

贵州高速公路集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号：【新世纪跟踪[2022]100407】

评级对象：**贵州高速公路集团有限公司及其发行的公开发行债券**

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
16 黔高速	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA+/稳定/AA+/2016年7月1日		
20 黔高 01	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年6月9日		
20 黔高 03	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年11月20日		
21 黔高 01	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年11月30日		
21 黔高 02	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	--	--	AAA/稳定/AAA/2021年7月1日		
21 黔高 04	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	--	--	AAA/稳定/AAA/2021年8月4日		
21 黔高 06	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	--	--	AAA/稳定/AAA/2021年9月13日		
20 贵州高速 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年8月3日		
21 贵州高速 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年4月14日		
21 贵州高速 MTN002	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年4月16日		
21 贵州高速 MTN003	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年5月6日		
21 贵州高速 MTN004	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	--	--	AAA/稳定/AAA/2021年6月18日		
21 贵州高速 MTN005	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	--	--	AAA/稳定/AAA/2021年7月19日		
21 贵州高速 MTN007	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	--	--	AAA/稳定/AAA/2021年8月18日		

主要财务数据

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	135.13	156.56	163.11	115.87
刚性债务	2253.44	2548.07	2731.43	2755.19
所有者权益	1018.58	1044.70	1109.57	1098.31
经营性现金净流入量	91.82	51.66	-4.49	12.03
合并口径数据及指标：				
总资产	3884.64	4300.60	4437.88	4440.19
总负债	2707.72	3061.96	3182.75	3195.75
刚性债务	2468.99	2801.50	2889.16	2912.26
所有者权益	1176.93	1238.64	1255.13	1244.44
营业收入	201.05	196.55	220.40	64.80
净利润	2.26	1.79	2.99	2.53
经营性现金净流入量	95.99	48.59	94.98	14.95
EBITDA	93.75	113.44	121.19	--
资产负债率[%]	69.70	71.20	71.72	71.97
资产负债率[%]*	70.01	71.48	71.99	71.97
长短期债务比[%]	487.13	419.86	605.58	609.40
营业利润率[%]	2.36	1.99	3.05	4.75
短期刚性债务现金覆盖率[%]	86.31	59.51	118.70	87.93
营业收入现金率[%]	113.31	101.95	108.21	47.63
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.25	-6.49	-0.64	--
EBITDA/利息支出[倍]	0.83	0.83	0.85	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04	--

注1：根据贵州高速经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

注2：资产负债率[%]*为将永续债从权益调整为债务后计算得出。

分析师

楼雯仪 lwy@shxsj.com
林霞婧 lyj@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对贵州高速公路集团有限公司（简称贵州高速、该公司或公司）及其发行的公开发行债券的跟踪评级反映了2021年以来贵州高速在外部发展环境、政府支持力度、业务区域垄断、现金回笼及融资渠道等方面继续保持优势，同时也反映了公司在自身盈利能力、债务负担、资本支出及房地产业务等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部环境较好。**贵州省是中国西南部重要的陆路交通枢纽之一，较快发展的地方经济和重要的交通区位为省内高速公路的运营发展起到促进作用。此外，我国收费公路行业拥有相对透明、较为稳定收入来源和较充沛现金流，行业整体发展较稳健。
- **政府支持力度大。**贵州高速作为贵州省高速公路建设、投融资及运营的重要主体，在资金筹措、财政补贴和政府定向债置换等方面得到贵州省政府、交通运输厅和财政厅的大力支持。
- **公路收费业务具有区域垄断优势，主业现金回笼能力较强。**贵州高速控股路段规模占比较高，业务经营具有明显的区域垄断优势，主业现金流回笼能力较强，持续较大规模经营活动净现金流入为公司债务偿付提供一定保障。
- **融资渠道较畅通。**贵州高速与多家金融机构保持良好的合作关系，外部融资渠道较为畅通。公司剩余可使用授信规模较大，可为项目投资和经营周转提供一定保障。

主要风险：

- **政策变动风险。**收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度较高，行业内企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望，未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍有不确定性。2022 年以来全国局部省市出现疫情反弹并实施较严格的封控措施，一定程度上影响贵州省内车流量和过境车辆通行。
- **主业经营继续承压，盈利对政府支持依赖度高。**由于非主干路线培育期较长，加之较大规模的利息偿付侵蚀利润空间，贵州高速经营持续承压；盈利水平对政府政策和补助资金的依赖度高。
- **债务负担重，资本支出压力大。**贵州高速在建路产项目较多，公司刚性债务持续增长，债务负担沉重，投融资压力较大。同时，公司受限资产（公路收费权抵质押）占比较大，对其未来融资和资产运作或将形成一定限制。
- **房地产业务压力大。**由于房地产政策变动及景气度波动，房地产行业销售压力较大，贵州高速房地产项目区域集中度较高且在建规模较大，去化压力大。

➤ 未来展望

通过对贵州高速及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



贵州高速公路集团有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照贵州高速公路集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）、贵州高速公路集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）贵州高速公路集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）、贵州高速公路集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、贵州高速公路集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种一）、贵州高速公路集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）（品种一）、贵州高速公路集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）、贵州高速公路集团有限公司 2020 年度第一期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第一期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第二期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第三期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第四期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第五期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第七期中期票据（分别简称“16 黔高速”、“20 黔高 01”、“20 黔高 03”、“21 黔高 01”、“21 黔高 02”、“21 黔高 04”、“21 黔高 06”、“20 贵州高速 MTN001”、“21 贵州高速 MTN001”、“21 贵州高速 MTN002”、“21 贵州高速 MTN003”、“21 贵州高速 MTN004”、“21 贵州高速 MTN005”和“21 贵州高速 MTN007”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据贵州高速公路集团有限公司（简称“贵州高速”、“该公司”和“公司”）提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对贵州高速的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2022 年 5 月 13 日，该公司合并口径存续债券余额合计 254.00 亿元，其中一年内到期债券合计 54.00 亿元，截至目前公司存续债券还本付息正常。

图表 1. 截至 2022 年 5 月 13 日公司存续期债券概况（单位：亿元，%，年）

债券名称	起息时间	发行金额	债券余额	当期票面利率	发行期限	到期日
16 黔高速	2016-08-15	20.00	20.00	3.65	7	2023-08-15
20 贵州高速 MTN001	2020-08-13	10.00	10.00	3.75	3	2023-08-13
20 黔高 01	2020-08-21	15.00	15.00	3.70	3	2023-08-21
20 黔高 03	2020-11-25	20.00	20.00	4.27	3	2023-11-25
21 贵州高速 MTN001	2021-04-21	10.00	10.00	3.95	3	2024-04-21
21 黔高 01	2021-04-27	15.00	15.00	3.87	5 (3+2)	2026-04-27
21 贵州高速 MTN002	2021-05-12	10.00	10.00	3.80	3	2024-05-12
21 贵州高速 MTN003	2021-05-21	10.00	10.00	3.74	3	2024-05-21

债券名称	起息时间	发行金额	债券余额	当期 票面利率	发行期限	到期日
21 黔高 02	2021-06-23	15.00	15.00	3.75	3	2024-06-23
21 贵州高速 MTN004	2021-06-28	10.00	10.00	3.92	3	2024-06-28
21 贵州高速 MTN005	2021-07-26	10.00	10.00	3.50	3	2024-07-26
21 贵州高速 MTN006	2021-08-06	10.00	10.00	3.40	3	2024-08-06
21 黔高 04	2021-08-11	5.00	5.00	3.50	5 (3+2)	2026-08-11
21 贵州高速 MTN007	2021-08-31	10.00	10.00	3.45	3	2024-08-31
21 黔高 06	2021-09-28	10.00	10.00	3.65	5 (3+2)	2026-09-28
21 贵州高速 MTN008	2021-11-19	10.00	10.00	3.50	3	2024-11-19
21 贵州高速 CP001	2021-11-30	5.00	5.00	2.99	1	2022-11-30
21 贵州高速 CP002 (乡村振兴)	2021-12-09	10.00	10.00	2.94	1	2022-12-09
21 贵州高速 CP003	2021-12-13	10.00	10.00	2.95	1	2022-12-13
21 贵州高速 CP004	2021-12-15	10.00	10.00	3.00	1	2022-12-15
21 贵州高速 CP005	2021-12-17	2.00	2.00	2.97	1	2022-12-17
21 贵州高速 CP006	2021-12-23	7.00	7.00	2.99	1	2022-12-23
22 贵州高速 CP001	2022-02-11	5.00	5.00	2.65	1	2023-02-11
22 贵州高速 CP002	2022-02-24	5.00	5.00	2.64	1	2023-02-24
22 贵州高速 MTN001	2022-03-17	10.00	10.00	3.54	3	2025-03-17
合计	—	254.00	254.00	—	—	—

资料来源：Wind 资讯整理，新世纪评级整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

国内收费公路网络不断完善，并提供相对透明、较稳定收入来源和较充沛现金流。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回报期拉长和造成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力；

区域经济及客货运输需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾突出，全行业还本付息将持续承压。2020年因新冠疫情，公众出行意愿下降，叠加政策性免收费措施，对收费公路行业当年经营和现金流产生明显短期冲击，行业收支失衡达到历史最新高位，2022年以来局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，但支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

A. 行业概况

交通运输是国民经济发展的基础，是社会生产、流通、分配、消费各环节正常运转和协调发展的先决条件，对保障国民经济持续健康快速发展、人民生活改善具有十分重要的作用。近年来在大规模投资的带动下，我国交通运输业发展迅速，以公路建设为例，2016-2020年，我国公路建设投资累计完成额10.67万亿元（“十三五”公路规划投资7.80万亿元），已超额完成投资计划，细分项中高速公路仍为主力；2021年公路建设完成投资2.60万亿元，同比增长6.0%，2022年第一季度，公路建设完成投资0.48万亿元，较上年同期增长11.8%。随着高速公路建设推进，我国已建成世界最大的高速公路网络，高速公路通车里程从2001年末1.94万公里增至2021年末16.91万公里，我国公路网络不断完善，2021年末国家高速公路通车里程11.70万公里。2020年末（2021年数据未披露），收费公路里程达17.92万公里，占公路总里程519.81万公里的3.45%，其中收费高速公路里程为15.29万公里，占收费总里程的85.31%，占比进一步上升，随着高速公路里程不断增长和普通收费公路逐步到期停止收费，全国收费公路结构进一步优化。

图表 1. 我国收费公路里程规模（单位：公里）

里程规模	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	137876.70	3.95%	142831.10	3.59%	152910.5	7.06%
收费公路：一级公路	19592.30	-5.20%	18577.90	-5.18%	17363.60	-6.54%
收费公路：二级公路	9651.00	1.06%	8659.50	-10.27%	7899.20	-8.78%
收费公路：独立桥梁	818.40	5.04%	899.40	9.90%	943.30	4.88%
收费公路：独立隧道	133.00	28.25%	125.00	-6.02%	125.00	0.00%
收费公路里程总计	168071.40	2.65%	171092.90	1.80%	179241.70	4.76%
其中：收费高速公路占比	82.03%	/	83.48%	/	85.31%	/

资料来源：各年收费公路统计公报（2021年收费公路统计公报尚未披露）

中长期内，公路行业仍可保持较大规模和较大力度的投资建设进程。根据2021年2月国务院发布《国家综合立体交通网规划纲要》计划到2035年，国家综合立体交通网络中公路（包括国家高速公路网、普通国道网）将达46万公里左右，其中国家高速公路网16万公里¹。根据2021年3月国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》交通强国建设工程板块将新建高速公路里程2.5万公里，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速

¹ 由7条首都放射线、11条南北纵向线、18条东西横向线及若干地区环线、都市圈环线、城市绕城环线、联络线、并行线组成。

公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设。

收费公路投建及运营主体经营情况与区域内路网规划息息相关，北京、山东及江浙沪等地收费路网已较完善，未来更多侧重于扩容改造，其公路投建及运营主体新建高速里程相对较小。中西部路网由于区域经济等因素较东部发展慢，中西部地区公路投建及运营主体仍有较大的建设里程和投资需求，同时因地形构造较复杂，建设成本通常较高，区域内投建主体面临较大的投融资压力。

受高速公路里程增加和建设投资总额扩大的影响，以及部分项目为养护管理、偿还利息举借新债等因素，收费公路债务余额持续上升。2020 年末全国收费高速公路债务余额 66983.54 亿元，其中年末银行贷款余额 55656.78 亿元，单公里债务余额达 4381 万元，行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率偏高；而后续项目建设资金需求量大，债务融资依存度高，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

图表 2. 收费高速公路资本金及债务余额情况（单位：亿元）

收费高速公路	2018 年末	2019 年末	2020 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	24461.74	27193.01	31620.69
收费高速公路财政性资本金累计投入	13575.33	15363.05	16760.36
收费高速公路非财政性资本金累计投入	10886.40	11829.96	14860.33
收费高速公路投资银行贷款	53494.43	56553.85	63883.71
收费高速公路年末债务余额	53666.19	58044.58	66983.54
收费高速公路年末银行贷款余额	45373.00	48322.41	55656.78
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3892	0.4064	0.4381

资料来源：Wind 资讯及各年收费公路统计公报等（四舍五入存在尾差）

收费公路行业在路产建设时期对外筹融资的资金需求大，考虑到行业内发债企业主要为国有背景，加之区域战略地位，较易获得地方政府和金融机构支持，降低企业的项目资金风险。但就目前而言，收费公路行业面临着收支难抵的重大困境，近期通车路产的产能释放效力和释放速度远不及大动脉和干线路产，收费公路还本付息规模超过年度通行费收入规模，行业收支严重失衡，2018-2020 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3857.30 亿元、-4673.92 亿元和-7177.43 亿元，入不敷出局面严峻，且预计中短期内收支缺口仍将处于高位。2020 年因疫情影响，全行业通行费收入规模明显缩减²，支出扩大³，行业收支失衡达到历史最新高位。

2018-2020 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 7265.45 亿元、7987.74 亿元和 9760.61 亿元，占收费高速公路总支出比重近 80%，自 2014 年起，我国收费高速公路收费收入已难以覆盖行业债务本息，其中 2015-2020 年利息支出就已分别占通行费收入的 56.81%、52.34%、49.92%、48.36%、48.21% 和 63.83%，行业付息压力大，债务循环压力大。

² 2020 年度，全国收费公路共减免车辆通行费 2382.5 亿元，占 2020 年度应收通行费总额的 32.9%。其中：两次延长春节假期小型客车免费通行政策，共免收通行费 19.8 亿元，2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日期间又免收车辆通行费 1593 亿元。

³ 随着债务规模持续扩大，还本付息支出不断增加。

图表 3. 收费高速公路收支及还本付息能力表（单位：亿元）

收费高速公路	2018 年	2019 年	2020 年
收费高速公路通行费收入	5168.38	5551.03	4566.24
收费高速公路支出	9025.69	10224.94	11743.67
还本付息支出	7265.45	7987.74	9760.61
偿还债务本金	4766.20	5311.80	6845.89
偿还债务利息	2499.24	2675.93	2914.72
收费高速公路收支平衡结果	-3857.30	-4673.92	-7177.43
单公里年通行费收入[万元/公里]	374.86	388.64	298.62
通行费收入利息覆盖水平[倍]	2.07	2.07	1.57
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.08	1.05	0.67
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.71	0.69	0.47

资料来源：根据 Wind 资讯及各年收费公路统计公报等整理计算绘制

2020 年 5 月初恢复车辆收费以及全国范围内疫情良好防控，车流量持续恢复，2020 年下半年度至 2021 年行业现金流逐步恢复，但 2022 年以来，局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部分路段收费产生影响，其中清明和五一假期虽依旧实施高速公路小型客车免费通行政策，但多数省份高速公路车流量较往年同期有不同程度降幅；考虑到疫情局部反复亦为短期影响，支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

不同区域的收费公路发展趋势来看，东部地区大规模建设高峰已经过去，路网趋于稳定和完善，通行费收入随着交通量增长而增加，收费公路的偿债能力将不断增强，届时债务规模会逐步下降，收支趋于平衡，直到偿还全部债务，东部地区的债务清偿更多通过路段自身经营效益有效积累进行偿付。中西部地区建设规划任务仍旧繁重，增量债务叠加存量债务集中偿付，通行费收入规模预计不及国内主动脉收益贡献，收支平衡的实现难度偏大，中西部地区收费公路仅依赖于自身控股路产的效益释放或难以有效化解债务，一定程度上也更多依赖于政策导向及上级资金支持。

B. 政策环境

收费公路行业具有很强的政策导向性，其收费年限和收费标准需严格遵照国家和地方交通主管部门有关规定执行，收费公路行业对收费政策及细则变化的敏感度高。

2018 年 12 月，交通部公布《收费公路管理条例(修订草案征求意见稿)》，明确政府收费公路项目的偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年，实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。并进一步提出省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务清偿的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。同时，为防止盲目投资建设，明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路。尚未落地实施的政策修订稿逐步释放的信号是有条件延长收费期限和实行养护管理收费，长期来看，条例的修订意见对国内收费公路企业

是政策利好的导向，带来了政策红利，预期将改善收费公路企业的经营业绩。

收费标准和车型结构调整方面，2020年初，全国各省交通运输厅等部门陆续出台地方收费公路车型分类及车辆通行费收费标准调整公告。本次修订主要包括了对车辆类别体系重新划分，增加“专项作业车”大类，修订后的收费车辆将分为客车、货车和专项作业车三个大类。同时，新标准调整1类客车的分类界限值：1类和2类客车分类界限值由核定载人数7人修订为9人；新标准中各类货车调整为均按总轴数、车长和最大允许总质量进行车型分类，并补充六轴以上货车分类规定，以及明确专项作业车分类规定。

收费公路投融资政策方面，2015年5月，交通运输部在《关于深化交通运输基础设施投融资改革的指导意见》（简称“《交通运输投融资意见》”）中提出，我国目前基本形成了“中央投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的交通运输基础设施投融资模式。根据《交通运输投融资意见》，为开展交通运输的转型发展，各地交通运输部门要打破各类行业垄断和市场壁垒，建立公平、公开透明的市场规则，创新投资运营机制，改进政府投资安排方式，进一步完善“多元筹资、规范高效”的投融资体制，结合自身行业特点，积极推广政府和社会资本合作模式（PPP），鼓励和吸引社会资本投入，激发社会资本投资活力。

为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，财政部和交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》财预〔2017〕97号，重点提出：“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，除用于公路养护管理外，主要用于偿还政府还贷收费公路债务。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路项目，有利于合理控制收费公路建设进度和新增债务规模，防范债务风险。2017-2021年全国收费公路专项债券发行规模分别为440.04亿元、749.60亿元、1525.51亿元、1895.67亿元和1387.31亿元。

收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度高，企业面临政策管控的压力仍较大。减免收费方面，往年春节假期收费公路免收小型客车通行费时间为7天，2020年春节假期收费公路免收小型客车通行费免收时间由7天增至16天；加之受疫情影响及防控措施相关要求，高速公路车流量恢复期拉长。交通运输部信息显示：2020年2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费；根据交通运输部《关于恢复收费公路收费的公告》，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。2020年春节假期收费公路免收小型客车通行费截止时间延长、疫情防控期间全国收费公路免收车辆通行费等收费政策对行业经营产生明显的短期削弱影响，并带来部分企业亏损。

C. 竞争格局/态势

收费公路建设经营各环节体现政府意志，现阶段我国收费公路建设大多

由国家、省、市三级政府共同投资，并由省级公路运营管理主体负责区域内收费公路的投资建设，项目公司负责具体项目的运营，区域专营现象较为明显，行业进入壁垒高。由于高初始投资成本和随后而来的规模经济，在收费公路行业内构建竞争资产通常在经济上不可行。此外，收费公路行业区域布局和规划过程复杂等，均在一定程度上限制行业内部竞争。

个体企业在经营上的差异主要体现在以下几个方面：规模、路产地位、路产效益、竞争分流、基础设施开发/改扩建和多元化业务拓展。（1）收费公路行业具有较强的规模经济特征，业务规模是其综合实力的体现；（2）收费公路企业控股路产在国家收费公路网络布局中的地位对其发展较为重要，其竞争能力和经营稳定性较强；（3）控股路产效益是衡量收费公路企业持续竞争能力的核心标准，如单公里收费水平、路产收费对利息的覆盖能力等；（4）竞争分流因素并非长期性，但需关注初期对车流量和收入的波动影响；（5）基础设施开发/改扩建是规模化的延伸，持续的再投资确保收费公路设施的完善和更新，以吸引相对稳定的客货运输需求，同时也考察企业资本改善能力和增量债务压力；（6）对刚开始探索多元化且未形成多元经营方向的收费公路企业，多元化业务风险或将被放大，或对稳健发展的收费主业产生反噬影响。

铁路客运和航空客运具有单次运量大和省时等优势，但班次密度较低且站点相对离市区较远；而公路运输在价格、机动便捷、班次等方面具有优势。近年来，我国高铁建设进程加快，路网布局规划陆续出台，同时航空运输呈快速发展态势，政府政策在不同时期鼓励不同运输模式发展从而增加了道路运输业的替代风险。国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）的通知（国办〔2018〕91号）提出：以推进大宗货物运输“公转铁”、“公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平，减少公路运输量，增加铁路运输量，加快建设现代综合交通运输体系。2021年11月，交通运输部关于印发《综合运输服务“十四五”发展规划》（交运发〔2021〕111号），再次提出加快优化调整运输结构，提高道路货运组织化、集约化程度，发挥道路货运在枢纽集疏运体系方面的比较优势，推动大宗货物和中长途货物运输“公转铁”、“公转水”；发展内河集装箱运输、江海（河海）直达运输，提高航运枢纽水水中转比例。政策导向的交通运输方式分流，或将影响高速公路货车流量及路段通行费收入。

D. 风险关注

（1）政策变动风险。收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度高，企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望，未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍存在不确定性。2022年以来，局部城市疫情反复并有明显防控措施，对行业内部部分路段收费产生影响，其中清明和五一假期虽依旧实施高速公路小型客车免费通行政策，但多数省份高速公路车流量较往年同期有不同程度降幅；考虑到疫情局部反复亦为短期影响，支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化。

（2）收费公路行业面临收入增长趋缓及盈利空间收窄压力。考虑到收费

公路需求端增速放缓、新通车路产投资回收期拉长和造价成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力，尤其是随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）投运，部分中西部区域的收费公路财务风险或将进一步上升。对于收费公路发债主体而言，养护成本上升叠加资金成本，将加大收费公路经营企业总成本控制压力，但通行费收入环节受制于价格管制及舆论导向，未来通过提升价格以补偿增量成本的可能性几乎为零。

(3) 行业债务循环和利息偿付继续承压，财务杠杆较高。收费公路行业存量债务规模大，通行费收入难以覆盖行业债务本息，甚至部分省份难以偿债；同时，区域经济及客货运需求增长的渐进性与收费公路建设融资到期的集中性之间矛盾将愈加突出，全行业还本付息或将持续承压。收费公路行业因基建投资支出规模大，负债率较高，未来行业对外筹融资需求仍较强烈，增量债务滚动存量债务，财务杠杆或持续居高。

(4) 多元化业务对收费主业经营和财务的波动影响。收费公路行业内部部分企业加大多元化业务的开展力度，投资或经营房地产、物流、商品销售及金融投资等板块，多元业务与收费公路行业特征相差较大，在涉足新行业新领域寻求新增长点的同时，多元化带来的风险不容低估。

(5) 不同区域高速公路主体信用质量分化。中西部区域地质复杂，建造等成本高，建成后路产培育期长，中西部地区收费公路企业信用质量对政府财力和支持力度依赖度高但区域经济发展水平偏低，若在融资环境趋紧情况下，融资成本上升且融资难度加大，更易受冲击，不同区域还本付息质量（债务化解）、收支平衡能力及发债主体信用质量的分化趋势将进一步显现。

纵观行业发展趋势，我国收费公路行业仍可凭借主业现金流及政府支持而保持较高的信用质量。但随着新建路产（往往是投入成本高且产出能力低的路产）投运，部分中西部区域的收费公路财务风险将进一步上升。未来一段时间，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖将继续承压，且不同区域分化明显。

(3) 区域市场因素

2021 年以来，贵州省统筹疫情常态化防控、脱贫攻坚和经济社会发展工作，全省经济运行总体回稳。全省一般公共预算自给率处于较低水平，财政收支平衡对中央转移支付支持依赖度较大。

贵州省位于我国西南地区，全省面积 17.62 万平方公里，下辖贵阳、六盘水、遵义、安顺、铜仁、毕节六个地级市，以及黔西南布依族苗族自治州、黔东南苗族侗族自治州和黔南布依族苗族自治州三个自治州。2021 年末常住人口 3852 万人，较上年末减少 6 万人；城镇化率 54.33%，较上年末提升 1.18 个百分点。

2012 年，国务院颁布《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》，明确了贵州省在国家发展中的重要地位，从国家层面系统支持

贵州省发展。2019-2021年贵州省地区生产总值分别为16769.34亿元、17826.56亿元和19586.42亿元，同比增幅分别为8.3%、4.5%和8.1%，增速有所提升。从三次产业结构看，2021年贵州省分别实现第一产业增加值2730.92亿元，同比增长7.7%；实现第二产业增加值6984.70亿元，同比增长9.4%；实现第三产业增加值9870.80亿元，同比增长7.3%。2022年第一季度，贵州省实现地区生产总值4815.49亿元，按不变价核算同比增长6.6%，其中第一产业增加值459.06亿元，同比增长5.5%；第二产业增加值1810.93亿元，同比增长11.1%；第三产业增加值2545.50亿元，同比增长4.0%。

图表 2. 贵州省国民经济发展状况和财政情况（单位：亿元，%）

指标	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	数额	增幅	数额	增幅	数额	增幅	数额	增幅
地区生产总值	16769.34	8.3	17826.56	4.5	19586.42	8.1	4815.49	6.6
第一产业增加值	2280.56	5.7	2539.88	6.3	2730.92	7.7	459.06	5.5
第二产业增加值	6058.45	9.8	6211.62	4.3	6984.70	9.4	1810.93	11.1
第三产业增加值	8430.33	7.8	9075.07	4.1	9870.80	7.3	2545.50	4.0
人均地区生产总值（万元）	4.64	--	--	--	5.08	8.0	--	--
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.44	8.9	3.61	4.9	3.92	8.6	0.65	7.1
社会消费品零售总额	--	5.1	--	4.9	--	13.7	--	4.7
固定资产投资（不含农户）	--	1.0	--	3.2	--	-3.1	--	9.1
进出口总额	453.57	-9.5	546.52	20.6	654.16	19.7	118.42	15.0
房地产开发投资	2990.81	27.3	3418.75	14.3	--	-1.0	--	-8.0
房屋施工面积	27775.07	26.5	26922.73	-3.1	28749.89	6.8	--	--
房屋竣工面积	954.9	-25.4	862.28	-9.7	916.35	6.3	--	--
房屋销售面积	5323.31	2.7	5552.51	4.3	5585.99	0.6	--	--

资料来源：贵州省统计局及财政厅

近年来贵州省一般公共预算收入保持增长，持续稳定的中央转移支付大幅增强了全省的财政保障能力，较好地满足了民生、基础设施建设等领域的支出需求。2019-2021年全省财政收入合计⁴分别为9429.20亿元、11366.47亿元和11470.21亿元，除一般公共预算收入外，上级补助收入和债务收入占比较高，是全省财力的重要构成。同期全省一般公共预算自给率⁵分别为29.85%、31.22%和35.23%，处于较低水平。一般公共预算收支平衡对中央政府持续的、逐年增长的转移支付支持依赖度较高。

由于交通、教育及民生等方面的大力投入，贵州省形成了较大规模的政府债务。2019-2021年末，贵州省政府债务余额分别为9673.38亿元、10989.02亿元和11873.93亿元，自2015年起贵州省自发自还地方政府债券，并以置换债为主，主要用于置换政府存量债务、全省脱贫攻坚和重大基础设施建设项目。

近年来，贵州省公路网络基本形成，同时随着“十四五”规划开局，未来贵州省内高速公路建设需求仍较大。

“十三五”时期以来贵州省基础设施支撑能力不断增强，十三五期间全省公路水路交通固定资产投资持续高位运行，投资总额累计完成7197亿元，约为“十二五”时期的1.6倍；内通外联的高速公路网络基本形成，普通国省道技术等级提升，村公路任务提前完成，“组组通”硬化路实现收官，枢纽站场建

⁴ 财政收入合计=一般公共预算收入总计+政府性基金预算收入总计+国有资本经营预算收入总计。

⁵ 一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

设有有序推进。

“十四五”开局以来，2021年贵州省公路水路交通固定资产投资完成903.24亿元，其中高速公路投资677.21亿元、国省干线投资98.05亿元、农村公路投资68.81亿元。截至2021年末全省公路通车里程20.72万公里，较上年末增长0.2%，其中高速公路通车里程8010.46公里，较上年末增长3.0%，通车里程全国第5位。在客货周转方面，2021年贵州省公路营业性客运量为19004万人，同比下降43.4%；货运量为89153.73万吨，同比增长12.3%。根据《贵州省交通运输厅2022年工作要点》，2022年全省公路水路固定资产投资计划完成1300亿元，2022年第一季度，全省公路水运交通固定资产实际投资完成308.1亿元，其中高速公路238亿元。

2021年12月13日，贵州省交通运输厅关于印发《贵州省“十四五”公路建设规划》的通知“十四五”时期，贵州省公路基础设施建设发展的具体目标为：2025年高速公路通车里程9500公里，形成省际高速公路出口通道28个，基本覆盖全省3A级及以上旅游景区，连通和辐射能力明显提升。实现普通国道二级及以上比例达到90%，普通省道三级及以上比例达到45%，争取实现乡镇通三级及以上公路占比达65%，“高速延伸、干支协同”公路网络基本形成。

根据上述规划，省内高速公路规划目标与目前通车里程仍有一定差距，该公司为省内高速公路投资建设和运营主体，以及其他省内基建单位和主体，在承担省内交通投建任务的同时也面临着资本支出压力。

2. 业务运营

该公司主要依靠在贵州省内较高的职能定位和垄断经营地位，从事高速公路投资建设、运营管理和公路养护工程等业务。随着在建路产陆续完工投运，公司控股路产规模不断扩大，因2020年疫情免收费政策出清，2021年收费公路主业收入和获利水平恢复性增长，公司多元化业务持续为收入提供补充，但以财务费用为主的期间费用仍持续侵蚀利润，自身经营业绩承压，利润的实现政府对补助的依赖程度高。

在贵州省交通运输厅推进高速公路发展，提高高速公路经营、养护、管理和服务水平的体制改革精神指引下，原属于贵州省高等级公路管理局管理的收费和养护职能及相应从业人员共3200余人在2009年8月划归该公司。公司为加强高速高等级公路营运管理工作，设置9个营运中心（内设养护部门）负责高速高等级公路营运、收费和养护管理工作。

图表3. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
高速公路建设与运营	贵州	规模/资本/资产/政策等

资料来源：贵州高速

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	201.05	196.55	220.40	64.80	56.21
其中：（1）车辆通行费（亿元）	101.71	85.80	118.88	36.97	31.29
在营业收入中所占比重（%）	50.59	43.65	53.94	57.05	55.68
（2）建材销售（亿元）	45.55	36.91	24.07	1.42	9.54
在营业收入中所占比重（%）	22.65	18.78	10.92	2.19	16.98
（3）销售商品（亿元）	27.53	43.34	44.40	16.70	7.87
在营业收入中所占比重（%）	13.70	22.05	20.14	25.77	14.01
（4）销售油品（亿元）	6.08	8.92	14.15	5.60	3.44
在营业收入中所占比重（%）	2.93	4.54	6.42	8.64	6.13
（5）商品房销售（亿元）	7.30	5.36	1.34	0.10	0.45
在营业收入中所占比重（%）	3.63	2.73	0.61	0.16	0.80
毛利率（%）	40.70	22.51	44.42	49.31	43.68
其中：车辆通行费（%）	69.18	33.91	68.72	75.07	67.14
建材销售（%）	5.62	6.08	6.45	10.63	7.63
销售商品（%）	11.28	10.66	8.96	10.55	16.23
销售油品（%）	16.98	21.12	17.30	14.20	18.87
商品房销售（%）	21.18	27.83	58.89	4.04	45.46

资料来源：贵州高速

该公司主业为收费公路投资与运营，跟踪期内业务经营较稳健，2019-2021 年及 2022 年第一季度，营业收入分别为 201.05 亿元、196.55 亿元、220.40 亿元和 64.80 亿元，其中通行费占营业收入比重约 50%；综合毛利分别为 81.82 亿元、44.25 亿元、97.89 亿元和 31.95 亿元，其中车辆通行费毛利分别为 70.36 亿元、29.10 亿元⁶、81.69 亿元和 27.75 亿元，2021 年疫情良性防控，加之新增路产正式投运，通行费收入和毛利同比分别增长 38.55%和 34.81%；2022 年第一季度通行费收入较上年同期增长 18.15%，毛利同比增长 32.11%，2022 年以来全国各大城市出现疫情反复并实施严格防控措施，或影响贵州省及途经车辆通行量波动。

A. 收费公路投资与经营

路产规模与区位

2019-2021 年，该公司分别完成高速公路项目建设投资 363.33 亿元、332.95 亿元和 213.12 亿元，截至目前已建成厦蓉高速贵州境水口至榕江格龙、榕江格龙至都匀、省内高速麻尾至驾欧、黎平至洛香、铜仁至大龙、思剑、六镇、水盘公路、都匀至安顺高速公路等高速公路。截至 2022 年 3 月末，公司控股路产通车里程合计 4091.70 公里，占 2021 年末全省高速公路通车总里程 51%。

按照国家“7918”的高速公路构成，国家高速在贵州省内共有五条线路，其中，南北纵线一条，为兰海高速；东西横线四条，分别为杭瑞高速、沪昆高速、厦蓉高速和汕昆高速。从经营情况看，上述国家高速公路近 80%都属于该

⁶ 2020 年通行费毛利下滑 58.65%，主要系受新冠疫情影响 1 月下旬至 2 月中旬车流量大幅下降，且 2 月 17 日起至 5 月 5 日全国收费公路免收车辆通行费，同时取消省界收费站、ETC 专项改造、高速公路迎国检等支出较上年增加 25.36 亿元所致。

公司管辖，少部分为贵州省公路局等管理。总体看，公司旗下的核心路产质量较优，对连接贵州省与周边省份陆路交通起着重要的交通枢纽作用。

图表 5. 截至 2022 年 3 月末公司主要经营管理的高速公路（单位：公里）

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限	通车（收费）里程	公路起止
G75 兰海高速	崇遵公路	收费还贷	2005-2025	117.88	起自桐梓县松坎镇，止于红花岗区中庄镇
	贵遵公路（不含扎南）	收费还贷	2007-2027	51.59	起自贵阳市老客车站，止于红花岗区中庄镇
	扎南公路	收费还贷	2007-2027	84.50	起自贵阳市扎佐，止于遵义县南白镇
	贵阳东北绕城公路	市政公路	原 1998-2024； 现停止收费 ⁷	0.00	起自笋子林，止于尖坡
	贵新公路	收费还贷	2000-2020	136.03	起自小碧乡下坝，止于独山县麻尾镇
	都新公路	收费还贷	2009-2029	119.03	起自都匀市小围寨，止于独山县麻尾镇
G60 沪昆高速	玉三公路	收费还贷	2006-2025	57.01	起自玉屏县，止于三穗县
	三凯公路	收费还贷	2006-2026	84.68	起自三穗县，止于凯里薜枝坪村
	凯麻公路	收费还贷	2001-2021 ⁸	53.87	起自凯里薜枝坪村，止于麻江县大良田
	贵阳绕城公路西南段	收费还贷	2009-2039	59.48	起自下坝，止于高山
	南环线	收费还贷	2009-2039	43.99	起于牛郎关互通，止于金竹互通
	清镇公路	收费还贷	2004-2024	93.09	起自清镇红枫镇中新村，止于镇宁刘关村
	镇胜公路	收费还贷	2007-2027	196.55	起自镇宁刘关村，止于盘县胜境关
G78 汕昆高速	板江公路	收费还贷	2011-2031	128.00	起自册亨县丫他镇，止于兴义市乌沙镇岔江村
G76 厦蓉高速	水格公路	收费还贷	2011-2031	108.66	起自黎平县水口镇，止于榕江县
	格都公路	收费还贷	2011-2031	98.07	起自榕江县八开乡，止于都匀市大坪镇
	贵清公路	收费还贷	2011-2031	16.83	起自金阳二铺，止于清镇市庙儿山
	清织公路	收费还贷	2014-2034	65.27	起自清镇簸箩农场，止于织金县大木嘎村
	织纳公路	收费还贷	2014-2034	73.53	起自织金县大木嘎村，止于纳雍县龙场
	毕生公路	收费还贷	2015-2035	78.25	起自毕节市龙潭边南互通，止于生机镇川黔界
G56 杭瑞高速	遵毕公路	收费还贷	2012-2032	175.29	起自遵义县龙坑镇，止于毕节市七星关区鸭池镇
	毕都公路	收费还贷	2015-2035	141.66	起自毕节朱昌，止于六盘水市都格黔滇界
贵州省“州省”县网	茅台公路	收费还贷	2009-2039	44.59	起自遵义县枫香镇，止于仁怀市中枢镇
	麻驾公路	收费还贷	2011-2041	28.81	起自独山县麻尾镇，止于荔波县驾欧乡
	黎洛公路	收费还贷	2012-2042	50.79	起自黎平县汉寨村，止于从江县洛香镇
	铜大公路	收费还贷	2012-2032	56.98	起自铜仁市碧江区坝灌溪村，止于玉屏县大龙镇
	惠兴公路	收费还贷	2012-2032	201.18	起自惠水县惠水西，止于兴仁县城北街道办事处
	思剑公路	收费还贷	2013-2033	156.80	起自思南县鹦鹉溪镇双龙村，止于剑河县岑松
	六镇公路	收费还贷	2013-2033	42.79	起自六枝特区那玉村，止于镇宁县杨家山
	水盘公路	收费还贷	2013-2043	91.22	起自水城玉舍乡法窝村，止于盘县红果海铺
	驾荔公路	收费还贷	2014-2044	24.90	起自驾欧乡董扎，止于荔波县坡田
	凯羊公路	收费还贷	2014-2044	55.60	起自凯里鸭塘，止于丹寨羊甲
	余凯公路	收费还贷	2014-2044	112.07	起自余庆县屋基土，止于凯里鸭塘

⁷ 公司以收费权入账，路段市政化后，收费权摊销年限与政府补贴年限保持一致，预计 2022 年 6 月摊销完毕。

⁸ 贵新公路、凯麻公路原收费期限已到期，目前已申请延长收费期并获得批复，延期至新收费公路条例出具之日。

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限	通车（收费）里程	公路起止
	三黎公路	收费还贷	2014-2044	132.11	起自三穗县屏树，止于黎平县汉寨
	凯雷公路	收费还贷	2015-2045	23.12	起自凯里东的长下坡，止于雷山县陶尧
	望安公路	收费还贷	2015-2045	67.63	起自望谟县城平洞，止于巧马镇
G69 银百高速	惠罗公路	收费还贷	2015-2035	114.55	起自惠水县龙田寨，止于罗甸县与广西乐业县交界的蛾坝处
G7611 都香高速	六六公路	收费还贷	2014-2044	62.00	起自六盘水市水城县，止于六枝特区新窑乡那玉村
G6001 绕城高速	尖小公路（遵义至贵阳公路扩容工程羊昌至下坝段及贵阳连接线）	收费还贷	2015-2035	68.95	起自贵阳绕城高速公路与贵遵公路相交的尖坡互通，止于下坝枢纽互通
--	遵义青山至贵阳羊昌高速公路	收费还贷	2017-2037	104.21	起自遵义青山，止于下坝枢纽互通
--	罗甸至望谟高速公路	收费还贷	2018-2048	88.31	起自罗甸布苏枢纽互通，止于望谟坝善
--	毕节至威宁高速公路	收费还贷	2018-2038	127.82	起自毕节城南龙滩边，止于威宁县周家院子
--	六盘水至威宁高速公路	收费还贷	2013-2043	190.42	起于六盘水市老鹰山镇，止于威宁县中水镇（黔滇界）
--	都匀至安顺高速公路	收费还贷	2021-2041	271.01	起自黔南州都匀市王司镇乌养，止于安顺市镇宁县东北杨家山
合计	—	—	—	4099.12	—

资料来源：贵州高速（尾差系四舍五入）

路产效益

随着西部经济增长，内陆地区与沿海地区的往来频繁，在铁路运输供应有限的情况下，公路运输依旧为必然选择。2019-2021 年末，该公司控股路产收费里程分别为 3848.61 公里、3848.61 公里和 4099.12 公里，2019-2021 年通行费收入（含试运行路段）分别为 120.14 亿元、93.88 亿元和 123.41 亿元，单公里年通行费收入分别为 312.16 万元、243.92 万元和 301.07 万元，低于全国平均收费水平，跟踪期疫情良性防控和 2020 年政策免收通行费政策出清，2021 年控股路段收费水平基本恢复至疫情前状态。

从该公司所辖高速公路具体线路情况看，兰海高速在贵州省境内长约 523 公里，该线路作为西北通往广东沿海的交通大动脉，是西部地区连接珠江三角洲的途经之路，路段早已全线贯通，是公司近年来最重要的通行增量来源。2019-2021 年 G75 兰海高速贵州路段（包括崇遵公路、贵遵公路、贵新公路等路段）通行费收入分别为 24.50 亿元、17.98 亿元和 24.21 亿元，路产单公里年通行收入约 470 万元。此外，贵清公路、茅台公路、镇胜公路、绕城公路和清镇公路等路产质量较优，2021 年单公里年通行费收入分别为 892 万元、792 万元、643 万元、628 万元和 596 万元。

目前，该公司通行费收入主要依赖于核心路产的贡献，在建路产和新通车路段主要为非主干线路段，培育期较长，路产投运后产能释放仍存在不确定性。

图表 6. 公司主要路段（含试运行）通行费收入⁹（单位：万元）

序号	高速路段	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 Q1	备注
1	贵新公路	59150.98	45770.37	59266.64	15714.69	
2	崇遵公路	62311.27	47892.36	65372.40	19924.02	
3	玉凯公路	59233.01	43449.78	61170.76	20034.52	含玉三、三凯公路
4	凯麻公路	23547.21	16475.66	15684.23	5163.50	2021 年凯里环北高速开通分流凯麻线车流量
5	清镇公路	62711.94	46303.95	55268.94	15688.78	
6	镇胜公路	115797.65	80932.07	117856.62	39596.19	
7	都新公路	46797.94	32713.27	43097.71	15416.03	
8	茅台公路	24150.00	21082.36	29857.27	8423.27	
9	麻驾公路	877.72	646.57	609.16	101.77	2021 年凯里环北高速开通分流凯麻线车流量
10	厦蓉公路	62234.88	54857.17	75811.31	28657.98	含水格、格都公路
11	贵清公路	13279.55	10966.40	14799.12	3916.10	
12	板江公路	52462.01	49878.26	65624.73	21613.83	
13	遵毕公路	52498.13	38877.39	52320.83	16547.59	
14	黎洛公路	6252.60	5160.91	6622.33	2233.68	
15	铜大公路	11483.53	8958.14	10827.11	2924.49	
16	惠兴公路	25422.83	20082.74	28693.17	8653.11	
17	思剑公路	11857.33	10553.27	12567.13	3978.43	
18	六镇公路	9700.45	6959.99	9181.00	2608.83	
19	贵遵公路	76721.01	53425.89	74367.70	19658.10	含扎南公路
20	绕城公路	75358.21	61796.93	65002.18	12711.24	
21	水盘公路	23395.90	18705.16	24695.60	7034.64	
22	毕威公路	26514.38	25794.76	30379.85	9238.23	2017 年 1 月从外部转入
23	三黎公路	15361.71	11996.46	15860.41	5392.93	
24	六六公路	17305.75	12931.62	16265.44	4506.60	
25	驾荔公路	813.93	572.93	598.31	113.79	
26	清织公路	21071.54	15758.55	19876.66	5349.79	2018 年 10 月正式运营
27	织纳公路	14930.13	12778.29	16007.27	4587.50	2018 年 11 月正式运营
28	余凯公路	11089.44	4958.74 ¹⁰	11162.26	3181.17	2019 年 7 月正式运营
29	凯羊公路	8290.73	6114.44	7265.29	1955.58	
30	毕生公路	20651.57	16933.57	21189.01	6933.62	2019 年 1 月正式运营
31	望安公路	7319.73	6205.77	7429.09	2062.18	2019 年 1 月正式运营
32	凯雷公路	3804.49	2742.32	3235.21	546.51	2019 年 1 月正式运营
33	惠罗公路	13048.15	15597.34	20405.86	6171.83	
34	毕都公路	60676.52	50100.21	63708.31	16951.58	
35	贵遵扩容公路	71807.93	51378.02	65129.72	19179.76	包含尖小公路，扩容于 2021 年 1 月正式运营
36	六威公路	27278.66	24545.99	30275.40	8867.37	
37	罗望公路	6159.80	4861.40	6753.03	1968.43	2021 年 10 月正式运营
38	都安公路			9844.80	8301.02	2021 年 7 月试运营
-	合计	1201368.61	938759.05	1234081.87	375908.66	--

资料来源：贵州高速

收费标准

跟踪期内，该公司控股路产收费标准和车型分类标准未发生重大变化。

2021 年 1-11 月，贵州省高速公路差异化收费累计优惠金额 17.16 亿元。

⁹ 2019 年，车辆通行费收入 120.14 亿元，其中：通车正式运营公路收费 101.71 亿元，已通车试运行公路车辆通行费收入 18.43 亿元；2020 年，车辆通行费收入 81.15 亿元，其中：通车正式运营公路收费 73.07 亿元，已通车试运行公路车辆通行费收入 8.08 亿元；2021 年，车辆通行费收入 123.41 亿元，其中：通车正式运营公路收费 118.88 亿元，已通车试运行公路车辆通行费收入 4.53 亿元。2019-2021 年，公司已按《基本建设财务管理规定》将试运行收入冲减相关高速公路基本建设成本。

¹⁰ 2020 年余凯公路通行费收入较上年大幅下滑 55.28%，系当年 6 月至 12 月余凯公路所辖重安江大桥封闭施工所致。

2021 年末，贵州省交通运输厅联合省发展改革委、贵州省财政厅印发了《贵州省全面推广高速公路差异化收费实施方案》（简称“方案”）¹¹，于 2022 年 1 月 1 日 0 时起施行。《方案》指出，贵州省将实施分时段、分路段等高速公路差异化收费措施，利用价格杠杆，以吸引更多车辆通行高速公路，增加高速公路通行费收入。仍需关注在政策全面推行的过程中，对该公司控股路段车流量刺激和引流情况。

资本支出

该公司为贵州省高速公路建设的重要主体，目前自建项目共计 3 个，项目概算总投资 309.89 亿元，其中政府资本金 105.81 亿元，截至 2022 年 3 月末，政府资本金到位 102.41 亿元，项目累计完成投资 256.36 亿元。

从建设资金来源看，受限于贵州省财力，该公司公路项目建设资金除了国省拨款（即资本金）外，主要通过国内银行贷款。公司筹集项目建设贷款资金主要是以该项目建成后的收费权作为质押物，向银行申请贷款。

图表 7. 公司在建高速公路项目投资计划表（单位：公里、亿元）

项目	里程	计划总投资	资本金比例	政府资本金	政府资本金到位	累计已投资	2022 年 4-12 月计划投入
崇溪河至遵义段扩容工程	118.75	263.57	37%	96.55	96.55	252.83	7.45
贵阳至黄平延伸线 ¹²	8.30	29.32	20%	5.86	5.86	3.53	11.47
蔗香至红水河（黔桂界） ¹³	9.00	17.00	20%	3.40	--	--	5.00
小计	136.05	309.89	--	105.81	102.41	256.36	23.92

资料来源：贵州高速（截至 2022 年 3 月末，四舍五入存在尾差）；

注：参股项目信息参见财务分析（其他权益工具投资）。

资金筹措外部支持

该公司承担贵州省高速公路投资建设和运营等职责，高速公路项目投资融资压力大，近年来公司能获得政府在项目资本金、政府债置换、中央车购税、取消收费二级公路补助资金、国家开发银行低息贷款、贵州交通产业发展基金、银团再融资等方面支持。

图表 8. 资金筹措外部支持形式

方式	支持内容与到位情况
项目（含 PPP 参股项目）财政资金拨付	2019 年公司获得高速公路财政资金 112.08 亿元，其中中央车购税 80.08 亿元，分别为都匀至安顺项目 50.08 亿元，重庆至遵义扩容工程 30.00 亿元；其他项目省级资金 32.00 亿元等； 2020 年公司获得高速公路财政资金 42.68 亿元，其中中央车购税 17.00 亿元，分别为都安项目 9.00 亿元，重遵复线项目 8.00 亿元；省级财政资金 25.68 亿元； 2021 年公司获得高速公路财政资金 99.88 亿元，其中中央车购税 65.99 亿元，分别为都安公路项目 33.56 亿元，重遵复线项目 32.43 亿元；省级财政资金 20.19 亿元及其他财政资金 13.70 亿元； 2022 年第一季度，公司获得高速公路财政资金 18.04 亿元，其中中央车购税 10.00 亿元，坝陵河大桥结构监测系统项目 0.04 亿元，省级财政资金 8.00 亿元。
政府债务置换	2017 年 12 月，贵州省政府、公司及银行各方协商，以政府发行定向债置换公司部分高成本债务，截至 2022 年 3 月末已累计完成 248.99 亿元债务置换，政府债务置换后，仍由公司还本付息，但公司融资成本大幅降低（公司置换的原有债务成本为 4.90%，置换完成之后成本为 4.07%）。目前该部分债务已偿还 32.73 亿元，余额为 216.26 亿元。

¹¹ 详见贵州省交通厅：http://jt.guizhou.gov.cn/xxgkml/ztf/zcf/zcjd/202112/t20211231_72181014.html

¹² 单公里造价偏高系：一是贵黄延伸线车道数为八车道；二是由于贵黄延伸线路段涉及贵阳市，其征地拆迁费用较其他高速公路高；三是上述原因导致建设期利息有所攀高。

¹³ 该项目尚在前期阶段，未正式开工。

方式	支持内容与到位情况
取消政府收费还贷二级公路收费补贴	公司早期所辖二级收费公路包括贵开线、贵黄二级线、玉铜线、贵毕线（修文~二堡）、关兴线、水黄线和顶兴线，2010 年上述二级公路实现收费 4.15 亿元，占当年贵州省公路通行费收入比重的 9.04%。2011 年 6 月 1 日，按照《贵州省取消二级公路收费实施方案》，贵州省二级公路收费已全部取消。故从 2011 年起，中央及地方政府向公司提供财政补贴，以弥补二级公路取消收费带来的损失。2008 年末公司取消收费二级公路锁定债务余额为 90 亿元，根据黔交政法〔2011〕13 号文件，其中中央补助资金还贷 60%，地方政府补助资金偿还 40% 以及逐年偿还所产生的银行利息。随着中央和地方政府补助资金的到位及公司利用自有资金垫付偿还，取消收费二级公路贷款余额已经为 0 元。截至 2022 年 3 月末公司共收到取消收费二级公路补助资金 72.73 亿元，其中中央补助资金 54.00 亿元，地方政府补助资金 18.73 亿元，尚有 17.27 亿元地方政府补助资金未到位，未到位地方财政资金将由地方政府每年根据财政收支安排一定规模补贴，地方政府补贴资金到位周期较长。利息补贴方面，2021 年末公司测算政府还贷二级公路贷款所形成的所有利息合计 19.39 亿元，根据上述文件，省财政厅将逐年安排补贴，但暂未收到任何利息补贴，新世纪评级持续关注补贴到位进展。
国开基金	2015-2016 年，为支持贵州高速公路建设，国家开发银行向该公司累计发行国开基金共计 47.75 亿元（用于高速公路项目资本金投入），委托贷款期限 20 年（其中宽限期 3 年），贷款以年利率 1.2% 计息，系国家开发银行对贵州地区交通基础设施建设的低息贷款支持。国家开发银行 47.75 亿元已全部到位，并计入公司资本公积，贷款资金作为地方政府高速公路资本金投入。
贵州交通产业发展基金	2015 年，贵州省人民政府批准设立贵州交通产业发展基金，多元化筹集社会资本投入贵州交通运输道路基础设施建设。2016 年 8 月，贵州省人民政府授权贵州省交通运输厅履行出资人职责，委托公司和贵州交通建设集团有限公司（简称“贵州交建”）作为共同发起人，以省级财政交通建设专项资金和自筹资金出资设立贵州交通产业发展基金有限责任公司（简称“交通发展基金”） ¹⁴ ，持股比例分别为 60.00% 和 40.00%。根据《省人民政府关于贵州交通产业发展基金调整方案的批复》（黔府函〔2020〕109 号），要求贵州省交通厅、贵州交建和贵州省公路开发有限责任公司（简称“贵州公开”）分别向交通发展基金增资 85.40 亿元、55.00 亿元和 9.60 亿元，2022 年 3 月末交通发展基金注册资本为 194.00 亿元（已到位 108.60 亿元），其中公司出资到位 26.40 亿元（含：省级财政交通建设专项资金 22.63 亿元，自筹资金 3.77 亿元），贵州交建出资 72.60 亿元（已到位 72.60 亿元），贵州公开出资 9.60 亿元（已到位 9.60 亿元）；贵州省交通厅出资 85.40 亿元（尚无资金到位）。截至 2022 年 3 月末贵州省交通厅、贵州交建、公司和贵州公开按注册资本持股比例分别变更为 44.02%、37.42%、13.61% 和 4.95%，交通发展基金主要用于贵州省公路（主要是高速公路）、水路交通基础设施项目资本金。
利率优惠	依据国家“三去一降一补”政策，2016 年公司与金融机构签署利率变更借款合同，合同金额约 278.00 亿元，预计每年节省利息约 1.92 亿元。2019 年，公司与国开行贵州分行协商开展融资再安排银团贷款业务，融资再安排银团贷款业务已获得贵州省人民政府批复（黔府函〔2019〕6 号），公司通过本次融资再安排业务获得国开行等银团贷款授信约 1354 亿元，按需提款，用于置换即将到期的短期债务，降低短期偿债压力，拉长公司银行借款期限。截至 2022 年 3 月末公司已通过融资再安排业务累计置换贷款 1314.08 亿元。 根据贵州省发改委《贵州省全省性疫情防控重点保障企业名单（第五批）的通知》，公司于 2020 年 3 月 11 日正式被纳入疫情防控重点保障企业名单，建设银行贵州省分行、进出口银行贵州省分行、农业发展银行贵州省分行分别表示能够提供疫情防控优惠利率的支持性贷款，2021 年 3 月末之前公司提取了建设银行贵州省分行提供的 1 年期 5.00 亿元（利率 3.05%）和进出口银行贵州省分行提供的 1 年期 10.00 亿元（利率 3%）优惠利率支持性贷款，2021 年 3 月末至今未提取相关贷款。
债务融资工具 (DFI)	2021 年 9 月，公司收到中国银行间市场交易商协会《接受注册通知书》，截至 2022 年 5 月 25 日，公司 DFI 项下已发行 8 期短融及 1 期中票，发行金额共计 64.00 亿元。

资料来源：贵州高速（截至 2022 年 3 月末，四舍五入存在尾差）

图表 9. 上表交通发展基金股东出资到位情况（单位：亿元）

股东全称	股东简称	注册资本出资额	已到位
贵州省交通运输厅	贵州省交通厅	85.40	--
贵州交通建设集团有限公司	贵州交建	72.60	72.60
贵州高速公路集团	贵州高速	26.40	26.40
贵州省公路开发有限责任公司	贵州公开	9.60	9.60

¹⁴ 贵州交通产业发展基金公司的成立已获得《省人民政府关于贵州交通产业发展基金设立方案的批复》（黔府函〔2016〕188 号）及《贵州省交通运输厅关于同意成立贵州交通产业发展基金有限责任公司的批复》（黔交综合〔2016〕8 号）。基金决策管理方面，交通发展基金设立投资决策委员会，基金出资原则上与社会出资同股同权，贵州省交通运输厅指定一名代表作为特派观察员进入投资决策委员会，享有一票否决权。在退出方面，基金运营期满后，由出资人决定是否存续，若选择退出，按照有关规定进行清算和解散，也可根据基金实际运作情况，采取回购、转让，或政府购买服务等方式实现退出。

股东全称	股东简称	注册资本出资额	已到位
小计	--	194.00	108.60

资料来源：贵州高速（截至 2022 年 3 月末，四舍五入存在尾差）

B. 其他业务

建材销售业务

该公司建材销售业务经营主体为下属子公司贵州交通物流集团有限公司（简称“物流公司”），负责销售钢材、板材及其他金属建材、水泥、砂石等建筑材料。此外，子公司贵州高速投资集团有限公司（简称“贵州高投”）和贵阳市城市发展投资（集团）股份有限公司（简称“贵阳城发”）也拓展了混凝土和钢材销售业务，但业务规模相对较小。

物流公司是该公司在高速公路建设中指定的水泥、钢材甲供材料方，物流公司通过公开招投标方式从市场上采购材料，并约定由供应商直接运输至材料使用地，然后将材料销售给公司在建高速公路项目施工方。公司为保证高速公路项目建设顺利实施，直接与材料供应商协商通过计量单的形式确认采购数量，避免储存。一般施工单位收到供应材料后，提供签收单，同时提交计量给公司，公司根据计量和签收单扣收工程款后，向材料供应商支付采购款，结算周期一般为一个月。为保证高速公路项目建设顺利实施及成本控制，故建材销售毛利率较低。

该公司建材销售业务随着省内高速公路项目建设项目材料需求量变动以及钢材价格波动而有所波动，2019-2021 年及 2022 年第一季度，该业务收入分别为 45.55 亿元、36.91 亿元¹⁵、24.07 亿元和 1.42 亿元，2021 年同比下降 34.79%，主要系新项目（贵阳至安顺扩容工程、蔗香至红水河项目）尚处于前期准备阶段所需用材较少所致；同期业务毛利率分别为 5.62%、6.08%、6.45%和 10.63%。

房地产业务

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司商品房销售收入分别为 7.30 亿元、5.36 亿元、1.34 亿元和 0.10 亿元，毛利率分别为 21.18%、27.83%¹⁶、58.89%和 4.04%，收入主要来源于未来凯里城项目，受宏观调控等因素影响，2021 年当地房地产市场遇冷，同期收入同比大幅下降 74.91%，而毛利率同比上升 31.06 个百分点，系确认利润空间较高的住宅和商业地产所致；2022 年第一季度结转收入进一步收窄，较上年同期下降 77.08%，毛利率下降 41.42 个百分点，主要系 2022 年以来当地房地产市场持续低迷收入较少所致。

2011 年贵州高投在凯雷高速建设过程中，以 38.7 万元/亩的价格竞得位于凯里市的 24 块、合计 3323 亩土地¹⁷，并将其中 5 块地块用于开发“凯里未来城”项目，其余地块的后续规划尚未制定。“凯里未来城”项目概算总投资 210 亿元，物业类型为住宅和商业，项目分期投资，一期计划投资 64.14 亿元，截

¹⁵ 2020 年较上年同期下降 18.96%，主要系随着 2019 年都安、重遵项目建设进入收尾期，建材需求减少所致。

¹⁶ 2020 年因房屋价格上涨及商铺占比较高，毛利率较上年同比增长 6.65 个百分点。

¹⁷ 土地总成本价为 12.87 亿元，2020 年 1 月末已全部支付完毕。

至 2022 年 3 月末，项目累计投资 76.81 亿元¹⁸（含土地购置款 12.88 亿元），项目于 2015 年 12 月陆续开始交付使用，截至 2022 年 3 月末，累计回笼资金 46.46 亿元，预计 2022 年 4-12 月可回笼资金 3.86 亿元。由于周边配套建设¹⁹、征拆迁²⁰、车位产权不明朗等原因形成资金占用，同时建设资金成本偏高，而商业销售滞后、资金回笼慢，凯里未来城项目收益较低。

除“凯里未来城”项目外，由贵州德尔房地产开发有限公司（简称“德尔房产”）投资建设的“蒙特卡尼”项目位于贵阳市云岩区百花大道金钟桥旁，项目采用滚动开发模式，一期项目自 2008 年启动并已于 2012 年竣工，项目概算总投资 9.60 亿元，建设资金来源于银行贷款和销售回款，截至 2022 年 3 月末累计投资 7.75 亿元，累计回笼资金 5.26 亿元。“蒙特卡尼”二期项目占地面积 23.26 万平方米，截至 2022 年 3 月末累计投资 3.61 亿元（含土地价格 1.66 亿元）。根据 2018 年 4 月 23 日黔高投党纪要（2018）22 号，公司党委会同意启动公开挂牌转让公司所持德尔房产 100% 股权的前期研究工作，并完成清产核资报告和资产评估报告，公司于 2020 年 9 月在贵州阳光产权交易平台公开挂牌，但由于 2021 年房地产市场波动较大，未能实现交易，该交易已于 2021 年 8 月 26 日终结。2021 年 11 月，该公司对“蒙特卡尼”项目金阳 B 地块进行资产评估并将地块挂牌（筑公咨告[2021]地字第 137 号），12 月因无意向购买人，贵阳市公共资源交易中心中止金阳 B 地块的挂牌，重新挂牌时间待定。

该公司全资子公司贵州高速发展置业有限公司（简称“高发置业”）负责“花溪 26°”地产项目开发建设，该项目位于贵阳市板桥片区田园南路，项目估算总投资 32.82 亿元，拟分地块开发，截至 2022 年 3 月末，已投入开发成本 23.41 亿元（含土地出让金 7.84 亿元），项目 3 号和 2A 号地块自 2019 年开始预售，截至 2022 年 3 月末累计回笼 7.15 亿元。

图表 10. 截至 2022 年 3 月末花溪 26° 项目情况（单位：亿元、万平方米）

地块	总投资额	建设周期	地上建筑性质	建筑面积	可销售面积	已投资	预售日期（预计）	预计销售均价（万元/平方米）	已售面积	累计回笼资金
2A 号地块	32.82	2018.06-2022.12	住宅、商铺、车位、公寓	20.96	17.10	7.30	2019.12	0.73	1.87	1.26
2B 号地块		2018.06-2023.12		15.03	10.34	3.71	待定	--	--	--
3 号地块		2018.01-2021.12		17.01	16.16	8.02	2019.1	0.64	9.25	5.89
4 号地块		2020.12-2025.12		12.99	--	4.38	待定	--	--	--
合计	32.82	--	--	65.99	43.60	23.41	--	--	11.12	7.15

资料来源：根据贵州高速所提供数据绘制

该公司房地产业务沉淀较多资金投入，部分项目因土地成本高、商业销售滞后，资金回笼慢，存在较大的去化压力和资本支出压力，跟踪期内受省内房地产市场交易波动影响，未能实现对德尔房产 100% 股权处置和相应地块挂牌出让。

¹⁸ 凯里未来城一期包括 A、B、D、E、16 号地块，2022 年 3 月末累计投资额还包括中期 9# 地块及二期 1-3# 南湖地块土地成本。

¹⁹ 总体规划要求公司承担配套工程建设，其占用资金（6.3 亿元）主要系 2016 年城市之门项目建设所致。

²⁰ 公司与凯里市人民政府签订《国有土地出让合同》约定以净地出让，但由于凯里市政府目前资金短缺，为推进项目公司与凯里市人民政府签订《借款协议》，截止 2022 年 6 月 15 日，凯里市人民政府尚欠借款 1.5650 亿元。

销售商品

销售商品业务经营主体为贵州高投下属贵州最美高速商贸有限公司和贵州中南交通科技有限公司，主要销售农副产品、特产品和贵州茅台酒等，2019-2021 年及 2022 年第一季度销售商品业务实现收入分别为 27.53 亿元、43.34 亿元²¹、44.40 亿元和 16.70 亿元，毛利率分别为 11.28%、10.66%、8.96%和 10.55%，跟踪期内经营较稳健，2021 年收入同比增长 2.44%，毛利率下降 1.70 个百分点，主要系低毛利的产品销售额增加。

销售油品

该公司油品销售业务经营主体为贵州高投能源开发有限公司（简称“能源公司”）、贵州高速中石化能源有限责任公司（简称“贵高中石化”）、贵州高速石油有限公司（简称“贵高石油”）、贵阳城发中石油能源有限公司（简称“城发中石油”）、贵阳城发中石化能源有限公司（简称“城发中石化”）和贵州毕节高速中石化能源有限责任公司（简称“毕节中石化”），随着经营加油站增加，该业务快速扩张，主要涵盖贵遵线（贵遵复线）、惠兴线、清织线、六六线、惠罗线等服务区加油站，目前能源公司经营加油站 4 座，贵高中石化经营加油站 43 座，贵高石油经营 15 座，城发中石油经营 3 座、城发中石化经营 13 座、毕节中石化经营 1 座。2019-2021 年及 2022 年第一季度，油品销售业务实现收入分别为 6.08 亿元、8.92 亿元、14.15 亿元和 5.60 亿元，毛利率分别为 16.98%、21.12%、17.30%和 14.20%，2020 年受疫情影响当年新投运加油站效益暂未显现，收入增幅较小；2021 年收入大幅增长系油价上涨及新投运加油站贡献规模，毛利下滑主要系新增大宗油品批发利润空间缩减所致。

管理

2021 年初，该公司该公司股权结构有所调整，但控股股东和实际控制人仍为贵州省国资委。

该公司由贵州省国有资产监督管理委员会（简称“贵州省国资委”）代表贵州省人民政府履行出资人职责。2021 年 1 月 15 日，贵州省国资委将所持公司 14.73%股权转让至中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（简称“茅台集团”），变更后，贵州省国资委和茅台集团分别持有公司 85.27%和 14.73%的股权；2021 年 3 月 9 日，贵州省国资委将所持公司 10%股权无偿划转至贵州金融控股集团有限责任公司（简称“贵州金控”），截至 2022 年 3 月末贵州省国资委、茅台集团和贵州金控²²分别持有 75.27%、14.73%和 10.00%股权。

2021 年 4 月，根据省国资委通知，杜绍伦、钟武、丁映梅任该公司监事。同年 11 月，省人民政府和省国资委通知，丁振、杨德付、陈虎不再担任公司

²¹ 2019 年以来因公司获得贵州茅台酒销售代理权及扶贫带动农产品销量激增，销售商品业务收入持续增长，2020 年收入同比大幅增长 57.43%，增幅主要系销售茅台酒所致。

²² 股东结构变更后，茅台集团外派 1 位董事参与集团公司董事会决策，贵州金控不参与公司日常经营管理决策。

董事；张贵清、王皖波任专职外部董事；赵敏、李成云任兼职外部董事。同月，经公司职工代表大会选举，陈巧端、施虹任职工监事，邓婷蓝任职工董事。截至2022年3月末，公司党委书记1名；纪委书记（省纪委监委派驻公司纪检监察组组长）1名；董事9名，分别为龙平江、张胤、毛家荣、王皖波、张贵清、杨燕、李成云、赵敏及职工董事邓婷蓝；监事5名，分别为杜绍伦、钟武、丁映梅及职工监事陈巧端、施虹均已到位。

该公司关联交易体现为关联购销、提供劳务和关联往来。2021年向关联方销售商品、提供劳务获得资金合计2.44亿元，应收关联方款项为2.57亿元，主要系应收中国工商银行股份有限公司贵州省分行款项；应付关联方款项为4.68亿元，主要系应付毕节市交通建设集团有限责任公司款项。

根据该公司提供的2022年3月21日《企业信用报告》，公司本部历史存在系统问题等原因导致的5个已结清的关注类账户。根据2022年5月29日国家企业信用信息公示系统、中国执行信息公开网和天眼查查询结果，暂未发现该公司本部、贵阳城发及贵州高投存在重大经营异常情况。

2020年8月26日，该公司收到贵州省都匀市公安局送达的贵州高速集团都匀至安顺高速公路在建项目未批先占使用林地及滥伐林木案件的《行政处罚决定书》。经查，2018-2019年，都匀至安顺高速公路建设项目非法占用林地共计90.42公顷，滥伐林木共计3943.7立方米，属非法占用林地及滥伐林木行为，被处以罚款共计1404.51万元，公司已于2020年8月28日认缴罚款并完善相关手续。2020年10月27日，公司公告，收到贵州省黔南布依族苗族自治州长顺县自然资源局送达的贵州高速集团都匀至安顺高速项目（长顺境）未批先占使用集体土地案件的《行政处罚决定书》，被处以罚款590.23万元。当天，公司还分别收到贵州省遵义市综合行政执法局（新蒲新区）、遵义市汇川区综合行政执法局、桐梓县综合行政执法局及绥阳县综合行政执法局送达的贵州高速集团兰州至海口国家高速公路重庆至遵义段（贵州境）扩容工程项目未批先占使用集体土地，被处以罚款1368.05万元。2020年11月5日，公司公告，分别收到贵州省黔南布依族苗族自治州都匀市、贵定县、惠水县自然资源局送达的贵州高速集团都匀至安顺高速项目（都匀段、贵定段、惠水段）未批先占土地案件的《行政处罚决定书》，被处以罚款1996.53万元，目前上述罚款已完成缴纳。2021年公司因前期未批先占土地致罚款支出总计0.81亿元，公司目前已开展内部相关制度的完善工作，并补办相关手续。

图表 11. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

查询	信息来源	查询日期	贵州高速	贵阳城发	贵州高投
欠贷欠息	中国人民银行征信局	-	暂无 2022-3-21	暂无 2022-5-13	暂无 2022-5-16
各类债券还本付息	公开信息披露	2022-5-21	暂无	不涉及	不涉及
工商与行政	国家企业信用信息公示系统	2022-5-29	行政处罚 ²³	暂无	暂无
法律	中国执行信息公开网/天眼查	2022-5-29	涉及诉讼，可控		

资料来源：根据贵州高速所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

²³ (2021) 汇综执 01 字第 679 号；黔环辐罚字（2020）1 号。

财务

跟踪期内，该公司持续投资建设收费公路项目，刚性债务上升，债务负担沉重，且未来仍面临很大的投融资压力；同时高速公路收费权质押及其他资产受限规模较大，对其未来融资和资产运作或将形成一定限制。公司主业现金回笼能力较强，持续的经营活动现金净流入、相对充裕的货币资金储量和较为通畅的融资渠道，均为即期债务偿付提供良好保障。

1. 公司财务质量

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 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。公司执行企业会计准则及其补充规定。

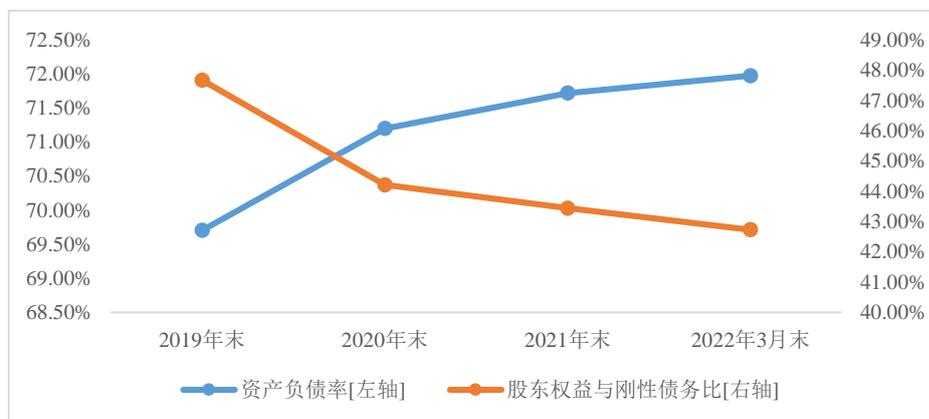
截至 2021 年末，该公司合并报表范围有 12 家二级子公司，较上年末新增 1 家，为子公司贵州高投无偿划转至公司的贵州西南高速投资有限公司（孙公司调整为二级子公司）。截至 2022 年 3 月末，合并口径内二级子公司数量较上年末无变化。

该公司 2021 年审计报告披露：根据贵州省人民政府“黔府专议（2016）99 号”《关于研究增强贵州高速公路集团有限公司融资能力有关问题的会议纪要》，对公司管理的政府还贷高速公路固定资产 2016 年度暂不提折旧，为公司提升融资能力创造良好条件。根据贵州省政府“黔府发（2017）15 号”《关于深化交通基础设施投融资体制改革的指导意见》，对公司管理的收费还贷高速公路固定资产不计提折旧。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据贵州高速所提供数据绘制

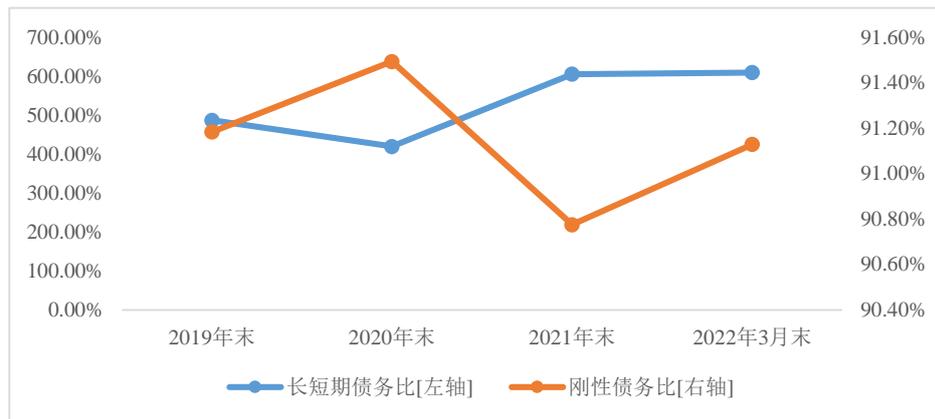
近年来，该公司收费公路投资力度较大导致债务规模增长，加大了整体债务负担，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，负债总额分别为 2707.72 亿元、3061.96 亿元、3182.75 亿元和 3195.75 亿元，资产负债率分别为 69.70%、71.20%、71.72%和 71.97%，财务杠杆有所上升，处于较高水平。2019 年 2 月公司发行 19 贵州高速 MTN001（12.00 亿元，永续中票），计入其他权益工具，若将永续中票计入债务核算，2019-2021 年末实际资产负债率分别为 70.01%、71.48%和 71.99%；19 贵州高速 MTN001 已于 2022 年 2 月 25 日到期兑付，且公司暂未发行其他永续债，其他权益工具余额为零。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 1176.93 亿元、1238.64 亿元、1255.13 亿元和 1244.44 亿元，实收资本和资本公积合计占比均超过 90%，主要为股东注资和高速公路资本金，资本结构稳定，期末实收资本均为 111.05 亿元，资本公积分别为 968.75 亿元、1018.64 亿元、1049.33 亿元和 1048.83 亿元，其中 2021 年末较上年末增长 1.33%，当期获得高速公路项目资本金 65.28 亿元；控股子公司贵阳城发因上级政府收回前期注入土地减少资本公积 27.27 亿元；贵州高投无偿划转孙公司三黎、凯雷高速路段至公司本部，原由少数股东承担的亏损转嫁至公司，冲减资本公积 6.80 亿元。根据黔府函〔2019〕6 号文件，贵州省政府同意贵州省交通运输厅统筹使用省级高速公路预算内资金、国有企业上缴国有资本收益、地方高速公路资本金，在 10 年内以资本金和其他土地及经营性资产对公司和贵州交通建设集团有限公司合计注资不低于 500 亿元，后续随着地方政府对公司资本支持陆续到位，所有者权益将进一步增加，关注政府支持形式和落实情况。

此外，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司少数股东权益分别为 90.85 亿元、101.38 亿元、86.93 亿元和 87.51 亿元，2021 年末较上年末减少 14.25%，主要系贵阳城发土地资产划转影响。

整体而言，该公司负债水平高，债务负担重，但由于公司债务大部分来自收费还贷性高速公路项目，目前由公司通过通行费收入获得偿债资金，根据《省人民政府关于进一步促进省级国有投资公司规范管理健康发展的意见》（黔府发〔2013〕18 号），若公司无力偿还，由省政府进行代偿，考虑到贵州省政府对还贷性项目借款偿付的支持，债务负担实际低于账面值。从未来发展看，贵州省内高速公路建设投资规模不减，公司将自建形式或以 PPP 形式参与项目，预计外部融资需求依然较大，负债经营规模或依旧高位运行。

图表 13. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	2468.99	2801.50	2889.16	2912.26
应付账款 (亿元)	135.13	147.28	128.01	122.68
预收账款 (亿元)	12.96	22.84	0.32	0.34
合同负债 (亿元)	--	--	17.22	10.29
其他应付款 (亿元)	81.56	79.49	136.37	138.39
刚性债务占比 (%)	91.18	91.49	90.78	91.13
应付账款占比 (%)	4.99	4.81	4.02	3.84
预收账款占比 (%)	0.48	0.75	0.01	0.01
合同负债占比 (%)	--	--	0.54	0.32
其他应付款占比 (%)	3.01	2.60	4.28	4.33

资料来源：贵州高速（其他应付款中不包含应付利息和应付股利）

从负债期限结构来看，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 487.13%、419.86%、605.58%和 609.40%，高速公路建设期长，以长期负债为主的负债结构与项目资金周转期限匹配。从债务构成来看，负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和预收账款（合同负债）等构成，2021 年末应付账款余额 128.01 亿元，较上年末减少 13.09%，主要由未付工程进度款、应付货款及劳务构成，降幅系将高速公路项目预留工程款（18.56 亿元）记入其他应付款所致；其他应付款余额为 136.37 亿元，较上年末增长 71.55%，主要为各在建项目施工中标单位的工程履约保证金、往来款等，增幅除应收账款科目调整原因外，还包括将不符合合同负债条件的公路改造资金和补助金等转入该科目核算所致；预收账款较上年末同比下降 98.59%至 0.32 亿元，主要系公司于 2021 年 1 月 1 起执行新准则，期初将预收客户的合同对价（21.96 亿元）由预收账款科目调整至合同负债科目；合同负债余额 17.22 亿元，主要为预售房款和贸易业务预收款项等。截至 2022 年 3 月末，公司负债结构较上年末暂无重大变化，其中合同负债较上年末减少 40.24%至 10.29 亿元，主要系贸易业务结转收入所致。

图表 14. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	226.85	333.64	162.98	174.99
其中：短期借款	107.85	45.50	39.45	47.25
应付票据	0.63	3.64	4.95	3.66
一年内到期的长期借款	69.78	86.40	37.53	39.60
其他短期刚性债务	48.59	198.10	81.05	84.48

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
中长期刚性债务合计	2242.13	2467.87	2726.18	2737.27
其中：长期借款	2022.79	2295.90	2410.63	2411.86
应付债券	148.22	60.00	190.00	200.00
其他中长期刚性债务	71.12	111.96	125.54	125.41
综合融资成本（年化，%）	4.77	4.68	4.56	4.55

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

该公司债务主要集中于刚性债务，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末刚性债务余额分别为 2468.99 亿元、2801.50 亿元、2889.16 亿元和 2912.26 亿元，占负债比重超过 90%。

从期限结构来看，该公司刚性债务以中长期为主，主要由长期借款、应付债券、长期应付款（融资租赁款）和其他非流动负债构成。2021 年末中长期刚性债务余额 2726.18 亿元，其中长期借款 2410.63 亿元，主要为以高速公路收费经营权和项目应收账款等为质押物取得的借款 2074.12 亿元和贵州省财政厅转贷款 235.56 亿元；应付债券 190.00 亿元，较上年末增长 216.66%，其发行利率 2.94-3.95%；长期应付款 75.04 亿元，较上年末增长 24.53%，主要系公司以高速公路资产筹集融资租赁款，协议约定利率 4.165-5.1107%；其他非流动负债仍主要为 51.70 亿元待偿还政府债券，期限为 3-10 年，利率为 3.42%。2021 年末短期刚性债务余额 162.98 亿元，较上年末减少 51.15%，主要系偿付一年内到期的长期借款和应付债券所致。

从借款方式来看，2021 年末该公司银行借款合计 2487.61 亿元，其中信用借款 159.07 亿元，质押借款 2074.12 亿元，公司高速公路建设压力大，对银行贷款等有息债务融资方式的依赖程度很高，且银行借款多以收费权作质押，所有权受限的质押资产规模较大，同时高速公路收费权质押受限给公司未来融资和资产运作带来一定的风险；其他借款 235.56 亿元为贵州省财政厅转贷款，根据贵州省财政厅《黔财债〔2018〕12 号》文，2018 年公司已将部分高速公路银团贷款及原发行的企业债券共计 263.04 亿元，通过贵州省政府定向发行地方政府专项债券 255.81 亿元和其他财政转贷资金 7.23 亿元进行置换，置换前债务利率 4.75-6.90%，置换后债务利率 3.78-4.32%。

融资成本方面，该公司可获得金融机构在低息利率方面的支持，2021 年以来持续控制融资成本，截至 2022 年 3 月末，公司银行借款利率区间为 2.71-4.90%，公开市场发债利率也较可控。

图表 15. 2021 年末公司银行借款方式（单位：亿元）

构成	短期借款	长期借款（含一年内到期）	合计
信用借款	39.25	119.82	159.07
保证借款	0.20	14.11	14.31
质押借款	--	2074.12	2074.12
抵押借款	--	4.55	4.55
其他借款	--	235.56	235.56
合计	39.45	2410.63	2487.61

资料来源：贵州高速（四舍五入存在尾差）

截至 2022 年 3 月末，该公司对外担保余额 5.71 亿元，担保比率为 0.46%，

被担保单位为贵州省航电开发投资公司，该担保由贵州省航电开发投资公司
以都柳大融航电枢纽项目和构皮滩翻坝运输工程形成的净资产提供反担保，
整体或有负债风险可控。

根据 2021 年审计报告，截至 2021 年末该公司未决诉讼 5 起，涉案金额
5.80 亿元，其中涉案金额超过 1 亿元的涉及 2 起事项，持续关注诉讼进展。

(2) 现金流分析

图表 16. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入现金率 (%)	113.31	101.95	108.21	47.63	94.24
业务现金收支净额 (亿元)	70.66	49.29	76.47	-5.55	29.01
其他因素现金收支净额 (亿元)	25.33	-0.69	18.51	20.50	26.59
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	95.99	48.59	94.98	14.95	55.60
EBITDA (亿元)	93.75	113.44	121.19	—	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.04	0.04	0.04	—	—
EBITDA/全部利息支出 (倍)	0.83	1.10	0.85	—	—
经营性现金净流入与流动负债比率 (%)	17.59	9.25	18.26	—	—
经营性现金净流入与刚性债务比率 (%)	3.98	1.84	3.34	—	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率 (%)	-27.61	-32.56	-3.48	—	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率 (%)	-6.25	-6.49	-0.64	—	—

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

该公司主业公路收费业务获取现金的能力较强，可对当期债务提供较好的保障，2019-2021 年及 2022 年第一季度营业收入现金率分别为 113.31%、101.95%、108.21%和 47.63%，业务收支净额分别为 70.66 亿元、49.29 亿元、76.47 亿元和-5.55 亿元，2021 年疫情相对管控，车流量基本恢复至常态，业务收现大幅增长，2022 年第一季度收现率下滑及业务收支净额为负，主要系 2021 年 12 月-3 月通行费收入尚未收回：根据收费公路管理相关要求，通行费收入需设立专户进行管理，因 2022 年 3 月末尚未设立该专户故财政暂缓拨付，目前该事项已协商解决，跨季度于 2022 年 4 月拨付到账 2022 年第一季度通行费，2021 年 12 月通行费后续安排拨付。“收到的其他与经营活动有关现金”和“支付其他与经营活动有关现金”主要核算的是子公司贵州黔通智联科技产业发展有限公司（简称“黔通智联”）的 ETC 通行费收支、政府补助收入、县乡公路改造资金收支以及与其他单位往来款，2019-2021 年及 2022 年第一季度其他因素现金收支净额分别为 25.33 亿元、-0.69 亿元²⁴、18.51 亿元和 20.50 亿元，波动较大主要系该科目核算政府款项收支，2021 年和 2022 年第一季度主要为财政补助资金和车购税资金。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 93.75 亿元、113.44 亿元和 122.77 亿元，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度仍偏弱。

²⁴ 2020 年县乡公路改造资金支出规模较大其他因素收支净额呈净流出。

图表 17. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-54.81	-37.18	-30.44	-2.46	-1.74
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-203.03	-190.02	-81.12	-34.52	-42.58
其他因素对投资环节现金流量影响净额	11.13	7.65	-1.53	8.16	4.03
投资环节产生的现金流量净额	-246.72	-219.55	-113.09	-28.82	-40.29

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理（四舍五入存在尾差）

2019-2021年及2022年第一季度，该公司回收投资与投资支付的现金净额分别为-54.81亿元、-37.18亿元、-30.44亿元和-2.46亿元，公司通过PPP模式对参股高速项目进行投资，因此投资支出金额较大。此外，公司持续投资贵州省内高速公路项目，购建固定资产、无形资产及其他长期资产支出呈大额净流出，同期分别为-203.03亿元、-190.02亿元、-81.12亿元和-42.58亿元。其他因素对投资环节现金流量影响净额主要核算收到/退还投标保证金、履约金、BT项目投资款、理财购买和回收本息资金以及收到/支付工程款等，其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为11.13亿元、7.65亿元、-1.53亿元和8.16亿元。公司作为贵州省高速公路主要的建设、投融资和运营主体，随着高速公路项目持续投入，短期内仍将保持大规模的投资性现金支出。

图表 18. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
吸收投资收到的现金	119.85	21.44	65.99	--	47.12
取得借款并偿还债务收支净额	100.72	287.04	83.78	4.05	59.30
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-127.12	-126.74	-135.34	-29.11	-33.45
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	10.86	-9.83	-3.32	-0.19	-0.13
筹资环节产生的现金流量净额	104.31	171.90	11.11	-25.25	72.83

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

该公司的经营性现金净流入无法满足资本性支出，并主要通过银行借款、发行债券等方式弥补资金缺口，2019-2021年及2022年第一季度筹资活动产生的现金流量净额分别为104.31亿元、171.90亿元、11.11亿元和-25.25亿元，其中吸收投资收到的现金分别为119.85亿元、21.44亿元、65.99亿元和0亿元，主要为中央车购税资金，项目建设期间每年根据财政预算不定额拨付，为公司项目建设与资本支出提供较大支持。同时，公司利息支付压力较大，同期分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为127.12亿元、126.74亿元、135.34亿元和29.11亿元，以利息支出为主。同期公司取得借款并偿还债务收支净额分别为100.72亿元、287.04亿元、83.78亿元和4.05亿元，对外筹融资和债务循环压力较大。

（3）资产质量分析

图表 19. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	504.85	484.92	491.45	477.70
	13.00%	11.28%	11.07%	10.76%
其中：货币资金（亿元）	195.77	196.99	192.34	153.22

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
应收款项 (亿元)	37.80	35.57	43.16	73.23
预付款项 (亿元)	97.28	100.94	15.55	23.00
其他应收款 (亿元)	53.48	23.08	101.95	105.90
存货 (亿元)	83.93	87.17	93.59	89.23
其他流动资产 (亿元)	36.49	37.99	38.44	29.77
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	3379.79	3815.68	3946.42	3962.49
	87.00%	88.72%	88.93%	89.24%
其中: 固定资产 (亿元)	2302.90	2712.48	3073.82	3072.78
在建工程 (亿元)	728.88	700.87	483.54	501.56
可供出售金融资产 (亿元)	96.49	158.76 ²⁵	--	--
其他权益工具投资 (亿元)	--	--	183.86	184.56
长期应收款 (亿元)	96.51	98.65	98.88	98.00
长期股权投资 (亿元)	12.88	13.73	13.40	13.87
无形资产 (亿元)	1.00	42.58 ²⁶	11.10	10.85
其他非流动资产 (亿元)	97.00	85.68	78.61	77.34
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	2803.06	3469.76	3605.59	3582.20
受限资产账面余额/总资产 (%)	72.16	80.68	81.25	80.68

资料来源: 根据贵州高速所提供数据整理

随着路产持续投入, 该公司资产总额保持一定增速, 2019-2021 年末及 2022 年 3 月末, 资产总额分别为 3884.64 亿元、4300.60 亿元、4437.88 亿元和 4440.19 亿元。2021 年末, 流动资产和非流动资产分别为 491.45 亿元和 3947.42 亿元, 分别占资产总额的 11.07%和 88.93%, 符合经营特征。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款、存货和其他流动资产等构成, 其中货币资金、预付账款和其他应收合计占比较大系在建项目较多, 预付工程款项和经营周转使用导致上述科目余额相对较大。2021 年末货币资金 192.34 亿元, 其中受限货币资金 3.23 亿元, 可动用货币资金较充裕; 应收账款 43.16 亿元, 较上年末增长 21.34%, 主要为应收贵州省交通厅通行费 16.05 亿元、应收贵州省高等级公路管理局 2.82 亿元; 预付账款 15.55 亿元, 较上年末下降 84.60%, 主要系垫付的县乡公路改造支出资金²⁷因尚不满足收入确认条件转列其他应收款, 并将预付工程和设备款 47.80 亿元调整至其他非流动资产核算; 其他应收款 101.95 亿元, 较上年末增长 341.71%, 主要为垫付的县乡公路改造资金 70.83 亿元调整列为该科目核算; 存货 93.59 亿元, 主要为开发成本 45.22 亿元、拟开发土地 12.87 亿元和已完工开发产品 20.10 亿元, 系“凯里未来城”、“蒙特卡尼”和花溪 26° 项目成本; 其他流动资产 38.44 亿元, 主要为待抵扣进项税额 27.78 亿元和理财产品 10.66 亿元。截至 2022 年 3 月末, 流动资产构成较上年末暂无重大变化, 货币资金较上年末下降 20.34%至 153.22 亿元, 主要系工程款及货款等尚未结算所致; 应收账款 153.22 亿元, 较上年末大幅增长 69.67%, 主要系 2021 年 12 月-2022 年 3 月的通行费收入尚未收到所致; 预付账款 23.00 亿元, 较

²⁵ 可供出售金融资产较上年末增长 64.53%主要系交通产业发展基金 (26.40 亿元) 不再纳入合并口径转为本科目入账以及对贵州中交贵黄高速公路有限公司、贵州新石高速公路建设有限公司等高速公路 PPP 项目公司增加投资、支付工程尾款和运营补助款项所致, 年末可供出售金融资产主要包括在建和完工的省级和地方高速公路 PPP 项目公司 (投入成本 113.43 亿元), 以及交通产业发展基金股权投资 (26.40 亿元) 等。

²⁶ 无形资产较上年末增长 4153.23%, 主要系划拨用地增加 (高速公路沿线用地) 所致。

²⁷ 县乡公路改造不形成该公司固定资产, 公司作为融资主体将改造资金垫付给贵州公开 (项目实施管理单位), 前期资金来自于公司外部融资, 改造完成后每年报政府部门验收考核, 财政根据考核结果再支付公司改造资金。根据新收入准则判断, 县乡公路改造业务应以差额计入收入, 目前工程资料暂未齐备, 故暂列其他应收款。截至 2022 年 5 月末公司累计贷款筹集资金 63.01 亿元 (前期支付), 到位财政资金 80.74 亿元 (含用于归还贷款部分资金), 已拨付至贵州公开 77.21 亿元。

上年末增长 47.89%，主要系项目预付款和商贸预付购货款增加所致；其他流动资产较上年末下降 22.55%至 29.77 亿元，系收到增值税退税所致。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、长期应收款、长期股权投资、无形资产、其他非流动资产和可供出售金融资产（其他权益工具投资）构成。2021 年，根据财政部、交通运输部印发的《公路资产管理暂行办法》（财资[2021]83 号），公司将高速公路划拨用地账面价值由无形资产科目调整至固定资产科目列示，同年末固定资产 3073.82 亿元，较上年末增长 13.32%，主要为公路及桥涵 2959.16 亿元，增幅系上述原因科目调整和路产转固；在建工程 483.54 亿元，较上年末下降 31.01%，主要系罗望和六威公路转固所致；其他权益工具新增 183.86 亿元，主要系自 2021 年 1 月 1 日起公司采用新金融工具准则，期初将 158.76 亿元可供出售金融资产调整至其他权益工具投资，同时期内新增对贵州贵黄高速公路有限公司（简称“贵黄高速”）投资 8.09 亿元；长期应收款 98.88 亿元，主要为代建项目、BT 项目应收款及销售商品应收款项；无形资产 11.10 亿元，主要为特许经营权 9.78 亿元²⁸和土地使用权 2.17 亿元，较上年末下降 73.92%，降幅主要系执行上述《公路资产管理暂行办法》科目调整所致；其他非流动资产 78.61 亿元，较上年末减少 8.25%，主要为位于贵阳市花溪区的 30 宗土地使用权（30.65 亿元，系政府划拨的市政用地，仅可用于融资抵押，较期初减少 49.86 亿元系政府收回土地）、预付工程和设备款（47.80 亿元，由预付款项科目根据性质转为本科目列式）。截至 2022 年 3 月末，非流动资产构成较上年末暂无重大变化。

图表 20. 截至 2022 年 3 月末公司参与 PPP 项目（其他权益工具投资，亿元）

项目	里程	计划总投资	资本金比例	政府资本金	政府资本金到位	累计已投资	状态
开阳至瓮安高速公路	48.73	78.06	25%	7.20	7.20	78.06	在建
剑河至黎平高速公路	75.05	132.28	25%	9.73	7.24	43.50	在建
金沙经仁怀至桐梓高速公路	104.89	184.13	25%	13.04	8.99	51.40	在建
纳雍至赫章高速公路	56.64	89.68	25%	13.04	5.08	25.49	在建
桐梓至新蒲	73.50	124.49	25%	9.29	4.10	53.55	在建
威宁至围仗高速公路	28.14	44.84	25%	4.18	4.19	35.93	在建
镇远至玉屏高速公路	88.00	154.00	25%	--	--	4.52	筹备
镇远至玉屏高速公路（共线段）	20.16	10.77	25%	--	--	10.77	筹备
正安至习水高速公路	130.06	177.92	25%	17.79	17.79	188.17	已完结
铜仁至怀化高速公路	33.72	46.99	25%	5.60	5.60	46.99	已完结
荔波至榕江高速公路	67.32	111.03	25%	10.33	10.33	111.03	已完结
剑河至榕江高速公路	115.45	192.03	25%	17.51	17.51	192.03	已完结
黎平至靖州高速公路	16.19	22.46	25%	2.14	2.14	22.46	已完结
小计	857.85	1368.68	--	109.85	90.17	863.90	--

资料来源：贵州高速（四舍五入存在尾差）

注：结合 PPP 项目的特殊性质以及该公司作为政府指定的出资人代表，在投资协议范围履行部分政府出资人职责，在项目公司执行政府监督职责，不参与（干预）项目正常建设及运营的实际情况，经与会计师事务所沟通确认，PPP 项目投资符合会计准则可供出售金融资产定义，故将公司对 PPP 项目的投入作成本法核算，列入可供出售金融资产，2021 年会计准则列报调整至其他权益工具投资科目。

²⁸ 2018 年 11 月，公司取得贵州省 ETC 建设、运营管理的特许经营权，截至 2021 年末余额为 2.41 亿元；2019 年 6 月，子公司贵州高速数据运营有限公司取得对贵州省高速公路机电系统网络升级建设项目的特许经营权，该项目运营期 30 年，截至 2021 年 12 月末为 6.24 亿元。

该公司作为政府出资人参与省内 PPP 项目建设,项目资本金比例为 25%,政府出资方和社会资本方按照 4:6 共同完成资本金出资,剩余 75%的建设资金由社会资本方融资,在此模式下公司基本无资金筹措压力:公司作为政府出资方需支付的资本金,由政府资本金拨付至公司(计入资本公积),公司转拨财政资金至项目公司(计入其他权益工具投资)。此外,2021 年公司还作为社会资本方与 17 家单位组成联合体,共同投资贵安高速公路扩容的 PPP 项目,并成立项目公司贵州贵安高速公路有限公司(简称“贵安高速”,公司持股 16.01%),该项目预计总投资额 215.12 亿元,资本金比例为 20%,公司按照持股比例投入资本金,其余资金由项目公司筹集。

(4) 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标

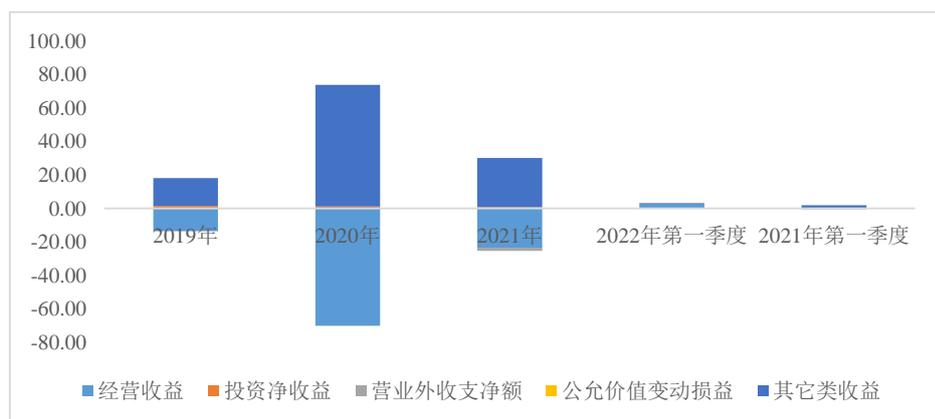
主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	109.47	82.33	108.95	106.04
速动比率 (%)	70.18	50.39	84.75	81.13
现金比率 (%)	42.51	33.71	42.89	34.16
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	86.31	59.51	118.71	78.68

资料来源:根据贵州高速所提供数据整理

该公司资金大量沉淀于固定资产和在建工程等非流动资产,流动资产包含较多应收款和存货,该部分资产流动性存在不确定性,整体公司资产流动性较弱。截至 2022 年 3 月末,公司受限资产 3582.20 亿元,受限比例 80.68%,其中包含融资借款抵质押的高速公路收费经营权 3472.58 亿元(年末借款账面余额为 2093.72 亿元),对其未来融资和资产运作或将形成一定限制。

3. 公司盈利能力

图表 22. 公司盈利来源结构(单位:亿元)



资料来源:根据贵州高速所提供数据绘制。注:经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司为贵州省高速公路建设、投融资和运营的重要主体,2019-2021 年及 2022 年第一季度营业收入分别为 201.05 亿元、196.55 亿元、220.40 亿元和 64.80 亿元。分业务而言,通行费收入是营业收入与毛利主要来源,2021 年疫情得到相对控制且政策性影响基本出清,通行费收入同比增长 38.55%至 118.88

亿元。在开展高速公路收费业务的同时，公司以多元化经营模式拓展至钢材、水泥、沙石和混凝土销售、商品房销售等业务领域，同期建材销售收入因项目量和工程材料需求影响同比减少 34.79%至 24.07 亿元；销售商品在茅台酒带动农副产品和特产品的影响下同比微增 2.45%至 44.40 亿元；因房地产市场波动，商品房销售结转缩减 75.00%至 1.34 亿元。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司综合毛利率分别 40.70%、22.51%、44.42%和 49.31%，其中公司管理的收费还贷高速公路固定资产执行不计提折旧政策，通行费业务毛利率分别为 69.18%、33.91%、68.72%和 75.07%，2021 年随着疫情良性防控和政策性免收费政策出清，通行费业务毛利水平有所恢复。

该公司期间费用严重侵蚀营业利润，2019-2021 年及 2022 年第一季度期间费用分别为 92.89 亿元、110.95 亿元、118.27 亿元和 28.69 亿元，期间费用率分别为 46.20%、56.45%、53.66%和 44.27%。其中财务费用分别为 85.29 亿元、102.46 亿元、108.76 亿元和 26.83 亿元，有息债务规模增加、高速项目转固后利息费用化，导致利息费用逐年增加。

由于该公司高速公路建设项目资金投入量大，在部分项目资本金支持的基础上，公司通过筹融资借款产生较大规模的利息支出，2019-2021 年利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 112.89 亿元、136.00 亿元和 142.22 亿元，其中费用化利息支出分别为 85.26 亿元、103.57 亿元和 110.32 亿元。同期，含试运营路产通行费收入分别为 120.14 亿元、93.88 亿元和 123.41 亿元，含试运营路产通行费收入对利息的覆盖倍数分别为 1.06 倍、0.69 倍和 0.87 倍，覆盖力度偏弱。

图表 23. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	201.05	196.55	220.40	64.80	56.21
毛利润（亿元）	81.82	44.25	97.89	31.95	24.55
其中：通行费业务（亿元）	70.36	29.10	81.69	27.75	21.01
综合毛利率（%）	40.70	22.51	44.42	49.31	43.68
其中：通行费业务（%）	69.18	33.91	68.72	75.07	67.14
期间费用率（%）	46.20	56.45	53.66	44.27	43.99
其中：财务费用率（%）	42.42	52.13	49.35	41.40	41.25
全年利息支出总额（亿元）	112.89	136.00	142.22	--	--
其中：资本化利息数额（亿元）	27.63	32.42	31.90	--	--
通行费收入（利润表）	101.71	85.80	118.88	--	--
通行费收入（含试运行路产）	120.14	93.88	123.41	--	--
通行费收入（含试运行）对利息的覆盖倍数[%]	106.42	69.03	86.78	--	--

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司经营损益分别为-13.43 亿元、-69.95 亿元、-23.47 亿元和 3.05 亿元。2020 年因疫情影响，亏损额明显扩大，2021 年亏损收窄，但经营依旧承压，利润总额对非经营性收益收益依赖度高。

2019-2021 年，该公司投资净收益分别为 1.50 亿元、1.24 亿元、0.91 亿元，2021 年主要为贵州云关公路有限公司和贵州黔和物流有限公司等联营企业在权益法下确认的投资收益 0.47 亿元，以及对贵州银行股份有限公司等其他权

益工具投资确认的投资收益 0.31 亿元。此外，公司作为贵州省高速公路投资建设建设和运营的重要主体，每年可以获得财政补贴，该部分收益与日常活动相关的通常计入其他收益，对利润总额形成有效补充，2019-2021 年其他收益分别为 16.65 亿元、72.50 亿元²⁹和 29.27 亿元，2021 年主要为贵州省交通运输厅高速公路运营补助资金 20.19 亿元、贵州省国资委划拨的黎洛高速公路建设用地补助 5.39 亿元、贵州省国资委补助资金 2.00 亿元以及取消收费政府还贷二级公路省级补助资金 1.60 亿元。2019-2021 年及 2022 年第一季度，营业外支出分别为 0.44 亿元、0.33 亿元、2.05 亿元和 0.24 亿元，2021 年主要为罚款支出 1.65 亿元，包括支付未批先占土地罚款 0.81 亿元和税务自查补交以前年度未办证土地税费滞纳金 0.73 亿元；违约支出 0.31 亿元，系房地产项目延迟交房支出。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司净利润分别为 4.63 亿元、2.26 亿元、1.79 亿元和 1.05 亿元。总体来看盈利水平较大程度依赖于政府资金支持。

图表 24. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益	1.50	1.24	0.91	0.00	0.37
其中：可供出售金融资产在持有期间的投资收益	0.21	0.35	--	--	/
其他权益工具投资持有期间的投资收益	--	--	0.31	--	--
权益法核算的长期股权投资收益	0.83	1.17	0.47	--	/
其他收益	16.65	72.50	29.27	0.03	--
营业外收入	0.11	0.17	0.12	0.01	0.01
其中：政府补助	0.11	--	--	--	--
公允价值变动损益	--	--	--	--	--

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理（“/”代表未提供数据）

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司经营的路产是贵州省高速公路网的主要组成部分，具有明显的区域经营优势。公司主业现金流回笼能力较强，持续的经营活动现金净流入、相对充裕的货币资金储量和较为通畅的融资渠道，可为公司债务偿付提供一定保障。但近年来贵州省收费公路大规模建设投资导致公司刚性债务规模持续上升，债务负担沉重，未来面临很大的投融资压力。

2. 外部支持因素

政府支持

作为贵州省政府基础设施建设运营主体，该公司在资金、项目建设和业务运营方面可以得到贵州省政府的大力支持。作为贵州省公路建设、投融资和运

²⁹ 2020 年政府补助主要包括贵州省国资委化解经营债务风险划转的土地 38.53 亿元（评估价值）、贵州省交通运输厅高速公路运营补助资金 25.68 亿元、取消省界收费站项目补助资金 4.78 亿元等。

营的重要主体，公司承担了省内 80%以上国家高速和省际高速的道路建设，是省交通运输厅道路建设的主力军，随着公司经营线路里程的不断上升，公司未来的可收费的公路里程将进一步提高。资金筹措方面：2019-2021 年，公司分别获得高速公路资本金拨付金额 112.08 亿元、42.68 亿元和 99.88 亿元，具体详见经营分析段；财政补贴方面，2019-2021 年公司分别获得政府补助 16.65 亿元、72.48 亿元和 29.23 亿元，支持力度大。

国有大型金融机构授信支持

该公司与国内主要商业银行建立良好的合作关系，外部融资渠道较为畅通。截至 2021 年末，公司已获授信总额 4203.36 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1600.83 亿元，具有较强的后续信贷融资能力。上述融资渠道能够为公司资金周转提供较大支持。

图表 25. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信
全部（亿元）	4203.36	2602.53	1600.83
其中：国家政策性金融机构（亿元）	2007.18	1250.98	756.20
工农中建交五大商业银行（亿元）	1227.33	1163.00	64.33
其中：大型国有金融机构占比（%）	76.95	92.76	51.26

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理（截至 2021 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

21 黔高 01、21 黔高 04 和 21 黔高 06：调整票面利率及回售

21 黔高 01、21 黔高 04 和 21 黔高 06 的发行期限均为 5 年期，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和赎回选择权，投资者回售选择权。

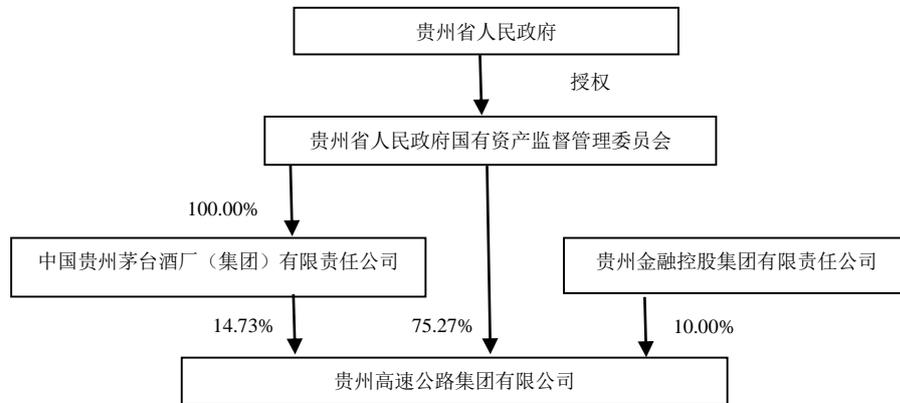
跟踪评级结论

该公司主要依靠在贵州省内较高的职能定位和垄断经营地位，从事高速公路投资建设、运营管理、公路养护工程等业务。随着在建路产陆续完工投运，公司控股路产规模不断扩大，部分新通车路产产能释放，路产效益提升。2020 年受疫情及政策性因素影响，通行费收入明显下滑缩减，2021 年疫情常态化化管理下，通行费业务恢复性增长，建材销售、商品销售等多元化业务对收入提供一定补充。但以财务费用为主的期间费用仍持续侵蚀利润，公司业务经营承压，利润的实现政府对补助的依赖程度高。

贵州省收费公路大规模建设投资导致该公司刚性债务规模持续上升，债务负担沉重，且未来仍面临很大的投融资压力。同时，公司高速公路收费权质押规模较大，对其未来融资和资产运作或将形成一定限制。公司主业现金回笼能力较强，持续的经营活动现金净流入、相对充裕的货币资金储量和较为通畅的融资渠道，均为公司即期债务偿付提供良好保障。

附录一：

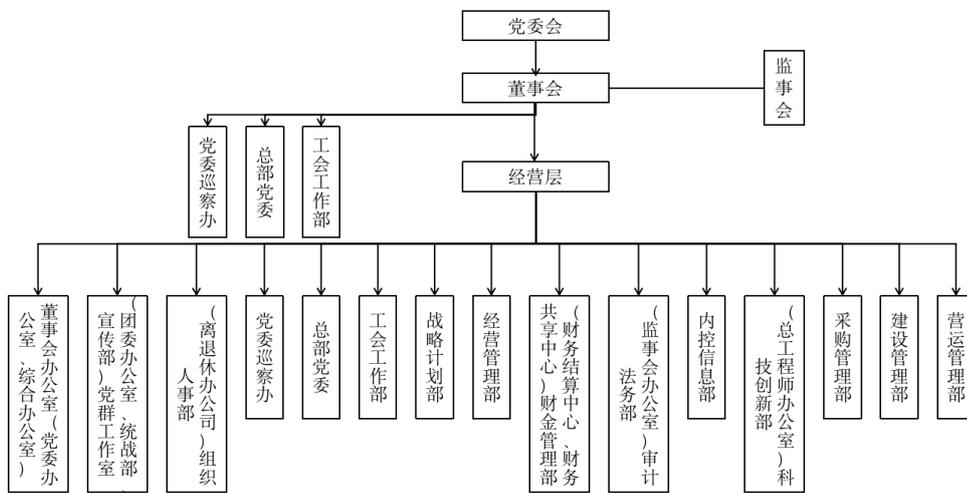
公司股权结构图



注：根据贵州高速提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据贵州高速提供资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
贵州高速公路集团有限公司	贵州高速	本部	—	高速公路营运	2731.43	1109.57	107.96	3.23	-4.49	本部口径
贵州高速投资集团有限公司	贵州高投	二级子公司	100.00	投资	46.48	30.41	42.51	-2.20	9.70	
贵阳市城市发展投资（集团）股份有限公司	贵阳城发	二级子公司	55.09	投资	82.35	100.43	17.39	2.24	3.46	
贵州交通物流集团有限公司	物流集团	二级子公司	100.00	销售钢材水泥	5.03	9.23	39.27	0.69	-4.29	
贵州中南交通科技有限公司	中南交通	二级子公司	100.00	机电系统维护	--	3.97	6.05	0.44	1.43	
贵州黔通智联科技产业发展有限公司	黔通智联	二级子公司	100.00	ETC 管理	4.07	9.30	5.45	1.08	4.30	

注：根据贵州高速 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	3,884.64	4,300.60	4,437.88	4,440.19
货币资金 [亿元]	195.77	196.99	192.34	153.22
刚性债务[亿元]	2,468.99	2,801.50	2,889.16	2,912.26
所有者权益 [亿元]	1,176.93	1,238.64	1,255.13	1,244.44
营业收入[亿元]	201.05	196.55	220.40	64.80
净利润 [亿元]	2.26	1.79	2.99	2.53
EBITDA[亿元]	93.75	113.44	121.19	—
经营性现金净流入量[亿元]	95.99	48.59	94.98	14.95
投资性现金净流入量[亿元]	-246.72	-219.55	-113.09	-28.82
资产负债率[%]	69.70	71.20	71.72	71.97
长短期债务比[%]	487.13	419.86	605.58	609.40
权益资本与刚性债务比率[%]	47.67	44.21	43.44	42.73
流动比率[%]	109.47	82.33	108.95	106.04
速动比率[%]	70.18	50.39	84.75	81.13
现金比率[%]	42.46	33.71	42.89	34.16
短期刚性债务现金覆盖率[%]	86.31	59.51	118.70	87.93
利息保障倍数[倍]	0.79	0.79	0.81	—
有形净值债务率[%]	231.87	256.32	256.27	259.52
担保比率[%]	0.76	0.72	0.46	0.46
毛利率[%]	40.70	22.51	44.42	49.31
营业利润率[%]	2.36	1.99	3.05	4.75
总资产报酬率[%]	2.38	2.62	2.63	—
净资产收益率[%]	0.20	0.15	0.24	—
净资产收益率*[%]	0.31	0.20	0.12	—
营业收入现金率[%]	113.31	101.95	108.21	47.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.59	9.25	18.26	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.98	1.84	3.34	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.61	-32.56	-3.48	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.25	-6.49	-0.64	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.83	0.83	0.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04	—

注：表中数据依据贵州高速经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	1
		盈利能力	10
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	8
		流动性	3
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		4
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2012年6月28日	AA/稳定	吕品、陈鸿亮	新世纪评级方法总论(2012)	报告链接
	评级结果变化	2014年6月27日	AA+/稳定	吕品、沈其恺	新世纪评级方法总论(2012) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
		2017年5月23日	AAA/稳定	陈溢文、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年9月13日	AAA/稳定	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA/稳定	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (20 贵州 高速 MTN001)	历史首次评级	2020年8月3日	AAA	王树玲、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21 贵州 高速 MTN001)	历史首次评级	2021年4月14日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21 贵州 高速 MTN002)	历史首次评级	2021年4月16日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21 贵州 高速 MTN003)	历史首次评级	2021年5月6日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21 贵州 高速 MTN004)	历史首次评级	2021年6月18日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21 贵州 高速 MTN005)	历史首次评级	2021年7月19日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21 贵州 高速 MTN007)	历史首次评级	2021年8月18日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (16 黔高 速)	历史首次评级	2016年7月1日	AA+	沈其恺、莫燕华	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	评级结果变化	2017年5月23日	AAA	陈溢文、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015)	报告链接

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
	前次评级	2021年6月21日	AAA	陈溢文、刘思静	城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件） 新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (20黔高01)	历史首次评级	2020年6月9日	AAA	王树玲、张佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (20黔高03)	历史首次评级	2020年11月20日	AAA	王树玲、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (21黔高01)	历史首次评级	2020年11月30日	AAA	陈溢文、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月21日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (21黔高02)	历史首次评级	2021年7月1日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (21黔高04)	历史首次评级	2021年8月4日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (21黔高06)	历史首次评级	2021年9月13日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贇婧	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	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等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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本评级机构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。

本评级机构的信用评级和之后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。