



# 贵州铁路投资集团有限责任公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1558 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	贵州铁路投资集团有限责任公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“14 黔铁投债/PR 黔铁投”	AA+

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为贵州省的经济财政实力很强，2022 年经济保持增长，潜在支持能力仍很强；且良好政策支持为区域经济发展及债务化解等提供空间；贵州铁路投资集团有限责任公司（以下简称“贵州铁投”或“公司”或“发行人”）仍是贵州省最重要的铁路建设投资主体，持续获得政府的大力支持，区域重要性和政府关联性较高。同时，需关注资产流动性及盈利能力较弱对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，贵州铁路投资集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**公司获得强有力的外部支持，持续获得优质资产注入，资本实力显著扩充，资产质量明显提升；控股铁路陆续建成运营，盈利等各项财务指标大幅改善等。

**可能触发评级下调因素：**贵州省经济财政实力大幅下滑；公司地位明显下降，股东及相关各方的支持能力和支持意愿减弱；公司财务指标明显恶化等。

### 正面

- **贵州省经济实力稳步增强。**2022年，贵州省实现地区生产总值20,164.58亿元，同比增长1.2%，不断增长的地区经济实力为地区铁路建设投资和公司发展提供良好的外部环境。
- **良好政策支持为区域经济发展及债务化解等提供空间。**2022年以来，国务院及财政部陆续出台《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（以下简称“2号文”）和《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（以下简称“114号文”）等文件，针对区域经济发展、债务化解等方面指明了方向，助力贵州高质量发展。
- **持续有力的政府支持。**作为贵州省最重要的铁路基础设施投资建设主体，2022年以来公司持续获得政府在资金和政策上的有力支持，2022年，公司收到铁路建设专项资金30.00亿元。

### 关注

- **资产流动性较弱。**公司资产以参股铁路公司形成的其他权益工具投资以及控股铁路形成的固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱。
- **盈利能力仍较弱。**公司控股铁路每年产生的运营收入较小且持续亏损，未来几年公司依靠铁路产生的盈利有限；此外，公司贸易业务毛利率水平较低。2022年，公司营业毛利率为-1.67%，整体盈利能力仍较弱。

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 诚 chchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

贵州铁投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	623.20	708.25	723.92	728.52
经调整的所有者权益合计（亿元）	382.51	401.66	431.37	436.97
负债合计（亿元）	240.70	306.58	292.56	291.56
总债务（亿元）	210.41	278.29	264.29	263.61
营业总收入（亿元）	62.55	69.85	75.81	19.01
经营性业务利润（亿元）	4.20	4.83	5.53	1.83
净利润（亿元）	3.11	3.13	3.19	1.04
EBITDA（亿元）	9.70	12.30	13.38	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	5.02	4.03	11.10	-1.05
总资本化比率（%）	35.49	40.93	37.99	37.63
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.76	2.37	2.25	--

注：1、中诚信国际根据贵州铁投提供的其经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务计算；将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；3、公司未提供 2023 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标无效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 评级历史关键信息

贵州铁路投资集团有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA <sup>+</sup> /稳定	14 黔铁投债/PR 黔铁投（AA <sup>+</sup> ）	2022/06/27	周飞、王雨晴	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup> /稳定	14 黔铁投债/PR 黔铁投（AA <sup>+</sup> ）	2013/05/07	王娟、李婧、关玥	--	<a href="#">阅读全文</a>

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	贵州铁投	云南铁投	河南铁投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AAA
地区	贵州省	云南省	河南省
GDP（亿元）	20,164.58	28,954.20	61,345.05
一般公共预算收入（亿元）	1,886.36	1,949.32	4,261.60
经调整的所有者权益合计（亿元）	431.37	379.28	514.82
总资本化比率（%）	37.99	44.65	30.67
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.25	1.61	-0.03

注：1、云南铁投系“云南省铁路投资有限公司”的简称；河南铁投系“河南省铁路建设投资集团有限公司”的简称；2、云南铁投、河南铁投相关数据系 2021 年数据。

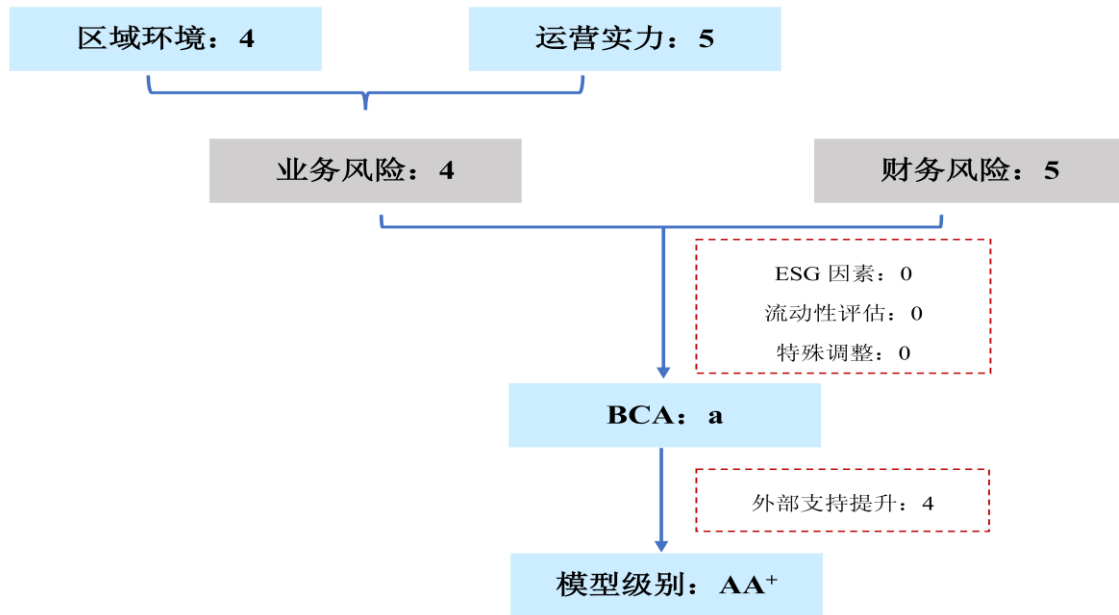
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时 间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
14 黔铁投债 /PR 黔铁投	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/27	17.00	2.55	2014/04/23~2024/04/23	提前偿还本金

## 评级模型

贵州铁路投资集团有限责任公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为,作为贵州省最重要的铁路基础设施投资建设主体,公司业务专营性和业务竞争力很强。且公司在建和拟建铁路项目较多,投资规模较大,业务稳定性和可持续性较强。公司通过铁路建设形成的资产流动性较弱,且公司控股铁路运营情况一般,参股铁路尚未进行分红,资产收益性亦较弱,整体资产价值较低。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为,公司所有者权益持续增长,具备较强的资本实力;公司财务杠杆仍处于较低水平,EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力仍较强。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对贵州铁投个体基础信用等级无影响,贵州铁投具有 a 的个体基础信用评估等级,反映了其中等的业务风险和很低的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为,贵州省政府有很强的支持能力,对公司有较强的支持意愿,主要体现在贵州省的经济财政实力很强,2022 年经济保持增长,且良好政策支持为区域经济发展及债务化解等提供空间;作为贵州省最重要的铁路基础设施投资建设主体,2022 年以来公司持续获得政府在资金和政策上的有力支持,具备较高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“14 黔铁投债/PR 黔铁投”募集资金 17.00 亿元，其中 4.00 亿元用于新建贵阳至广州铁路项目、13.00 亿元用于新建长沙至昆明铁路客运专线项目。根据公司提供的相关资料，截至 2023 年 3 月末，募集资金 17.00 亿元已全部使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

铁路行业方面，铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于国家工业化和城镇化进程等诸多方面具有不可替代的重要作用。经过持续稳定的铁路建设投入，中国铁路已基本形成“八纵八横”框架，铁路总里程位于全球第二位，但路网密度方面较发达国家仍有明显的差距。根据《中长期铁路网规划》，中诚信国际按照“十三五”（2016-2020 年）期间铁路固定资产投资总额与新投产铁路

里程数，中诚信国际估算得出 2021~2025 年仍需投入 4.73 万亿元，年均固定资产投资 9,454 亿元，中国铁路未来建设潜力巨大。

从铁路建设资金来源来看，主要资金来源包括中央预算内投资、铁路建设基金、铁路建设债券以及专项建设基金，此外还有银行融资、地方政府出资等。《中长期铁路网规划》中提出了铁路投融资改革的要求，放宽市场准入，培育多元投资主体，鼓励支持地方政府和广泛吸引包括民间、外资在内的社会资本参与投资铁路建设，形成国家投资、地方筹资、社会融资相结合的多渠道、多层次、多元化铁路投融资模式。

铁路投资主体多以参控股形式参与铁路项目，基于铁路投资特性，铁路投资类企业多为省属平台且信用级别高；其中第 I 类企业近年来资产规模增速较快；同时，不同类别主体资产构成差别较大，但普遍以非流动资产为主，资产流动性较弱；经营效率方面，第 I 类企业收入规模最大，但受路产折旧成本较高，呈持续亏损状态，第 II 类和第 III 类企业经营则较为平稳；偿债能力方面，第 I 类和第 II 类企业融资更畅通，债务规模更大，但得益于资本实力更加夯实，杠杆水平及债务结构更为合理。

基于铁路建设对地方政府的重要作用、极大的正外部效应和未来广阔的投资敞口，各省对于第 I 类和第 II 类企业支持力度极大，需重点关注铁路投资企业在所属省份定位的唯一性；经营方面重点关注其开展市场化业务是否会暴露在其他信用风险之下；从偿债能力方面，考虑到未来较大的投资压力，需关注债务规模的快速扩张带来的流动性压力。

详见《基础设施投融资行业—铁路投资类企业特别评论》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/5104?type=1>

## 区域环境

贵州省位于中国西南部，北邻四川、重庆，南接广西，东界湖南，西连云南。贵州省是国内自然资源丰富的省区之一，有着极为突出的资源优势，尤以能源、矿产、旅游资源得天独厚，最具特色。截至 2022 年末，贵州省常住人口 3,856 万人，总面积为 17.62 万平方千米，下辖 6 个地级市、3 个自治州。

近年来，贵州省不断壮大电力、烟酒、装备制造等支柱产业，通过支柱产业的市场扩张推动全省经济的持续发展。2022 年，贵州省地区生产总值为 20,164.58 亿元，同比增长 1.2%。其中，第一产业增加值 2,861.18 亿元，同比增长 3.6%；第二产业增加值 7,113.03 亿元，同比增长 0.5%；第三产业增加值 10,190.37 亿元，增长同比 1.0%。同年，全省固定资产投资比上年下降 5.1%。

表 1：2022 年全国 31 个省（市、自治区）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,210,207.00	--	8.58	--	2,037,703	--
广东省	129,118.58	1	10.19	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	14.44	3	9,258.88	2
山东省	87,435.10	3	8.60	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	11.85	6	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	6.21	22	4,261.64	8

四川省	56,749.81	6	6.78	18	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	9.21	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	12.68	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	7.36	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	7.36	14	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	17.80	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	5.70	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	19.00	1	5,714.36	6
陕西省	32,772.68	14	8.29	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	7.09	16	2,948.30	26
重庆市	29,129.03	16	9.07	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	6.88	19	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	6.17	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	5.22	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	7.37	13	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	9.65	8	2,824.40	17
<b>贵州省</b>	<b>20,164.58</b>	<b>22</b>	<b>5.23</b>	<b>28</b>	<b>1,886.36</b>	<b>22</b>
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	6.86	20	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	11.92	5	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	5.13	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	5.57	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	4.50	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	6.66	21	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	7.00	17	460.14	29
青海省	3,610.07	30	6.07	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	5.85	25	179.60	31

注：1、部分省的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

受留抵退税影响，2022 年贵州省一般公共预算收入有所减少；同时，在房地产行业景气度下行背景下，土地出让承压对政府性基金收入造成一定冲击，2022 年贵州省政府性基金收入亦有一定程度下滑。贵州省财政自给能力始终处于较低水平，近年来公共财政平衡率均低于 40%，财政收支平衡对中央转移支付的依赖程度较高。再融资环境方面，前期较高强度的基础设施建设投资使得贵州省显性债务规模和压力在全国均处于靠前位次，广义债务率排名在全国亦居前列；贵州省下辖多个地市、州已出现非标逾期等负面事件，部分地市、州及下辖区县内国有企业亦出现失信被执行等事件；目前除省本级和贵阳市外，各地市、州及下辖区域再融资渠道较为受限；省本级和贵阳市的经济财政实力相对其他地市、州较好，拥有的金融资源相对丰富，但整体再融资环境相对仍较弱。

2022 年以来，国务院及财政部陆续出台《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（以下简称“2 号文”）和《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（以下简称“114 号文”）等文件，针对区域经济发展、债务化解等方面指明了方向，助力贵州高质量发展，良好政策支持为区域经济发展及债务化解等提供空间。

表 2：近年来贵州省地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	17,826.56	19,586.42	20,164.58
GDP 增速（%）	4.5	8.1	1.2
人均 GDP（万元）	4.64	5.08	5.23
固定资产投资增速（%）	3.2	-3.1	-5.1



一般公共预算收入（亿元）	1,786.78	1,969.51	1,886.36
税收收入占比（%）	60.78	59.77	54.16
公共财政平衡率（%）	31.22	35.23	32.25
政府性基金收入（亿元）	2,047.12	2,380.70	2,041.26
上级转移支付（亿元）	3,471.73	3,201.21	3,673.75
地方政府债务余额（亿元）	10,989.02	11,873.93	12,470.11

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：公开查询，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，作为贵州省最重要的铁路基础设施投资建设主体，公司仍履行贵州省铁路出资人代表职责和合资铁路投资主体责任，业务专营性和业务竞争力很强；贸易、物流、房地产等业务亦持续发展，业务结构较为多元化。但公司收入的核心来源贸易业务毛利较低，铁路运营和物流业务仍处于亏损状态。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铁路运营收入	0.86	1.38	-	1.87	2.68	-	1.48	1.95	-	0.68	3.63	-
贸易业务	58.93	94.20	2.88	65.15	93.27	2.75	71.50	94.31	2.30	17.86	93.96	2.06
物流业务	1.23	1.97	7.20	1.50	2.15	-17.33	1.83	2.42	-25.21	0.29	1.50	-3.97
基金收入	0.87	1.40	99.95	0.72	1.03	100.00	0.55	0.73	100.00	0.13	0.70	100.00
其他业务	0.66	1.05	68.77	0.60	0.87	70.05	0.45	0.58	91.39	0.04	0.21	-1.31
合计/综合	62.55	100.00	1.34	69.85	100.00	-0.47	75.81	100.00	-1.67	19.01	100.00	-1.98

注：其他业务收入包括机制砂销售收入、借款利息收入、租赁收入及其他收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 铁路建设板块

跟踪期内，公司仍履行贵州省铁路出资人代表职责和合资铁路投资主体责任，铁路建设项目持续顺利推进，在建和拟建铁路较多，尚需投资规模较大，业务稳定性和可持续性较强。由于公司控股铁路运营亏损，参股铁路尚未分红，该板块收入仍主要依赖政府补贴。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍履行贵州省铁路出资人代表职责和合资铁路投资主体责任，承担地方城际铁路、资源开发铁路和支线铁路建设、营运管理和投融资任务。

公司铁路建设模式主要有以下几种，一是由国家铁路投资主体和贵州省按照一定比例直接出资模式，地方政府不承担出资，如贵广铁路和渝怀二线等；二是公司以征地拆迁费用出资，并考虑实际发生成本增加的模式，具体出资比例按照最终的征拆费用占比进行核算，如沪昆铁路（贵州段）、渝贵铁路和成贵铁路等；三是由国家铁路投资主体承担少量资本金，剩余的资本金由贵州省级和当地政府按照 6:4 比例出资建设，2020 年以后，新建项目的剩余资本金由贵州省级为当地政府按照 8:2 比例出资建设，如安六铁路、叙毕铁路及盘兴铁路等；四是国家铁路投资主体、贵州省级、当地政府按照 1:6:3 的比例出资的模式，如铜玉铁路等；五是采用 PPP 模式建设贵州省域铁路，如瓮马铁路等，根据 2015 年 11 月签署的《贵州省新建地方铁路瓮安至马场坪线工程投资协议》，中铁二十局集团有限公司、中交路桥建设有限公司、贵州桥梁建设集团有限责任公司和中铁二院工程集团有限责任公司组建的社会资本持股合计为 51%；贵州铁投持股 39%；黔南州地方政

府持股 10%，国铁集团不参与出资。

截至 2023 年 3 月末，公司参与投资的已建成铁路项目有 14 个，分别为六沾复线、黄织铁路、贵广铁路、织纳铁路、织毕铁路、沪昆铁路（贵州段）、渝贵铁路、铜玉铁路和成贵铁路等，线路里程合计超过 1,800.00 公里，贵州省境内总投资额共计达 2,022.75 亿元，公司拟出资额 291.21 亿元，公司已完成出资 295.26 亿元。公司已建成铁路线路均已通车，其中铜玉铁路和安六铁路为公司控股铁路，公司持股比例分别为 60.00%和 59.05%，分别于 2018 年末和 2020 年 7 月正式开通，运营模式均采用委托国铁集团运营模式，该模式下公司运营铁路收入为动车组经过铁路线路及接触网使用费，收入与开行对数成正比，成本为相应项目公司的经营成本及铁路的委托管理费等。但由于铁路网络化尚未实现，铁路运营仍处于前期培育阶段，目前开行对数较少，短期内运营亏损较为严重，此外，2022 年公司参股铁路仍未进行分红，公司铁路板块收益主要来源于财政资金贴息和补贴收入。

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建项目共 5 个，铁路线路里程合计超过 470.00 公里，贵州省境内总投资额为 603.09 亿元，公司拟出资额为 166.24 亿元，公司已完成出资 142.84 亿元。其中，除贵广铁路提质改造工程和瓮马南北延伸线项目资本金占比分别为 100%和 40%外，其他项目资本金占比均为 50%。叙毕铁路和盘兴铁路为公司并表铁路，公司持股比例分别为 53.70%和 59.05%，建成通车后将为公司带来铁路运营收入，其中叙毕铁路预计于 2023 年开通。

公司未来的铁路投资项目将以省内铁路线路为主。截至 2023 年 3 月末，公司拟建项目 17 个，贵州省境内计划总投资额 3,933.91 亿元，公司拟出资额为 1,111.80 亿元，资金来源主要为省财政厅拨付的省铁路建设专项资金及新增政府专项债。其中，六盘水高铁站房和沪昆普客上线安六铁路联络线工程项目资本金占比分别为 100%，黄桶至百色铁路和大村至遵义铁路项目资本金占比分别为 70%和 40%，其余项目资本金占比均为 50%。

公司铁路建设项目尚需投资规模较大，2023 年 4~12 月、2024 年和 2025 年，公司分别计划投资 78.91 亿元、65.00 亿元和 32.16 亿元。整体来看，公司目前在建和拟建项目较多，投资规模较大，业务稳定性和可持续性较强，但未来面临一定的资本支出压力。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司已建成、在建和拟建铁路项目情况（亿元）

项目名称	里程 (公里)	建设期	贵州省境 内总投资	资本金 占比	国铁集团出资 占资本金比例	公司 拟出资	公司 已出资
<b>已建成项目</b>							
六沾复线	69.00	2007~2013	89.10	50%	--	2.43	1.58
黄织铁路	63.00	2006~2011	18.29	50%	51.00%	0.61	0.61
贵广铁路	301.00	2008~2014	304.99	50%	51.00%	57.10	57.10
织纳铁路	60.00	2012~2015	36.31	50%	70.00%	5.72	5.72
织毕铁路	80.00	2012~2016	51.80	50%	70.00%	5.76	5.76
沪昆铁路（贵州段）	561.00	2010~2016	711.98	50%	按最终征拆费用 确认	63.80	63.79
渝贵铁路	232.00	2012~2018	246.53	50%	按最终征拆费用 确认	51.43	50.08
铜玉铁路	48.00	2013~2018	47.20	50%	10.00%	14.76	14.81
成贵铁路	183.00	2013~2019	247.10	50%	按最终征拆费用 确认	29.45	29.45
安六铁路	118.00	2015~2020	151.21	50%	12.90%	36.50	42.40
瓮马铁路	73.00	2015~2020	49.93	40%	--	7.79	7.79
渝怀二线	95.00	2015~2020	52.58	50%	68.16%	8.48	8.30

都拉营货运场站专用线	--	2018~2020	13.84	50%	--	6.43	6.92
林歹南站改扩建工程	--	2021~2022	1.89	50%	--	0.95	0.95
<b>小计</b>	<b>1,883.00</b>	<b>--</b>	<b>2,022.75</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>291.21</b>	<b>295.26</b>
<b>在建项目</b>							
叙毕铁路	37.00	2015~2023	28.42	50%	10.00%	7.67	7.67
贵南客专	201.00	2017~2023	314.40	50%	40.00%	69.02	72.55
盘兴铁路	98.00	2018~2025	139.70	50%	20.00%	35.35	35.35
瓮马南北延伸线	139.00	2020~2025	104.06	40%	--	20.40	7.27
贵广铁路提质改造工程	--	2022~2023	16.51	100%	--	33.80	20.00
<b>小计</b>	<b>475.00</b>	<b>--</b>	<b>603.09</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>166.24</b>	<b>142.84</b>
<b>拟建项目</b>							
六盘水高铁站房	--	2023~2025	13	100%	--	2.60	--
沪昆普客上线安六铁路联络线工程	--	2023~2025	7	100%	--	7.00	--
黄百铁路	160.00	--	186.41	70%	--	45.14	--
铜吉铁路	18.95	--	44.50	50%	--	14.16	1.15
黔桂铁路增二线	173.00	--	173.00	50%	--	48.80	--
叙永至遵义铁路	100.00	--	100.00	40%	--	20.00	--
纳雍至六盘水铁路	48.00	--	48.00	50%	--	15.20	--
贵阳枢纽双龙站	--	--	60.00	50%	--	24.00	--
新渝贵高铁	250.00	--	500.00	50%	--	140.00	--
南昆铁路增二线	156.00	--	156.00	50%	--	44.00	--
盘州—六盘水—威宁—昭通铁路	243.00	--	486.00	50%	--	136.00	--
泸州至遵义铁路	183.00	--	411.00	50%	--	115.20	--
黔江—遵义—毕节—昭通铁路	624.00	--	624.00	50%	--	174.40	--
涪陵—凯里—柳州铁路	480.00	--	480.00	50%	--	134.40	--
凯里至都匀铁路	60.00	--	120.00	50%	--	38.40	--
兴义—永州—郴州—赣州铁路	500.00	--	500.00	50%	--	140.00	--
都拉营货运场站专用线（二期）	--	--	25.00	50%	--	12.50	--
<b>小计</b>	<b>2,995.95</b>	<b>--</b>	<b>3,933.91</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>1,111.80</b>	<b>1.15</b>

注：1、受项目建设成本调整的影响，公司对部分在建线路的最终实际出资额与拟出资额存在不一致；2、拟建项目中，铜吉铁路已出资金额为项目前期投资

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 贸易、物流、房地产等板块

**跟踪期内，公司积极开展贸易、物流、房地产等多元化业务，对营业收入形成较好支撑，但整体盈利能力较弱。**

近年公司加快发展多元化产业，主要围绕铁路主业开展物资供应、物流、铁路沿线土地开发等经营活动，特别是以省内铁路为重点，提供钢材、水泥、砂石、道砟等物资供应业务。

跟踪期内，公司贸易业务仍由公司全资子公司贵州铁路投资物产集团有限公司（以下简称“物产公司”）运营，主要从事铁路建设物资、钢材、水泥等物资贸易的经营，销售对象为各铁路建设施工方、电厂和钢厂等，上游供应商主要为拥有上下游资源的国内贸易公司。物产公司发挥其竞争优势开展业务，积极参与铁路建设施工方、电厂、钢厂的采购竞标，并直接向铁路建设施工方、电厂、钢厂等终端用户供货。2022年，公司贸易业务收入同比增长9.74%至71.50亿元，贸易业务受行业属性影响毛利率仍较低，同时也给公司带来一定的资金压力和经营风险。

从贸易上下游集中度来看，2022年，公司贸易业务前五大供应商采购金额合计36.32亿元，占采购总额比例为47.26%；前五大客户销售额合计25.61亿元，占销售总额比例32.62%，上游集中度

较高。

表 5：2022 年公司贸易业务前五大供应商和客户情况（万元、%）

供应商名称	采购金额	占采购总额比例
广西华设投资有限公司	159,692	20.78
广西华控供应链有限公司	60,922	7.93
广西盛隆冶金有限公司	49,504	6.44
贵州盘兴能源经贸有限公司	48,396	6.30
广州盛泽供应链管理有限公司	44,653	5.81
<b>合计</b>	<b>363,167</b>	<b>47.26</b>
客户名称	销售金额	占销售总额比例
广西金益商贸物流有限公司	62,125	7.91
柳州市华地探元投资有限责任公司	57,217	7.29
贵州宏伦商贸有限公司	48,653	6.20
广西自贸区临海供应链有限公司	44,689	5.69
来宾市城投建材有限公司	43,409	5.53
<b>合计</b>	<b>256,093</b>	<b>32.62</b>

注：上述采购和销售金额为含税金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物流板块主要由子公司贵州铁投都拉物流有限公司（以下简称“都拉物流”）及下属子公司贵州贵铝物流有限公司（以下简称“贵铝物流”）运营，主营物流、仓储等现代服务业。受益于林歹南站改扩建项目投入运营，2022 年公司物流业务收入同比上升 22.17%至 1.83 亿元，但仍处于亏损状态。

公司路域产业（土地）铁路沿线土地开发业务主要由下属公司贵州铁建置业开发有限责任公司（以下简称“铁建置业”）负责运营，目前在建项目为“铁投·都溪湾畔”项目，同时铁建置业公司储备项目有“铁投·都溪湾畔”二期和贵安新区高铁广场地块项目。其中在建项目“铁投·都溪湾畔”计划总投资约 6.99 亿元，总建筑面积 133,891.18 平方米。截至 2023 年 3 月末，“铁投·都溪湾畔”项目已投资 6.34 亿元，累计销售住宅签约 50 套，累计签约面积 5,482.64 平方米，累计签约金额 3,075 万元，预收房款及定金 2,624.35 万元，但因未达到交房条件尚未结转收入。2022 年铁建置业公司注册资本金增至 7.57 亿元，房地产开发资质等级提升至二级，2022 年全年“铁投·都溪湾畔”项目完成投资 1.63 亿元。2022 年 11 月 30 日，铁建置业公司通过招拍挂的方式以 1.55 亿元的成交价取得地块编号为 G（22）075 地块，拟作为“铁投·都溪湾畔”二期开发用地。截至本报告出具日，“铁投·都溪湾畔”二期项目已支付 50%的土地出让金 7,745.45 万元。2020 年 11 月 9 日铁建置业子公司贵安新区铁建置业开发有限责任公司通过招拍挂的方式以 2.61 亿元的成交价取得地块编号为 GA（20）020、GA（20）021 地块，拟作为贵安新区高铁广场地块项目开发用地。截至 2023 年 3 月末，公司已取得两个地块的《不动产权证》，根据公司战略安排向贵安新区管委会递交《关于贵安新区铁建置业开发有限责任公司申请 ZD-16-02 地块和 ZD-17 地块延期开发的请示》，已获贵安新区管委会批复。目前公司正积极探索路域产业（土地）铁路沿线土地高质量开发的合作模式，积极寻找合作伙伴，同时开展前期市场调研、初勘等工作，择机启动项目开发。

## 财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于很低水平。首先，跟踪期内公司资产及所有者权益保持增长，但整体资产质量一般；其次，公司债务规模小幅下降，财务杠杆仍处于较低水平，且债务期限结构较为合理；EBITDA

和经营活动净现金流对利息的保障能力仍较强。

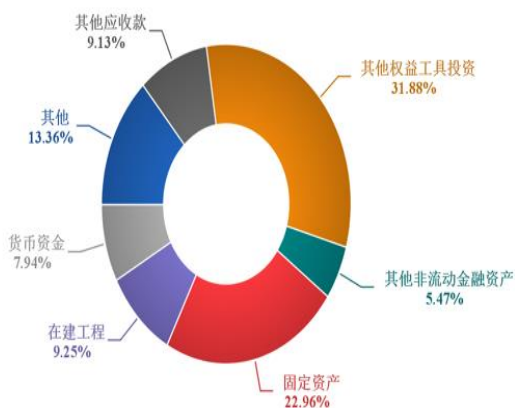
## 资本实力与结构

跟踪期内，随着铁路项目的持续推进以及铁路建设专项资金的拨付，公司资产规模持续增长，财务杠杆水平持续下降，且处于较低水平；但受业务属性影响，公司资产流动性和收益性较弱。

公司作为贵州省铁路基础设施投资建设主体，跟踪期内随着铁路项目的持续推进以及铁路建设专项资金的拨付，公司资产规模持续增长。

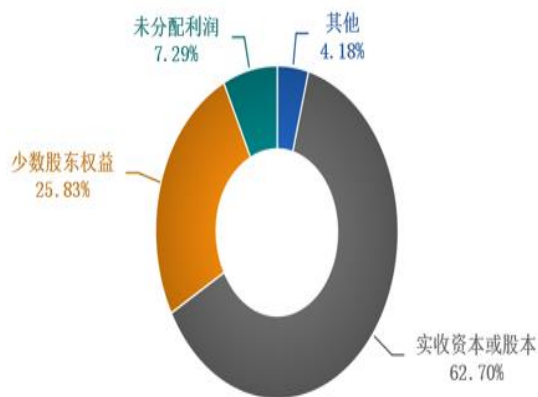
2022 年，公司资产仍主要由铁路建设业务形成的其他权益工具投资、固定资产和在建工程为主，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 75%。考虑到公司未来仍将保持这一业务布局，预计短期内公司资产结构将保持相对稳定。公司流动资产主要为货币资金和其他应收款。2022 年末，公司货币资金明显下降，主要系铁路项目投入加大及偿还到期债务所致，其中受限货币资金为 1.41 亿元。其他应收款主要为应收各地市铁路建设办公室的铁路沿线征收拆迁款和关联方的拆借款，2022 年末同比有所增长。其他权益工具投资主要系公司对贵广铁路、沪昆铁路、成贵铁路等参股铁路项目的投资，2022 年末小幅增长；在建工程和固定资产主要为公司控股的铁路建设项目，2022 年随着盘兴铁路和叙毕铁路的投资增加，期末在建工程大幅增长。整体来看，公司资产以参股铁路公司形成的其他权益工具投资以及控股铁路形成的固定资产和在建工程为主，资产流动性较弱；且公司控股铁路运营情况一般，参股铁路尚未进行分红，整体资产收益性较弱。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，受益于铁路建设专项资金的拨付，公司资本公积有所增加，未分配利润随公司利润积累而实现小幅增长，带动经调整的所有者权益<sup>1</sup>保持增长。预计公司未来铁路建设专项资金将持续拨付，且经营利润规模保持一定规模，所有者权益规模将继续增长。

财务杠杆方面，受益于自有资本实力的增强，跟踪期内财务杠杆水平持续下降，且处于较低水平。随着铁路项目建设的逐步推进，未来公司仍将依赖于外部融资满足资金缺口，财务杠杆率预计将

<sup>1</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

有所上升。

表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	623.20	708.25	723.92	728.52
非流动资产占比	74.98	74.95	77.23	76.63
所有者权益	382.51	401.66	431.37	436.97
资产负债率	38.62	43.29	40.41	40.02
总资本化比率	35.49	40.93	37.99	37.63

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**公司收入质量一般，经营活动净现金流保持净流入状态，但仍不足以覆盖投资活动的资金缺口，公司有一定规模的对外融资需求，需关注市场环境和融资监管政策变化对公司融资能力的影响。**

公司收入主要来源于贸易业务收入，受益于贸易业务持续扩张，2022 年公司收入保持增长，业务回款情况有所改善，当期收现比有所上升，但由于贸易业务上下游存在一定结算周期不匹配的情况，当年收现比仍低于 1，收入质量一般。

经营活动净现金流方面，2022 年公司经营活动现金流保持净流入，受益于当年收到 10.03 亿元税收返还，现金流净流入规模大幅扩张。

同期，受公司铁路建设项目持续投入，且参股铁路尚未进行分红的影响，公司投资活动净现金流缺口依然较大。根据其自身发展计划及投资业务的定位，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司经营活动净现金流不足以覆盖投资活动的资金缺口，公司有一定的外部融资需求。公司主要依赖银行借款和债券发行来弥补资金缺口，需关注市场环境和融资监管政策变化对公司融资能力的影响。同时，受益于政府和股东的持续支持，2022 年公司吸收投资收到的现金为 29.16 亿元，亦是其补充资金的重要渠道。总体来看，公司通过外部融资叠加政府支持筹集的资金，可以在一定程度上补充投资活动产生的资金缺口。

表 7：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	5.02	4.03	11.10	-1.05
投资活动产生的现金流量净额	-42.80	-53.41	-32.54	-10.48
筹资活动产生的现金流量净额	61.41	68.61	9.39	17.63
现金及现金等价物净增加额	23.63	19.23	-12.05	6.10
收现比 (X)	0.81	0.70	0.86	1.00

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**随着债务的到期偿还，跟踪期内公司债务规模有所下降，债务期限结构较为合理，与其业务特征相匹配；公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力较强。**

随着债务的到期偿还，跟踪期内公司债务规模有所下降。债务类型方面，公司债务以银行借款为主，同时有较大规模的债券融资与专项债融资，债务类型较多元；债务结构方面，2022 年以来公

司短期债务占比有所下降，且债务期限结构仍以长期债务为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元、%）

	类型	综合成本	金额	1 年内到期	1~3 年到期	3 年以上到期
银行借款	保证/信用/抵押借款	4.42	122.88	2.61	10.96	109.31
债券融资	企业债/公司债/中票	4.90	58.60	23.55	35.05	--
专项债	政府专项债	4.77	73.85	--	--	73.85
其他	应付票据	--	7.08	7.08	--	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>262.41</b>	<b>33.24</b>	<b>46.01</b>	<b>183.16</b>

注：1、表中数据仅为本金部分；2、尾数差异系四舍五入所致；3、“21 黔铁 01” 债券余额 21 亿元，期限 3+2，2024 年 3 月面临回售，全额计入了一年内到期债务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司债务规模较大，每年有较大规模的利息支出，费用化利息支出和利润总额是 EBITDA 的主要构成部分。2022 年，利润总额和费用化利息支出增加带动 EBITDA 小幅增长，EBITDA 和经营活动净现金流均可有效覆盖利息支出，偿债指标表现良好。

表 9：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	210.41	278.29	264.29	263.61
短期债务占比	16.23	8.58	5.25	4.71
EBITDA	9.70	12.30	13.38	--
EBITDA 利息保障倍数	1.76	2.37	2.25	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.91	0.78	1.87	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限资产方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产为 2.58 亿元，占当期末总资产的 0.35%，包括货币资金中的保证金 1.38 亿元和因银行贷款质押而受限的存货 1.20 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 22.79 亿元，占同期末净资产的比重为 5.22%，担保对象主要为铁路项目公司，或有负债相对较小。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	黄织铁路有限责任公司	国企	11.57
2	贵州瓮马铁路有限责任公司	国企	11.22
--	<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>22.79</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

- 2023 年，公司仍作为贵州省最重要的铁路建设投资主体，继续获得政府的财政资金支持，资本实力进一步提升。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，营业收入保持增长；继续获得政府补助收入。
- 2023 年，公司铁路项目投资规模预计在 80~90 亿元左右。
- 公司资产规模将呈增长态势，2023 年新增权益类融资 20~30 亿元、债务类融资 70~80 亿元。

### 预测

表 11：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	40.93	37.99	37.36~45.66
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.37	2.25	1.28~1.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性尚可，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

跟踪期内公司经营活动净现金流保持净流入状态，截至 2023 年 3 月末公司本部可动用账面资金为 27.00 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末，公司银行授信总额为 279.14 亿元，尚未使用授信额度为 150.36 亿元，备用流动性较好。此外，公司作为贵州省最重要的铁路基础设施投资建设主体，可持续获得政府的资金支持，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于铁路项目建设，资金需求较大。同时，未来一年到期债务约 33 亿元，2022 年公司利息支出已增至 10~15 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性尚可，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

### ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司无重大社会负面事件，战略规划清晰，信息披露及时，ESG 综合表现尚可，但仍有可提升空间。**

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。



环境方面，公司的铁路项目建设可能会面临一定环境风险，但截至目前公司尚未因环保相关事件受到监管处罚。

社会方面，近年来公司无重大社会负面事件，公司在社会争议事件管理方面高于行业平均水平。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，在信息披露、内控管理和发展战略等方面的表现优于行业平均水平。但近年来公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系有待进一步优化。

## 外部支持

**中诚信国际认为，贵州省政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：**

近年来，贵州省不断壮大电力、烟酒、装备制造等支柱产业，通过支柱产业的市场扩张推动全省经济的持续发展。2022 年，贵州省地区生产总值为 20,164.58 亿元，同比增长 1.2%。但前期较高强度的基础设施建设投资使得贵州省显性债务规模和压力在全国均处于靠前位次，广义债务率排名在全国亦居前列；贵州省下辖多个地市、州已出现非标逾期等负面事件，部分地市、州及下辖区县内国有企业亦出现失信被执行等事件，区域融资环境受到一定影响。2022 年以来，国务院及财政部陆续出台《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（以下简称“2 号文”）和《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（以下简称“114 号文”）等文件，针对区域经济发展、债务化解等方面指明了方向，助力贵州高质量发展，良好政策支持为区域经济发展及债务化解等提供空间。

**同时，贵州省政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性较高：公司作为贵州省与中国国家铁路集团有限公司合作建设铁路的地方政府出资人代表，代表贵州省政府参与铁路投资及铁路资产管理，与贵州省其他省级平台职能定位不同、各自分工明确，区域重要性较高。
- 2) 与政府的关联度较高：公司实际控制人为贵州省国资委，按照政府规划和指导开展铁路投资工作，股权结构和业务开展均与贵州省政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司作为贵州省铁路建设的最重要主体，承担地方城际铁路、资源开发铁路和支线铁路建设、营运管理和投融资任务，贵州省政府在资本金注入、管理费用补贴、铁路发展基金和土地配套资本等方面对公司给予了大力支持。根据《省发展改革委关于 2022 年度铁路建设专项资金用途的复函》，2022 年公司收到铁路建设专项资金 30.00 亿元，其中用于铁路建设融资费 5.80 亿元；用于铁路建设管理费 5.30 亿元；用于铁路运营补助 4.80 亿元，实际补助 4.54 亿元；剩余铁路专项资金 14.36 亿元计入资本公积。

表 12：贵州部分省级平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
贵州铁路投资集团有限责任公司	贵州省国资委 67.25%	贵州省最重要的铁路投资主体	723.92	431.37	40.41	75.81	3.19	56.05

贵州省水利投资（集团）有限责任公司	贵州省国资委 82.18%	贵州省最重要的水利投资主体	1,461.08	711.88	51.28	41.36	0.56	75.00
贵州乌江能源集团有限责任公司	贵州省国资委 71.11%	贵州省最重要的能源投资开发主体	411.95	184.65	55.18	128.87	8.43	10.00
贵州省公路开发集团有限公司	贵州省国资委 100.00%	贵州省最重要的公路投资开发主体	1,050.53	338.81	67.75	42.37	0.10	9.10
贵州交通建设集团有限公司	贵州省国资委 79.33%	贵州省重要的交通基础设施投资主体	2,575.81	618.29	76.00	400.39	4.34	136.20

注：债券余额为截至本报告出具日。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，贵州省政府很强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，贵州铁投与云南铁投的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，贵州省与云南省的行政地位、经济财政实力差异不大，区域债务压力和市场融资环境较为接近，对当地平台企业的支持能力基本处于同一档次。河南省的经济财政实力强于贵州省与云南省，且融资环境优于贵州省与云南省，当地政府的支持能力相对强一些。贵州铁投与云南铁投、河南铁投均为当地最重要的铁路基础设施投资建设主体，当地政府对它们均有强或较强的支持意愿。

其次，贵州铁投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，除承担铁路类基础设施投资建设任务外，贵州铁投与可比对象均依托作为铁路类基础设施投资主体的优势开展贸易等多元化业务，但普遍存在盈利能力较弱，自我造血能力不足等问题。

然后，贵州铁投的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产、权益和债务规模处于比较组平均水平，总体资本实力一般，财务杠杆率相对较低；公司营业收入处于比较组较高水平，且 EBITDA 利息覆盖倍数较高；债券融资余额低于平均水平，债券市场认可度一般，可用银行授信相对充足，再融资能力尚可。

表 13：2022 年同行业对比表

	贵州铁投	云南铁投	河南铁投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AAA
地区	贵州省	云南省	河南省
GDP（亿元）	20,164.58	28,954.20	61,345.05
GDP 增速（%）	1.20	4.30	3.10
人均 GDP（元）	52,321.00	61,716.00	62,106.00
一般公共预算收入（亿元）	1,886.36	1,949.32	4,261.60
公共财政平衡率（%）	32.25	29.10	40.04
政府债务余额（亿元）	12,470.11	12,098.30	15,103.79
控股股东及持股比例	贵州省国资委 71.83%	云南省投资控股集团有限公司 72.70%	河南省人民政府 100%
职能及地位	贵州省最重要的铁路基础设施投资建设主体	云南省最重要的铁路基础设施投资建设主体	河南省最重要的铁路基础设施投资建设主体

核心业务及收入占比	贸易业务 94.31%	商贸服务 70.31%、投资收益 24.80%	贸易业务 85.96%
总资产（亿元）	723.92	696.60	759.98
经调整的所有者权益合计（亿元）	431.37	379.28	514.82
总债务（亿元）	264.29	305.95	227.74
总资本化比率（%）	37.99	44.65	30.67
营业总收入（亿元）	75.81	6.13	25.78
净利润（亿元）	3.19	6.69	-11.36
EBITDA（亿元）	13.38	18.79	-0.31
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.25	1.61	-0.03
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	11.10	17.50	-0.98
可用银行授信余额（亿元）	150.36	70.50	282.25
债券融资余额（亿元）	56.05	68.10	102.00

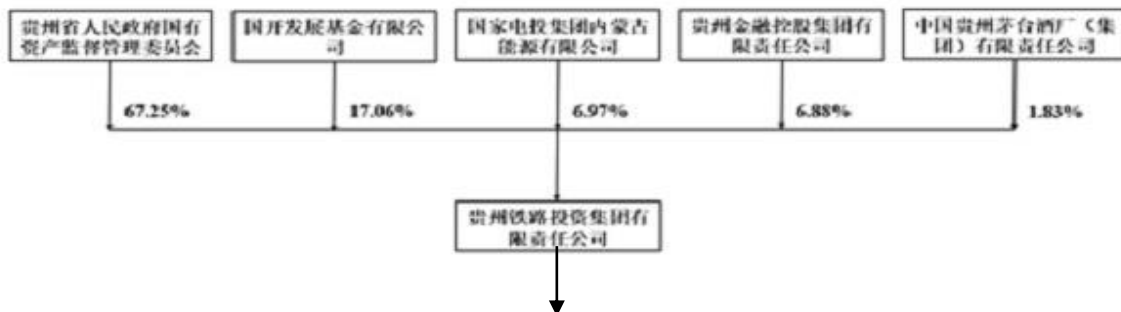
注：1、云南铁投、河南铁投相关财务数据为 2021 年数据；2、云南铁投的可用银行授信余额截至 2022 年 6 月末，河南铁投的可用银行授信余额截至 2021 年末，贵州铁投的可用银行授信余额截至 2023 年 3 月末；3、债券余额为截至本报告出具日的的数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

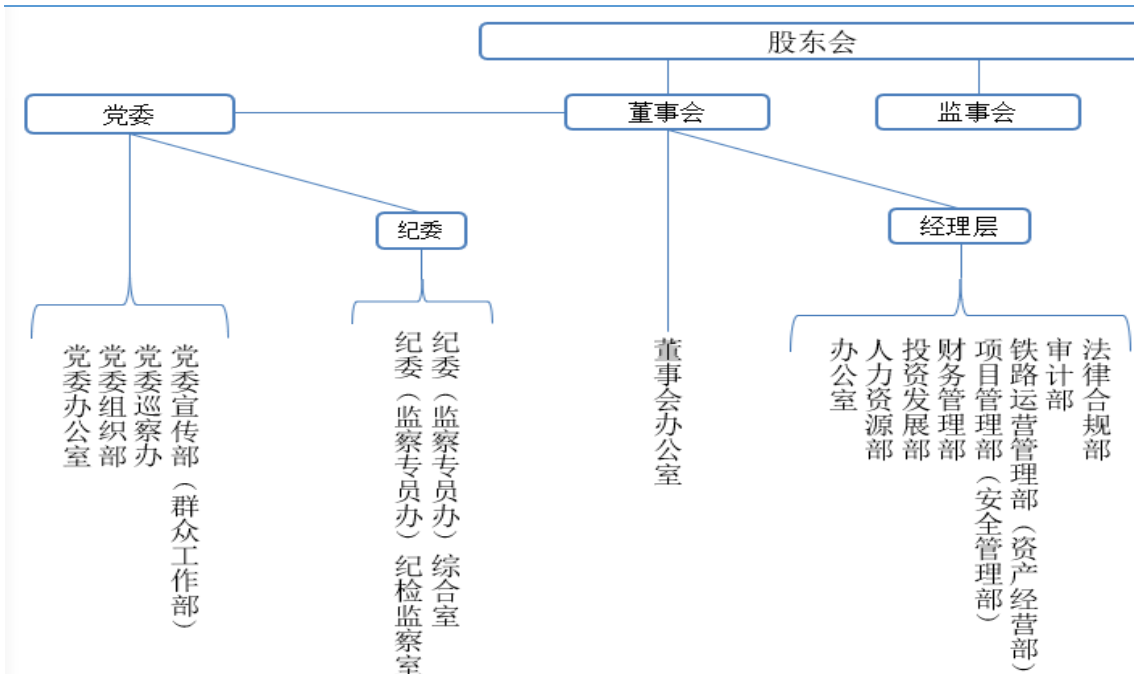
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持贵州铁路投资集团有限责任公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“14 黔铁投债/PR 黔铁投”的债项信用等级为 **AA+**。

## 附一：贵州铁路投资集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



子公司名称	持股比例(%)
贵州铁路投资物产集团有限公司	100.00
贵州铁路发展基金管理有限公司	55.00
贵州铁投都拉物流有限公司	100.00
贵州铜玉铁路有限责任公司	60.00
贵州安六铁路有限责任公司	59.05
叙毕铁路贵州有限责任公司	53.70
贵州铁建置业开发有限责任公司	69.82



资料来源：公司提供

## 附二：贵州铁路投资集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	502,293.53	705,192.41	574,799.89	626,523.37
非受限货币资金	488,881.31	681,175.19	559,909.29	612,699.02
应收账款	203,644.23	246,482.39	220,444.10	206,891.49
其他应收款	631,581.56	583,410.18	662,792.47	579,469.99
存货	55,086.90	70,992.70	81,504.19	83,979.15
长期投资	2,457,880.96	2,766,902.69	2,817,175.82	2,818,089.04
在建工程	372,599.26	418,597.45	669,625.74	671,015.98
无形资产	212,594.38	252,245.99	257,110.03	257,028.24
资产总计	6,232,046.32	7,082,453.11	7,239,240.38	7,285,238.65
其他应付款	49,925.80	23,199.99	33,877.23	35,011.89
短期债务	341,589.50	238,900.18	138,686.08	124,093.47
长期债务	1,762,501.57	2,544,032.21	2,504,218.65	2,511,993.16
总债务	2,104,091.07	2,782,932.39	2,642,904.73	2,636,086.63
负债合计	2,406,962.83	3,065,830.62	2,925,574.47	2,915,575.35
利息支出	55,254.34	51,888.35	59,389.06	--
经调整的所有者权益合计	3,825,083.48	4,016,622.48	4,313,665.91	4,369,663.30
营业总收入	625,504.77	698,515.92	758,146.73	190,056.57
经营性业务利润	41,988.53	48,285.20	55,260.76	18,286.24
其他收益	84,005.45	113,657.95	135,968.98	35,113.36
投资收益	686.45	-3,374.60	-6,912.78	-3,062.35
营业外收入	53.51	265.87	393.02	0.65
净利润	31,080.81	31,274.54	31,880.22	10,421.16
EBIT	78,392.22	90,828.28	99,774.10	--
EBITDA	97,013.50	123,008.63	133,828.13	--
销售商品、提供劳务收到的现金	508,013.60	488,548.17	653,615.15	189,143.42
收到其他与经营活动有关的现金	121,192.94	114,074.76	119,123.45	2,407.97
购买商品、接受劳务支付的现金	515,899.01	488,598.57	667,775.05	159,135.33
支付其他与经营活动有关的现金	36,144.46	44,017.23	62,709.65	42,245.78
吸收投资收到的现金	416,326.50	182,291.55	291,569.55	223,100.00
资本支出	300,483.08	215,104.10	288,533.87	104,783.07
经营活动产生的现金流量净额	50,225.95	40,259.96	110,954.49	-10,475.43
投资活动产生的现金流量净额	-428,008.80	-534,079.17	-325,405.42	-104,812.41
筹资活动产生的现金流量净额	614,122.19	686,087.86	93,939.00	176,307.66
现金及现金等价物净增加额	236,339.34	192,268.64	-120,511.93	61,019.83
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	1.34	-0.47	-1.67	-1.98
期间费用率（%）	7.92	8.75	8.87	6.78
应收类款项占比（%）	13.40	14.06	14.42	13.00
收现比（X）	0.81	0.70	0.86	1.00
资产负债率（%）	38.62	43.29	40.41	40.02
总资本化比率（%）	35.49	40.93	37.99	37.63
短期债务/总债务（%）	16.23	8.58	5.25	4.71
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.91	0.78	1.87	--
总债务/EBITDA（X）	21.69	22.62	19.75	--
EBITDA/短期债务（X）	0.28	0.51	0.96	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.76	2.37	2.25	--

注：1、中诚信国际根据贵州铁投提供的 2020~2022 年审计报告整理；2、中诚信国际将“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务计算；将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn