



贵州省公路工程集团有限公司公开发行 2015 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2015】545 号

公司债券信用等级：AA

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发债主体：贵州省公路工程集团有限公司

发债规模：本次债券发行总额不超过 20 亿元(含 20 亿元)，首期发行金额 15 亿元，附超额配售条款

债券期限：本次债券发行期限为 3 年，首期发行期限为 3 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：偿还银行借款，补充营运资金

评级观点

贵州省公路工程集团有限公司（以下简称“贵州公路集团”或“公司”）主要从事公路、桥梁和隧道工程施工等业务。评级结果反映了国家相关产业政策为公司发展提供了良好的外部环境，公司在贵州交通运输基础设施建设领域处于较为重要地位，盈利能力较强，项目储备充足且重大项目的承接较为稳定等优势；同时也反映了公司承建的 BOT 项目投资规模大、预计未来将面临一定的资本支出压力等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，随着业务规模的进一步扩大，公司营业收入有望保持增长，大公对贵州公路集团的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 贵州省是我国重要西南陆路交通枢纽，近年来经济保持较快发展，国家相关产业政策为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司具有公路施工总承包壹级等资质，在贵州省交通运输基础设施建设领域占有重要地位；
- 公司整体毛利率水平较高，盈利能力较强；
- 公司项目储备充足，重大项目的承接能力较为稳定，保证了公司良好的持续性发展。

主要风险/挑战

- 公司承建的 BOT 项目投资规模大，预计未来将面临一定的资本支出压力；
- 公司对外担保金额较大，存在一定的或有风险；
- 垫资施工及工程质保金等因素对经营性现金流获取能力产生不利影响，且公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	2015.3	2014	2013	2012
总资产	300.83	285.26	185.45	147.52
所有者权益	113.14	111.50	94.40	64.34
营业收入	22.00	107.00	84.49	62.14
利润总额	1.57	11.97	24.90	7.93
经营性净现金流	0.23	20.36	-4.83	-12.71
资产负债率 (%)	62.39	60.91	49.10	56.38
债务资本比率 (%)	47.06	43.35	26.41	35.09
毛利率 (%)	14.72	17.19	35.64	19.75
总资产报酬率 (%)	0.68	4.65	13.91	5.77
净资产收益率 (%)	1.38	9.10	22.41	10.37
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.38	5.86	-5.43	-21.54
经营性净现金流/总负债 (%)	0.13	15.38	-5.54	-17.37

注：2015 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：杨绪良

评级小组成员：胡 聪 于清如

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年七月十三日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



发债主体

贵州公路集团前身是成立于 1959 年 11 月的贵州省交通厅公路大队，经多次改制、更名后于 2010 年 5 月最终整体改制并变更为现名，同时注册资本增至 11.03 亿元，由贵州省交通运输厅履行出资人职责。2012 年 10 月 30 日，贵州省交通运输厅对公司增资 10 亿元，公司注册资本增至 21.03 亿元。2013 年 9 月 24 日，根据“关于同意组建贵州交通建设集团有限公司的批复”（黔交政法【2013】39 号），贵州省交通运输厅采取股权整合方式，将公司与贵州桥梁建设集团有限责任公司和贵州路桥集团有限公司整合为贵州交通建设集团有限公司（以下简称“贵州交建”）。截至 2015 年 3 月末，公司注册资本为 21.03 亿元，唯一股东是贵州交建，实际控制人为贵州省交通厅。

作为贵州交通系统大型骨干企业，公司主要从事公路、桥梁和隧道等工程施工，具有公路工程施工总承包壹级、桥梁工程专业承包壹级、隧道工程专业承包壹级和房屋建筑工程施工总承包壹级等资质。截至 2014 年末，纳入公司合并报表范围二级子公司共 27 家。

发债情况

债券概况

本次债券是贵州公路集团面向合格投资者公开发行的公司债券，发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元），发行期限 3 年，首期发行金额 15 亿元，可超额配售不超过 5 亿元。公司和主承销商将根据网下申购情况决定是否行使超额配售选择权，即在基础发行规模 15 亿元的基础上，由主承销商在本期债券基础发行规模上追加不超过 5 亿元的发行额度。发行期限 3 年。本次债券面值为 100 元，平价发行，采用固定利率，单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次偿还本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

募集资金用途

本期公司债券募集资金中 10.60 亿元将用于偿还银行借款，9.40 亿元将用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

近年来我国经济保持平稳运行，但经济增速逐步回落，经济发展进入“新常态”；未来短期内我国经济有望继续保持平稳发展但下行压力仍较大，长期来看经济增速将在中高速区间内持续放缓，经济运行面临较多的风险因素

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现



不同程度的下滑。按照可比价格计算，2012~2014年，我国GDP同比增速分别为7.8%、7.7%和7.4%，增速逐年放缓；同期，规模以上工业增加值同比增速由10.0%降至8.3%，固定资产投资（不含农户）同比增速由20.6%降至15.7%，降幅明显。此外，近年来国际国内需求增长减慢，社会消费品零售总额同比增速由2012年的14.3%降至2014年的12.0%，进出口贸易总额同比增速由6.2%降至2.3%。经济增长的放缓制约财政收支规模的扩大，近年来我国财政收入同比增速逐年收窄，2014年公共财政预算收入增速仅为8.6%，政府性基金收入仅为3.5%。2015年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP同比增速为7.0%，较上年同期下降0.4个百分点，规模以上工业增加值同比增长6.4%，固定资产投资（不含农户）同比名义增长13.5%，社会消费品零售总额同比名义增长10.6%，进出口总额同比下降6.0%。同期，全国公共财政预算收入3.64万亿元，同比增长3.90%；政府性基金预算收入为0.87万亿元，同比下降33.30%。此外，2015年一季度，我国全社会融资规模为4.61万亿元，同比减少0.89万亿元，新增人民币贷款3.68万亿元。截至2015年3月末，我国广义货币（M2）余额为127.53万亿元，同比增长11.6%，增速较上年同期下降0.5个百分点。整体来看，受传统行业产能过剩突出、房地产持续调整等因素影响，我国企业生产、投资放缓，工业经济与社会投资增速逐年下降，实体经济增长乏力，土地市场供需不旺，财政增收困难；与此同时，金融领域银行表外融资的收缩、同业监管的加强等，也进一步导致全社会融资规模出现下滑，我国经济发展步入增速放缓、转型提质的“新常态”。

针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大货币政策领域的定向调整。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难问题。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，推动自贸区等领域的发展，在基础设施建设和房地产开发领域加大投资力度，一方面通过创新城市建设融资模式等方式加速城镇化进程，加大棚户区改造、交通建设等领域投资；另一方面通过调整房地产信贷政策消化行业过剩产能，促进房地产及相关行业投资相应增长。2015年政府工作报告中强调“经济增长”和“价格控制”两个核心目标，表明国家通过金融、财税、投资等重点领域的改革来确保经济运行处于合理区间的决心。

从外部环境来看，世界经济分化态势明显，美国经济进一步好转，对我国出口扩大有一定的促进作用，但受东欧地缘政治危机、减债压力等因素影响，欧元区复苏乏力，日本经济停滞不前，新兴经济体增长总体偏弱，加之世界大宗商品价格波动明显、国际地缘政治冲突有



增无减，世界经济的贸易量复苏动力不足，我国出口贸易受到不利影响，国内经济增长由此受到波及。未来，美欧日俄在经济刺激方面的政策调整、东欧政局的变动以及新兴经济体金融秩序的构建使得我国经济发展仍面临一定风险因素。

预计未来短期内，我国经济将继续保持平稳运行但经济下行压力增大，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

国民经济持续增长推动了建筑业的稳步发展，城镇化建设与交通配套设施的不断完善为市政及公路工程领域带来广阔的发展空间

建筑业作为国民经济的重要支柱产业之一，与宏观经济运行密切相关，其发展取决于国民经济运行状况和固定资产投资规模，特别是基础设施规模、房地产业的发展 and 城市化进展以及城市规模等因素。在固定资产投资的拉动下，2004~2014 年我国建筑业总产值年均复合增长率为 19.80%，由于我国将固定资产投资作为拉动经济发展的重要手段之一，因此国民经济发展与建筑行业呈现出互为因果、相互推动的关系，保证了我国经济运行的持续发展，并且开工建设较投资政策而言具有一定的滞后效应。

随着国民经济增速的放缓以及后世博阶段固定资产投资增速同比下降，建筑业总产值增速随之放缓，2012~2014 年，我国建筑业总产值增速同比分别下降 3.46 个百分点、0.95 个百分点和 6.68 个百分点。从中长期来看，随着国民经济运行步入新常态阶段，固定资产投资与建筑业总产值增速将整体有所放缓。

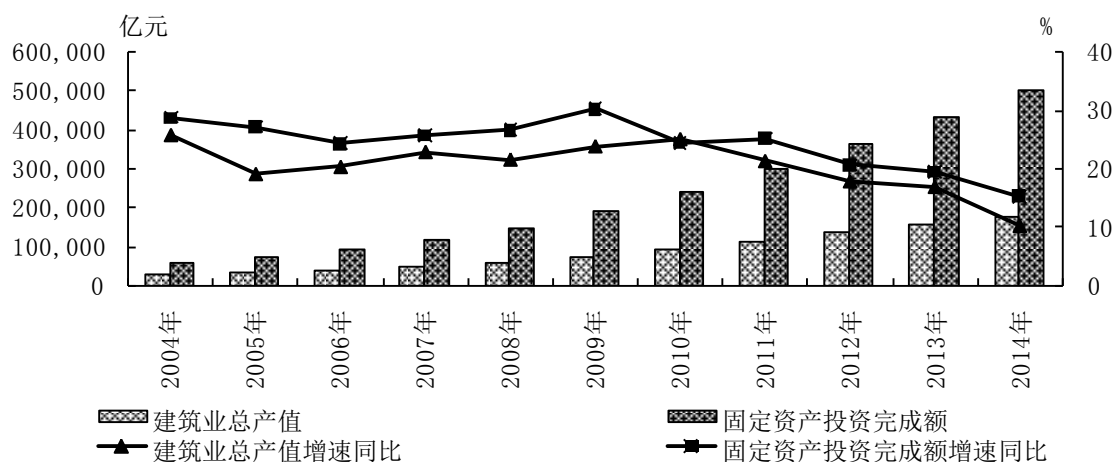


图1 2004~2014 年我国固定资产投资完成额与建筑业总产值情况

数据来源：Wind 资讯

市政工程与国家的城市化进程和基础设施的投入力度密切相关，



伴随国民经济各项指标的增长，我国城镇化水平从 2000 年的 26.40% 上升到 2014 年的 54.77%。尽管城市化率不断提高，但由于我国的城市基础设施水平严重滞后于经济发展水平，因此市政配套的落后严重阻碍了城镇居民生活水平的提高和城市经济的持续健康发展。因此，自“十一五”计划起，市政工程开始被列为投资重点。2009 年以来，国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”和“成渝经济圈”的四大版图。

交通运输方面，根据国家干线公路网规划，我国将于 2020 年左右完成公路主骨架建设。公路主骨架是全国公路网的主动脉，也是全国综合运输大通道的重要组成部分，总长约 3.5 万公里，由“七横五纵”12 条高等级公路国道主干线组成，将人口在 100 万以上的所有特大城市以及人口在 50 万以上的大城市连接在一起，贯通城市总数 200 余座，覆盖 6 亿人口。因此在未来较长的时期内，我国市政及公路工程建设市场具有较大发展空间。

总体来看，随着宏观经济的持续增长和城镇化建设的加快推进，我国城市基础设施的规模将不断扩大，发展速度将不断加快，城市基础设施建设行业面临广阔的市场空间和良好的发展机遇。

我国建筑行业区域发展与市场供需欠均衡，行业规范性及市场化程度有待提高，充分竞争格局和成本上升压力导致行业利润率偏低

由于我国各地区经济发展水平存在较大差异，因此建筑市场在全国各地区的分布也呈现出区域发展不平衡和相对集中的现象。2014 年我国建筑业总产值约 176,713 亿元，其中华东地区¹占全国建筑业总产值的 44.35%，中南地区²占比 19.94%，华北地区占比 12.71%，西南地区占比 10.40%，东北地区和西北地区产值占比相对较低。随着西部大开发及一带一路等发展战略的逐步实施，中西部建筑业欠发达地区的产值比例将出现一定程度的变化，但总体欠均衡格局难以改变。

表 1 2012~2014 年我国建筑业产值区域分布情况（单位：亿元、%）

区域	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	78,369	44.35	69,103	43.38	59,326	43.23
中南地区	35,234	19.94	30,968	19.44	26,198	19.09
华北地区	22,465	12.71	20,807	13.06	18,722	13.64
西南地区	18,385	10.40	16,307	10.24	13,744	10.02
东北地区	12,523	7.09	13,394	8.41	11,912	8.68
西北地区	9,737	5.51	8,735	5.48	7,313	5.33
合计	176,713	100.00	159,314	100.00	137,215	100.00

数据来源：Wind 资讯

¹ 华东地区，该项统计不包含台湾省。

² 中南地区，该项统计不包含香港特区和澳门特区。



我国建筑业属完全竞争行业，国家政策导向形成了建筑业是农村安排剩余劳动力的主要渠道，劳动力供应过剩。据 2014 年统计数据，我国建筑业从业人数接近 5,000 万人，全国建筑企业超过 8 万家，其中上海和浙江地区建筑企业分别为 2,888 家和 6,057 家，建筑队伍总量严重过剩，甚至出现了让利、压级压价、索要回扣、垫资拖欠等不规范竞争局面，行业利润率偏低。

近年来，尽管我国建筑行业地域封锁被逐渐打破，但地方保护现象依然存在，跨区域经营依然是建筑企业规模化发展的重要瓶颈。我国建筑业竞争格局主要包括拥有建筑业特级资质的中央企业、地方国企、民营企业和跨国公司。建筑业中央企业主要为国家机构改革时，从铁道、交通、电力、冶金等部委分离出来的基建部门组建的特大型企业集团，其所处的细分行业具有较高行业壁垒与较强的垄断性。随着建筑业市场化程度的加深，中央企业在保持各自细分市场优势地位的同时，也逐渐加强了相互间的业务渗透。地方国企主要是我国各地区的城建集团或建工建设集团，大多得到了当地政府的扶持，并逐渐从技术水平较低的普通建筑市场向专业性强的高端市场转型。以浙江和江苏两省建筑企业为代表的民营建筑企业集团主要利用灵活的机制和低成本优势抢占市场份额，其中部分民营建筑队伍为国企改制企业，拥有较好的资质基础和灵活的管理机制，在区域市场中具备一定的竞争力。近年来，具有较强竞争实力的跨国企业正逐渐进入我国建筑市场，并利用其在管理与资金等方面的优势在工程设计领域及 BT、BOT 和 EPC 等项目领域与国内企业展开竞争。

贵州省是我国重要的西南陆路交通枢纽，经济发展水平较为落后，近年来经济保持较快发展；以资源型产业为主导的产业结构和旅游资源将带动交通运输的快速发展

贵州省位于我国西南中心腹地，与四川、重庆、湖南、广西、云南 5 省区毗邻，是西南地区通往长江三角洲、珠江三角洲、北部湾经济区和东盟自由贸易区的交通枢纽，是西南出海和承接产业转移的关键枢纽节点，是国家主体功能区规划“两横三纵”城市化战略格局中包昆纵轴通道的重要节点，在我国区域发展战略中具有承东启西的重要地位。贵州省矿产和能源资源丰富，优势矿产在全国的地位显著，煤炭资源、磷矿石、铝土矿、稀土等储量位居全国前列。

表 2 2012~2014 年贵州省主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	9,251.01	10.8	8,006.79	12.5	6,802.20	13.6
财政总收入	2,132.16	11.2	1,919.18	16.7	1,644.48	23.6
固定资产投资	8,778.10	23.6	7,102.78	29.0	7,809.05	53.1
其中：交通运输、仓储和邮政业	1,725.64	33.6	1,291.52	28.9	1,101.01	40.8
货物周转量（亿吨公里）	1,326.25	12.7	1,146.01	9.0	1,041.50	10.6
其中：公路	776.95	27.2	584.51	25.0	457.64	25.9

数据来源：2012~2014 年贵州省国民经济和社会发展统计公报

贵州省经济发展水平落后，2014 年，地区生产总值在全国 31 个省市自治区中排名 26 位。近年来贵州省经济保持较快发展，2012~2014 年，GDP 增速分别为 13.6%、12.5%和 10.8%，始终高于全国水平。2015 年 1~3 月，贵州省实现地区生产总值 1,659.39 亿元，同比增长 10.4%；完成固定资产投资 1,510.63 亿元，同比增长 23.5%；财政总收入 594.83 亿元，同比增长 5.2%。贵州将以煤电磷、煤电铝、煤电钢、煤电化“四个一体化”为重点，逐步形成以资源型产业为主导的产业结构，随着资源产业规模扩张和产业链条延伸，贵州货物运输强度将进一步提高，将带动交通运输业的快速发展。贵州省还是旅游资源大省，自然旅游资源和生态文化旅游资源极为丰富，旅游业是贵州省重点发展的支柱产业，旅游业的快速发展将促进高速公路交通量的持续增加。

公路运输在贵州省具有重要地位，近年来贵州省交通基础设施建设保持高速发展；较快的经济发展以及国家相关产业政策为贵州省交通建设提供了良好保障

近年来，贵州省在国家西部大开发政策的带动下，固定资产投资保持高速发展，其中，交通基础设施建设作为固定资产投资的重点，2012~2014 年，交通运输、仓储和邮政业固定资产投资增速分别为 40.8%、28.9%和 33.6%。2014 年，固定资产投资中公路建设投资为 1,234.12 亿元，同比增长 36.3%；同期全省货物运输总量为 8.36 亿吨，其中公路货物运输量为 7.80 亿吨。公路运输在贵州省具有重要地位，预计未来几年内，在贵州省经济发展的内在需求的带动下，公路建设投资将保持高速发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

我国《综合交通网中长期发展规划》明确贵阳是加快推进建设的 42 个全国性的综合交通枢纽之一，贵阳、遵义、六盘水、毕节和都匀等 5 个城市被确定为国家公路运输枢纽城市，目前正按规划加快综合交通枢纽建设。根据国务院《关于进一步促进贵州经济社会又好又快发展的若干意见》（国发【2012】2 号，以下简称“国发 2 号文件”），将贵州定位为“西南重要陆路交通枢纽”，明确提出“坚持把交通基础设施建设放在优先位置”，并对国高网贵州省高速公路网布局规划



进行调整。高速公路对普通公路、其他运输方式的分流吸引以及需求力度加大，以高速公路为主的交通出行方式将不断强化，高速公路在通道中分担的交通量将逐步上升；同时，国发 2 号文件的颁布为贵州省争取国家资金和项目提供了支持，使贵州加快交通建设提供了保障。

贵州省人民政府出台《贵州省高速公路网规划》确定了“6 横 7 纵 8 联”以及 4 个城市环线组成的路网布局方案，总规模约 6,851 公里，其中国家高速公路约 2,251 公里，省高约 4,600 公里。规划提出，到 2020 年全省将实现贵州与周边区域经济中心形成 2 个以上高速公路通道以及县县通高速等目标。“十二五”期间，贵州省以“加速发展、加快转型、推动跨越”为主基调，大力实施“工业强省”和“城镇化带动”战略，贵州省积极推进城镇化进程，实施中心城市带动战略，培育形成黔中城市群，打造一批大、中城市和特色小城镇，城镇化将进入快速发展阶段，人口规模的增加和流动将带来出行需求快速增长。

综合来看，贵州省的西南交通枢纽的地位、丰富的矿产和旅游资源为公司的发展提供了良好的外部环境；贵州省近年来较快的经济发展以及相关国家产业政策对贵州省交通建设形成良好保障。

经营与竞争

公司主要从事工程与建筑、物流运输以及房地产等业务，其中工程与建筑包括公路、桥梁、隧道工程施工等业务，是公司主要的收入和利润来源；2012 年以来公司整体毛利率有所波动但均处于较高水平

公司主要从事公路、桥梁、隧道、房屋工程施工业务，兼营物流运输、房地产等业务，工程与建筑业务是公司主要的收入和利润来源。2012~2014 年，在公司收入和利润中的比重均保持在 95%左右。

2012~2014 年，公司营业收入逐年增加。2013 年，公司营业收入同比增长 35.96%，其中工程施工业务收入同比提高 36.37%，主要原因是公司按照完工百分比法确认收入，项目开始建设时估计建设成本较大，且 2013 年完工的工程项目较多，因此 2013 年确认收入金额同比大幅增加；物流运输业务收入同比略微有所下降；其他业务收入同比增加 1.27 亿元，主要为公司房地产板块收入增加 1.16 亿元所致。2014 年，公司营业收入同比增长 26.64%，主要是由于松铜高速项目的大幅推进所致。

表 3 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1~3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	22.00	100.00	107.00	100.00	84.49	100.00	62.14	100.00
工程与建筑	21.36	97.10	100.42	93.85	80.72	95.54	59.19	95.25
物流运输	0.61	2.76	3.30	3.09	2.06	2.44	2.51	4.04
其他	0.03	0.14	3.28	3.06	1.71	2.02	0.44	0.71
毛利润	3.24	100.00	18.39	100.00	30.12	100.00	12.27	100.00
工程与建筑	3.09	95.31	17.40	94.59	29.31	97.34	11.83	96.40
物流运输	0.13	4.02	0.35	1.82	0.33	1.08	0.31	2.53
其他	0.02	0.68	0.66	3.59	0.48	1.59	0.13	1.08
综合毛利率	14.72		17.19		35.64		19.75	
工程与建筑	14.45		17.32		36.31		19.99	
物流运输	21.43		10.13		15.78		12.35	
其他	71.98		20.17		27.90		29.90	

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司注重改善管理及内控水平，优化工程施工环节，加强项目部成本控制。2012~2014 年，公司毛利率有所波动但均处于较高水平。2013 年，公司综合毛利率为 35.64%，同比大幅提高 15.89 个百分点，其中工程施工毛利率同比提高 16.32 个百分点，主要由于公司按照完工百分比法确认收入，项目开始建设时估计建设成本较大，且 2013 年完工的工程项目较多，因此 2013 年完工决算导致项目收入大幅增长，并带来当年毛利润大幅改善。2014 年，公司综合毛利率为 17.19%，同比有所下降，主要是由于 2014 年松铜高速项目的大幅推进，导致各项成本增加所致。

2015 年一季度，公司实现营业收入 22.00 亿元，同比减少 2.90 亿元；毛利率为 14.72%，同比小幅减少 1.50 个百分点。

综合来看，2012 年以来，公司营业收入逐年增加，综合毛利率有所波动但处于较高水平。预计未来 1~2 年，随着公司新签合同的执行，公司经营规模将保持增长。

● 工程与建筑

公司在贵州省交通运输基础设施建设领域占有重要地位；公司在建筑施工领域内的资质较为齐全，施工经验丰富，并建立较为完备的供应体系，能够有效地降低采购成本

公司是由贵州省交通运输厅组建的国有独资公司，作为贵州交建的主体之一，在贵州省交通运输基础设施建设领域占有重要地位。同时，公司是唯一经贵州省发改委批准，享受国家西部大开发企业税收优惠政策的施工企业。公司成立早期曾参与川藏公路、重庆九龙坡港口等国家重点工程，以及老挝、也门、布隆迪等援外公路项目。近年



来，公司先后参与惠水至兴仁高速公路、遵义至毕节高速公路、思南至遵义高速公路和毕节至威宁高速公路等贵州省内重大高速公路项目建设。公司在公路、桥梁、隧道等建设领域积累了丰富的经验，其中，沪瑞高速公路沙银沟大桥、兰海高速公路乌江特大桥、思南岩头河大桥先后获得贵州省建设厅“黄果树杯优质工程奖”。

表 4 截至 2015 年 3 月末公司主要已完工建筑工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	完工时间	合同额	业主
1	遵义至毕节高速公路高速 7、8、20、23 标段	2012 年 12 月	10.92	贵州高速公路开发总公司
2	广西河都 4 标	2012 年 12 月	6.65	广西交通投资集团有限公司
3	惠水至兴仁高速公路 7 标段	2012 年 12 月	6.44	贵州高速公路开发总公司
4	毕节至威宁高速公路	2013 年 6 月	114.34	毕节毕威高速公路有限公司
5	仁赤高速 15、25 标段	2013 年 11 月	7.85	贵州省公路局
6	思遵 1、6、9 标段	2014 年 7 月	14.46	贵州省公路局
7	松桃至铜仁高速公路	2014 年 12 月	51.00	贵州松铜高速公路有限公司

数据来源：根据公司提供资料整理

在公路工程施工领域，公司拥有公路工程施工总承包壹级、公路路面工程专业承包壹级等资质。公司积极拓展业务范围，先后获得房屋建筑工程施工总承包壹级、市政工程施工总承包壹级、房地产开发一级等资质。公司的资质较为齐全，为公司在公路工程、房屋建筑、市政工程、园林绿化和房地产开发等业务领域发展提供有力的支持。

表 5 截至 2015 年 3 月末公司主要施工资质情况

施工总承包资质	专业承包资质	
公路工程施工总承包壹级	公路路面工程专业承包壹级	土石方工程专业承包壹级
市政公用工程施工总承包壹级	公路路基工程专业承包壹级	隧道工程专业承包壹级
房屋建筑工程施工总承包壹级	预拌商品混凝土专业承包壹级	桥梁工程专业承包壹级
建筑工程施工总承包贰级	土石方工程专业承包贰级	-

资料来源：根据公司提供资料整理

公司重视人才队伍建设和科技创新能力的提升。截至 2014 年末，公司拥有一级建造师 96 人，二级建造师 258 人，建设部注册造价师 5 人，交通部甲级造价师 24 人，注册安全工程师 78 人。公司在项目施工中不断实现技术创新，2007 年以来获国家级工法 1 项，申请专利 15 项，研究成果先后获得 9 个省级奖项。公司取得的科研成果已经成功应用于工程项目中。

公司建立较为完备的供应体系，对材料和设备实施集中采购制度，并按照公司的相关规定组织招标统购，招标比价过程公开透明。2010 年以来，公司逐步与行业领先的供应商建立战略合作关系，进一步降



低了采购成本，提高了材料和设备的供应的及时性和稳定性。2012～2014年，公司通过招标统购和战略合作采购材料合计金额分别为10.25亿、5.78亿元和10.50亿元，较同期市场价格低5%左右。

公司通过建立信息化管理系统，实现建设方对项目实行动态管理以及成本标准化，使工程从设计管理、工程计量到资金计划和资金管理，在网络平台上形成时间节点，提高工作效率。通过信息化的管控，对项目的征地拆迁、勘察设计、工程计量、监理履约、质量控制、安全管理以及进度控制等方面实现了全方位的管控，并通过对外公开制度，保证了项目的进度可控、成本管理高效。

公司业务承接能力较强，新签合同和重大项目的承接能力较为稳定；公司项目储备较为充足，能够支撑未来1～2年的发展

公司业务承接能力较强，2011年以来，随着贵州省高速公路建设速度的加快，公司多次中标高速公路项目，新签合同额波动增长。2013年，公司中标贵州省内高速公路项目11个，合同总金额占贵州省内中标份额的22.80%；2014年，公司新签合同总额达到124.88亿元。在贵州省交通运输厅和公路局的支持下，公司在贵州省内新签重大项目数量稳定，新签重大项目合同金额在新签合同总金额中的比重持续上升。在保证公路施工业务规模的同时，公司大力拓展市政和房建工程。2012年，公司市政工程中标额4.66亿元，房建工程中标额2.77亿元；2013年，公司市政工程中标额2.93亿元，房建工程中标额1.24亿元。2014年，公司市政工程中标额33.57亿元，房建工程中标额4.48亿元。

表6 2012～2014年公司承接5亿元以上重大项目情况

项目	2014年	2013年	2012年
重大工程数量（个）	9	2	3
重大工程金额（亿元）	81.56	133.17	61.23
新承接工程总金额（亿元）	124.88	137.47	87.97
重大工程金额占总金额比（%）	65.31	96.87	69.60

数据来源：根据公司提供资料整理

在重大项目方面，2012年，公司新签贵州省松桃至铜仁高速公路合同金额为51.00亿元；2013年，公司新签贵州省盘县至兴义高速公路合同金额为121.17亿元，贵州省望谟至安龙高速公路施工总承包招标第WASGZ标段合同金额为12.00亿元。2014年，公司新签重大项目合同9个，分别为六盘水市红桥东路工程、六盘水市德宏路二期工程一标段、贵阳（花溪）至安顺高速公路TJ-3合同段、贵阳（花溪）至安顺高速公路TJ-5合同段、息烽至黔西高速公路TJ-2合同段、息烽至黔西高速公路TJ-5合同段、贵州省赤水至望谟高速公路白腊坎至黔西段TJ-4合同段、贵州省赤水至望谟高速公路白腊坎至黔西段TJ-6合同段和贵阳（花溪）至安顺高速公路LM1合同段，重大项目合同金额为81.56亿元，占新签合同总金额的65%。



新签合同金的承接能力较为稳定，使得公司在建合同规模稳定发展。截至 2015 年 3 月末，公司在建未完工项目 65 个，其中贵州省内项目 54 个，累计完成投资额 87.11 亿元，剩余投资额 268.40 亿元；省外项目 11 个，累计完成投资额 33.28 亿元，剩余投资额 26.14 亿元。总体看来，公司项目储备较为充足，能够支撑未来 1~2 年的发展。

近年来公司重点发展 BT 和 BOT 项目，培育稳定的利润来源，并得到政府的大力支持；未来 1~2 年将进入高速公路集中建设期，公司面临一定的资本支出压力

与传统施工业务相比，BT 和 BOT 项目未来利润水平相对高，其中 BOT 项目有利于公司培育稳定的利润来源。2011 年以来，公司重点发展 BT 和 BOT 项目，先后签订了福建省漳州沿海大通道（滨海一级疏港公路）漳浦段工程 BT 项目、贵州省松桃至铜仁高速公路 BOT 项目、贵州省盘县至兴义高速公路 BOT 项目。公司承接的高速公路 BOT 项目为《贵州省高速公路网规划》中的重要组成部分，对改善区域交通条件、发挥路网系统效益、带动辐射周边地区协调发展等方面具有重要作用。因此，公司的 BOT 项目得到贵州省政府的大力支持，贵州省交通厅在中标通知书中承诺给予公司一定的项目补助资金。

表 7 截至 2015 年 3 月末公司在建 BT、BOT 项目情况（单位：公里、亿元）

类型	项目	里程	总投资额	已完成投资	签订日期	开工日期	建设工期
BT	漳州沿海大通道漳浦段工程项目	60.29	19.60	16.75	2012.01	2012.12	3 年
BOT	松桃至铜仁高速公路	50.38	57.30	57.30	2012.09	2013.11	2 年
	盘县至兴义高速公路	88.23	117.60	36.82	2013.11	2013.12	2 年
合计		198.90	194.50	110.87	-	-	-

注：总投资额数据为实际总投资额，与项目可行性研究报告略有出入。

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2015 年 3 月末，漳州沿海大通道漳浦段工程项目未来投入规模为 2.85 亿元；由于贵州省内地形较为复杂，高速公路的建设成本较高，松桃至铜仁高速公路单公里造价为 1.14 亿元，目前已建成通车，运营期间为 2014 年 12 月 26 日至 2044 年 12 月 25 日；盘县至兴义高速公路单公里造价达 1.34 亿元，后续需集中投入 80.78 亿元。BT 和 BOT 项目需投入大量资金，项目的主要融资渠道主要包括银团贷款、政府补助及发行债券等。总体来看，公司短期内存在一定的资本支出压力。



● 物流运输及其他业务

公司物流板块业务主要包括物流和物业管理、以及货物运送服务。物流和物业管理的服务对象包括办公用户及住宅业主，主要客户有贵州省总工会、交通运输厅、公路局、运管局等。货物运送主要是钢材和水泥等建筑材料的运输、施工机械设备搬迁以及施工队伍驻地搬迁等，主要客户包括贵州省交通系统的施工企业，公司所属各施工单位等。

公司房地产业务经营主体为贵州黔贵房地产开发有限公司（以下简称“黔贵房开”）。黔贵房开拥有房地产开发一级资质，开发项目包括贵州公路和尚坡别墅办公区、黔贵大酒店、世贸广场大厦及曦城上品商住楼等。2012年以来，公司房地产收入规模较小，主要为前期开发项目已基本交付完毕。截至2015年3月末，公司房地产在建项目包括“汇金广场”以及“黔贵城”。“汇金广场”为办公、商业、住宅一体化社区，项目总投资16亿元，截至2015年3月末，“汇金广场”累计投资约12.77亿元，约占总投资的80%，项目整体计划于2015年8月投入使用。“黔贵城”位于遵义市，计划总投资约27亿元，截至2015年3月末，累计投入资金7.02亿元，拆迁工作已进入收尾阶段，项目处于在建状态。

此外，公司业务还包括商品混凝土、勘察设计、园林绿化工程、公路养护、融资租赁等。商品混凝土、勘察设计、园林绿化工程、公路养护等业务是公路工程施工上下游产业链的延伸。公司的子公司贵州黔贵交通设备融资租赁有限公司是国家商务部、国家税务总局批准的贵州省唯一的一家经营融资租赁业务的企业，主要经营交通建设领域设备融资租赁业务，为公司主业的发展提供一定的资金支持。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至2015年3月末，公司注册资本为21.03亿元，唯一股东是贵州交建，实际控制人为贵州省交通厅，股权结构清晰。

公司治理结构较规范。公司不设股东会，贵州省交通运输厅授权贵州交建履行出资人职责，行使股东会职权。公司设董事会，成员为9人。董事会中的非职工代表董事由贵州交建任命，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生。设董事长1人，由贵州省交通运输厅从董事会成员中指定。公司设监事会，成员5人，非由职工代表担任的监事，由贵州交通建设集团有限公司任免；职工代表监事4人，由公司职工代表大会选举产生；监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。公司设总经理，由贵州省交通运输厅任命，经贵州省交通运输厅同意，董事长可以兼任总经理。



战略与管理

公司将稳健发展公路施工主业，避免盲目追求规模扩张，重点提升工程质量，提高管理水平。公司积极申请公路工程施工总承包特级资质及其他专业资质，把提升资质等级作为重要战略目标。公司将立足贵州、辐射全国，适度开拓云南、广东、广西、福建、甘肃市场，形成公路市场专业化优势，扩大高端市场份额，加快公路养护业务的发展，以“发展公路事业，竞争国际舞台”的企业使命，继续沿着集团化、多元化的道路发展，为国内外公路桥梁和其他土建工程建设提供优质服务。未来，公司将致力于工程总承包等传统模式项目建设，选择投资风险小、经营状况良好的 BOT 项目，实现传统业务为主和创新业务为辅的双向发展，降低公司的资产负债率水平，使得公司稳健发展。

公司从事公路、桥梁和隧道建设达五十余年，曾修建川藏公路、重庆九龙坡港口等工程，累计修建 70 余条共 4,000 多公里各等级的公路和各种类型的桥梁、隧道，参加援建了老挝、也门和布隆迪等国家和地区的公路，在公路、桥梁和隧道建设方面积累了较为丰富的项目管理经验。公司已建立完备的供应体系和信息化管理系统，实现建设方对项目实行动态管理以及成本标准化，能够较好的支持公司的业务发展。

抗风险能力

贵州省是我国重要的西南陆路交通枢纽，经济发展水平较为落后，近年来经济保持较快发展。以资源型产业为主导的产业结构和旅游资源将带动交通运输的快速发展。公司是贵州交通系统大型骨干企业，在资产规模、通车里程和在建项目规模等方面位居省内行业前列；从事公路、桥梁和隧道建设历史悠久，历史项目经验丰富、管理能力较突出。公司管理制度较为明确，盈利能力较强，项目储备充足，为后续业务增长提供了保障，具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2012~2014 年度财务报告进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

随着公司业务发展，总资产逐年上升，以存货等流动资产为主，符合行业特征；2014 年末，应收账款及其他应收款同比有所上升

近年来贵州省高速公路建设发展较快，公司业务随之迅速增长，资产规模逐年上升，2012~2014 年末总资产分别为 147.52 亿元、



185.45 亿元和 285.26 亿元，年均复合增长率为 24.58%。公司资产以流动资产为主，与公司所处行业特征相符合。

表 8 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	300.83	100.00	285.26	100.00	185.45	100.00	147.52	100.00
流动资产合计	214.73	71.38	208.55	73.11	159.37	85.93	138.65	93.98
货币资金	33.84	11.25	33.67	11.80	13.30	7.17	23.38	15.85
应收账款	59.45	19.76	58.13	20.38	38.56	20.79	11.85	8.03
其他应收款	30.10	10.00	30.75	10.78	25.20	13.59	26.14	17.72
存货	74.45	24.75	75.56	26.49	70.95	38.26	72.28	48.99
非流动资产合计	86.10	28.62	76.71	26.89	26.08	14.07	8.88	6.02
在建工程	68.80	22.87	62.70	21.98	15.33	8.27	0.30	0.20

公司流动资产主要由存货、应收账款、货币资金和其他应收款构成。公司存货主要由开发成本和工程施工构成，其中开发成本主要是子公司黔贵房开房地产开发项目形成的开发成本，工程施工主要为松铜高速公路第一合同段项目和交职院项目；公司应收账款主要为毕节至威宁高速公路项目等工程施工业务的应收款项，主要应收客户为毕节毕威高速公路开发有限公司、贵州高速公路集团有限公司、贵州黔大石东高速投资建设股份有限公司、贵州桥梁建设集团有限责任公司以及毕节地区洪欣城市建设有限公司等，2014 年末同比增加 50.76%，主要为松桃至铜仁高速公路等工程施工业务应收款的增长，公司应收对象主要为政府单位和国有企业，回款具有一定的可靠性；货币资金主要为银行存款，2014 年同比大幅增加 20.37 亿元，主要是由于银团贷款合计 14.18 亿元到账所致；其他应收款主要为履约保证金，投标保证金和垫付款等，从账龄分布看，2014 年末其他应收账款账龄在 1 年以内的占比为 26.65%，账龄在 1 至 2 年的占比为 32.03%，贵州省交通运输厅等前五名欠款单位金额合计数为 29.14 亿元，占其他应收款总额的 94.51%。

表 9 截至 2014 年末公司应收账款金额前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	2014 年末金额	占比	与本公司关系	账龄
毕节毕威高速公路开发有限公司	7.57	29.05	非关联方	1 年以内
	8.28			1 至 2 年
	1.02			2 至 3 年
	0.04			3 年以上
贵州省高速公路集团有限公司	3.81	6.55	非关联方	1 年以内
贵州黔大石东高速投资建设股份有限公司	2.67	4.70	关联方	1 年以内
	0.06			1 至 2 年
贵州桥梁建设集团有限责任公司	1.72	4.22	关联方	1 年以内
	0.73			1 至 2 年
毕节地区洪欣城市建设有限公司	0.51	3.79	非关联方	1 至 2 年
	0.86			2 至 3 年
	0.84			3 年以上
合计	28.09	48.31	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要为在建工程。由于漳浦沿海大道项目，尤其是松铜高速项目的大幅推进，2014 年末在建工程大幅增加。

受限资产方面，截至 2014 年末，公司受限资产账面价值 26.54 亿元，在总资产中的占比为 8.82%，其中货币资金 0.44 亿元、存货 24.97 亿元、固定资产 1.13 亿元。

从资产周转效率来看，2012~2014 年，公司应收账款周转天数分别为 77.02 天、107.38 天和 162.65 天，存货周转天数分别为 440.64 天、474.13 天和 297.63 天。

公司项目储备较为充足，预计未来 1~2 年，随着一般工程进一步推进以及盘兴高速等 BOT 项目拓展，公司资产规模有望进一步上升。

资本结构

公司负债结构有待改善，2014 年资产负债率以及有息负债有所上升；随着 BOT 等新业务模式拓展，公司有息负债规模和负债结构将相应调整；公司对外担保金额较大，存在一定的或有风险

近年来，公司负债规模持续上升，截至 2014 年末为 173.76 亿元，近三年均复合增长率为 27.83%。从负债结构看，公司负债以流动负债为主，2014 年长期借款有所下降，流动负债在总负债中的占比为 88.34%，负债结构有待改善，但符合建筑企业对于流动资金需求较大的特征，公司债务结构与业务模式匹配程度较好。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应付票据和应交税费构成。近年来，公司短期借款规模均较大，主要是用于流动资产周转，由于业务开展需要，2014 年新增流动资金较多。公司应



付账款主要是应付材料供应商、设备商的款项，2014 年同比增加 43.73%，主要是由于 2014 年松铜高速项目的大幅推进，所需材料和设备需求较大所致。预收款项主要是中标项目业主预付款项，2014 年公司获取项目较多，预收款项相应增加；由于预收款项在未来体现为收入，因此不构成公司实际的支付压力。公司其他应付款主要是非关联单位往来款项，2014 年公司其他应付款增加较多，主要是与毕节市交通投资建设集团有限责任公司未清偿的资金往来款。2014 年末，公司应交税费为 9.40 亿元，以应交企业所得税和应交营业税为主，2014 年公司营业收入有所上升，使得营业税随之增加，当年应交营业税为 3.53 亿元，已交 3.00 亿元。

表 10 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	158.55	84.47	153.50	88.34	73.48	80.71	77.08	92.66
短期借款	56.49	30.09	51.59	29.69	15.11	16.60	28.20	33.90
应付账款	21.81	11.62	25.26	14.54	17.57	19.30	13.16	15.82
预收款项	27.65	14.73	23.50	13.52	17.64	19.38	13.60	16.35
其他应付款	26.63	14.19	29.29	16.86	14.56	15.99	19.09	22.95
非流动负债合计	29.14	15.53	20.26	11.66	17.56	19.29	6.10	7.34
长期借款	22.22	11.84	14.23	8.19	17.31	19.01	6.00	7.21
负债总额	187.69	100.00	173.76	100.00	91.05	100.00	83.18	100.00

公司非流动负债主要为长期借款，同比减少 15.37%。公司在手合同以一般工程为主，进场后项目业主一般会按照合同金额的一定比例支付预付款项，项目施工过程中按完工量支付进度款，至项目完工验收后支付合同金额约 95%，一般工程施工对公司资金占用不大，因此公司采取短期融资方式以有利于提高资本运营效率。

表 11 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司有息债务及占比情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	73.08	66.05	16.58	28.78
长期有息债务	27.50	19.27	17.31	6.00
总有息债务	100.58	85.31	33.89	34.78
总有息债务/负债总额	53.59	49.10	37.22	41.81

截至 2014 年末，公司有息负债 85.31 亿元，同比增加 51.43 亿元，有息债务规模及占比较高，主要由于盘兴高速、松铜高速和漳浦段工程等项目的建设和拓展，业务运营模式和项目投资金额均发生较大变化，给公司带来一定的融资压力。尽管公司在财务安排上注重长期借款和应付债券等长期限金融工具与业务相匹配，但公司有息负债以短期有息负债为主，负债结构有待改善。



2012~2014 年，公司所有者权益分别为 64.34 亿元、94.40 亿元和 111.50 亿元。由于 2012 年贵州省交通运输厅增加出资 10 亿元，2013 年盈利大幅增加以及收到松铜高速公路建设资本金 7.92 亿元计入资本公积等因素影响，2011 年以来公司所有者权益不断增加。

或有事项方面，截至 2015 年 3 月末，公司对外担保 67.89 亿元，担保比率为 60.01%，其中对毕节毕威高速公路有限公司担保金额为 67.40 亿元。2014 年 5 月 30 日，贵州省人民政府在毕节召开了《关于研究加快推进毕节至威宁、黔西至织金高速公路项目移交有关工作》（黔府专议【2014】105 号）的专题会议，其中指出贵州高速公路集团有限公司与毕节市交通投资建设集团有限公司按照 6:4 比例共同出资 5 亿元组建合资公司，新组建的合资公司的名称为贵州毕节高速发展有限公司（以下简称“毕节高速公司”），负责毕威高速公路的经营管理和资源开发工作，毕威高速项目所需偿还贷款由合资公司出资方按照出资比例共同承担。

表 12 截至 2015 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元、年）

被担保企业	担保金额	担保期限	担保方式	担保起止日	是否互保
毕节毕威高速公路有限公司	67.40	10	保证	2010.11.11~ 2021.11.10	否
贵州黔大石东高速投资建设股份有限公司	0.49	25	保证	2015.3.10 ~ 2040.3.9	多人分保
合计	67.89	-	-	-	-

2015 年 6 月 9 日，毕节至威宁高速公路项目银团会议在毕节市召开，其中指出毕节高速公司工商注册手续已全部办理完毕，按照新组建的合资公司章程规定，贵州省高速集团所属全资子公司贵州高速公路投资有限公司货币出资 3 亿元，占注册资本的 60.00%，毕节市交投公司货币出资 2 亿元占注册资本的 40.00%。

综合来看，公司负债结构有待改善，2014 年资产负债率以及有息负债有所上升；随着 BOT 等新业务模式拓展，公司有息负债规模和负债结构将相应调整。

盈利能力

2012 年以来公司营业收入逐年增加，毛利率有所波动，但仍处于行业较高水平，盈利能力较强

2012 年以来公司营业收入逐年增加，分别为 62.14 亿元、84.49 亿元和 107.00 亿元，同期毛利率有所波动但仍处于较高水平。

2012~2014 年，公司期间费用分别为 2.10 亿元、2.15 亿元和 2.80 亿元。管理费用主要包括工资及附加费和员工社会保险费等；由于 2014 年借款金额有所上升，因此公司财务费用 2014 年有所上升。



表 13 2012~2014 年以及 2015 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	22.00	107.00	84.49	62.14
营业成本	18.76	88.61	54.38	49.87
营业税金及附加	0.76	3.73	3.12	2.14
管理费用	0.40	1.24	1.12	1.40
财务费用	0.47	1.24	0.83	0.55
营业利润	1.58	11.83	24.91	7.98
利润总额	1.57	11.97	24.90	7.93
毛利率	14.72	17.19	35.64	19.75
总资产报酬率	0.68	4.65	13.91	5.77
净资产收益率	1.38	9.10	22.41	10.37

公司盈利能力较强。2012~2014 年利润总额分别为 7.93 亿元、24.90 亿元和 11.97 亿元。2014 年，松铜高速项目的大幅推进，导致各项成本有所增加，利润总额同比有所下降。由于公司按照完工百分比法确认收入，项目开始建设时估计建设成本较大，且 2013 年完工的工程项目较多，因此 2013 年完工决算导致项目收入大幅增长，并带来当年毛利润大幅改善。

目前公司收入主要来自公路工程施工，未来公司负责的高速公路 BOT 项目建成后，将增加高速公路收费收入，预计未来收入来源将进一步多元化。

现金流

2012~2013 年，公司经营性净现金流持续为负，2014 年经营性净现金流变为正，公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定；未来，公司需较大规模外部融资满足投资所需资金

公司承接工程项目时，由于通常项目业主需要按已付计量款的 5% 扣质量保证金、10% 扣履约保证金，形成了较大规模的应收款项，同时存货保持较多余额，垫资施工及工程质保金等因素对经营性现金流获取能力产生不利影响，对债务及利息的保障程度不稳定。2012 年以来公司经营性净现金流持续为负数，2014 年经营性净现金流变正，主要是由于松铜高速项目的大幅推进，经营性应付项目大幅增加所致。

公司业务构成决定了自身构建固定资产等投资性活动较少，但 2014 年由于松铜高速项目的大幅推进和漳州沿海大通道等项目投入的增加，导致 2014 年投资性净现金流规模有所增加。由于当年银团贷款到账，2014 年筹资性净现金流大幅增加。



表 14 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司现金流概况（单位：亿元、倍）

项目	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	0.23	20.36	-4.83	-12.71
投资性净现金流	-11.46	-45.90	-10.70	-3.86
筹资性净现金流	11.84	45.80	5.30	29.86
经营性净现金流/流动负债（%）	0.15	17.94	-6.41	-18.40
经营性净现金流/总负债（%）	0.13	15.38	-5.54	-17.37
经营性净现金流利息保障倍数	0.38	5.86	-5.43	-21.54

未来 1~2 年，公司将完成盘兴高速等 BOT 项目，投资规模近 100 亿元，考虑到自身经营产生现金流有限，公司将主要通过银行贷款和发行债券等方式解决投资所需资金，未来资本支出压力较大。

偿债能力

近年来随着业务不断扩张和延伸，公司营业收入逐年增加，利润有所波动，但整体盈利能力较强。公司项目储备较为充足且重大项目的承接能力较为稳定。同时公司经营性净现金流对债务保障程度不稳定。公司有息负债以短期有息债务为主，负债结构有待改善。2014 年由于业务需求，有息债务规模较高。从具体偿债指标来看，2012~2014 年末公司资产负债率分别为 56.38%、49.10%和 60.91%，流动比率分别为 1.80 倍、2.17 倍和 1.36 倍。未来随着盘兴高速等 BOT 项目的不断投入，公司仍将对资金有较大需求。综合分析，公司有很强的偿债能力。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息记录，截至 2015 年 6 月 18 日，公司本部无信贷违约记录；截至本报告出具日，公司未曾在债券市场发行过债务融资工具。

结论

贵州省作为我国重要的西南陆路交通枢纽，省内丰富的矿产和旅游资源以及城镇化进程的加速为公司的发展提供了良好的外部环境，同时贵州省近年来较快的经济发展以及国发 2 号文件为贵州省交通建设提供了良好保障。公司作为贵州省重要的交通基础设施施工主体，资质较完备，项目经验丰富。公司整体盈利能力较强，项目储备较为充足且重大项目的承接能力较为稳定，保证了公司良好持续性发展。另一方面，公司承接的盘兴高速等 BOT 项目投资规模较大，预计未来将面临一定的资本支出压力。公司对外担保金额较大，存在一定的或有风险。垫资施工及工程质保金等因素对经营性现金流获取能力产生不利影响，公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度



不稳定。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来 1~2 年，随着业务规模扩大和进一步多元化，公司营业收入将继续增长。因此，大公对贵州公路集团的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对贵州省公路工程集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

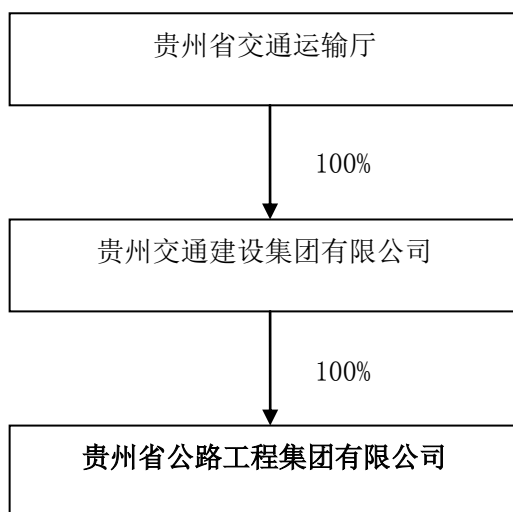
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

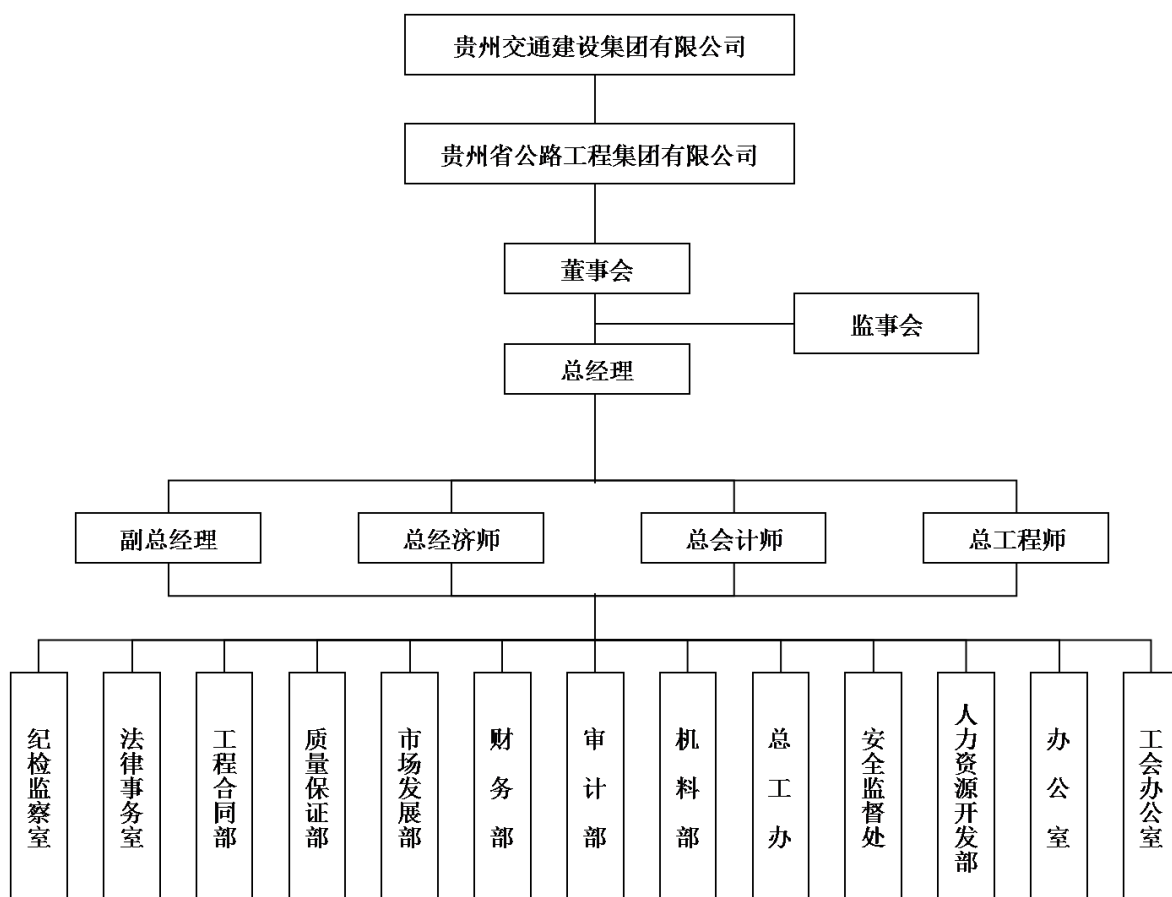
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件1 截至2015年3月末贵州省公路工程集团有限公司股权结构图



附件2 截至2015年3月末贵州省公路工程集团有限公司组织结构图



附件 3 贵州省公路工程集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	338,394	336,672	132,984	233,764
应收账款	594,465	581,326	385,598	118,463
其他应收款	300,971	307,476	251,987	261,426
预付款项	168,668	103,796	113,426	49,874
存货	744,524	755,642	709,538	722,764
流动资产合计	2,147,285	2,085,489	1,593,661	1,386,453
长期股权投资	67,288	62,388	52,104	35,035
固定资产	44,016	45,203	47,964	46,182
在建工程	687,976	626,952	153,295	3,001
非流动资产合计	861,018	767,135	260,839	88,760
总资产	3,008,303	2,852,624	1,854,500	1,475,213
占资产总额比 (%)				
货币资金	11.25	11.80	7.17	15.85
应收账款	19.76	20.38	20.79	8.03
其他应收款	10.00	10.78	13.59	17.72
预付款项	5.61	3.64	6.12	3.38
存货	24.75	26.49	38.26	48.99
流动资产合计	71.38	73.11	85.93	93.98
长期股权投资	2.24	2.19	2.81	2.37
固定资产	1.46	1.58	2.59	3.13
在建工程	22.87	21.98	8.27	0.20
非流动资产合计	28.62	26.89	14.07	6.02
负债类				
短期借款	564,854	515,933	151,114	282,000
应付票据	102,996	101,589	14,649	5,757
应付账款	218,075	252,583	175,737	131,557
预收款项	276,521	234,985	176,413	135,972
应交税费	93,572	94,025	71,348	24,516
其他应付款	266,331	292,894	145,556	190,916
流动负债合计	1,585,511	1,534,981	734,842	770,778
长期借款	222,203	142,250	173,080	60,000
非流动负债合计	291,398	202,625	175,632	61,020
负债合计	1,876,908	1,737,606	910,473	831,799

附件 3 贵州省公路工程集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
占负债总额比 (%)				
短期借款	30.09	29.69	16.60	33.90
应付票据	5.49	5.85	1.61	0.69
应付账款	11.62	14.54	19.30	15.82
预收款项	14.73	13.52	19.38	16.35
其他应付款	14.19	16.86	15.99	22.95
应交税费	4.99	5.41	7.84	2.95
流动负债合计	84.47	88.34	80.71	92.66
长期借款	11.84	8.19	19.01	7.21
非流动负债合计	15.53	11.66	19.29	7.34
权益类				
少数股东权益	215,197	214,696	214,119	213,518
实收资本	210,300	210,300	210,300	210,300
资本公积	267,857	267,857	198,173	109,207
盈余公积	42,037	42,037	32,108	11,080
未分配利润	396,003	380,128	289,327	99,308
归属于母公司所有者权益	916,198	900,323	729,907	429,896
所有者权益合计	1,131,394	1,115,018	944,027	643,414
损益类				
营业收入	219,977	1,070,048	844,932	621,449
营业成本	187,595	886,117	543,768	498,731
营业税金及附加	7,591	37,265	31,241	21,421
管理费用	3,968	12,446	11,154	13,996
财务费用	4,723	12,419	8,339	5,501
营业利润	15,784	118,312	249,059	79,842
利润总额	15,724	119,651	249,048	79,277
所得税费用	76	18,221	37,534	12,562
净利润	15,648	101,430	211,514	66,715
归属于母公司所有者的净利润	15,875	100,731	211,048	67,423
占营业收入比 (%)				
营业成本	85.28	82.81	64.36	80.25
营业税金及附加	3.45	3.48	3.70	3.45
管理费用	1.80	1.16	1.32	2.25
财务费用	2.15	1.16	0.99	0.89

附件 3 贵州省公路工程集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
占营业收入比 (%)				
营业利润	7.18	11.06	29.48	12.85
利润总额	7.15	11.18	29.48	12.76
净利润	7.11	9.48	25.03	10.74
归属于母公司所有者的净利润	7.22	9.41	24.98	10.85
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	2,303	203,588	-48,266	-127,148
投资活动产生的现金流量净额	-114,583	-459,011	-106,985	-38,645
筹资活动产生的现金流量净额	118,355	458,036	53,024	298,647
财务指标				
EBIT	20,539	132,633	257,917	85,165
EBITDA	-	143,014	268,103	96,041
总有息负债	1,005,813	853,132	338,843	347,757
毛利率 (%)	14.72	17.19	35.64	19.75
营业利润率 (%)	7.18	11.06	29.48	12.85
总资产报酬率 (%)	0.68	4.65	13.91	5.77
净资产收益率 (%)	1.38	9.10	22.41	10.37
资产负债率 (%)	62.39	60.91	49.10	56.38
债务资本比率 (%)	47.06	43.35	26.41	35.09
长期资产适合率 (%)	165.25	171.76	429.25	793.64
流动比率 (倍)	1.35	1.36	2.17	1.80
速动比率 (倍)	0.88	0.87	1.20	0.86
保守速动比率 (倍)	0.21	0.22	0.18	0.30
存货周转天数 (天)	359.86	297.63	474.13	440.64
应收账款周转天数 (天)	240.53	162.65	107.38	77.02
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.15	17.94	-6.41	-18.40
经营性净现金流/总负债 (%)	0.13	15.38	-5.54	-17.37
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.38	5.86	-5.43	-21.54
EBIT 利息保障倍数 (倍)	3.42	3.82	29.03	14.43
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.12	30.18	16.27
现金比率 (%)	21.34	21.93	18.10	30.33
现金回笼率 (%)	99.42	83.96	67.87	87.30
担保比率 (%)	60.01	-	-	-



附件 4

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数³ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁴ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

³ 一季度取 90 天。

⁴ 一季度取 90 天。



21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%



附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

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，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。