






内部编号:2023050139

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**

分析师: 张佳  zhangjia@shxsj.com  
林贇婧  lyj@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349  
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层  
公司网站: www.shxsj.com



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.

## 评级声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100046】

评级对象：贵州高速公路集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
16 黔高速	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AA+/稳定/AA+/2016年7月1日			
20 黔高 01	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年6月9日			
20 黔高 03	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年11月20日			
21 黔高 01	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2020年11月30日			
21 黔高 02	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年7月1日			
21 黔高 04	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年8月4日			
21 黔高 06	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年9月13日			
20 贵州高速 MTN001	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022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/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022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/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022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/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年5月6日			
21 贵州高速 MTN004	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年6月18日			
21 贵州高速 MTN005	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年7月19日			
21 贵州高速 MTN007	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	AAA/稳定/AAA/2022年6月21日	AAA/稳定/AAA/2021年8月18日			
22 贵州高速 MTN003	AAA/稳定/AAA/2023年5月31日	/	AAA/稳定/AAA/2022年10月12日			

### 跟踪评级观点

#### 主要优势：

- 贵州省是中国西南部陆路交通枢纽之一，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。同时，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。
- 贵州高速收费公路业务经营具有区域垄断优势，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。
- 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的大力支持。
- 贵州高速外部融资渠道较为畅通，剩余可使用授信规模较大，可为项目投资和经营周转提供一定保障。

#### 主要风险：

- 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。
- 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。
- 贵州高速持续投资高速公路建设，刚性债务积聚，债务负担重，付息压力大，财务杠杆处于较高水平，2022年以来即期债务偿付规模增加，关注债务循环压力。
- 贵州高速房地产项目区域集中度较高且在规模较大，面临去化压力。

### 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。

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据：				
货币资金[亿元]	156.56	163.11	62.70	74.31
刚性债务[亿元]	2548.07	2731.43	2662.83	2701.47
所有者权益[亿元]	1044.70	1109.57	1082.47	1101.43

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
经营性现金净流入量[亿元]	51.66	-4.49	203.48	2.48
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产[亿元]	4300.60	4437.88	4384.42	4434.95
总负债[亿元]	3061.96	3182.75	3153.26	3184.01
刚性债务[亿元]	2801.50	2889.16	2851.16	2892.46
所有者权益[亿元]	1238.64	1255.13	1231.16	1250.94
营业收入[亿元]	196.55	220.40	234.41	55.92
净利润[亿元]	1.79	2.99	6.46	3.17
经营性现金净流入量[亿元]	48.59	94.98	180.11	9.73
EBITDA[亿元]	113.44	121.19	127.41	—
资产负债率[%]	71.20	71.72	71.92	71.79
长短期债务比[%]	419.86	605.58	418.22	416.26
短期刚性债务现金覆盖率[%]	59.51	118.70	29.79	30.77
EBITDA/利息支出[倍]	0.83	0.85	0.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04	—

注：发行人数据根据贵州高速经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	4	
	初始信用级别		aa <sup>-</sup>
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
调整理由：无。			
个体信用级别		aa <sup>-</sup>	
外部支持	支持因素	3	
	支持理由：贵州高速作为贵州省收费公路投资建设运营主体，可获得贵州省政府的大力支持。		
主体信用级别		AAA	

### 同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	总资产 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营性现金净流入 量（亿元）
广东省交通集团有限公司	4694.11	1339.29	71.47	500.26	38.53	290.50
河北交通投资集团有限公司	3319.84	850.89	74.37	226.70	-4.32	38.26
河南交通投资集团有限公司	6404.56	2127.95	66.77	911.40	-5.69	32.14
贵州高速公路集团有限公司（发行人）	4384.42	1231.16	71.92	234.41	6.46	180.11

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照贵州高速公路集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）、贵州高速公路集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）贵州高速公路集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）、贵州高速公路集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、贵州高速公路集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种一）、贵州高速公路集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）（品种一）、贵州高速公路集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）、贵州高速公路集团有限公司 2020 年度第一期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第一期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第二期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第三期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第四期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第五期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2021 年度第七期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2022 年度第三期中期票据（分别简称“16 黔高速”、“20 黔高 01”、“20 黔高 03”、“21 黔高 01”、“21 黔高 02”、“21 黔高 04”、“21 黔高 06”、“20 贵州高速 MTN001”、“21 贵州高速 MTN001”、“21 贵州高速 MTN002”、“21 贵州高速 MTN003”、“21 贵州高速 MTN004”、“21 贵州高速 MTN005”、“21 贵州高速 MTN007”和“22 贵州高速 MTN003”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据贵州高速公路集团有限公司（简称“贵州高速”、“该公司”和“公司”）提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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折，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 2023 年 4 月末，该公司合并口径存续债券余额合计 248.00 亿元，存续债券付息正常；一年内到期债券合计 103.00 亿元，债务循环压力大。

图表 1. 截至 2023 年 4 月末公司存续债券概况（单位：亿元，%，年）

债券名称	起息时间	发行金额	债券余额	当期票面利率	发行期限	到期日
16 黔高速	2016-08-15	20.00	20.00	3.65	7	2023-08-15
20 贵州高速 MTN001	2020-08-13	10.00	10.00	3.75	3	2023-08-13
20 黔高 01	2020-08-21	15.00	15.00	3.70	3	2023-08-21
20 黔高 03	2020-11-25	20.00	20.00	4.27	3	2023-11-25
21 贵州高速 MTN001	2021-04-21	10.00	10.00	3.95	3	2024-04-21
21 黔高 01	2021-04-27	15.00	15.00	3.87	5	2026-04-27
21 贵州高速 MTN002	2021-05-12	10.00	10.00	3.80	3	2024-05-12
21 贵州高速 MTN003	2021-05-21	10.00	10.00	3.74	3	2024-05-21
21 黔高 02	2021-06-23	15.00	15.00	3.75	3	2024-06-23
21 贵州高速 MTN004	2021-06-28	10.00	10.00	3.92	3	2024-06-28
21 贵州高速 MTN005	2021-07-26	10.00	10.00	3.50	3	2024-07-26
21 贵州高速 MTN006	2021-08-06	10.00	10.00	3.40	3	2024-08-06
21 黔高 04	2021-08-11	5.00	5.00	3.50	5	2026-08-11
21 贵州高速 MTN007	2021-08-31	10.00	10.00	3.45	3	2024-08-31
21 黔高 06	2021-09-28	10.00	10.00	3.65	5	2026-09-28
21 贵州高速 MTN008	2021-11-19	10.00	10.00	3.50	3	2024-11-19
22 贵州高速 MTN001	2022-03-17	10.00	10.00	3.54	3	2025-03-17
22 贵州高速 CP003	2022-06-23	2.00	2.00	2.24	1	2023-06-23
22 贵州高速 MTN002	2022-10-17	10.00	10.00	3.38	3	2025-10-17
22 贵州高速 MTN003	2022-10-26	10.00	10.00	3.37	3	2025-10-26
22 贵州高速 SCP001	2022-11-25	4.00	4.00	3.00	0.7397	2023-08-22
22 贵州高速 SCP002	2022-12-02	10.00	10.00	2.99	0.7397	2023-08-29
22 贵州高速 SCP003	2022-12-09	12.00	12.00	3.39	0.7397	2023-09-05
<b>合计</b>	—	<b>248.00</b>	<b>248.00</b>	—	—	—

资料来源：贵州高速

## 1. 外部环境

### (1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

### (2) 行业因素

国内收费公路网络不断完善，并提供相对透明、较稳定收入来源和较充沛现金流。考虑到收费公路需求端增速放缓、新通车路产投资回收期拉长和造价成本居高等因素，行业面临收入增长趋缓、盈利空间收窄和边际效益递减压力；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，全行业还本付息持续承压，行业收支持续高位失衡。2023 年以来随着公众出行能力和意愿提升，预计行业收费状况将明显改观，支持行业长期发展的供需关系仍将保障行业稳健运行。

#### A. 行业概况

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，其中高速公路仍为主力；2021年、2022年1-11月及2023年第一季度，公路建设分别完成投资2.60万亿元、2.62万亿元和0.55万亿元，分别同比增长6.0%、9.1%和14.1%。我国已建成世界最大高速公路网络，高速公路通车里程从2001年末1.94万公里增至2022年末17.7万公里。

中长期内，公路行业仍可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。《关于扎实推动“十四五”规划交通运输重大工程项目实施的工作方案》提出：“十四五”期间，以中西部地区为重心，加快国家高速公路待贯通路段建设，优先打通国家高速公路主线和省际衔接路段；以东中部地区为重心，推进京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等建设年代较早、车流量大、交通繁忙拥堵的国家高速公路主线扩容改造。同步推进除主线外的国家高速公路拥挤路段扩容改造，以及对于完善区域高速公路网络、提升国家高速公路通道能力等具有重要作用的地方高速公路新建和改扩建。

收费公路投建及运营主体经营情况与区域内路网规划息息相关，北京、山东及江浙沪等地收费路网已较完善，未来更多侧重于扩容改造，其公路投建及运营主体新建高速里程相对较小。中西部路网由于区域等因素较东部发展慢，中西部地区公路投建及运营主体仍有较大的建设里程和投资需求，同时因地形构造较复杂，建设成本通常较高，区域内投建主体面临较大的投融资压力。受高速公路里程增加和建设投资总额扩大影响，及部分项目为养护管理、偿还利息举借新债等因素，收费公路债务余额持续上升。行业整体存量债务压力大，行业内企业资产负债率偏高；而后续项目建设资金需求量大，债务融资依存度高，增量债务滚动存量债务将进一步推高行业财务杠杆。

图表2. 收费高速公路资本金及债务余额情况（单位：亿元）

收费高速公路	2019年末	2020年末	2021年末
收费高速公路投资资本金累计投入	27193.01	31620.69	39011.22
收费高速公路财政性资本金累计投入	15363.05	16760.36	20941.19
收费高速公路非财政性资本金累计投入	11829.96	14860.33	18070.04
收费高速公路投资银行贷款	56553.85	63883.71	74830.61
收费高速公路年末债务余额	<b>58044.58</b>	<b>66983.54</b>	<b>79178.52</b>
收费高速公路年末银行贷款余额	48322.41	55656.78	64546.92
收费高速公路单公里债务余额[亿元/公里]	<b>0.4064</b>	<b>0.4381</b>	<b>0.4221</b>

资料来源：根据各年收费公路统计公报等整理计算绘制

收费公路行业路产建设阶段的债务融资需求大，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（自2014年起我国收费高速公路收入已难以覆盖行业债务本息，付息压力重），行业收支严重失衡，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。2023年以来随着公众出行能力和意愿提升，预计全年行业收费运行状况将明显改观，支持行业长期发展的供需关系也将继续保障行业稳健运行。

图表3. 收费高速公路收支及还本付息能力表（单位：亿元）

收费高速公路	2019年	2020年	2021年
收费高速公路通行费收入	5551.03	4566.24	6232.02
收费高速公路支出	10224.94	11743.67	12279.31
还本付息支出	7987.74	9760.61	10109.47
偿还债务本金	5311.80	6845.89	6864.32
偿还债务利息	2675.93	2914.72	3245.15
收费高速公路收支平衡结果	<b>-4673.92</b>	<b>-7177.43</b>	<b>-6047.29</b>
单公里年通行费收入[万元/公里]	<b>388.64</b>	<b>298.62</b>	<b>386.55</b>
通行费收入利息覆盖水平[倍]	<b>2.07</b>	<b>1.57</b>	<b>1.92</b>
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	<b>1.05</b>	<b>0.67</b>	<b>0.91</b>
通行费收入当期还本付息覆盖水平[倍]	<b>0.69</b>	<b>0.47</b>	<b>0.62</b>

资料来源：根据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的

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，《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》，明确政府收费公路项目的偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过30年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过30年，实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。并进一步提出省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务清偿的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。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，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，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，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”。收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路，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。2017-2022年全国收费公路专项债券发行规模分别为440.04亿元、749.60亿元、1525.51亿元、1895.67亿元、1387.31亿元和1252.60亿元。

收费公路行业政策属性相当明显，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。2019-2021年，收费高速公路通行费减免额分别为957.86亿元、2266.35亿元和1123.94亿元。

## C. 竞争格局/态势

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

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

铁路客运和航空客运具有单次运量大和省时等优势，但班次密度较低且站点相对离市区较远；而公路运输在价格、机动便捷、班次等方面具有优势。近年来，我国高铁建设进程加快，路网布局规划陆续出台，同时航空运输呈快速发展态势，政府政策在不同时期鼓励不同运输模式发展从而增加了道路运输业的替代风险。2021年11月，交通运输部关于印发《综合运输服务“十四五”发展规划》（交运发〔2021〕111号），再次提出加快优化调整运输结构，提高道路货运组织化、集约化程度，发挥道路



货运在枢纽集疏运体系方面的比较优势，推动大宗货物和中长途货物运输“公转铁”、“公转水”；发展内河集装箱运输、江海（河海）直达运输，提高航运枢纽水水中转比例。政策导向的交通运输方式分流，或将影响高速公路货车流量及路段通行费收入。

图表 4. 收费公路省交投财务表现（单位：亿元，%）

简称	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流	总资产	带息负债	资产负债率
山东高速集团有限公司	2317.69	18.43	115.40	174.32	13225.46	7624.15	74.53
浙江省交通投资集团有限公司	3135.78	6.09	92.15	240.86	8404.98	3028.10	66.86
云南省交通投资建设集团有限公司	801.24	20.00	9.25	286.72	7884.54	4406.21	66.96
江苏交通控股有限公司	931.71	18.06	116.21	316.88	7794.09	4047.15	61.55
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	1831.63	6.72	3.84	81.68	7023.77	3904.35	67.46
湖南省高速公路集团有限公司	446.88	40.56	17.98	201.99	6604.18	3875.70	65.88
河南交通投资集团有限公司	911.40	10.79	-5.69	32.14	6404.56	3716.79	66.77
广西交通投资集团有限公司	670.69	16.07	9.96	67.32	6294.94	3470.09	65.89
湖北省交通投资集团有限公司	634.90	22.28	45.77	65.62	6292.30	3881.54	71.14
广东省交通集团有限公司	500.26	33.79	38.53	290.50	4694.11	3017.60	71.47
贵州高速公路集团有限公司	234.41	43.85	6.46	180.11	4384.42	2733.63	71.92
江西省交通投资集团有限责任公司	452.26	28.20	29.66	47.48	4012.78	1807.06	62.98
福建省高速公路集团有限公司	262.95	43.37	5.85	117.81	3643.02	2362.19	69.78
河北交通投资集团公司	226.70	20.77	-4.32	38.26	3319.84	1935.43	74.37
安徽省交通控股集团有限公司	653.93	22.68	65.24	46.81	3191.47	1626.96	67.24
吉林省高速公路集团有限公司	72.50	46.91	10.18	114.28	3043.45	1766.83	61.42
北京市首都公路发展集团有限公司	148.40	16.23	0.98	39.44	2708.09	706.29	59.25

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理、计算，数据时间节点为 2022 年（末）

#### D. 风险关注

（1）政策变动风险。收费公路行业的政策属性相当明显，行业对政策及细则变化的敏感度高，企业面临政策管控的压力仍较大。考虑到地方经济发展的物流成本及相关社会期望，未来收费公路政策调整方向和政策落地形式仍存在不确定性。

（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，且随着新建路产（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，甚至部分省份难以付息；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，且路产培育期长，中西部地区收费公路企业信用质量对政府财力和支持力度依赖度高但区域经济发展水平偏低，若融资环境趋紧，融资成本上升且融资难度加大，更易受冲击，不同区域还本付息质量（债务化解）、收支平衡能力及发债主体信用质量的分化趋势将进一步显现。

纵观行业发展趋势，我国收费公路行业仍可凭借主业现金流及外部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）的投运，部分中西部区域的收费公路企业的财务风险或将进一步增大。展望未来，我国收费公路行业通行费收入对到期债务本息的覆盖能力总体上将持续承压，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。

### (3) 区域因素

2022 年以来贵州省经济承压运行，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。

贵州省虽面积较小且地处我国西南内陆地区腹地，但为我国西南地区交通枢纽、长江经济带的重要组成部分，具备一定区位及战略优势，面临政策红利及外部支持等多重利好；此外，基于环境及资源优势，贵州省于 2016 年成为全国首个国家级大数据综合试验区。贵州省下辖贵阳、六盘水、遵义、安顺、铜仁、毕节 6 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 3 个自治州；是汉族、苗族、布依族、侗族及土家族等 18 个民族聚居地区。2022 年末常住人口 3856 万人，城镇化率 54.81%。

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。近年来，交通、水利等传统基础设施建设的超高速投资推动贵州省经济实力持续提升、经济快速增长。2020-2022 年贵州省地区生产总值分别为 17860.41 亿元、19586.42 亿元和 20164.58 亿元，同比增幅分别为 4.5%、8.1%和 1.2%，其中 2022 年第一产业增加值 2861.18 亿元，同比增长 1.2%；第二产业增加值 7113.03 亿元，同比增长 0.5%；第三产业增加值 10190.37 亿元，同比增长 1.0%，从产业结构看，贵州省总体呈现“三二一”的经济发展格局，第三产业对经济发展的拉动作用日益突出。2023 年第一季度，贵州省实现地区生产总值 4939.77 亿元，同比增长 2.5%，较上年全年增速提升 1.3 个百分点。

产业结构方面，全省形成以“酒、煤、电、烟”等四大传统支柱产业和电子信息、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，目前贵州正着力构建以大数据为引领的现代化经济体系，三大通讯运营商数据中心、腾讯七星数据中心、华为云数据中心、苹果 iCloud 数据中心等一批行业数据中心及公安部、中国人民银行等国家部委数据中心相继落地建设，新兴产业发展或具备一定潜力。

图表 5. 贵州省主要经济数据（单位：%）

指标	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
地区生产总值（亿元）	17860.41	4.5	19586.42	8.1	20164.58	1.2	4939.77	2.5
人均地区生产总值（元）	46355	--	50808	8.0	52294	--	--	--
人均地区生产总值倍数（倍）	0.65	--	0.62	--	0.61	--	--	--
固定资产投资（不含农户，亿元）	--	3.2	--	-3.1	--	-5.1	--	1.2
规上工业增加值（亿元）	--	5.0	--	12.9	--	-0.5	--	1.4
社会消费品零售总额（亿元）	7833.37	4.9	8904.27	13.7	8507.14	-4.5	--	2.1
进出口总额（亿元）	546.52	20.6	653.94	19.7	801.24	22.5	189.47	58.0
房地产开发投资（亿元）	3418.75	14.3	3383.06	-1.0	2403.69	-28.9	711.14	4.7
房屋施工面积（万平方米）	26922.73	-3.1	28749.89	6.8	26256.24	-8.7	23420.29	-3.9
房屋竣工面积（万平方米）	862.28	-9.7	916.35	6.3	966.78	5.5	179.20	41.7
房屋销售面积（万平方米）	5552.51	4.3	5585.99	0.6	3847.01	-31.1	1080.85	-4.7

资料来源：贵州省统计局

近年来，贵州省房地产市场有所波动。2020 年贵州省房地产市场投资热度下降；2021 年房地产开发投资出现负增长，销售去化速度相对较慢，当年房屋销售面积增速下滑；2022 年房地产景气程度持续低迷，开发投资、竣工和销售等环节均同比缩减；2023 年第一季度，房地产开发投资回升，但去化环节尚未回暖。土地市场方面，2020-2022 年，贵州省土地出让规模为政府性基金收入提供支撑，但 2022 年区域内土地市场行情低迷，商办和住宅用地成交量均下跌。

图表 6. 近年来贵州省土地市场交易情况

指标	2020 年	2021 年	2022 年
土地出让总面积（万平方米）	11061.63	11861.02	10003.59
其中：住宅用地	2155.8	2289.67	1399.53
综合用地（含住宅）	2479.51	1761.1	659.45
商业/办公用地	2131.8	2453.76	1615.18
工业用地	3959.07	4874.52	5717.95
其它用地	335.45	481.96	611.48
土地出让总价（亿元）	1090.06	1880.28	1815.49
其中：住宅用地	393.37	475.97	405.24

指标	2020年	2021年	2022年
综合用地（含住宅）	145.24	738.13	881.21
商业/办公用地	278.80	466.28	391.24
工业用地	202.72	161.49	114.15
其它用地	69.93	38.42	23.64
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>1641</b>	<b>1585</b>	<b>1090</b>
其中：住宅用地	1880	2079	2811
综合用地（含住宅）	3554	4191	2202
商业/办公用地	1835	1900	1726
工业用地	288	331	355
其它用地	705	797	1144

资料来源：CREIS（2023年3月6日提取数据）

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。2020-2022年全省一般公共预算收入分别为1786.80亿元、1969.51亿元和1886.36亿元，一般公共预算自给率分别为31.13%、35.23%和32.25%，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。除一般公共预算收入外，上级补助收入和债务收入占比较高，是全省财力的重要构成，同期全省综合财力分别为7305.76亿元、7551.30亿元和7600.54亿元。

贵州省政府性基金预算收入主要由国有土地使用权出让收入构成，易受区域内房地产市场行情及土地出让进度等因素影响。2020-2022年，贵州省政府性基金预算收入分别为2047.23亿元、2380.70亿元和2041.26亿元，其中国有土地使用权出让收入分别为1860.87亿元、2107.41亿元和1949.55亿元，政府性基金预算自给率分别为72.26%、88.85%和89.10%，关注土地市场行情对区域财力支撑情况。

由于交通、教育及民生等方面的大力投入，贵州省形成较大规模政府债务。2020-2022年末贵州省政府债务余额分别为10990.64亿元、11872.29亿元和12470.11亿元，广义债务率分别为347.22%、353.40%和363.27%，地方债务负担重，自2015年起贵州省自发自还地方政府债券，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。

2022年8月，财政部印发《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（财预〔2022〕114号），聚焦加大财政资金支持力度、支持防范化解政府债务风险、完善生态文明建设政策体系、积极构建高质量发展格局、加快建立现代财政制度等五方面工作，从政策上体现出中央对西部地区财税政策和财政治理的支持。

图表 7. 贵州省主要财政数据（单位：亿元）

指标	2020年	2021年	2022年
一般公共预算收入	1786.80	1969.39	1886.36
其中：税收收入	1086.04	1177.15	1021.70
一般公共预算支出	5739.50	5590.01	5849.17
一般公共预算自给率（%）	31.13	35.23	32.25
政府性基金预算收入	2047.23	2380.70	2041.26
其中：国有土地使用权出让收入	1860.87	2107.41	1949.55
政府性基金预算支出	2833.19	2679.40	2290.90
政府性基金预算自给率（%）	72.26	88.85	89.10
年末地方政府债务余额	10990.64	11872.29	12470.11

资料来源：贵州省财政厅

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

“十三五”时期以来贵州省基础设施支撑能力不断增强，十三五期间全省公路水路交通固定资产投资持续高位运行，投资总额累计完成7197亿元，约为“十二五”时期的1.6倍；内通外联的高速公路网络基本形成，普通国省道技术等级提升。2022年贵州省公路水路固定资产投资完成1130亿元，同比增长25%。截至2022年末全省公路通车里程20.90万公里，年内新增高速公路321公里，年末高速公路通车里程达8331公里，省内形成了以高速公路为骨架、国省干线为支撑、县乡公路为脉络、村组公路为基础的四级公路网络。据贵州省交通厅，2023年全省公路水运计划完成投资1150亿元，其中拟建成高速公路项目200公里、普通国道100公里、乡镇通三级及以上公路500公里。

2021年12月，贵州省交通运输厅关于印发《贵州省“十四五”公路建设规划》通知，“十四五”

时期贵州省公路基础设施建设发展的具体目标：2025 年高速公路通车里程 9500 公里，形成省际高速公路出口通道 28 个。根据上述规划，省内高速公路规划目标与目前通车里程仍有一定差距，该公司为省内高速公路投资建设和运营主体，在承担省内交通投建任务的同时也面临着资本支出压力。

## 2. 业务运营

该公司主要依靠在贵州省内较高的职能定位和垄断经营优势，从事高速公路投资建设、运营管理和公路养护工程等业务。随着在建路产陆续完工投运，公司控股路产规模不断扩大，同时多元化业务对收入起到一定补充作用，但以财务费用为主的期间费用仍持续侵蚀利润，在自身经营承压情况下，公司利润实现对政府补助的依赖程度高。此外，公司高速公路集中投建期已过，项目渐次收尾，短期内投融资压力较往年有所缓和。

该公司主要依靠在贵州省内较高的职能定位和垄断经营优势，从事高速公路投资建设、运营管理和公路养护工程等业务，跟踪期内主业收费公路投资与运营经营较稳健，多元业务涉足建材、商品、油品和房地产销售等。2020-2022 年及 2023 年第一季度，营业收入分别为 196.55 亿元、220.40 亿元、234.41 亿元和 55.92 亿元，其中通行费占营业收入的比重在 40-70%；综合毛利分别为 44.25 亿元、97.89 亿元、102.79 亿元和 31.81 亿元，其中通行费毛利占比在 60-90%。

图表 8. 公司营业收入构成情况（单位：亿元）

业务类型	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入										
其中：车辆通行费	85.80	43.65	118.88	53.94	118.18	50.42	36.30	70.01	36.97	57.05
建材销售	36.91	18.78	24.07	10.92	6.22	2.65	0.25	0.48	1.42	2.19
销售商品	43.34	22.05	44.40	20.14	66.89	28.53	8.28	15.97	16.70	25.77
销售油品	8.92	4.54	14.15	6.42	19.14	8.16	6.64	12.81	5.60	8.64
商品房销售	5.36	2.73	1.34	0.61	8.99	3.84	0.38	0.74	0.10	0.16
其他	16.22	8.25	17.56	7.97	14.99	6.40	4.07	7.27	4.01	6.19
<b>合计</b>	<b>196.55</b>	<b>100.00</b>	<b>220.40</b>	<b>100.00</b>	<b>234.41</b>	<b>100.00</b>	<b>55.92</b>	<b>100.00</b>	<b>64.80</b>	<b>100.00</b>
毛利率										
其中：车辆通行费		33.91		68.72		71.06		76.43		75.07
建材销售		6.08		6.45		11.89		5.11		10.63
销售商品		10.66		8.96		7.73		10.43		10.55
销售油品		21.12		17.30		15.08		12.31		14.20
商品房销售		27.83		58.89		20.67		22.19		4.04
其他		30.26		42.31		54.40		56.27		37.02
<b>综合</b>		<b>22.51</b>		<b>44.42</b>		<b>43.85</b>		<b>56.89</b>		<b>49.31</b>

资料来源：贵州高速

### (1) 主业运营状况/竞争地位

#### A. 收费公路投资与经营

##### 路产规模与区位

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司分别完成高速公路项目建设投资 332.95 亿元、213.12 亿元、226.64 亿元和 52.11 亿元，截至 2023 年 3 月末，公司控股路产通车里程合计 4136.08 公里，占 2022 年末全省高速公路通车总里程 49.65%。按照国家“7918”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，上述国家高速公路贵州段近 80%都属于公司管辖，少部分为贵州省公路局等管理。总体看，公司旗下核心路产质量较优，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 2023 年 3 月末公司主要经营管理的高速公路（单位：公里）

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限	通车（收费）里程
G75 兰海高速	崇遵公路	收费还贷	2005-2025	117.88
	贵遵公路（不含扎南）	收费还贷	2007-2027	51.59
	扎南公路	收费还贷	2007-2027	84.50

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限	通车（收费）里程
	贵阳东北绕城公路	市政公路	原 1998-2024；现停止收费 <sup>1</sup>	0.00
	贵新公路	收费还贷	2000-2020	136.03
	都新公路	收费还贷	2009-2029	119.03
	重遵复线	收费还贷	2023-2053	36.95
G60 沪昆高速	玉三公路	收费还贷	2006-2025	57.01
	三凯公路	收费还贷	2006-2026	84.68
	凯麻公路	收费还贷	2001-2021 <sup>2</sup>	53.87
	贵阳绕城公路西南段	收费还贷	2009-2039	59.48
	南环线	收费还贷	2009-2039	43.99
	清镇公路	收费还贷	2004-2024	93.09
	镇胜公路	收费还贷	2007-2027	196.55
G78 汕昆高速	板江公路	收费还贷	2011-2031	128.00
G76 厦蓉高速	水格公路	收费还贷	2011-2031	108.66
	格都公路	收费还贷	2011-2031	98.07
	贵清公路	收费还贷	2011-2031	16.83
	清织公路	收费还贷	2014-2034	65.27
	织纳公路	收费还贷	2014-2034	73.53
	毕生公路	收费还贷	2015-2035	78.25
G56 杭瑞高速	遵毕公路	收费还贷	2012-2032	175.29
	毕都公路	收费还贷	2015-2035	141.66
贵州省“州省”县网	茅台公路	收费还贷	2009-2039	44.59
	麻驾公路	收费还贷	2011-2041	28.81
	黎洛公路	收费还贷	2012-2042	50.79
	铜大公路	收费还贷	2012-2032	56.98
	惠兴公路	收费还贷	2012-2032	201.18
	思剑公路	收费还贷	2013-2033	156.80
	六镇公路	收费还贷	2013-2033	42.79
	水盘公路	收费还贷	2013-2043	91.22
	驾荔公路	收费还贷	2014-2044	24.90
	凯羊公路	收费还贷	2014-2044	55.60
	余凯公路	收费还贷	2014-2044	112.07
	三黎公路	收费还贷	2014-2044	132.11
	凯雷公路	收费还贷	2015-2045	23.12
	望安公路	收费还贷	2015-2045	67.63
G69 银百高速	惠罗公路	收费还贷	2015-2035	114.55
G7611 都香高速	六六公路	收费还贷	2014-2044	62.00
G6001 绕城高速	尖小公路（遵义至贵阳公路扩容工程羊昌至下坝段及贵阳连接线）	收费还贷	2015-2035	68.95
--	遵义青山至贵阳羊昌高速公路	收费还贷	2017-2037	104.21
--	罗甸至望谟高速公路	收费还贷	2018-2048	88.31
--	毕节至威宁高速公路	收费还贷	2018-2038	127.82
--	六盘水至威宁高速公路	收费还贷	2013-2043	190.42
--	都匀至安顺高速公路	收费还贷	2021-2041	271.01
<b>合计</b>	—	—	—	<b>4136.08</b>

资料来源：贵州高速（尾差系四舍五入）

### 路产效益

随着西部经济增长，内陆地区与沿海地区的往来频繁，在铁路运输供应有限的情况下，公路运输依旧为必然选择。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司控股路产通车里程分别为 3848.61 公里、4099.12 公里、4099.12 公里和 4136.08 公里，通行费收入（含试运行路段）分别为 93.88 亿元、123.41 亿元、118.18 亿元和 37.25 亿元，年度间单公里年通行费收入分别为 243.92 万元、301.06 万元和 285.74 万元，低于全国平均收费水平。2023 年以来公众出行意愿上升，关注全年控股路段车流量和通行费恢复力度。

从该公司所辖高速公路具体线路情况来看，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。2020-2022 年 G75 兰海高速贵州路段（包括崇遵公路、贵遵公路、贵新公路等路段）通行费收入分别为 24.16 亿元、30.71 亿元和 27.72 亿元，路产单公里年通行收入分别为 475 万元、603 万元和 508 万元，其中 2022 年受外部因素影响路产收益水平同比下降。此外，贵清公

<sup>1</sup> 公司以收费权入账，路段市政化后，收费权摊销年限与政府补贴年限保持一致。

<sup>2</sup> 贵新公路、凯麻公路原收费期限已到期，目前已申请延长收费期并获得批复，延期至新收费公路条例出具之日。

路、镇胜公路、茅台公路、板江公路、绕城公路和清镇公路等路产质量较优，2022 年单公里年通行费收入分别为 757 万元、667 万元、664 万元、584 万元和 581 万元，其中镇胜公路和板江公路单公里通行费收入逆势上升，同比分别增长 11.27%和 13.89%，系周边省份高速公路陆续通车带动车流量增长所致；其余路产效益较上年均有不同程度下降，降幅在 0.77-13.96%。目前，公司通行费收入主要依赖于核心路产的贡献，在建路产和新通车路段主要为非主干线路段，培育期较长，路产投运后产能释放仍存在不确定性。

图表 10. 公司主要路段（含试运行）通行费收入<sup>3</sup>（单位：万元）

序号	高速路段	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度	备注
1	贵新公路	45770.37	59266.64	43280.37	16779.38	16186.13	
2	崇遵公路	47892.36	65372.40	63680.26	20028.03	20521.74	
3	玉凯公路	43449.78	61170.76	56156.70	18292.86	20635.56	含玉三、三凯公路
4	凯麻公路	16475.66	15684.23	14617.83	4528.63	5318.40	2021 年凯里环北高速开通分流凯麻线车流量
5	清镇公路	46303.95	55268.94	53293.17	17414.74	16159.44	
6	镇胜公路	80932.07	117856.62	131133.65	40350.18	40784.08	
7	都新公路	32713.27	43097.71	46404.58	10942.05	15878.51	
8	茅台公路	21082.36	29857.27	29627.77	6567.63	8675.97	
9	麻驾公路	646.57	609.16	548.05	195.93	104.82	2021 年凯里环北高速开通分流凯麻线车流量
10	厦蓉公路	54857.17	75811.31	78099.35	28301.52	29517.72	含水格、格都公路
11	贵清公路	10966.40	14799.12	12733.89	4045.31	4033.58	
12	板江公路	49878.26	65624.73	74741.92	12781.48	22262.24	
13	遵毕公路	38877.39	52320.83	49366.44	17384.89	17044.02	
14	黎洛公路	5160.91	6622.33	5733.72	2311.22	2300.69	
15	铜大公路	8958.14	10827.11	9328.34	3228.03	3012.22	
16	惠兴公路	20082.74	28693.17	24504.56	9183.77	8912.70	
17	思剑公路	10553.27	12567.13	11399.80	5114.03	4097.78	
18	六镇公路	6959.99	9181.00	8549.07	2899.44	2687.10	
19	贵遵公路	53425.89	74367.70	63782.28	21167.21	20247.84	含扎南公路
20	绕城公路	61796.93	65002.18	60092.64	11487.46	13092.58	
21	水盘公路	18705.16	24695.60	25245.53	7762.52	7245.68	
22	毕威公路	25794.76	30379.85	25831.73	8760.46	9515.38	2017 年 1 月从外部转入
23	三黎公路	11996.46	15860.41	15049.32	5928.67	5554.72	
24	六六公路	12931.62	16265.44	15840.65	5392.94	4641.80	
25	驾荔公路	572.93	598.31	515.58	180.33	117.20	
26	清织公路	15758.55	19876.66	15624.36	6013.76	5510.28	2018 年 10 月正式运营
27	织纳公路	12778.29	16007.27	13883.00	5399.39	4725.12	2018 年 11 月正式运营
28	余凯公路	4958.74 <sup>4</sup>	11162.26	10651.12	4336.60	3276.60	2019 年 7 月正式运营
29	凯羊公路	6114.44	7265.29	6577.91	2622.21	2014.25	
30	毕生公路	16933.57	21189.01	18967.74	5540.39	7141.63	2019 年 1 月正式运营
31	望安公路	6205.77	7429.09	6693.13	2302.34	2124.05	2019 年 1 月正式运营
32	凯雷公路	2742.32	3235.21	2255.79	857.72	562.91	2019 年 1 月正式运营
33	惠罗公路	15597.34	20405.86	19421.10	6659.37	6356.98	
34	毕都公路	50100.21	63708.31	52033.51	16446.75	17460.13	
35	贵遵扩容公路	51378.02	65129.72	60799.22	21574.68	19755.15	包含尖小公路，扩容于 2021 年 1 月正式运营
36	六威公路	24545.99	30275.40	27431.65	8768.72	9133.39	2021 年底正式运营
37	罗望公路	4861.40	6753.03	5418.19	1750.21	2027.48	2021 年 10 月正式运营
38	都安公路	--	9844.80	22532.05	8857.14	9048.11	2021 年 7 月试运营 <sup>5</sup>
39	重遵复线	--	--	--	382.53	--	2023 年 1 月部分通车
-	<b>合计</b>	<b>938759.05</b>	<b>1234081.87</b>	<b>1181845.97</b>	<b>372540.53</b>	<b>387683.94</b>	--

资料来源：贵州高速

### 收费标准

跟踪期内，该公司控股路产收费标准和车型分类标准未发生重大变化。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

<sup>3</sup> 2020-2021 年，公司按《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。其中，2020 年车辆通行费收入 81.15 亿元，包括通车正式运营公路收费 73.07 亿元和已通车试运行公路车辆通行费收入 8.08 亿元；2021 年车辆通行费收入 123.41 亿元，包括通车正式运营公路收费 118.88 亿元和已通车试运行公路车辆通行费收入 4.53 亿元。2022 年根据《企业会计准则解释第 15 号》，公司将试运行通行费收入计入当期损益，不再将试运行收入冲减相关建设成本，2022 年车辆通行费收入 118.18 亿元，包括通车正式运营公路收费 115.93 亿元和已通车试运行公路车辆通行费收入 2.25 亿元。2023 年第一季度，试运行通行费收入未计入当期损益，当期车辆通行费收入 37.25 亿元，包括通车正式运营公路收费 36.30 亿元和已通车试运行公路车辆通行费收入 0.95 亿元。

<sup>4</sup> 2020 年余凯公路通行费收入较上年大幅下滑 55.28%，系当年 6 月至 12 月余凯公路所辖重安江大桥封闭施工所致。

<sup>5</sup> 预计 2024 年正式通车。

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。

2021年12月,贵州省交通运输厅联合省发展改革委、贵州省财政厅印发了《贵州省全面推广高速公路差异化收费实施方案》(简称“方案”)<sup>6</sup>,于2022年1月1日0时起施行,除继续执行的差异化收费政策外,其他差异化收费政策于2023年12月31日24:00时截止。《方案》指出,贵州省将实施分时段、分路段等高速公路差异化收费措施,利用价格杠杆,以吸引更多车辆通行高速公路,增加高速公路通行费收入;仍需关注在政策全面推行的过程中,对该公司控股路段车流量刺激和引流情况。

### 资本支出

该公司目前自建项目概算总投资292.89亿元,其中政府资本金102.41亿元,截至2023年3月末,政府资本金到位102.41亿元,项目累计完成投资279.20亿元。公司高速公路集中建设期已过,项目渐次收尾,新建或改扩建项目尚未有明确安排且省内新项目投资方式多以PPP形式为主(公司作为政府出资方,资本金来自财政资金),故短期内投融资压力较往年有所缓和。

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	政府资本金到位	累计已投资	2023年4-12月计划投入
重庆至遵义段扩容工程	118.75	263.57	37%	96.55	96.55	261.87	1.70
贵阳至黄平延伸线 <sup>7</sup>	8.30	29.32	20%	5.86	5.86	17.33	6.27
<b>合计</b>	<b>127.05</b>	<b>292.89</b>	<b>--</b>	<b>102.41</b>	<b>102.41</b>	<b>279.20</b>	<b>7.97</b>

资料来源:贵州高速(截至2023年3月末,四舍五入存在尾差);

注:PPP参股项目信息参见财务分析(其他权益工具投资)。

### 资金筹措外部支持

该公司承担贵州省高速公路投建和运营等职责,能获得项目资本金、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、银团再融资等支持。

图表 12. 资金筹措外部支持形式

方式	支持内容与到位情况
项目(含PPP参股项目)财政资金拨付	2020年公司获得高速公路财政资金42.68亿元,其中中央车购税17.00亿元,分别为都安项目9.00亿元,重遵复线项目8.00亿元;省级财政资金25.68亿元; 2021年公司获得高速公路财政资金99.88亿元,其中中央车购税65.99亿元,分别为都安公路项目33.56亿元,重遵复线项目32.43亿元;省级财政资金20.19亿元及其他财政资金13.70亿元; 2022年公司获得高速公路财政资金67.44亿元,其中中央车购税28.00亿元,分别为桥梁监测系统项目1.44亿元,安盘项目1.07亿元,县乡公路项目25.50亿元;及省级财政资金39.44亿元。 2023年第一季度,公司获得财政资金拨付16.67亿元,其中中央车购税16.67亿元,均为安盘项目(代表政府出资人)。
政府债务置换	2017年12月,贵州省政府、公司及银行各方协商,以政府发行定向债置换公司部分高成本债务,截至2023年3月末已累计完成249亿元债务置换,政府债务置换后,仍由公司还本付息,但公司融资成本大幅降低(公司置换的原有债务成本为4.90%,置换完成之后成本为4.04%)。目前该部分债务已偿还62.25亿元,余额为186.75亿元。
取消收费二级公路还贷二级公路收费补贴	公司早期所辖二级收费公路包括贵开线、贵黄二级线、玉铜线、贵毕线(修文~二堡)、关兴线、水黄线和顶兴线,2010年上述二级公路实现收费4.15亿元,占当年贵州省公路通行费收入比重的9.04%。2011年6月1日,按照《贵州省取消二级公路收费实施方案》,贵州省二级公路收费已全部取消。故从2011年起,中央及地方政府向公司提供财政补贴,以弥补二级公路取消收费带来的损失。2008年末公司取消收费二级公路锁定债务余额为90亿元,根据黔交政法(2011)13号文件,其中中央补助资金还贷60%,地方政府补助资金偿还40%以及逐年偿还所产生的银行利息。随着中央和地方政府补助资金的到位及公司利用自有资金垫付偿还,取消收费二级公路贷款余额已经为0元。截至2023年3月末公司共收到取消收费二级公路补助资金72.73亿元 <sup>8</sup> ,其中中央补助资金54.00亿元,地方政府补助资金18.73亿元,尚有17.27亿元地方政府补助资金未到位,未到位地方财政资金将由地方政府每年根据财政收支安排一定规模补贴,地方政府补贴资金到位周期较长。利息补贴方面,2021年末公司测算政府还贷二级公路贷款所形成的所有利息合计19.39亿元,根据上述文件,省财政厅将逐年安排补贴,但暂未收到任何利息补贴,新世纪评级持续关注补贴到位进展。

<sup>6</sup> 详见贵州省交通厅: [http://jt.gzh.gov.cn/xxgkml/ztl/zcfz/zcjd/202112/t20211231\\_72181014.html](http://jt.gzh.gov.cn/xxgkml/ztl/zcfz/zcjd/202112/t20211231_72181014.html)

<sup>7</sup> 单公里造价偏高系:一是贵黄延伸线车道数为八车道;二是由于贵黄延伸线路段涉及贵阳市,其征地拆迁费用较其他高速公路高;三是上述原因导致建设期利息有所攀高。

<sup>8</sup> 据该公司审计报告披露,2022年其他收益包括取消收费二级公路补助资金11.50亿元,实际包含其他项目补助约10.40亿元。

方式	支持内容与到位情况
国开基金	2015-2016年，为支持贵州高速公路建设，国家开发银行向该公司累计发行国开基金共计47.75亿元（用于高速公路项目资本金投入），委托贷款期限20年（其中宽限期3年），贷款以年利率1.2%计息，系国家开发银行对贵州地区交通基础设施建设的低息贷款支持。国家开发银行47.75亿元已全部到位，并计入资本公积，贷款资金作为地方政府高速公路资本金投入。
贵州交通产业发展基金	2015年，贵州省人民政府批准设立贵州交通产业发展基金，多元化筹集社会资金投入贵州交通运输道路基础设施建设。2016年8月，贵州省人民政府授权贵州省交通运输厅履行出资人职责，委托公司和贵州交通建设集团有限公司（简称“贵州交建”）作为共同发起人，以省级财政交通建设专项资金和自筹资金出资设立贵州交通产业发展基金有限责任公司（简称“交通发展基金”） <sup>9</sup> ，持股比例分别为60.00%和40.00%。根据《省人民政府关于贵州交通产业发展基金调整方案的批复》（黔府函〔2020〕109号），要求贵州省交通厅、贵州交建和贵州省公路开发有限责任公司（简称“贵州公开”）分别向交通发展基金增资85.40亿元、55.00亿元和9.60亿元。2023年1月，贵州交通产业发展交通建设贰号基金合伙企业（简称“交通建设基金”）向交通发展基金增资3.00亿元，贵州省交通厅应出资额减至82.40亿元。截至2023年3月末交通发展基金注册资本为194.00亿元（已到位111.60亿元），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），贵州公开出资9.60亿元（已到位）；贵州省交通厅出资82.40亿元（尚无资金到位）。同期末贵州省交通厅、贵州交建、公司、贵州公开和交通建设基金按注册资本持股比例分别变更为42.48%、37.42%、13.61%、4.95%和1.55%，交通发展基金主要用于贵州省公路（主要是高速公路）、水路交通基础设施项目资本金。
利率优惠	依据国家“三去一降一补”政策，2016年公司与金融机构签署利率变更贷款合同，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，用于置换存量债务及即将到期的短期债务，降低短期偿债压力，拉长公司银行借款期限。截至2023年3月末公司已通过融资再安排业务累计置换贷款1314.08亿元。
债务融资工具（DFI）	2021年9月，公司收到中国银行间市场交易商协会《接受注册通知书》，截至2023年3月末，公司DFI项下已发行多期短融及中票。

资料来源：贵州高速

### B. 建材销售（甲供材料）

该公司建材销售业务经营主体为子公司贵州交通物流集团有限公司（简称“物流公司”），负责销售钢材、板材及其他金属建材、水泥、砂石等建筑材料。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标方式从市场上采购材料，并约定由供应商直接运输至材料使用地，然后将材料销售给公司在建高速公路项目施工方。公司为保证高速公路项目建设顺利实施，直接与材料供应商协商通过计量单的形式确认采购数量，避免储存。一般施工单位收到供应材料后，提供签收单，同时提交计量给公司，公司根据计量和签收单扣收工程款后，向材料供应商支付采购款，结算周期一般为一个月。为保证高速公路项目建设顺利实施及成本控制，故建材销售毛利率较低。

该公司建材销售业务收入与高速公路项目建设材料需求及钢材价格关联度高，2020-2022年及2023年第一季度，该业务分别实现收入36.91亿元、24.07亿元、6.22亿元和0.25亿元，业务毛利率分别为6.08%、6.45%、11.89%和5.11%，近年来随着公司在建高速公路项目建设渐次收尾，新项目尚处前期准备阶段，故建材需求逐年下降，业务收入呈缩减态势。

### C. 房地产

目前该公司房地产业务项目包括凯里未来城、花溪26°和蒙特卡尼项目，经营主体分别为贵州高投东南置业有限公司（简称“东南置业”）、贵州高速发展置业有限公司（简称“高发置业”）和贵州德尔房地产开发有限公司（简称“德尔房产”）。2020-2022年及2023年第一季度，商品房销售收入分别为5.36亿元、1.34亿元、8.99亿元和0.38亿元，毛利率分别为27.83%、58.89%、20.67%和22.19%，其中2021年受宏观调控等因素影响，房地产市场遇冷，业务收入同比大幅下降74.91%，但因利润空间较高的住宅和商业地产确认收入，致毛利率同比上升31.06个百分点；2022年凯里未来城和花溪26°项目加快去化进度，业务收入同比增加7.65亿元，但毛利率水平同比回落。

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（土地总成本价为12.87亿元，2020年1月末已全部支付完毕），并将其中5块地块用于开

<sup>9</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）。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。



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 2023 年 3 月末，项目累计投资 81.80 亿元<sup>10</sup>（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 2023 年 3 月末，累计回笼资金 48.50 亿元，预计 2023 年 4-12 月可回笼资金 1.69 亿元。由于周边配套建设<sup>11</sup>、征拆迁<sup>12</sup>、车位产权不明朗等原因形成资金占用，同时建设资金成本偏高，而商业销售滞后、资金回笼慢，凯里未来城项目收益较低。

花溪 26° 项目位于贵阳市板桥片区田园南路，项目估算总投资 32.82 亿元，拟分地块开发，截至 2023 年 3 月末，已投入开发成本 25.66 亿元（含土地出让金 7.84 亿元），项目 3 号和 2A 号地块自 2019 年开始预售，累计回笼 8.68 亿元。

图表 13. 截至 2023 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/平米）	已售面积	累计回笼资金
2A 号地块	32.82	2018.06-2022.12	住宅、商铺、车位、公寓	20.96	17.10	9.21	2019.12	0.73	4.23	2.76
2B 号地块		2018.06-2023.12		15.03	10.34	3.89	待定	--	--	--
3 号地块		2018.01-2021.12		17.01	16.16	8.11	2019.1	0.64	9.28	5.92
4 号地块		2020.12-2025.12		12.99	--	4.45	待定	--	--	--
<b>合计</b>	<b>32.82</b>	--	--	<b>65.99</b>	<b>43.60</b>	<b>25.66</b>	--	--	<b>13.51</b>	<b>8.68</b>

资料来源：根据贵州高速所提供数据绘制

蒙特卡尼项目位于贵阳市云岩区百花大道金钟桥旁，项目采用滚动开发模式，一期项目自 2008 年启动，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 2023 年 3 月末累计投资 7.89 亿元，累计回笼资金 5.50 亿元。二期项目占地面积 23.26 万平方米，截至 2023 年 3 月末累计投资 3.61 亿元（含土地价格 1.66 亿元）。根据 2018 年 4 月 23 日黔高投党纪要（2018）22 号，公司党委会同意启动公开挂牌转让公司所持德尔房产 100% 股权的前期研究工作，并完成清产核资报告和资产评估报告，公司于 2020 年 9 月在贵州阳光产权交易平台公开挂牌，但由于 2021 年房地产市场波动较大，未能实现交易，该交易已于 2021 年 8 月 26 日终结。2021 年 11 月，该公司对蒙特卡尼项目金阳 B 地块进行资产评估并将地块挂牌（筑公资告[2021]地字第 137 号），12 月因无意向购买人，贵阳市公共资源交易中心中止金阳 B 地块的挂牌，重新挂牌时间待定。

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

#### D. 销售商品与销售油品

该公司销售商品业务由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负责，主要销售农副产品、特产品和贵州茅台酒等，其中贵州茅台酒销售主要依据相关政策和指标进行，2021 年以来新增施工大宗物资（建材，非甲供）销售，主要由物流公司负责。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现销售商品业务收入 43.34 亿元、44.40 亿元、66.89 亿元和 8.28 亿元，其中 2021-2022 年及 2023 年第一季度大宗物资销售收入分别为 14.99 亿元、37.17 亿元和 4.40 亿元，2022 年因铝液、阳极炭块市场化销售大幅增加。毛利率方面，公司销售商品业务利润空间受扶贫、贵州茅台酒相关销售政策及货种变化，2020-2022 年及 2023 年第一季度毛利率分别为 10.66%、8.96%、7.73% 和 10.43%。

该公司油品销售业务由贵州高投能源开发有限公司（简称“能源公司”）、贵州高速中石化能源有限责任公司（简称“贵高中石化”）、贵州高速石油有限公司（简称“贵高石油”）、贵阳城发中石油能源有限公司（简称“城发中石油”）、贵阳城发中石化能源有限公司（简称“城发中石化”）和贵州毕节高速中石化能源有限责任公司（简称“毕节中石化”）负责经营。近年来随着加油站数量不断增长，公司油品销售业务规模快速扩张，2022 年和 2023 年第一季度分别新增 7 和 8 个加油站，截至 2023 年 3 月末公司合计拥有 86 个加油站，目前已涵盖贵遵线（贵遵复线）、惠兴线、清织线、六六线和惠罗线等。

<sup>10</sup> 凯里未来城一期包括 A、B、D、E、16 号地块，2023 年 3 月末累计投资额还包括中期 9# 地块及二期 1-3# 南湖地块土地成本。

<sup>11</sup> 总体规划要求公司承担配套工程建设，其占用资金（6.3 亿元）主要系 2016 年城市之门项目建设所致。

<sup>12</sup> 公司与凯里市人民政府签订《国有土地出让合同》约定以净地出让，但由于凯里市政府目前资金短缺，为推进项目公司与凯里市人民政府签订《借款协议》，截止 2023 年 3 月末，凯里市人民政府尚欠借款 1.5650 亿元。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，油品销售业务分别实现收入 8.92 亿元、14.15 亿元、19.14 亿元和 6.64 亿元，毛利率分别为 21.12%、17.30%、15.08%和 12.31%，2022 年油价上涨及新投运加油站带动收入同比大幅增长，毛利率下滑系大宗油品批发摊薄利润空间以及规模扩张带来运营成本上升所致。

## (2) 运营规划/经营战略

该公司计划深耕交通主业，不断延伸产业链长度，包括融资、建设、管理、监理、运营、养护、绿化、检测、“ETC+”和交通科技集成创新等营收高、带动强的业务，丰富和提高服务区、收费站、停车区的服务内容和质量。

## 管理

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

根据黔府函〔2022〕121 号，2022 年 12 月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”）将该公司 24.27%股权无偿划转至贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（简称“黔晟国资”），截至 2023 年 3 月末贵州省国资委、中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（简称“茅台集团”）、贵州金融控股集团有限责任公司（简称“贵州金控”）和黔晟国资分别持有公司 51.00%、14.73%、10.00%和 24.27%股权，其中贵州金控和黔晟国资持有股份由贵州省国资委履行出资人职责，公司控股股东和实际控制人仍为贵州省国资委。

跟踪期内，该公司高管未发生重大变化。截至 2023 年 3 月末，公司党委书记 1 名；董事 9 名，分别为龙平江、张胤、毛家荣、王皖波、张贵清、杨燕、李成云、赵敏及职工董事邓婷蓝；监事 5 名，分别为杜绍伦、钟武、丁映梅及职工监事陈巧端、施虹均已到位。

2023 年 3 月，该公司优化调整机构设置，将原党群工作部（宣传部、统战部、团委办公室）调整为党群工作部（统战部、团委办公室），并成立党委宣传部；目前公司设有综合办公室、党群工作部、党委宣传部、组织人事部、战略计划部、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。公司组织架构详见附件二。

该公司关联交易体现为关联购销、劳务购销和资金往来。2022 年向关联方销售商品、提供劳务获得资金合计 1.12 亿元，应收关联方款项为 7.60 亿元，主要系应收贵州贵安高速公路有限公司（简称“贵安高速”，公司持股 16.01%）款项；应付关联方款项为 3.85 亿元，主要系应付毕节市交通设集团有限责任公司款项。

根据该公司提供的 2023 年 3 月 31 日《企业信用报告》，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、1 条强制执行记录<sup>13</sup>，暂无其他信用不良行为。根据 2023 年 5 月 10 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，暂未发现本部、贵阳城发及贵州高投存在重大经营异常情况。

## 财务

**近年来该公司持续推进投资建设高速公路项目，积聚了较大规模债务，付息压力大，财务杠杆处于较高水平，2022 年以来即期债务偿付规模增加，关注债务循环压力；随着高速公路在建项目渐次收尾，近年来公司投资净支出呈下降趋势，未来短期内投融资压力或有所缓和。长期来看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，能够为即期债务偿付提供良好保障。**

<sup>13</sup>（2022）黔 26 民终 446 号，截至 2022 年 8 月 3 日已执行完毕。

## 1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 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。

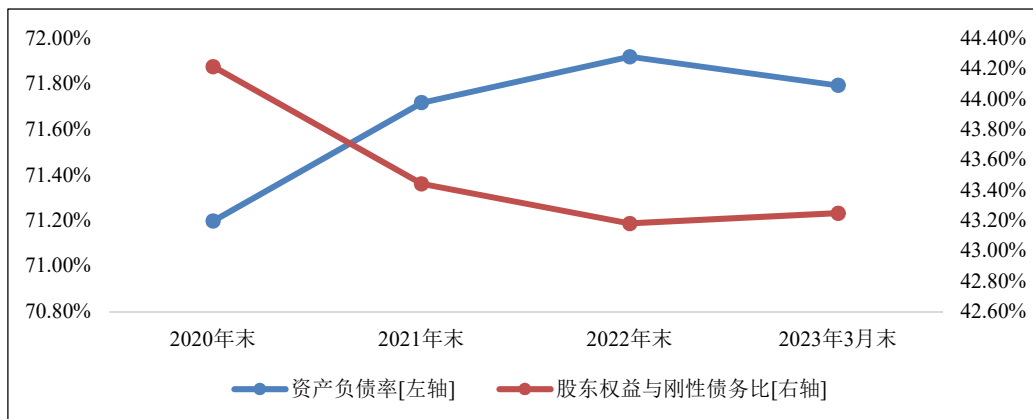
2016 年，该公司根据贵州省人民政府《关于研究增强贵州高速公路集团有限公司融资能力有关问题的会议纪要》（“黔府专议〔2016〕99 号”），对公司管理的政府还贷高速公路固定资产 2016 年度暂不提折旧。2017 年以来，根据贵州省政府《关于深化交通基础设施投融资体制改革的指导意见》（“黔府发〔2017〕15 号”），公司管理的收费还贷高速公路固定资产不计提折旧。

2022 年以来，该公司合并报表范围无变化，截至 2023 年 3 月末，公司共有 12 家二级子公司。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆及债务期限结构变动趋势



资料来源：根据贵州高速所提供数据绘制

跟踪期内，该公司推进投建收费公路项目，整体债务负担重，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，负债总额分别为 3061.96 亿元、3182.75 亿元、3153.26 亿元和 3184.01 亿元，资产负债率分别为 71.20%、71.72%、71.92%和 71.79%，财务杠杆处于较高水平。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 1238.64 亿元、1255.13 亿元、1231.16 亿元和 1250.94 亿元，实收资本和资本公积合计占比均超过 90%，主要为股东注资和高速公路资本金，资本结构稳定。同期末实收资本均为 111.05 亿元，资本公积分别为 1018.64 亿元、1049.33 亿元、1040.55 亿元和 1057.22 亿元，其中 2022 年末较上年末减少 8.79 亿元，一方面系前期会计差错调整，将国有资本收益预算款政府补助 6.00 亿元由年初未分配利润调整至资本公积，另一方面系归还国开基金致高速公路资本金减少 15.14 亿元；2023 年 3 月末较上年末增加 16.67 亿元，系收到安盘高速项目中央车购税资金。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，少数股东权益分别为 101.38 亿元、86.93 亿元和 87.86 亿元和 88.09 亿元，其中 2021 年末较上年末减少 14.25%，主要系贵阳城发土地资产划转影响。

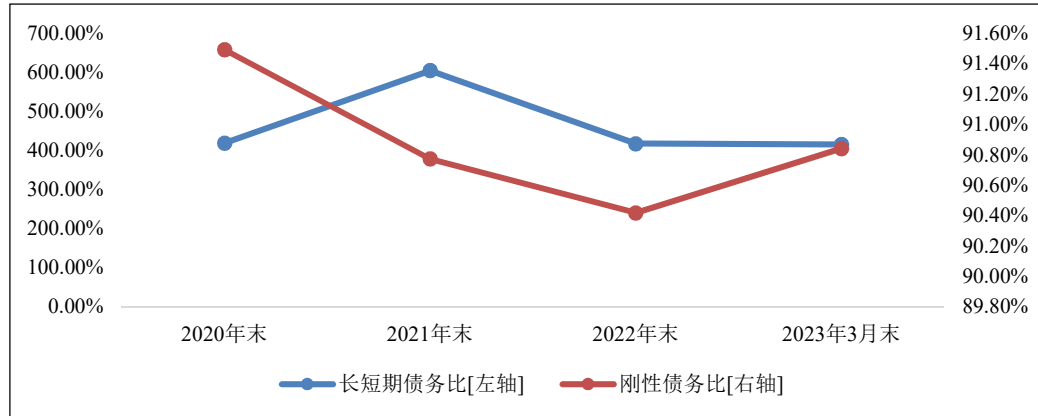
根据黔府函〔2019〕6 号文件，贵州省政府同意贵州省交通运输厅统筹使用省级高速公路预算内资金、国有企业上缴国有资本收益、地方高速公路资本金，在 10 年内以资本金和其他土地及经营性资产对公司和贵州交通建设集团有限公司合计注资不低于 500 亿元，后续随着地方政府对公司资本支持陆续到位，所有者权益将进一步增加，关注政府支持形式和落实情况。

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仍

有一定需求，公司将以自建形式和以 PPP 形式参与项目，而仅依赖通行费进行刚债偿还的周期偏长，仍有债务循环的需求，短期内负债规模或仍维持高位。

## (2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
刚性债务 (亿元, %)	2801.50	91.49	2889.16	90.78	2851.16	90.42	2892.46	90.84
应付账款 (亿元, %)	147.28	4.81	128.01	4.02	125.74	3.99	118.67	3.73
预收账款 (亿元, %)	22.84	0.75	0.32	0.01	0.38	0.01	0.55	0.02
合同负债 (亿元, %)	--	--	17.22	0.54	6.85	0.22	9.61	0.30
其他应付款 (亿元, %)	79.49	2.60	136.37	4.28	153.99	4.88	149.12	4.68

资料来源：贵州高速；注：其他应付款不包含应付利息和应付股利

从债务期限结构来看，高速公路建设期长，该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。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，长短期债务比分别为 419.86%、605.58%、418.22% 和 416.26%，2022 年以来因债务渐次临期，加之外部融资环境波动影响，公司短期债务增加。从具体构成来看，负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和预收账款（合同负债）等构成，2022 年末应付账款 125.74 亿元，主要由房地产项目建设、高速公路建设相关工程款、货款及劳务费用构成。需注意的是，其中账龄超过一年的应付中铁四局集团有限公司（简称“中铁四局”）款项合计约 4.81 亿元，子公司因资金紧张尚未支付，后续拟于中铁四局协商分期付款，上述款项主要涉及凯里未来城项目，关注协商进展。2022 年末其他应付款 153.99 亿元，主要为公司往来款、各在建项目施工中中标单位的工程履约保证金、不符合合同负债条件的公路改造资金和补助金等，较上年末增长 12.92%，系收到县乡公路财政拨款等所致。2022 年末合同负债较上年末减少 10.36 亿元，系商品销售等业务结转收入所致。截至 2023 年 3 月末，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	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>333.64</b>	<b>162.98</b>	<b>313.80</b>	<b>332.80</b>
其中：短期借款	45.50	39.45	47.46	59.94
应付票据	3.64	4.95	1.85	1.53
一年内到期的长期借款	86.40	37.53	147.89	163.07
其他短期刚性债务	198.10	81.05	116.60	108.25
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>2467.87</b>	<b>2726.18</b>	<b>2537.36</b>	<b>2559.66</b>
其中：长期借款	2295.90	2410.63	2266.58	2285.51
应付债券	60.00	190.00	155.03	154.97
其他中长期刚性债务	111.96	125.54	115.76	119.18
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>4.68</b>	<b>4.56</b>	<b>3.59</b>	<b>3.65</b>

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 2801.50 亿元、2889.16 亿元、2851.16 亿元和 2892.46 亿元，占负债比重约 90%，以中长期为主，2022 年末中长期刚性债务余额 2537.36

亿元，其中长期借款 2266.58 亿元，主要为以高速公路收费经营权和项目应收账款等为质押物取得的借款 2094.09 亿元和贵州省财政厅转贷款 247.51 亿元；应付债券 155.03 亿元，较上年末减少 34.97 亿元，发行利率 2.24-4.27%；长期应付款 64.06 亿元，较上年末下降 13.26%，主要为公司以高速公路资产所筹融资租赁款，利率 3.99-4.90%；其他非流动负债为 51.70 亿元待偿还政府债券，期限为 7-30 年，利率为 2.80-3.88%。2022 年末短期刚性债务余额 313.80 亿元，较上年末减少增长 92.54%，主要系偿付一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

从借款方式来看，2022 年末该公司银行借款合计 2461.93 亿元，其中质押借款 2094.09 亿元，公司高速公路建设压力大，对银行贷款等有息债务融资方式的依赖程度很高，且银行借款多以收费权作质押，所有权受限的质押资产规模较大，同时高速公路收费权质押受限给公司未来融资和资产运作带来一定的风险；其他借款 247.51 亿元为贵州省财政厅转贷款<sup>14</sup>，主要系 2018 年贵州省政府置换公司存量债务所形成，2022 年末较上年增幅系收到贵黄延伸线公路建设项目地方政府专项债资金。

图表 17. 2022 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
质押借款	10.71	2083.38	2094.09
抵押借款	0.05	4.35	4.40
保证借款	16.21	8.45	24.65
信用借款	20.49	70.78	91.27
其他借款	--	247.51	247.51
合计	47.46	2414.47	2461.93

资料来源：贵州高速（四舍五入存在尾差）

融资成本方面，该公司可获得金融机构在低息利率方面的支持，2022 年及 2023 年第一季度综合融资成本分别为 3.59%和 3.65%。截至 2023 年 3 月末，公司本部银行借款利率区间为 2.80-4.55%，下属子公司银行借款利率区间为 2.65-7.22%，公开市场发债利率也较可控。

### 3. 现金流量

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入现金率（%）	101.95	108.21	103.93	83.22	47.63
业务现金收支净额（亿元）	49.29	76.47	95.26	5.53	-5.55
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.69	18.51	84.85	4.20	20.50
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	48.59	94.98	180.11	9.73	14.95

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保障，2020-2022 年及 2023 年第一季度营业收入现金率分别为 101.95%、108.21%、103.93%和 83.22%，业务收支净额分别为 49.29 亿元、76.47 亿元、95.26 亿元和 5.53 亿元，2022 年通行费收入略有收缩，但因商品销售和油品销售规模扩张，公司整体业务收支净额增长；营业收入现金率与通行费收入拨付进度及贸易回款关联度较高，2023 年第一季度因通行费收入尚未到账，收现率有所下降。“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股份有限公司（原名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及与其他单位往来款，2020-2022 年及 2023 年第一季度，其他因素现金收支净额分别为-0.69 亿元、18.51 亿元、84.85 亿元和 4.20 亿元，波动较大主要系该科目核算政府款项收支，2022 年主要系收到县乡公路改造资金所致。

<sup>14</sup> 2018 年，根据贵州省财政厅《黔财债（2018）12 号》文，公司通过贵州省政府定向发行地方政府债券置换高速公路存量债务 249 亿元，置换前债务利率 4.90-6.90%，置换后债务利率 3.78-4.32%。

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	-37.18	-30.44	-20.94	-14.01	-2.46
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	-190.02	-81.12	-67.80	-15.04	-34.52
其他因素对投资环节现金流量影响净额	7.65	-1.53	5.48	-0.01	8.16
投资环节产生的现金流量净额	-219.55	-113.09	-83.26	-29.06	-28.82

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）

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司收回投资与投资支付现金净额分别为-37.18 亿元、-30.44 亿元、-20.94 亿元和-14.01 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-190.02 亿元、-81.12 亿元、-67.80 亿元和-15.04 亿元。其他因素对投资环节现金流量影响净额主要核算收到/退还投标保证金、履约金、BT 项目投资款、理财购买和回收本息资金以及收到/支付工程款等，其他因素现金净额分别为 7.65 亿元、-1.53 亿元、5.48 亿元和-0.01 亿元。

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
权益类净融资额	21.44	65.99	2.60	16.71	0.00
债务类净融资额	287.04	83.78	-67.71	39.11	4.05
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-126.74	-135.34	-130.80	-27.50	-29.11
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-9.83	-3.32	-0.63	0.00	-0.19
筹资环节产生的现金流量净额	171.90	11.11	-196.54	28.31	-25.25

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

该公司经营性现金净流入无法满足资本性支出，并主要通过银行借款、发行债券等方式弥补资金缺口，2020-2022 年及 2023 年第一季度筹资活动产生的现金流量净额分别为 171.90 亿元、11.11 亿元、-196.54 亿元和 28.31 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 21.44 亿元、65.99 亿元、2.60 亿元和 16.71 亿元，主要为中央车购税资金，项目建设期间每年根据财政预算不定额拨付，为公司项目建设与资本支出提供较大支持，2022 年收到现金同比大幅缩减系在建公路建设项目渐次收尾，财政拨款款项减少所致；2023 年第一季度收到现金为安盘高速项目<sup>15</sup>建设资金。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 126.74 亿元、135.34 亿元、130.80 亿元和 27.50 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 287.04 亿元、83.78 亿元、-67.71 亿元和 39.11 亿元，其中 2022 年偿还规模到期债务，呈现净流出状态。

该公司为贵州省高速公路主要的建设、投融资和运营主体，经过“十二五”和“十三五”集中投建期，目前项目渐次收尾，新建或改扩建项目尚未有明确安排且省内新项目投资方式多以 PPP 形式为主，跟踪期内公司投资支出缩减，投融资压力较前期有所减轻。

#### 4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	484.92	491.45	352.08	377.07
	11.28%	11.07%	8.03%	8.50%
其中：货币资金（亿元）	196.99	192.34	92.07	101.04
应收款项（亿元）	35.57	43.16	45.11	61.76
预付款项（亿元）	100.94	15.55	11.90	12.28
其他应收款（亿元）	23.08	101.95	93.90	93.02
存货（亿元）	87.17	93.59	86.59	88.56
其他流动资产（亿元）	37.99	38.44	16.30	17.03
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	3815.68	3946.42	4032.34	4057.88

<sup>15</sup> 系公司作为政府出资人的 PPP 项目，实际不参与项目建设。

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
	88.72%	88.93%	91.97%	91.50%
其中：固定资产（亿元）	2712.48	3073.82	3090.02	3087.37
在建工程（亿元）	700.87	483.54	527.27	539.97
可供出售金融资产（亿元）	158.76 <sup>16</sup>	--	--	--
其他权益工具投资（亿元）	--	183.86	193.04	206.89
长期应收款（亿元）	98.65	98.88	94.74	96.84
长期股权投资（亿元）	13.73	13.40	15.64	15.64
无形资产（亿元）	42.58 <sup>17</sup>	11.10	20.63	21.14
其他非流动资产（亿元）	85.68	78.61	86.14	84.86
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>3469.76</b>	<b>3605.59</b>	<b>3559.41</b>	<b>3547.48</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>80.68</b>	<b>81.25</b>	<b>81.18</b>	<b>79.99</b>

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理；

注 1：其他应收款不含应收股利和应收利息。

注 2：2021 年末预付账款较上年末下降 84.60%，主要系垫付的县乡公路改造支出资金<sup>18</sup>因尚不满足收入确认条件转入其他应收款，并将预付工程和设备款 47.80 亿元调整至其他非流动资产核算。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司资产总额分别为 4300.60 亿元、4437.88 亿元、4384.42 亿元和 4434.95 亿元，以非流动资产为主，符合经营特征。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产等构成，其中货币资金、预付账款和其他应收款合计占比较大系在建项目较多，预付工程款项和经营周转使用导致上述科目余额相对较大。2022 年末货币资金较上年末下降 52.13%至 92.17 亿元，系大规模债务偿还所致，其中受限货币资金 2.66 亿元，可动用货币资金较为充裕；应收账款 45.11 亿元，较上年末增长 4.50%，主要为应收贵州省交通运输综合行政执法技术和信息保障中心通行费 14.86 亿元、应收贵州省高等级公路管理局 4.39 亿元；其他应收款 93.90 亿元，主要为垫付的县乡公路改造资金 68.58 亿元，较上年末降幅主要系收到黔东南州余庆至凯里高速公路建设指挥部款项 4.34 亿元；存货 86.59 亿元，主要由开发成本 29.68 亿元、拟开发土地 12.89 亿元和已完工开发产品 24.93 亿元构成，为房地产项目相关成本，较上年末降幅主要系凯里未来城和花溪 26° 项目逐步结转所致；其他流动资产 16.30 亿元，主要为待抵扣进项税额 7.63 亿元和结构性存款及理财产品 8.67 亿元。截至 2023 年 3 月末，流动资产构成较上年末暂无重大变化，货币资金较上年末增长 9.74%至 101.04 亿元，系新增银行借款所致；应收账款较上年末增长 36.91%至 61.76 亿元，系一季度通行费收入尚未拆分拨付所致。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、长期应收款、长期股权投资、无形资产、其他非流动资产和可供出售金融资产（其他权益工具投资）构成。2022 年末固定资产为 3090.02 亿元，较上年末变化不大，主要为公路及桥涵 3073.81 亿元。同期末在建工程 527.27 亿元，主要为都安公路、重遵扩容工程、贵黄高速延伸线项目合计 506.60 亿元，较上年末增加 43.17 亿元系上述项目建设投入增加所致。其他权益工具投资较上年末新增 9.18 亿元，系对金沙经仁怀至桐梓高速公路、河至黎平高速公路等 PPP 项目（作为政府出资人）投资所致；长期应收款 94.74 亿元，主要为代建项目应收款 88.89 亿元、BT 项目应收款 4.74 亿元及销售商品应收款项 2.34 亿元（含一年内到期部分）等；无形资产较上年末增长 85.74%至 20.63 亿元，包括特许经营权 18.96 亿元和土地使用权 3.21 亿元，增幅系特许经营权（毕节市梨树高铁站客运枢纽中心）增加 9.18 亿元所致；其他非流动资产较上年末增长 9.58%至 86.14 亿元，主要为位于贵阳市花溪区的 57 宗土地使用权（31.34 亿元，系政府划拨的市政用地，仅可用于融资抵押，增幅主要系预付工程、设备款较上年末增加 4.32 亿元；长期股权投资 15.64 亿元，较上年末增幅系对贵安高速追加投资 2.32 亿元，公司作为社会资本方与 17 家单位组成联合体，共同投资贵安高速公路扩容的 PPP 项目并设立贵安高速，项目预计总投资额 215.12 亿元，资本金比例为 20%，公司按照持股比例投入资本金，其余资金由项目公司筹集。截至 2023 年 3 月末，非流动资产构成较上年末

<sup>16</sup> 可供出售金融资产较上年末增长 64.53%主要系交通产业发展基金（26.40 亿元）不再纳入合并口径转为本科目入账以及对贵州中交贵黄高速公路有限公司、贵州新石高速公路建设有限公司等高速公路 PPP 项目公司增加投资、支付工程尾款和运营补助款项所致，年末可供出售金融资产主要包括在建和完工的省级和地方高速公路 PPP 项目公司（投入成本 113.43 亿元），以及交通产业发展基金股权投资（26.40 亿元）等。

<sup>17</sup> 无形资产较上年末增长 4153.23%，主要系划拨用地增加（高速公路沿线用地）所致。

<sup>18</sup> 县乡公路改造不形成该公司固定资产，公司作为融资主体将改造资金垫付给贵州公开（项目实施管理单位），前期资金来自于公司外部融资，改造完成后每年报政府部门验收考核，财政根据考核结果再支付公司改造资金。根据新收入准则判断，县乡公路改造业务应以差额计入收入，目前工程资料暂未齐备，故暂列其他应收款。

暂无重大变化，其他权益工具投资较上年末增加 13.85 亿元，主要系对贵黄高速资本金投入增加所致。

图表 22. 截至 2023 年 3 月末公司参与 PPP 项目（其他权益工具投资，亿元）

项目	里程	计划总投资	资本金比例	政府资本金	政府资本金到位	累计已投资	状态
贵阳至安顺扩容工程	94.10	220.76	10%	21.08	0.00	19.10	在建
剑河至黎平高速公路	75.05	132.28	25%	9.73	7.24	90.51	在建
金沙经仁怀至桐梓高速公路	104.89	184.13	25%	13.04	8.99	120.65	在建
纳雍至赫章高速公路	56.64	89.68	25%	13.04	5.08	46.41	在建
桐梓至新蒲	73.5	124.49	25%	9.29	4.10	102.69	在建
安顺至盘州（黔滇界）高速公路	173.02	335.75	20%	31.67	17.74	50.51	在建
镇远至玉屏高速公路	88.00	154.00	25%	--	--	4.52	筹备
威宁至围仗高速公路	28.14	44.84	25%	4.18	4.19	41.85	已完工
开阳至瓮安高速公路	48.73	78.06	25%	7.20	7.20	78.06	已完工
正安至习水高速公路	130.06	177.92	25%	17.79	17.79	188.17	已完工
铜仁至怀化高速公路	33.72	46.99	25%	5.60	5.60	46.99	已完工
荔波至榕江高速公路	67.32	111.03	25%	10.33	10.33	111.03	已完工
剑河至榕江高速公路	115.45	192.03	25%	17.51	17.51	192.03	已完工
黎平至靖州高速公路	16.19	22.46	25%	2.14	2.14	22.46	已完工
贵阳至黄平高速公路	119.96	219.74	25%	21.97	21.97	219.74	已通车
小计	1224.77	2134.16	--	184.57	129.88	1334.72	--

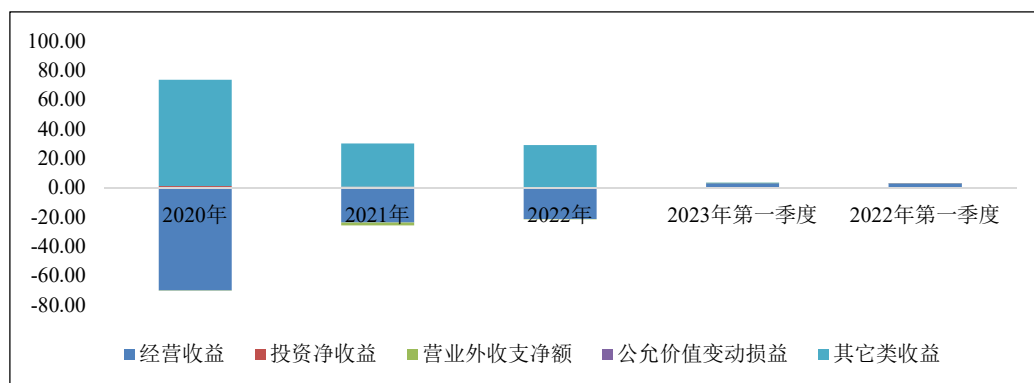
资料来源：贵州高速（四舍五入存在尾差）；

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

该公司作为政府出资人参与省内 PPP 项目建设，项目资本金比例为 25%，政府出资方和社会资本方按照 4:6 共同完成资本金出资，剩余 75% 的建设资金由社会资本方融资，在此模式下公司基本无资金筹措压力；公司作为政府出资方需支付的资本金，由政府资本金拨付至公司，公司转拨财政资金至项目公司。

## 5. 盈利能力

图表 23. 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

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司营业收入分别为 196.55 亿元、220.40 亿元、234.41 亿元和 55.92 亿元，综合毛利率分别为 22.51%、44.42%、43.85%和 56.89%。分业务来看，主业通行费业务收入较为稳定，且公司管理的收费还贷高速公路固定资产不计提折旧，该业务系公司主要盈利来源，2022 年收入占比 50.42%，毛利占比 81.70%。此外，公司在开展主业的同时，逐步拓展至建材销售、商品房销售、油品销售和商品销售等多元化业务领域，其中，因项目建设渐次收尾导致需求下降，近年来建材销售收入规模持续缩减；销售油品业务规模随着新加油站不断投运逐年扩张，在整体收入中占比逐年递增；商品房销售去化进度受市场波动等因素影响，业务收入波动较大，但规模有限在收入中占比不大。2022 年建材销售、商品房销售、销售油品和销售商品业务毛利占比分别为 0.72%、1.81%、2.81%和 5.03%，整体来看多元化业务对公司盈利的贡献程度有限。



该公司期间费用规模较大，且以财务费用为主，对公司盈利水平的侵蚀程度严重。2020-2022 年及 2023 年第一季度期间费用分别为 110.95 亿元、118.27 亿元、121.86 亿元和 28.21 亿元，其中财务费用分别为 102.46 亿元、108.76 亿元、109.96 亿元和 26.07 亿元，公司刚性债务规模居高，且在建高速公路项目转固后利息费用化，利息支出持续侵蚀利润空间。由于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，2020-2022 年利息支出（包括费用化和资本化利息支出）合计分别为 136.00 亿元、142.22 亿元和 132.71 亿元，含试运营路产通行费收入分别为 193.88 亿元、123.41 亿元和 118.18 亿元，含试运营路产通行费收入对利息的覆盖倍数分别为 0.69 倍、0.87 倍和 0.89 倍，覆盖力度偏弱。

图表 24. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	196.55	220.40	234.41	55.92	64.80
毛利润（亿元）	44.25	97.89	102.79	31.81	31.95
其中：通行费业务（亿元）	29.09	81.69	83.98	27.75	27.75
综合毛利率（%）	22.51	44.42	43.85	56.89	49.31
其中：通行费业务（%）	33.91	68.72	71.06	76.43	75.07
期间费用率（%）	56.45	53.66	51.99	50.44	44.27
其中：财务费用率（%）	52.13	49.35	46.91	46.62	41.40
全年利息支出总额（亿元）	136.00	142.22	132.71	--	--
其中：资本化利息数额（亿元）	32.42	31.90	21.75	--	--
通行费收入（利润表）	85.80	118.88	118.18	--	--
通行费收入（含试运行路产）	93.88	123.41	118.18	--	--
通行费收入（含试运行）对利息的覆盖倍数[%]	69.03	86.78	89.05	--	--

资料来源：根据贵州高速所提供数据整理

作为贵州省收费公路投资建设运营主体，跟踪期内公司经营收益亏损面持续收窄，但利润积累仍较大程度上依赖于政府补助等非经营收益。2020-2022 年及 2023 年第一季度，经营损益分别为-69.87 亿元、-23.57 亿元、-21.23 亿元和 3.32 亿元，2022 年经营亏损同比收窄但仍承压。同期其他收益分别为 72.50 亿元<sup>19</sup>、29.27 亿元、28.82 亿元和 0.06 亿元，主要为政府补助，2022 年包括贵州省国资委划拨的板江高速公路用地评估资金 13.83 亿元、取消收费政府还贷二级公路省级补助资金 11.50 亿元、贵州省交通厅拨付的乐里至冷水坪高速公路项目运营期补贴 2.00 亿元以及补助资金 1.00 亿元。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现净利润 1.79 亿元、2.99 亿元、6.46 亿元和 3.17 亿元，总体来看，公司盈利水平与政府资金支持及到位情况相关度高。

## 6. 偿债能力与流动性

该公司主业通行费形成主要经营活动净现金流，并为偿债资金主要来源，但因债务规模偏大，仍依赖通行费进行刚债偿还的周期偏长，仍有债务循环的需求。公司 EBITDA 主要由列入财务费用的利息支出构成，近年 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度仍偏弱。公司资金大量沉淀于固定资产和在建工程等非流动资产，流动资产包含较多应收款和存货，该部分资产流动性存在不确定性，整体公司资产流动性较弱。考虑到可动用的货币资金相对充裕，仍可对即期债务偿付提供一定保障。

图表 25. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年第一季度（末）
EBITDA/利息支出(倍)	0.83	0.85	0.96	--
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.04	0.04	--
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	9.25	18.26	34.00	--
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	1.84	3.34	6.28	--
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-32.56	-3.48	18.28	--
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-6.49	-0.64	3.37	--
流动比率（%）	82.33	108.95	57.86	61.14
现金比率（%）	33.71	42.89	15.36	16.61
短期刚性债务现金覆盖率（%）	59.51	118.70	29.79	30.77

资料来源：贵州高速

<sup>19</sup> 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。

截至 2023 年 3 月末，该公司受限资产 3547.48 亿元，受限比例 79.99%，其中包含融资借款抵质押的高速公路收费经营权 3443.88 亿元。

图表 26. 截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	2.66	2.63	保证金等资金
其他权益工具投资	4.33	2.09	系持有股票，用于长期借款质押
存货	5.54	6.26	拟开发土地用于抵押借款
长期应收款	88.73	91.62	应收款项用于质押借款
其他非流动资产	2.35	2.77	应收款项用于质押借款
高速公路收费经营权	3443.88	--	--
<b>合计</b>	<b>3547.48</b>	<b>79.99</b>	<b>--</b>

资料来源：贵州高速

## 7. 表外事项

截至 2023 年 3 月末，该公司对外担保余额 5.23 亿元，担保比率为 0.42%，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。

根据该公司审计报告披露，截至 2022 年末公司涉及未决诉讼 6 起，涉案金额 5.68 亿元，主要为工程施工合同纠纷案、因公路施工压覆造成的相关案件，暂无涉案金额超过 1 亿元的事项，持续关注诉讼进展。

## 外部支持

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。资金筹措方面，2020-2022 年公司分别获得高速公路资本金拨付金额 42.68 亿元、99.88 亿元和 67.44 亿元；财政补贴方面，2020-2022 年公司分别获得政府补贴 72.48 亿元、29.23 亿元和 28.73 亿元，支持力度大。

该公司与国内主要商业银行建立良好的合作关系，外部融资渠道较为畅通。截至 2023 年 3 月末，公司已获授信总额 4819.68 亿元，尚未使用的授信额度为 2176.41 亿元（其中政策性银行和中农工建交邮等大行剩余可使用占比约 84.13%），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。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

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

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

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构有所调整，但控股股东和实际控制人仍为贵州省国资委。

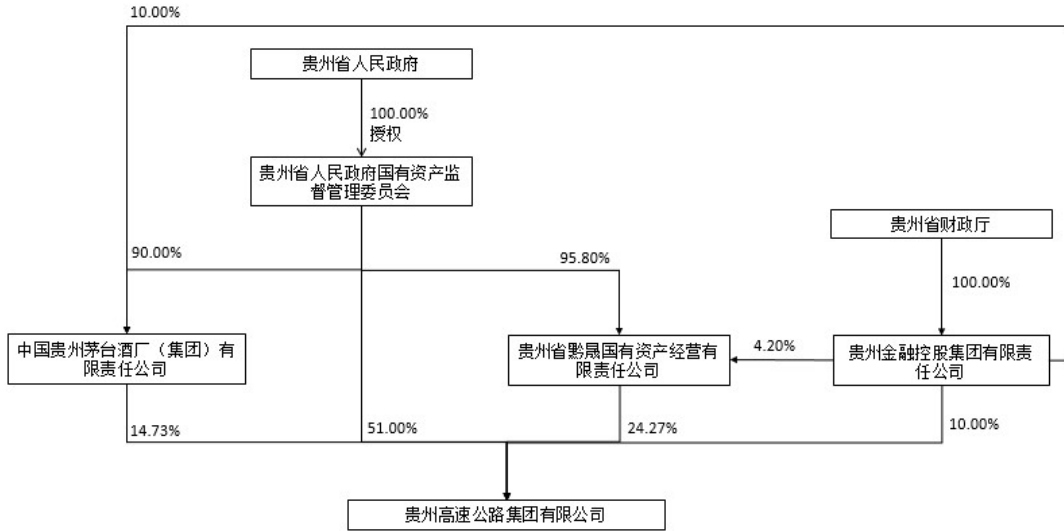
该公司主要依靠在贵州省内较高的职能定位和垄断经营优势，从事高速公路投资建设、运营管理和公路养护工程等业务。随着在建路产陆续完工投运，公司控股路产规模不断扩大，同时多元化业务对收入起到一定补充作用，但以财务费用为主的期间费用仍持续侵蚀利润，在自身经营承压情况

下，公司利润实现对政府补助的依赖程度高。

近年来该公司持续推进投资建设高速公路项目，积聚了较大规模债务，付息压力大，财务杠杆处于较高水平，2022年以来即期债务偿付规模增加，关注债务循环压力；随着高速公路在建项目渐次收尾，近年来公司投资净支出呈下降趋势，未来短期内投融资压力或有所缓和。长期来看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，能够为即期债务偿付提供良好保障。

附录一：

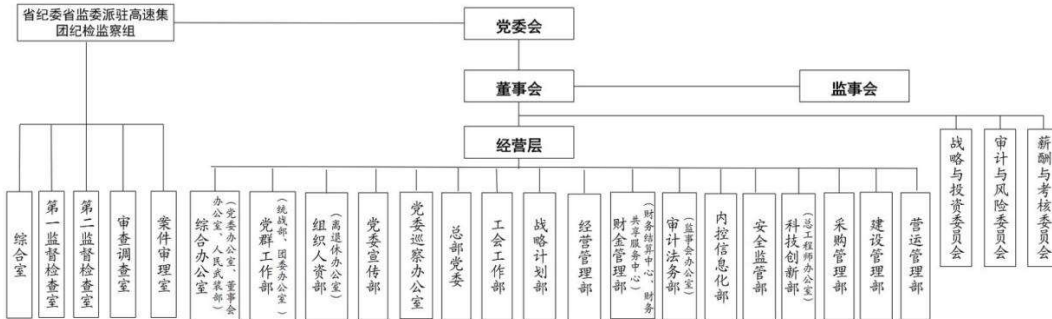
### 公司股权结构图



注：根据贵州高速提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据贵州高速提供资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录三：

### 主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司持股比例 (%)	主营业务	2022 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	—	高速公路营运	2662.83	1082.47	110.20	0.05	203.48	本部口径
贵州高速投资集团有限公司	贵州高投	100.00	投资	54.47	32.53	50.58	2.44	-1.18	
贵阳市城市发展投资（集团）股份有限公司	贵阳城发	55.09	投资	81.09	100.30	19.80	2.39	7.04	
贵州交通物流集团有限公司	物流公司	100.00	销售钢材水泥	3.84	9.50	43.65	0.27	-1.43	
贵州中南交通科技有限公司	中南交通	100.00	机电系统维护	0.40	4.35	6.96	0.53	0.20	

注：根据贵州高速 2022 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

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额[亿元]	4,300.60	4,437.88	4,384.42	4,434.95
货币资金[亿元]	196.99	192.34	92.07	101.04
刚性债务[亿元]	2,801.50	2,889.16	2,851.16	2,892.46
所有者权益[亿元]	1,238.64	1,255.13	1,231.16	1,250.94
营业收入[亿元]	196.55	220.40	234.41	55.92
净利润[亿元]	1.79	2.99	6.46	3.17
EBITDA[亿元]	113.44	121.19	127.41	—
经营性现金净流入量[亿元]	48.59	94.98	180.11	9.73
投资性现金净流入量[亿元]	-219.55	-113.09	-83.26	-29.06
资产负债率[%]	71.20	71.72	71.92	71.79
长短期债务比[%]	419.86	605.58	418.22	416.26
权益资本与刚性债务比率[%]	44.21	43.44	43.18	43.25
流动比率[%]	82.33	108.95	57.86	61.14
速动比率[%]	50.39	84.75	41.68	44.79
现金比率[%]	33.71	42.89	15.36	16.61
短期刚性债务现金覆盖率[%]	59.51	118.70	29.79	30.77
利息保障倍数[倍]	0.79	0.81	0.90	—
有形净值债务率[%]	256.32	256.27	260.98	259.41
担保比率[%]	0.72	0.46	0.44	0.42
毛利率[%]	22.51	44.42	43.85	56.89
营业利润率[%]	1.99	3.05	3.40	6.04
总资产报酬率[%]	2.62	2.63	2.69	—
净资产收益率[%]	0.15	0.24	0.52	—
净资产收益率*[%]	0.20	0.12	0.32	—
营业收入现金率[%]	101.95	108.21	103.93	83.22
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.25	18.26	34.00	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.84	3.34	6.28	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-32.56	-3.48	18.28	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.49	-0.64	3.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.83	0.85	0.96	—
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2020~2022年度及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算。

## 指标计算公式

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%

指标名称	计算公式
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

## 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、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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。



附录六：

### 发行人历史评级

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	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2014年6月27日	AA+/稳定	吕品、沈其恺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2017年5月23日	AAA/稳定	陈溢文、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年10月12日	AAA/稳定	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年5月31日	AAA/稳定	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</a>	-
债项评级 (20 贵州高速 MTN001)	历史首次评级	2020年8月3日	AAA	王树玲、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</a>	-
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	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</a>	-
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	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</a>	-
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	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a> <a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>	<a href="#">报告链接</a>

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
债项评级 (21 贵州高速 MTN004)	本次评级	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a> <a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
	历史首次评级	2021 年 6 月 18 日	AAA	陈溢文、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022 年 6 月 21 日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
债项评级 (21 贵州高速 MTN005)	历史首次评级	2021 年 7 月 19 日	AAA	陈溢文、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022 年 6 月 21 日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
债项评级 (21 贵州高速 MTN007)	历史首次评级	2021 年 8 月 18 日	AAA	陈溢文、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022 年 6 月 21 日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
债项评级 (16 黔高速)	历史首次评级	2016 年 7 月 1 日	AA <sup>+</sup>	沈其恺、莫燕华	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2017 年 5 月 23 日	AAA	陈溢文、张佳	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022 年 6 月 21 日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
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	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022 年 6 月 21 日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>

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
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
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	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
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	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
债项评级 (21黔高02)	历史首次评级	2021年7月1日	AAA	陈溢文、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
债项评级 (21黔高04)	历史首次评级	2021年8月4日	AAA	陈溢文、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
债项评级 (21黔高06)	历史首次评级	2021年9月13日	AAA	陈溢文、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月21日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">公共融资评级方法与模型(城市基础设施投资企业)FM-GG001(2022.12)</a>	-
债项评级 (22贵州高速MTN003)	历史首次评级	2022年10月12日	AAA	楼雯仪、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>

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
	本次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林霞蔚	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。