

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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2021]100321】

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	
14 贵州高速 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日		AAA/稳定/AAA/2020年6月9日		AA+/稳定/AA+/2014年8月22日	
16 贵州高速 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日		AAA/稳定/AAA/2020年6月9日		AA+/稳定/AA+/2015年10月15日	
18 贵州高速 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日		AAA/稳定/AAA/2020年6月9日		AAA/稳定/AAA/2018年8月13日	
18 贵州高速 MTN002	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日		AAA/稳定/AAA/2020年6月9日		AAA/稳定/AAA/2018年10月12日	
19 贵州高速 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日		AAA/稳定/AAA/2020年6月9日		AAA/稳定/AAA/2018年12月28日	
19 贵州高速 MTN002	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日		AAA/稳定/AAA/2020年6月9日		AAA/稳定/AAA/2019年3月26日	
20 贵州高速 MTN001	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/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/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/2021年6月21日		-		AAA/稳定/AAA/2021年5月6日	
16 黔高速	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日		AAA/稳定/AAA/2020年6月9日		AA+/稳定/AA+/2016年7月1日	
20 黔高 01	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/2021年6月21日		-		AAA/稳定/AAA/2020年11月20日	
21 黔高 01	AAA/稳定/AAA/2021年6月21日		-		AAA/稳定/AAA/2020年11月30日	

主要财务数据

项目	2018年	2019年	2020年	2021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	181.95	135.13	156.56	235.60
刚性债务	2160.50	2253.44	2548.07	2614.10
所有者权益	904.99	1018.58	1044.70	1092.55
经营性现金净流入量	73.73	91.82	51.66	42.15
合并口径数据及指标:				
总资产	3654.59	3884.64	4300.60	4431.97
总负债	2573.39	2707.72	3061.96	3157.82
刚性债务	2357.74	2468.99	2801.50	2864.89
所有者权益	1081.20	1176.93	1238.64	1274.16
营业收入	167.39	201.05	196.55	56.21
净利润	4.63	2.26	1.79	1.05
经营性现金净流入量	88.72	95.99	48.59	55.60
EBITDA	81.05	93.75	113.44	-
资产负债率[%]	70.42	69.70	71.20	71.25
资产负债率[%]*	70.42	70.01	71.48	71.52
长短期债务比[%]	308.10	487.13	419.86	474.15
营业利润率[%]	3.35	2.36	1.99	2.98
短期刚性债务现金覆盖 率[%]	57.61	86.31	59.51	109.32
营业收入现金率[%]	110.31	113.31	101.95	94.24
非筹资性现金净流入 量与刚性债务比率[%]	-5.85	-6.25	-6.49	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.78	0.83	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2018-2020年及未经审计的2021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

陈溢文 cyw@shxsj.com

刘思静 liusijing@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2020年以来贵州高速在外部发展环境、政府支持力度、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主业经营、政府支持依赖度、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。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：

- **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。2020年初疫情期间政策性免收通行费因素对行业及收费公路企业经营与现金流产生短期冲击，目前该政策影响已基本出清。
- **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。2020年受疫情影响经营损失规模扩大，公司净利润主要来源于政府补助，关注政府支持的可持续性和资金落实情况。
- **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，去化压力较大。
- **递延付息风险。**19 贵州高速 MTN001 为永续期债券，设置有递延付息条款，存在递延付息风险。

➤ 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 2014 年度第一期中期票据（5+2 年期）、贵州高速公路集团有限公司 2016 年度第一期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2018 年度第一期扶贫中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2018 年度第二期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2019 年度第一期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2019 年度第二期中期票据、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 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）及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）（分别简称“14 贵州高速 MTN001”、“16 贵州高速 MTN001”、“18 贵州高速 MTN001”、“18 贵州高速 MTN002”、“19 贵州高速 MTN001”、“19 贵州高速 MTN002”、“20 贵州高速 MT001”、“21 贵州高速 MTN001”、“21 贵州高速 MTN002”、“21 贵州高速 MTN003”、“16 黔高速”、“20 黔高 01”、“20 黔高 03”和“21 黔高 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据贵州高速提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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 2021 年 5 月末，该公司合并口径存续债券余额合计 288.20 亿元，截至目前，公司存续债券付息正常；一年内到期债券合计 178.20 亿元，债务循环压力大。

图表 1. 截至 2021 年 5 月末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 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
	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

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
	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
	21 黔高 01 (3+2)	2021/4/27	15.00	15.00	3.87	2026/4/27
	21 贵州高速 SCP001	2021/2/23	10.00	10.00	3.54	2021/11/20
	21 贵州高速 SCP002	2021/2/25	10.00	10.00	3.49	2021/8/24
	21 贵州高速 SCP003	2021/3/22	10.00	10.00	2.99	2021/9/18
	21 贵州高速 SCP004	2021/3/23	10.00	10.00	3.10	2021/9/19
	21 贵州高速 MTN001	2021/4/21	10.00	10.00	3.95	2024/4/21
	21 贵州高速 MTN002	2021/5/12	10.00	10.00	3.80	2024/5/12
	21 贵州高速 MTN003	2021/5/21	10.00	10.00	3.74	2024/5/21
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	—	297.00	288.20	—	—

资料来源：贵州高速

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融

的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国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,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,但支持行业长期发展的供需关系并未发生实质变化,且随着疫情良性防控,行业现金流已基本恢复常态。

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年第一季度,公路建设完成投资0.43万亿元,较上年同期增长60.6%。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2020年末16.10万公里,我国公路网络不断完善,2020年末国家高速公路通车里程11.30万公里。2019年末¹,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 2. 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%
收费公路里程总计	163736.60	-4.30%	168071.40	2.65%	171092.90	1.80%

资料来源: 交通运输部各年收费公路统计公报

中长期内,公路行业仍保持较大规模和较强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²。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

¹ 交通运输部尚未披露《2020年全国收费公路统计公报》相关数据。

² 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。

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。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 3. 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
收费高速公路年末债务余额	49867.38	53666.19	58044.58
收费高速公路年末银行贷款余额	43409.83	45373.00	48322.41
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	0.3760	0.3892	0.4064

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 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面临明显缩减境况，收入规模缩减也进一步加重刚性兑付的利息支出压力，年度收支缺口或处于历史高位。

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 4. 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
收费高速公路收支平衡结果	-3770.99	-3857.30	-4673.92
单公里年通行费收入[万元/公里]	358.33	374.86	388.64
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 资讯及各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。

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。2017-2020 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 亿元和 1895.67 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，并带来部分企业亏损，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³，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。

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：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

³ 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。

或将被放大，或对稳健发展的收费主业产生反噬影响。

D. 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

贵州省经济持续快速发展，但增速有所下滑；2020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。2020 年末常住人口城镇化率超 60%。

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。2018-2020 年贵州省地区生产总值分别为 14806.45 亿元、16769.34 亿元和 17826.56 亿元，同比增幅分别为 9.1%、8.3%和 4.5%，增速有所放缓，但仍高于全国水平。从三次产业结构看，2020 年贵州省分别实现第一产业增加值 2539.88 亿元，同比增长 6.3%；实现第二产业增加值 6211.62 亿元，同比增长 4.3%；实现第三产业增加值 9075.07 亿元，同比增长 4.1%。

2021 年第一季度，贵州省实现地区生产总值 4336.47 亿元，同比增长 16.1%，其中第一产业增加值 462.98 亿元，同比增长 6.5%；第二产业增加值 1490.29 亿元，同比增长 20.2%；第三产业增加值 2383.20 亿元，同比增长 15.7%。

图表 5. 贵州省国民经济发展状况和财政情况（单位：亿元，%）

指标	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	14806.45	9.1	16769.34	8.3	17826.56	4.5	4336.47	16.1
第一产业增加值	2159.54	6.9	2280.56	5.7	2539.88	6.3	462.98	6.5
第二产业增加值	5755.54	9.5	6058.45	9.8	6211.62	4.3	1490.29	20.2
第三产业增加值	6891.37	9.5	8430.33	7.8	9075.07	4.1	2383.20	15.7
人均地区生产总值（万元）	4.12	--	4.64	--	--	--	--	--
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.16	8.6	3.44	8.9	3.61	4.9	1.04	12.0
社会消费品零售总额	3971.21	8.2	--	5.1	--	4.9	--	40.3
固定资产投资（不含农户）	--	15.8	--	1.0	--	3.2	--	33.0
进出口总额	500.77	-9.2	453.57	-9.5	546.52	20.6	139.15	85.7

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。2018-2020 年全省财政收入合计⁴分别为 9327.17 亿元、9507.92 亿元和 7034.93 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。

2018-2020 年，贵州省一般公共预算支出分别为 5029.68 亿元、5948.74 亿元和 5723.27 亿元，同比分别变动 9.0%、17.7%和-3.8%。全省一般公共预算自给率⁵分别为 34.33%、29.71%和 31.22%，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。

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%。

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。2018-2020 年末，贵州省政府债务余额分别为 8849.81 亿元、9673.38 亿元和 10989.02 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，2017-2019 年贵州省分别发行了政府置换债券 2028.53 亿元、1580.73 亿元和 901.54 亿元⁶。

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。

2020 年，贵州省完成公路水路固定资产投资 1138.65 亿元，其中公路和内河航运固定资产投资额分别为 1129.52 亿元和 9.14 亿元。2020 年末全省公路通车里程 20.67 万公里，较上年末增长 9.6%。在客货周转方面，2020 年贵州省公路客运量为 33584 万人，同比下降 60.14%；货运量为 79412 万吨，同比增长 4.14%。

根据贵州省政府工作报告，2020 年贵州省基础设施建设实现重大突破，着眼于破瓶颈、抢先机，推进“两新一重”建设，实施“六网会战”，基础设施支撑能力不断增强，其中高速公路通车里程达到 7607 公里，较上年末增长 8.6%，排名全国第五位。

2021 年是实施“十四五”规划、开启全面建设社会主义现代化新征程的第一年。国家“十四五”规划纲要明确要推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。根据《贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，贵州省将不断完善公路连接网，实施国家高速公路“补断畅卡”建设工程，推进贵阳至重庆、贵阳至昆明等国家高速公路繁忙路段扩容改造，有序推进省际高速公路通道建设，到 2025 年，高速公路通车里程达到 9000 公里以上。强化高速公路与沿线城镇、旅游景区、产业园区、农业园区、物流园区、港口码头等有效衔接，进一步增强高速公路对产业发展、民生保障的支撑。实施国省干线升级改造工程，逐步提高国省干线道路等级，到 2025 年，改造国省干线 3100 公里，实现普通国道二级及以上公路比重达到 90%以上。实施县乡公路路面改善提升工程，增强县乡公路通行服务和安全保障能力，有序推进乡镇通二级公路，力争乡镇通二级公路比例达到 65%以上。

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、公路养护工程等业务。2020 年受疫情及政策性因素影响，通行费收入明显缩减，但在建材销售、商品销售等多元化业务收入的补充下，营业收入较上年仅小幅下降。因政策性收费减免属于短期冲击，目前通行

⁶ 2020 年政府置换债券发行情况暂未公布。

费业务稳健运行，2021 年第一季度通行费收入带动营业收入较上年同期大幅增长。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。

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征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 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	167.39	201.05	196.55	56.21	27.31
其中：核心业务营业收入（亿元）	164.32	198.81	194.18	55.86	26.77
在营业收入中所占比重（%）	98.17	98.88	98.79	99.38	98.03
其中：（1）车辆通行费（亿元）	95.71	101.71	85.80	31.29	8.45
在营业收入中所占比重（%）	57.18	50.59	43.65	55.68	30.96
（2）建材销售（亿元）	31.94	45.55	36.91	9.54	收入 14.51
在营业收入中所占比重（%）	19.08	22.65	18.78	16.98	
（3）销售商品（亿元）	7.77	27.53	43.34	7.87	占比 53.13
在营业收入中所占比重（%）	4.64	13.70	22.05	14.01	
（4）商品房销售（亿元）	13.24	7.30	5.36	0.45	0.02
在营业收入中所占比重（%）	7.91	3.63	2.73	0.80	0.08
毛利率（%）	48.00	40.70	22.51	43.68	19.18
其中：车辆通行费（%）	72.95	69.18	33.91	67.14	38.63
建材销售（%）	6.81	5.62	6.08	7.63	5.30
销售商品（%）	9.23	11.28	10.66	16.23	
商品房销售（%）	13.64	21.18	27.83	45.46	46.65

资料来源：贵州高速（2020 年第一季度部分业务收入和成本未做拆分）

该公司营业收入主要来源于车辆通行费收入，2018-2020 年及 2021 年第一季度营业收入分别为 167.39 亿元、201.05 亿元、196.55 亿元和 56.21 亿元，其中车辆通行费收入分别为 95.71 亿元、101.71 亿元、85.80 亿元和 31.29 亿元，占营业收入的比重分别为 57.18%、50.59%、43.65%和 55.68%。同期综合业务毛利分别为 80.34 亿元、81.82 亿元、44.25 亿元和 24.55 亿元，主要来自通行费业务毛利，分别为 69.82 亿元、70.36 亿元、29.10 亿元和 21.01 亿元。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。2021 年第一季度车流量恢复常态后，通行费收入和毛利较上年同

期分别增长 270.15%和 543.39%。

A. 收费公路投资与经营

路产规模与区位

2018-2020 年, 该公司分别完成高速公路项目建设投资 347.90 亿元、363.33 亿元和 332.95 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 2021 年 3 月末, 公司控股路产通车里程合计 3848.61 公里, 占 2020 年末全省高速公路通车总里程的 51%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 8. 截至 2021 年 3 月末公司主要经营管理的在高速公路 (单位: 公里)

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限 ⁷	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	20.50	起自笋子林, 止于尖坡
	贵新公路	收费还贷	原 2000-2020; 现 2000-2025	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, 止于凯里蕨枝坪村
	凯麻公路	收费还贷	2001-2021	53.87	起自凯里蕨枝坪村, 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	起自黎平水口镇, 止于榕江县

⁷ 贵阳东北绕城公路因市政规划调整自 2018 年 1 月起已变为市政公路停止收费, 后续通过贵州省财政补助资金(每年约 1.20 亿元)偿还剩余债务, 债务已于 2020 年全部偿还。此外, 对于收费年限即将到期的公路, 公司通常提前半年向省政府申请延长收费, 其中贵新公路收费期限已延长 5 年至 2025 年。

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限 ⁷	通车(收费)里程	公路起止
	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	起自清镇箐箩农场, 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	起自六盘水市水城县, 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
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

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限 ⁷	通车（收费）里程	公路起止
--	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）
合计	—	—	—	3848.61	—

资料来源：贵州高速

路产效益

随着西部经济的增长，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。2018-2020 年末，该公司控股路产通车里程分别为 3805.45 公里、3848.61 公里和 3848.61 公里，2018-2020 年通行费收入（含试运行路段）分别为 118.30 亿元、120.14 亿元和 93.88 亿元，单公里年通行费收入分别为 295.67 万元、310.87 万元和 243.92 万元，低于全国平均单公里年通行费收入水平，其中 2020 年账面单公里通行费收入较上年下降 21.54%，主要系受新冠疫情的影响，通行车辆减少，以及高速公路免收通行费所致，但因疫情属于突发事件，车流和收费政策恢复后，公司控股路段的实际收费水平也逐渐恢复至疫情前状态。2018-2020 年因节假日和绿色通道减免通行费合计分别为 18.00 亿元、20.00 亿元和 61.50 亿元，2020 年含政策性减免通行费 46.50 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。2019-2020 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 条路段）通行费收入分别为 32.03 亿元和 24.16 亿元，路产单公里年通行收入分别为 604.95 万元和 456.25 万元，2020 年账面单公里年通行费收入较上年下降 24.58%，主要系受疫情影响车流量下降及政策性因素导致。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；2020 年受上述原因影响账面通行费收入较上年呈不同程度下降，单公里通行费收入分别为 497.41 万元、306.65 万元、305.84 万元和 411.76 万元，降幅分别为 26.16%、26.65%、30.03%和 30.11%。

该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，2020 年惠罗公路通行费收入较上年逆势增长 19.54%，主要系与广西境内银白高速连通后车流量增加所致；余凯公路通行费收入较上年大幅下滑 55.28%，主要系当年 6 月至 12 月余凯公路所辖重安江大桥封闭施工所致。同期公司其余路段受疫情影响通行费收入均较上年下降，降幅在 2.71-29.61%。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。

图表 9. 公司主要高等级公路（含试运行）通行费收入⁸（单位：万元）

序号	高速公路路段	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度	备注
1	贵新公路	60,699.85	59,150.98	45,770.37	21,844.44	
2	崇遵公路	66,531.98	62,311.27	47,892.36	17,426.86	
3	玉凯公路	60,068.67	59,233.01	43,449.78	18,173.91	含玉三、三凯公路
4	凯麻公路	24,440.18	23,547.21	16,475.66	4,368.40	
5	清镇公路	63,541.75	62,711.94	46,303.95	14,899.60	
6	镇胜公路	112,637.65	115,797.65	80,932.07	32,127.32	
7	都新公路	50,018.90	46,797.94	32,713.27	6,712.57	
8	茅台公路	22,772.25	24,150.00	21,082.36	7,643.90	
9	麻驾公路	1,668.80	877.72	646.57	114.05	
10	厦蓉公路	57,635.66	62,234.88	54,857.17	26,008.71	含水格、格都公路
11	贵清公路	13,982.63	13,279.55	10,966.40	4,018.53	
12	板江公路	48,538.38	52,462.01	49,878.26	18,609.94	
13	遵毕公路	51,659.18	52,498.13	38,877.39	15,157.54	
14	黎洛公路	6,087.19	6,252.60	5,160.91	1,939.85	
15	铜大公路	12,100.93	11,483.53	8,958.14	3,354.74	
16	惠兴公路	28,933.78	25,422.83	20,082.74	7,961.80	
17	思剑公路	11,989.89	11,857.33	10,553.27	3,999.18	
18	六镇公路	9,097.66	9,700.45	6,959.99	2,568.07	
19	贵遵公路	90,305.71	76,721.01	53,425.89	20,054.94	含扎南公路
20	绕城公路	73,792.12	75,358.21	61,796.93	14,608.19	
21	水盘公路	22,510.37	23,395.90	18,705.16	6,146.58	
22	毕威公路	26,093.74	26,514.38	25,794.76	8,095.11	2017 年 1 月从外部转入
23	三黎公路	15,325.17	15,361.71	11,996.46	4,784.28	
24	六六公路	16,776.16	17,305.75	12,931.62	4,371.72	
25	驾荔公路	1,182.20	813.93	572.93	134.83	
26	清织公路	21,994.30	21,071.54	15,758.55	5,507.61	2018 年 10 月正式运营
27	织纳公路	14,374.87	14,930.13	12,778.29	4,651.93	2018 年 11 月正式运营
28	余凯公路	11,390.22	11,089.44	4,958.74	2,454.89	2019 年 7 月正式运营
29	凯羊公路	6,424.69	8,290.73	6,114.44	1,917.36	
30	毕生公路	22,007.04	20,651.57	16,933.57	6,178.38	2019 年 1 月正式运营
31	望安公路	9,996.94	7,319.73	6,205.77	2,287.80	2019 年 1 月正式运营
32	凯雷公路	9,998.46	3,804.49	2,742.32	682.80	2019 年 1 月正式运营
33	惠罗公路	13,903.67	13,048.15	15,597.34	5,742.41	
34	毕都公路	59,529.11	60,676.52	50,100.21	18,345.63	
35	贵遵扩容公路	62,889.60	71,807.93	51,378.02	18,503.88	包含尖小公路
36	六威公路	17.37	27,278.66	24,545.99	8,149.65	
37	罗望公路	2,037.88	6,159.80	4,861.40	2,090.24	
合计		1,182,954.95	1,201,368.61	938,759.05	341,637.64	

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

⁸ 2018 年，车辆通行费收入 118.30 亿元，其中：通车正式运营公路收费 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；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。2018-2020 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。

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。收费方案变动对该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，目前正在建的自建项目共计3个，项目总投资为722.25亿元，其中政府资本金260.90亿元，截至2021年3月末，政府资本金到位201.79亿元，项目累计完成投资588.17亿元。

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。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 10. 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 (%)	政府资本金额	政府资本金到位	累计已投资	2021年4-12月计划投入
都匀至安顺高速公路	275.14	430.79	37	158.77	124.24	382.45	48.30
崇溪河至遵义段扩容工程	118.75	263.57	37	96.55	77.55	205.41	43.87
贵阳至黄平延伸线	7.75	27.89	20	5.58	--	0.31	0.20
小计	401.64	722.25	--	260.90	201.79	588.17	92.37

资料来源：贵州高速（截至2021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（可供出售金融资产）

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（含 PPP 项目）财政资金拨付上，2018 年该公司获得高速公路财政资金拨付 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财政资金拨付 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拨付 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 年第一季度，公司获得高速公路财政资金拨付 73.18 亿元，其中中央车购税 52.99 亿元，分别为都安项目 33.56 亿元和重遵复线 13.43 亿元；省级财政资金 20.19 亿元。

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 2021 年 3 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 17.63 亿元，尚有 18.13 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，2020 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。

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（公司以 1.2% 利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。2016年8月15日，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”）⁹，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，2021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2021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。

图表 11. 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
贵州公路开发有限责任公司	贵州公开	9.60	9.60
小计		194.00	108.60

资料来源：贵州高速（截至2021年3月末，四舍五入存在尾差）

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2021年3月末公司已通过融资再安排业务累计置换贷款1218.48亿元，公司即期偿债压力降低。

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年以来公司提

⁹ 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。

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；此外各金融机构通过降低存量债务成本、变更利息支付周期等方式给予支持，公司预计债务存续期内合计可节约利息成本约 15 亿元。

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。

该公司建材销售业务随着省内高速公路建设项目材料需求量变动以及钢材价格波动而有所波动，2018-2020 年及 2021 年第一季度该业务收入分别为 31.94 亿元、45.55 亿元、36.91 亿元和 9.54 亿元。2020 年及 2021 年第一季度收入较上年同期分别下降 18.96%和 34.22%，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。2018-2020 年及 2021 年第一季度建材销售业务毛利率分别为 6.81%、5.62%、6.08%和 7.63%，毛利率较低。

房地产业务

2018-2020 年，该公司商品房销售收入分别为 13.24 亿元、7.30 亿元和 5.36 亿元，毛利率分别为 13.64%、21.18%和 27.83%，收入主要来源于未来凯里城项目。2019 年以来因收入对应的房屋价格上涨及商铺占比较高，毛利率提升。2021 年第一季度商品房销售收入为 0.45 亿元，毛利率为 45.46%，毛利率偏高主要系确认部分利润空间较高的住宅和商业所致。

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¹⁰。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

¹⁰ 土地总成本价为 12.87 亿元，2020 年 1 月末已全部支付完毕。

投资 64.14 亿元，截至 2021 年 3 月末，项目累计支付投资款 72.21 亿元（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 2021 年 3 月末，累计回笼资金 43.64 亿元，预计 2021 年 4-12 月可回笼资金 4.36 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，导致凯里未来城建设资金成本偏高，加之商业销售滞后，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”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 2021 年 3 月末累计投资 4.37 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 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，目前有受让方已通过资格审核。

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 38.24 亿元，项目拟分地块开发。截至 2021 年 3 月末，已投入开发成本 22.60 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 2A 号地块自 2019 年开始预售，截至 2021 年 3 月末累计收到预售款 6.33 亿元。

图表 12. 截至 2021 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	38.24	2018.06-2022.12	住宅、商铺、车位、公寓	20.96	16.98	6.85	2019.12	0.73	0.89	0.61
2B 号地块		2018.06-2023.12		15.04	9.64	3.13	待定	--	--	--
3 号地块		2018.01-2021.12		17.01	16.26	7.57	2019.1	0.64	8.97	5.72
4 号地块		2020.12-2025.12		12.92	--	5.05	待定	--	--	--
合计	38.24	--	--	65.93	42.88	22.60		1.37	9.86	6.33

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，2018-2020 年及 2021 年第一季度销售商品业务实现收入分别为 7.77 亿元、27.53 亿元、43.34 亿元和 7.87 亿元；同期毛利率分别为 9.23%、11.28%、10.66%和 16.23%，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，销售商品业务收入大幅增长；2021 年第一季度在茅台酒带动下，其他特产产品销售增幅较大，销

售商品业务毛利率较高。

管理

跟踪期内，该公司出资人授权委托管理部门仍为贵州省国资委，公司整体经营管理较稳定，组织架构、管理制度等基本保持不变。

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%股权转让给茅台集团。变更完成后，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，贵州省国资委将公司10%股权无偿划转给贵州金控，截至2021年3月末贵州省国资委、茅台集团和贵州金控¹¹分别持有公司75.27%、14.73%和10.00%的股权。

该公司关联交易规模较小，体现为关联购销和关联往来。2020年公司对毕节市双山农村标准医疗投资有限公司确认的工程收入1.39亿元；应收关联方款项为0.23亿元，应付关联方款项为4.38亿元，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2021年4月29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2021年5月8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

¹¹ 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。

目（都匀段、贵定段、惠水段）未批先占用土地案件的《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。

图表 13. 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	2021.4.29 2021.1.11	暂无	暂无	暂未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.5.8	暂无	不涉及	暂无
工商与行政	国家企业信用信息公示系统	2021.5.8	行政处罚 ¹²	暂无	暂无
法律	中国执行信息公开网、天眼查	2021.5.8	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。

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）对该公司的 2018-2020 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 2020 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。

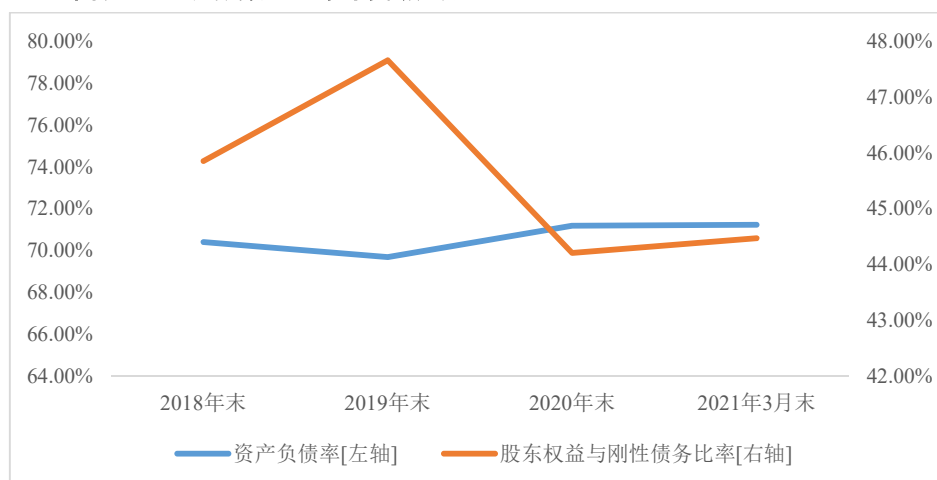
2020 年末，该公司合并报表范围有 11 家二级子公司，较上年末减少 2 家，分别为交通发展基金和贵州黔滇界六威高速公路有限公司。2021 年 3 月末，合并口径内二级子公司数量较上年末无变化。

¹² 2020-10-27：（2020）遵综执 0801 处字第 456 号，责令退还非法占用的集体土地 267008 平方米，退还至新中街道办事处三合村村民委员会，罚款 80.1024 万元。2020-09-07：黔环辐罚字〔2020〕1 号，处公司该电磁类建设项目总投资额百分之一的罚款，计 23.577 万。2020-10-10：匀自然资执罚〔2020〕11 号。2021-01-06：公司作为连带负责人和补充责任人，因施工单位拖欠劳务费被清镇市人民法院强制执行，案号〔2021〕黔 0181 执 147 号，执行标的 100.60 万元。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

图表 14. 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

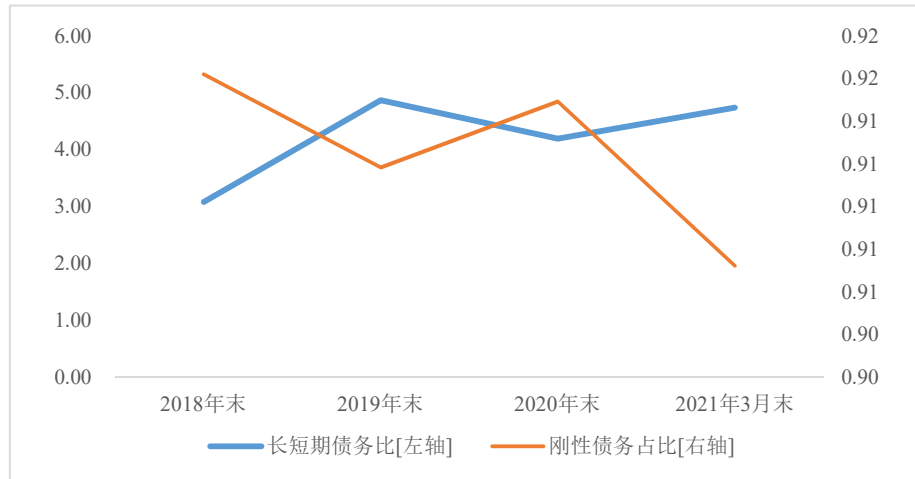
近年来，该公司收费公路投资力度较大导致债务规模增长，加大了整体债务负担，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，负债总额分别为 2573.39 亿元、2707.72 亿元、3061.96 亿元和 3157.82 亿元，资产负债率分别为 70.42%、69.70%、71.20%和 71.25%，财务杠杆有所上升，处于较高水平。2019 年 2 月公司发行 12.00 亿元永续中票，计入其他权益工具，若将永续中票计入债务核算，2019-2020 年末及 2021 年 3 月末实际资产负债率分别为 70.01%、71.48%和 71.52%。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 1081.20 亿元、1176.93 亿元、1238.64 亿元和 1274.16 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，所有新建项目均可以享受以上政策。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司分别获得高速公路项目资本金 116.39 亿元、112.08 亿元、42.68 亿元和 73.18 亿元（计入“吸收投资收到的现金”及“收到得其他与经营活动有关的现金”）。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，公司将以自建形式或以 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 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	2357.74	2468.99	2801.50	2864.89
应付账款 (亿元)	133.37	135.13	147.28	145.29
预收账款 (亿元)	9.96	12.96	22.84	48.21
其他应付款 (亿元)	62.36	81.56	79.49	91.26
刚性债务占比 (%)	91.62	91.18	91.49	90.72
应付账款占比 (%)	5.18	4.99	4.81	4.60
预收账款占比 (%)	0.39	0.48	0.75	1.53
其他应付款占比 (%)	2.42	3.01	2.60	2.89

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，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 308.10%、487.13%、419.86%和 474.15%，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，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，2020 年末占比分别为 91.49%、4.81%、2.60%和 0.75%。随着在建高速公路项目投入的增长，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 147.28 亿元，较上年末增长 8.99%；其他应付款余额为 79.49 亿元，较上年末下降 2.54%，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；预收款项余额为 22.84 亿元，较上年末增长 76.24%，主要为预售房款、预收的 BT 项目回款、工程款和县乡公路改造资金等，增幅主要贵州省交通厅县乡公路改造资金(12.50 亿元)。2021 年 3 月末，预收款项较上年末增长 111.67%至 48.21 亿元，增幅主要系收到贵州省交通厅高速公路补助资金 20.19 亿元（因补助性质尚未完全明确，未计入补助收入）和县乡公路改造资金 2.00 亿元暂列预收账款所致；其他应付款较上年末增长 14.80%，主要系高速公路项目决算时预留工程费用增加（年末将调整至应付账款）所致。同期末其余负债结构较上年末无重大变化。

图表 16. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	419.80	226.85	333.64	261.69
其中：短期借款	179.73	107.85	45.50	26.07
一年内到期的非流动负债	234.42	115.15	276.55	223.73
应付票据	0.50	0.63	3.64	2.79
应付利息	5.15	3.22	7.95	9.10
中长期刚性债务合计	1937.94	2242.13	2467.87	2603.20
其中：长期借款	1735.52	2022.79	2295.90	2383.65
应付债券	124.80	148.22	60.00	151.69
其他中长期刚性债务	77.62	71.12	111.96	67.86
综合融资成本（年化，%）	4.85	4.77	4.68	4.69

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，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末刚性债务分别为 2357.74 亿元、2468.99 亿元、2801.50 亿元和 2864.89 亿元，占负债比重分别为 91.62%、91.18%、91.49%和 90.72%。

从期限结构来看，该公司刚性债务以中长期为主，2020 年末中长期刚性债务为 2467.87 亿元，占刚性债务总额的 88.09%，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。2020 年末长期借款为 2295.90 亿元，较上年末增长 13.50%，主要系增加外部借款以投资高速公路项目所致；应付债券较上年末下降 59.52%至 60.00 亿元，长期应付款（融资租赁款）较上年末下降 15.27%至 60.26 亿元，主要系调整计入一年内到期的非流动负债所致，其中债券发行利率区间 3.46-5.98%，融资租赁借款利率 4.165-5.1107%；其他非流动负债主要为待偿还政府债券余额 51.70 亿元，期限为 3-10 年，利率为 3.42%。

2020 年末该公司短期刚性债务为 333.64 亿元，主要包括 173.30 亿元一年内到期的应付债券、86.40 亿元一年内到期的长期借款、16.84 亿元一年内到期的长期应付款以及 45.50 亿元短期借款，短期刚性债务较上年末增长 47.07%主要系部分长期借款和应付债券即将于一年内到期转入所致。2021 年 3 月末，中长期刚性债务较上年末增长 5.48%，其中应付债券较上年末大幅增长 152.81%，主要系发行“21 黔高 01”、“21 贵州高速 MTN001”、“21 贵州高速 MTN002”等所致，此外其他中长期刚性债务中其他非流动负债降幅较大主要系待偿还政府债券计入应付债券所致；随着短期借款和一年内到期非流动负债到期偿付，短期刚性债务较上年末下降 21.56%至 261.69 亿元。

从借款方式来看，2020 年末该公司银行借款合计 2427.81 亿元，其中信用借款 101.53 亿元，质押借款 2017.48 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，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 263.04 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%。截至2021年3月末，公司银行借款利率区间为4.41-4.9%。

图表 17. 2020 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	34.50	67.03	101.53
保证借款	11.00	30.06	41.06
质押借款	--	2017.48	2017.48
抵押借款	--	4.70	4.70
其他借款	--	263.04	263.04
合计	45.50	2382.31	2427.81

资料来源：贵州高速（四舍五入存在尾差）

截至2021年3月末，该公司对外担保余额8.91亿元，担保比率为0.70%，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。

根据审计报告披露，截至2020年末该公司未决诉讼5起，涉案金额6.60亿元，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。湖南建工以此为由，2016年12月20日起诉公司。截至目前，一审判决公司胜诉，湖南建工正在提请上诉，二审尚未开庭。（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。截至目前，一审判决公司赔偿0.38亿元，公司已上诉，二审尚未开庭。

（2）现金流分析

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入现金率（%）	110.31	113.31	101.95	94.24	135.42
业务现金收支净额（亿元）	89.66	70.66	49.29	29.01	0.22
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.94	25.33	-0.69	26.59	7.07

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	88.72	95.99	48.59	55.60	7.30
EBITDA（亿元）	81.05	93.75	113.44	—	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.04	0.04	0.04	—	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	0.78	0.83	1.10	—	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	16.96	17.59	9.25	—	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.83	3.98	1.84	—	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-25.87	-27.61	-32.56	—	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-5.85	-6.25	-6.49	—	—

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，2018-2020年及2021年第一季度营业收入现金率分别为110.31%、113.31%、101.95%和94.24%，同期业务收支净额分别为89.66亿元、70.66亿元、49.29亿元和29.01亿元，2020年较上年大幅减少主要系受疫情和政策性因素影响。“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，2018-2020年及2021年第一季度其他因素现金收支净额分别为-0.94亿元、25.33亿元、-0.69亿元和26.59亿元，其中2020年县乡公路改造资金支出规模较大致其他因素收支净额呈净流出。基于上述影响，2018-2020年及2021年第一季度经营活动产生的现金流量净额分别为88.72亿元、95.99亿元、48.59亿元和55.60亿元。

该公司EBITDA主要由列入财务费用的利息支出等构成，2018-2020年EBITDA分别为81.05亿元、93.75亿元和113.44亿元，EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖程度仍偏弱。

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-48.23	-54.81	-37.18	-1.74	-12.92
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	-179.77	-203.03	-190.02	-42.58	-58.75
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.96	11.13	7.65	4.03	1.18
投资环节产生的现金流量净额	-224.03	-246.72	-219.55	-40.29	-70.49

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）

2018-2020年及2021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-48.23亿元、-54.81亿元、-37.18亿元和-1.74亿元，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-179.77亿元、-203.03亿元、-190.02亿元和-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，2018-2020年及2021年第一季度其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为3.96亿元、11.13亿元、7.65亿元和4.03亿元。综上影响，同期投资活动产生的现金流量净额分别为-224.03亿元、-246.72亿元、-219.55亿元和-40.29亿元。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 20. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
吸收投资收到的现金	117.24	119.85	21.44	47.12	37.69
取得借款并偿还债务收支净额	95.76	100.72	287.04	59.30	61.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-115.90	-127.12	-126.74	-33.45	-16.83
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	17.69	10.86	-9.83	-0.13	0.00
筹资环节产生的现金流量净额	94.61	104.31	171.90	72.83	82.63

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，2018-2020年及2021年第一季度筹资活动产生的现金流量净额分别为94.61亿元、104.31亿元、171.90亿元和72.83亿元，其中吸收投资收到的现金分别为117.24亿元、119.85亿元、21.44亿元和47.12亿元，主要为车辆购置税资金，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-115.90亿元、-127.12亿元、-126.74亿元和-33.45亿元，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95.76亿元、100.72亿元、287.04亿元和59.30亿元，筹融资和债务循环压力较大。

（3）资产质量分析

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	522.35	504.85	484.92	568.98
	14.29%	13.00%	11.28%	12.84%
其中：货币资金（亿元）	241.58	195.77	196.99	285.13
应收款项（亿元）	33.51	37.80	35.57	45.00
预付款项（亿元）	106.44	97.28	100.94	64.99
其他应收款（亿元）	53.04	53.48	23.08	21.85
存货（亿元）	66.81	83.93	87.17	129.31
其他流动资产（亿元）	20.60	36.49	37.99	21.76
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	3132.24	3379.79	3815.68	3862.99
	85.71%	87.00%	88.72%	87.16%
其中：固定资产（亿元）	1864.95	2302.90	2712.48	2700.19
在建工程（亿元）	963.02	728.88	700.87	758.22

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
可供出售金融资产（亿元）	24.45	96.49	158.76	--
长期应收款（亿元）	90.15	96.51	98.65	100.04
长期股权投资（亿元）	58.04	12.88	13.73	14.10
无形资产（亿元）	1.10	1.00	42.58	43.64
其他非流动资产（亿元）	103.36	97.00	85.68	81.91
其他权益工具投资（亿元）	--	--	--	160.02
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2944.45	2803.06	3469.76	/
受限资产账面余额/总资产（%）	80.57	72.16	80.68	/

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，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，资产总额分别为 3654.59 亿元、3884.64 亿元、4300.60 亿元和 4431.97 亿元。2020 年末，流动资产和非流动资产分别为 484.92 亿元和 3815.68 亿元，分别占资产总额的 11.28%和 88.72%，符合公司经营特征。

2020 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。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。同期末货币资金为 196.99 亿元，其中受限货币资金 0.88 亿元，现金比率为 33.71%；应收账款为 35.57 亿元，主要为应收贵州省交通厅通行费 18.72 亿元¹³、应收甲供材料款项以及往来款等；预付账款 100.94 亿元，主要为预付工程款和征地拆迁款等；其他应收款较上年末下降 56.84%至 23.08 亿元，主要系将其作为担保方代贵州省公路工程集团有限公司子公司毕节毕威高速公路有限公司偿付的银行贷款转为对贵州毕节高速发展有限公司增资款所致，剩余主要为应收 ETC 款项、征拆借款和往来款等；存货为 87.17 亿元，主要系“凯里未来城”、“蒙特卡尼”项目和花溪 26° 项目成本以及拟开发土地、库存商品等；其他流动资产为 37.99 亿元，主要为待抵扣进项税及预缴税费 34.95 亿元。截至 2021 年 3 月末，流动资产较上年末增长 17.34%至 568.98 亿元，其中货币资金较上年末增长 44.75%至 285.13 亿元，主要系对外发行债券和新增借款所致；应收账款较上年末增长 26.50%至 45.00 亿元，主要系通行费收入增长所致；预付款项较上年末减少 35.61%至 64.99 亿元，主要系县乡公路改造支出 40.00 亿元由预付款项调整为存货所致；存货较上年末增长 48.34%至 129.31 亿元，主要系县乡公路改造支出¹⁴调整计入所致；其他流动资产较上年末下降 42.71%至 21.76 亿元，主要系收到增值税进项税存量留抵退税 16.00 亿元所致。

¹³ 通行费收入经由不同路径至贵州省拆分中心，然后经由财政至交通厅拨付至公司，因此收款时间存在一定滞后，但该款项收回风险小。

¹⁴ 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。公司根据考核应得项目改造资金计列营业收入，支出改造资金列入存货，在确认收入时结转为对应营业成本。县乡公路改造项目概算总投资 98.99 亿元，建设工期 4 年，截至 2021 年 5 月末项目累计投资 40.00 亿元，累计获得财政资金 14.50 亿元，2021 年 6-12 月计划投入资金 32.21 亿元。

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构成。2020 年末固定资产为 2712.48 亿元，较上年末增长 17.79%，主要为公路资产，增幅系贵遵扩容、清织公路、惠罗公路等多条路产转固所致；同期末在建工程为 700.87 亿元，为高速公路及附属工程。同期末长期应收款为 98.65 亿元，主要为代建项目、BT 项目应收款及销售商品应收款项；长期股权投资为 13.73 亿元，主要为对外投资的与主业相关的联营企业等；无形资产为 42.58 亿元，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，后续或有开发可能性）所致；其他非流动资产为 85.68 亿元，主要为位于贵阳市花溪区的 30 宗土地使用权，系政府划拨的市政用地，仅可用于融资抵押。此外，同期末持有至到期股权较上年末下降 99.24%至 0.27 亿元，主要系贵州交通产业基金不再纳入合并口径所致，余额为投资贵州交通产业发展基金交通建设壹号基金 A、B 类份额 0.17 亿元；可供出售金融资产 158.76 亿元¹⁵，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入（26.40 亿元）等。2021 年 3 月末，非流动资产较上年末增长 1.24%至 3862.99 亿元，其中其他权益工具投资新增 160.02 亿元，主要系按照新金融工具准则将可供出售金融工具转入所致；长期待摊费用较上年末增长 616.13%至 2.92 亿元，增幅主要系黔通智联 ETC 车道建管养一体化服务成本，根据合同约定该项服务收入分 5 年确认，建设成本相应计入长期待摊费用分 5 年摊销。

图表 22. 截至 2021 年 3 月末公司主要在建 PPP 项目（可供出售金融资产）（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	2021 年 4-12 月计划投入
PPP 项目:							
开阳至瓮安高速公路	48.73	78.06	25	7.20	7.20	62.84	15.22
威宁至围伙高速公路	28.14	44.84	25	4.18	4.19	35.93	5.92
镇远至玉屏高速公路	88.00	154.00	25	--	--	6.06	3.42
剑河至黎平高速公路	75.05	132.28	25	9.73	7.24	18.34	10.05
金沙经仁怀至桐梓高速公路	104.89	184.13	25	13.04	8.99	23.45	9.00
纳雍至赫章高速公路	56.64	89.68	25	6.70	5.08	20.87	11.75
桐梓至新蒲	73.50	124.49	25	9.29	4.10	24.29	12.34
小计	474.95	807.48	--	50.14	39.80	191.78	67.70

资料来源：贵州高速（截至 2021 年 3 月末，四舍五入存在尾差）

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 7 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 807.48 亿元，政府出资方需支付 50.14 亿元资本金，

¹⁵ 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下，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。

政府资本金拨付至公司，公司转拨至项目公司（计入可供出售金融资产），截至 2021 年 3 月末，政府资本金到位 39.80 亿元，PPP 项目累计完成投资 191.78 亿元。

（4）流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

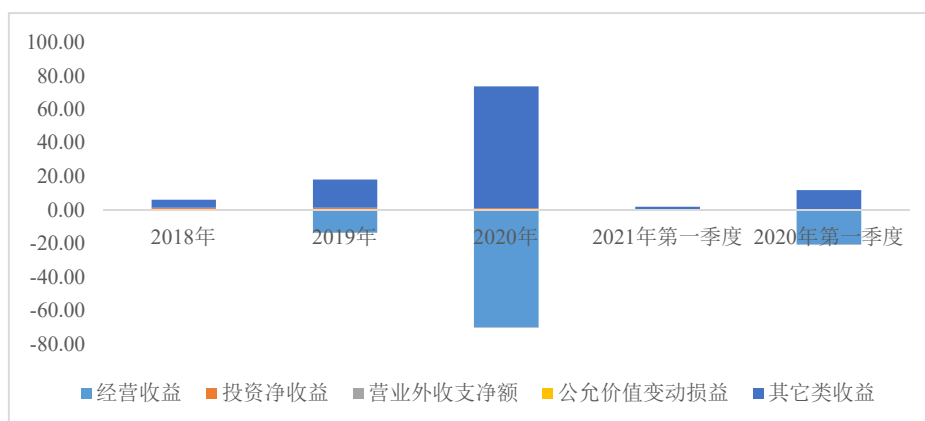
主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	82.84	109.47	82.33	103.45
速动比率（%）	55.36	70.18	50.39	68.12
现金比率（%）	38.36	42.51	33.71	51.84
短期刚性债务现金覆盖率（%）	57.61	86.31	59.51	109.32

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 82.33%和 103.45%；速动比率分别为 50.39%和 68.12%，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 2020 年末，公司受限资产 3469.76 亿元，占资产总额的比重为 80.68%，其中包含融资借款抵质押的高速公路收费经营权 3365.89 亿元（年末借款账面余额为 2039.10 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 24. 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，2018-2020 年及 2021 年第一季度营业收入分别为 167.39 亿元、201.05 亿元、196.55 亿元和 56.21 亿元。通行费收入是其营业收入主要来源之一，2018-2019 年通行费收入分别为 95.71 亿元和 101.71 亿元，2020 年受疫情出行意愿下降及免收通行费至 5 月 5 日等多重因素影响，通行费收入较上年下降 15.64%至 85.80 亿元，车流量恢复常态后，2021 年第一季度通行费收入较上年同期大幅增长 270.15%至 31.29 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，2018-2020 年及 2021

年第一季度建材销售业务收入分别为 31.94 亿元、45.55 亿元、36.91 亿元和 9.54 亿元；销售商品业务收入分别为 7.77 亿元、27.53 亿元、43.34 亿元和 7.87 亿元，在茅台酒带动下增幅较大；商品房销售业务收入分别为 13.24 亿元、7.30 亿元、5.36 亿元和 0.45 亿元。

该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，通常毛利率较高，2018-2020 年及 2021 年第一季度，综合毛利率分别 48.00%、40.70%、22.51%和 43.68%，其中通行费业务毛利率分别为 72.95%、69.18%、33.91%和 67.14%，2020 年由于疫情以及政策等原因，通行费收入有所降低，加之取消省界收费站、ETC 专项改造、高速公路迎国检等支出较上年大幅增加 25.36 亿元，致通行费毛利率和综合毛利率分别下滑 35.27 个百分点和 18.19 个百分点，2020 年疫情与免收费政策影响业务收入与利润，加之利息支出压力沉重，当期经营亏损严重，2018-2020 年及 2021 年第一季度公司经营损益分别为-0.35 亿元、-13.43 亿元、-69.95 亿元和-0.31 亿元。

该公司期间费用占营业收入的比例较大，严重侵蚀公司的营业利润。2018-2020 年及 2021 年第一季度期间费用分别为 80.22 亿元、92.89 亿元、110.95 亿元和 24.72 亿元，期间费用率分别为 47.92%、46.20%、56.45%和 43.99%。期间费用主要由财务费用构成，同期财务费用分别为 73.59 亿元、85.29 亿元、102.46 亿元和 23.18 亿元，有息债务规模增加、高速项目转固后利息费用化，导致公司利息费用逐年增加，其中 2020 年毕都、惠罗等路产转正式运营，费用化利息支出增幅较大，财务费用率和期间费用率较上年分别上升 10.88 个百分点和 10.25 个百分点。

图表 25. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	167.39	201.05	196.55	56.21	27.31
毛利润（亿元）	80.34	81.82	44.25	24.55	5.24
其中：通行费业务（亿元）	69.82	70.36	29.10	21.01	3.27
综合毛利率（%）	48.00	40.70	22.51	43.68	19.18
其中：通行费业务（%）	72.95	69.18	33.91	67.14	38.63
期间费用率（%）	47.92	46.20	56.45	43.99	93.13
其中：财务费用率（%）	43.96	42.42	52.13	41.25	88.16
全年利息支出总额（亿元）	103.83	112.89	136.00	--	--
其中：资本化利息数额（亿元）	32.40	27.63	32.42	--	--
通行费收入（利润表）	95.71	101.71	85.80	--	--
通行费收入（含试运行路产）	118.30	120.14	93.88	--	--
通行费收入（含试运行）对利息的覆盖倍数[%]	113.94	106.42	69.03	--	--

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，2018-2020 年利息支出（含费用化和资本化利息支出）合计分别为 103.83 亿元、112.89 亿元和 136.00 亿元，其中费用化利息支出分别为 71.42 亿元、85.26 亿元和 103.57 亿元。同期，含试运行路产通行费收入分别为 118.30 亿元、120.14 亿元和 93.88 亿元，含试运行路产通行费收入对利息的覆盖倍数分别为 113.94%、106.42%和

69.03%。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司投资净收益分别为 1.16 亿元、1.50 亿元、1.24 亿元和 0.37 亿元，2020 年主要系贵州金关公路有限公司和贵州金华公路有限公司等联营企业在权益法下确认的投资收益 1.17 亿元。公司作为贵州省高速公路投资建设和运营的重要主体，每年可以获得一定的财政补贴，对利润总额形成有效补充。2018-2020 年其他收益分别为 4.79 亿元、16.65 亿元和 72.50 亿元，主要系与日常活动相关的政府补助，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。

综上所述，2018-2020 年及 2021 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。总体看，公司整体盈利水平较大程度上依赖于政府资金支持。

图表 26. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.16	1.50	1.24	0.37	0.32
其中：可供出售金融资产在持有期间的投资收益（亿元）	0.35	0.21	0.35	/	/
权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.65	0.83	1.17	/	/
其他收益（亿元）	4.79	16.65	72.50	--	11.61
营业外收入（亿元）	0.41	0.11	0.17	0.01	0.01
其中：政府补助（亿元）	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（“/”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：2018-2020 年，公司分别获得高速公路资本金拨付金额 116.39 亿元、112.08 亿元和 42.68 亿元；财政补贴方面，2018-2020 年公司分别获得政府补助 4.79 亿元、16.65 亿元和 72.50 亿元，支持力度大。

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 年末，公司已获授信总额 4289.64 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1913.37 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 27. 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）	4289.64	2376.27	1913.37
其中：国家政策性金融机构（亿元）	1270.64	1057.71	212.93
工农中建交五大商业银行（亿元）	2149.21	1126.79	1022.41
其中：大型国有金融机构占比（%）	79.72	91.93	64.56

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理（截至 2020 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

14 贵州高速 MTN001：调整票面利率及回售

14 贵州高速 MTN001 于 2014 年 12 月发行，期限 7 年，第 5 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。2019 年 11 月 12 日，公司发布公告称 14 贵州高速 MTN001 已完成回售工作，回售总金额 8.80 亿元，剩余 31.20 亿元未回售，行权日为 2019 年 12 月 2 日；票面利率未发生调整。

16 黔高速和 21 黔高 01：调整票面利率及回售

16 黔高速于 2016 年 8 月发行，期限 7 年，第 5 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

21 黔高 01 于 2021 年 4 月发行，期限 5 年，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。

19 贵州高速 MTN001：调整票面利率、赎回、延期、利息递延支付 选择权、持有人救济

19 贵州高速 MTN001 于 2019 年 2 月发行，期限为 3+N 年，附有调整票面利率、赎回、延期、利息递延权、持有人救济等条款，存在递延付息风险。

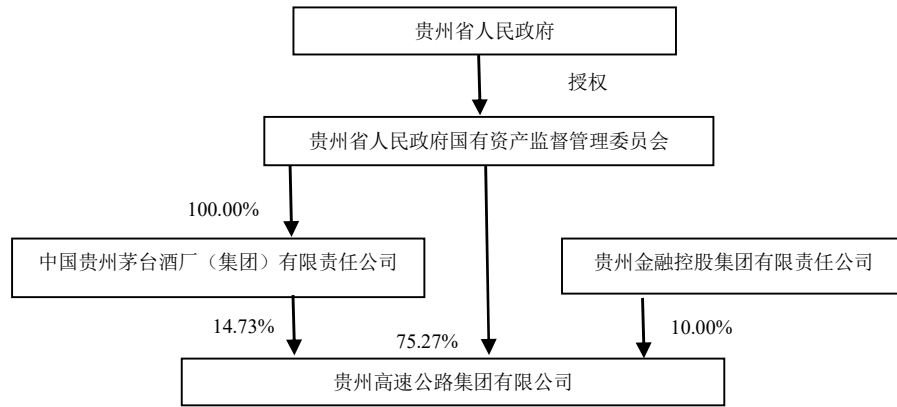
跟踪评级结论

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。2020 年受疫情及政策性因素影响，通行费收入明显缩减，但在建材销售、商品销售等多元化业务收入的补充下，营业收入较上年仅小幅下降。因政策性收费减免属于短期冲击，目前通行费业务稳健运行，2021 年第一季度通行费收入带动营业收入较上年同期大幅增长。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：

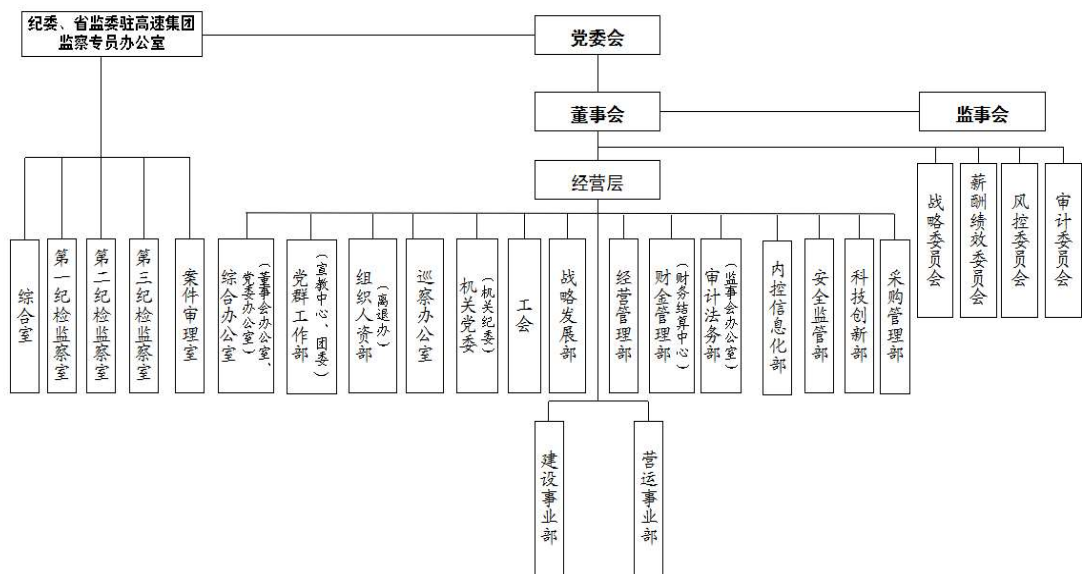
公司股权结构图



注：根据贵州高速提供的资料绘制（截至 2021 年 3 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 2021 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	2020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	2548.07	1044.70	74.64	6.29	51.66	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	111.01	67.49	44.46	-6.74	-2.26	
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	1.11	7.66	34.68	0.95	2.19	
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	0.34	3.67	5.62	0.43	0.59	
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	6.97	8.52	12.03	1.30	-0.44	
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	85.79	149.29	14.90	2.10	3.74	

注：根据贵州高速 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	3,654.59	3,884.64	4,300.60	4,431.97
货币资金 [亿元]	241.58	195.77	196.99	285.13
刚性债务[亿元]	2,357.74	2,468.99	2,801.50	2,864.89
所有者权益 [亿元]	1,081.20	1,176.93	1,238.64	1,274.16
营业收入[亿元]	167.39	201.05	196.55	56.21
净利润 [亿元]	4.63	2.26	1.79	1.05
EBITDA[亿元]	81.05	93.75	113.44	—
经营性现金净流入量[亿元]	88.72	95.99	48.59	55.60
投资性现金净流入量[亿元]	-224.03	-246.72	-219.55	-40.29
资产负债率[%]	70.42	69.70	71.20	71.25
长短期债务比[%]	308.10	487.13	419.86	474.15
权益资本与刚性债务比率[%]	45.86	47.67	44.21	44.47
流动比率[%]	82.84	109.47	82.33	103.45
速动比率[%]	55.36	70.18	50.39	68.12
现金比率[%]	38.36	42.46	33.71	52.01
短期刚性债务现金覆盖率[%]	57.61	86.31	59.51	109.32
利息保障倍数[倍]	0.74	0.79	0.79	—
有形净值债务率[%]	238.56	231.87	256.32	257.39
担保比率[%]	0.94	0.76	0.72	0.70
毛利率[%]	48.00	40.70	22.51	43.68
营业利润率[%]	3.35	2.36	1.99	2.98
总资产报酬率[%]	2.18	2.38	2.62	—
净资产收益率[%]	0.45	0.20	0.15	—
净资产收益率*[%]	0.60	0.31	0.20	—
营业收入现金率[%]	110.31	113.31	101.95	94.24
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.96	17.59	9.25	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.83	3.98	1.84	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-25.87	-27.61	-32.56	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.85	-6.25	-6.49	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.78	0.83	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 2018-2020 年度及未经审计的 2021 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	6
	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5月6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	2021年6月21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)	-
债项评级 (14 贵州 高速 MTN001)	历史首次评级	2014年8月22日	AA+	沈其恺、宋晔	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
	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) 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	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
	本次评级	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)	-
债项评级 (16 贵州 高速 MTN001)	历史首次评级	2015年10月15日	AA+	沈其恺、张佳	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
	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) 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	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
	本次评级	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)	-
债项评级 (18 贵州 高速 MTN001)	历史首次评级	2018年8月13日	AAA	张佳、林赞婧	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) 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	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
	本次评级	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)	-
债项评级 (18 贵州 高速 MTN002)	历史首次评级	2018年10月12日	AAA	张佳、王树玲	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	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
	本次评级	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)	-
债项评级 (19 贵州 高速 MTN001)	历史首次评级	2018年12月28日	AAA	张佳、王树玲	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	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
	本次评级	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)	-
债项评级 (19 贵州 高速 MTN002)	历史首次评级	2019年3月26日	AAA	张佳、王树玲	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	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
	本次评级	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)	-
债项评级	历史首次	2020年8月3日	AAA	王树玲、张佳	新世纪评级方法总论(2012)	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
(20 贵州高速 MTN001)	评级				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)	
	本次评级	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)	-
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
	本次评级	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)	-
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
	本次评级	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)	-
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
	本次评级	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)	-
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	2014 年 6 月 27 日	AA ⁺	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
	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) 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	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
	本次评级	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)	-
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
	本次评级	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)	-
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
	本次评级	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)	-
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
	本次评级	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)	-

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。