

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）

# 信用评级报告



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:【新世纪债评(2020) 012158】

**评级对象:** 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)

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA

**评级时间:** 2020 年 11 月 30 日

**注册额度:** 80 亿元

**本期发行:** 不超过 15 亿元(含 15 亿元)

**发行目的:** 偿还公司到期债务及相关债务利息

**存续期限:** 5 年期, 第 3 年末设置公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权

**偿还方式:** 按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次, 最后一期利息随本金一起支付

**增级安排:** 无

## 主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	202.81	181.95	135.13	144.65
刚性债务	2055.56	2160.50	2253.44	2385.63
所有者权益	793.15	904.99	1018.58	1029.72
经营性现金净流入量	80.73	73.73	91.82	23.31
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	3431.12	3654.59	3884.64	4135.81
总负债	2465.03	2573.39	2707.72	2894.28
刚性债务	2270.57	2357.74	2468.99	2650.32
所有者权益	966.09	1081.20	1176.93	1241.54
营业收入	145.91	167.39	201.05	78.63
净利润	4.23	4.63	2.26	-19.81
经营性现金净流入量	100.42	88.72	95.99	26.04
EBITDA	77.38	81.05	93.75	-
资产负债率[%]	71.84	70.42	69.70	69.98
资产负债率[%]*	71.84	70.42	70.01	70.27
权益资本与刚性债务比率[%]	42.55	45.86	47.67	46.84
流动比率[%]	125.28	82.84	109.47	99.34
现金比率[%]	68.03	38.36	42.46	41.87
利息保障倍数[倍]	0.64	0.74	0.79	-
净资产收益率[%]	0.46	0.45	0.20	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.46	16.96	17.59	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.49	-5.37	-5.71	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.67	0.78	0.83	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04	-

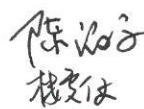
注 1: 根据贵州高速经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年上半年度财务数据整理、计算。

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

陈溢文 cyw@shxsj.com  
楼雯仪 lwy@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



## 评级观点

### 主要优势:

- **外部发展环境较好。**贵州省是中国西南部重要的陆路交通枢纽之一, 快速发展的区域经济和优越的交通位置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。
- **政府支持力度较大。**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持续得到了贵州省政府、交通运输厅和财政厅的大力支持。
- **高速收费业务具有区域垄断优势, 路产效益释放明显, 主业现金回笼能力较强。**贵州高速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。近年来公司在建项目陆续建成通车, 公司控股路产规模扩大, 加之路产产能释放, 通行费收入较大幅度增长。同时, 公司主业现金流回笼能力较强, 持续大规模经营性现金净流入为公司债务偿付提供一定保障。
- **融资渠道畅通。**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。2019 年公司与国开行等银团开展融资再安排贷款业务, 置换公司部分短期借款和即将到期长期借款, 短期偿付压力大幅降低。

### 主要风险:

- **收费公路行业风险。**考虑到收费公路需求端增速放缓、剩余收费期限相对紧张、新通车路产投资回报期拉长和居高的造价成本等, 收费公路行业投资边际效益递减明显, 行业整体还本付息压

力加重。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将愈加突出，全行业还本付息能力或将持续弱化。

- **主业经营继续承压，盈利对政府支持依赖度较强。** 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，贵州高速经营仍将继续承压；此外，公司经营与盈利对政府政策和政府补助资金的依赖度较强，关注政府支持的可持续性。
- **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。
- **房地产业务压力较大。** 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集中度较高且在建规模较大，去化压力或将进一步突出。

#### 评级关注：

- **新冠疫情影响。** 2020年新冠疫情期间，公众出行意愿下降、正常行车效率减缓，叠加春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费至疫情防控结束等让利惠民措施对行业经营产生明显短期冲击，对贵州高速2020年上半年度经营业绩及现金流产生直接的短期削弱影响，持续关注公司全年业绩实现情况。

#### ➤ 未来展望

通过对贵州高速及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券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

### 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

贵州高速公路集团有限公司（简称“贵州高速”、“该公司”和“公司”）前身是贵州省人民政府于 1986 年 3 月批准成立的贵州省重点公路建设指挥部办公室。1993 年 3 月，贵州省人民政府批准成立贵州省高等级公路建设总公司。同年 4 月，贵州省人民政府将贵州省高等级公路建设总公司更名为贵州高速公路开发总公司。2013 年 3 月，根据贵州省交通运输厅的批复，公司更为现名。2019 年 5 月，根据贵州省人民政府印发《省人民政府关于授权省国资委对贵州高速公路集团有限公司履行出资人职责的通知》（黔府函[2019]55 号），公司出资人授权委托管理部门由贵州省交通运输厅移交至贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“贵州省国资委”）管理，由贵州省国资委代表贵州省人民政府履行出资人职责，贵州省交通运输厅不再履行出资人职责，继续履行行业管理职责。截至 2020 年 6 月末，贵州省人民政府授权贵州省国资委持有公司 100% 的股权，公司注册资本和实收资本均为 110.05 亿元。

该公司职能是在国家规划、计划的统筹安排下，以全资、控股和直接管理等方式从事收费公路及其他交通基础设施项目的资本运营和重大生产经营活动，负责贵州省高速高等级公路的融资、建设、经营和管理。2013 年，公司被正式纳入贵州省政府下属八大国有投资公司范畴，进一步明确了公司系全省重点公路及其他交通基础设施项目的资本运营平台和建设经营管理主体的经营定位。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司面向专业投资者公开发行不超过人民币 80 亿元（含 80 亿元）的公司债券已经上海证券交易所审核通过，并经中国证券监督管理委员会（证监许可[2020]1543 号）注册。公司于 2020 年 8 月和 11 月在额度内分别发行 15.00 亿元公司债（20 黔高 01）和 20.00 亿元公司债（20 黔高 03），现计划在剩余额度内发行不超过 15 亿元（含 15 亿元）公司债券（简称“本期债券”），本期债券期限为 5 年期，第 3 年末设置公司票面利率调整选择权和投资者回

售选择权，募集资金拟用于偿还公司到期债务及相关债务利息。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

债券名称:	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）
总发行规模:	80 亿元
本期发行规模:	不超过 15 亿元（含 15 亿元）
本期债券期限:	5 年期，第 3 年末设置公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
增级安排:	无

资料来源：贵州高速

截至 2020 年 11 月 25 日，该公司合并口径仍存续的债券余额合计 265.40 亿元，截至目前，公司存续债券付息正常。

**图表 2. 截至 2020 年 11 月 25 日公司存续期债券概况**

发行方	债券名称	起息时间	发行金额	债券余额	票面利率	到期日
公司本部	14 贵州高速 MTN001 (5+2)	2014/12/2	40.00	31.20	5.98	2021/12/2
	16 黔高 01 (3+2)	2016/3/9	20.00	2.20	4.18	2021/3/9
	16 贵州高速 MTN001	2016/6/8	40.00	40.00	4.60	2021/6/8
	16 黔高速 (5+2)	2016/8/15	20.00	20.00	3.46	2023/8/15
	20 黔高 01	2020/8/21	15.00	15.00	3.70	2023/8/21
	20 黔高 03	2020/11/25	20.00	20.00	4.27	2023/11/25
	18 贵州高速 MTN001	2018/8/29	20.00	20.00	4.89	2021/8/29
	18 贵州高速 MTN002	2018/12/14	10.00	10.00	4.30	2021/12/14
	19 贵州高速 MTN001(3+N)	2019/2/25	12.00	12.00	5.00	2022/2/25
	19 贵州高速 MTN002	2019/4/12	10.00	10.00	4.17	2022/4/12
	20 贵州高速 MTN001	2020/8/13	10.00	10.00	3.75	2023/8/13
	20 贵州高速 SCP001	2020/3/4	20.00	20.00	2.70	2020/11/29
	20 贵州高速 SCP002	2020/6/19	10.00	10.00	2.78	2021/3/16
	20 贵州高速 SCP003	2020/6/28	10.00	10.00	2.94	2021/3/25
	20 贵州高速 SCP004	2020/10/30	10.00	10.00	2.00	2021/2/27
	20 贵州高速 SCP005	2020/11/2	10.00	10.00	2.62	2021/3/2
子公司	16 贵州高投 MTN001	2016/7/21	10.00	10.00	4.40	2021/7/21
	17 贵州高投 MTN001 (5+N)	2017/3/15	5.00	5.00	5.39	2022/3/15
—	合计	—	292.00	265.40	—	—

资料来源：贵州高速

## (2) 募集资金用途

该公司拟将本期公司债募集资金用于偿还公司到期债务及相关债务利息。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020年三季度以来，全球经济缓慢恢复，新冠肺炎疫情反弹、保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长在未来一段时期内仍将面临复杂多变的外部环境，压力依然较大。我国经济恢复在全球范围内表现亮眼，短期内预计将继续稳步修复，同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

2020年三季度以来，新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到有效控制，部分国家或地区出现明显反弹。全球经济在经历了疫情快速传播下的重创后缓慢恢复，主要经济体的修复步调不一，美欧等发达经济体的经济修复相对于除中国外的新兴经济体较快。全球性的货币政策宽松及强力的财政政策刺激将不可避免地推升全球债务水平，经济疲弱下的主权债务风险，特别是新兴经济体的主权债务风险上升。全球疫情防控形势依然严峻，贸易、投资环境未见好转，保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长仍面临着复杂多变的外部环境。

我国经济稳步修复，在全球范围内表现亮眼，为人民币汇率稳中有升奠定了重要基础。经济供需两端持续改善，供给端的好转仍优于需求端。规模以上工业企业的生产活动已基本恢复到正常状态，其中电气机械及器材、汽车、设备制造等高技术制造业及新产品的生产增长相对较快；需求方面，整体消费在消费升级类商品零售的快速增长带动下重回正增长，而餐饮、石油及制品类的消费仍较为低迷；房地产开发投资和基建投资增长较快，制造业投资中除医药、计算机、通信和其他电子设备制造业的投资表现相对较好外，其余均疲弱；我国对美国及东盟的出口表现强劲，出口增长持续超预期。但在内外部需求偏弱的情况下，国内工业企业存货规模较高，应收账款周转偏慢，现金流平衡对融资的依赖度上升，整体工业企业面临的经营压力仍较大；同时，我国物价指数同比涨幅下降，失业率仍处于高位，仍对经济的正常发展形成较大压力。

为应对前所未有的局面和稳住“经济基本盘”，我国除了持续深入推进供给侧结构性改革、进一步扩大开放、推动构建“双循环”发展新格局等长期战略部署外，各类短期的宏观逆周期调节政策也在为推动经济回归常态提供积极支持。我国积极的财政政策更加积极有为，将在拉动内需修复方面发挥更重要

的作用；提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，疫情期间的专项政策正有序退出，政策宽松力度随着经济持续恢复而边际递减，企业部门的债务融资增长速度随之边际放缓；结构性货币政策工具将是主要政策选项，且更加强调直达性和精准调控。金融监管继续强化，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂多变的状态。短期内，在逆周期政策支持下我国经济将继续稳步修复：消费结构升级将持续带动消费恢复；制造业投资疲态难改，房地产开发投资在房企融资收紧的制约下进一步提升的难度大，基建投资在专项债资金加快投放使用的支持下将是固定资产投资回稳的重要动力；出口在外需的边际修复下仍有望保持较快增长；同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战。从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (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；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、正常行车效率减缓、春运返程无明显高峰期，叠加春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费至疫情防控结束等政策性措施，对收费公路行业2020年上半年度经营和现金流产生明显短期冲击。

### 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，2016-2019年，我国公路建设投资累计完成额8.25万亿元（“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。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2019年末14.96万公里。

里，我国公路网络不断完善，“7918”<sup>1</sup>国家高速公路网基本成形，截至 2019 年末，国家高速公路通车里程 10.86 万公里。同期末，收费公路里程达 17.11 万公里，其中收费高速公路里程为 14.28 万公里，占收费总里程的 83.48%，占比进一步上升。

**图表 3. 我国收费公路里程规模（单位：公里）**

里程规模	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路：高速	132637.50	6.53%	137876.70	3.95%	142831.10	3.59%
收费公路：一级公路	20666.60	-12.10%	19592.30	-5.20%	18577.90	-5.18%
收费公路：二级公路	9549.70	-56.49%	9651.00	1.06%	8659.50	-10.27%
收费公路：独立桥梁	779.10	-19.15%	818.40	5.04%	899.40	9.90%
收费公路：独立隧道	103.70	-34.86%	133.00	28.25%	125.00	-6.02%
<b>收费公路里程总计</b>	<b>163736.60</b>	<b>-4.30%</b>	<b>168071.40</b>	<b>2.65%</b>	<b>171092.90</b>	<b>1.80%</b>

资料来源：交通运输部各年收费公路统计公报

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、河南、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，但征拆迁等成本的攀升也带来一定资金需求和投融资压力。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。2019 年末全国收费高速公路债务余额 58044.58 亿元，其中年末银行贷款余额 48322.41 亿元，单公里债务余额达 4064 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，对外融资依存度高，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

**图表 4. 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	2017 年末	2018 年末	2019 年末
收费高速公路投资资本金累计投入	23230.55	24461.74	27193.01
收费高速公路财政性资本金累计投入	13132.04	13575.33	15363.05
收费高速公路非财政性资本金累计投入	10098.51	10886.40	11829.96
收费高速公路投资银行贷款	49091.03	53494.43	56553.85
<b>收费高速公路年末债务余额</b>	<b>49867.38</b>	<b>53666.19</b>	<b>58044.58</b>
收费高速公路年末银行贷款余额	43409.83	45373.00	48322.41
<b>收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]</b>	<b>0.3760</b>	<b>0.3892</b>	<b>0.4064</b>

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，2017-2019 年，我国收费高速公路收支平衡结果分别为-3770.99 亿元、-3857.30

<sup>1</sup> 《国家高速公路网规划》采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北大通道，由 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线组成，简称为“7918 网”。



亿元和-4673.92 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。考虑到新冠疫情影响，2020 年全行业通行费收入规模将明显缩减，收入规模缩减将进一步加重刚性兑付的利息支出压力，届时年度收支缺口或将处于历史高位。

2017-2019 年，我国收费高速公路还本付息金额合计分别为 6976.22 亿元、7265.45 亿元和 7987.74 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 2015-2019 年利息支出就已分别占通行费收入的 56.81%、52.34%、49.92%、48.36%和 48.21%，行业付息压力重，债务循环压力大。

**图表 5. 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	2017 年	2018 年	2019 年
收费高速公路通行费收入	4752.75	5168.38	5551.03
收费高速公路支出	8523.75	9025.69	10224.94
还本付息支出	6976.22	7265.45	7987.74
偿还债务本金	4603.73	4766.20	5311.80
偿还债务利息	2372.49	2499.24	2675.93
<b>收费高速公路收支平衡结果</b>	<b>-3770.99</b>	<b>-3857.30</b>	<b>-4673.92</b>
单公里年通行费收入[万元/公里]	358.33	374.86	388.64
存量债务消化周期[年]	10.49	10.38	10.46
通行费收入利息覆盖水平[倍]	2.00	2.07	2.07
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	1.03	1.08	1.05
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	0.68	0.71	0.69

资料来源：根据 Wind 资讯及每年收费公路统计公报等整理计算绘制

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。

### 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偿清的，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(简称“97号文”)，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。2017-2019年全国收费公路专项债券发行规模分别为440.04亿元、744.60亿元和1525.51亿元。

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。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费时间由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：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，且或将带来部分企业亏损，需关注中央及地方政府对此次疫情免收通行费的相关补助政策和配套保障措施等其他相关形式支持。

此外，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<sup>2</sup>，在不考虑车辆自然增长的基础上，此次收费标准和车型结构调整，或将带来收费公路行业内企业通行费业务收入的波动，该变动实际影响力度有待政策实施期间的持续观察，对疫情防控工作结束后，收费公路主体收费带来进一步不确定性。

### 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：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。

### 风险关注

**（1）政策性风险。**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一定不确定性。2020年新冠疫情期间，春节免费期延长及暂停收取全国车辆通行费等措施对行业经营产生明显的短期冲击；而后随着疫情有效控制和良性消退，国内公路客货运输需求释放并基本恢复至常态。

**（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、新通车路产投资回报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

<sup>2</sup> 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，新标准调整一类客车的分类界值：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。

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，若在融资环境趋紧情况下，融资成本上升，则更易受冲击，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**

**近年来贵州省工业体系日趋优化，经济增速连续八年居全国前列，后发赶超优势明显；此外，贵州省财政对上级政府转移支付依赖度较高。**

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。

2012 年，国务院颁布了国发〔2012〕2 号文件，即《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。近年来贵州省工业体系日趋优化，服务业结构持续完善，经济实力显著提升，全省地区生产总值占全国的比重逐年提高，经济增速连续八年居全国前列。2017-2019 年贵州省地区生产总值分别为 13540.83 亿元、14806.45 亿元和 16769.34 亿元，同比增幅分别为 10.2%、9.1%和 8.3%，虽增速持续放缓，但仍显著高于全国水平，居全国各省市前列。从三次产业结构看，2019 年贵州省实现第一产业增加值 2280.56 亿元，同比增长 5.7%；实现第二产业增加值 6058.45 亿元，同比增长 9.8%；实现第三产业增加值 8430.33 亿元，同比增长 7.8%。2019 年贵州省在十大千亿级工业产业

振兴行动计划深入实施带动下，工业经济较快增长。同时，贵州省作为传统的农业省份，近年来立足气候、生物和资源多样性的特点，持续推进农业结构调整，大力发展山地特色农业，第一产业在产业结构中具有重要地位。

**图表 6. 贵州省国民经济发展状况和财政情况（单位：亿元，%）**

指标	2017年		2018年		2019年	
	数额	增幅	数额	增幅	数额	增幅
地区生产总值	13540.83	10.2	14806.45	9.1	16769.34	8.3
第一产业增加值	2032.27	6.3	2159.54	6.9	2280.56	5.7
第二产业增加值	5428.14	10.1	5755.54	9.5	6058.45	9.8
第三产业增加值	6080.42	11.5	6891.37	9.5	8430.33	7.8
人均地区生产总值（万元）	3.80	9.4	4.12	--	4.64	--
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.91	8.7	3.16	8.6	3.44	8.9
社会消费品零售总额	4154.00	12.0	3971.21	8.2	--	5.1
固定资产投资（不含农户）	15288.01	20.1	--	15.8	--	1.0
进出口总额	551.28	46.8	500.77	-9.2	453.57	-9.5
一般公共预算收入	1613.64	7.2	1726.80	7.0	1767.36	2.3
其中：税收收入	1179.55	10.9	1265.97	7.3	1203.93	-4.9
一般公共预算支出	4604.57	8.0	5017.32	8.8	5921.40	17.7

资料来源：贵州省统计局及财政厅

贵州省实施工业强省战略，大力推进新型工业化，现阶段全省形成了以酒、饮料和精制茶制造、煤炭、电力、烟草（简称“酒煤电烟”）等四大传统支柱行业和电子信息、大健康、新型建筑和建材等新兴产业为主导的工业体系格局。2019年，贵州省规模以上工业增加值同比增长9.6%，其中酒、煤和电力行业增长达到两位数，为全省工业实现较快增长提供有力支撑。2019年，酒、饮料和精制茶制造业增加值同比增长14.9%，增加值占全省规模以上工业增加值比重为28.8%；煤炭行业增加值同比增长18.2%，比上年提高10.5个百分点；电力行业增加值同比增长11.3%，比上年提高2.7个百分点；烟草制品业增加值同比增长6.8%，比上年提高0.2个百分点。

近年来贵州省经济处于快速发展阶段，随着省内传统产业转型的推进、以大数据、大健康等为主的新兴产业的引进和培育，全省一般公共预算收入呈较快增长态势，但增幅放缓。2019年，全省完成一般公共预算收入1767.36亿元，同口径同比增长2.3%。其中税收收入1203.93亿元，税收比率<sup>3</sup>为68.12%，由于深化增值税改革、个人所得税改革等新增减税措施，2019年税收收入同比下降。中央对贵州省的财政支持力度较大，近年中央对贵州省的转移支付规模持续扩大，对全省财力形成较支撑。2019年全省一般公共预算中中央转移支付3036.82亿元。贵州省一般公共预算支出主要涉及教育、农林水事务、交通运输、一般公共服务、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障等多个领域，近年来全省持续加大民生保障和改善力度，一般公共预算支出规模增长较快。2019年，全省一般公共预算支出为5921.40亿元，同比增长17.7%，剔除中央下达的新增一般债券安排的易地扶贫搬迁和脱贫攻坚支出因素后，同口径增长8.9%。

**近年来，贵州省公路网络基本形成，公路货运呈增长趋势。为解决公路建**

<sup>3</sup>税收比率=税收收入/一般公共预算收入\*100%。

设资金，贵州省对公路建设多渠道筹资模式进行探索，同时随着黔中城市群的建设，未来贵州省内高速公路建设需求仍较大。

2019年，贵州省全年完成公路水路固定资产投资1207亿元，其中公路1199亿元、水路8亿元。建成高速公路项目（路段）15个551公里，全省高速公路总里程7004.47公里，总里程跃升至全国第四位、西部第二位，高速公路综合密度保持全国第一。2020年贵州省计划公路水路固定资产投资完成1100亿元，保持投资运行在合理区间，建成高速公路600公里、普通国省道600公里，新改建农村公路4140公里。在客货周转方面，2019年贵州省公路客运量为84255万人，同比增长0.2%；货运量为99605万吨，同比增长3.9%。客货运的增长对贵州省公路交通基础设施的完善及通达性提出了更高的要求，为该公司发展提供良好的契机。

2016年10月，贵州省政府同意关于《贵州省高速公路网规划（加密规划）》的批复，计划在“十三五”末或“十四五”初实现全省高速公路通车里程突破1万公里目标，进一步创新投融资体制机制，争取中央资金支持，加大财政资金投入，使用脱贫攻坚投资基金、交通产业发展基金等，多渠道筹措高速公路建设资金，并推广运用政府与社会资本合作（PPP）模式，吸引社会资本参与高速公路建设。在高速公路里程增长的同时，按照“多彩贵州·最美高速”、“多彩贵州·平安高速”创建要求，坚持生态优先、绿色发展，最大限度减少高速公路建设对生态环境的影响，计划从2015年起投资约60亿元，新建和改造270多个高速公路服务区、星级收费站及沿线景观整治，以提升高速公路管理水平和服务质量。

2017年3月，贵州省政府批准并经国家发展和改革委员会同意《黔中城市群发展规划》（简称“规划”）方案，黔中城市群位于贵州省中部地区，包括贵阳市、遵义市、安顺市等6个市（州）及贵安新区的33个县（市、区），黔中城市群定位为：建设西部地区新的经济增长极、山地特色新型城镇化先行示范区、内陆开放型经济高地、绿色生态宜居城市群。规划中明确黔中城市群要加快构建一核、一圈、四带、五心、多点的空间结构，推进形成核心引领、圈层推进、五心支撑、协同联通的发展格局，其中一圈即为贵阳周边高速公路1小时可通达16个城市组成的黔中核心经济圈。规划中重大基础设施建设项目有266个，总投资逾1万亿元，其中公路建设包括修文经金沙至古蔺高速公路、都匀至安顺高速公路、龙里至花溪大道等。

2018年6月，贵州省人民政府印发《贵州省新时代高速公路建设五年决战实施方案》（下称“方案”），提出到2022年贵州省高速公路要完成投资5000亿元以上，通车总里程突破1万公里。根据方案，贵州省将构筑以贵阳为中心双通道连接各市（州）中心城市的3小时交通圈，建成环贵州高速公路，构建连通顺畅、高效便捷的高速公路网络；实现贵州与邻省（区、市）有4个及以上高速公路通道，7小时到达周边省（区、市）中心城市，全面支撑“一带一路”“长江经济带”等国家战略，强化南向通道建设；基本覆盖全省3A级及以上旅游景区、重点小城镇，通达铁路枢纽、重要港口、机场等交通枢纽节点。

建设资金方面，根据方案，贵州省从 2018 年起至 2022 年，将以 28.1 亿元为基数、按每年 10% 递增安排财政预算资金支持全省高速公路建设，其后视情况再行研究相关支持政策。还将积极引入社会资本以独资、参股等模式参与全省高速公路投资建设运营。日前，贵州省举行了省新时代高速公路建设项目招商引资推介会，会上贵州省面向省内外优强企业推出高速公路招商引资项目共 14 个高速公路项目共 1422 公里，总投资约 2387 亿元，贵州省交通运输厅与多家央企、银行签订了战略合作框架协议或备忘录，部分市州则分别与合作方签订项目合作合同协议。

## 2. 业务运营

该公司主要依靠在贵州省内拥有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，部分新通车路产能释放，路产效益提升，通行费收入不断增加，加之多元化业务的补充，公司营业收入增幅较大。但 2020 年初疫情导致出行意愿下降、免费期延长及暂停收取全国车辆通行费至 5 月 5 日等多重因素影响，2020 年上半年度通行费收入大幅下降，净利润亏损。以财务费用为主的期间费用仍持续侵蚀公司利润，公司业务经营承压，净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，于 2009 年 8 月成立了营运管理中心，并在此基础上设置 9 个地区中心和 1 个养护中心，负责高速高等级公路营运、收费和养护管理工作。

图表 7. 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 8. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年上半年度	2019 年上半年度
营业收入合计	145.91	167.39	201.05	78.63	88.60
其中：核心业务营业收入（亿元）	143.05	164.32	198.81	76.45	86.48
在营业收入中所占比重（%）	98.04	98.17	98.88	97.23	97.60
其中：（1）车辆通行费（亿元）	87.27	95.71	101.71	21.59	50.96
在营业收入中所占比重（%）	59.82	57.18	50.59	27.46	57.51
（2）建材销售（亿元）	32.16	31.94	45.55	23.06	22.04
在营业收入中所占比重（%）	22.04	19.08	22.65	29.33	24.87

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度	2019 年 上半年度
(3) 销售商品 (亿元)	5.76	7.77	27.53	23.30	4.76
在营业收入中所占比重 (%)	3.95	4.64	13.70	29.63	5.38
(4) 商品房销售 (亿元)	9.61	13.24	7.30	0.05	4.07
在营业收入中所占比重 (%)	6.59	7.91	3.63	0.06	4.59
(5) 工程收入 (亿元)	5.07	7.19	4.85 <sup>4</sup>	1.28	1.81
在营业收入中所占比重 (%)	3.47	4.30	2.41	1.63	2.04
<b>毛利率 (%)</b>	<b>51.45</b>	<b>48.00</b>	<b>40.70</b>	<b>26.40</b>	<b>49.53</b>
其中：车辆通行费 (%)	76.24	72.95	69.18	54.21	75.85
建材销售 (%)	5.72	6.81	5.62	4.64	4.35
销售商品 (%)	12.94	9.23	11.28	12.58	27.77
商品房销售 (%)	11.53 <sup>5</sup>	13.64	21.18	-38.25	22.22
工程收入 (%)	12.31	10.08	7.61	9.99	8.54

资料来源：贵州高速

该公司营业收入主要来源于车辆通行费收入和建材销售收入，2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司营业收入分别为 145.91 亿元、167.39 亿元、201.05 亿元和 78.63 亿元，其中车辆通行费收入分别为 87.27 亿元、95.71 亿元、101.71 亿元和 21.59 亿元，占营业收入比重分别为 59.82%、57.18%、50.59%和 27.46%；建材销售收入分别为 32.16 亿元、31.94 亿元、45.55 亿元和 23.06 亿元，占营业收入比重分别为 22.04%、19.08%、33.65%和 29.33%。毛利方面，2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司营业毛利分别为 75.08 亿元、80.34 亿元、81.82 亿元和 20.76 亿元，其中通行费毛利分别为 66.54 亿元、69.82 亿元、70.36 亿元和 11.71 亿元。总的来看，近三年公司高速公路车辆通行费收入保持稳步增长趋势，是公司营业收入和利润的最主要来源，主营业务突出。但 2020 年上半年度，受新冠疫情影响，2020 年 1 月下旬至 2 月中旬高速公路的车流量大幅下降；且经国务院同意，从 2 月 17 日起至 5 月 5 日，全国收费公路免收车辆通行费，公司通行费收入受到重大影响，营业收入和毛利分别同比减少 11.25% 和 52.69%，2020 年公司经营业绩承压。

## A. 收费公路投资与经营

### 路产规模与区位

2017-2019 年，该公司分别完成高速公路项目建设投资 471.58 亿元、347.90 亿元和 363.33 亿元，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、水盘公路等多条高速公路。截至 2020 年 6 月末，公司控股路产通车里程合计 3848.61 公里，占 2019 年末全省高速公路通车总里程的 55%左右。

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

<sup>4</sup>2019 年工程施工减少主要系三级子公司黔通建设工程有限公司划转出合并口径，工程收入减少。

<sup>5</sup>2016 年公司商品房销售额较小，仅为 1.27 亿元，且该批售商品房拆迁及财务利息成本较低，故毛利率稍高；2017 年销售商品房 9.61 亿元，成本 8.50 亿元，利润率降低。



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 9. 截至 2020 年 6 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	收费还贷	1998-2024	20.50	起自笋子林，止于尖坡
	贵新公路	收费还贷	2000-2020	136.02	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	119.04	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，止于凯里麻枝坪村
	凯麻公路	收费还贷	2001-2021	53.87	起自凯里麻枝坪村，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
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
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	起自水城县玉舍乡法窝村，止于盘县红果海铺
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峨坝处
贵州省“州省”县网	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
G76 厦蓉高速	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
G76 厦蓉高速	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
贵州省“州省”县网	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
G7611 都香高速	六六公路	收费还贷	2014-2044	62.00	起自六盘水市水城寨，止于六枝特区新窑乡那玉村
G56 杭瑞高速	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

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
G76 厦蓉高速	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
贵州省“州省”县网	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
G6001 绕城高速	尖小公路(含贵遵复线羊昌-李资段)	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	起自毕节城南龙潭边, 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)
<b>合计</b>	—	—	—	<b>3848.61</b>	—

资料来源：贵州高速

### 路产效益

随着西部经济的快速增长，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，公路运输成为了必然选择。2017-2019 年末，该公司控股路产通车里程分别为 3565.85 公里、3805.45 公里和 3848.61 公里，控股路产规模不断扩大，2017-2019 年通行费收入（含试运行路段）分别为 105.43 亿元、118.30 亿元和 120.14 亿元，单公里年通行费收入分别为 295.67 万元、310.87 万元和 312.16 万元，低于全国平均单公里年通行费收入水平。此外，2017-2019 年，公司因节假日和绿色通道减免通行费合计分别为 16 亿元、18 亿元和 20 亿元，政策性因素对高速公路行业通行费收入产生较大影响。

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。得益于地区经济往来增加，通过相关高速公路车流量较大，保证了公司高速路段收费的稳定增长，2019 年 G75 兰海高速贵州路段（包括崇遵公路、贵遵公路、扎南公路等 5 条路长）通行费收入 32.03 亿元，较上年减少 2.10 亿元，路产单公里年通行收入为 604.95 万元，仍处于行业较好水平。此外，清镇公路、玉凯公路、凯麻公路和镇胜公路等 G60 沪昆高速贵州段路产质量较优，2019 年单公里年通行费收入分别为 673.66 万元、418.05 万元、437.11 万元和 589.15 万元。公司运营的其他高速公路包括通往广西、四川等西部省市的杭瑞线、厦蓉线、汕昆线以及地方高速公路等。目前，公司通行费收入主要依赖于核心路产的贡献，在建路产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一定不确定性。

2019 年贵州“山地公园省·多彩贵州风”避暑度假主题推广活动，车牌非贵州籍一型客车 5 折优惠时间由 2018 年的 77 天增至 100 天，优惠范围由 2018 年的十省市一型客车扩大至非贵州籍全国一型客车。同时随着收费站入口治超建设的逐步完成，部分原行驶高速公路货车选择绕行其它公路或使用其它运输途径装运货物，且 ETC 全面推广发行，享受 9.5 折的车辆大幅增长。综上因

素影响，公司部分重要路段的通行费收入出现小幅下降。此外，2019年下半年启动对“一纵一横”贵新、贵遵、镇胜及玉凯高速的路面大修工程，大修期间将采用单幅双通的方式，极大的影响车辆的正常快速通行，因此相关路段的通行费收入有所降低。由于黔大东青高速 2019 年开通运营，产生分流影响，毕生高速 2019 年通行费收入有所降低。

厦蓉公路（含水格、格都公路）在广西区域的通道于 2017 年 10 月贯通，2018 年该路段车流量增加，通行费收入大幅增长；2019 年由于贵新高速路面大修，往返贵州至广西的车辆选择绕行水都公路，故厦蓉公路通行费较 2018 年有所上升。贵遵扩容公路（包含尖小公路）于 2017 年 12 月全线贯通，2018 年车流量增加，分流崇遵公路路段的车流量，因此贵遵扩容公路 2018 年通行费收入大幅增加，而崇遵公路通行费收入有所下滑，但两条路段合计通行费收入呈增长趋势；2019 年由于贵遵高速路面大修，贵遵扩容公路（包含尖小公路）通行费收入持续增加，但两条路段合计通行费收入仍呈增长趋势。此外，由于汕昆高速云南省管段江召公路全线贯通，诱增板江线车流量，通行费收入增加。

图表 10. 公司主要高等级公路（含试运行）通行费收入<sup>6</sup>（单位：万元）

序号	高速公路路段	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度	备注
1	贵新公路	60,815.91	60,699.85	59,150.98	11,127.80	
2	崇遵公路	80,717.02	66,531.98	62,311.27	12,648.64	
3	玉凯公路	59,514.84	60,068.67	59,233.01	11,945.51	含玉三、三凯公路
4	凯麻公路	23,781.39	24,440.18	23,547.21	4,691.57	
5	清镇公路	63,645.60	63,541.75	62,711.94	15,988.81	
6	镇胜公路	108,290.19	112,637.65	115,797.65	19,025.05	
7	都新公路	48,497.80	50,018.90	46,797.94	10,618.00	
8	茅台公路	20,934.14	22,772.25	24,150.00	6,202.39	
9	麻驾公路	1,497.44	1,668.80	877.72	224.02	
10	厦蓉公路	26,319.35	57,635.66	62,234.88	16,148.93	含水格、格都公路
11	贵清公路	11,624.26	13,982.63	13,279.55	3,279.89	
12	板江公路	44,525.20	48,538.38	52,462.01	12,792.36	
13	遵毕公路	45,382.31	51,659.18	52,498.13	10,721.95	
14	黎洛公路	4,838.46	6,087.19	6,252.60	1,767.38	
15	铜大公路	9,556.10	12,100.93	11,483.53	2,663.44	
16	惠兴公路	25,962.94	28,933.78	25,422.83	5,858.34	
17	思剑公路	10,777.13	11,989.89	11,857.33	3,160.19	
18	六镇公路	8,733.28	9,097.66	9,700.45	2,471.16	
19	贵遵公路	106,168.14	90,305.71	76,721.01	13,337.48	含扎南公路
20	绕城公路	67,789.36	73,792.12	75,358.21	15,310.33	
21	水盘公路	23,472.00	22,510.37	23,395.90	5,671.96	
22	毕威公路	19,903.33	26,093.74	26,514.38	7,288.92	2017 年 1 月从外部转入
23	三黎公路	12,223.21	15,325.17	15,361.71	3,764.37	

<sup>6</sup>2017 年，车辆通行费收入 105.43 亿元，其中：通车正式运营公路车辆通行费 87.27 亿元；已通车试运行公路车辆通行费收入 18.16 亿元；2018 年，车辆通行费收入 118.30 亿元，其中：经营公路车辆通行费 95.71 亿元；已通车试运行公路车辆通行费收入 22.58 亿元；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。2017-2019 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。

序号	高速公路路段	2017年	2018年	2019年	2020年上半年度	备注
24	六六公路	13,277.25	16,776.16	17,305.75	4,474.62	
25	驾荔公路	1,245.06	1,182.20	813.93	131.28	
26	清织公路	20,186.29	21,994.30	21,071.54	4,796.75	2018年10月正式运营
27	织纳公路	12,191.10	14,374.87	14,930.13	3,832.19	2018年11月正式运营
28	余凯公路	9,030.90	11,390.22	11,089.44	1,924.94	2019年7月正式运营
29	凯羊公路	5,858.88	6,424.69	8,290.73	1,815.32	
30	毕生公路	19,444.46	22,007.04	20,651.57	4,713.14	2019年1月正式运营
31	望安公路	6,596.41	9,996.94	7,319.73	1,976.77	2019年1月正式运营
32	凯雷公路	2,963.45	9,998.46	3,804.49	728.97	2019年1月正式运营
33	惠罗公路	12,643.69	13,903.67	13,048.15	4,600.72	
34	毕都公路	46,781.19	59,529.11	60,676.52	14,229.45	
35	贵遵扩容公路	19,122.81	62,889.60	71,807.93	14,414.73	包含尖小公路
36	六威公路	--	17.37	27,278.66	8,100.50	
37	罗望公路	0.00	2,037.88	6,159.80	1,645.98	
合计		<b>1,054,310.91</b>	<b>1,182,954.95</b>	<b>1,201,368.61</b>	<b>264,093.86</b>	--

资料来源：贵州高速

### 收费标准

收费标准上，根据贵州省人民政府办公厅《省人民政府办公厅关于调整收费公路车辆通行费标准和高等级公路货车试行计重收费有关问题的通知》（黔府办发[2007]37号）及贵州省物价局、贵州省交通厅《关于全省高速高等级公路各区间段车辆通行费收费标准和货车试行计重收费有关问题的通知》（黔价费[2007]87号），贵州省高速、高等级公路各区间段的车辆通行费收费标准按车型分类，货车计重收费。高速公路车辆通行费基本收费标准为全省统一 0.5 元/吨·公里。

根据《贵州省人民政府关于贵州省调整收费公路货车通行费计费方式工作方案的批复》（黔府函[2019]137号），贵州省高速（一级）公路货车计费方式由计重收费统一调整为按车（轴）型收费，统一基本收费标准为 0.5 元/公里。按照《收费公路车辆通行费车型分类》（JT/T489-2019）行业标准统一货车车型分类标准，新增专项作业车类型。六类货车收费系数分别为 1：1.4：3：4.2：4.5：6.15，专项作业车收费系数参照货车标准执行。对符合收费条件的桥隧单独计费，合并征收车辆通行费。货车基本收费标准调整为：一类货车通过一类桥隧通行费 1.1 元/车次，桥隧分类系数为 1：2：3：4：5。对六轴以上货车（大件运输车辆），以六类货车收费标准为基数，每增加一轴增加 0.5 收费系数，最高系数为 10。按车（轴）型收费方案自 2020 年 1 月 1 日起执行，黔府办发[2007]37 号文件中关于货车计重收费的有关规定不再执行。收费方案变动对公司通行费收入的影响尚无法明确估算，实际影响力度仍有待政策实施期间的持续观察。

### 资本支出

该公司为贵州省高速公路建设的重要主体，公司目前正在建的自建项目共计

2 个，项目总投资为 698.48 亿元，其中政府资本金 255.32 亿元，截至 2020 年 6 月末，政府资本金到位 154.80 亿元，项目累计完成投资 451.76 亿元。

从建设资金来源看，由于受限于贵州省财力，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。近几年增加了信托、委托贷款、工程保理、银行承兑汇票等多种筹资方式，并较多是使用直接融资方式，如企业债券、私募债券、中期票据、公司债等。

**图表 11. 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	政府资本金金额	政府资本金到位	累计已投资	2020 年下半年计划投入
<b>自建项目：</b>							
都匀至安顺高速公路	283.00	434.99	0.35	158.77	90.68	287.35	71.01
崇溪河至遵义段扩容工程	120.00	263.49	0.35	96.55	64.12	164.41	28.87
<b>小计</b>	<b>403.00</b>	<b>698.48</b>	<b>--</b>	<b>255.32</b>	<b>154.80</b>	<b>451.76</b>	<b>99.88</b>
<b>PPP 项目：</b>							
正安至习水高速公路	130.06	177.92	0.25	15.28	15.31	187.16	--
开阳至瓮安高速公路	44.24	68.99	0.25	7.20	7.20	48.98	10.92
剑河至榕江高速公路	116.72	178.16	0.25	17.82	17.42	180.51	11.82
威宁至围仗高速公路	28.14	44.84	0.25	4.18	4.19	25.07	8.17
镇远至玉屏高速公路	88.00	154.00	0.25	--	3.00	0.60	4.70
剑河至黎平高速公路	74.00	130.00	0.25	9.73	7.24	6.00	7.75
金沙经仁怀至桐梓高速公路	105.00	183.00	0.25	13.04	8.99	10.78	13.31
纳雍至赫章高速公路	55.00	84.50	0.25	6.70	5.08	5.30	11.70
桐梓至新蒲	73.48	123.90	0.25	9.29	4.10	4.35	15.65
贵阳至黄平延伸线	7.80	26.03	0.25	--	1.00	0.00	0.65
<b>小计</b>	<b>722.44</b>	<b>1171.34</b>	<b>--</b>	<b>83.24</b>	<b>73.53</b>	<b>468.75</b>	<b>84.67</b>

资料来源：贵州高速（截至 2020 年 6 月末，四舍五入存在尾差）

此外，该公司代表政府履行出资方责任参与省内 PPP 项目，目前公司参与的 PPP 项目共计 10 个。建设资金方面，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。目前，PPP 项目计划总投资 1171.34 亿元，政府出资方需支付 83.24 亿元资本金，政府资本金拨付至公司（计入资本公积），公司转拨至项目公司（计入可供出售金融资产），截至 2020 年 6 月末，政府资本金到位 73.53 亿元，PPP 项目累计完成投资 468.75 亿元。

### 政府支持情况

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、银团再融资等方面的支持。

项目资本金拨付上，2017 年该公司获得高速公路资本金拨付金额 71.90 亿

元，其中中央车购税 55.60 亿元，分别为水威项目中央车购税 30.60 亿元和贵遵扩容项目中央车购税 25.00 亿元。2018 年公司获得高速公路资本金拨付 116.39 亿元，其中中央车购税 97.27 亿元，分别为水威项目 30.00 亿元，贵遵扩容 9.55 亿元，都安项目 31.61 亿元，重遵复线项目 26.12 亿元。2019 年公司获得高速公路资本金拨付 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项目 30.00 亿元；其他为省级资本金 22.00 亿元，项目省级补助资金 10.00 亿元等。2020 年上半年度，公司获得高速公路资本金拨付 43.67 亿元，其中中央车购税 17.00 亿元，分别为都安项目 9.00 亿元，重遵扩容项目 8.00 亿元；省级财政资金 25.67 亿元等。

政府债务置换支持方面，2017 年 12 月，贵州省政府、该公司及银行各方协商，计划以政府发行定向债置换公司部分高成本债务，截至 2018 年 8 月末，已累计完成 255.81 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 5.06%，置换完成之后成本为 4.04%）。

为响应国家号召，贵州省取消政府收费还贷二级公路收费的实施方案已获省政府原则性同意。该公司所辖的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 2020 年 6 月末公司共收到取消收费二级公路补助资金 70.03 亿元，其中中央补助资金 54.00 亿元，地方政府补助资金 16.03 亿元，尚有 19.97 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，2019 年公司测算政府还贷二级公路贷款所形成的所有利息合计 19.12 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。

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，贷款资金将作为地方政府高速公路资本金投入（公司以 1.2%利息率陆续转贷给地方政府并纳入其财政预算，由地方政府分年还本付息）。

2015 年，为贯彻落实《交通运输部关于深化交通运输基础设施投融资改革

的指导意见》文件，经贵州省人民政府批准，设立贵州交通产业发展基金，以财政资金为引导，多元化筹集社会资金投入贵州交通运输道路基础设施建设。出资方式上，贵州省人民政府授权贵州省交通运输厅履行出资人职责，委托该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有资金设立贵州交通产业发展基金，2016年8月15日，贵州交通产业发展基金公司（简称“交通发展基金”）<sup>7</sup>注册成立。按照交通发展基金的《股东出资协议》，交通发展基金注册资本72亿元，其中含财政性资金57.72亿元，公司和贵州交建以代持贵州省财政资金和自筹资金的方式，分别按60%和40%的持股入股交通发展基金。具体出资额（含财政资金）为：公司出资43.20亿元，其中自筹资金8.568亿元，财政性资金34.632亿元；贵州交建出资28.80亿元，其中自筹资金5.712亿元，财政性资金23.088亿元。贵州省财政性资金2016年出资17.72亿元，以后年度省级财政通过高速公路资本金等预算安排交通建设专项资金投入（2017-2020年每年10亿元）；公司与贵州交建通过自有资金共同筹资14.28亿元，2016年首期自筹资金为6.28亿元，其中公司出资3.768亿元，贵州交建出资2.51亿元。截至2020年6月末，交通发展基金已到位44.00亿元，其中，公司出资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17.60亿元（含：省级财政交通建设专项资金15.09亿元，贵州交建自筹资金2.51亿元）。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。

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，由出资人决定是否续存，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。

金融机构支持方面，依据国家“三去一降一补”政策，2016年该公司与金融机构签署利率变更贷款合同，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，用于置换即将到期和短期债务，降低短期偿债压力，拉长公司银行借款期限。截至2020年6月末公司已通过融资再安排业务累计置换贷款1174.49亿元，公司即期偿债压力大幅降低。

此外，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》，该公司于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。2020年上半年度公

<sup>7</sup>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）。

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。

## B. 其他业务

### 建材销售业务

该公司建材销售业务主要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”），主要负责销售钢材、板材及其他金属建材、水泥、砂石等建筑材料。此外，公司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的顺利实施及成本控制，故建材销售毛利率较低。

2017-2019 年及 2020 年上半年度，该公司建材销售业务收入分别为 32.16 亿元、31.94 亿元、45.55 亿元和 23.06 亿元，该业务随着省内高速公路项目建设项目材料需求量增加以及钢材价格波动而有所波动，2019 年以来受都安、重遵高速公路施工进度影响，用材增加，公司建材销售收入大幅增长。2017-2019 年及 2020 年上半年度建材销售业务毛利率分别为 5.72%、6.81%、5.62%和 4.64%，毛利率较低。

### 房地产业务

2017-2019 年，该公司商品房销售收入分别为 9.61 亿元、13.24 亿元和 7.30 亿元，毛利率分别为 11.53%、13.64%和 21.18%，收入均主要来源于未来凯里城项目。2019 年因收入对应的房屋价格上涨及商铺占比较高，毛利率提升。2020 年上半年度，商品房销售收入为 0.05 亿元，毛利率为-38.25%，因商业银行对二楼商铺不予办理贷款、车位现阶段暂时无法办理产权等原因涉及退商铺、退车位款，2020 年上半年度商品房销售业务毛利率为负。

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<sup>8</sup>。目前贵州高投正逐步将其中 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，截至 2020 年 6 月末，项目累计支付投资款 66.17 亿元（含土

<sup>8</sup>土地总成本价为 12.87 亿元，截至 2020 年 1 月支付完毕。



地购置款 12.59 亿元)，项目于 2015 年 12 月陆续开始交付使用，截至 2020 年 6 月末，累计资金回笼 40.40 亿元，公司预计 2020 年下半年度可回笼资金 5.85 亿元。由于前期土地成本支付、周边配套建设、征拆迁、车位产权不明朗等原因占用 21.27 亿元资金，导致未来凯里城建设资金成本偏高，加之商业销售滞后，资金回笼慢，未来凯里城项目收益较低。

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”房地产开发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 2020 年 6 月末累计投资 4.37 亿元，累计回笼资金 4.97 亿元。“蒙特卡尼”二期项目占地面积 23.26 万平方米，截至 2018 年末，项目累计投资 3.60 亿元（其中土地价格 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，公司已于 2020 年 9 月在贵州阳光产权交易平台公开挂牌。

2014 年，贵州高投和贵阳城发合资成立贵州高速发展置业有限公司（简称“高发置业”），由高发置业负责“花溪 26°”地产项目开发建设。“花溪 26°”项目位于板桥片区田园南路，为集文化、旅游、休闲、度假、康养等于一体的贵州省城市综合体，项目估算总投资 73.13 亿元，项目拟分地块开发。截至 2020 年 6 月末，已投入开发成本 20.68 亿元，其中包括已支付的土地出让金 7.84 亿元。“花溪 26°”项目 3 号和 2 号地自 2019 年开始预售，截至 2020 年 6 月末累计收到预售款 6.11 亿元。

**图表 12. 截至 2020 年 6 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/平米）	已售面积	累计回笼资金
1 号地块	73.13	2021.12-2023.12	住宅、商铺、车位、公寓	8.25	5.37	--	2023.12	1.38	--	--
2 号地块		2018.06-2021.12		58.83	55.43	8.93	2019.06	1.07	0.79	0.41
3 号地块		2018.01-2018.12		18.50	12.49	7.28	2019.1	0.95	9.00	5.70
4 号地块		2020.12-2023.03		19.02	12.99	4.47	2021.12	2.28	--	--
合计	73.13	--	--	104.60	86.28	20.68	--	--	9.79	6.11

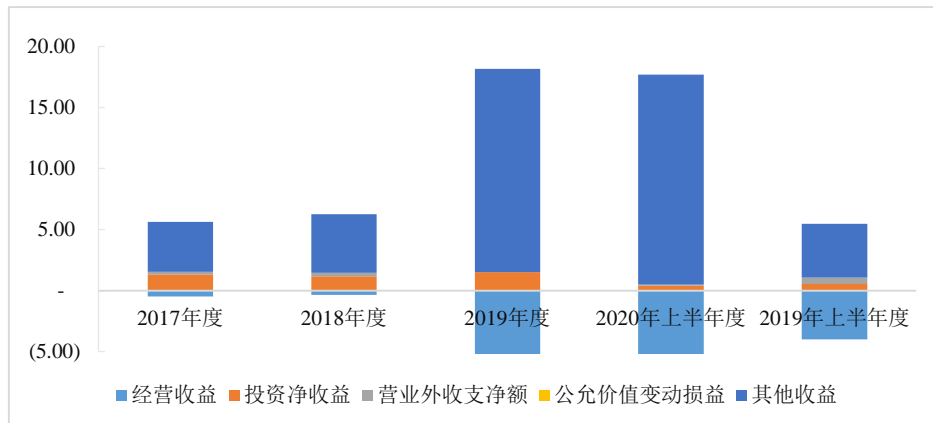
资料来源：根据贵州高速所提供数据绘制

### 销售商品业务

2016 年，该公司新增销售商品业务，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，2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司销售商品业务实现收入分别为 5.76 亿元、7.77 亿元、27.53 亿元和 23.30 亿元；同期毛利率为 12.94%、9.23%、11.28%和 12.58%，2019 年公司获得贵州茅台酒销售代理权，加之农副产品销量增加，销售商品业务收入大幅增长；同时因毛利率较高的农副产品收入占比提升，销售商品业务毛利率有所提升。

## (2) 盈利能力

图表 13. 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。

该公司为贵州省高速公路建设、投融资和运营的重要主体，其收入主要来自收费公路通行费收入，2017-2019 年公司车辆通行费分别为 87.27 亿元、95.71 亿元和 101.71 亿元，随着区域经济的快速发展以及新增高速公路的运营，通行费收入逐年增加。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。2017-2019 年公司营业收入分别为 145.91 亿元、167.39 亿元和 201.05 亿元。2020 年上半年度，公司实现营业收入 78.63 亿元，较上年同期减少 11.25%，受 2020 年新型冠状病毒疫情影响，1 月下旬至 2 月中旬高速公路的车流量大幅下降；且经国务院同意，从 2 月 17 日至 5 月 5 日，全国收费公路免收车辆通行费，当期公司营业收入同比大幅降低。由于公司管理的收费还贷高速公路固定资产不计提折旧政策<sup>9</sup>，综合毛利率较高，2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司业务综合毛利率分别为 51.45%、48.00%、40.70%和 26.40%，其中路产通行费业务毛利率分别为 77.72%、76.24%、72.95%和 54.21%，通行费业务是公司利润的主要来源，2020 年上半年度由于疫情以及政策等原因，通行费收入大幅降低，但人员等成本相对固定，通行费业务毛利率降低，从而导致综合毛利率的大幅下滑。

该公司期间费用占营业收入的比例较大，2017-2019 年及 2020 年上半年度，期间费用分别为 74.29 亿元、80.22 亿元、92.89 亿元和 55.71 亿元，期间费用率分别为 50.92%、47.92%、46.20%和 70.85%，严重侵蚀公司的营业利润。公司期间费用主要由财务费用构成，同期财务费用分别为 68.78 亿元、73.59 亿元、85.29 亿元和 52.72 亿元，由于公司有息债务规模增加、高速项目转固后利息费用化，导致公司利息支出逐年增加，2019 年公司毕生、清织、织纳、凯羊、凯雷及望安等路产转正式运营，费用化利息支出大幅增加。

<sup>9</sup> 2017 年公司审计报告披露：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，增强高速公路企业银行信用评级和融资能力。

**图表 14. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度	2019 年 上半年度
营业收入合计（亿元）	145.91	167.39	201.05	78.63	88.60
毛利（亿元）	75.08	80.34	81.82	20.76	43.88
其中：通行费业务（亿元）	66.54	69.82	70.36	11.71	38.65
综合毛利率（%）	51.45	48.00	40.70	26.40	49.53
其中：通行费业务（%）	76.24	72.95	69.18	54.21	75.85
期间费用率（%）	50.92	47.92	46.20	70.85	53.05
其中：财务费用率（%）	47.14	43.96	42.42	67.05	49.85
全年利息支出总额（亿元）	115.44	103.83	112.89	--	--
其中：资本化利息数额（亿元）	46.66	32.40	27.63	--	--
通行费收入（利润表）	87.27	95.71	101.71	--	--
通行费收入（含试运行路产）	105.43	118.30	120.14	--	--
<b>通行费收入（含试运行）对利息的覆盖倍数[%]</b>	<b>91.33</b>	<b>113.94</b>	<b>106.42</b>	--	--

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

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，2017-2019 年公司利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 115.44 亿元、103.83 亿元和 112.89 亿元，其中费用化利息支出分别为 68.78 亿元、71.42 亿元和 85.26 亿元。2017-2019 年，公司车辆通行费收入分别为 87.27 亿元、95.71 亿元和 101.71 亿元，含试运营通行费收入分别为 105.43 亿元、118.30 亿元和 120.14 亿元，含试运营通行费收入对利息的覆盖倍数为 91.33%、113.94%和 106.42%。

2017-2019 年及 2020 年上半年度，该公司投资净收益分别为 1.34 亿元、1.16 亿元、1.50 亿元和 0.40 亿元，主要为可供出售金融资产在持有期间的投资收益和权益法核算的长期股权投资收益，2018 年公司持有贵州银行股份有限公司获得现金股利 0.21 亿元和子公司贵阳城市发展投资（集团）有限公司持有可供出售金融资产投资收益 0.46 亿元；2019 年权益法核算的长期股权投资收益 0.83 亿元以及持有至到期投资（主要为贵州交通产业发展基金交通建设壹号基金）在持有期间获得收益 0.33 亿元。2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司获得其他收益分别为 4.09 亿元、4.79 亿元、16.65 亿元和 17.20 亿元，为与收益相关的政府补助，2019 年公司获得省级统筹高速公路运营补助 10.00 亿元、国有资本收益预算款 3.00 亿元；贵阳市交通委员会贵阳东北绕城通行费收益损失补偿费 1.86 亿元、取消收费政府还贷二级公路省级补助资金 1.60 亿元，作为贵州省高速公路投资建设和运营的重要主体，公司每年可以获得一定的财政补贴，对利润总额形成较为有效的补充。同期，公司实现净利润分别为 4.23 亿元、4.63 亿元、2.26 亿元和-19.81 亿元，2019 年由于多条路产正式运营，运营养护支出增加和费用化利息支出规模较大幅度增加，公司净利润同比减少 51.18%；2020 年上半年度受疫情影响，公司营业收入大幅降低，但财务等期间费用同比却有所增加，净利润亏损较大。总体看，公司整体盈利水平较大程度上仍依赖于政府资金支持。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 上半年度	2019 年 上半年度
投资净收益（亿元）	1.34	1.16	1.50	0.40	0.54
其中：可供出售金融资产在持有期间的投资收益（亿元）	0.67	0.35	0.21	--	--
权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.20	0.65	0.83	--	--
其他收益（亿元）	4.09	4.79	16.65	17.20	4.42
营业外收入（亿元）	0.29	0.41	0.11	0.19	0.68
其中：政府补助（亿元）	0.03	0.00	0.11	--	--
公允价值变动损益（亿元）	--	--	--	--	--

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

## 管理

该公司实际控制人为贵州省人民政府，产权结构清晰。公司设有董事会和监事会等决策、监督机构，并规范运作，法人治理结构较健全。且公司在业务、财务和资金等方面建立了较完善的运行管理体制，现有管理团队稳定，能够满足现阶段投融资管理需要。

### 1. 产权关系与公司治理

#### (1) 产权关系

该公司为贵州省进行高速公路开发建设运营主体，由贵州省国资委代表贵州省人民政府履行出资人职责。截至 2020 年 6 月末，贵州省人民政府授权贵州省国资委持有公司 100% 的股权。

此外，《中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司 2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）募集说明书》披露，根据《省人民政府关于省国资委转让所持贵州高速公路集团有限公司部分股权的批复》，同意将贵州省国资委所持该公司部分股权（最终比例以 2019 年度审计报告确定）转让给中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（简称“茅台集团”）持有，转让价款 150 亿元。贵州省国资委持有茅台集团 100% 股权，为茅台集团唯一股东。持续关注上述事项的最新进展。

#### (2) 公司治理

该公司按照《公司法》和《公司章程》等法律法规和相关规定要求运作，在资产、机构组织、财务核算等经营管理环节保持了应有的独立性，股东主要通过董事会及相关治理机制对公司施加影响。

目前，该公司不设股东会，由贵州省国资委行使股东会职权，决定公司的

经营方针和投资计划等。公司设立党委，设党委书记 1 名，党委副书记 2 名，其他党委成员数名。党委书记和董事长一般由一人担任。公司党委是公司治理结构的领导核心和政治核心，在公司架构范围内完善相应的组织体系，其他治理主体服从党委的领导。公司设董事会，对出资人负责，董事会成员为 5-9 人，其中董事长 1 名，副董事长 1 名。董事长和副董事长由出资人从董事会成员中指定。公司监事会由 5 名监事组成，其中监事会主席 1 名，职工监事比例不得低于三分之一。公司非由职工代表担任的董事、监事由出资人委派和更换。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，对董事会负责。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

根据日常经营管理需要，该公司组织架构健全，设置综合办公室、党群工作部、组织人事部、战略发展部、经营管理部、财金管理部（财务结算中心）、审计法务部等多个部门。各部门之间的分工合理，权责明确。公司组织架构详见附录二。

自成立以来，该公司在严格执行国家及行业的相关规范的同时，在《贵州省高等级公路管理条例》、《贵州省高速公路建设管理试行办法》、《贵州省政府投资高速公路建设资金管理暂行办法》等制度的指导下，制定了较为完备的工程建设、运营管理和经营开发的业务制度。此外，公司对各个岗位的职责及操作流程做了详细的规定。

### (2) 经营决策机制与风险控制

在对外担保管理方面，该公司建立了较为严格的对外担保制度，目前公司担保单位主要为贵州省交通系统等关联企业。

在关联交易方面，该公司实行严格的关联交易管理制度，在公司与关联方公司发生的关联担保、关联交易、关联债权债务往来方面进行审批管理，严格规范系统内资金往来，同时，在关联交易定价原则方面，公司严格遵循公平、公正、公开以及等价有偿的原则，根据市场价格、产品等级进行定价。

在子公司管理方面，该公司通过委派高管人员和日常监管两条途径行使股东权利，子公司在母公司总体方针目标框架下，独立经营、自主管理，子公司发生改制改组、收购兼并、投融资、资产处置、收益分配等重大事项，须事先报告母公司，并按规定的有关程序和权限进行，母公司定期或不定期对子公司进行审计监督。

### (3) 投融资及日常资金管理

投资管理方面，贵州省全省高速公路规划由贵州省交通运输厅负责组织编制，该公司现有的对外投资主要是根据贵州省政府安排，为省内重大交通

基础设施项目建设进行投资。公司制定了严格的投资项目授权管理机制，重大的对外投资计划须经党委会议讨论后决策。

项目管理方面，该公司在重大项目建设时实行每条高速公路项目设项目办公室的项目管理方式。所有在建项目均严格执行业主负责制、招投标制、合同管理制、项目法人制和工程监理制。

资金管理方面，该公司以贵州省交通运输厅、贵州省财政厅通知下达的高速公路建设年度支出预算的规模、范围等为依据，编制建设资金年度项目支出预算，报交通运输厅、财政厅审定。

#### (4) 不良行为记录

根据该公司提供的 2020 年 11 月 16 日《企业信用报告》（授信机构版），公司本部历史存在 5 个已结清的关注类账户。

根据 2020 年 11 月 2 日国家企业信用信息公示系统及中国执行信息公开网查询结果，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 年至 2019 年期间，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 3,943.7 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 日认缴罚款并积极完善相关手续。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。目前公司正在着手认缴上述罚款。

## 财务

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较好保障。

## 1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2017-2019 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。

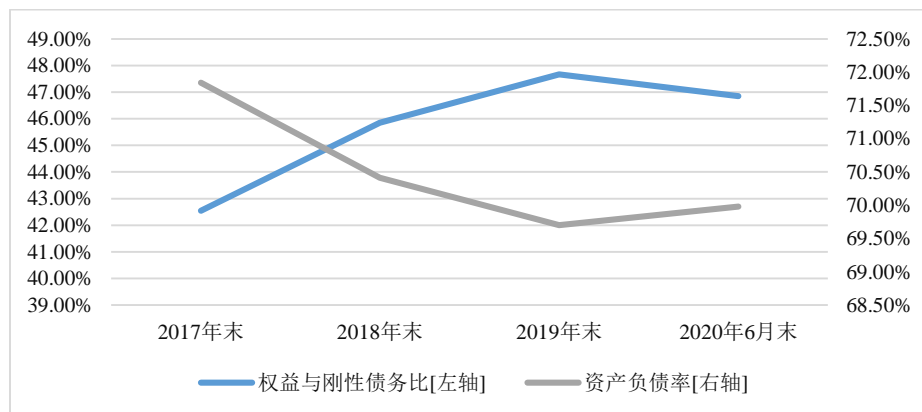
该公司 2017 年审计报告披露：根据贵州省人民政府“黔府专议[2016]99 号”《关于研究增强贵州高速公路集团有限公司融资能力有关问题的会议纪要》，对公司管理的政府还贷高速公路固定资产 2016 年度暂不提折旧，为公司提升融资能力创造良好条件。根据贵州省政府“黔府发[2017]15 号”《关于深化交通基础设施投融资体制改革的指导意见》，对公司管理的收费还贷高速公路固定资产不计提折旧，增强高速公路企业银行信用评级和融资能力。

2018 年，该公司非同一控制下合并贵州青阳正泽建设工程有限公司，合并口径内新设 2 家子公司，分别为贵州高速石油有限公司和毕节市枢纽置业有限公司，2019 年公司投资设立贵阳城发机动车检验检测有限公司、贵州奇域开发管理有限公司、贵州交产资源开发有限公司等 5 家子公司，贵州交通产业发展基金华诚高速壹号（有限合伙）由于合伙方退伙持股比例增加形成控制。截至 2019 年末，公司合并口径内一级子公司 13 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 16. 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，推高了公司整体债务负担，2017-2019 年末及 2020 年 6 月末，公司负债总额分别为 465.03 亿元、2573.39 亿元、2707.72 亿元和 2894.28 亿元，资产负债率分别 71.84%、70.42%、69.70%和 69.98%，财务杠杆有所下降但仍处于较高水平。2019 年 2 月公司发行 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，截至 2019 年末及 2020 年 6 月末公司实际资产负债率为 70.01%和

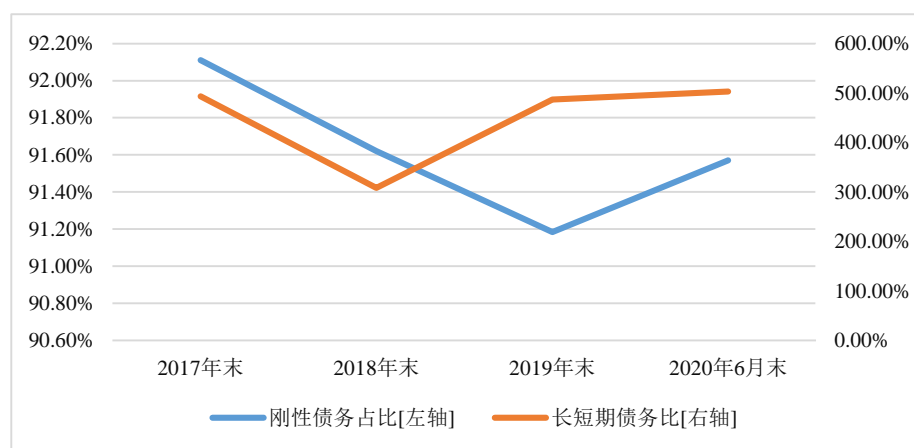
70.27%。

2017-2019 年末及 2020 年 6 月末，该公司所有者权益分别为 966.09 亿元、1081.20 亿元、1176.93 亿元和 1241.54 亿元，其中实收资本和资本公积合计占比超过 80%，主要为股东注资和高速公路资本金，资本结构较稳定。根据财企[2012]23 号文件，2012 年起公司将中央、省级及地方财政拨付的高速公路项目资本金由长期应付款科目转入资本公积，公司所有新建项目均可以享受以上政策。2018-2019 年公司获得高速公路项目资本金 116.39 亿元和 112.08 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的陆续到位，所有者权益将进一步增加，新世纪评级将持续关注政府支持形式和落实情况。

整体看，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，公司实际债务负担低于账面值。从未来看，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，预计公司对外融资需求依然大，加之 2020 年上半年通行费收入由于疫情及政策原因大幅降低，在现金流入减少而投资仍将持续的情况下，债务负担将加重。

## （2）债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
刚性债务（亿元）	2270.57	2357.74	2468.99	2650.32
应付账款（亿元）	116.50	133.37	135.13	138.00
预收账款（亿元）	11.54	9.96	12.96	19.92
其他应付款（亿元）	56.53	62.36	81.56	80.73



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
刚性债务占比 (%)	92.11	91.62	91.18	91.57
应付账款占比 (%)	4.73	5.18	4.99	4.77
预收账款占比 (%)	0.47	0.39	0.48	0.69
其他应付款占比 (%)	2.29	2.42	3.01	2.79

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，2017-2019 年末及 2020 年 6 月末，该公司长短期债务比分别为 493.40%、308.10%、487.13%和 502.79%。高速公路建设期长，公司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，公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和预收账款等构成，2019 年末占比分别为 91.18%、4.99%、3.01%和 0.48%。随着在建高速公路项目的增长，由未付工程进度款、应付货款及劳务构成的应付账款年末余额为 135.13 亿元，较上年末增长 1.32%；其他应付款余额为 81.56 亿元，较上年末增长 30.78%，主要系各在建项目施工中标单位的工程履约保证金、往来款等，增幅主要系公司经营性往来款增加 20 亿元等；预收款项余额为 12.96 亿元，较上年末增长 30.16%，主要为预售房款、预收的 BT 项目回款和工程款等，增幅主要系预售凯里未来城和花溪 26° 房款。截至 2020 年 6 月末，预收款项较上年末增长 53.75%至 19.92 亿元，增幅主要系商品房预售款增加所致，截至 2020 年 6 月末，预收凯里未来城和花溪 26° 房款合计 13.17 亿元。其他负债较上年末无重大变化。

### (3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>225.71</b>	<b>419.80</b>	<b>226.85</b>	<b>239.68</b>
其中：短期借款	184.89	179.73	107.85	54.26
一年内到期的非流动负债	32.68	234.42	115.15	178.11
应付短期债券	-	-	-	-
应付票据	1.23	0.50	0.63	2.89
应付利息	6.91	5.15	3.22	4.42
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>2044.86</b>	<b>1937.94</b>	<b>2242.13</b>	<b>2410.64</b>
其中：长期借款	1736.90	1735.52	2022.79	2188.87
应付债券	210.95	124.80	148.22	157.72
其他中长期刚性债务	97.01	77.62	71.12	64.05
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>4.83</b>	<b>4.81</b>	<b>4.92</b>	<b>4.63</b>

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

2017-2019 年末及 2020 年 6 月末，该公司刚性债务分别为 2270.57 亿元、2357.74 亿元、2468.99 亿元和 2650.32 亿元，占公司负债比重分别为 92.11%、91.62%、91.18%和 91.57%。其中短期刚性债务分别为 225.71 亿元、419.80 亿元、226.85 亿元和 239.68 亿元，因部分长期借款和应付债券即将到期偿付，转入一年内到期的非流动负债核算，2018 年末公司短期刚性债务规模大幅增

长；受益于融资再安排贷款业务，公司短期债务和部分到期债务置换为长期债务，2019年末短期刚性债务大幅降低。2017-2019年末及2020年6月末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为125.21%、57.61%、86.31%和83.87%。2019年以来公司与国开行等银团开展融资再安排贷款业务，置换部分短期借款和即将到期的长期借款，短期偿债压力缓解，且2020年以来，为缓解疫情以及政策性免收通行费对公司付息压力，融资再安排贷款以及其他部分银行贷款由原来的按季付息调整为半年付息（涉及贷款本金约1200亿元）。2017-2019年末及2020年6月末，公司中长期刚性债务分别为2044.86亿元、1937.94亿元、2242.13亿元和2410.64亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，其中2019年末长期借款2022.79亿元，较上年末增长16.55%，主要系短期借款置换为长期借款以及持续对外投资高速公路项目所致；应付债券余额为148.22亿元；长期应付款余额为71.12亿元，较上年末减少8.36%，系公司以高速公路的路面资产及附属设施等固定资产向融资租赁有限公司采取售后回租的方式融入资金，租赁期利率为4.17-6.70%，租赁期为6-7年，降幅主要系即将到期的融资租赁款15.37亿元转入一年内到期的非流动负债核算所致。

从借款方式来看，2019年末该公司银行借款合计2200.42亿元，其中信用借款159.29亿元，质押借款1726.94亿元。公司高速公路建设压力大，对银行贷款、发行债券等有息债务融资方式的依赖程度很高，且公司银行借款多以收费权作质押，公司所有权受限的质押资产规模较大，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261.84亿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261.84亿元，通过贵州省政府定向发行地方政府专项债券进行置换，置换前债务利率4.75-6.90%，置换后债务利率3.78-4.32%。

**图表 19. 2019 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	95.80	63.49	159.29
保证借款	11.80	23.91	35.71
质押借款	0.25	1726.69	1726.94
抵押借款	--	16.65	16.65
其他借款	--	261.84	261.84
合计	107.85	2092.57	2200.42

资料来源：贵州高速（四舍五入存在尾差）

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

**图表 20. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
营业收入现金率（%）	120.36	110.31	113.31	117.18

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年上半年度
业务现金收支净额（亿元）	75.88	89.66	70.66	9.07
其他因素现金收支净额（亿元）	24.54	-0.94	25.33	16.97
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	100.42	88.72	95.99	26.04
EBITDA（亿元）	77.38	81.05	93.75	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.04	0.04	0.04	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	0.67	0.78	0.83	--

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额

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，2017-2019年及2020年上半年度，公司营业收入现金率分别为120.36%、110.31%、113.31%和117.18%，经营活动产生的现金流量净额分别为100.42亿元、88.72亿元、95.99亿元和9.07亿元。从构成情况看：经营性现金流入主要包括公路收费和其他财政拨付的项目建设资金，公司通车路产能释放明显，通行费收入增加及收到往来款增加，公司经营环节产生的现金流量净额逐年增加。此外，公司“收到的其他与经营活动给有关现金”和“支付其他与经营活动有关现金”主要为公司收到/支付的ETC款以及与其他单位往来款，2018年因公司收到其他单位往来款净额减少，因此当期其他因素现金收支净额为-0.94亿元。2020年上半年度，受疫情影响，通行费收入大幅减少，经营环节产生的现金流净额同比减少44.96%。

该公司EBITDA主要由列入财务费用的利息支出等构成，2017-2019年，公司EBITDA分别为77.38亿元、81.05亿元和93.75亿元，随着列入财务费用的利息支出逐年增加，EBITDA逐年增长，但其对刚性债务及利息支出的覆盖程度仍偏弱。

## （2）投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年上半年度
回收投资与投资支付净流入额	-36.85	-48.23	-54.81	-19.52
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	-161.66	-179.77	-203.03	-93.33
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-7.84	3.96	11.13	5.00
投资环节产生的现金流量净额	-206.34	-224.03	-246.72	-107.85

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）

2017-2019年及2020年上半年度，该公司回收投资与投资支付的现金净额分别为-36.85亿元、-48.23亿元、-54.81亿元和-19.52亿元，2017年以来公司通过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2018年公司额外投资贵州交通产业发展基金交通建设壹号私募股权投资基金A类份额和B类份额、中交建信私募股权投资基金C类份额24.95亿元；

2019 年公司投资贵州交通产业发展基金交通建设壹号基金 C 类份额 10.00 亿元。

2017-2019 年及 2020 年上半年度，该公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净额分别为-161.66 亿元、-179.77 亿元、-203.03 亿元和-93.33 亿元，2019 年贵州省内高速公路项目投资加快，当期公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产支出规模增加。

该公司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，2017-2019 年及 2020 年上半年度，其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为-7.84 亿元、3.96 亿元、11.13 亿元和 5.00 亿元，2018 年公司代建工程收到市财政局拨付的企业债、中票以及应付工程置换资金 18.56 亿元，因此当期其他因素对投资环节现金流量影响呈净流入状态；2019 年公司收到财政拨入地方高速公路项目补助资金 10 亿元、贵阳城发收市政道路建设资金约 6 亿元，当期其他因素投资流入资金规模增加。2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-206.34 亿元、-224.03 亿元、-246.72 亿元和-107.85 亿元。作为贵州省高速公路主要的建设、投融资和运营主体，未来在高速公路项目持续投入中，公司短期内仍将保持大规模的投资性现金支出。

### (3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
权益类净融资额	80.27	117.24	119.85	29.98
债务类净融资额	167.56	95.76	116.19	113.59
分配股利、利润或偿付利息支付的现金净额	-115.44	-115.90	-127.12	-66.59
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-2.34	-2.49	-4.62	-1.35
筹资环节产生的现金流量净额	130.05	94.61	104.31	87.63

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公司的资本性支出，公司主要通过银行借款、发行债券等方式弥补资金缺口，2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 130.05 亿元、94.61 亿元、104.31 亿元和 87.63 亿元，其中公司吸收投资收到的现金分别为 85.27 亿元、119.47 亿元、119.85 亿元和 29.98 亿元，财政资本金的落实与到位为公司项目建设与资本支出提供较大支持。

#### 4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	520.41	522.35	504.85	476.98
	15.17%	14.29%	13.00%	11.53%
其中：货币资金（亿元）	282.28	241.58	195.77	200.98
应收款项（亿元）	18.67	33.51	37.80	38.30
预付款项（亿元）	81.82	106.44	97.28	74.96
其他应收款（亿元）	55.32	53.04	53.48	36.24
存货（亿元）	69.83	66.81	83.93	95.42
其他流动资产（亿元）	12.09	20.60	36.49	31.02
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	2910.72	3132.24	3379.79	3658.83
	84.83%	85.71%	87.00%	88.47%
其中：固定资产（亿元）	1541.49	1864.95	2302.90	2,442.02
在建工程（亿元）	1104.76	963.02	728.88	834.46
可供出售金融资产（亿元）	23.66	24.45	96.49	112.64
长期应收款（亿元）	90.67	90.15	96.51	96.03
长期股权投资（亿元）	44.36	58.04	12.88	15.55
其他非流动资产（亿元）	102.57	103.36	97.00	108.82
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>2807.78</b>	<b>2944.45</b>	<b>2803.06</b>	/
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>81.83</b>	<b>80.57</b>	<b>72.16</b>	/

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

随着经营规模的扩张以及合并范围扩大，该公司资产总额保持一定增速，2019 年末资产总额较上年末增长 6.30%至 3884.64 亿元。期末公司流动资产和非流动资产分别为 504.85 亿元和 3379.79 亿元，分别占资产总额的 13.00%和 87.00%，符合公司经营特征。截至 2020 年 6 月末，公司资产总额为 4135.81 亿元，较上年末增长 6.47%。

截至 2019 年末，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，其中货币资金和预付账款余额占比较大系公司近期项目在建仍较多，预付工程款项和经营周转使用导致货币资金规模相对较大。2019 年末，公司货币资金余额为 195.77 亿元，较上年末减少 18.96%，主要系在建项目的持续投入所致，其中受限货币资金 0.61 亿元，现金比率为 42.46%；应收账款 37.80 亿元，较上年末增长 12.82%，主要为应收贵州省高速公路联网收费管理中心（简称“联网中心”）款项<sup>10</sup>、应收甲供材料款项以及往来款等，增幅主要系应收贵州省交通运输厅 8.54 亿元。同期末，预付账款 97.28 亿元，较上年末减少 8.60%，主要为预付工程款和征地拆迁款等；其他应收款 53.48 亿元，与上年基本持平，主要为应收贵州省公路工程集团有限公司 16.39 亿元、应收上海易路通达车联网信息科技有限公司 ECT 款项 3.07 亿元、中铁四局集团第四工程有限公司材料款 2.28 亿元以及代垫征迁拆等款项；存货为 83.93 亿元，较上年末增长 25.63%，主要系“凯

<sup>10</sup> 通行费收入由联网中心统一收取，然后拨付至公司，因此收款时间存在一定滞后，但该款项收回风险小。

里未来城”、“蒙特卡尼”项目和花溪 26° 项目成本以及库存商品等，增幅主要系房地产项目的持续投入以及取购入消省界收费站设备及材料（5.5 亿元）等所致；其他流动资产为 36.49 亿元，较上年末增长 77.17%，主要为理财产品（2019 年末子公司贵阳城发期末结构性存款 15.20 亿元<sup>11</sup>）、待抵扣进项税及预缴税费（20.43 亿元）等，增幅主要系公司待抵扣进项税及预缴税费增加所致。截至 2020 年 6 月末，公司流动资产为 476.98 亿元，较上年末减少 5.52%。其中预付款项较上年末减少 22.95%至 74.96 亿元，主要系预付征地拆迁费用等工程款转入在建工程核算所致；其他应收款较上年末减少 32.24%至 36.24 亿元，主要系将应收贵州省公路工程集团有限公司的拆借款 14.99 亿元转为对子公司贵州毕节高速发展有限公司所致。

该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。截至 2019 年末，可供出售金融资产 96.49 亿元，较上年末增长 294.65%，主要投资对象为贵州银行股份有限公司、贵阳市资产投资经营管理有限公司、贵州交通产业发展基金贵银高速壹号（有限合伙）和贵州黔宏建材有限公司以及转入的 PPP 项目等，与会计师事务所确认，公司投资 PPP 项目投资符合会计准则可供出售金融资产定义<sup>12</sup>，故将原在长期股权投资科目核算的对 PPP 项目投资 52 亿元转入可供出售金融资产核算，同时 2019 年公司持续对 PPP 项目投资，导致可供出售金融资产增加 79.93 亿元 PPP 项目投资款。2019 年公司获得可供出售金融资产持有期间收益 0.26 亿元。2019 年末长期应收款为 96.51 亿元，较上年末增长 7.06%，主要为代建项目、BT 项目应收款，增幅主要系新承接代建项目花溪大道综合整治建设项目、恒大土地一级开发项目等资金投入；长期股权投资 12.88 亿元，较上年末减少 45.16 亿元，主要为对外投资的与主业相关的联营企业等，降幅主要系 PPP 高速公路项目转入可供出售金融资产核算所致；固定资产净额为 2,302.90 亿元，较上年末增长 23.48%，主要为公路资产，增幅系毕都公路、惠罗公路、余凯公路、望安公路、凯雷公路等多条路产转固；在建工程为 728.88 亿元，较上年末减少 24.31%，全部为高速公路及附属工程；其他非流动资产 97.00 亿元，主要为位于贵阳市花溪区的 32 宗土地使用权，系子公司尚未开发的项目土地。此外，持有至到期股权较上年末增加 10.00 亿元，主要系投资贵州交通产业发展基金交通建设壹号基金 C 类份额 10.00 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司非流动资产 3658.83 亿元，较上年末增长 8.26%，其中可供出售金融资产较上年末增长 16.74%至 112.64 亿元，主要系公司投资的高速公路 PPP 项目持续投入所致；其他非流动资产较上年末增长 12.19%至 108.82 亿元，主要系增加高速公路划拨用地黔 2020 第 0028701 号、0029355 号。

<sup>11</sup> 结构性存款为短期理财产品，可随时赎回。

<sup>12</sup> 结合 PPP 项目的特殊性质，以及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，故将高速集团对 PPP 项目的投入作成本法核算，列入可供出售金融资产。

## 5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动比率 (%)	125.28	82.84	109.47	99.34
速动比率 (%)	88.77	55.36	70.18	63.86
现金比率 (%)	68.03	38.36	42.51	41.87

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

2019 年末及 2020 年 6 月末，该公司流动比率分别为 109.47%和 99.34%；速动比率分别为 70.18%和 63.86%，由于公司资金大量沉淀于固定资产和在建工程等非流动资产，资产流动性较弱。截至 2019 年末，公司受限资产 2803.06 亿元，主要是为融资借款抵质押的高速公路资产和收费权，占总资产比重为 72.16%，公司资产受限情况严重。

## 6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司对外担保余额 8.91 亿元，担保比率为 0.76%，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。截至 2020 年 6 月末，公司担保余额仍为 8.91 亿元，担保比率为 0.72%。

根据审计报告披露，截至 2019 年末，该公司未决诉讼 4 起，涉案金额 4.73 亿元，其中涉案金额超过 1 亿元的涉及 2 起事项：(1)2011 年 8 月 4 日，湖南省建筑工程集团总公司（简称“湖南建工”）与公司签订《清织高速第二合同段建设工程施工合同》，合同价为 2.55 亿元，2015 年 1 月 28 日完工。湖南建工根据自己统计的数据得出：工程决算款项为 4.97 亿元、质保金 0.2486 亿元，公司已经支付 3.09 亿元，还应支付其 1.6327 亿元、返还质保金 0.2486 亿元及资金占用费 0.1842 亿元，共计：2.0655 亿元。湖南建工以此为理由，2016 年 12 月 20 日起诉公司；(2) 根据公司 2017 年 10 月 9 日《贵州高速公路集团有限公司涉及重大诉讼（仲裁）的公告》，杭瑞高速贵州境毕节至都格高速公路项目压覆位于毕节市的岔河煤矿勘查区，该勘查区所有人为贵州鼎望能源有限公司（简称“鼎望能源”），因双方就补偿事宜协商不能达成一致，贵州鼎望能源有限公司起诉公司至贵阳市中级人民法院，要求公司赔偿损失及支付逾期利息合计约 1.07 亿元，该案件已于 2017 年 8 月 1 日受理。截至 2019 年末，湖南建工一审已判决，公司胜诉，湖南建工正在提请诉讼，目前正在二审中；鼎望能源目前正在发回重审一审中，新世纪评级将持续关注事项进展。

## 7. 集团本部财务质量

该公司本部主要负责大部分高速路产的建设、运营及管理，以及起到战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能，2017-2019 年末及 2020 年 6 月末，

公司本部资产总额分别为 2997.28 亿元、3214.77 亿元、3424.27 亿元和 3567.49 亿元。同期末，公司本部刚性债务分别为 2055.56 亿元、2160.50 亿元、2253.44 亿元和 2385.63 亿元，资产负债率分别为 73.54%、71.85%、70.25%和 71.14%，因公司投建的高速公路项目资本金比率大部分为 25%，由此决定了公司较高的资产负债率水平，公司本部负债经营水平高，省内大规模高速公路建设投入带来的刚性债务偿付压力大。2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司本部实现营业收入 77.40 亿元、83.06 亿元、87.68 亿元和 20.66 亿元，路桥收费收入基本集中在本部口径，2020 年上半年度由于疫情影响，收入同比减少 53.14%。由于大规模借款带来巨额利息费用支出，公司本部利润留存空间受限，受益于政府补贴等非经营性收益的支持，近三年本部保持微利。2017-2019 年及 2020 年上半年度，净利润分别为 0.74 亿元、3.58 亿元、2.13 亿元和-17.92 亿元，2018 年受益于成本控制以及财务费用的降低、资产减值损失缩减等多项因素综合影响，公司本部净利润大幅增长；2020 年上半年度由于通行费收入的大幅降低，净利润亏损。

## 外部支持因素

### 1. 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：2017-2019 年，公司分别获得高速公路资本金拨付金额 71.90 亿元、116.39 亿元和 112.08 亿元；财政补贴方面：2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司获得政府补助分别为 4.12 亿元、4.79 亿元、16.65 亿元和 17.20 亿元，支持力度大。

### 2. 国有大型金融机构支持

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。依据国家“三去一降一补”政策，2017 年公司与金融机构签署利率变更贷款合同，合同金额约 278.00 亿元。2019 年，公司与国开行开展融资再安排贷款业务，置换公司部分短期借款以及即将到期的债务，公司获得的银行授信规模大幅增加。截至 2020 年 6 月末，公司已获授信总额 4496.24 亿元，其中尚未使用的授信额度为 2071.50 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）	4,496.24	2,424.74	2,071.50



机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信
其中：国家政策性金融机构（亿元）	1,310.15	1,063.75	246.40
工农中建交五大商业银行（亿元）	2243.84	1092.99	1150.85
其中：大型国有金融机构占比（%）	79.04	88.95	67.45

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理（截至 2020 年 6 月末）

## 债项信用分析

### 1. 本期债券特定条款

**调整票面利率选择权：**在本期债券存续期第 3 年末，该公司有权调整本期债券存续期第 4-5 年的票面利率。公司将于本期债券第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在主管部门指定的信息披露媒体上发布关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告，调整的方向可向上或向下。

**投资者回售选择权：**投资者有权选择在本期债券第 3 个计息年度付息日前将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给该公司。本期债券第 3 个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照深交所和登记公司相关业务规则完成回售支付工作。

### 2. 其他偿付保障措施

#### (1) 核心业务盈利保障

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。随着贵州高速在建项目的陆续建成通车，公司控股路产规模扩大，加之部分新通车路产产能逐年明显释放，路产效益不断提升，带来通行费收入较大幅度增长，2017-2019 年通行费收入(含试运行路段)分别为 105.43 亿元、118.30 亿元和 120.14 亿元，单公里年通行费收入分别为 295.67 万元、310.87 万元和 314.57 万元；同时，公司主业现金流回笼能力较强，2017-2019 年及 2020 年上半年度，公司经营活动现金流净额分别为 100.42 亿元、88.72 亿元、95.99 亿元和 26.04 亿元，持续大规模现金净流入可为公司债务偿付提供一定保障。

#### (2) 可使用授信规模较大及货币资金较充裕

该公司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，截至 2020 年 6 月末，公司已获授信总额 4496.24 亿元，其中尚未使用的授信额度为 2071.50 亿元，具有较强的后续信贷融资能力；且 2020 年 6 月末，公司货币资金 200.98 亿元，能为即期债务提供一定保障。

## 评级结论

该公司实际控制人为贵州省人民政府，产权结构清晰。公司设有董事会和监事会等决策、监督机构，并规范运作，法人治理结构较健全。且公司在业务、财务和资金等方面建立了较完善的运行管理体制，现有管理团队稳定，能够满足现阶段投融资管理需要。

该公司主要依靠在贵州省内拥有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，通行费收入不断增加，加之多元化业务的补充，公司营业收入增幅较大。但2020年初疫情导致出行意愿下降、免费期延长及暂停收取全国车辆通行费至5月5日等多重因素影响，2020年上半年度通行费收入大幅下降，净利润亏损。以财务费用为主的期间费用仍持续侵蚀公司利润，公司业务经营承压，净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较好保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

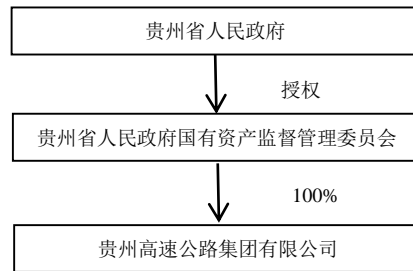
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

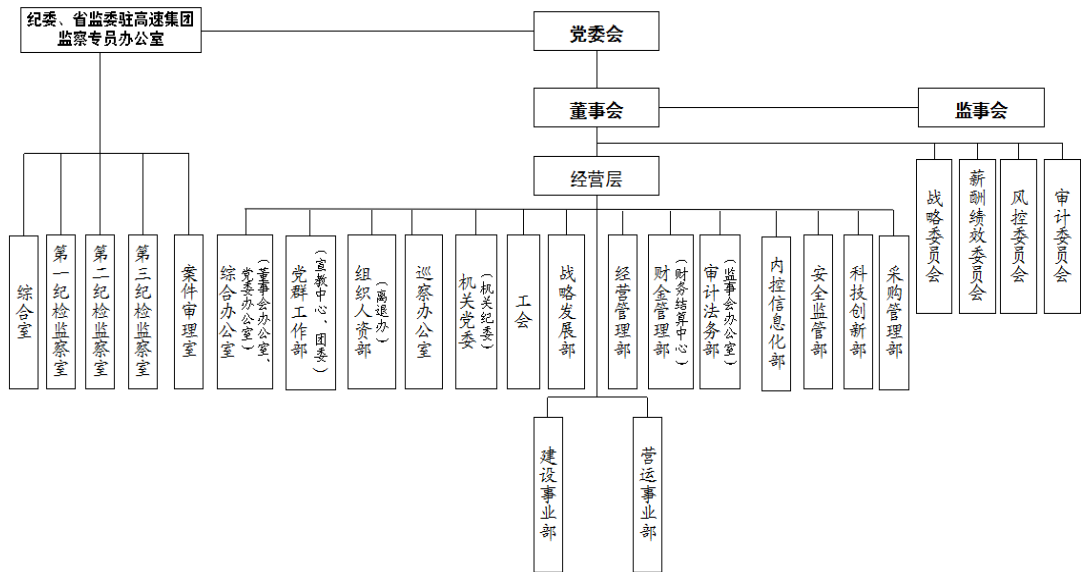
公司与实际控制人关系图



注：根据贵州高速提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据贵州高速提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019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	2253.44	1018.58	87.68	2.13	91.82	
贵州高速投资集团有限公司	贵州高投	一级子公司	100.00	投资	185.98	86.22	36.20	-4.74	1.13	合并口径
贵州交通物流集团有限公司	物流集团	一级子公司	100.00	销售钢材水泥	1.43	6.97	45.94	1.50	-4.20	合并口径
贵州中南交通科技有限公司	中南交通	一级子公司	100.00	机电系统维护	1.66	2.64	4.21	0.31	-1.01	合并口径
贵州黔通智联科技产业发展有限公司	黔通智联	一级子公司	100.00	ETC 管理	12.08	5.65	9.14	0.54	-1.55	合并口径
贵阳市城市发展投资(集团)股份有限公司	贵阳城发	一级子公司	55.09	投资	94.70	133.18	14.52	1.79	7.91	合并口径

注：根据贵州高速 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

**附录四：**
**主要数据及指标**

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 上半年度
资产总额 [亿元]	3,431.12	3,654.59	3,884.64	4,135.81
货币资金 [亿元]	282.28	241.58	195.77	200.98
刚性债务[亿元]	2,270.57	2,357.74	2,468.99	2,650.32
所有者权益 [亿元]	966.09	1,081.20	1,176.93	1,241.54
营业收入[亿元]	145.91	167.39	201.05	78.63
净利润 [亿元]	4.23	4.63	2.26	-19.81
EBITDA[亿元]	77.38	81.05	93.75	—
经营性现金净流入量[亿元]	100.42	88.72	95.99	26.04
投资性现金净流入量[亿元]	-206.34	-224.03	-246.72	-107.85
资产负债率[%]	71.84	70.42	69.70	69.98
权益资本与刚性债务比率[%]	42.35	45.86	47.67	46.84
流动比率[%]	125.28	82.84	109.47	99.34
现金比率[%]	68.03	38.36	42.46	41.87
利息保障倍数[倍]	0.64	0.74	0.79	—
担保比率[%]	0.36	0.94	0.76	0.72
营业周期[天]	388.67	343.38	295.48	—
毛利率[%]	51.45	48.00	40.70	26.40
营业利润率[%]	3.39	3.35	2.36	-23.79
总资产报酬率[%]	2.25	2.18	2.38	—
净资产收益率[%]	0.46	0.45	0.20	—
净资产收益率*[%]	0.41	0.60	0.31	—
营业收入现金率[%]	120.36	110.31	113.31	117.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.46	16.96	17.59	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.49	-5.37	-5.71	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.67	0.78	0.83	—
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 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年上半年度财务数据整理、计算。

**指标计算公式**

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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

**附录五：**

## 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。

## 评级声明

除因本期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尽职调查和诚信义务，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。

本信用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其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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本期评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。

## 本期评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。