

跟踪评级公告

联合[2016]285 号

重庆路桥股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆路桥股份有限公司主体长期信用状况和发行的“14 渝路 01”和“14 渝路 02”进行了跟踪评级，确定：

重庆路桥股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

重庆路桥股份有限公司发行的“14 渝路 01”和“14 渝路 02”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年四月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

重庆路桥股份有限公司 公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	发行期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
14 渝路 01	4.5 亿元	(3+2)年	AA	AA	2015.06.26
14 渝路 02	4.1 亿元	(3+2)年	AA	AA	2015.06.26

跟踪评级时间：2016 年 4 月 18 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	63.03	73.41
所有者权益(亿元)	29.44	32.58
长期债务(亿元)	27.50	31.28
全部债务(亿元)	30.93	37.84
营业收入(亿元)	3.40	3.20
净利润(亿元)	2.47	2.25
EBITDA(亿元)	4.74	4.59
经营性净现金流(亿元)	2.81	3.85
营业利润率(%)	84.86	81.75
净资产收益率(%)	9.47	7.25
资产负债率(%)	53.29	55.62
全部债务资本化比率(%)	51.23	53.74
流动比率	2.88	2.95
EBITDA 全部债务比	0.15	0.12
EBITDA 利息倍数(倍)	2.45	2.19

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

评级观点

重庆路桥股份有限公司（以下简称“公司”或“重庆路桥”）作为重庆市路桥投资管理的主要经营企业之一，跟踪期内，公司经营的路桥及业务板块无重大变化，所辖路桥资产质量优良，收入规模稳定，毛利率水平高，经营现金流状况较好。同时，联合评级也关注到，公司长江石板坡大桥路桥收费特许经营权将于 2016 年底到期；公司债务规模增长较快，公司财务费用较大，侵蚀公司利润；公司主营业务较为集中，收入实现质量波动较大等对其生产经营及信用水平的不利影响。

跟踪期内，公司拟计划非公开发行股份及募集配套资金不超过 31.60 亿元，用于增持路桥资产，拓展新能源业务等。公司本次发行方案尚待证监会审批。未来随着公司发行股份及资产收购计划的完成，参股企业投资收益的增加，公司盈利能力及抗风险能力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 渝路 01”和“14 渝路 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司所在的重庆市是长江上游最大的经济中心、西南工商业重镇和水陆交通枢纽。公司作为市场化运作的城市路桥投资与经营的企业，主要承担经营性城建项目的投资开发，将优先受益于区域开发。

2. 跟踪期内，公司拥有重庆市主城区长江石板坡大桥、嘉陵江石门大桥、嘉陵江嘉华大桥，以及长寿区长寿湖旅游专用高速公路的特许经营权，收益、现金流稳定，受宏观经济波动影响较小。

3. 跟踪期内，公司已参股的优质路产和银行金融，给公司带来了较大的投资收益。

关注

1. 公司部分收费路桥面临到期，收费期结束后，如果没有新的项目替代，将在一定程度上影响公司经营收益。

2. 跟踪期内，公司有息债务规模增长较快，公司财务费用较大，侵蚀公司利润。此外，公司主营业务较为集中，收入实现质量波动较大。

3. 跟踪期内，公司投资收益对利润影响大，仍需关注公司主要参股企业未来表现。

分析师

李 晶

电 话：010-85172818

邮 箱：lij@unitedratings.com.cn

张 爽

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangs@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

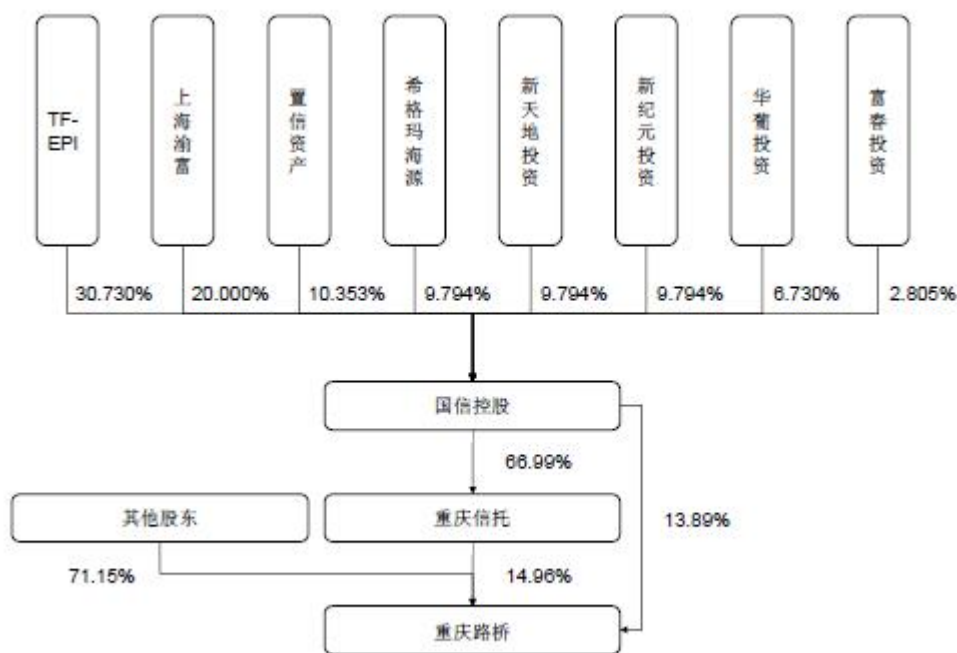

联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆路桥股份有限公司（以下简称“公司”或“重庆路桥”）系经重庆市人民政府以“重府函[1997]21号文”批复同意，由重庆市大桥建设总公司作为独家发起人，采用募集方式设立组建的股份有限公司。公司设立时的总股本为 31,000 万股，其中，国家股 22,000 万股，社会公众股 9,000 万股。1997 年 6 月 18 日，公司在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“重庆路桥”，证券代码“600106”。

1999 年，重庆市国有资产管理局将持有的公司国家股授权重庆国际信托有限公司（以下简称“重庆信托”）持有。2005 年 10 月 14 日，经重庆市国资委批准，公司股东大会审议，公司实施了股权分置改革，股改后，重庆信托持股比例为 59.94%。为了实现实业资产剥离，2009 年 1 月，重庆信托将所持公司 19.89% 股权转让给重庆国信投资控股有限公司（以下简称“国信控股”），后经多次利润分配，截至 2015 年底，公司总股本 90,774.20 万股，其中，重庆信托持股 13,578.32 万股，占公司总股本的 14.96%，为公司第一大股东，国信控股持股 12,611.92 万股，占公司总股本的 13.89%，为公司第二大股东。国信控股为重庆信托控股股东，持有重庆信托 66.99% 的股权，国信控股直接及间接持有公司合计 28.87% 股权，由于国信控股股权结构较为分散，任一单一股东对其董事会成员委派和日常经营均不具有实质影响，因此，国信控股无控股股东，公司亦无实际控制人。跟踪期内，公司股权关系未发生变化。

图 1 截至 2015 年底公司股权关系图



资料来源：公司年报

重庆路桥是重庆重点市政建设单位，以城市建设与路桥收费为主营业务，跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司组织架构未发生变化，设有综合管理部、计划财务部、设施管理部、投资管理部、技术经济部和项目管理部 7 个职能部门。截至 2015 底，公司下辖 1 家全资子公司为重庆鼎

顺房地产开发有限公司（以下简称“鼎顺地产”）。截至 2015 底，公司运营路桥主要包括：长江石板坡大桥、嘉陵江石门大桥、嘉华嘉陵江大桥和长寿湖旅游专用高速公路。截至 2015 底，公司在职员工 176 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 73.41 亿元，负债合计 40.83 亿元，所有者权益 32.58 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015 年，公司实现营业收入 3.20 亿元，净利润为 2.25 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额 3.85 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.12 亿元。

公司注册地址：重庆市渝中区和平路 9 号 10-1；法定代表人：江津。

二、本次债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]241 号文核准，公司获准向社会公开发行总额不超过 8.60 亿元公司债券，本次债券采取网上与网下相结合的发行方式，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面金额 100 元，平价发行。本次债券分两期发行，其中，第一期发行规模 4.50 亿元，票面利率 5.00%，期限 5 年，附发行人第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权，证券简称“14 渝路 01”，证券代码“122364”，起息日为 2015 年 3 月 16 日，已于 2015 年 3 月 27 日起在上海证券交易所挂牌交易。第二期发行规模 4.10 亿元，票面利率 4.87%，期限 5 年，附发行人第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权，证券简称为“14 渝路 02”，证券代码“122368”，起息日为 2015 年 4 月 27 日，已于 2015 年 6 月 2 日起在上海证券交易所挂牌交易。

公司债募集资金扣除发行费用后，全部用于补充营运资金以及偿还银行贷款，截至 2015 年底，公司尚未使用募集资金总额为 7,515.52 万元。公司已于 2016 年 3 月 16 日支付“14 渝路 01”债券 2015 年 3 月 16 日至 2016 年 3 月 15 日期间的利息。

三、行业分析

公司主要从事重庆市城市基础设施建设与经营，属于城市基础设施建设行业。

1. 城市建设发展概况

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。城市基础设施建设包括机场、地铁、公路、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。

从基础设施投资看，基础设施是推动城市化进程必不可少的物质保证，对区域经济的发展具有重要作用。随着改革开放的推进，中国经济快速发展，基础设施建设投资规模大，但受经济增速放缓影响，基础设施投资速度有所回落。2015 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 11.13 万亿元，同比累计增长了 17.29%，增速较上年同期下降 3 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点，对整体投资增长的贡献率为 29.40%，同比提高 6 个百分点，在投资增长中起到了“稳定器”的关键作用。

从路网和桥梁建设看，全国公路建设投资增速小于基础设施建设投资，2015 年 1~11 月，全国公路建设累计投资 4,358.26 亿元，同比增长 2.55%，2016 年 1~2 月，全国公路建设累计投资 1,177.33 亿元，同比增长 1.19%。2015 年，全国公路里程达 457 万公里，同比增长 2.37%，其中高速公路 12.00 万公里，同比增长 7.24%；新建公路 71,401.00 千米，同比增长 9.26%，其中新建高速公路 11,265.00 千米，同比增长 52.35%。

虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。根据中共中央制定的“十三五”规划建议：拓展基础设施建设空间。实施重大公共设施和基础设施工程。实施网络强国战略，加快构建高速、移动、安全、泛在的新一代信息基础设施。加快完善水利、铁路、公路、水运、民航、通用航空、管道、邮政等基础设施网络。完善能源安全储备制度。加强城市公共交通、防洪防涝等设施建设。实施城市地下管网改造工程。加快开放电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等自然垄断行业的竞争性业务。大规模的基础设施建设将为建筑企业提供广阔的成长空间。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施继续保持高速发展，道路桥梁和路网建设发展空间仍然较大。

2. 重庆市区域情况

2015 年，重庆市区域经济继续保持快速增长。2015 年，全年实现地区生产总值 15,719.72 亿元，同比增长 10.22%；全年完成固定资产投资总额 14,208.15 亿元，同比增长 17.08%。经济的高速增长带动了重庆市财政实力的进一步增强。2015 年，重庆市完成公共财政预算收入 2,155.10 亿元，同比增长 12.13%。其中，税收收入 1,450.88 亿元，同比增长 13.19%。完成公共财政预算支出 3,793.82 亿元，同比增长 14.81%。其中，交通运输支出 296.35 亿元，同比增长 13.60%。

2015 年，重庆全市交通运输、仓储和邮政业完成投资 1,433.80 亿元，同比增长 20.81%，占全市固定资产投资的 10.09%。其中，一大批高速公路、铁路项目按计划实施，轨道交通、城市道路等一批城建项目投资顺利完成。建成“一枢纽八干线二支线”铁路网、运营里程达 1,929 公里，高速公路通车里程突破 2,500 公里、对外出口通道增至 13 个，“4 小时重庆”全面实现。江北国际机场枢纽功能明显增强，年旅客吞吐量达到 3,239 万人次、货邮量增至 32 万吨。长江上游航运中心地位进一步巩固，集装箱吞吐量突破百万标箱，外埠中转货物占比达到 43%。国家级互联网骨干直联点开通运行。绕城高速内一批大型人口聚居区和商务集聚区加快成型，城市道路和市政设施不断完善，轨道交通通车里程增至 202 公里。建成一大批水利工程，新增水源供应能力 11 亿立方米。

重庆市积极对接“一带一路”和长江经济带等重大发展战略，2014 以来，印发实施《重庆市人民政府关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的实施意见》和《重庆市企业投资项目核准目录（2015 年版）》，以及《重庆市企业投资项目核准管理办法》、《重庆市企业投资项目备案管理办法》和《重庆市境外投资项目核准和备案管理办法》等系列文件，为企业建立规范畅通的社会融资渠道奠定了基础。搭建并上线了全市统一的企业投资项目网上备案平台，全面推行网上备案，进一步激发市场活力。同时，全市 PPP 投融资改革全面推进。为进一步严格标准、强化监管，做好全市 PPP 项目策划、筛选、推出、实施等工作，印发实施《关于稳步推进 PPP 投融资模式改革有关事项的通知》（渝府办发[2015]188 号）和《关于建立全市 PPP 项目储备库的通知》。截至 2015

年底，全市已签约 PPP 项目 39 个、总投资 2,600 亿元，高速公路、轨道交通、市郊铁路、土地整治等多个行业领域项目均取得重大突破，PPP 项目吸引了大批社会资金参与，进一步提升了重庆市的社会融资能力。

2016 年作为全面实施“十三五”规划开局之年，重庆市交通计划投资 780 亿元，力争 800 亿元。其中：铁路 265 亿元，公路 410 亿元（高速公路 190 亿元、国省干线 95 亿元、农村公路 100 亿元、公交和枢纽场站 25 亿元），水运 30 亿元，民航 70 亿元，邮政和信息化 5 亿元。高速公路方面，推进秀山至松桃等 14 个在建项目 803 公里高速公路建设，建成丰都至忠县等 5 个项目 261 公里，新增省际出口通道 2 个，全市通车总里程增加到 2,786 公里。新开工渝黔扩能、渝长扩能、南充至大足至泸州、开县至城口等 4 个项目 425 公里。

总体看，重庆市具有明显的区位优势，跟踪期内，重庆市高速公路建设加快发展，公司拥有良好的发展机遇。

四、管理分析

跟踪期内，公司举行董事会、监事会换届选举，2015 年 5 月 21 日，公司 2015 年第二次临时股东大会审议通过了关于换届选举第六届董事会成员（江津、谷安东、刘勤勤、吕维、张漫、但晓敏、蒋亚苏、陈青、耿利航）及换届选举第六届监事会成员（秦晓倩、李静、蒋文烈、许瑞、黄兴家）的议案。公司第六届董事会第一次会议通过了选举江津为公司董事长，聘任谷安东为公司总经理，聘任张漫为公司董事会秘书、副总经理，聘任但晓敏为公司财务总监、副总经理及聘任张志华、曾辉为公司副总经理的议案。公司董事会及监事会选举后，三名董事、两位监事及一名总经理离任，但公司核心管理层团队成员变化不大，公司部门设置未发生重大变化，相关管理架构、管理制度延续以往模式，公司核心管理层团队实现了平稳过渡，未对公司的业务经营产生较大影响。

总体看，跟踪期内，公司董事会和经营班子完成了换届交接，但公司相关管理架构及制度未发生变化，核心管理层团队实现了平稳过渡，组织结构未有变化，管理制度得以延续。

五、经营分析

1. 经营概况

2015 年，公司主营业务无变化，主要从事重庆市城市基础设施建设与经营。公司运营路桥主要为：长江石板坡大桥、嘉陵江石门大桥、嘉华嘉陵江大桥和长寿湖旅游专用高速公路。公司主营业务收入仍由路桥费收入、嘉华大桥 BOT 项目收益、长寿湖旅游专用高速公路 BOT 项目收益和工程管理收入组成。根据公司与重庆城市建设投资（集团）公司（以下简称“重庆城投”）签订的委托收费协议，公司每年路桥费收入固定，根据公司与重庆城投签订的 BOT 项目投资建设协议、以及公司与重庆长寿基础设施开发有限公司签订的投资建设协议，公司每年 BOT 项目收益固定，并在此基础上按照内部收益率扣除一定的成本后确定收入。

2015 年，公司实现营业收入 3.20 亿元，同比下降 5.41%，主要系公司工程管理类业务减少导致的工程管理收入下降和摊余成本下降导致的 BOT 项目收入减少所致；实现净利润 2.25 亿元，较上年度下降 8.91%，主要系主营业务利润下降所致。

表1 2014~2015年公司主营业务收入、占比及毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2014 年			2015 年			变化情况	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入变化	毛利率变动（百分点）
路桥收费	9,291.38	27.67	79.21	9,291.38	29.26	72.63	0.00	-6.58
BOT 项目	22,315.53	66.47	97.25	21,665.15	68.22	94.93	-650.38	-2.32
工程管理	1,966.67	5.86	62.27	800.00	2.52	63.72	-1,166.67	1.45
主营业务合计	33,573.58	100.00	90.20	31,756.53	100.00	87.62	-1,817.05	-2.58

资料来源：公司提供

从收入构成来看，公司 BOT 项目（包括嘉华嘉陵江大桥 BOT 项目和长寿湖旅游专用高速公路 BOT 项目）系公司收入的主要来源。2015 年，公司 BOT 项目收入占主营业务收入 68.22%，较 2014 年上升 1.75 个百分点，为公司主要的收入来源；2015 年，公司路桥收费收入无变化，但由于公司主营业务收入减少，路桥收费收入占主营业务收入 29.26%，较上年略有上升；同期，公司工程管理业务收入占主营业务收入 2.52%，较上年下降 3.34 个百分点，主要系公司工程管理类业务较上年减少所致。

从毛利率情况看，2015 年公司主营业务毛利率为 87.62%，较上年下降 2.58 个百分点，主要系路桥收费和 BOT 项目的毛利率下降所致，但公司主营业务毛利率仍维持在较高水平。2015 年公司路桥收费业务毛利率为 72.63%，较上年下降 6.58 个百分点，主要系路桥维修项目增加引起的成本上升所致。同期，公司 BOT 项目业务毛利率为 94.93%，较上年略有下降。跟踪期内，公司路桥收费业务及 BOT 项目业务毛利虽有所下降，但均维持在较高水平，其中毛利下降主要系随着 BOT 项目通车时间的增长，维护成本升高所致。另外，公司毛利率保持在较高水平除与公司业务运营模式有关外，还和现行的企业会计核算方法有较大关系。按照我国会计准则，经营期的贷款利息将计入“财务费用”中，而不能计入当期营业成本；另外，《企业会计准则解释第 2 号》对 BOT 方式建设的路桥收入和成本核算方式有所调整，对毛利率的计算也产生了较大影响。

总体看，跟踪期内，公司业务发展稳定，主营业务毛利率有所下降，但仍维持在较高水平，且受益于公司的经营模式，公司收入及现金流稳定，基本不受经济环境及通行车辆数量变化影响。

2. 路桥业务

公司路桥业务比较稳定，跟踪期内，公司经营的路桥资产及路桥运营模式均无变化。公司的路桥经营模式分别为委托收费模式和 BOT 投资建设模式。

（1）纳入路桥年票收费体系采用委托收费模式。根据重庆市人民政府 2002 年 6 月 26 日颁布的《重庆市主城区路桥通行费征收管理办法》，公司所属嘉陵江牛角沱大桥、长江石板坡大桥、嘉陵江石门大桥和南山旅游公路均被纳入重庆市路桥年票体系。公司 2002 年度第一次临时股东大会通过决议，决定从 2002 年 7 月 1 日起，将公司所属嘉陵江牛角沱大桥、长江石板坡大桥、嘉陵江石门大桥、南山旅游公路收费业务委托给重庆城投。2002 年 6 月 28 日，公司与重庆城投签订《关于“三桥”委托收费的协议》和《关于“南山公路”委托收费的协议》，协议约定：“三桥”收费以 11,800 万元/年为基数，从 2002~2004 年每年按 4% 增长，之后不再增长；“南山公路”以 1,186 万元/年为基数，从 2002~2004 年每年按 5% 增长，之后不再增长；上述收费金额由重庆城投按月、季拨付给公司。以上路桥资产的产权及经营权仍属公司所有，其委托收费期限为政府批准的收费年限，除收费业务外，资产的维护、执法、安全及其他经营业务仍由公司负责。委托期满后，相

关资产按重庆市人民政府办公厅《关于重庆路桥股份有限公司三桥收费年限有关问题的复函》进行处置。其中，南山公路已于 2013 年转让给政府。

“三桥一路”中的嘉陵江牛角沱大桥收费权已于 2010 年到期，2014 年 12 月 26 日至 2015 年 2 月 10 日，公司将嘉陵江牛角沱大桥及相关资料移交给重庆城投。2015 年 4 月 10 日，公司与重庆城投签订《重庆路桥股份有限公司与重庆市城市建设投资（集团）有限公司关于重庆嘉陵江牛角沱大桥“移交及补偿”协议书》，双方同意，并报经重庆市人民政府同意，嘉陵江牛角沱大桥补偿总价参考重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司出具的《资产评估报告书》（重康评报字[2014]28 号），嘉陵江牛角沱大桥评估值为 1,419.44 万元，最终双方同意确定本次移交资产补偿总价为 1,291 万元，职工安置费用为 120 万元，协议约定，双方签订协议后支付 30% 的价款、计 423.3 万元，全部实物和资料移交完成后支付剩余款项 987.7 万元。截至 2015 年底，公司已收到首笔补偿价款 303.3 万元。

收费结算方面，目前公司所属路桥均被纳入重庆市年票收费系统统一收费，重庆市对纳入年票收费系统的路桥实行收支两条线管理，由重庆市财政部门委托指定银行代收路桥通行年费，路桥通行费全额缴入市财政专户；重庆城投根据与公司的委托收费协议按期支付给公司路桥年费或经营收益。

2015 年，公司路桥费收入为 0.93 亿元，较 2014 年无变化。公司路桥费收入来源为石板坡长江大桥和石门嘉陵江大桥收费，上述两座大桥收费权到期时间分别为 2016 年 12 月 31 日和 2021 年 12 月 31 日，长江石板坡大桥将于 2016 年底到期，届时公司的路桥资产将减少（见下表）。

表 2 委托收费模式下路桥费收入情况 （单位：万元）

路桥费收入	2014 年	2015 年	收费权期限
长江石板坡大桥	5,309.36	5,309.36	2002.07-2016.12
嘉陵江石门大桥	3,982.02	3,982.02	2002.07-2021.12
合计	9,291.38	9,291.38	--

资料来源：公司提供

（2）采用 BOT 投资建设模式。公司目前通过 BOT 模式经营的资产包括嘉华嘉陵江大桥项目和长寿湖旅游专用高速公路项目。根据公司于 2004 年 9 月与重庆城投签订的《重庆嘉华嘉陵江大桥 BOT 模式投资建设协议书》，公司以 BOT 模式取得嘉华嘉陵江大桥的投资、建设和运营管理权。该项目自建成通车之日起 27 年内，公司负责对嘉华嘉陵江大桥进行经营管理并拥有经营收益权。在整个 27 年收益期内，公司委托重庆城投按照重庆市人民政府的相关规定进行收费，重庆城投每年支付给公司的经营收入为协议确定的计价基数的 10%（计价基数是指经重庆城投认可并作为其支付给公司该项目收费权收益基数的公司总投资，其确定方式为：概算中“建筑安装工程费用下浮 6%”，其他费用不做调整，按初设概算审定数额计取）。支付方式为：按月支付，每半年结清。按照 2007 年 10 月 8 日公司与重庆城投达成的协商意见：2007 年 10 月 1 日作为公司拥有嘉华嘉陵江大桥 27 年经营收益权的起算时间，重庆城投暂按每季度 5,000 万元向公司支付嘉华嘉陵江大桥经营收益。2014 年 1 月 13 日公司发布《关于确定重庆嘉华嘉陵江大桥计价基数的公告》，公司与重庆市城市建设投资（集团）有限公司达成一致意见，并签署《重庆嘉华嘉陵江大桥 BOT 模式投资建设补充协议（四）》，嘉华大桥工程总计价基数确定为人民币 19.48 亿元，在自 2007 年 10 月 1 日起 27 年内，重庆城投每年按此计价基数的 10% 即 194,800,000 元（每季度支付 4,870 万元）向公司支付经营收入；原 BOT 协议中实际投资数低于投资控制数的差额部分按比例分配条款，予

以解除；对已支付公司的预付经营收入比计价基数多支付部分，重庆城投已在 2013 年和 2014 年分次扣回。

2008 年 12 月 21 日，经重庆市长寿区人民政府授权，长寿基础设施开发公司与公司签订了《长寿湖旅游专用高速公路工程 BOT 模式投资建设协议书》。根据协议书约定，公司以 BOT 模式取得长寿湖旅游专用高速公路的投资、建设和运营管理权。该项目已于 2010 年 5 月通车，经营年限 30 年（含建设期）。在经营年限内公司负责对长寿湖旅游专用高速公路进行经营管理并拥有收益权，长寿基础设施开发公司每年按照协议确定的计价基数的 11.5% 向公司支付经营收益，若经营期内人民银行五年期以上基准贷款利率高于 6.12% 时，长寿基础设施开发公司统一在 11.5% 的基础上增加当时利率高于 6.12% 的相应基点数，从利率调整之日的下一季度起按调整后的收益率向公司支付收益。根据长寿区审计局出具的决算审计报告，该项目审定金额为 61,955.08 万元，按照 2011 年 12 月公司与长寿基础设施开发公司签订的《结算协议》，长寿湖旅游高速公路计价基数为 61,835.08 万元。

表 3 公司 BOT 模式下确认收入情况（单位：万元）

BOT 项目	2014 年	2015 年	收费权期限
嘉华嘉陵江大桥	15,829.84	15,517.00	2007.10-2034.09
长寿湖旅游高速公路	6,485.69	6,148.14	2009.01-2039.01
合计	22,315.53	21,665.14	--

资料来源：公司提供

注：上表数据为按照会计准则确认的收入，并非每期的实际现金流入金额。

公司对于以 BOT 模式投资建设的项目，根据 2008 年 8 月 7 日财政部印发的企业会计准则解释第 2 号进行会计处理，具体如下：对于 BOT 项目在建造期内的全部投入，公司计入“长期应收款—BOT 项目收益权”科目，项目运营期间，以建造期间投入的成本作为 BOT 项目的摊余成本，连同未来现金流入（经营收益）的折现计算实际利率，在经营期间按照摊余成本与实际利率确认 BOT 项目收入。嘉华嘉陵江大桥 BOT 项目 2015 年确认收入为 1.55 亿元；长寿湖旅游专用高速公路 BOT 项目 2015 年确认收入为 0.61 亿元，均较上期有所减少，主要系摊余成本下降所致。

公司负责对所辖路桥进行维护管理，公司路桥维护费用包括：折旧及摊销和日常费用（包括人员经费、日常维护费、营运经费和办公经费），公司对下属路桥采用平均年限法计提折旧。2015 年，公司运营路桥维护费用合计为 3,641.99 万元（其中包含折旧及摊销为 1,588.16 万元），较上年的 2,546.71 万元增加 77.44%，主要系维护项目增加所致。

公司所属的桥梁均在重庆市主城区，是连接主城区各商圈的重要通道，路产质量优良，其收费均委托给政府指定的部门负责，虽然收入固化，但利润率水平高，能够为公司带来稳定的现金流及收入，基本不受经济环境变化影响。

总体看，公司路桥业务经营稳定，能够给公司带来稳定的现金流及收入。同时，联合评级也注意到，在公司本次债券到期日前，长江石板坡大桥的收费权将于 2016 年年底到期，收费期结束后，如果没有新的项目替代，将在一定程度影响公司的经营收益。

3. 工程管理业务

2015 年公司工程管理业务实现收入 800.00 万元，占主营业务收入比例下降 3.34 个百分点至 2.52%，业务规模较小。

2013 年 9 月，公司与重庆市北碚新城建设有限责任公司（以下简称“新城建设公司”）签订

《北碚组团 I 标准分区城乡一体化基础设施项目联合建设协议》及《补充协议》，协议约定：双方联合管理北碚组团 I 标准分区城乡一体化基础设施项目，该项目的合作期限不超过 36 个月，建设总投资约 16 亿元，其中公司提供 2.90 亿元联建资金。双方约定公司享有的项目年收益率不低于 9.50%，在项目收益结算前，新城建设公司暂按 9.50% 的项目年收益率的收益支付给公司，按季度支付，其中每季度项目建设管理费 200 万元；待项目结算后，再按双方各自出资额为比例对项目收益进行清算；待项目合作期满后归还公司投入的 2.90 亿元资金。重庆缙云资产经营（集团）有限公司为新城建设公司提供连带责任担保。

2015 年，公司确认项目收益 1,882.15 万元计入“投资收益”科目，项目建设管理费 800.00 万元，合计 2,682.15 万元。

总体看，公司工程管理业务规模有所缩小，对公司收入的贡献有所减小。

4. 房地产业务

公司的房地产业务规模较小，目前由鼎顺地产负责经营。2012 年 8 月，公司以 29,975.39 万元收购重庆鼎顺房地产开发有限公司（以下简称“鼎顺地产”）100% 股权。鼎顺地产主要资产为“芳草地·嘉水蓝天”房地产项目，该项目总用地面积 107,434 平方米，规划建设规模 53,134 平方米。该地块位于重庆沙坪坝区平顶山山顶，处在沙坪坝与渝中区交界处，占据城市天际线，又临嘉陵江及平顶山公园，是具有山景江景的低容积率项目。地块有高九路快速路从旁边穿过，与石桥铺、大坪直接相连，江北可经嘉华大桥上高九路到达。近两三年内，蝎虎路、大化路、红岩村大桥等将陆续建成，城市轨道 1 号线、2 号线经过附近，城市轨道 5 号线、9 号线已完成规划，未来多维立体化交通体系将提升区域交通便捷性。截至 2015 年底，该项目仍在相关部门协商当中，尚未启动。

5. 参股经营

公司在运营旗下路桥资产的基础上，还参股优质路桥项目和金融资产，以获得投资收益。2015 年，公司投资收益较上年上升 14.19%，主要得益于被投资企业利润的上升。

（1）参股路桥项目

2015 年，公司参股的路桥项目无变化，仍为重庆渝涪高速公路有限公司（以下简称“渝涪高速”），持股比例仍为 33%。2015 年，重庆沿江高速公路（G50S）（以下简称“沿江高速公路”）对渝涪高速公路的分流影响基本结束，渝涪高速利润上升，公司对渝涪高速的投资收益为 10,316.20 万元，较上年上升 13.51%。2015 年 1 月渝涪高速股东大会确定向股东分配现金红利 3 亿元，公司按持股比例获得 9,900 万元的现金分红。

从区域竞争来看，虽然渝涪高速在重庆路网中具有重要地位，区位优势明显，但沿江高速公路于 2013 年 12 月通车后，由于其与渝涪高速运输方向相同，2014 年内对渝涪高速产生了较大分流，导致渝涪高速公路通行费收入从 2013 年的 9.28 亿元减少至 2014 年的 8.05 亿元。2015 年上半年，沿江高速公路日均通行费收入增幅开始逐步放缓，渝涪高速公路日均通行费收入也渐趋稳定；自 2015 年下半年起至今，沿江高速公路和渝涪高速公路日均通行费收入均未出现大幅波动，渝涪高速公路日均通行费已连续 4 个月保持在约 230 万元的水平，基本保持稳定。虽然沿江高速公路通车两年多来，其对渝涪高速公路的分流影响已基本结束，但是仍会带来一定竞争风险。

(2) 参股金融

截至 2015 年底，公司直接持有重庆银行股份有限公司（以下简称“重庆银行”）1.71 亿股，持股比例 6.33%，为重庆银行第 4 大股东。2015 年公司取得对重庆银行投资收益 4,660.44 万元，取得现金分红为 4,660.44 万元，较上年增长 21.43%。2013 年 11 月重庆银行已于香港联交所上市，股票名称“重庆银行”，股票代码“1963.HK”。截至 2015 年底，重庆银行总资产 3,198.08 亿元，净资产 212.93 亿元，实现营业收入 74.10 亿元，净利润 31.70 亿元。重庆银行的成长性较好，上市后其资本实力进一步增强，公司对重庆银行的投资对优化资产结构，分散经营风险、提高投资收益具有积极的意义。

(3) 其它

公司第五届董事会第十五次会议同意公司以现金 5,000 万元人民币与重庆两江新区连顺投资管理有限公司、国投高科技投资有限公司、重庆地质矿产研究院、重庆两江金融发展有限公司、广微科技集团有限公司共同设立“重庆联顺合气创业投资基金合伙企业（有限合伙）”。公司持有其 20% 的股份。该基金于 2014 年 1 月获得财政部、国家发改委备案许可并完成注册，截至 2015 年底，该基金已投资公司 5 个，收到投资收益 141 万元，该基金年报工作尚未完成，尚未实施分红。

总体看，跟踪期内，公司投资收益主要来源于对渝涪高速和重庆银行的投资，使公司利润得到有效补充、资产结构得到优化。公司参与的基金投资项目处于运营初期，尚未取得投资收益。

6. 重大事项

2015 年 12 月 23 日，公司董事会审议通过了《重庆路桥股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，公司拟发行股份及支付现金方式收购公司第二大股东重庆国信投资控股有限公司（以下简称“国信控股”）持有的重庆渝涪高速公路有限公司（以下简称“渝涪高速”）37% 股权；拟以发行股份方式收购国信控股全资子公司重庆未来投资有限公司（以下简称“未来投资”）持有的江苏长顺信合新能源有限公司（以下简称“长顺信合”）100% 的股权。上述拟收购资产预估值合计约 31.98 亿元；其中，拟以发行股份方式支付约 16.18 亿元股份对价。

同时，公司拟向未来投资、重庆国信资产管理有限公司（以下简称“国信资产”）、重庆国投财富投资管理有限公司（以下简称“国投财富”）、宁波保税区弘睿投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波弘睿”）、上海衢富资产管理有限公司（以下简称“衢富资管”）、上海雍润投资管理有限公司（以下简称“雍润投资”）、上海涌灏资产管理有限公司（以下简称“涌灏资管”）等投资者发行股份募集配套资金不超过 31.60 亿元，不超过本次拟购买资产交易价格的 100%。

本次交易募集配套资金拟用于支付收购渝涪高速股权的现金对价、偿还长顺信合子公司金融机构借款和偿还重庆路桥银行借款，提高本次重组整合绩效，增强公司的持续经营能力（见下表）。

表 4 本次募集配套资金投资项目情况表（单位：亿元、%）

序号	募集资金投资项目	拟投入募集资金	募集资金拟投入金额占募集资金比例
1	渝涪高速股份（现金对价方式支付部分）	15.80	50.00
2	偿还长顺信合子公司金融机构借款	9.23	29.21
3	偿还重庆路桥银行借款	6.57	20.79
合计		31.60	100.00

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，本次交易标的涉及的审计、评估工作尚未完成。根据预估值情况，公司拟以发行股份方式支付约 4.19 亿元股份对价及募集配套资金中的 15.80 亿元现金对价购买渝涪高速 37%

股权；公司拟以发行股份方式支付约11.99亿元股份对价购买长顺信合100%股权。交易完成后，公司总股本将增加519,415,133 股至1,427,157,133股。股权结构变动如下表所示：

表 5 交易前后公司股权结构变动表（单位：股、%）

股东名称	交易前		交易后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
重庆信托	135,783,192	14.96	135,783,192	9.51
国信控股	126,119,218	13.89	172,170,678	12.06
未来投资	--	--	231,803,029	16.24
国信资产	--	--	60,808,648	4.26
国投财富	--	--	60,808,648	4.26
重庆信托-兴国 1 号 集合资金信托计划	10,000,000	1.10	10,000,000	0.70
宁波弘睿	--	--	59,988,756	4.20
衢富资管	--	--	19,984,864	1.40
雍润投资	--	--	19,984,864	1.40
涌灏资管	--	--	19,984,864	1.40
其他投资者	635,839,590	70.05	635,839,590	44.55
合计	907,742,000	100.00	1,427,157,133	100.00

资料来源：公司提供

本次交易前，公司总股本 90,774.20 万股，其中，重庆信托持股 13,578.32 万股，占公司总股本的 14.96%，为公司第一大股东，国信控股持股 12,611.92 万股，占公司总股本的 13.89%，为公司第二大股东。根据初步测算，本次交易完成后，国信控股将直接持有上市公司 12.06%股权，其控股子公司重庆信托将直接持有本公司 9.51%股权，国信控股全资子公司未来投资将直接持有公司 16.24%股权，未来投资全资子公司国信资产和国投财富将分别持有公司 4.26%股权和 4.26%股权，上述五家公司作为《上市公司收购管理办法》规定的一致行动人将合计持有公司 46.33%股权，国信控股仍可通过其直接与间接持股对公司实施控制。在本次交易后，由于国信控股无控股股东，公司仍无实际控制人。公司发行股份收购资产方案目前证监会正在审批。

若本次交易顺利完成，公司主营业务预计将发生如下变化：一方面，通过收购渝涪高速 37%股权，公司路桥主业进一步深化，继嘉陵江牛角沱大桥收费权 2010 年底到期后，公司长江石板坡大桥的收费权也将于 2016 年到期，如届时没有新项目接续，公司的路桥费收入将受到较大影响。本次交易完成后，公司合计将持有渝涪高速 70%股权，渝涪高速区位优势突出，且收费权到期日为 2033 年 9 月 29 日，剩余期限较长，公司既有路桥持续经营能力得到增强。另一方面，通过收购长顺信合 100%股权，公司的主营业务将拓宽至以光伏发电为代表的新能源领域。当前，光伏发电作为新能源行业受到国家政策的大力扶持，且光伏发电项目收益稳定，从长期来看具有类固定收益属性，与公司原有主业的契合度较高。通过收购长顺信合 100%股权，公司将获得位于新疆、青海和河北等地合计装机容量 180MW 的 9 个已并网发电地面光伏电站项目。

总体看，若本次交易顺利完成，有利于公司“路桥+光伏”的双主业架构的形成，公司业务内容将进一步丰富，盈利能力及抗风险能力进一步增强。但联合评级也注意到，本次募集配套资金能否取得中国证监会核准，以及最终取得中国证监会核准的时间存在不确定性；若本次募集资金额低于预期，公司将自筹资金解决募投项目的实施，存在一定的融资风险；随着总体物价水平和经营成本的上升，加之缺乏自主调整收费标准权限将会在一定程度上影响渝涪高速的经营业绩和

收益水平，且光伏发电产业对政府行业政策依赖性较大，未来渝涪高速和长顺信合存在达不到预期收益风险。

7. 经营关注

(1) 公司部分收费路桥面临到期置换问题，收费期结束后，如果没有新的项目替代，将在一定程度上影响公司经营收益。

(2) 公司持有金融、路产公司的股权，投资收益比较可观，对利润影响较大，仍需关注公司主要参股企业未来表现。

(3) 公司拟发行股份募集资金购买资产方案能否取得中国证监会核准，以及最终取得中国证监会核准的时间存在不确定性；若本次募集资金额低于预期，公司将自筹资金解决募投项目的实施，存在一定的融资风险；此外，未来渝涪高速和长顺信合存在达不到预期收益的风险。

8. 未来发展

未来，公司仍坚持以基础设施项目经营管理为主、工程承包为辅的经营策略，并适时介入其他行业，分散公司业务相对集中的风险。充分发挥上市公司融资功能，多渠道、多方式筹集资金，以加快发展速度、促进公司转型，提升公司业绩、提升股东回报。

在基础设施项目经营管理方面，公司将密切关注政策面情况，积极做好 PPP 模式在基础设施领域内的研究和运用，在做好风险控制和应对措施同时，谨慎投资路桥收费项目，适时介入其他基础设施经营项目，尝试多元化经营，分散公司过于集中于路桥收费建设项目的风险，确保公司具有持续、稳定的发展能力。

公司为了持续稳定发展，探索业务转型，拟收购光伏发电项目和渝涪高速股权。首批纳入意向交易标的范围的光伏电站项目共计 9 个公司（合计装机容量约为 180MW）的交易条件和价格已基本达成一致。2015 年 12 月，公司披露了拟非公开发行股份收购上述光伏发电项目和渝涪高速股权的预案。若本次交易成功完成，光伏发电和渝涪高速等优质资产将注入公司，不仅有利于提升公司的盈利能力，也将解决公司所属桥梁收费逐步到期后资产萎缩的问题。

总体看，公司路桥业务收入稳定，能够为公司带来稳定的收入及现金流；基础设施项目经营管理方面，公司积极做好 PPP 模式研究运用；同时，公司拟收购光伏发电项目和渝涪高速股权，有利于公司保持持续、稳定的发展能力，公司未来发展前景较好。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2015 年财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见。跟踪期内，公司财务报表编制所采用的会计准则未发生变更，没有新纳入合并范围的子公司，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 73.41 亿元，负债合计 40.83 亿元，所有者权益 32.58 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015 年，公司实现营业收入 3.20 亿元，净利润为 2.25 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额 3.85 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.12 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底，公司总资产为 73.41 亿元，较年初增长 16.46%，主要系公司流动资产大幅增加所致；从资产构成来看，受货币资金增加的影响，公司非流动资产占比较年初下降 9.84 个百分点至 69.22%，但公司总资产仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产 22.60 亿元，较年初增长 71.17%，主要系收到的融资金额增加导致的货币资金上升所致。公司流动资产仍以货币资金及存货为主，分别占流动资产的 77.99% 和 15.28%。

截至 2015 年底，公司货币资金 17.62 亿元，较年初上升 107.30%，主要系公司银行借款增加及发行公司债券所致。货币资金中无受限制资产，公司货币资金规模较大，即期支付能力强。

截至 2015 年底，公司存货 3.45 亿元，与年初基本持平。公司存货主要为开发成本（占存货的 99.96%），系鼎顺房开的芳草地·嘉水蓝天项目的土地款。截至 2015 年底，该项目仍在相关部门协商当中，尚未启动。由于期末存货未发生减值情况，公司未对存货计提跌价准备。

公司流动资产中的其余科目占比较小，但部分科目数据较年初变化较大。截至 2015 年底，公司应收账款为 1.43 万元，较年初下降 99.97%，主要系重庆城市建设投资（集团）有限公司偿还了 0.42 亿元 BOT 核算模式产生的欠款，目前公司应收账款为重庆长寿区交通基础设施开发公司的欠款，金额小且账龄为一年以内，不可收回风险较低；其他应收款 0.09 亿元，较年初下降 53.20%，主要系公司收回了嘉陵江牛角沱大桥维护及抢险费代垫款和嘉陵江牛角沱大桥部分补偿款；其他流动资产新增 0.80 亿元，全部为公司购买的一年内到期的理财产品。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产 50.81 亿元，较年初上升 1.97%，主要系公司按公允价值计量的可供出售的金融资产价值增加所致。非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资和固定资产构成，占非流动资产比例分别为 20.83%、48.92%、23.03% 和 6.40%。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 10.58 亿元，较年初增长 22.10%，主要系公司持有的以公允价值计量的重庆银行股权价值增加所致。重庆银行的成长性较好，上市后其资本实力进一步增强，公司对重庆银行的投资起到了一定的优化资产结构和分散经营风险的作用。

截至 2015 年底，公司长期应收款 24.86 亿元，较年初下降 3.16%，主要系收回的部分项目收益冲减所致。公司长期应收款主要为 BOT 核算模式所产生，交易方均为政府授权的相关单位，具有较高的信用度。其中 21.96 亿元为 BOT 项目建设成本余额，公司每年提取部分 BOT 项目收益用于冲减“长期应收款”，其余 2.90 亿元为公司对北碚组团 I 标准分区城乡一体化基础设施项目投资，每年与项目收益作冲减。公司长期应收款中 16.55 亿元为受限资产（占 66.57%），占比较高。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 11.70 亿元，较年初略增 0.36%，全部为公司对渝涪高速的投资，系权益法下确认的投资损益增加所致。

截至 2015 年底，公司固定资产 3.25 亿元，较年初下降 4.29%，主要为房屋和建筑物，占比为 99.69%，固定资产成新率为 51.97%，成新率一般。其中 1.91 亿元为受限资产，在固定资产中占 58.77%。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，符合路桥运营企业资产构成特点。非流动资产中长期应收款占比最大，但回收风险小；公司流动资产以货币资金为主，可用货币资金较多，资产流动性较好；公司受限资产在总资产中占比尚可，但全部为非流动资产；公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 40.83 亿元，较年初增长 21.57%，系流动负债中的一年内到期的非流动负债和非流动负债中的应付债券增加所致。从负债结构来看，受公司一年内到期的非流动负债增加的影响，公司非流动负债占比由年初的 86.38% 下降至 81.23%，但公司负债仍以非流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债 7.67 亿元，较年初增长 67.51%，系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付账款、应付利息和一年内到期的非流动负债构成，分别占 3.51%、7.31% 和 85.55%。

截至 2015 年底，公司应付账款 0.27 亿元，较年初下降 52.64%，主要系公司偿还长寿湖旅游专用高速公路项目部分工程款项所致，尚未支付余额为 0.24 亿元，系质保期未到。截至 2015 年底，公司应付利息为 0.56 亿元，较年初增加 122.53%，主要系新增“14 渝路 01”和“14 渝路 02”公司债券的应付利息 0.52 亿元。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.56 亿元，较年初增长 91.18%，为一年内到期的长期借款 2.06 亿元和 2016 年 3 月到期的 4.5 亿元“13 渝路桥 MTN1”，一年内到期的非流动负债额度较大，但考虑到货币资金充足，公司偿债压力不大。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 33.17 亿元，较年初增长 14.32%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及递延所得税负债构成，分别占比 68.60%、25.73% 和 5.42%。

截至 2015 年底，公司长期借款 22.75 亿元，与年初基本持平。其中，质押借款 9.34 亿元，为公司以嘉华嘉陵江大桥 BOT 项目收益权、石门大桥收费权提供质押取得的借款；其余为信用贷款 11.84 亿元和保证贷款 1.58 亿元。长期借款的到期时间分布来看，公司长期借款到期时间较为分散，且均为分期还款，集中偿还压力不大。

表 6 截至 2015 年底公司取得的长期借款到期分布情况（单位：万元）

借款性质	借款单位	金额	起止年限
信用贷款	建设银行	16,812.00	2009.03-2020.03
信用贷款	农村商业银行	59,000.00	2010.01-2029.11
信用贷款	农村商业银行	47,500.00	2010.04-2030.04
质押贷款	工商银行	87,955.00	2005.06-2025.06
质押贷款	工商银行	18,800.00	2010.02-2019.12
保证贷款	东亚银行	18,078.70	2015.06-2018.06
合计	--	248,145.70	--

资料来源：公司提供、公司征信报告

注：该长期借款金额与年报“长期借款”科目数据有差异，系部分金额已划至“一年到期的非流动负债”科目。

截至 2015 年底，公司应付债券 8.53 亿元，较年初增加 89.94%，系公司 2015 年发行公司债券“14 渝路 01”4.50 亿元、“14 渝路 02”4.10 亿元所致。截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 1.80 亿元，较年初增长 24.45%，主要系可供出售金融资产公允价值变动引起的应纳税暂时差异所致。

截至 2015 年底，公司债务总额 37.84 亿元，较年初增长 22.34%，其中短期债务占 17.34%，长期债务占 82.66%，公司债务仍以长期债务为主。从债务指标看，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.62%、53.74% 和 48.99%，较年初分别上升 2.33 个百分点、2.51 个百分点和 0.70 个百分点。总体看，公司债务以长期债务为主，随着

债务规模的不断扩大，债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，公司负债结构仍以非流动负债为主，与资产结构较为匹配；全部债务以长期债务为主，随着债务规模的不断扩大，债务负担有所加重；但长期借款到期时间较为分散，集中偿还压力不大。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 32.58 亿元，全部为归属于母公司所有者权益，较年初增长 10.63%，主要系可供出售金融资产价值变动导致的其他综合收益增加和未分配利润积累所致。其中，实收资本占 27.87%、资本公积占 1.67%、其他综合收益 17.60%、盈余公积占 9.66%、未分配利润占 39.90%，未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定增长，但未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 3.20 亿元，较上年下降 5.68%，主要系公司工程管理业务收入减少以及 BOT 项目业务收入下降所致。2015 年，公司营业利润及净利润分别为 2.32 亿元和 2.25 亿元，分别较上年下降 10.86%和 11.59%，均系公司主营业务利润下降所致。

从期间费用看，2015 年，公司期间费用总额 2.02 亿元，较上年增加 10.74%，系公司财务费用和管理费用增加所致。公司期间费用由管理费用和财务费用构成，主要为财务费用（占比 88.41%）。2015 年，公司管理费用为 0.23 亿元，较上年增长 91.93%，主要系当期部分项目完成，项目人员开展其他项目的前期费用较高及资产重组中介机构费用增加所致。同期，公司财务费用为 1.78 亿元，较上年增长 4.92%，主要由于公司债务规模扩大导致的利息支出增加所致。2015 年，公司费用收入比为 62.94%，较上年上升 9.33 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

投资收益方面，公司的投资收益主要来源于公司投资的渝涪高速和重庆银行的股权，2015 年公司获得投资收益 1.77 亿元，较上年上升 13.75%，主要得益于被投资企业渝涪高速和重庆银行利润的增长。其中，2015 年参股渝涪高速的投资分红 0.99 亿元，参股的重庆银行的投资收益 0.47 亿元。公司投资收益规模较大，占营业利润的 76.12%，对利润的贡献较大。重庆银行自 2013 年底上市后，成长性较好，渝涪高速和重庆银行产生的投资收益具有较好的持续性，未来也将为公司的净利润增长提供较好的支撑。

从盈利指标看，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.64%、6.50%、7.25%，较上年分别下降 1.08 个百分点、1.06 个百分点和 2.22 个百分点，资本获利能力有所下降。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，公司资本获利能力有所下降；期间费用有所升，财务费用较大，侵蚀公司利润，投资收益对净利润的贡献依然较大。

5. 现金流

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 4.63 亿元，较上年增长 30.51%，主要是得益于销售商品、提供劳务收到的现金增加，其中三桥收到现金 3.32 亿元，长寿湖旅游高速公路收到现金 0.71 亿元，工程管理收入收到现金 0.08 亿元，其他资产经营收到现金 0.02 亿元，收到现金总额与营业收入的差异主要为应收账款和长期应收款减少所致；同期，公司经营活动现金流出 0.78 亿元，较上年增长 5.33%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加，以及管理费用上升引起

的支付其他经营活动有关的现金增加所致。由于现金流入规模的上升幅度大于现金流出的上升幅度，使得现金流量净额较上年增长 37.17%，系收、付款时间性差异所致。2015 年公司经营活动现金流量净额 3.85 亿元，仍保持较大的净流入规模；受益于应收账款和其他应收款的下降，公司现金收入比大幅上升，从去年的 91.37% 上升至 129.07%，收入实现质量大幅改善。

从投资活动看，2015 年公司投资活动现金流入与流出分别 12.70 亿元和 11.77 亿元，由于公司减少对短期理财产品的投资，投资活动现金流入与流出规模较上年分别下降 47.80% 和 46.54%。2015 年，公司投资活动产生的现金流净额为 0.92 亿元，较上年减少 59.92%，主要系公司收回的金融资产较上年减少所致。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入新增 13.98 亿元，主要系公司向银行借款和发行“14 渝路 01”、“14 渝路 02”公司债券取得的现金；同期，公司筹资活动现金流出 9.64 亿，较上年增加 80.86%，主要系公司偿还银行借款金额增加所致。公司筹资活动现金流量净额为 4.35 亿元，增加的主要原因系 2015 年公司发行公司债券，2014 年无此项现金流入所致。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流规模有所上升，收入实现质量有所改善，投资活动产生的现金流净额仍保持正值，考虑到公司的资产重组和项目投资计划，未来公司的融资需求或将进一步增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.95 倍和 2.50 倍，较 2014 年略有上升，流动资产能够完全覆盖流动负债，处于较好水平。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 2.78 倍，较上年略有上升，现金类资产对短期债务的覆盖水平进一步提高。从现金流对流动负债保护程度看，受一年内到期的非流动负债增加的影响，2015 年公司经营现金流动负债比率较上年下降 11.11 个百分点至 50.24%，但考虑到公司短期有息债务占比较低，且现金类资产相对规模较大，总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 4.59 亿元，受利润下降影响，较上年下降 3.03%；公司 EBITDA 利息倍数、EBITDA 全部债务比亦有所下降，但下降幅度较小，分别从 2014 年的 2.45 倍、0.15 倍下降至 2014 年的 2.19 倍、0.12 倍。综合考虑公司所处行业特点及资产规模、现金流状况和其参股经营项目的价值提升及变现能力等情况，公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司合并口径无对外担保事宜，且无其他重大未决诉讼或仲裁事项。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至 2015 年底，公司共获得银行授信 18.10 亿元，其中未使用额度 14.60 亿元，公司融资渠道较为畅通。

根据以往的公开资料及中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码 G10500108000126804），截至 2016 年 3 月 21 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

综合来看，跟踪期内，公司整体偿债能力较强，或有风险较小，融资渠道畅通，并考虑到公司经营规模、路桥资产收入的稳定性、以及所投资的渝涪高速和重庆银行经营收益良好等因素，公司对本次债券的偿还能力进一步提升。

7、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 18.25 亿元，约为“14 渝路 01”、“14 渝路 02”公司债券本金合计（8.60 亿元）的 2.12 倍，公司现

金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达32.58亿元，约为公司债券本金合计（8.60亿元）的3.79倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14渝路01”、“14渝路02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为4.59亿元，约为公司债券本金合计（8.60亿元）的0.53倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入4.63亿元，约为公司债券本金合计（8.60亿元）的0.54倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为路桥运营企业，在货币资金流动性、营业收入稳定性、现金流等方面具有优势，公司对“14渝路01”、“14渝路02”的偿还能力很强。

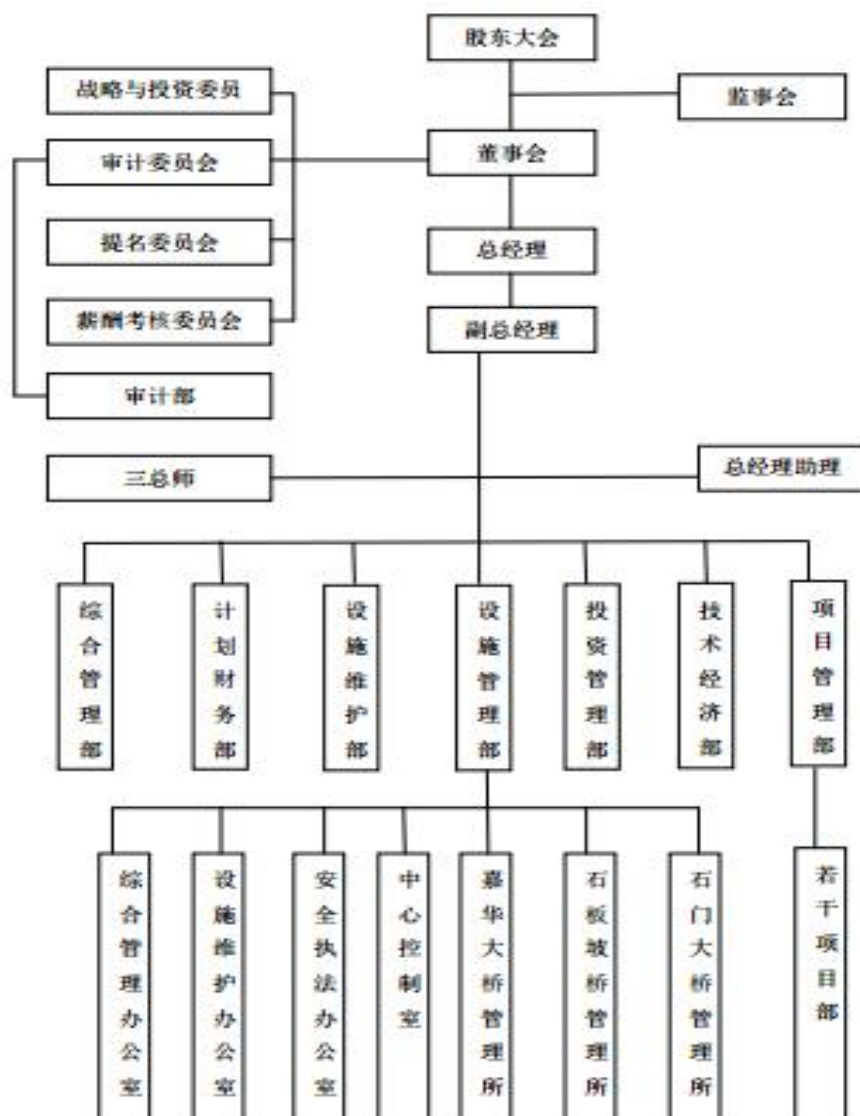
七、综合评价

公司作为重庆市路桥投资管理的主要经营企业之一，跟踪期内，公司经营的路桥及业务板块无重大变化，所辖路桥资产质量优良，收入规模稳定，毛利率水平高，经营现金流状况较好。同时，联合评级也关注到，公司路桥收费特许经营权将陆续到期，建筑施工行业竞争激烈，公司债务规模增长较快，公司财务费用较大，侵蚀公司利润；公司主营业务较为集中，收入实现质量波动较大等对其生产经营及信用水平的不利影响。

跟踪期内，公司拟计划非公开发行股份及募集配套资金不超过31.60亿元，用于增持路桥资产，拓展新能源业务等。公司本次发行方案尚待证监会审批。未来随着公司发行股份及资产收购计划的完成，参股企业投资收益的增加，公司盈利能力及抗风险能力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14渝路01”“14渝路02”“AA”的债项信用等级。

附件 1 重庆路桥股份有限公司组织结构图



附件 2 重庆路桥股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	63.03	73.41
所有者权益（亿元）	29.44	32.58
短期债务（亿元）	3.43	6.56
长期债务（亿元）	27.50	31.28
全部债务（亿元）	30.93	37.84
营业收入（亿元）	3.40	3.20
净利润（亿元）	2.47	2.25
EBITDA（亿元）	4.74	4.59
经营性净现金流（亿元）	2.81	3.85
应收账款周转次数(次)	15.21	14.35
存货周转次数（次）	0.10	0.11
总资产周转次数（次）	0.06	0.05
现金收入比率（%）	91.37	129.07
总资产收益率（%）	7.72	6.64
总资产报酬率（%）	7.56	6.50
净资产收益率（%）	9.47	7.25
营业利润率（%）	84.86	81.75
费用收入比（%）	53.61	62.94
资产负债率（%）	53.29	55.62
全部债务资本化比率（%）	51.23	53.74
长期债务资本化比率（%）	48.29	48.99
EBITDA 利息倍数（倍）	2.45	2.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.12
流动比率（倍）	2.88	2.95
速动比率（倍）	2.13	2.50
现金短期债务比（倍）	2.67	2.78
经营现金流动负债比率（%）	61.35	50.24

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。