



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

贵州省公路工程集团有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





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。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

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、准确性、完整性和及时性不作任何明示、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、本报告债项信用等级在本报告出具之日至至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，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。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

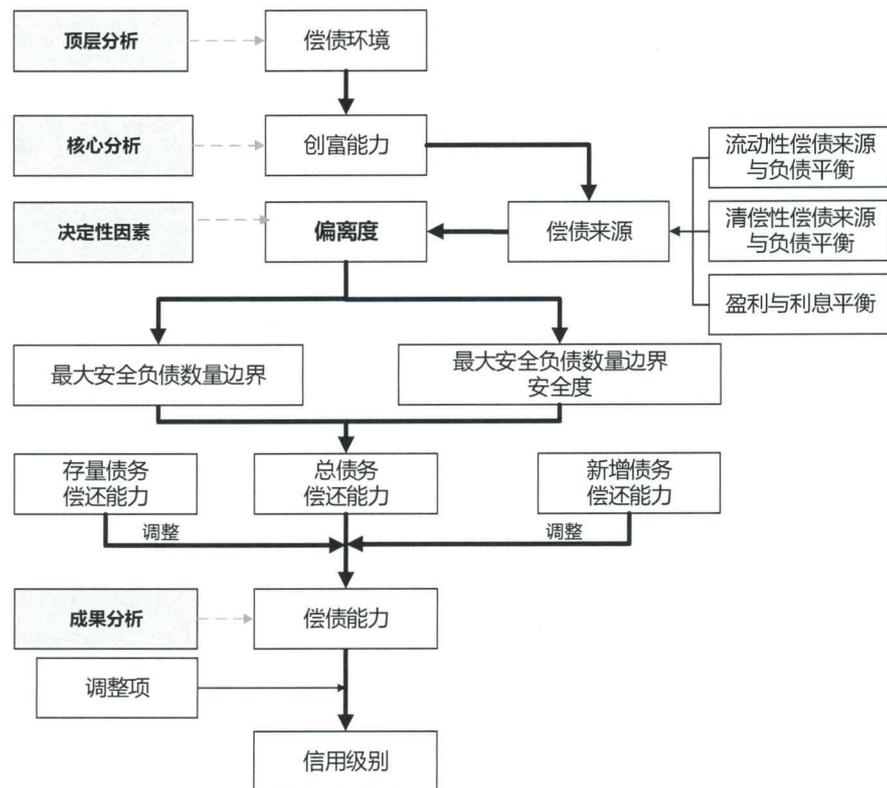
评级报告逻辑

评级结论回答的是债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度，它由以财富创造能力为基石的偿债来源偏离度所决定。

偏离度是大公信用评级核心思想。偏离度是指以财富创造能力为基石每一种偿债来源与财富创造能力的距离，距离越远风险越大。偿债来源按照自主性和可靠性排序为：盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持、可变现资产、外汇收入、货币发行。

评级报告依次分析偿债环境、财富创造能力和偿债来源，得到偿债来源偏离度，以此为核心测算出最大安全负债数量边界及其安全度，并最终得到偿债能力分析结论。

大公力求精准量化债务人偿债风险，体现的数字评级逻辑如下：



跟踪评级说明

根据大公承做的贵州省公路工程集团有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

主体信用					
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:					
债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 黔路 01	20	3	AA	AA	2017.06

◆ 主要观点

大公对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”）“15 黔路 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。本次评级结果反映贵州公路集团面临良好的偿债环境，财富创造能力很强，融资渠道较为畅通，可用偿债来源偏离度较小，偿债来源较为充足，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司面临良好的偿债环境。中国供给侧改革不断推进，国家相关政策的制定为高速公路行业发展提供良好的外部环境，有利于公司业务发展。

2、公司财富创造能力很强，资质较为齐全，施工经验丰富，新中标及重大工程合同额均大幅增加，在建项目稳步推进。2017 年，公司营业收入及毛利润同比均有所增长。

3、公司偿债来源对财富创造能力的偏离度较小，2017 年公司经营性现金流净流入规模保持稳定，仍处于较好水平，对债务和利息的保障程度仍较好；融资渠道较为通畅，公司可变现资产主要为无形资产，规模较大，变现能力一般。

4、公司偿债能力很强，充裕的货币资金和经营性净现金流为公司流动性还本付息能力提供保障；盈利对债务和利息提供良好保障。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 1、贵州省是我国重要西南陆路交通运输中心，近年来经济快速发展，相关产业政策为公司发展提供了良好的外部环境；
- 2、公司拥有公路工程施工总承包特级等施工资质，资质齐全，在贵州省交通运输基础设施建设领域仍占有重要地位；
- 3、2017 年，公司新中标项目及重大工程项目合同金额大幅增加，项目储备仍较为充足；
- 4、2017 年公司经营性净现金流持续净流入，仍对利息形成较好保障。

主要风险/挑战:

- 1、2017 年末，公司有息债务规模及占总负债比重有所增加，以长期有息债务为主，整体债务压力增加；
- 2、2017 年，公司期间费用率继续提升，利润水平持续下降，公司存在一定费用控制压力；
- 3、公司在建项目较多，仍将面临一定的资金垫付压力；
- 4、2017 年末，公司受限资产规模较大，对资产流动性有一定不利影响。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位: 人民币亿元、%)

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	425.30	424.10	365.88
所有者权益	143.11	135.63	127.80
总有息债务	194.18	184.07	152.34
营业收入	137.48	123.23	112.69
净利润	5.09	6.67	10.12
经营性净现金流	31.45	31.85	30.69
毛利率	11.17	12.44	16.52
总资产报酬率	2.62	2.47	3.60
债务资本比率	57.57	57.58	54.38
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.77	2.21	2.42
经营性净现金流/总负债	11.02	12.10	14.90

注: 公司提供了 2017 年财务报表, 中兴财光华会计师事务所对公司 2017 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年财务报表对 2016 年数据进行了追溯调整, 追溯调整原因如下: 1、财政部于 2017 年 4 月 28 日发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》(财会〔2017〕13 号), 并规定该准则自 2017 年 5 月 28 日起施行, 对于该准则施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营, 采用未来适用法处理; 2、财政部于 2017 年 5 月 10 日发布了《企业会计准则第 16 号——政府补助 (2017 年修订)》(财会〔2017〕15 号), 要求所有企业对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理; 3、财政部于 2017 年 12 月 25 日发布了《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2017〕30 号)。

◆ 联系方式

评级小组负责人: 韩光明
联系电话: +86-10-51087768
传真: +86-10-84583355
地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员: 谷建伟 卜嘉力
客服电话: + 86-4008-84-4008
Email: dagongratings@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一八年六月二十一日

基本经营

（一）主体概况与公司治理

贵州公路集团前身是成立于 1959 年 11 月的贵州省交通运输厅公路大队，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。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 2017 年末，公司注册资本为 21.03 亿元，唯一股东是贵州交建，实际控制人仍为贵州省交通运输厅。

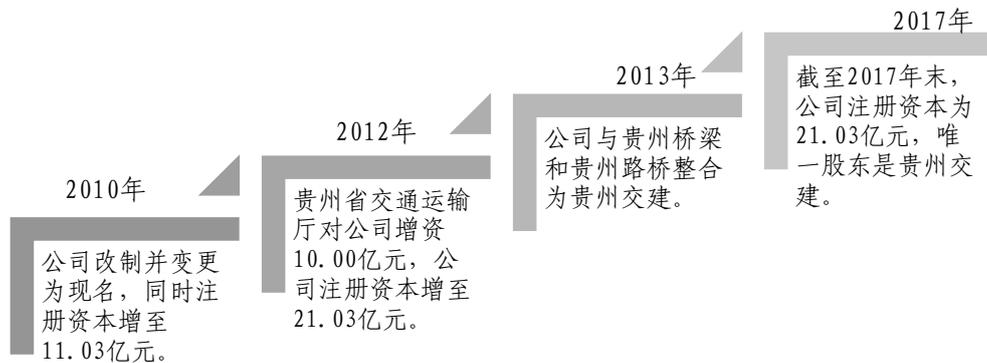


图 1 公司发展沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

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。公司设董事会和监事会，董事长、监事会主席和总经理均由贵州省交通运输厅指定。公司未来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，提升项目资质等级。在项目承接方面，短期内公司将主要致力于工程总承包模式项目建设，同时也将持续关注合适的 BOT 及 PPP 项目机会。

（二）盈利模式

公司主营业务仍为工程与建筑业务，主要包括公路、桥梁和隧道等工程施工业务，同时，公司兼营物流运输和房地产等业务。工程与建筑板块是公司收入和利润的主要来源，占公司营业收入比重保持在



92%以上，占毛利润的比重保持在 80%以上；2017 年，其他业务收入及毛利润有所增长，是公司收入及利润的有益补充。未来工程与建筑板块仍将是公司主要发展板块。

（三）股权链

公司建立了较为规范的法人治理结构，截至 2017 年末，公司注册资本为 21.03 亿元，贵州交建对公司持股比例为 100%，为公司的唯一控股股东，贵州省交通运输厅为公司实际控制人。截至 2017 年末，纳入公司合并报表范围子公司共 35 家。

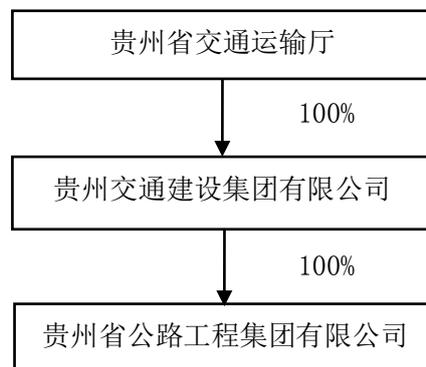


图 2 截至 2017 年末公司股权结构图

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）供应链

公司工程与建筑业务主要包括公路、桥梁和隧道等工程施工业务，上游主要集中在材料、设备、劳务等供应商，下游主要集中在交通运输、市政工程等领域。

（五）信用链

截至 2017 年末，公司总有息债务为 194.18 亿元，占总负债的比重为 68.81%，以长期有息债务为主，公司共获得银行授信额度 198.64 亿元，未使用额度为 49.25 亿元。

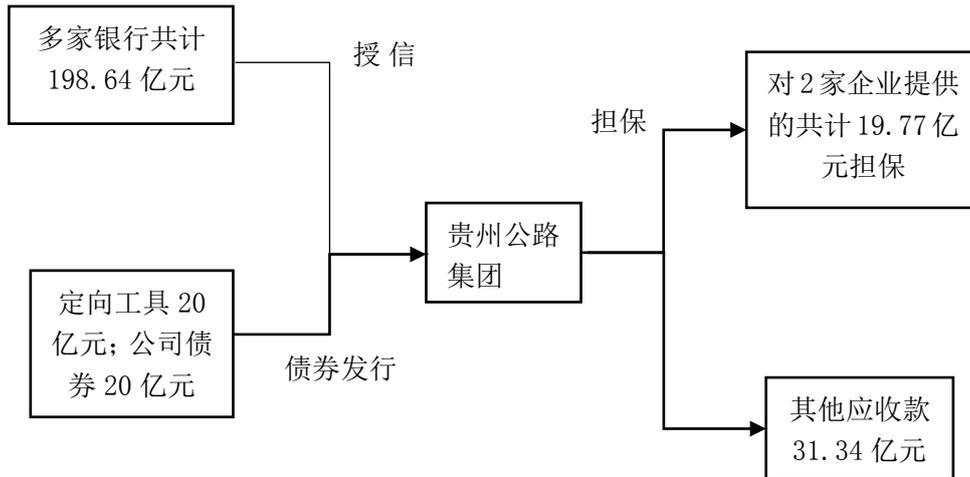


图 3 截至 2017 年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018 年 6 月 5 日，公司本部无信贷违约记录。截至本报告出具日，公司于资本市场发行的债务融资工具均正常付息。

（六）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪贵州公路集团存续债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 黔路 01	20	2015. 11. 05~ 2018. 11. 05	偿还银行贷款、补充 营运资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

中国供给侧改革不断推进，充足的政策调整空间为公司业务发展提供良好的偿债环境；国家相关政策的制定为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----



（一）宏观与政策环境

中国供给侧改革不断推进,充足的政策支持有利于消费和产业结构升级,为公司业务发展提供良好的政治生态。

中国供给侧改革稳步推进:对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间,对外以“一带一路”战略为依托,加快全球产业链布局,拓宽经济发展空间。2017 年以来,在强调稳增长、保就业的同时,中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度,并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议,在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措,表明其改革的决心和毅力。预计中期内,政府将继续对内深化供给侧改革以解决结构性失衡,对外推进“一带一路”发展战略扩大经济发展空间。2016 年底中央委员会第六次全体会议中“以习近平同志为核心的党中央”的提法表明执政核心凝聚力高,中国国内政局稳定,中国共产党执政基础稳固,能有效保障政策连续和有效执行。

政府政策调整空间依然充足,稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫,2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时,政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生,努力提高经济韧性,也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动,逐步化解改革阻力。

（二）产业环境

国家相关政策的制定为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

为了加快高速公路的发展,我国采取“贷款修路、收费还贷”的政策为高速公路的建设筹集资金。根据《2016 年全国收费公路统计公报》,截至 2016 年末,全国收费高速公路建设累计债务性资金投入为 5.23 万亿元,债务余额为 4.86 万亿元,其中政府还贷高速公路和经营性高速公路债务余额分别为 2.61 万亿元和 2.24 万亿元,我国收费高速公路债务余额规模庞大。由于目前高速公路建设仍存在较大



的资金缺口，为了保证资金来源，预计未来一定时期内，“贷款修路、收费还贷”政策仍将继续实行；同时，PPP 模式被作为解决地方政府在进行基础设施的公共服务提供过程中资金短缺的一种有效方式，未来将在高速公路建设方面占据较大的比重。

根据《国家公路网规划（2013~2030 年）》，国家高速公路网的建设按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，由 7 条首都放射线、11 条南北纵线、18 条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8 万公里。“十三五”期间，我国在高速公路建设方面将加快国家高速公路路网剩余路段、瓶颈路段和省际间的断头路的建设，推动高速公路连网发挥规模效益，加快推进高速公路服务于新型城镇化发展战略，加快建设城市群和城市群之间，城市群内部城市和城市间互联互通高速公路网。总体看来，我国高速公路建设仍具有较大空间。

（三）区域环境

贵州省是我国重要的西南陆路交通集散中心，近年来相关产业政策为贵州省交通建设提供了良好保障。

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集散中心，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。

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。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。根据贵州省交通运输厅“十三五”规划，贵州省交通建设预计投入 5,000 亿元。预计截至 2020 年，全省公路网总里程将达 20 万公里，其中高速公路将突破 7,000 公里。

综合来看，贵州省的西南交通集散中心的地位、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是贵州省交通建设的良好保障。“高速公路三年会战”集中建设期后，贵州省高速公路建设节奏将有所放缓。

财富创造能力

2017 年以来交通运输业运行整体平稳，公司是贵州交通系统大型骨干企业，2017 年营业收入和毛利润均有所增长，新中标及重大工程合同额均大幅增加，为公司可持续发展提供了有力支撑；公司资质较为齐全，施工经验丰富，在建项目稳步推进，其中总承包工程在手合同金额较大，存在一定的资金垫付压力。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）市场需求

作为国民经济发展基础，2017 年以来交通运输业运行整体平稳。

交通运输是国民经济发展的基础，交通运输行业得到国家产业政策重点支持。公路运输是最广泛、最普及的独立运输体系，高速公路在公路运输中具有重要的地位，是国家产业政策重点扶持的对象。

2017 年以来，我国交通运输业运行总体平稳，固定资产投资进展顺利。2017 年末，全国高速公路通车里程达到 13.65 万公里，当年新增高速公路 0.65 万公里。2017 年全国交通运输固定资产投资完成 3.12 万亿元，其中公路建设固定资产投资 2.13 万亿元，同比增长 18.2%；2018 年 1~3 月，全国公路建设固定资产投资完成 3,413 亿



元，同比增长 11.7%。2017 年，全国公路货运量有所增加，客运量略有减少，仍保持较高水平，为高速公路发展提供一定支持。2017 年，我国公路货运量为 368.69 亿吨，同比增长 10.3%；货物运输周转量为 66,771.52 亿吨公里，同比增长 9.3%。公路客运量为 145.68 亿人次，同比下降 5.6%；公路旅客周转量为 9,765.18 亿人公里，同比减少 4.5%。

2017 年以来，我国交通运输业运行总体平稳，未来国家将继续完善路网规划，持续推进高速公路的建设发展并保持较大建设力度，为高速公路行业发展提供良好的外部环境。

（二）产品和服务竞争力

公司主要从事公路、桥梁和隧道等工程与建筑业务，资质较为齐全，施工经验丰富，在贵州省交通运输基础设施建设领域仍具有重要地位；2017 年公司新中标及重大工程合同额同比均大幅增加，在建项目稳步推进，其中总承包工程在手合同金额较大，存在一定的资金垫付压力。

1、工程与建筑板块

公司建筑施工经验丰富，拥有公路工程施工总承包特级等施工资质，资质仍较为齐全，在贵州省交通运输基础设施建设领域仍具有重要地位；公司建立了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企业，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。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，对贵州省公路建设贡献较大。公司在公路、桥梁和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以及思南岩头河大桥先后获得贵州省建设厅颁发的“黄果树杯优质工程奖”。2017 年，公司获得贵州省公路学会科学技术一等奖 1 项、国家级工法 1 个、发明专利 2 项以及实用新型专利 8 项、省级研究成果奖项 9 个。

在公路工程施工领域，公司拥有公路工程施工总承包特级、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等资质。此外公司还拥有土石方工程、隧道工程、桥梁工程等多项专业承包资质。总体来看，公司资质仍较为齐全，为其在公路工程、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支撑。

公司建立了较为完备的供应体系，对材料和设备实施集中采购，并按照相关管理制度组织招标统购。近年来，公司逐步与行业领先的供应商建立战略合作关系，采购成本整体处于较低水平，同时保证了材料和设备的供应的及时性和稳定性。2017 年，公司通过招标统购和战略合作方式共采购材料 12.00 亿元，较同期市场价格低约 5%左右。

公司通过建立信息化管理系统，在网络平台上针对每个项目构建不同时间节点，从设计管理、工程计量、到资金计划、管理等，对项目每个流程加以控制，实现公司对项目的征地拆迁、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系统化管控，提高工作效率。同时，公司通过对外公开制度，保证项目进度的透明、可控和高效。

2017 年，公司新中标及重大工程合同额均大幅增加，为可持续发展提供支持；公司新中标 PPP 项目资金垫付压力较大。

2017 年，公司新中标合同总额为 207.23 亿元，同比大幅增长 44.81%；新签订 10 个重大工程项目，同比增加 5 个，由于单体合同金额较大，因此重大工程金额同比大幅增长 67.25%，为 189.34 亿元，重大工程中标金额占总金额比例提升至 91.37%，同比增加 12.26 个百分点。最大合同金额项目为黔西南州兴义环城高速公路 PPP 项目，于 2017 年 11 月签订合同，合同总金额为 89.90 亿元，占中标工程总金额的 43.38%。其余重大工程项目包括贵州省江口至都格高速公路瓮安至开阳段 PPP 项目、云县至凤庆高速公路政府和社会资本合作（PPP）项目等，两者均已入 PPP 项目库。总体看来，公司项目储备较为丰富，能够对未来收入提供一定支撑。另一方面，由于公司新中标项目中 PPP 项目较多，金额较大，资金来源主要为自筹资金且来源尚未确定，未来所需资金垫付较多，公司将面临一定的资金垫付压力。

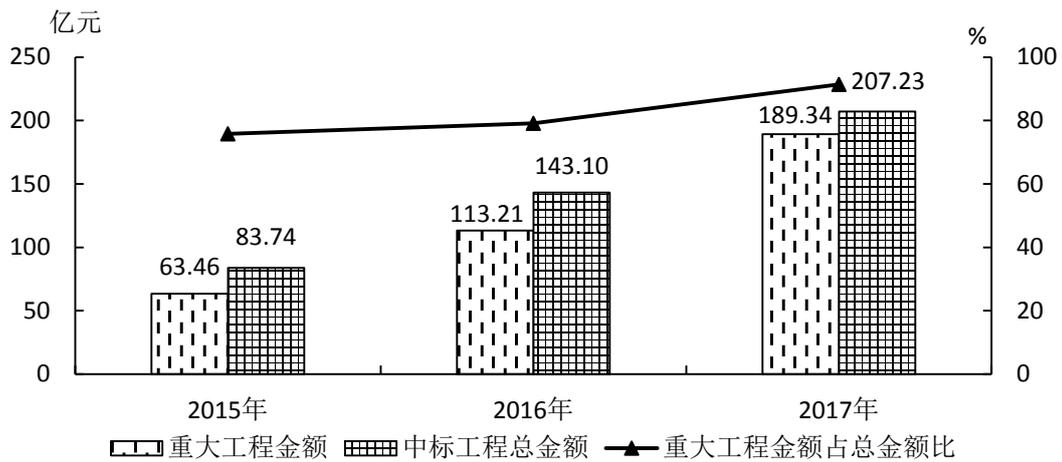


图 4 2015~2017 年公司中标项目总及合同额大于 5 亿元的重大工程项目情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司在建项目稳步推进，其中总承包工程在手合同金额较大，存在一定的资金垫付压力。

2017 年，公司工程建设进度稳步推进，在建项目较多，截至 2017 年末，公司在建未完工项目 168 个，其中，贵州省内项目 125 个，总承包工程累计完成合同金额 299.53 亿元，剩余额 248.54 亿元；省外项目 19 个，累计完成合同金额 51.82 亿元，剩余额 44.19 亿元。

公司近年来承接的 BOT 项目共 4 个，包括玉舍至马场桥二级公路项目（以下简称“玉马公路”）、贵州省松桃至铜仁高速公路（以下简称“松铜高速”）、盘兴高速和贵州省盘县至兴义高速公路兴义支线和黔西至大方高速公路东关至清丰段（以下简称“黔大高速”）BOT 项目。其中，玉马公路项目因运营期内取消二级公路收费权，经各方达成一致协议，已提前完成移交手续。玉马公路 2005 年 12 月开工建设，2010 年 4 月建成通车，路线全长 60.73 公里，总投资 5.31 亿元，收费权 30 年，六盘水人民政府以 4.79 亿元回购。后因政府取消二级公路收费权，经各方达成一致协议，债务方面由人民政府承担 1.40 亿元银行贷款，由水城公路管理局负责管理和养护，公司有偿出资的 1.37 亿元由贵州省公路局待核定补贴到位后支付给公司。松铜高速总里程 50.38 公里，总投资额 57.30 亿元，已于 2014 年末完成通车，2017 年，入口车流量 165.54 万辆，出口车流量 177.28 万辆，出入口总车流 342.82 万辆，同比增长 125.61%；实现通行费收入 8,969.74



万元，同比增长 161.88%。盘兴高速总里程 88.94 公里，总投资额 117.60 亿元，已于 2016 年末建成通车，2017 年，入口车流量 239.95 万辆，出口车流量 238.73 万辆，出入口总车流 478.68 万辆；实现通行费收入 12,402 万元。

截至 2017 年末，公司在建 BOT 项目为黔大高速项目，该项目已于 2017 年 8 月开工，建设工期 2 年，预计投资 73.83 亿元，已完成投资 43.84 亿元，尚需投资 29.99 亿元。此外，公司无其他在建及拟建 BOT 项目。

整体来看，公司在手合同量较大，在建项目较多，PPP 项目和 BOT 项目等需要资金垫付的项目较多，预计未来一段时间公司将面临一定的资金垫付压力。

2、其他业务板块

公司其他业务主要包括物流、房地产、商品销售等，2017 年其他业务收入及毛利润同比大幅增长，仍为收入和利润的有益补充。

公司物流业务主要包括物流、物业管理、货物运送服务以及公路通行收费业务。物流和物业管理的服务对象为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住地搬迁等，主要客户包括贵州省交通系统的施工企业以及公司所属各施工单位等。公司通行收费业务收入主要来自于松铜高速公路和盘兴高速的车辆通行费，未来随着松铜高速和盘兴高速车流量的逐步增加，该业务收入有望提升。

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壹级资质，开发项目包括酒店、住宅、商场等多种业态。随着开发项目陆续交付，房地产业务规模有所缩减。截至 2017 年末，公司房地产在建项目包括“汇金广场”和“黔贵城”。“汇金广场”为办公、商业、住宅一体化社区，项目总建筑面积为 28.13 万平方米，截至 2017 年末，该项目已累计投资 19.86 亿元，工程已全部完成；项目累计销售面积 18.95 万平方米，剩余未销售面积为 1.45 万平方米，累计销售金额 18.91 亿



元，累计回笼资金 18.72 亿元，2017 年结算金额为 4.03 亿元。“黔贵城”位于遵义市，截至 2017 年末，累计投入资金 7.38 亿元，项目仍处于拆迁收尾状态。截至 2017 年末，公司无其他房地产土地储备。由于公司房地产规模较小，工程施工及结转进度较为缓慢，并且停止拿地，因此未来该板块规模将继续收缩。

公司商品销售业务主要为商品混凝土等工程物资的销售，此外，公司其他业务还包括勘察设计、园林绿化工程、公路养护、融资租赁等，这些业务是公路工程施工上下游产业链的延伸，为公司主业发展提供一定保障，2017 年，公司其他业务收入和毛利润同比大幅增长，仍为公司收入和利润的有益补充。

（三）盈利能力

2017 年，公司收入持续增加，毛利率有所下降，工程与建筑业务仍是公司收入和利润的主要来源。

公司主要从事公路、桥梁和隧道等工程施工业务，同时兼营物流运输和房地产等业务。2017 年，工程与建筑业务仍然是公司最主要的收入和利润来源，但受其他业务收入及毛利润大幅增长影响，占比均有所下降。

表 2 2015~2017 年公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	137.48	100.00	123.23	100.00	112.69	100.00
工程与建筑	127.52	92.76	119.44	96.92	107.43	95.33
其他	9.96	7.24	3.79	3.08	5.26	4.67
毛利润	15.36	100.00	15.33	100.00	18.62	100.00
工程与建筑	12.79	83.27	14.74	96.15	17.47	93.82
其他	2.57	16.73	0.59	3.85	1.15	6.18
毛利率	11.17		12.44		16.52	
工程与建筑	10.03		12.34		16.26	
其他	25.80		15.57		21.86	

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司营业收入为 137.48 亿元，同比增长 11.56%，毛利润为 15.36 亿元，同比变动不大，毛利率为 11.17%，同比减少 1.27 个百分点。从业务板块来看，2017 年工程与建筑业务收入 127.52 亿



元，同比增长 6.76%，毛利润同比减少 13.23%，毛利率同比下降 2.31 个百分点，主要是由于工程与建筑业务成本上升所致；其他业务收入 9.96 亿元，同比增长 6.17 亿元，毛利润同比增长 1.98 亿元，毛利率同比增长 10.23%，主要是由于盘兴高速完工进入运营期产生收入及黔贵房开当期确认 4.03 亿元房地产销售收入所致。

根据公司提供资料，大公测算 2018 年盈利情况，工程与建筑业务仍将是公司收入和毛利润的主要来源，其他业务的快速发展对收入形成重要补充，公司业务规模持续扩大，主营业务将保持稳定。

偿债来源

2017 年公司经营性净现金流保持稳定，仍处于较好水平；融资渠道多元，以银行借款和债券发行为主；公司股东为公司融资提供了较好支持，偿债来源对财富创造能力的偏离度较小；公司可变现资产整体变现能力一般，受限资产规模较大，对流动性产生不利影响。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）盈利

2017 年，受期间费用大幅增加影响，公司利润水平持续下降，净资产收益率持续下降，公司存在一定费用控制压力。

2017 年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 6.64 亿元、6.65 亿元和 5.09 亿元，同比分别下降 19.89%、19.47%和 23.76%，主要是工程与建筑业务成本和财务费用的快速增长所致。

2017 年，公司期间费用为 6.54 亿元，同比增长 60.69%，期间费用率为 4.76%，同比上涨 1.46 个百分点。其中，财务费用为 4.43 亿元，同比增长 2.27 亿元，主要由于盘兴高速完工停止资本化，导致费用化利息增加 0.95 亿元所致；管理费用为 1.95 亿元，同比增长 13.37%，主要由于管理人员工资上涨所致；销售费用为 0.16 亿元，同比降低 11.11%，主要由于公司加强成本管理致使销售费用有所下降。

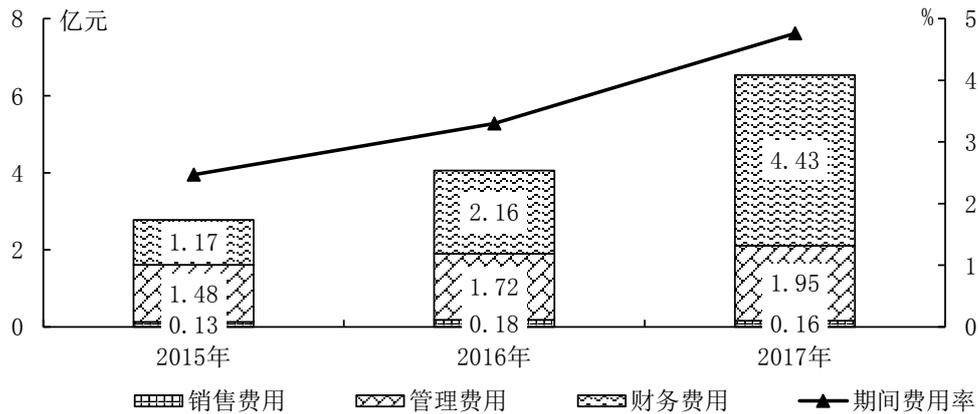


图 5 2015~2017 年公司期间费用情况

数据来源：根据公司提供资料整理

在非经常性损益方面，2017 年，投资收益为-1.07 亿元，主要是对长期股权投资中的联营企业贵州黔大石东高速投资建设股份有限公司在权益法下确认的投资损益-1.09 亿元；营业外收入为 0.02 亿元，同比减少 0.01 亿元。同期，公司总资产报酬率为 2.62%，有所上升，净资产收益率为 3.55%，有所下降。

（二）自由现金流

2017 年，公司经营性现金流净流入规模保持稳定，仍处于较好水平；投资性现金流净流出规模有所下降但净流出规模仍较大，且公司在建项目较多，未来仍面临一定资本支出压力。

2017 年，公司经营性净现金流为 31.45 亿元，同比保持稳定，仍处于较好水平；公司现金回笼率为 68.88%，同比基本稳定，现金回笼能力处于较低水平。同期，公司投资性净现金流为-59.77 亿元，主要为 BOT 项目的投资建设，净流出同比减少 3.94 亿元，净流出规模仍较大。公司期初现金及现金等价物规模仍较大，为公司重要偿债来源。

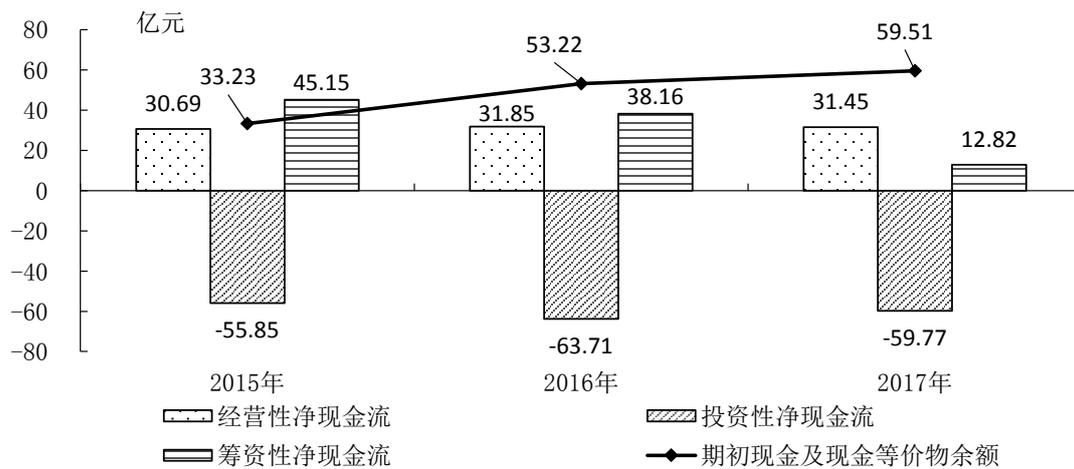


图 6 2015~2017 年现金流和期初现金及现金等价物余额情况 (单位: 亿元)

数据来源: 根据公司提供资料整理

在建项目方面, 2017 年, 公司工程建设进度稳步推进, 在建项目较多, 截至 2017 年末, 公司在建未完工项目 168 个, 总承包工程累计完成合同金额 351.35 亿元, 剩余额为 292.73 亿元, 未来投资规模仍较大。

整体来看, 由于公司在建项目较多, 剩余合同金额相对较大, 预计未来一段时间公司将面临一定的资金垫付压力。

(三) 债务收入

2017 年, 筹资性现金流净流入规模继续下降; 公司融资渠道通畅, 银行授信规模有所下降, 债务收入仍是偿债来源的重要补充。

2017 年, 公司筹资性净现金流为 12.82 亿元, 净流入规模同比减少 66.40%, 主要是由于融资规模大幅下降所致; 同期, 公司借款收到的现金为 48.49 亿元, 偿还债务所支付的现金为 39.36 亿元。公司债务融资渠道以银行借款和债券发行为主, 公司银行授信规模有所下降, 截至 2017 年末, 银行授信额度为 198.64 亿元, 同比减少 77.52 亿元, 未使用额度为 49.25 亿元。同时公司在债券市场共发行了一期 20.00 亿元的“15 黔路 01”和一期 20.00 亿元的“16 贵州公路 PPN001”。综合来看, 公司融资渠道较为多元。



表 3 2015~2017 年债务融资情况（单位：亿元）

财务指标	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	61.50	134.70	96.59
借款所收到的现金	48.49	130.03	69.90
筹资性现金流出	48.68	96.54	51.43
偿还债务所支付的现金	39.36	74.97	41.52

资料来源：根据公司提供资料整理

预计未来 1~2 年，公司债务收入的主要来源仍将以银行借款及债券发行为主，随着公司在建项目的投入，公司仍将保持一定的资金需求，公司债务收入将保持增长，是偿债来源的重要补充。

（四）外部支持

公司股东贵州交建对公司融资提供了较好的支持，截至 2017 年末，贵州交建作为担保人，为公司提供保证担保，公司作为被担保人共获得的短期借款余额为 21.25 亿元，对公司偿债来源形成了良好的补充作用。

（五）可变现资产

2017 年末，公司资产规模略有增长，仍以流动资产为主，流动资产占总资产比重有所下降；公司可变现资产以无形资产、存货、应收账款和货币资金等为主，总体来看变现能力一般；同时公司受限资产规模较大，占比较高，对流动性产生不利影响。

可变现资产包括货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产，其中，货币资金是企业保障日常经营支出和短期流动性偿付的重要缓冲，是企业流动性偿债来源的重要组成部分，可变卖为货币资金的非货币资产则是在经营性现金流和债务收入作为可用偿债来源不能满足偿还债务需要时，可以转化为用于偿债的现金，是企业偿债来源的重要补充和保障。

2017 年末，公司资产规模略有增长，为 425.30 亿元，同比增长 0.28%，资产构成仍以流动资产为主，占比为 52.98%，同比下降 13.73 个百分点。

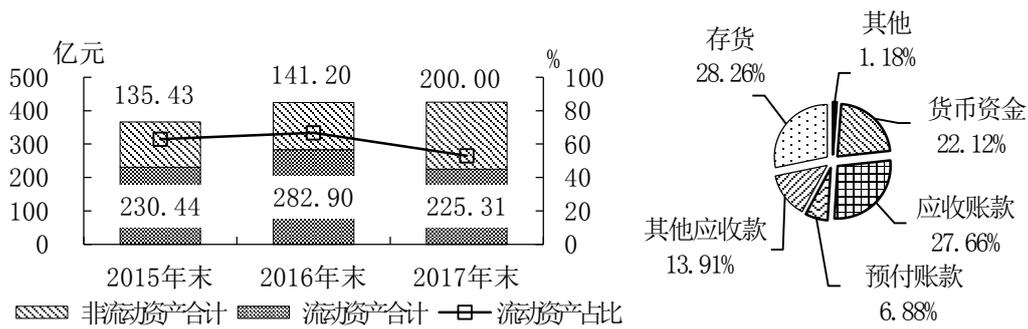


图 7 2015~2017 年末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、应收账款、货币资金、其他应收款和预付账款等构成。2017 年末，流动资产为 225.31 亿元，同比减少 20.36%，主要是货币资金和存货减少。2017 年末，存货为 63.66 亿元，同比减少 23.93%，主要由于建造合同形成的已完工未结算项目期末大幅结转所致，其中开发成本为 29.54 亿元，开发产品为 19.90 亿元，存货未计提存货跌价准备；应收账款为 62.32 亿元，同比降低 15.80%，主要是由于期末结算加快所致，累计共计提坏账准备 0.02 亿元，按欠款方归集的期末应收账款前五名合计余额为 13.75 亿元，占应收账款总额的 22.05%，集中度一般；货币资金为 49.83 亿元，同比下降 34.62%，主要是由于盘兴项目完工支付工程款、漳浦沿海大通道公路有限公司（以下简称“漳浦沿海”）归还借款以及日常经营活动支付材料款、劳务费等导致，受限货币资金共计 5.82 亿元，占货币资金的 11.68%；其他应收款为 31.33 亿元，同比减少 2.38%，其中资金往来款为 27.56 亿元，前五大欠款方占其他应收款账面余额比重为 73.37%，集中度较高，其中对贵州交通建设集团股份有限公司的其他应收款为 18.99 亿元，占其他应收款账面余额比重为 60.36%，公司关联方占款规模较大且期限较长；预付款项为 15.50 亿元，同比减少 3.64%，期末前五名单位的预付款项合计 9.73 亿元，占预付款项总额的 62.78%，其中对毕节市高速公路铁路建设指挥部和福建上河建筑工程有限公司的预付工程款分别为 7.35 亿元和 1.47 亿元。

公司非流动资产主要由无形资产、在建工程、长期股权投资和长



期应收款等构成。2017 年末，公司非流动资产为 200.00 亿元，同比增长 41.64%，主要是无形资产增加。2017 年末，无形资产为 162.60 亿元，同比大幅增加 105.91 亿元，主要由于盘兴高速完工，由在建工程转入无形资产，公司新增 107.18 亿元的公路经营权；在建工程为 14.21 亿元，同比减少 75.61%，主要是由于盘兴高速 BOT 项目完工，由在建工程转入无形资产所致；长期应收款为 9.02 亿元，同比减少 22.11%，由于政府回购致使对漳浦沿海 BT 项目的长期应收款同比大幅减少所致。

2017 年，公司应收账款周转天数为 178.49 天，同比变动不大；同期存货周转天数为 217.19 天，存货周转效率同比有所提升，但仍处于较低水平。

根据大公测算，截至 2017 年末，公司可变现资产价值为 220.19 亿元¹，清偿性偿债来源较为充足。截至 2017 年末²，公司受限资产总额为 168.14 亿元，占总资产比重为 39.53%，与净资产比例 117.49%，分别为 5.82 亿元货币资金、162.15 亿元无形资产和 0.17 亿元固定资产，均为借款抵质押产生。公司受限资产规模较大，占比较高，对资产流动性有一定不利影响。

总体看，公司流动性偿债来源以期初现金及现金等价物和经营性现金流为主，结构较好，清偿性偿债来源为可变现资产，整体变现能力一般。

公司流动性偿债来源以货币资金、债务收入和经营性净现金流为主，2017 年公司经营性净现金流保持稳定净流入规模较大，公司受限货币资金规模较小，可获得的债务融资渠道多元化，公司流动性偿债来源仍充足，安全偿债来源占比较高，偏离度为 1.53。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，公司可变现资产中无形资产、存货、应收账款占比较大，存货周转效率有所提升，受限资产规模较大，占资产比重较高，对资产流动性有一定不利影响。整体来看，公司可变现资产变现能力一般。

¹ 公司可变现资产价值未经专业评估。

² 公司受限存货为借款抵押的汇金国际广场写字楼及商铺共 22,662 平方米，停车位 2,000 个，已于 2018 年 3 月到期归还，此处未计入。



偿债能力

2017 年末，公司有息债务规模及占总负债比重有所增加，仍以长期有息债务为主，债务压力较大；公司流动性偿债来源充足，其中经营性净现金流对利息的保障能力较好，但项目建设期间投资支出金额较大，增大了流动性消耗；清偿性偿债来源变现能力一般，对存量债务保障能力一般；盈利对利息的覆盖能力处于较好水平，综合来看，公司偿债能力很强。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置



（一）存量债务分析

2017 年末，公司负债规模略有下降，流动负债占比有所上升，公司负债结构由以非流动负债为主转为以流动负债为主。

2017 年末，公司负债规模有所下降，为 282.20 亿元，同比减少 2.18%，流动负债占比同比上升 4.94 个百分点，为 54.10%，公司负债结构由以非流动负债为主转为以流动负债为主。

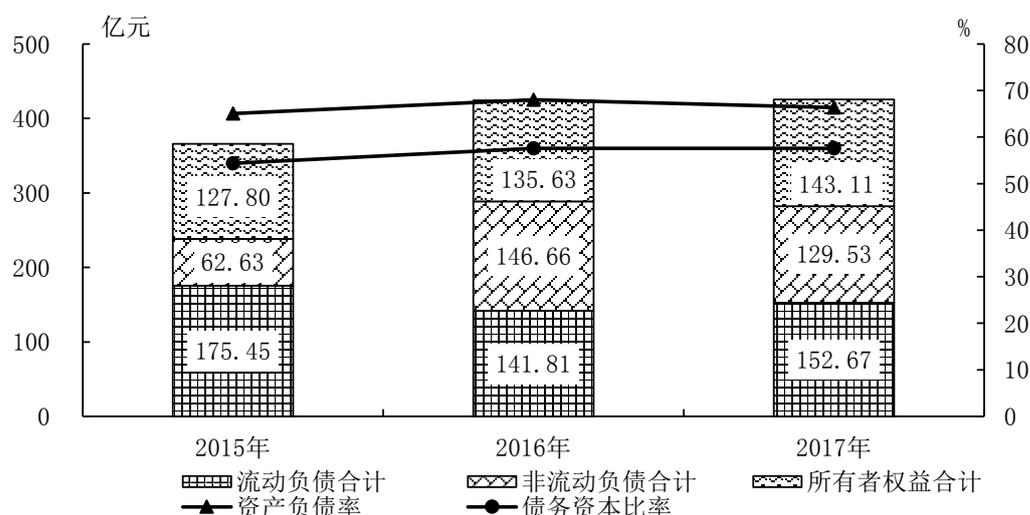


图 8 2015~2017 年末公司资本结构情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债、其他应付款、预收账款和应交税费等构成。2017 年末，公司流动



负债为 152.67 亿元，同比增长 7.65%，其中，短期借款为 34.99 亿元，同比增长 13.74%，主要是黔大东清项目建设融资所致；应付账款为 31.90 亿元，同比减少 6.03%，1 年以内的应付账款为 24.02 亿元，占应付账款总额的 75.29%，期末应付账款金额前五名总计 5.09 亿元，占应付账款总额的 15.96%，集中度一般；一年内到期的非流动负债为 27.13 亿元，同比增加 22.13 亿元，主要是由于 2015 年发行的 20.00 亿元公司债券“15 黔路 01”转入所致；其他应付款为 24.52 亿元，同比减少 23.72%，主要是调减贵州省高速公路集团公司多边挂账以及支付往来款所致，从账龄来看，以 1 至 2 年的其他应付款为主，为 14.80 亿元，占其他应付款总额的 60.35%，期末其他应付款金额前五名总计 13.29 亿元，占其他应付款总额的 54.21%，集中度较高；预收账款为 17.57 亿元，同比减少 30.31%，主要是由于部分预收款项结转收入导致减少，从账龄来看，以 1 年以内的预收款项为主，为 11.32 亿元，占比 64.47%，期末预收账款金额前五名总计 6.52 亿元，占预收账款总额的 37.13%。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2017 年末，非流动负债为 129.53 亿元，同比减少 11.68%，其中长期借款为 124.87 亿元，同比增长 2.49%；应付债券为 3.50 亿元，同比下降 19.87 亿元，主要是由于“15 黔路 01”转入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款为 0.56 亿元，同比减少 49.90%，主要是由于融资租赁借款的归还导致减少。

2017 年末，公司有息债务规模及占总负债比重有所增加，仍以长期有息债务为主，公司债务压力较大。

2017 年末，公司总有息债务规模及占总负债比重有所增长，占总负债比重处于较高水平，公司债务压力增大。总有息债务为 194.18 亿元，占总负债的比重为 68.81%，长期有息债务为 128.88 亿元，占总总有息债务比重为 66.37%，公司有息债务仍以长期有息债务为主。

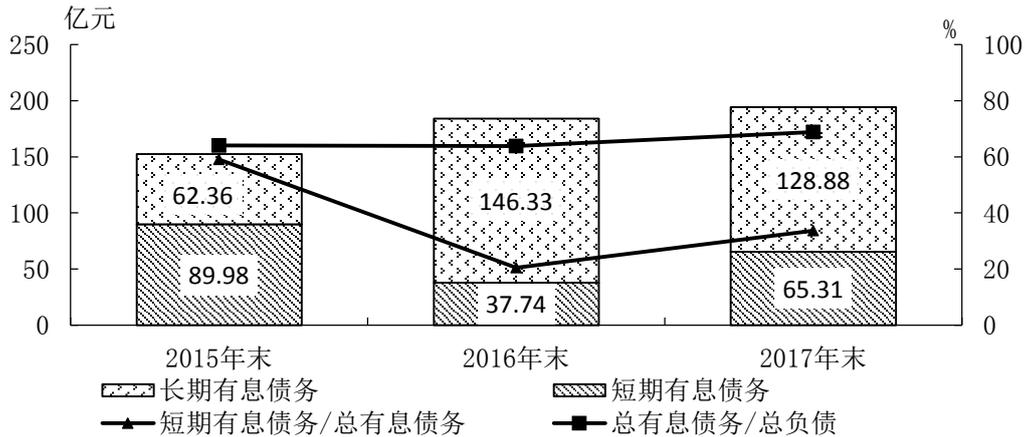


图 9 2015~2017 年末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务期限结构来看，公司债务偿还期限较为集中。截至 2017 年末，公司有息债务主要集中在 5 年以上，占比为 63.65%，一年以内的有息债务 65.31 亿元，占比为 33.98%，公司面临一定的短期偿债压力。

表 4 截至 2017 年末公司有息债务期限结构 (单位：亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	>5 年	合计
金额	65.31	4.08	0.47	124.33	194.18
占比	33.63	2.10	0.24	64.03	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从一年内到期的期限结构看，公司短期有息债务中，2018 年四季度占比较高。

表 5 截至 2017 年末公司未来一年有息债务期限结构 (单位：亿元、%)

到期期限	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	小计	占比
2018 年一季度	8.05	2.05	3.00	13.10	20.06
2018 年二季度	12.35	1.14	-	13.49	20.65
2018 年三季度	1.00	-	-	1.00	1.53
2018 年四季度	13.59	-	24.13	37.72	57.76
合计	34.99	3.19	27.13	65.31	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年末，公司资产负债率为 66.35%，同比有所下降；速动比率和流动比率均有所下降，流动资产对流动负债的覆盖程度有所下降。



2017 年末，公司对外担保规模大幅减少，担保比率有所下降，公司无重大诉讼案件。

截至 2017 年末，公司对外担保余额为 19.77 亿元，同比减少 37.32 亿元，主要是由于公司担保的毕威高速项目银团贷款当期偿还 37.32 亿元所致，担保比率为 13.81%，同比下降 28.28 个百分点。公司担保对象为毕节毕威高速公路有限公司（以下简称“毕威高速公司”）和贵州黔大石东高速投资建设股份有限公司（以下简称“黔大石东”），担保余额分别为 2.62 亿元和 17.15 亿元。截至 2017 年末，毕威高速公司总资产为 116.26 亿元，营业收入和利润均为 0 亿元，黔大石东总资产为 54.89 亿元，营业收入为 2.28 亿元，利润为-1.88 亿元。

公司对毕威高速公司以及黔大石东的担保事项主要是对各公司承建的公路施工项目的银团贷款的担保。公司作为贵州省铜仁至宣威高速公路毕节至威宁段建设-移交项目中标单位，于 2009 年 12 月与原毕节地区高速公路开发总公司（以下简称“毕高司”）签订了《贵州省铜仁至宣威高速公路毕节至威宁段工程项目合同协议书》（以下简称“BT 合同”），BT 合同约定公司作为该项目的建设-移交项目单位；2009 年 11 月成立毕威高速公司，注册资本 22.44 亿元，后毕高司将该注册资本作为回购款支付公司，公司不再为毕威高速公司股东。2014 年 5 月，根据贵州省人民政府《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）会议，贵州高速公路集团有限公司（以下简称“贵州高速集团”）与毕节市交通投资建设集团公司（以下简称“毕节交投”）按照 6:4 比例共同出资 5 亿元组建贵州毕节高速发展有限公司（以下简称“毕节高速公司”），负责毕节至威宁高速公路的经营管理和资源开发工作。2015 年 6 月，毕节至威宁高速公路项目银团会议指出，毕节高速公司工商注册已办理完毕，毕威高速项目银团贷款合计金额 67.40 亿元，期限由 10 年调整为 15 年，仍由公司、毕节交投和贵州高速集团全额连带责任担保，贵州高速集团和毕节市政府均承诺若毕威高速通行费收入不足以支付当期贷款本息，缺口部分按照 6:4 比例偿付，由贵州省交通运输厅安排“燃油税”返还资金予以兜底，并将债务纳入地方债务系统和财政预算管理。截至 2017 年末，贵州高速



集团与毕节交投按照 6:4 比例已还贷款合计 64.78 亿元。

截至 2017 年末，公司无重大未决诉讼事项。

2017 年末，受资本公积和未分配利润增加影响，公司所有者权益有所增长。

2017 年末，公司所有者权益合计为 143.11 亿元，同比增长 5.52%；实收资本为 21.03 亿元，同比保持不变；资本公积为 55.96 亿元，同比增加 65.72%，主要是公司对联营企业黔大石东的长期股权投资采用权益法核算增加资本公积、公司多家子公司收到资本金按持股比例计算形成资本公积、公司对多家子公司持股比例增加形成资本公积等综合所致；盈余公积 6.72 亿元，同比增加 0.66 亿元；未分配利润为 57.30 亿元，同比增加 4.40 亿元；少数股东权益为 2.10 亿元，同比减少 19.77 亿元，主要是由于对黔贵房开增持 66.08% 股权所致。

（二）偿债能力分析

公司流动性偿债来源充足，对流动性消耗的保障程度较好，但项目建设期间投资支出金额较大，增大了流动性消耗；清偿性偿债来源变现能力一般，对存量债务保障能力一般；盈利对利息的覆盖能力处于较好水平，综合来看，公司偿债能力很强。

公司流动性偿债来源以期初现金及现金等价物、债务收入和经营性净现金流为主，可获得的债务融资渠道较为通畅，对公司利息支出能够形成良好保障。2017 年，公司流动性偿债来源为流动性消耗的 1.24 倍，流动性还本付息能力较好。综合流动性偿债来源和存量债务结构分析，预计公司 2018 年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为 1.28 倍。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，公司无形资产、存货、应收账款和货币资金规模较大，但资产变现能力整体一般，2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.77 倍，保障程度较好。

表 6 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.78	0.78
流动性还本付息能力	1.24	1.28
盈利对利息覆盖能力	1.77	1.37

数据来源：公司提供、大公测算



综合来看，公司可变现资产对总债务覆盖程度一般，清偿性还本付息能力一般；经营性现金流、货币资金和较强的债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供较好保障；公司盈利对利息保障程度较好。公司在手合同量较大，同时 PPP 等需要资金垫付的项目较多，因此预计 2018 年公司仍将有较大投资性消耗，盈利整体保持稳定。公司总体偿债能力很强。

结论

综合来看，公司的抗风险能力很强。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。2017 年，公司新中标及重大工程合同额均大幅增加，项目储备仍较为充足，为公司可持续性发展提供一定支撑。2017 年末，公司有息债务规模进一步增长，债务压力增大。2017 年，公司营业收入有所增长，但由于工程与建筑业务的成本和财务费用的快速增长，利润水平有所下降，净资产收益率有所下降。同期，公司经营性现金流净流入对流动负债和利息的保障程度仍较好；此外，公司总承包工程在手合同金额较大，预计公司未来仍将面临一定的资金垫付压力。

综合分析，大公对公司“15 黔路 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



附件 1

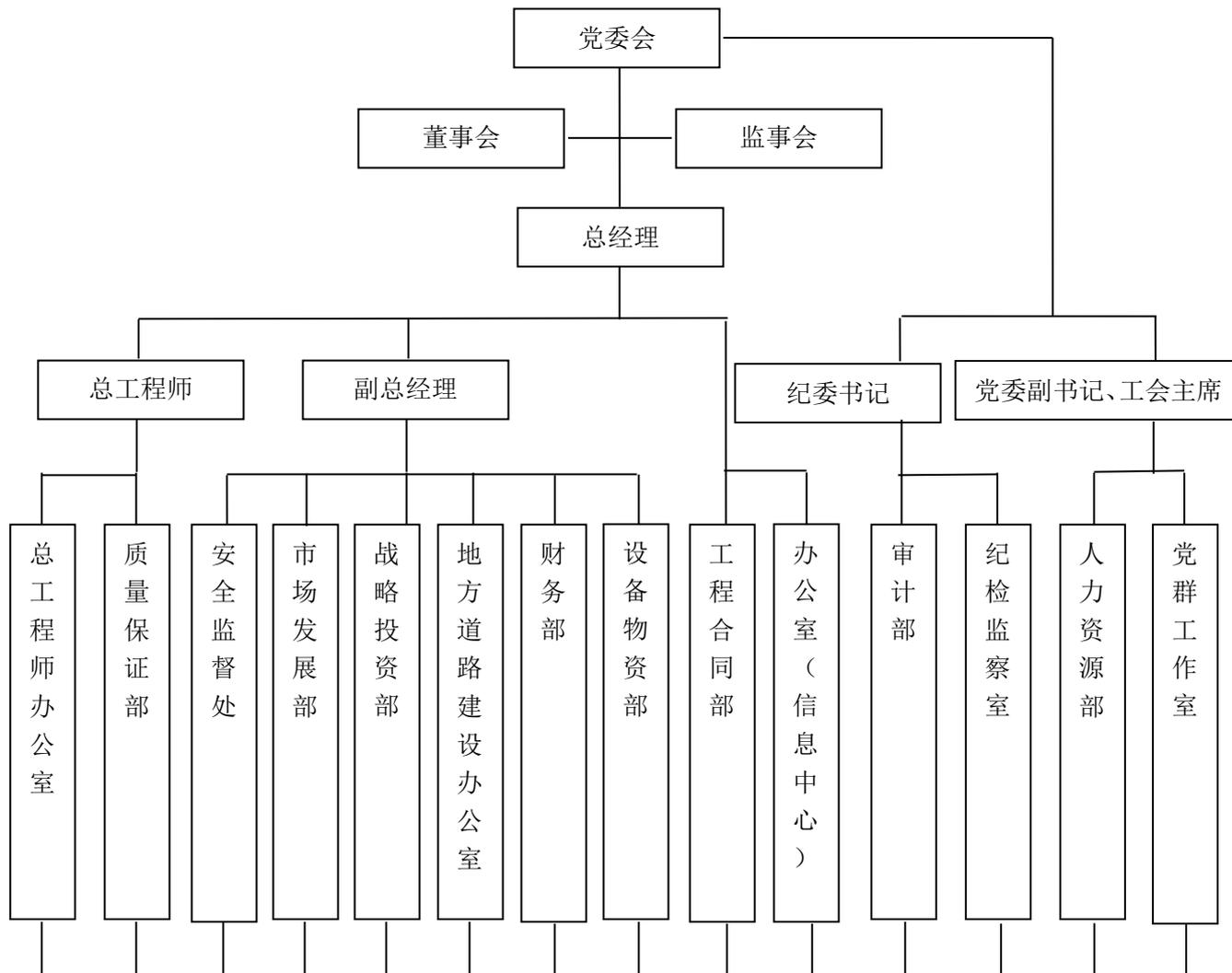
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

截至 2017 年末贵州公路集团组织结构图





附件 3-1

贵州公路集团相关数据表格

截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
货币资金	49.83	5.82	11.68
固定资产	4.59	0.17	3.70
无形资产	162.60	162.15	99.72
合计	217.02	168.14	-

2015~2017 年公司中标项目及合同额大于 5 亿元的重大工程项目情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
重大工程数量（个）	10	5	9
重大工程金额	189.34	113.21	63.46
中标工程总金额	207.23	143.10	83.74
重大工程金额占总金额比	91.37	79.11	75.78

截至 2017 年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特级	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	工程设计公路行业甲级
港口与航道工程施工总承包贰级	水利水电工程施工总承包贰级	

截至 2017 年末公司重大在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	签约金额	签约时间	建设工期
贵州省黔西至大方高速公路东关至清丰段	73.83	2017.08.10	3.00 年
兴义环城高速公路项目	89.90	2017.09.12	4.00 年
贵州省余庆至安龙高速公路平塘至罗甸段施工总承包项目	40.08	2016.04.07	1.67 年
毕节市“十三五”普通国省干线公路项目	24.30	2016.07.04	2.33 年
贵州省望谟至安龙高速公路施工总承包项目	12.00	2014.04.06	2.25 年
六盘水市红桥东路项目	12.00	2014.06.20	1.48 年
花溪至安顺高速公路总承包项目	26.26	2016.04.05	2.00 年
合计	278.37	-	-



附件 3-2

贵州公路集团相关数据表格

截至 2017 年末公司对外担保明细情况（单位：亿元）

被担保企业	担保方式	担保余额	到期时间
毕节毕威高速公路有限公司	一般保证	2.62	2021.11.10
贵州黔大石东高速投资建设股份有限公司	一般保证	17.15	2040.03.09
合计	-	19.77	-

截至 2017 年末公司应收账款前五名账面余额情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	与公司关系	账龄
贵州高速公路集团有限公司	2.16	3.46	非关联方	1 年以内
	1.99	3.19		1 至 2 年
	0.24	0.39		2 至 3 年
毕节毕威高速公路有限公司	1.53	2.45	非关联方	1 至 2 年
	0.10	0.15		2 至 3 年
	1.56	2.50		3 年以上
六盘水市交通投资开发有限责任公司	1.25	2.00	非关联方	1 年以内
	1.56	2.51		1 至 2 年
贵州省公路局	1.49	2.38	非关联方	1 年以内
	0.51	0.82		1 至 2 年
	0.01	0.02		2 至 3 年
	0.04	0.07		3 年以上
贵阳城市发展投资(集团)股份有限公司	1.08	1.73	非关联方	1 年以内
	0.24	0.38		1 至 2 年
合计	13.75	22.05	-	-

截至 2017 年末公司其他应收款前五名账面余额情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	与公司关系	账龄
贵州交通建设集团股份有限公司	0.48	0.15	同一控制下 单位	1 年以内
	0.04	0.14		1 至 2 年
	2.09	6.65		2 至 3 年
	16.80	53.42		3 年以上
贵州省公路局	0.15	0.47	非关联方	1 年以内
	1.48	4.69		1 至 2 年
六盘水市人民政府	0.97	3.09	非关联方	3 年以上
贵州松桃苗族自治县政府	0.87	2.78	非关联方	1 年以内
遵义恒大黔贵房地产开发有限公司	0.62	1.98	关联方	1 年以内
合计	23.08	73.37	-	-



附件 4-1

贵州公路集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产类			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	498,302	762,216	576,022
应收账款	623,204	740,127	486,493
其他应收款	313,350	321,000	353,707
预付款项	155,03	160,895	142,875
存货	636,619	836,870	744,597
流动资产合计	2,253,064	2,829,036	2,304,427
长期股权投资	91,603	96,094	96,094
固定资产	45,882	44,471	40,222
在建工程	142,107	582,656	669,335
无形资产	1,626,015	566,954	534,468
非流动资产合计	1,999,967	1,411,999	1,354,333
资产合计	4,253,032	4,241,035	3,658,760
占资产总额比 (%)			
货币资金	11.72	17.97	15.74
应收账款	14.65	17.45	13.30
其他应收款	7.37	7.57	9.67
预付款项	3.65	3.79	3.91
存货	14.97	19.73	20.35
流动资产合计	52.98	66.71	62.98
长期股权投资	2.15	2.27	2.63
固定资产	1.08	1.05	1.10
在建工程	3.34	13.74	18.29
无形资产	38.23	13.37	14.61
非流动资产合计	47.02	33.29	37.02
负债类			
短期借款	349,920	307,640	579,421
应付票据	31,908	19,752	269,399
应付账款	319,042	339,533	290,470
预收款项	175,653	252,052	169,373
其他应付款	245,209	321,467	289,259
应交税费	131,222	117,059	104,226
一年内到期的非流动负债	271,255	50,000	51,000
流动负债合计	1,526,653	1,418,149	1,754,460
长期借款	1,248,650	1,218,339	374,613
应付债券	35,000	233,741	198,099



附件 4-2

贵州公路集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
长期应付款	5,648	11,274	51,387
非流动负债合计	1,295,299	1,466,608	626,293
负债合计	2,821,951	2,884,757	2,380,753
占负债总额比 (%)			
短期借款	12.40	10.66	24.34
应付票据	1.13	0.68	11.32
应付账款	11.31	11.77	12.20
预收款项	6.22	8.74	7.11
其他应付款	8.69	11.14	12.15
应交税费	4.65	4.06	4.38
一年内到期的非流动负债	9.61	1.73	2.14
流动负债合计	54.10	49.16	73.69
长期借款	44.25	42.23	15.74
应付债券	1.24	8.10	8.32
长期应付款	0.20	0.39	2.16
非流动负债合计	45.90	50.84	26.31
权益类			
实收资本（股本）	210,300	210,300	210,300
资本公积	559,601	337,672	329,742
盈余公积	67,194	60,589	52,080
未分配利润	572,997	529,021	471,117
归属于母公司所有者权益	1,410,093	1,137,581	1,063,239
少数股东权益	20,987	218,696	214,767
所有者权益合计	1,431,080	1,356,278	1,278,007



附件 4-3

贵州公路集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	1,374,830	1,232,331	1,126,931
营业成本	1,221,197	1,079,022	940,724
营业税金及附加	10,695	29,487	38,168
销售费用	1,564	1,844	1,318
管理费用	19,505	17,232	14,823
财务费用	44,338	21,605	11,653
投资收益	-10,734	0	-25
营业利润	66,390	82,877	120,262
利润总额	66,495	82,572	119,804
所得税	15,639	15,866	18,581
净利润	50,856	66,706	101,224
归属于母公司所有者的净利润	50,582	66,593	101,040
占营业收入比 (%)			
营业成本	88.83	87.56	83.48
营业税金及附加	0.78	2.39	3.39
销售费用	0.11	0.15	0.12
管理费用	1.42	1.40	1.32
财务费用	3.23	1.75	1.03
营业利润	4.83	6.72	10.67
利润总额	4.84	6.70	10.63
所得税	1.14	1.29	1.65
净利润	3.70	5.41	8.98
归属于母公司所有者的净利润	3.68	5.40	8.97
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	314,493	318,457	306,902
投资活动产生的现金流量净额	-597,749	-637,127	-558,538
筹资活动产生的现金流量净额	128,219	381,572	451,547



附件 4-4

贵州公路集团（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	111,600	104,880	131,885
EBITDA	136,305	116,366	143,028
总有息债务	1,941,845	1,840,746	1,523,383
毛利率 (%)	11.17	12.44	16.52
营业利润率 (%)	4.83	6.73	10.67
总资产报酬率 (%)	2.62	2.47	3.60
净资产收益率 (%)	3.55	4.92	7.92
资产负债率 (%)	66.35	68.02	65.07
债务资本比率 (%)	57.57	57.58	54.38
长期资产适合率 (%)	136.32	199.92	140.61
流动比率 (倍)	1.48	1.99	1.31
速动比率 (倍)	1.06	1.40	0.89
保守速动比率 (倍)	0.33	0.54	0.33
存货周转天数 (天)	217.19	263.82	287.06
应收账款周转天数 (天)	178.49	179.17	170.56
经营性净现金流/流动负债 (%)	21.36	20.08	18.66
经营性净现金流/总负债 (%)	11.02	12.10	14.90
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.09	6.04	5.19
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.45	1.99	2.23
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	1.77	2.21	2.42
现金比率 (%)	32.64	53.75	32.83
现金回笼率 (%)	68.88	69.90	102.22
担保比率 (%)	13.81	42.09	36.33



附件 5

贵州公路集团（本部）主要财务指标

（单位：万元）

资产类			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	299,457	342,515	171,143
流动资产合计	1,960,279	2,084,354	1,794,002
长期股权投资	442,778	448,287	295,428
非流动资产合计	484,201	481,153	330,327
总资产	2,444,480	2,565,506	2,124,329
负债类			
短期借款	267,484	147,000	212,000
其他应付款	251,406	287,646	230,019
应付账款	336,179	343,545	312,433
预收款项	134,235	520,071	152,855
流动负债合计	1,322,995	1,477,205	1,103,084
长期借款	149,000	-	50,000
应付债券	35,000	233,741	198,099
长期应付款	18,708	12,449	15,938
负债合计	1,529,544	1,724,463	1,368,190
权益类			
实收资本（股本）	210,300	210,300	210,300
资本公积	33,318	25,478	25,478
盈余公积	67,194	60,589	52,080
未分配利润	604,124	544,676	468,280
所有者权益	914,936	841,044	756,139
损益类			
管理费用	9,661	8,529	6,249
财务费用	9,324	1,300	11,026
投资收益	-9,116	1,443	3
营业利润	79,269	99,840	118,531
利润总额	79,316	99,848	118,220
所得税	13,263	14,762	17,787
净利润	66,052	85,086	100,432
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	-146,806	263,967	-163,843
投资活动产生的现金流量净额	-14,470	-17,279	-47,564
筹资活动产生的现金流量净额	110,280	-62,297	252,716



附件 6

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. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额



23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. 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）
25. 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）
26. 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）



附件 7

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		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		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		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。
展望	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。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。