公司 2002-2005 年年报

图表 14 成渝高速未来三年现金净流入预测与到期债务规模比较图

单位：亿元	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
成渝高速经营现金净流量（预测值）	6.95	7.56	8.36	-
银行到期债务	4.40	3.80	4.39	5.90

数据来源：公司提供资料 远东资信整理

注：不考虑未来几年内的新增银行借款

远东资信认为：在短期内公司无较大规模资产购并行为的前提下，公司当前的优质资产对其短期债务的偿还提供了良好的保障。而随着成雅公司的全部资产债务被合并至成渝高速，原股东方借款将不再计算利息，加上此次 15 亿元的短期融资券如能成功发行，使得利息支出相应减少，将在一定程度上缓解成雅公司原有银行债务的偿付压力。依托成雅高速未

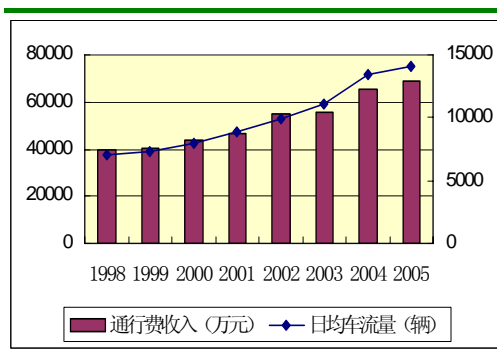
^⑤根据川发改交[2004]763 号《四川省发展改革委员会关于成渝高速公路公司对成渝高速公路进行路面技术改造工程的批复》批文精神，成渝高速公路 166.56 公里改造路段总投资支出 52159 万元，改造工期 4 年（2003-2007 年），平均每年的路桥资产投资为 13039.75 万元/年。

来经营期限内车流量的递增趋势[®]以及一、二类车辆收费标准上调等有利因素，成雅高速未来的通行费收入将有显著增长。

进入运营成熟期的成渝高速公路是公司远期利润的实现基础，收购成雅高速和车辆收费新标准的实施将进一步提升公司利润水平

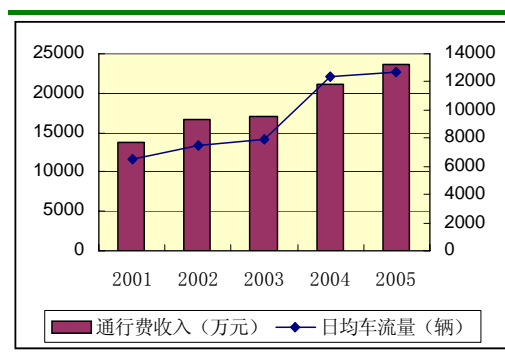
成渝高速公路交通流量及通行费收入稳步增长，但增长势头较之往年有所减缓，主要原因是成渝高速公路开通已达十年，日均交通量已由公司上市后次年（1998年）的7002架次

图表 15 成渝高速
日均交通流量与年通行费收入示意图



数据来源：公司历年年报

图表 16 成雅高速
日均交通流量与年通行费收入示意图



数据来源：公司历年年报

上升至现在的 14034 架次，已逐步进入到平稳增长的成熟期。由于成渝高速第一轮（2003-2007 年）大修整治在 2007 年扫尾，未来 2007-2008 年道路维修成本将有所下降，加上成渝高速道路大修整治期间对大型货车通行进行限制，完工后交通量也将有所回升，届时其收入及利润增幅均将有较大提升。

成雅高速公路整体开通 5 年来，交通量及通行费收入呈逐年显著上升趋势。2005 年，成雅高速公路经营状况依然良好，交通量已较整体开通初年（2001 年）增长约 95%。这主要是得益于四川地方经济的发展及川西自然生态和民族风情旅游的升温。为了加快国家高速公路建设，交通部已将四川雅安—石棉—泸沽

图表 17 新旧收费标准比较

车辆分类	收费基价 (元/车/公里)		
	成渝	成雅	新标准
一类客货车	0.32	0.28	0.35
二类客货车	0.64	0.532	0.7
三类客货车	1.28	1.008	1.05
四类客货车	1.92	1.428	1.4
五类客货车	2.56	1.792	1.75

数据来源：公司提供资料，远东资信整理

段高速公路纳入 2006 年开工建设计划，可以预期成雅高速公路作为四川省黄金旅游线路的优势将更加凸现。

2006 年 4 月起正式实行的新的车辆分类及收费调整政策将为公司的车辆通行费增收创

[®]乐宜高速公路预计于 2008 年建成通车。乐宜高速公路连接了乐山和宜宾两市，与成乐高速公路相连。本项目路的成都至青龙段是成都通往乐山和宜宾的必经之路，因此乐宜高速公路的开通将为成雅高速公路起点至青龙段带来一定的车流量增加。

雅攀高速公路计划于 2010 年全线建成通车。雅攀高速公路起于成雅高速公路的终点，向南经石棉、泸沽、西昌、德昌，到达攀枝花市。雅攀高速公路的开通，将打通四川中部与西南部的快速通道，大大方便了四川西南各县市与成都及北部其它各地区的联系。由于该路与成雅高速公路直接相连，它的开通将直接为项目路带来一定的流量增加。

造有利局面，尽管新标准相应调低了四类、五类车的收费标准，成渝高速公路和成雅高速公路的通车类型集中为一、二、三类车辆，且成雅高速公路在一类、二类车辆收费标准上涨幅较大，新收费标准的实施给予了公司良好的利润增长空间。

债项分析

公司拟申请 15 亿元的短期融资券发行额度，此次短期融资券发行所募资金将用于置换银行债务以降低财务费用。短期融资券的成功发行将拓宽公司融资渠道，降低财务成本，改善财务状况，增强运营能力。

图表 18 本次拟发行短期融资券概况

发行规模	人民币 15 亿元
发行期限	365 天
发行方式	由本期短期融资券主承销商组织承销团，通过簿记建档集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行
发行价格	贴现发行，通过簿记建档集中配售的方式确定
偿还方式	一次还本付息

短期融资券到期的偿付主要取决于公司的货币资金储备状况和各项路桥资产的日常收费。成渝高速公司本部 2005 年末存量资金为 5.81 亿元，2006 年并购成雅项目后预测整体经营现金流入为 6.9 亿元，除去成雅他方股权兑价 3.6 亿元及 2006 年资本性支出约 2 亿元后，2006 年有 7.1 亿元存量现金可安排用于偿还此次债项本息，加上 2007 年 1-6 月经营现金净流入约为 3.5 亿元，合计 10.6 亿元的现金存量规模对 15 亿元短期融资券的本息偿付具有较强的保障力度，而建设银行对公司的 12 亿元授信额度使用空间对其即期偿债形成了良好补充。

综上所述，远东资信认为短期融资券的发行不会对成渝高速的财务结构产生重大影响，公司具有很强的偿还能力。

附录 1：成渝高速主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
毛利率（%）	55.70%	43.52%	51.31%	56.78%
货币资金	42,860.41	64,537.97	87,885.51	74,396.28
应收账款	97.46	1,396.06	707.39	357.30
存货	876.32	2,542.46	481.44	937.18
流动资产合计	60,477.90	87,851.63	93,147.41	89,765.50
固定资产合计	627,122.22	613,403.40	602,161.18	593,513.51
资产总计	803,806.62	788,380.74	786,160.73	770,497.68
流动负债合计	150,555.56	71,929.28	55,333.59	70,430.99
长期债务	97,092.94	153,059.57	222,452.29	178,964.92
总债务	215,981.90	202,424.35	257,323.12	232,581.55
净债务	173,121.49	137,886.38	169,437.61	158,185.27
负债合计	304,180.50	284,520.85	277,949.88	249,559.91
所有者权益	454,163.58	471,214.00	486,008.07	501,032.62
资本总额	715,608.02	706,284.25	765,533.98	753,519.32
主营业务收入	83,794.79	101,454.79	94,797.61	100,788.57
主营业务利润	42,458.18	39,187.84	43,080.16	52,757.18
息税前盈余 EBIT	31,089.51	31,687.55	36,516.25	40,800.53
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	60,427.51	57,000.99	57,238.96	64,142.29
利润总额	19,433.70	22,028.97	25,964.84	29,470.20
净利润	20,169.18	19,941.37	22,963.48	25,256.35
经营活动现金流量净额	49,446.85	49,597.42	56,948.89	58,126.19
投资活动现金流量净额	-29,743.51	638.35	-8,303.49	-23,545.89
筹资活动现金流量净额	-13,685.96	-28,558.21	-25,297.86	-48,069.53
现金及现金等价物净增加额	-	21,677.56	23,347.54	-13,489.23
财务指标				
资产负债率（%）	37.84%	36.09%	35.36%	32.39%
EBIT 收益率（%）	37.10%	31.23%	38.52%	40.48%
EBIT 利息偿付（X）	2.57	3.10	3.07	3.24
净债务/EBITDA（%）		296.02%	246.62%	241.90%
总债务/资本总额（%）	30.18%	28.66%	33.61%	30.87%
货币资金/流动负债（%）	28.47%	89.72%	158.83%	105.63%
流动比率（%）	40.17%	122.14%	168.34%	127.45%
速动比率（%）	29.62%	93.13%	166.65%	110.82%
现金比率（%）	28.47%	89.72%	158.83%	105.63%
经营收入现金率（%）	101.81%	102.50%	102.20%	101.52%
经营活动净现金流量/流动负债（%）	45.05%	44.58%	89.50%	92.44%

数据来源：公司 2002 年至 2005 年国内审计报告；

附录 2：主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入；

长期债务 = 年末长期借款余额 + 年末应付债券余额；

流动比率 = 年末流动资产合计 / 年末流动负债合计*100%

速动比率 = (年末流动资产合计 - 年末存货 - 年末预付账款 - 年末待摊费用) / 年末流动负债合计*100%

现金比率 = (年末货币资金余额 + 年末短期投资余额) / 年末流动负债合计*100%

经营收入现金率 = 经营活动现金流入 / 主营业务收入*100%

经营活动净现金流量/流动负债 = 经营活动净现金流量/流动负债平均余额*100%

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 年末短期借款余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额+年末应付债券余额+年末应付票据余额；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益；

毛利率 = (营业额 - 主营业务成本) / 营业额 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息)；

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额)；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%；

附录 3：级别释义

根据《中国人民银行信用评级管理指导意见》，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D。等级含义如下：

A-1 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，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。

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与四川成渝高速公路股份有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析与四川成渝高速公路股份有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对四川成渝高速公路股份有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售四川成渝高速公路股份有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序作出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

2006年四川成渝高速公路股份有限公司15亿元短期融资券

跟踪评级安排

根据国际惯例与主管部门的要求，上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）在初次评级结束后，将对四川成渝高速公路股份有限公司（以下简称“成渝高速”）进行定期和不定期的跟踪评级，持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于短期融资券发行后半年时进行。届时，成渝高速需向远东资信提供最新的财务报告及相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对成渝高速进行电话访谈或实地调查并据此综合分析，决定是否调整其信用等级，并在收到相关资料后一个月内出具跟踪评级报告，并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本期短期融资券存续期内，将持续关注成渝高速的经营情况及相关信息，对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现成渝高速发生影响短期融资券信用等级的重大事项，远东资信将要求成渝高速提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用级别，并按照主管部门的要求进行信息披露。成渝高速在发生上述重大事项时，应及时通知远东资信并详细说明情况，提供相关资料，配合远东资信进行跟踪评级工作。

如成渝高速未能及时提供上述资料，远东资信将根据收集的公开材料进行分析，并据此调整信用等级。必要时，远东资信可宣布信用等级暂时失效直至成渝高速提供上述资料。

每期跟踪评级结束后，远东资信会将跟踪评级结果通知成渝高速，并按要求报送监管部门和交易机构等。

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年六月八日