



内部编号:2025060334

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

项目负责人:张佳  zhangjia@shxsj.com
项目组成员:杨晓芬  yangxiaofen@shxsj.com
评级总监:鞠海龙 

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.

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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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。

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2025）100136】

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
22 贵州高速 MTN003	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 10 月 12 日		
23 贵州高速 MTN002	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 7 月 19 日		
24 贵州高速 MTN013	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 24 日	/	AAA/稳定/AAA/2024 年 11 月 23 日		
23 黔高 01	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日		
23 黔高 02	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 8 月 17 日		
23 黔高 03	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 10 月 10 日		
24 黔高 03	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 24 日	/	AAA/稳定/AAA/2024 年 9 月 2 日		

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投融资、建设及运营的重要主体，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，可为经营周转和债务循环提供一定保障。

主要风险：

- 收费公路行业的政策属性强，行业内企业面临政策管控的压力仍较大。
- 贵州高速房地产项目区域集中度较高，业务沉淀较多资金，部分项目资金回笼慢，关注去化进展。
- 贵州高速较大规模的利息偿付持续侵蚀利润空间，盈利水平与政府资金支持及到位情况相关度高；2024 年以来公司自身经营能力持续改善，对外补贴依赖度进一步减弱，仍需关注经营改善的持续性。
- 贵州高速刚性债务积聚，债务负担重，付息压力大，财务杠杆处于较高水平，关注债务循环压力。

评级结论

通过对贵州高速主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级；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。

未来展望

本评级机构预计贵州高速信用质量在未来 12 个月持稳，给予其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
发行人母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	62.70	41.66	32.14	43.44
刚性债务（亿元）	2662.83	2727.44	2791.98	2804.35
所有者权益（亿元）	1082.47	1101.85	1142.53	1152.38
经营性现金净流入量（亿元）	203.48	83.14	99.21	27.77

主要财务数据及指标

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	4384.42	4385.97	4433.35	4449.40
总负债 (亿元)	3153.26	3129.02	3132.06	3137.90
刚性债务 (亿元)	2851.16	2909.27	2953.40	2955.74
所有者权益 (亿元)	1231.16	1256.96	1301.28	1311.49
营业收入 (亿元)	234.41	248.43	232.27	52.16
净利润 (亿元)	6.46	9.36	6.42	3.99
经营性现金净流入量 (亿元)	180.11	112.91	116.08	29.58
EBITDA (亿元)	127.41	123.12	115.73	—
总资产报酬率[%]	2.69	2.70	2.51	—
EBITDA 利润率[%]	54.35	49.56	49.82	—
资产负债率[%]	71.92	71.34	70.65	70.52
权益资本/刚性债务[%]	43.18	43.21	44.06	44.37
长短期债务比[%]	418.22	504.20	501.01	474.73
短期刚性债务现金覆盖率[%]	29.79	25.18	19.43	21.36
EBITDA/利息支出[倍]	0.96	0.97	1.00	—
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 2022-2024 年及未经审计的 2025 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：城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005 (2024.07)

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 ⁻
	调整因素	合计调整	0
		其中：①ESG 因素	0
		②表外因素	0
③其他因素	0		
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素	+3	
主体信用级别		AAA	

调整因素：(0)

支持因素：(+3)

- ① 该公司是贵州省高速公路建设、投融资及运营的重要主体，承担着区域内高速高等级公路的融资、建设、经营和管理等重要职能，对地方政府经济、社会目标的实现，及地区政策的执行起着非常重要的作用；
- ② 该公司控股股东和实际控制人为贵州省国资委，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，与地方政府的关系紧密程度极强。

注：

考虑该公司业务发展状况、运营模式及收入结构等特征，本次使用评级方法与模型由《城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)》更换为《城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005 (2024.07)》。本次更换评级方法与模型后，公司评级结果不受影响。

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 2023 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 2023 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 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）、贵州高速公路集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）、贵州高速公路集团有限公司 2022 年度第三期中期票据、贵州高速公路集团有限公司 2023 年度第二期中期票据和贵州高速公路集团有限公司 2024 年度第十三期中期票据（分别简称“23 黔高 01”、“23 黔高 02”、“23 黔高 03”、“24 黔高 03”、“22 贵州高速 MTN003”、“23 贵州高速 MTN002”和“24 贵州高速 MTN013”）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 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对贵州高速的经营状况、财务状况、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。

2021 年 9 月，公司在中国银行间债券市场交易商协会成功注册 DFI，有效期至 2023 年 9 月。2022 年 10 月和 2023 年 8 月，公司分别发行了“22 贵州高速 MTN003”和“23 贵州高速 MTN002”，发行规模分别为 10.00 亿元和 6.00 亿元，期限分别为 3 年和 2 年，募集资金均用于偿还到期债务。2024 年 4 月 12 日，公司在中国银行间债券市场交易商协会成功注册 DFI。2024 年 11 月，公司发行了“24 贵州高速 MTN013”，发行规模为 10.00 亿元，期限为 3 年，募集资金用于偿还债务。2022 年 4 月，公司在上海证券交易所注册了 40 亿元公司债券发行额度。2023 年 8 月、9 月及 10 月，公司分别发行了“23 黔高 01”、“23 黔高 02”、“23 黔高 03”，发行规模分别为 10.00 亿元、10.00 亿元和 20.00 亿元，期限均为 3（2+1）年，募集资金均用于偿还到期债务，附发行人调整利率选择权和投资者回售选择权。2024 年 2 月，公司在上海证券交易所注册了 60 亿元公司债券发行额度。2024 年 9 月，公司发行了“24 黔高 03”，发行规模 15.00 亿元，期限 3 年，募集资金用于偿还到期/回售公司债券本金/置换偿还公司债券的自有资金。

数据基础

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022-2024 年财务报表进行了审计，并均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。

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。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》、贵州省政府办公厅“黔府办发（2024）20 号”《关于服务“六大产业基地”建设加快发展生产性服务业的若干政策措施》，对公司管理的下属收费还贷高速公路固定资产不计提折旧。

2022 年末，该公司合并范围内二级子公司较上年末无变化；2023 年末，公司合并范围内二级子公司较上年末新增 1 家，系公司以 0.35 亿元的协议对价向贵阳市城市发展投资集团股份有限公司（简称“贵阳城发”）购买贵州黔通安达工程咨询有限公司（简称“黔通安达”）51%股权，黔通安达由三级子公司变更为二级子公司；2024 年末，公司合并报表内二级子公司较上年末无重大变化¹，此外 2024 年 12 月公司以 1.59 亿元出售所持三级子公司毕节市高铁枢纽投资运营有限公司（简称“毕节高铁”）100%股权至毕节市七星关区城市开发投资（集团）有限公司；2025 年 3 月末，公司合并报表内二级子公司较上年末无变化。整体来看合并范围变化对公司财务状况影响较小，最近三年一期财务数据具有可比性。

¹ 原二级子公司贵州高速发展置业有限公司（简称“高发置业”）股权已于 2018 年 3 月划至贵州高速投资集团有限公司（简称“贵州高投”），2023 年 10 月划至贵州交通产业发展有限公司（简称“贵州交产”）。

图表 1. 截至 2024 年末公司合并范围内二级子公司情况（单位：亿元、%）

序号	企业名称	注册地	业务性质	实收资本	持股比例	享有的表决权
1	贵州高速投资集团有限公司	贵阳市	投资	22.17	100	100
2	贵州毕节高速发展有限公司	毕节市	高速公路营运	5.00	60	60
3	贵州水盘高速公路有限公司	贵阳市	高速公路营运	0.12	83.33	83.33
4	贵州交通资源开发集团有限公司	贵阳市	销售钢材水泥	1.00	100	100
5	贵州中南交通科技有限公司	贵阳市	机电系统维护	1.38	80	80
6	贵州黔通智联科技股份有限公司	贵阳市	ETC 管理	5.67	60	60
7	贵阳市城市发展投资集团股份有限公司	贵阳市	投资	30.56	55.09	55.09
8	贵州交通创业投资有限公司	贵阳市	投资	0.43	60	60
9	贵州罗望高速公路有限公司	贵阳市	公路营运	0.04	100	100
10	贵州交通产业发展有限公司	贵阳市	项目开发	0.60	100	100
11	贵州西南高速投资有限公司	兴义市	投资	0.60	100	100
12	贵州黔通安达工程咨询有限公司	贵阳市	工程设计、施工、技术咨询	0.30	100	100

注：根据贵州高速所提供数据整理、计算。

业务

该公司主业布局贵州省，贵州为我国西南地区交通枢纽，公路网络基本形成。公司依托在贵州省交通领域的职能定位和垄断经营优势，从事高速公路投资建设和运营管理业务，同时多元涉足商品销售、油品销售、建材销售、商品房销售、工程施工等业务，进一步补充收入来源。2024 年以来公司自身经营能力持续改善，对外补贴依赖度进一步减弱，但以财务费用为主的期间费用仍持续侵蚀利润，需关注后续经营改善的持续性。资本支出方面，公司控股高速公路集中投建期已过，目前暂无大型公路项目投资安排，资本支出压力明显缓和。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标但短期内面临的压力仍不小，在超常规调节与全面扩内需支持下，经济增长有望维持稳定，长期向好的趋势保持不变。

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定；加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城

镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

（2）行业因素

城市综合运营

随着我国城镇化率的提升和城市基础设施的不断完善，城镇化发展逐步进入从规模扩张到质量提升的整体转型期，同时城市发展阶段也从“重建设”向“重运营”转变，一方面部分从事城市开发建设的企业在长期的业务过程中形成了大规模的可运营城市资产，另一方面政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业，城市综合运营成为平台转型的主要方向之一，获得了地方政府在资源和资金等方面的支持。城市综合运营企业通过优化整合城市资源，以市场化手段参与城市建设开发、公共设施和资源运营管理、提供公共服务等，在促进城市发展和保障社会民生需求等方面发挥了重要作用。

城市综合运营企业业务开展具有明显的区域性特征，其从事的诸如公用事业、环卫一体化、公共场馆运营、公共交通及附属设施运营、社会服务性设施运营等城市运营业务兼具市场化及民生保障等政策功能属性，收入的规模化和经济化对地方经济发展水平、人口集聚及自身获取和控制的资源优势等具有较高要求，经济发达地区人口集聚效应较强，往往具有更高的公共服务需求，有利于保障业务运营稳定性。另外，城市综合运营企业获取的城市资源和特许经营权等往往在特定区域具有一定的专营性质。但也需关注到，根据 2024 年修订实施的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，政策导向鼓励和引导社会资本参与基础设施和公用事业建设运营，提高公共服务质量和效率，未来城市运营业务的市场化程度或将进一步提升，经营主体存在多元化可能。

此外，城市综合运营企业往往具有资本密集、投资回收期偏长等特点，融资环境是影响企业通过外部融资支持其经营及债务周转的重要因素。随着地方政府债务管控长效机制持续完善，全口径地方债务监测体系建设的深入推进，以及“一揽子化债”政策以来强监管的延续，城市综合运营企业是否可提高自身收入和造血能力以保障其可持续经营能力，对于拓宽融资渠道及提高市场认可度具有重要作用。从全国范围来看，考虑城镇化发展阶段的差异性，以及各地资源禀赋、要素条件和经济社会发展基础的不同，城市综合运营企业信用资质将呈现区域分化特征。

收费公路

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；考虑到收费公路行业已经步入了以运营和存量设备维护的时期，行业收费特性及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。

2025 年，考虑到国内大循环建立在内需主动力基础之上，预计我国收费公路下游运输需求和行业现金流仍将保持规模优势，基于规划安排和融资模式，行业仍将维持高负债高投资运行态势，需持续关注债务循环压力、利息偿付安排及公路项目资金配置与投融资安排。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偏低的路产）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。中长期看，我国收费公路行业通行费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、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。

详见：《交通基础设施行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

（3）区域因素

贵州省位于我国西南内陆，毗邻川渝湘桂滇，是西南交通枢纽和长江经济带重要组成部分。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；2024 年末常住人口 3860 万人，城镇化率 56.65%。

2022 年，国发 2 号文以及财预 114 号文发布，支持贵州在新时代西部大开发上闯新路，贵州省经济发展面临西部大开发、“一带一路”倡议的推进以及对内陆开放型经济试验区的持续建设等机遇。但受制于复杂的地理环境和脆弱的生态环境，贵州省历史经济基础薄弱且依赖“烟、酒、煤、电”四大传统产业，面临较大的转型升级压力。近年来，数字经济等新兴产业的发展为贵州注入新的活力，此外贵州省拥有得天独厚的自然风光和丰富的民族文化，旅游业也成为重要的新兴支柱产业。

2022-2024 年贵州省地区生产总值分别为 20010.37 亿元、21513.70 亿元和 22667.12 亿元，同比增幅分别为 1.2%、4.9%和 5.3%，其中 2024 年第一产业增加值 2971.66 亿元，同比增长 3.8%；第二产业增加值 7097.58 亿元，同比增长 6.7%；第三产业增加值 12597.88 亿元，同比增长 4.8%。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。

在一揽子化债方案推进的背景下，以及特殊再融资债券额度支持下，贵州省债务压力有所缓释，2024 年以来区域内城投企业公开债券市场融资呈净偿付态势；贵州省交通领域重要主体包括该公司、贵州交通投资集团有限公司、贵州铁路投资集团有限责任公司和贵州民航产业集团有限公司，分别侧重高速公路运营、高速公路建设、铁路投资和机场运营等职能，截至 2025 年 6 月 6 日，贵州省内债券发行主体信用利差最小值为 33.49BP（本公司），其他省级国资企业债券发行利差处于 37~100BP。贵州省金融资源主要集中在省会贵阳市，其余州市人民币存、贷款余额较低，省内展业银行机构主要为国有大行和股份行，在授信和债券承销等方面为区域内企业提供较大支持。

图表 2. 贵州省主要经济数据（单位：%）

指标	2022 年		2023 年		2024 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
地区生产总值（亿元）	20010.37	1.2	21513.70	4.9	22667.12	5.3
人均地区生产总值（元）	51921	--	54172	--	58685	--
人均地区生产总值倍数（倍）	0.59	--	0.59	--	0.61	--
固定资产投资（不含农户，亿元）	--	-5.1	--	-5.7	--	0.6
规上工业增加值（亿元）	--	-0.5	--	5.9	--	8.2
社会消费品零售总额（亿元）	8507.14	-4.5	9011.17	5.9	--	3.7
进出口总额（亿元）	681.15	21.1	759.79	11.5	862.38	13.5
三次产业结构	14.2::35.3:50.5		13.8:35.0:51.2		13.1:31.3:55.6	
城镇居民人均可支配收入（万元）	4.11	--	4.28	--	4.46	--
一般公共预算收入（亿元）	1886.41	6.8	2078.37	10.2	2169.62	4.4
税收收入（亿元）	1021.76	--	1221.87	--	1243.06	--

资料来源：贵州省统计局

“十三五”期间，贵州省公路水路交通固定资产投资高位运行，投资总额累计 7197 亿元，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。根据《贵州省“十四五”交通运输发展规划》，到 2025 年，全省高速公路通车里程达到 9500 公里以上；改造国省干线 3100 公里，实现普通国道二级及以上公路比例达 90%，力争实现普通省道三级及以上公路比例达 45%；运营高速公路服务区、停车区充电桩覆盖率达 100%。“十四五”时期，完成上述各项任务，全省交通建设拟投资约为 4200 亿元，其中高速公路 3228 亿元。

根据贵州省交通运输厅 2024 年工作总结，2024 年全省交通投资保持高位运行，全年完成综合交通投资超千亿元，其中公路建设投资 897 亿元（同比减少 21.9%），较年初目标超额完成 100 亿元，“十四五”规划公路水运投资目标完成进度超过 97%；建成金仁桐等 4 个高速公路项目 258 公里，年末高速公路总里程达 9042 公里；建成普通国道 278 公里、乡镇通三级及以上公路 356 公里，新改建农村公路 2700 公里，年末公路总里程突破 22 万公里，省内已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。2024 年，西部陆海新通道建设项目进展顺利，纳（雍）至兴（义）国高纳雍至晴隆段、贵（阳）至北（海）国高贵阳至平塘段、沪昆国高贵阳至安顺段扩容工程形象进度分别达 98%、70%、80%，道真至武隆、六枝至安龙等高速公路项目加快推进。2024 年，全省客货邮运输保持较快增长，公路、铁路、水路共完成旅客运输总量 2.67 亿人次、货物运输总量 11.34 亿吨，同比分别增长 6.4%、10.5%。

2025 年贵州省交通运输工作主要目标为“一确保、三建成、五提升”：“一确保”即确保完成全省综合交通投资 900 亿元。“三建成”即建成高速公路 525 公里、普通国道 890 公里（含路面改造 470 公里）、乡镇通三级及以上普通公路 360 公里、渡改桥 15 座；建成盘兴、瓮马铁路南段，实现“市市通高铁”，全省高铁通车里程突破 1900 公里；建成威宁、德江 2 个机场，形成“一千十二支”格局。“五提升”即提升养护管理水平、提升运输服务水平、提升绿色发展水平、提升智慧交通水平和提升行业安全水平。年内将继续服务国家重大战略实施：加快推进

沪昆国高贵阳至安顺段扩容工程等 10 个 1036 公里在建项目，建成六枝至安龙等 4 个高速公路项目；开工建设 G602 贵阳环城高速公路扩容工程等项目。

2. 业务运营

(1) 经营规模

该公司是贵州省高速公路建设、投融资及运营的重要主体，职能是在国家规划、计划的统筹安排下，以全资、控股和直接管理等方式从事收费公路及其他交通基础设施项目的资本运营和重大生产经营活动，负责贵州省高速公路高等级公路的融资、建设、经营和管理，业务范围主要集中于贵州省。

该公司资产以收费公路及桥涵等为主，2022-2024 年末及 2025 年 3 月末总资产分别为 4384.42 亿元、4385.97 亿元、4433.35 亿元和 4449.40 亿元，其中固定资产和在建工程合计占资产总额的比重在 80-85% 区间。同期末控股路产通车里程分别为 4099.12 公里、4208.30 公里、4208.30 公里和 4216.63 公里，其中 2025 年 3 月末通车里程较上年末增加系贵黄延伸线开始试运营，控股路产通车里程占 2024 年末全省高速公路通车总里程（9042 公里）的 46.63%，居全省第一，具有一定垄断优势。

该公司主业为收费公路投资建设和运营管理，经营较稳健，并贡献主要收入来源，同时多元涉足商品销售、油品销售、建材销售、商品房销售和工程施工等，亦为收入提供有效补充。2022-2024 年及 2025 年第一季度，营业收入分别为 234.41 亿元、248.43 亿元、232.27 亿元和 52.16 亿元，其中通行费占营业收入的比重在 50-65%。

图表 3. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2022 年（末）		2023 年（末）		2024 年（末）		2025 年 第一季度（末）	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	4384.42	-	4385.97	-	4433.35	-	4449.40	-
营业收入	234.41	100.00	248.43	100.00	232.27	100.00	52.16	100.00
其中：车辆通行费	118.18	50.42	124.99	50.31	132.29	56.95	35.18	67.44
商品销售	66.89	28.53	45.75	18.42	35.42	15.25	2.98	5.71
油品销售	19.14	8.16	23.76	9.57	24.32	10.47	6.63	12.70
建材销售	6.22	2.65	4.81	1.94	3.92	1.69	0.31	0.59
商品房销售	8.99	3.84	7.75	3.12	2.59	1.12	0.20	0.39
工程	4.21	1.80	18.11	7.29	17.16	7.39	4.17	7.99
服务	5.03	2.15	6.66	2.68	9.92	4.27	1.16	2.22
其他	5.75	2.45	16.59	6.68	6.65	2.86	1.54	2.96

注：根据贵州高速所提供资料整理、计算（四舍五入存在尾差）。

(2) 资源优势

A. 收费公路投资与经营

路产规模及效益

图表 4. 截至 2025 年 3 月末公司主要经营管理的公路（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
	贵阳东北绕城公路	市政公路	原 1998-2024；现停止收费 ²	0.00
	贵新公路	收费还贷	2000-2025 ³	136.03
	都新公路	收费还贷	2009-2029	119.03
	重遵扩容公路	收费还贷	2023-2053	109.18
G60 沪昆高速	玉三公路	收费还贷	2006-2025 ⁴	57.01
	三凯公路	收费还贷	2006-2026	84.68
	凯麻公路	收费还贷	2001-2026（见脚注）	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

² 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。

³ 贵新公路、凯麻公路原收费期限分别至 2020 年和 2021 年，目前暂各延长 5 年至 2025 年和 2026 年。

⁴ 玉三公路和清镇公路收费期依据相关文件延长为 30 年，收费期限分别延至 2035 年和 2034 年。

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限	通车（收费）里程
G78 汕昆高速	清镇公路	收费还贷	2004-2024（见脚注）	93.09
	镇胜公路	收费还贷	2007-2027	196.55
	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
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
--	贵阳至黄平高速公路延伸段	收费还贷	2025-2055	8.33
合计	—	—	—	4216.63

注：根据贵州高速所提供资料整理、计算。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司通行费收入（含试运行路段）分别为 118.18 亿元、124.99 亿元、132.29 亿元和 35.18 亿元，单公里通行费收入分别为 288.32 万元、297.00 万元、314.35 万元和 333.70 万元⁵，低于全国平均收费水平。2024 年公司控股路段通行费同比增长，主要受益于前期开通的重遵扩容公路、都安公路等通行费收入增加，加之部分 2023 年以前的通行费收入延迟拆分至 2024 年，整体路产效益亦随之提升；2025 年以来，受上述延迟拆分对基期数据影响，通行费收入及路产效益小幅下滑。

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，上述国家高速公路贵州段近 80%都属于公司管辖。

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。2022-2024 年及 2025 年第一季度，G75 兰海高速贵州路段（包括崇遵公路、贵遵公路、贵新公路、重遵扩容公路等路段）通行费收入分别为 27.72 亿元、28.98 亿元、30.24 亿元和 7.98 亿元，路产单公里年通行收入分别为 508 万元、469 万元、489 万元和 516 万元，近年来兰海高速贵州路段路产效益持续提升。除上述兰海高速所属路段，公司控股路段中贵清公路（G76 厦蓉高速）、镇胜公路（G60 沪昆高速）和清镇公路（G60 沪昆高速）等路产质量优良，2024 年单公里年通行费收入均在 600 万元以上，分别达 888 万元、732 万元和 672 万元。此外其余大部分路产效益较上年均有不同程度上升，主要系周边省份高速公路陆续通车带动车流量增长，其中以惠兴公路、凯雷公路和惠罗公路增幅最大；而部分路段路产效益受周边高速公路通车分流等因素影响车

⁵ 2025 年第一季度单公里通行费收入为年化数据，计算公式为当期通行费收入/收费里程（含试运行）*4，下同。

流量而有所下滑，包括凯羊公路、毕生公路和驾荔公路等。目前，公司通行费收入主要依赖于核心路产的贡献，在建路产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 5. 公司主要路段（含试运行）通行费收入⁶（单位：万元）

序号	高速路段	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度	备注
1	贵新公路	43280.37	42653.00	45550.06	11803.67	12776.63	
2	崇遵公路	63680.26	69435.56	57032.84	14855.84	15825.68	
3	玉凯公路	56156.70	57568.34	57420.93	17653.45	17843.07	含玉三、三凯公路
4	凯麻公路	14617.83	15891.68	16594.99	4512.21	4905.40	
5	清镇公路	53293.17	62583.78	66301.03	16224.68	18456.82	
6	镇胜公路	131133.65	145154.20	143823.19	38131.30	40000.28	
7	都新公路	46404.58	50179.11	51125.31	13454.85	15271.63	
8	茅台公路	29627.77	22030.53	23011.72	4681.82	5851.58	
9	麻驾公路	548.05	1141.47	1116.62	162.44	167.13	
10	厦蓉公路	78099.35	80683.82	84465.33	24702.05	26968.79	含水格、格都公路
11	贵清公路	12733.89	14352.32	14941.33	3647.86	4239.71	
12	板江公路	74741.92	40771.18	41377.75	9884.86	12450.94	
13	遵毕公路	49366.44	52863.17	57610.15	17046.25	17728.73	
14	黎洛公路	5733.72	6351.81	7568.21	3635.36	2318.07	
15	铜大公路	9328.34	9828.47	9022.79	2343.64	2808.34	
16	惠兴公路	24504.56	27472.99	35101.35	9883.64	12346.44	
17	思剑公路	11399.80	14222.27	15441.42	8514.01	4241.91	
18	六镇公路	8549.07	9291.17	10242.09	2576.21	3032.05	
19	贵遵公路	63782.28	74068.11	65488.10	15440.74	19310.67	含扎南公路
20	绕城公路	60092.64	45028.74	42744.56	10748.30	10781.49	
21	水盘公路	25245.53	27690.54	29711.49	6620.33	8219.99	
22	毕威公路	25831.73	33895.39	35600.76	9784.39	9476.65	2017 年 1 月从外部转入
23	三黎公路	15049.32	16016.00	16244.40	3511.61	5588.22	
24	六六公路	15840.65	17607.58	20543.21	5042.99	5601.89	
25	驾荔公路	515.58	929.80	797.07	152.30	170.30	
26	清织公路	15624.36	19844.25	22383.67	5767.81	6881.60	2018 年 10 月正式运营
27	织纳公路	13883.00	16152.65	18901.41	4586.96	6020.40	2018 年 11 月正式运营
28	余凯公路	10651.12	14217.76	15026.94	4925.39	4543.84	2019 年 7 月正式运营
29	凯羊公路	6577.91	8792.22	7520.70	1839.66	2069.87	
30	毕生公路	18967.74	19082.93	15324.90	3765.48	4827.14	2019 年 1 月正式运营
31	望安公路	6693.13	7096.98	8232.20	2326.68	2668.19	2019 年 1 月正式运营
32	凯雷公路	2255.79	3977.61	5463.12	1098.51	1300.37	2019 年 1 月正式运营
33	惠罗公路	19421.10	22121.19	27877.19	8089.22	8750.39	
34	毕都公路	52033.51	56740.64	58381.59	15036.78	16436.32	
35	贵遵扩容公路	60799.22	77379.14	78269.98	19436.80	23900.89	包含尖小公路，扩容于 2021 年 1 月正式运营
36	六威公路	27431.65	28908.32	33373.28	8492.44	9780.27	2021 年底正式运营
37	罗望公路	5418.19	5125.84	6975.64	2200.79	2356.51	2021 年 10 月正式运营
38	都安公路	22532.05	24291.41	35862.16	8567.85	16369.81	2024 年 7 月正式运营
39	重遵扩容公路	--	8436.41	40429.66	10611.00	13908.45	2023 年 10 月试运行
40	贵黄延伸段	--	--	--	17.47	--	2025 年 3 月试运行
-	合计	1181845.97	1249878.37	1322899.14	351777.64	396196.46	--

注：根据贵州高速所提供资料整理、计算。

收费标准

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。2024 年 2 月，贵州省交通运输厅联合省发展改革委印发

⁶ 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 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 年起公司根据《企业会计准则解释第 15 号》，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 年车辆通行费收入 124.99 亿元，包括通车正式运营公路收费 121.72 亿元和已通车试运行公路车辆通行费收入 3.27 亿元；2024 年车辆通行费收入 132.29 亿元，包括通车正式运营公路收费 126.04 亿元和已通车试运行公路车辆通行费收入 6.25 亿元。

《贵州省高速公路差异化收费实施方案》（简称“方案”）⁷，于 2024 年 3 月 1 日起正式执行，执行时间暂定一年，主要措施包括实施分方向、分路段、分车型和分时段差异化收费。关注政策执行对该公司控股路段车流量刺激和引流情况。

资本支出

随着贵黄延伸线完工投运，目前该公司暂无自建（在建）收费公路项目。公司高速公路集中投建期已过，项目渐次支付尾款，省内新路段项目投资方式多以 PPP 形式为主（公司作为政府出资方，资本金来自财政资金，详见财务分析-其他权益工具投资科目），短期内公司资本支出压力明显缓和。

B. 商品、油品、建材销售

该公司商品销售业务由子公司贵州高速投资集团有限公司（简称“贵州高投”）下属贵州最美高速商贸有限公司、子公司贵州中南交通科技有限公司、子公司贵州交通物流集团有限公司（简称“物流公司”）负责，主要销售农副产品、特产品、贵州茅台酒、大宗物资（建材，非甲供）等，其中贵州茅台酒销售主要依据相关政策和指标进行。2022-2024 年及 2025 年第一季度，商品销售业务收入分别为 66.89 亿元、45.75 亿元、35.42 亿元和 2.98 亿元，2024 年降幅主要系政策因素影响下停止新增购销茅台酒所致。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影响较大，2022-2024 年及 2025 年第一季度毛利率分别为 7.73%、10.42%、11.40%和 18.94%。

该公司油品销售业务由子公司贵州高投下属贵州高投能源开发有限公司（简称“能源公司”）等，子公司贵阳城发下属贵阳城发中石油能源有限公司（简称“城发中石油”）等以及子公司贵州毕节高速发展有限公司下属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，2024 年和 2025 年第一季度分别新增 4 和 5 个加油站，截至 2025 年 3 月末公司合计拥有 107 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。2022-2024 年及 2025 年第一季度，油品销售业务分别实现收入 19.14 亿元、23.76 亿元、24.32 亿元和 6.63 亿元，毛利率分别为 15.08%、14.22%、17.14%和 17.30%，2024 年随着新加油站持续投运扩张，油品销售收入同比实现增长，同时毛利率同比明显提升，主要受益于运营成本控制及规模效益等所致。

该公司建材销售（甲供材料）业务经营主体为子公司物流公司，负责销售钢材、板材及其他金属建材、水泥、砂石等建筑材料。物流公司是公司在高速公路建设中指定的水泥、钢材甲供材料方，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。公司建材销售（甲供材料）收入与高速公路项目建设项目材料需求及钢材价格关联度高，2022-2024 年及 2025 年第一季度，该业务分别实现收入 6.22 亿元、4.81 亿元、3.92 亿元和 0.31 亿元，业务毛利率分别为 11.89%、4.36%、22.04%和 16.91%，近年来公司在建高速公路项目建设渐次收尾，建材需求逐年下降，业务收入呈缩减态势，其中 2023 年因盈利水平较低的沥青销售占比高致毛利率偏低。

C. 房地产销售

该公司房地产项目包括凯里未来城、花溪 26° 和水映山城（原名蒙特卡尼）项目，经营主体分别为孙公司贵州高投东南置业有限公司（简称“东南置业”）、高发置业和贵州德尔房地产开发有限公司（简称“德尔房产”）。2022-2024 年及 2025 年第一季度，商品房销售收入分别为 8.99 亿元、7.75 亿元、2.59 亿元和 0.20 亿元，毛利率分别为 20.67%、17.49%、11.40%和-3.44%，2023 年以来，受市场行情影响，房地产销售收入及毛利率均呈下滑趋势，2025 年第一季度出现亏损。

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（预估），物业类型为住宅和商业，项目分期投资、分批开发，根据立项批复项目一、二期分别计划投资 36 亿元和 70 亿元，截至 2025 年 3 月末项目累计投

⁷ 详见贵州省交通厅：https://jt.guizhou.gov.cn/zwgk/zfxxgk_5948492/fdzdgnr_5948495/zcwj_5948503/tfwj/202402/t20240228_83860778.html

资 88.79 亿元⁸（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 2025 年 3 月末累计回笼资金 52.95 亿元，预计 2025 年 4-12 月可回笼资金 1.21 亿元。由于周边配套建设⁹、征拆迁¹⁰、车位产权不明朗等造成资金占用，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，分地块开发，截至 2025 年 3 月末，已投入开发成本 26.99 亿元（含土地出让金 8.12 亿元），项目 3 号和 2A 号地块自 2019 年开始预售，累计回笼 12.17 亿元。

图表 6. 截至 2025 年 3 月末花溪 26° 项目情况（单位：亿元、万平方米）

地块	概算总投资额	建设周期	地上建筑性质	建筑面积	可售面积	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	9.69	2019.12	0.73	7.73	6.04
2B 号地块		2018.06-2023.12		15.03	10.34	4.22	待定	--	--	--
3 号地块		2018.01-2021.12		17.01	16.16	8.17	2019.1	0.64	9.49	6.13
4 号地块		2020.12-2025.12		12.99	--	4.91	待定	--	--	--
合计	32.82	--	--	65.99	43.60	26.99	--	--	17.22	12.17

注：根据贵州高速所提供资料整理、计算。

水映山城位于贵阳市云岩区百花大道金钟桥旁，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 2025 年 3 月末累计投资 8.30 亿元，累计回笼资金 5.93 亿元。二期项目占地面积 23.26 万平方米，截至 2025 年 3 月末累计投资 3.62 亿元（含土地价格 1.66 亿元）。2018 年以来，该公司陆续实施德尔房产 100% 股权和水映山城项目金阳 B 地块挂牌交易，受省内房地产市场交易波动影响，均未能实现出让，且目前尚未有新进展。

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沉淀、商业销售滞后，资金回笼慢，存在较大的去化压力。

D. 工程业务

该公司工程业务主要由子公司中南交科、贵州恒创建设工程有限公司（简称“恒创建设”）负责，业务类型包括土建施工、机电工程、建筑安装、电力安装及其他工程。施工资质方面，中南交科拥有公路交通工程专业承包壹级，电子与智能化工程专业承包、消防设施工程专业承包、电力工程施工总承包贰级等核心资质，恒创建设拥有公路工程施工总承包壹级，建筑工程、市政公用工程施工总承包贰级等资质。经营模式方面，中南交科采取项目总承包模式，以总承包方式承接高速公路机电工程、隧道监控系统、智慧交通平台建设等项目；恒创建设主要通过投资特许经营项目（收费类公路项目）拓展施工业务，并承接道路养护、建筑工程、市政工程等经营类施工项目。2022-2024 年及 2025 年第一季度，工程业务收入分别为 4.21 亿元、18.11 亿元、17.16 亿元和 4.17 亿元；业务毛利率分别为 31.89%、14.91%、21.91% 和 10.30%，近年来因不同工程类型占比不同影响盈利水平存在波动。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司新签合同金额分别为 7.49 亿元、67.30 亿元、11.57 亿元和 2.07 亿元，期末在手合同金额分别为 2.58 亿元、46.56 亿元、27.24 亿元和 22.81 亿元，展业区域集中贵州省内，并逐步向省外拓展，包括海南、云南、西藏等地。截至 2025 年 3 月末，公司主要施工项目包括沪昆国家高速公路贵阳至安顺扩容工程土建工程（1 标、2 标、4 标、5 标、6 标）、沪昆国家高速公路贵阳至安顺段扩容工程及相关配套工程 PPP 项目配套普通公路工程、沪昆国高贵阳至安顺段扩容工程 GASG-3 标段土建工程等项目，项目多采取 PPP 模式、BOT 模式和总承包模式，期末上述主要项目回款率近 80%，回款情况尚可。

图表 7. 近年来施工业务合同签订情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
新签合同额（亿元）	7.49	67.30	11.57	2.07
新签合同个数（个）	93.00	106.00	94.00	15.00
完工合同额（产值）（亿元）	9.16	23.65	30.24	2.14
年（期）末在手合同额（亿元）	2.58	46.56	27.24	22.81
其中：省内（亿元）	2.42	45.06	24.48	22.81
省外（亿元）	0.17	1.51	2.77	0.01

注：根据贵州高速所提供资料整理。

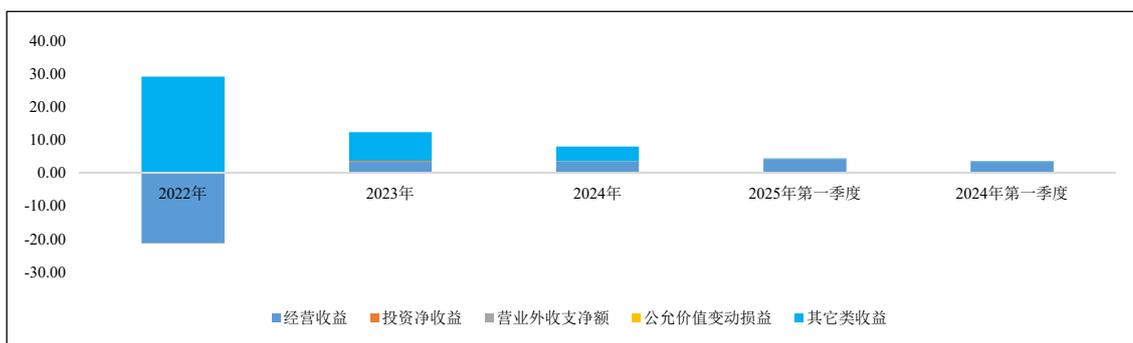
⁸ 凯里未来城一期包括 A、B、D、E、16 号地块，累计投资额包括中期 9# 地块及二期 1-3# 南湖地块土地成本。

⁹ 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。

¹⁰ 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》。

(3) 盈利能力

图表 8. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



注 1：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制；注 2：经营收益=营业利润-其他经营收益。

2022 年及以前，该公司利润对非经营收益依赖度高，2023 年以来主业经营持续改善、多元业务进一步补充利润，均对盈利形成一定支撑作用，公司对财政补贴的依赖度有所减弱。2022-2024 年及 2025 年第一季度经营收益分别为-21.22 亿元、3.32 亿元、3.51 亿元和 4.20 亿元，2024 年以来受益于通行费收入增长，多元化业务补充利润，加之财务费用持续控制，经营收益有所增加；同期毛利分别为 102.79 亿元、123.43 亿元、119.99 亿元和 31.41 亿元，综合毛利率分别为 43.85%、49.68%、51.66%和 60.22%，其中主业通行费业务收入较为稳定，且公司管理的高速公路固定资产不计提折旧，为公司主要盈利来源。

该公司期间费用规模较大且以财务费用为主，对利润产生侵蚀影响。2022-2024 年及 2025 年第一季度期间费用分别为 121.86 亿元、117.09 亿元、113.63 亿元和 26.89 亿元，期间费用率分别为 51.99%、47.13%、48.92%和 51.54%。其中财务费用分别为 109.96 亿元、104.79 亿元、101.74 亿元和 24.60 亿元，因高速公路建设项目资金投入量大，公司在部分项目资本金支持的基础上通过筹融资借款补足缺口并孳生大规模的利息支出，2022-2024 年利息支出（包括费用化和资本化利息支出）合计分别为 132.71 亿元、126.86 亿元和 116.02 亿元，含试运营路产通行费收入分别为 118.18 亿元、124.99 亿元和 132.29 亿元，对利息的覆盖倍数分别为 0.89 倍、0.99 倍和 1.14 倍，2024 年随着利息支出减少，通行费收入对利息能够形成 1 倍覆盖。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	234.41	248.43	232.27	52.16	63.04
毛利（亿元）	102.79	123.43	119.99	31.41	35.99
其中：通行费业务（亿元）	83.98	96.66	100.43	27.72	31.58
建材销售（亿元）	0.74	0.21	0.86	0.53	0.11
销售商品（亿元）	5.17	4.77	4.04	0.08	1.27
销售油品（亿元）	2.89	3.38	4.17	1.15	1.10
商品房销售（亿元）	1.86	1.35	0.30	-0.01	0.06
工程（亿元）	1.34	2.70	3.76	0.43	
服务（亿元）	4.43	4.54	5.14	0.56	1.88
其他（亿元）	2.39	9.81	2.06	0.95	
综合毛利率（%）	43.85	49.68	51.66	60.22	57.08
其中：通行费业务（%）	71.06	77.34	75.92	78.79	79.71
建材销售（%）	11.89	4.36	22.04	17.60	13.66
销售商品（%）	7.73	10.42	11.40	32.10	13.21
销售油品（%）	15.08	14.22	17.14	17.30	15.45
商品房销售（%）	20.67	17.49	11.40	-3.44	10.55
工程（%）	31.89	14.91	21.91	10.30	
服务（%）	87.99	68.12	51.78	48.32	34.90
其他（%）	41.51	59.15	31.05	61.55	
期间费用率（%）	51.99	47.13	48.92	51.54	50.99
其中：财务费用率（%）	46.91	42.18	43.80	47.17	46.80
全年利息支出总额（亿元）	132.71	126.86	116.02	--	--
其中：资本化利息数额（亿元）	21.75	20.42	13.23	--	--
通行费收入（利润表，亿元）	118.18	124.99	132.29	--	--
通行费收入（含试运行路产，亿元）	118.18	124.99	132.29	--	--
通行费收入（含试运行）对利息的覆盖倍数[%]	89.05	98.53	114.02	--	--

注：根据贵州高速所提供的数据整理、计算。

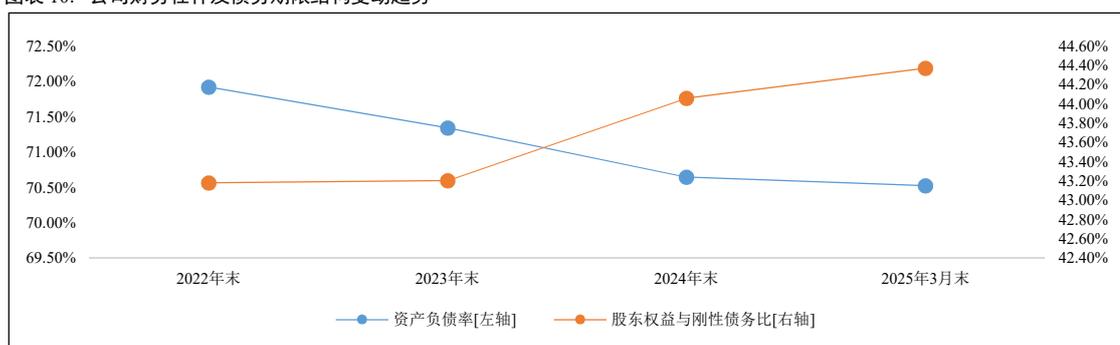
非经营收益方面，2022-2024 年及 2025 年第一季度，其他收益分别为 28.82 亿元、8.74 亿元、4.46 亿元和 0.06 亿元，主要为政府补助，近年来规模持续缩减，2024 年主要包括贵州省交通运输厅省级财政补助资金 2.43 亿元、取消政府还贷二级公路收费省级补助资金 0.50 亿元及贵州省国资委对提供公共产品和服务的企业补助 1.00 亿元。2022-2024 年及 2025 年第一季度，净利润分别为 6.46 亿元、9.36 亿元、6.42 亿元和 3.99 亿元。2022-2024 年，总资产报酬率分别为 2.69%、2.70%和 2.51%，收费公路回报周期偏长，资产获利水平欠佳，EBITDA 利润率分别为 54.35%、49.56%和 49.82%，主业经营依旧为利润重要构成。

财务

前期该公司投资建设高速公路项目，积聚较大规模债务，财务杠杆处于较高水平，关注债务循环压力；随着收费公路在建项目渐次完工，公司固定资产投资净支出呈下降趋势，且短期内暂无计划新建公路项目，同时作为政府出资人参与省内 PPP 项目的建设资金由政府资本金拨付，公司整体投融资压力明显缓解。长期来看，公司主业现金回笼将保持优势，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。

1. 财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆及债务期限结构变动趋势



注：根据贵州高速所提供数据整理、绘制。

前期该公司持续投建收费公路项目，整体债务负担重，目前可通过收费公路运营获得通行费作为债务本息偿债来源之一，但仅依赖通行费进行刚性债务偿还的周期偏长，仍有债务循环需求，短期内负债规模和财务杠杆或仍维持较高位。

(1) 资产

图表 11. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	352.08	274.28	237.90	248.66
其中：货币资金（亿元）	8.03	6.25	5.37	5.59
应收款项（亿元）	92.07	76.20	66.85	78.36
预付款项（亿元）	45.11	41.83	32.48	32.65
其他应收款*（亿元）	11.90	11.48	3.39	5.43
存货（亿元）	93.90	34.70	29.99	30.72
其他流动资产（亿元）	86.59	88.81	90.34	89.89
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	16.30	13.06	9.30	8.26
其中：固定资产（亿元）	4032.34	4111.69	4195.44	4200.73
在建工程（亿元）	91.97	93.75	94.63	94.41
其他权益工具投资（亿元）	3090.02	3136.24	3473.79	3473.81
长期应收款（亿元）	527.27	567.47	255.96	260.50
长期股权投资（亿元）	193.04	227.45	289.09	291.82
无形资产（亿元）	94.74	92.85	93.05	91.11
其他非流动资产（亿元）	15.64	15.54	20.20	20.58
	20.63	21.15	10.50	10.40
	86.14	45.97	47.25	46.90

注 1：根据贵州高速所提供数据整理、计算；注 2：其他应收款*不含应收股利和应收利息。

该公司以固定资产、在建工程等非流动资产为主，资产结构与业务经营特征相符。

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。2024 年末，货币资金 66.85 亿元，其中受限货币资金 2.17 亿元，可动用货币资金相对充裕；应收账款 32.48 亿元，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 13.99 亿元、应收毕节市双山农村标准医疗投资有限公司 1.43 亿元；预付账款 3.39 亿元，主要为商品销售业务预付货款及预付工程款等，较上年末下降 70.43% 系业务及工程进度结转所致；其他应收款*（剔除后）29.99 亿元，主要为应收毕节市高铁枢纽投资运营有限公司往来款 4.31 亿元、黔西南州人民政府往来款 2.88 亿元、六盘水市人民政府往来款 2.05 亿元、贵州铝锦商贸有限公司保证金 2.00 亿元和凯里市房地产业务发展管理局保证金 1.98 亿元等，余额前五大占比合计 41.93%，集中度较高，且多数款项账龄在 4 年以上，需关注相关对手方及政府回款情况；存货 90.34 亿元，主要由在建开发产品（开发成本）30.17 亿元、已完工开发产品 36.44 亿元、拟开发土地 13.14 亿元和产成品（库存商品）7.30 亿元等构成，为房地产项目相关成本；其他流动资产 9.30 亿元，主要为待抵扣进项税额和结构性存款及理财产品，余额较上年末减少 28.77%。截至 2025 年 3 月末，流动资产构成较上年末暂无重大变化。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、其他权益工具投资、长期应收款、长期股权投资、无形资产和其他非流动资产等构成。2024 年末，固定资产 3473.79 亿元，主要为公路及桥涵 3227.83 亿元，较上年末增幅系都安公路完工后由在建工程转入所致。同期末在建工程 255.96 亿元，主要为重遵扩容工程、贵阳至黄平延伸线项目等，较上年末大幅减少主要系都安公路完工转固所致。其他权益工具投资 289.09 亿元，主要为公司作为政府出资人参与的 PPP 项目投资（项目明细详见下表），较上年末增幅主要新增对贵阳至黄平高速公路的项目投资，并对安顺至盘州（黔滇界）高速公路、贵州交通产业发展基金有限责任公司（简称“交通发展基金”）¹¹增资等所致。长期应收款 93.05 亿元，主要为代建项目应收款 87.52 亿元、BT 项目应收款 4.71 亿元及销售商品应收款项 1.56 亿元（含一年内到期部分）；无形资产 10.50 亿元，主要包括特许经营权 5.64 亿元和土地使用权 3.51 亿元，较上年末减少主要系出售子公司毕节高铁致特许经营权减少所致；其他非流动资产 47.25 亿元，主要包括预付工程、设备款 46.43 亿元，较上年末小幅增加主要系上述预付款增加所致；长期股权投资 20.20 亿元，主要为对贵州贵安高速公路有限公司¹²（简称“贵安高速”，7.74 亿元）、贵阳经南城市建设有限公司（简称“经南城建”）等联营企业的投资，较上年末增幅主要系对贵安高速追加投资 5.16 亿元所致。截至 2025 年 3 月末，其余非流动资产构成较上年末暂无重大变化。

图表 12. 截至 2025 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 ¹³	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	90.50	220.76	20%	21.08	19.29	188.72	在建
纳雍至赫章高速公路	56.64	89.68	25%	6.70	6.13	85.72	在建
安顺至盘州（黔滇界）高速公路	133.71	335.75	20%	31.67	30.00	287.00	在建
贵阳至平塘	174.02	392.09	20%	37.97	30.55	322.00	在建
剑河至黎平高速公路	75.05	132.28	25%	9.73	9.44	132.14	已完工
金沙经仁怀至桐梓高速公路	104.89	184.13	25%	13.04	12.7	184.13	已完工
桐梓至新蒲	72.83	124.49	25%	9.29	9.05	124.47	已完工
威宁至围仗高速公路	28.14	44.84	25%	4.18	4.20	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	17.52	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	已完工
小计	1267.21	2372.25	--	216.20	203.91	2224.51	--

注 1：根据贵州高速所提供数据、计算；

注 2：结合 PPP 项目的特殊性质以及该公司作为政府指定的出资人代表，在投资协议范围履行部分政府出资人职责，在项目公司执行政府监督职责，不参与（干预）项目正常建设及运营的实际情况，经与会计师事务所沟通确认，PPP 项目投资符合会计准则可供出售金融资产定义，故将公司对 PPP 项目的投入作成本法核算，列入可供出售金融资产，2021 年会计准则列报调整至其他权益工具投资科目。

¹¹ 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。

¹² 该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，该项目预计总投资额 215.12 亿元，资本金比例为 20%，公司按照持股比例投入资本金，其余资金由项目公司筹集。

¹³ 里程数变化系工业项目可行性研究较初设有变化所致。

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。

截至 2024 年末，该公司部分资产因抵质押借款、保证金等受限 41.11 亿元，同时公司用于质押借款的高速公路收费经营权 3729.67 亿元，未脱离行业融资特性。

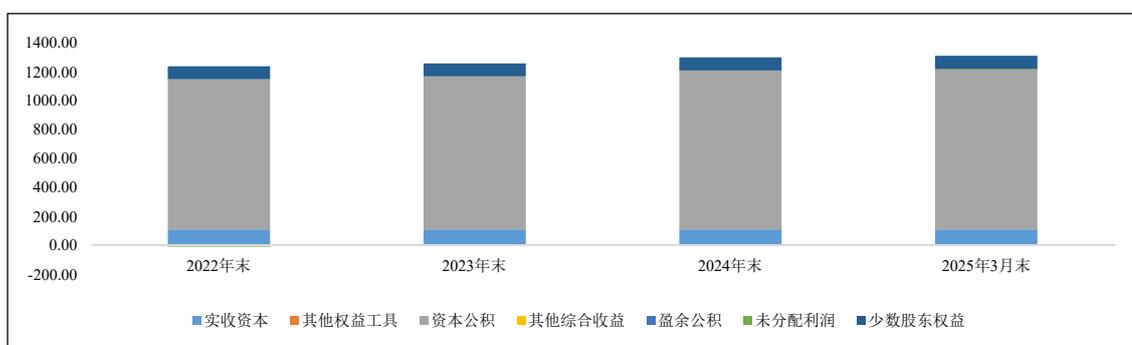
图表 13. 截至 2024 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

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	2.17	3.24%	保证金及冻结资金
应收票据	0.26	14.28%	用于贴现
存货	4.46	4.94%	用于抵押借款
长期应收款	29.27	31.46%	用于质押借款
固定资产	4.95	--	用于抵押借款
高速公路收费经营权	3,729.67	--	用于质押借款
合计	3,770.78	--	--

注：根据贵州高速所提供的数据整理、计算。

（2）所有者权益

图表 14. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）

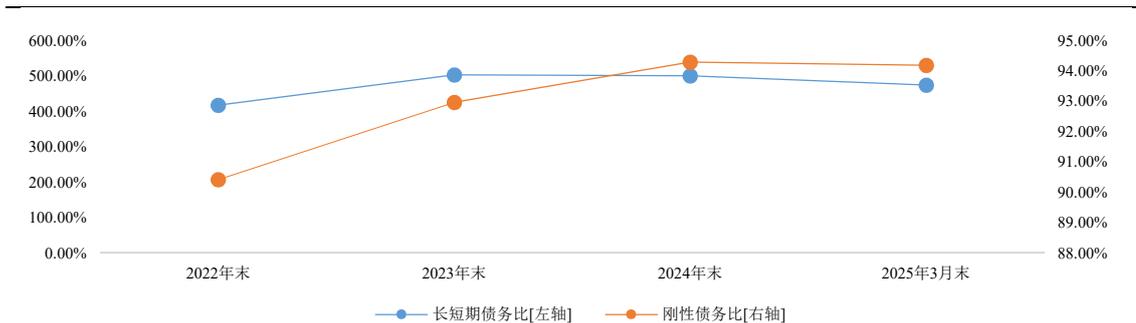


注：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 1231.16 亿元、1256.96 亿元、1301.28 亿元和 1311.49 亿元，实收资本和资本公积合计占比在 92-94%，主要为股东注资和高速公路资本金，权益资本稳定性很高。同期末，实收资本均为 111.05 亿元；资本公积分别为 1040.55 亿元、1059.75 亿元、1098.79 亿元和 1105.21 亿元，其中 2024 年末较上年末增幅系收到贵平高速项目、安盘高速项目及天会高速项目中央车购税资金（35.01 亿元）等所致，2025 年 3 月末较上年末增加主要系收到贵平高速项目、安盘高速项目中央车购税（6.45 亿元）所致。2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，未分配利润余额分别为-8.03 亿元、-2.79 亿元、1.00 亿元和 4.49 亿元，公司持续弥补以前年度亏损并于 2024 年末转为正值。考虑到公司作为政府出资人参与省内 PPP 项目建设，可获得财政资金支持，以及近期经营积累补充权益，仍将进一步夯实权益资本实力。

(3) 负债

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 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, %)	2851.16	90.42	2909.27	92.98	2953.40	94.30	2955.74	94.19
应付账款 (亿元, %)	125.74	3.99	120.69	3.86	94.76	3.03	88.93	2.83
其他应付款* (亿元, %)	153.99	4.88	78.38	2.50	66.42	2.12	67.87	2.16
合同负债 (亿元, %)	6.85	0.22	6.54	0.21	6.44	0.20	7.02	0.22

注 1: 根据贵州高速所提供的数据整理、绘制; 注 2: 其他应付款*不包含应付利息和应付股利。

该公司以长期负债为主的负债结构与高速公路项目资金回报期限匹配。负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和合同负债等构成, 2024 年末应付账款余额 94.76 亿元, 主要为应付房地产项目建设、高速公路建设相关工程款、货款及劳务费用等, 较上年末下降 21.49%系上述款项结算所致。其他应付款*余额 66.42 亿元, 主要为公司往来款、各在建项目施工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, 较上年末下降 15.26%主要系六威、惠罗及遵毕项目地方政府出资资金转入资本公积, 以及款项结算支付等减少综合所致。合同负债 6.44 亿元, 主要为预收商品销售和提供劳务款项, 较上年末减少主要系确认收入所致。截至 2025 年 3 月末, 其余负债结构较上年末暂无重大变化。

图表 16. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
短期刚性债务合计	313.80	305.10	346.92	368.40
其中: 短期借款	47.46	99.31	96.90	99.16
应付票据	1.85	6.80	3.75	3.52
一年内到期的长期借款	147.89	53.33	144.58	163.71
其他短期刚性债务	116.60	145.67	101.69	102.01
中长期刚性债务合计	2537.36	2604.17	2606.47	2587.34
其中: 长期借款	2266.58	2403.93	2311.19	2293.93
应付债券	155.03	97.22	205.00	195.01
其他中长期刚性债务	115.76	103.02	90.28	98.40
综合融资成本 (年化, %)	4.62	4.40	3.96	--

注 1: 根据贵州高速所提供的数据整理、计算 (四舍五入存在尾差);

注 2: 2022-2024 年末综合融资成本= (本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出) / [(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) / 2]。

该公司刚性债务占负债比重约 90%, 且以中长期为主。2024 年末中长期刚性债务余额 2606.47 亿元, 其中长期借款 (含一年内到期部分) 2455.77 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 2153.56 亿元和贵州省财政厅转贷款 167.88 亿元; 应付债券 205.00 亿元, 截至 2025 年 4 月 29 日存续债券票面利率 2.00-3.70%; 其他中长期刚性债务 90.28 亿元, 包括以高速公路资产所筹融资租赁款 38.58 亿元, 以及待偿还政府债券 51.70 亿元 (期限为 7-30 年, 利率为 2.80-3.88%)。

从借款方式来看, 2025 年 3 月末该公司银行借款合计 2556.80 亿元, 其中质押借款 2156.43 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 169.54 亿元为贵州省财政厅转贷款¹⁴, 系 2018 年贵州省政府置换公司存量债务形成, 并随公司与国开行融资再安排业务置换工作开展规模有所波动。

¹⁴ 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 17. 2025 年 3 月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	0.26	2156.17	2156.43
抵押借款	0.50	3.49	3.99
保证借款	--	20.85	20.85
信用借款	98.40	107.58	205.98
其他借款	--	169.54	169.54
合计	99.16	2457.64	2556.80

注：根据贵州高速所提供的数据整理、计算（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，截至 2025 年 3 月末公司本部银行借款利率区间为 2.18-3.96%，下属子公司银行借款利率区间为 2.10-5.30%，公开市场发债利率也较可控。

图表 18. 截至 2025 年 4 月 29 日公司存续债券概况（单位：亿元，%，年）

债券名称	起息时间	发行金额	债券余额	票面利率	发行期限	到期日
25 贵州高速 MTN001	2025-02-17	10.00	10.00	2.00	3	2028-02-17
24 贵州高速 MTN014	2024-12-13	10.00	10.00	2.01	2	2026-12-13
24 贵州高速 MTN013	2024-11-22	10.00	10.00	2.35	3	2027-11-22
24 贵州高速 MTN012	2024-11-06	10.00	10.00	2.45	3	2027-11-06
24 贵州高速 MTN011	2024-10-23	10.00	10.00	2.40	2	2026-10-23
24 黔高 03	2024-09-12	15.00	15.00	2.27	3	2027-09-12
24 贵州高速 MTN010	2024-09-04	10.00	10.00	2.22	2	2026-09-04
24 贵州高速 MTN009	2024-08-30	10.00	10.00	2.36	3	2027-08-30
24 贵州高速 MTN008	2024-08-21	10.00	10.00	2.11	2	2026-08-21
24 贵州高速 MTN007	2024-08-07	10.00	10.00	2.26	5	2029-08-07
24 贵州高速 MTN006	2024-07-17	10.00	10.00	2.23	3	2027-07-17
24 贵州高速 MTN005	2024-07-10	10.00	10.00	2.19	2	2026-07-10
24 贵州高速 MTN004	2024-06-26	10.00	10.00	2.25	3	2027-06-26
24 贵州高速 MTN003	2024-06-06	10.00	10.00	2.33	3	2027-06-06
24 贵州高速 MTN002	2024-05-30	10.00	10.00	2.29	2	2026-05-30
24 黔高 02	2024-05-29	15.00	15.00	2.40	3	2027-05-29
24 贵州高速 CP001	2024-05-10	10.00	10.00	2.24	1	2025-05-10
24 贵州高速 MTN001	2024-04-26	10.00	10.00	2.75	5	2029-04-26
24 黔高 01	2024-04-19	15.00	15.00	2.76	5	2029-04-19
23 黔高 03	2023-10-25	20.00	20.00	3.50	3(2+1)	2026-10-25
23 黔高 02	2023-09-20	10.00	10.00	3.43	3(2+1)	2026-09-20
23 贵州高速 MTN002	2023-08-28	6.00	6.00	3.00	2	2025-08-28
23 贵州高速 MTN003	2023-08-17	10.00	10.00	3.27	2	2025-08-17
23 黔高 01	2023-08-10	10.00	10.00	3.48	3(2+1)	2026-08-10
23 贵州高速 MTN001	2023-06-21	10.00	10.00	3.70	2	2025-06-21
22 贵州高速 MTN003	2022-10-26	10.00	10.00	3.37	3	2025-10-26
22 贵州高速 MTN002	2022-10-17	10.00	10.00	3.38	3	2025-10-17
合计	—	291.00	291.00	—	—	—

注：根据贵州高速所提供的数据整理、计算。

2. 偿债能力

(1) 现金流量

图表 19. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额	180.11	112.91	116.08	29.58	17.64
其中：业务现金收支净额	95.26	100.37	109.65	24.99	23.64
投资环节产生的现金流量净额	-83.26	-79.87	-101.53	-10.81	-14.12
其中：购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金	67.84	42.93	40.77	7.50	12.31
投资支付的现金	21.27	39.68	61.88	3.16	2.03
筹资环节产生的现金流量净额	-196.54	-48.90	-23.41	-7.05	15.56

注：根据贵州高速所提供的数据整理、计算。

该公司主业公路收费业务获取现金的能力较强，收现较为稳定，2022-2024 年及 2025 年第一季度营业收入现金率分别为 103.93%、98.92%、103.21%和 104.51%；同期业务收支净额分别为 95.26 亿元、100.37 亿元、109.65 亿

元和 24.99 亿元，2024 年公司控股路产车流量和通行费收入增长，带动整体业务收支净额增加。其他因素对经营环节现金流量影响净额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，2022-2024 年及 2025 年第一季度其他因素现金收支净额分别为 84.85 亿元、12.54 亿元、6.42 亿元和 4.59 亿元，波动较大主要系该科目核算政府款项收支，其中 2022 年主要系收到县乡公路改造资金规模较大所致。

该公司投资性支出主要体现为高速公路建设等资本性支出，以及通过 PPP 模式对参股高速项目投资。2022-2024 年及 2025 年第一季度，公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 67.84 亿元、42.93 亿元、40.77 亿元和 7.50 亿元，同期投资支付的现金分别为 21.27 亿元、39.68 亿元、61.88 亿元和 3.16 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。公司目前项目渐次完工收尾，省内新项目投资方式多以 PPP 形式为主（公司非控股），近年来投资支出缩减，投融资压力缓解。

该公司主业现金流入和财政资金均可一定程度支撑资本性支出和日常经营，同时通畅的外部融资渠道也为公司债务循环提供保障，2022-2024 年及 2025 年第一季度筹资活动产生的现金流量净额分别为-196.54 亿元、-48.90 亿元、-23.41 亿元和-7.05 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 2.60 亿元、18.72 亿元、35.08 亿元和 6.45 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支持，2024 年以来收到的现金主要为安盘高速项目¹⁵、贵平高速项目等建设资金。同时，公司利息支付压力较大，2022-2024 年及 2025 年第一季度分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 130.80 亿元、125.15 亿元、105.10 亿元和 22.16 亿元，且以利息支出为主；同期公司取得借款并偿还债务收支净额分别为-67.71 亿元、59.15 亿元、48.61 亿元和 8.67 亿元。

（2）偿债能力

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，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。公司 EBITDA 主要由列入财务费用的利息支出构成，2022-2024 年分别为 127.41 亿元、123.12 亿元和 115.73 亿元，EBITDA 对刚性债务覆盖程度仍偏弱。

图表 20. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.96	0.97	1.00	—
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(%)	34.00	20.05	22.34	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	6.28	3.92	3.96	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	18.28	5.87	2.80	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.37	1.15	0.50	—
流动比率(%)	57.86	52.96	45.65	45.54
现金比率(%)	15.36	14.84	12.93	14.42
短期刚性债务现金覆盖率(%)	29.79	25.18	19.43	21.36

注：根据贵州高速所提供的数据计算、计算。

该公司资金大量沉淀于固定资产和在建工程等非流动资产，流动资产包含较多应收款和存货，变现存在不确定性，整体账面流动性指标表现欠佳。考虑到公司业务环节持续较大规模经营现金净流入、较通畅的直接与间接融资渠道，可对公司短期债务偿还和流动性提供支撑；公司与国内主要商业银行建立良好的合作关系，截至 2025 年 3 月末，公司已获授信总额 4677.00 亿元，尚未使用的授信额度 1597.27 亿元（其中政策性银行和中农工建交邮等六行剩余可使用占比约 66.76%），具有较强的后续信贷融资能力。此外，近年来公司公开市场发债较为通畅，2024 年 4 月再度获批注册 DF1，且发行利率较可控。

¹⁵ 系公司作为政府出资人的 PPP 项目，实际不参与项目建设。

调整因素

1. ESG 因素

该公司设股东会，由贵州省国资委、茅台集团、贵州金控和黔晟国资组成，行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。公司设立党委，设党委书记 1 名。公司设立董事会，董事会是公司的决策机构，对股东会负责，董事会成员 9 名，由省国资委推荐 7 名，茅台集团推荐 1 名，职工董事 1 名，贵州金控和黔晟国资不参与公司日常生产经营管理。董事会设董事长 1 名，副董事长 1 名，由股东会根据上级组织提名意见进行推荐并由董事会选举产生，职工董事由职工（代表）大会民主选举产生或更换。公司设监事会，由 5 名监事组成，其中省国资委推荐 3 名，职工监事 2 名；监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生；监事会中职工代表由企业职工（代表）大会民主选举产生。公司设总经理 1 名，副总经理等其他高级管理人员数名，由董事会聘任或者解聘，对董事会负责。2024 年 4 月，根据相关文件及公司有关会议决定，公司董监高人员有所变动，张胤不再担任公司副董事长及总经理职务，公司职工监事变更为邓婷蓝，公司职工董事变更为刘明学。截至 2025 年 3 月末，公司党委书记兼董事长 1 名，其他董事 5 名（包括职工董事 1 名）；监事 4 名均已到位。此外根据公司 2025 年 6 月 12 日发布的《关于总经理发生变动的公告》，根据黔府任[2025]21 号文件，经公司第四届董事会 2025 年第十次会议审议通过，陈虎同志任公司总经理职务。

2. 表外因素

截至 2025 年 3 月末，该公司对外担保余额 3.58 亿元，担保比率为 0.27%，被担保单位为贵州省港航集团有限公司（简称“贵州港航”，原名贵州省航电开发投资公司），该担保由贵州港航以都柳大融航电枢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。根据公司审计报告披露，截至 2024 年末公司涉及重大未决诉讼 4 起，涉诉金额 7.46 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，持续关注诉讼进展。

3. 其他因素

该公司关联交易主要体现为商品及劳务购销和关联资金往来。2024 年公司向关联方销售商品、提供劳务合计 0.19 亿元，采购商品、接受劳务合计 0.16 亿元；同期末应收关联方款项余额为 3.46 亿元，主要包括应收联营企业毕节市双山农村标准医疗投资有限公司（简称“毕节医疗”）款项余额 2.21 亿元，应付关联方款项余额 3.86 亿元，主要系应付子公司股东毕节市交通建设集团有限责任公司（简称“毕节交通”）款项余额 3.32 亿元。

根据该公司提供的 2025 年 5 月 28 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¹⁶和 3 条民事判决记录¹⁷，暂无其他信用不良行为。根据 2025 年 5 月 28 日国家企业信用信息公示系统、国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台查询结果，三年一期内暂未发现本部、贵阳城发及贵州高投¹⁸存在严重异常情况。

外部支持

该公司是贵州省高速公路建设、投融资及运营的重要主体，承担着区域内高速高等级公路的融资、建设、经营和管理等重要职能，对地方政府经济、社会目标的实现，及地区政策的执行起着非常重要的作用；公司控股股东和实际控制人为贵州省国资委，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，与地方政府的关系紧密程度极强。

¹⁶（2022）黔 26 民终 446 号，截至 2022 年 8 月 3 日已执行完毕。

¹⁷（2021）黔 0502 民初 21769 号买卖合同纠纷、（2021）黔民初 21 号建设工程施工合同纠纷、（2019）黔 2624 民初 584 号建设工程施工合同纠纷。

¹⁸ 贵州高投因未依照《企业信息公示暂行条例》第八条规定的期限公示年度报告，于 2024 年 7 月 1 日被贵州省市场监督管理局列入经营异常名录，并于当年 7 月 18 日被移除名单。

图表 21. 外部支持形式

方式	支持内容
项目（含 PPP 参股项目）财政资金拨付	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 年公司获得高速公路资本金拨付 18.69 亿元，其中中央车购税 18.69 亿元，均为安盘高速项目；省级财政资金 5.68 亿元；国有资本收益 1.00 亿元； 2024 年公司获得高速公路资本金拨付 38.95 亿元，其中中央车购税 35.01 亿元，包括贵平高速项目 27.55 亿元、安盘高速项目 7.41 亿元、天会高速项目 0.03 亿元等；省级财政资金 2.43 亿元；其他 1.5 亿元； 2025 年第一季度公司获得高速公路资本金拨付 8.44 亿元，其中中央车购税 6.45 亿元，包括安盘高速项目 3 亿元、贵平高速项目 3 亿元等；省级财政资金 1.99 亿元。
政府债务置换	2017 年 12 月，贵州省政府、公司及银行各方协商，以政府发行定向债置换公司部分高成本债务，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%）。2023 年公司与国开行开展融资再安排业务，上述尚未到期地方政府债券（216.27 亿元，贷款利率 3.8%）均纳入，截至 2025 年 3 月末余额 133.76 亿元（将于 2025 年和 2028 年到期）。
取消政府收费还贷二级公路收费补贴	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 2025 年 3 月末公司共收到取消收费二级公路补助资金 74.83 亿元，其中中央补助资金 54.00 亿元，地方政府补助资金 20.83 亿元，尚有 15.17 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。
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交通发展基金，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 2025 年 3 月末交通发展基金注册资本为 264.61 亿元（已到位 141.92 亿元），其中公司出资到位 50.52 亿元（含省级财政交通建设专项资金 22.63 亿元、自筹资金 27.89 亿元），贵州交建出资 72.60 亿元（已到位），贵州公开出资到位 14.83 亿元，贵州省交通厅出资 82.40 亿元（已到位 0.97 亿元），交通建设基金出资 3.00 亿元（已到位）。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 31.14%、27.44%、31.52%、8.77% 和 1.13%。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	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。2023 年公司进一步与国开行开展融资再安排，新获得国开行等银团贷款授信合计约 554.52 亿元。截至 2025 年 3 月末公司通过融资再安排业务置换贷款余额为 1658.25 亿元。

注：根据贵州高速所提供的数据整理、计算。

附带特定条款的债项跟踪分析

23 黔高 01、23 黔高 02 和 23 黔高 03：调整票面利率及回售

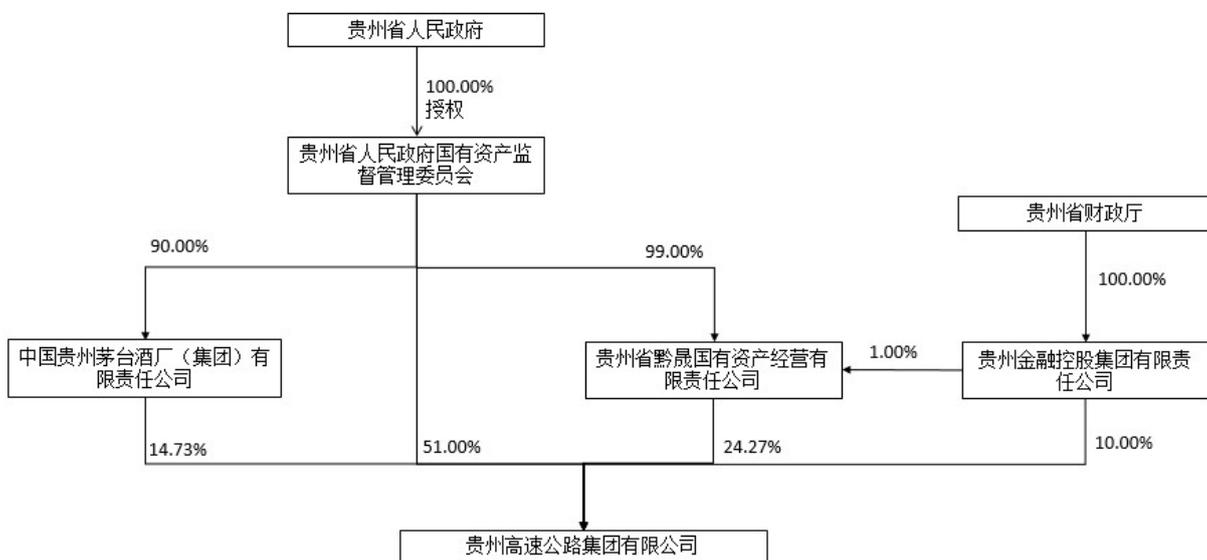
23 黔高 01、23 黔高 02 和 23 黔高 03 发行期限为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定贵州高速主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，上述债券信用等级为 AAA。

附录一：

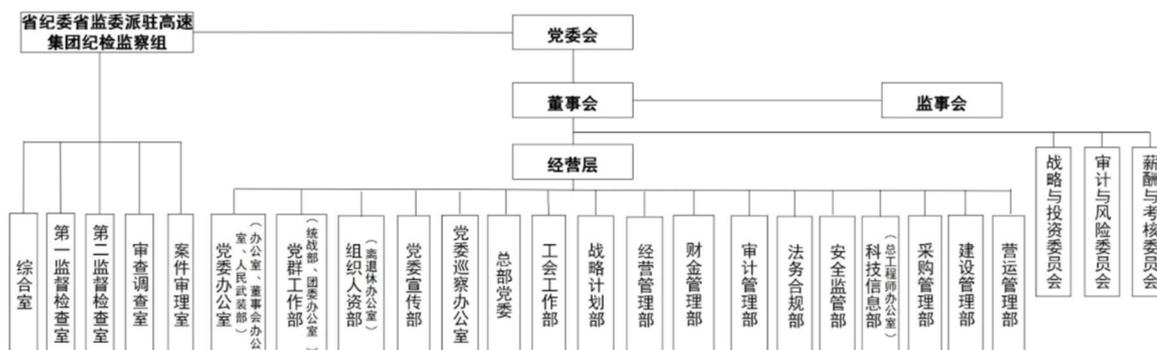
公司与实际控制人关系图



注：根据贵州高速提供的资料整理、绘制（截至 2025 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整理、绘制（截至 2025 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	2024 年 (末) 主要财务数据					备注
				总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
贵州高速公路集团有限公司	贵州高速	—	高速公路营运	4,038.42	1,142.53	128.22	1.71	99.21	母公司口径
贵州高速投资集团有限公司	贵州高投	100.00	商贸	104.89	35.16	35.15	3.09	6.08	
贵阳市城市发展投资 (集团) 股份有限公司	贵阳城发	55.09	高速公路营运	234.08	103.10	36.32	3.81	6.22	
贵州黔通智联科技股份有限公司	黔通智联	60.00	ETC 管理	29.92	10.82	6.03	0.90	3.47	
贵州交通产业发展有限公司	毕节高发	100.00	项目开发	79.08	6.18	2.95	-2.11	0.30	
贵州中南交通科技有限公司	中南交通	100.00	机电系统维护	10.10	4.87	8.20	0.54	0.18	

注：根据贵州高速提供的资料整理。

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2024 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（亿元）
广东省交通集团有限公司	4923.78	1414.30	71.28	550.71	36.33	296.28
河北交通投资集团有限公司	3547.11	825.04	76.74	368.44	0.72	91.90
河南交通投资集团有限公司	7700.22	2640.79	65.70	1074.46	51.39	126.68
贵州高速公路集团有限公司（发行人）	4433.35	1301.28	70.65	232.27	6.42	116.08

注：根据公开资料整理。

附录五：

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]	2022年	2023年	2024年	2025年 第一季度
资产总额[亿元]	4,384.42	4,385.97	4,433.35	4,449.40
货币资金[亿元]	92.07	76.20	66.85	78.36
刚性债务[亿元]	2,851.16	2,909.27	2,953.40	2,955.74
所有者权益[亿元]	1,231.16	1,256.96	1,301.28	1,311.49
营业收入[亿元]	234.41	248.43	232.27	52.16
净利润[亿元]	6.46	9.36	6.42	3.99
EBITDA[亿元]	127.41	123.12	115.73	—
经营性现金净流入量[亿元]	180.11	112.91	116.08	29.58
投资性现金净流入量[亿元]	-83.26	-79.87	-101.53	-10.81
资产负债率[%]	71.92	71.34	70.65	70.52
长短期债务比[%]	418.22	504.20	501.01	474.73
权益资本与刚性债务比率[%]	43.18	43.21	44.06	44.37
流动比率[%]	57.86	52.96	45.65	45.54
速动比率[%]	41.68	33.60	27.66	28.09
现金比率[%]	15.36	14.84	12.93	14.42
短期刚性债务现金覆盖率[%]	29.79	25.18	19.43	21.36
利息保障倍数[倍]	0.90	0.93	0.95	—
有形净值债务率[%]	260.98	253.69	243.11	241.62
担保比率[%]	0.44	0.38	0.29	0.27
毛利率[%]	43.85	49.68	51.66	60.22
营业利润率[%]	3.40	4.97	3.43	8.13
EBITDA 利润率[%]	54.35	49.56	49.82	—
总资产报酬率[%]	2.69	2.70	2.51	—
净资产收益率[%]	0.52	0.75	0.50	—
净资产收益率*[%]	0.32	0.63	0.32	—
营业收入现金率[%]	103.93	98.92	103.21	104.51
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	34.00	20.05	22.34	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	6.28	3.92	3.96	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	18.28	5.87	2.80	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.37	1.15	0.50	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.96	0.97	1.00	—
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 2022~2024 年度及未经审计的 2025 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%

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

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。

附录七：

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	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	2024年11月13日	AAA/稳定	张佳、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025年6月24日	AAA/稳定	张佳、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07）	-
债项评级 (24 贵州高速 MTN013)	历史首次评级	2024年11月3日	AAA	张佳、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025年6月24日	AAA	张佳、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07）	-
债项评级 (24 黔高 03)	历史首次评级	2024年9月2日	AAA	张佳、杨晓芬	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月24日	AAA	张佳、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07）	-
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	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024年6月3日	AAA	张佳、杨晓芬	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月24日	AAA	张佳、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07）	-
债项评级 (23 贵州高速 MTN002)	历史首次评级	2023年7月19日	AAA	张佳、林贻婧	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）	报告链接
	前次评级	2024年6月3日	AAA	张佳、杨晓芬	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月24日	AAA	张佳、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07）	-
债项评级 (23 黔高 01)	历史首次评级	2023年5月31日	AAA	张佳、林贻婧	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）	报告链接
	前次评级	2024年6月3日	AAA	张佳、杨晓芬	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月24日	AAA	张佳、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07）	-
债项评级 (23 黔高 02)	历史首次评级	2023年8月17日	AAA	张佳、林贻婧	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）	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
债项评级 (23 黔高 03)	前次评级	2024 年 6 月 3 日	AAA	张佳、杨晓芬	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） 新世纪评级方法总论（2022）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 24 日	AAA	张佳、杨晓芬	城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07） 新世纪评级方法总论（2022）	-
	历史首次评级	2023 年 10 月 10 日	AAA	张佳、林霄婧	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） 新世纪评级方法总论（2022）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 3 日	AAA	张佳、杨晓芬	城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07） 新世纪评级方法总论（2022）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 24 日	AAA	张佳、杨晓芬	城市综合运营企业评级方法与模型 FM-GG005（2024.07） 新世纪评级方法总论（2022）	-