



内部编号:2024060004

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
杨晓芬

zhangjia@shxsj.com
yangxiaofen@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.

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。

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2024）100033】

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
21 黔高 02	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 1 日
21 黔高 04	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 8 月 4 日
21 黔高 06	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 9 月 13 日
23 黔高 01	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/2024 年 6 月 3 日	/	AAA/稳定/AAA/2023 年 8 月 17 日
23 黔高 03	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	/	AAA/稳定/AAA/2023 年 10 月 10 日
21 贵州高速 MTN003	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 5 月 6 日
21 贵州高速 MTN004	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 18 日
21 贵州高速 MTN005	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 7 月 19 日
21 贵州高速 MTN007	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 8 月 18 日
22 贵州高速 MTN003	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 10 月 12 日
23 贵州高速 MTN001	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	/	AAA/稳定/AAA/2023 年 5 月 29 日
23 贵州高速 MTN002	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 3 日	/	AAA/稳定/AAA/2023 年 7 月 19 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。
- 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；2023 年公司自身经营能力相对改善，对外补贴依赖度有所减弱，仍需关注经营改善的持续性。
- 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，关注债务循环压力。
- 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。

评级结论

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；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，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
发行人母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	163.11	62.70	41.66	59.45
刚性债务 (亿元)	2731.43	2662.83	2727.44	2753.63
所有者权益 (亿元)	1109.57	1082.47	1101.85	1113.91
经营性现金净流入量 (亿元)	-4.49	203.48	83.14	17.60
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	4437.88	4384.42	4385.97	4424.38
总负债 (亿元)	3182.75	3153.26	3129.02	3154.28
刚性债务 (亿元)	2889.16	2851.16	2909.27	2948.13
所有者权益 (亿元)	1255.13	1231.16	1256.96	1270.10
营业收入 (亿元)	220.40	234.41	248.43	63.04
净利润 (亿元)	2.99	6.46	9.36	3.30
经营性现金净流入量 (亿元)	94.98	180.11	112.91	17.64
EBITDA (亿元)	121.19	127.41	123.12	—
资产负债率[%]	71.72	71.92	71.34	71.29
长短期债务比[%]	605.58	418.22	504.20	514.56
短期刚性债务现金覆盖率[%]	118.70	29.79	25.18	30.57
EBITDA/利息支出[倍]	0.85	0.96	0.97	—
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 2021-2023 年及未经审计的 2024 年前三季度财务数据整理、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 ⁺
	调整因素	合计调整
		0
		其中：①ESG 因素
		0
		②表外因素
		0
		③业务持续性
		0
		④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)

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。

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 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 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 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、贵州高速公路集团有限公司 2023 年度第一期中期票据和贵州高速公路集团有限公司 2023 年度第二期中期票据（分别简称“21 黔高 02”、“21 黔高 04”、“21 黔高 06”、“23 黔高 01”、“23 黔高 02”、“23 黔高 03”、“21 贵州高速 MTN003”、“21 贵州高速 MTN004”、“21 贵州高速 MTN005”、“21 贵州高速 MTN007”、“22 贵州高速 MTN003”、“23 贵州高速 MTN001”和“23 贵州高速 MTN002”）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 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对贵州高速的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2020 年 5 月，该公司先后多次在中国银行间债券市场交易商协会注册中期票据，并于 2021 年 5 月至 8 月先后发行了“21 贵州高速 MTN003”、“21 贵州高速 MTN004”、“21 贵州高速 MTN005”和“21 贵州高速 MTN007”，发行规模均为 10.00 亿元，期限均为 3 年，募集资金均用于偿还到期债务。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、2023 年 6 月和 2023 年 8 月，公司分别发行了“22 贵州高速 MTN003”、“23 贵州高速 MTN001”和“23 贵州高速 MTN002”，发行规模分别为 10.00 亿元、10.00 亿元和 6.00 亿元，期限分别为 3 年、2 年和 2 年，募集资金均用于偿还到期债务。

2020 年 6 月，该公司在上海证券交易所注册了 80 亿元公司债券发行额度。2021 年 6 月、8 月和 9 月，公司分别发行了“21 黔高 02”、“21 黔高 04”和“21 黔高 06”，发行规模分别为 15.00 亿元、5.00 亿元和 10.00 亿元，期限分别为 3 年、5（3+2）年和 5（3+2）年，募集资金均用于偿还到期债务，“21 黔高 04”和“21 黔高 06”附发行人调整利率选择权和投资者回售选择权。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 月和 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。

数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年财务报表及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021-2023 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。

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。

2021 年末，该公司合并范围内二级子公司较上年末新增 1 家，系贵州高速投资集团有限公司（简称“贵州高投”）将贵州西南高速投资有限公司（简称“西南高速”）无偿划转至公司，西南高速由三级子公司变更为二级子公司；2022 年末，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 3 月末，公司合并报表范围较上年末无变化。整体来看合并范围变化对公司财务状况影响较小，公司最近三年一期财务数据具有可比性。

业务

我国收费公路行业仍依托资产和资本因素驱动发展，高投资和相对稳定的现金流依旧是行业特性；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、建材销售和商品房销售等业务，进一步补充收入来源。资本支出方面，公司控股高速公路集中投建期已过，项目渐次完工收尾，短期内控股路段投资支出压力较前期有所缓和。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

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；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。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。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

（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 年国内出行政策优化，公众出行能力和意愿提升，行业收费状

况改善，支持行业长期发展的供需关系仍将保障行业稳健运行。

预计 2024 年我国收费公路运输需求和行业现金流仍将保持相对规模，其中货运市场还需进一步观察经贸形势和有效需求；基于“十四五规划”安排，行业仍将维持高负债高投资运行态势，需持续关注经济薄弱地区的债务循环压力、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：《2023 年交通基础设施行业信用回顾与 2024 年展望》。

（3）区域因素

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；2023 年末常住人口 3865 万人，城镇化率 55.94%。

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。2022 年 1 月，国务院发布《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》，为贵州省明确了新的战略定位和发展目标。2021-2023 年贵州省地区生产总值分别为 19586.42 亿元、20164.58 亿元和 20913.25 亿元，同比增幅分别为 8.1%、1.2%和 4.9%，其中 2023 年第一产业增加值 2894.28 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 7311.44 亿元，同比增长 4.4%；第三产业增加值 10707.53 亿元，同比增长 5.5%，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。

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、腾讯七星洞库式数据中心、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，新兴产业发展具备一定潜力。

图表 1. 贵州省主要经济数据（单位：%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 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）	19458.60	8.1	20164.58	1.2	20913.25	4.9	5178.81	5.5
人均地区生产总值（元）	50476	--	52321	--	54172	--	--	--
人均地区生产总值倍数（倍）	0.62	--	0.61	--	0.61	--	--	--
固定资产投资（不含农户，亿元）	--	-3.1	--	-5.1	--	-5.7	--	3.1
规上工业增加值（亿元）	--	12.9	--	-0.5	--	5.9	--	9.1
社会消费品零售总额（亿元）	8904.27	13.7	8507.14	-4.5	--	5.9	--	8.2
进出口总额（亿元）	653.94	19.7	801.24	22.5	759.79	11.5	--	--
房地产开发投资（亿元）	3383.06	-1.0	2403.69	-28.9	1188.31	-19.8	277.61	-3.8
房屋施工面积（万平方米）	28749.89	6.8	26256.24	-8.7	24784.55	-5.5	20908.13	-10.6
房屋竣工面积（万平方米）	916.35	6.3	966.78	5.5	1579.10	64.0	173.42	-2.3
房屋销售面积（万平方米）	5585.99	0.6	3847.01	-31.1	2214.68	-5.6	585.75	-14.0

资料来源：贵州省统计局

近年来，贵州省房地产市场景气度不高，投资持续缩减，去化缓慢；省内土地出让额为政府性基金收入提供支撑，但区域内土地市场行情低迷，成交总量和总价持续缩减。

图表 2. 近年来贵州省土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
土地出让总面积（万平方米）	12667.04	10286.32	7715.37
其中：住宅用地	2467.49	1413.63	2069.44
综合用地（含住宅）	1824.97	670.51	115.24
商业/办公用地	2653.20	1621.59	1391.54
工业用地	5208.23	5967.72	3508.23
其它用地	513.14	612.87	630.92

指标	2021 年	2022 年	2023 年
土地出让总价（亿元）	1923.83	1111.15	990.23
其中：住宅用地	488.75	395.65	493.09
综合用地（含住宅）	745.88	148.20	57.81
商业/办公用地	481.21	279.67	270.49
工业用地	168.39	217.70	133.16
其它用地	39.61	69.93	35.69
土地出让均价（元/平方米）	1533	1080	1283
其中：住宅用地	1987	2799	2383
综合用地（含住宅）	4087	2210	5016
商业/办公用地	1876	1725	1944
工业用地	325	365	380
其它用地	772	1141	566

资料来源：CREIS

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。2021-2023 年全省一般公共预算自给率分别为 35.23%、32.24% 和 33.50%，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。

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。2021-2023 年，贵州省政府性基金预算自给率分别为 88.85%、88.26%和 97.37%，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。2021-2023 年末贵州省政府债务余额分别为 11872.29 亿元、12472.85 亿元和 15124.69 亿元，广义债务率分别为 353.13%、363.10%和 362.83%，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 3. 贵州省主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
一般公共预算收入	1969.39	1886.41	2078.25	572.72
其中：税收收入	1177.15	1021.76	1221.75	339.47
一般公共预算支出	5590.01	5851.36	6202.83	1700.85
一般公共预算自给率（%）	35.23	32.24	33.50	33.67
政府性基金预算收入	2380.70	2041.26	2282.04	--
其中：国有土地使用权出让收入	2107.41	1949.55	1921.67	--
政府性基金预算支出	2679.40	2312.86	2343.56	--
政府性基金预算自给率（%）	88.85	88.26	97.37	--
年末地方政府债务余额	11872.29	12472.85	15124.69	--

资料来源：贵州省财政厅

“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，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。2023 年贵州省公路水路固定资产投资完成 1150 亿元，建成高速公路项目 4 个 452 公里；新增省际通道 2 个达 27 个；改造普通国道 103 公里、普通省道及农村公路 504 公里。截至 2023 年末全省公路通车里程 21.98 万公里，年末高速公路通车里程达 8784 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，2024 年将加快构建和完善综合交通设施网络、运输服务、行业治理“三大体系”，确保完成公路水运固定资产投资 800 亿元以上，建成高速公路项目（路段）250 公里，全省高速公路通车里程突破 9000 公里。

2023 年 8 月，贵州省发改委印发《贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，提出到 2025 年高速公路通车里程达到 9000 公里以上；实施国省干线升级改造工程，逐步提高国省干线道路等级，到 2025 年改造国省干线 3100 公里，实现普通国道二级及以上公路比重达到 90%以上；实施县乡公路路面改善提升工程，力争乡镇通二级公路比例达到 65%以上。

2. 业务运营

（1）业务范围与地位

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。2013 年，公司被正式纳入贵州省政府下属八大国有投资公司范畴，进一步明确了公司系全省重点公路及其他交通基础设施项目的资本运营平台和建设经营管理主体的经营定位，整体来看公司在省内具有核心业务地位。

（2）经营规模

该公司资产以收费公路及桥涵等为主，2021-2023 年末及 2024 年 3 月末总资产分别为 4437.88 亿元、4384.42 亿元、4385.97 亿元和 4424.38 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、4099.12 公里、4208.30 公里和 4208.30 公里，其中 2024 年 3 月末控股路产通车里程占 2023 年末全省高速公路通车总里程的 47.91%。

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，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、建材销售和商品房销售等，亦为收入提供有效补充。2021-2023 年及 2024 年第一季度，营业收入分别为 220.40 亿元、234.41 亿元、248.43 亿元和 63.04 亿元，其中通行费占营业收入的比重在 50-65%。

图表 4. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2021 年（末）		2022 年（末）		2023 年（末）		2024 年 第一季度（末）		2023 年 第一季度（末）	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	4437.88	-	4384.42	-	4385.97	-	4424.38	-	4434.95	-
营业收入	220.40	100.00	234.41	100.00	248.43	100.00	63.04	100.00	55.92	100.00
其中：车辆通行费	118.88	53.94	118.18	50.42	124.99	50.31	39.62	62.84	36.30	70.01
商品销售	44.40	20.14	66.89	28.53	45.75	18.42	9.64	15.29	8.28	15.97
油品销售	14.15	6.42	19.14	8.16	23.76	9.57	7.10	11.26	6.64	12.81
建材销售	24.07	10.92	6.22	2.65	4.81	1.94	0.77	1.22	0.25	0.48
商品房销售	1.34	0.61	8.99	3.84	7.75	3.12	0.54	0.85	0.38	0.74
其他	17.56	7.97	14.99	6.40	41.36	16.65	5.38	8.53	4.07	7.27

注：根据贵州高速所提供资料整理。

A. 收费公路投资与经营

路产规模及效益

图表 5. 截至 2024 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
	贵阳东北绕城公路	市政公路	原 1998-2024；现停止收费 ¹	0.00
	贵新公路	收费还贷	2000-2025 ²	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	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

¹ 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。

² 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。

所属干线	公路名称	公路类型	收费年限	通车（收费）里程
	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
合计	—	—	—	4208.30

注：根据贵州高速所提供资料整理。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司通行费收入（含试运行路段）分别为 123.41 亿元、118.18 亿元、124.99 亿元和 39.62 亿元，年度间单公里通行费收入分别为 301.06 万元、288.32 万元和 297.00 万元，低于全国平均收费水平。2023 年随着国内出行政策优化，公众出行能力和意愿提升，公司控股路段通行费有所恢复。

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。2021-2023 年 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 30.71 亿元、27.72 亿元和 28.98 亿元，路产单公里年通行收入分别为 603 万元、508 万元和 469

万元，近年来路产收益水平持续下降，其中 2022 年主要受出行限制影响车流量，2023 年主要系重遵扩容公路开始试运营车流量仍处培育期所致。

除上述兰海高速所属路段，该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）等路产质量也优质，2023 年单公里年通行费收入均在 600 万元以上，分别达 853 万元、739 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，主要系公众出行能力及意愿提升，加之周边省份高速公路陆续通车带动车流量增长；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同比下滑，包括板江公路、茅台公路和绕城公路。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 6. 公司主要路段（含试运行）通行费收入³（单位：万元）

序号	高速路段	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度	备注
1	贵新公路	59266.64	43280.37	42653.00	12776.63	16779.38	
2	崇遵公路	65372.40	63680.26	69435.56	15825.68	20028.03	
3	玉凯公路	61170.76	56156.70	57568.34	17843.07	18292.86	含玉三、三凯公路
4	凯麻公路	15684.23	14617.83	15891.68	4905.40	4528.63	
5	清镇公路	55268.94	53293.17	62583.78	18456.82	17414.74	
6	镇胜公路	117856.62	131133.65	145154.20	40000.28	40350.18	
7	都新公路	43097.71	46404.58	50179.11	15271.63	10942.05	
8	茅台公路	29857.27	29627.77	22030.53	5851.58	6567.63	
9	麻驾公路	609.16	548.05	1141.47	167.13	195.93	
10	厦蓉公路	75811.31	78099.35	80683.82	26968.79	28301.52	含水格、格都公路
11	贵清公路	14799.12	12733.89	14352.32	4239.71	4045.31	
12	板江公路	65624.73	74741.92	40771.18	12450.94	12781.48	
13	遵毕公路	52320.83	49366.44	52863.17	17728.73	17384.89	
14	黎洛公路	6622.33	5733.72	6351.81	2318.07	2311.22	
15	铜大公路	10827.11	9328.34	9828.47	2808.34	3228.03	
16	惠兴公路	28693.17	24504.56	27472.99	12346.44	9183.77	
17	思剑公路	12567.13	11399.80	14222.27	4241.91	5114.03	
18	六镇公路	9181.00	8549.07	9291.17	3032.05	2899.44	
19	贵遵公路	74367.70	63782.28	74068.11	19310.67	21167.21	含扎南公路
20	绕城公路	65002.18	60092.64	45028.74	10781.49	11487.46	
21	水盘公路	24695.60	25245.53	27690.54	8219.99	7762.52	
22	毕威公路	30379.85	25831.73	33895.39	9476.65	8760.46	2017 年 1 月从外部转入
23	三黎公路	15860.41	15049.32	16016.00	5588.22	5928.67	
24	六六公路	16265.44	15840.65	17607.58	5601.89	5392.94	
25	驾荔公路	598.31	515.58	929.80	170.30	180.33	
26	清织公路	19876.66	15624.36	19844.25	6881.60	6013.76	2018 年 10 月正式运营
27	织纳公路	16007.27	13883.00	16152.65	6020.40	5399.39	2018 年 11 月正式运营
28	余凯公路	11162.26	10651.12	14217.76	4543.84	4336.60	2019 年 7 月正式运营
29	凯羊公路	7265.29	6577.91	8792.22	2069.87	2622.21	
30	毕生公路	21189.01	18967.74	19082.93	4827.14	5540.39	2019 年 1 月正式运营
31	望安公路	7429.09	6693.13	7096.98	2668.19	2302.34	2019 年 1 月正式运营
32	凯雷公路	3235.21	2255.79	3977.61	1300.37	857.72	2019 年 1 月正式运营
33	惠罗公路	20405.86	19421.10	22121.19	8750.39	6659.37	
34	毕都公路	63708.31	52033.51	56740.64	16436.32	16446.75	
35	贵遵扩容公路	65129.72	60799.22	77379.14	23900.89	21574.68	包含尖小公路，扩容于

³ 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 年第一季度车辆通行费收入 39.62 亿元，包括通车正式运营公路收费 36.59 亿元和已通车试运行公路车辆通行费收入 3.03 亿元。

序号	高速路段	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度	备注
							2021 年 1 月正式运营
36	六威公路	30275.40	27431.65	28908.32	9780.27	8768.72	2021 年底正式运营
37	罗望公路	6753.03	5418.19	5125.84	2356.51	1750.21	2021 年 10 月正式运营
38	都安公路	9844.80	22532.05	24291.41	16369.81	8857.14	2021 年 7 月试运营 ⁴
39	重遵扩容公路	--	--	8436.41	13908.45	382.53	2023 年 10 月试运营
-	合计	1234081.87	1181845.97	1249878.37	396196.46	372540.53	--

注：根据贵州高速所提供资料整理。

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《贵州省高速公路差异化收费实施方案》（简称“方案”）⁵，于 2023 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

目前，该公司自建（在建）收费公路项目为贵阳至黄平延伸线，公司高速公路集中投建期已过，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），短期内，公司资本支出压力缓和。

图表 7. 截至 2024 年 3 月末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	2024 年 4-12 月计划投入
贵阳至黄平延伸线 ⁶	8.30	29.32	20%	5.86	5.86	25.04	4.28

注 1：根据贵州高速所提供资料整理；注 2：PPP 参股项目信息参见财务分析（计入其他权益工具投资科目）。

B. 商品销售与油品销售

该公司商品销售业务由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，主要由贵州交通物流集团有限公司（简称“物流公司”）负责。2021-2023 年及 2024 年第一季度，商品销售业务收入分别为 44.40 亿元、66.89 亿元、45.75 亿元和 9.64 亿元（其中大宗物资销售收入分别为 14.99 亿元、37.17 亿元、29.21 亿元和 4.85 亿元），2023 年降幅一方面系茅台酒销售指标缩减，另一方面系为保持一定盈利水平主动降低市场化商品销售所致。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，2021-2023 年及 2024 年第一季度毛利率分别为 8.96%、7.73%、10.42%和 13.21%。

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

⁴ 预计 2024 年 7 月正式通车。

⁵ 详见贵州省交通厅：https://jt.guizhou.gov.cn/zwgk/zfxgk_5948492/fdzdgknr_5948495/zcwj_5948503/tfwj/202402/t20240228_83860778.html

⁶ 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。

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,2023 年和 2024 年第一季度分别新增 12 和 4 个加油站,截至 2024 年 3 月末公司合计拥有 102 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。2021-2023 年及 2024 年第一季度,油品销售业务分别实现收入 14.15 亿元、19.14 亿元、23.76 亿元和 7.10 亿元,毛利率分别为 17.30%、15.08%、14.22%和 15.45%,2023 年随着新加油站持续投运扩张,油品销售收入同比大幅增长,但因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致毛利率有所下降。

C. 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,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项目材料需求及钢材价格关联度高,2021-2023 年及 2024 年第一季度,该业务分别实现收入 24.07 亿元、6.22 亿元、4.81 亿元和 0.77 亿元,业务毛利率分别为 6.45%、11.89%、4.36%和 13.66%,近年来随着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。

D. 房地产销售

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”)。2021-2023 年及 2024 年第一季度,商品房销售收入分别为 1.34 亿元、8.99 亿元、7.75 亿元和 0.54 亿元,毛利率分别为 58.89%、20.67%、17.49%和 10.55%,其中 2021 年受宏观调控等因素影响,房地产市场遇冷,业务收入同比大幅缩减,但因利润空间较高的住宅和商业地产确认收入,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,但毛利率水平有所回落;2023 年受市场行情等因素影响收入及毛利率水平同比均下滑。

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 2024 年 3 月末项目累计投资 86.52 亿元⁷(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 2024 年 3 月末一期项目 A3、C、E1 及 E3 地块及二期项目部分楼栋尚未开发,累计回笼资金 51.42 亿元,预计 2024 年 4-12 月可回笼资金 2.21 亿元。由于周边配套建设⁸、征拆迁⁹、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 2024 年 3 月末,已投入开发成本 26.44 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 9.97 亿元。

⁷ 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。

⁸ 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。

⁹ 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 2024 年 3 月末,凯里市人民政府尚欠借款 1.5650 亿元。

图表 8. 截至 2024 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	9.53	2019.12	0.73	6.74	3.97
2B 号地块		2018.06-2023.12		15.03	10.34	4.08	待定	--	--	--
3 号地块		2018.01-2021.12		17.01	16.16	8.15	2019.1	0.64	9.39	6.00
4 号地块		2020.12-2025.12		12.99	--	4.68	待定	--	--	--
合计	32.82	--	--	65.99	43.60	26.44	--	--	16.13	9.97

注：根据贵州高速所提供资料整理。

蒙特卡尼项目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 2024 年 3 月末累计投资 7.89 亿元，累计回笼资金 5.66 亿元。二期项目占地面积 23.26 万平方米，截至 2024 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。近年来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，且目前尚未有新进展。

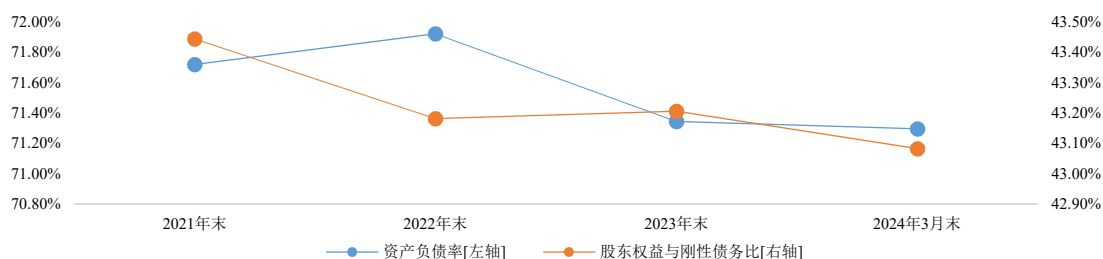
整体来看，该公司房地产业务沉淀较多资金，部分项目因土地成本沉淀、商业销售滞后，资金回笼慢，存在较大的去化压力。

财务

近年来，该公司推进投资建设高速公路项目，积聚了较大规模债务，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缓解。需关注到：以财务费用为主的期间费用仍持续侵蚀利润，公司盈利水平与政府资金支持及到位情况相关度高，2023 年自身经营能力改善，对外补贴依赖度有所减弱。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 9. 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绘制。

近年来，该公司推进投建收费公路项目，整体债务负担重，2021-2023 年末及 2024 年 3 月末资产负债率分别为 71.72%、71.92%、71.34% 和 71.29%；公司大部分债务资金投放于收费公路项目，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债偿还的周期偏长，仍有债务循环的需求，短期内负债规模和财务杠杆或仍维持较高位。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，公司股东权益与刚性债务比分别为 43.44%、43.18%、43.21% 和 43.08%，权益资本对刚性债务的覆盖程度相对较低。

(1) 资产

图表 10. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	491.45	352.08	274.28	305.86
	11.07%	8.03%	6.25%	6.91%
其中：货币资金（亿元）	192.34	92.07	76.20	95.28
应收款项（亿元）	43.16	45.11	41.83	51.33
预付款项（亿元）	15.55	11.90	11.48	9.76
其他应收款*（亿元）	101.95	93.90	34.70	39.52
存货（亿元）	93.59	86.59	88.81	90.58
其他流动资产（亿元）	38.44	16.30	13.06	13.60
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	3946.42	4032.34	4111.69	4118.52
	88.93%	91.97%	93.75%	93.09%
其中：固定资产（亿元）	3073.82	3090.02	3136.24	3136.01
在建工程（亿元）	483.54	527.27	567.47	573.34
其他权益工具投资（亿元）	183.86	193.04	227.45	229.46
长期应收款（亿元）	98.88	94.74	92.85	91.90
长期股权投资（亿元）	13.40	15.64	15.54	15.54
无形资产（亿元）	11.10	20.63	21.15	20.85
其他非流动资产（亿元）	78.61	86.14	45.97	45.50
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3605.59	3559.41	3541.14	未获取
受限资产账面余额/总资产（%）	81.25	81.18	80.74	未获取

注 1：根据贵州高速所提供数据绘制；

注 2：其他应收款*不含应收股利和应收利息；

注 3：2021 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¹⁰因尚不满足收入确认条件转列其他应收款，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。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司资产总额分别为 4437.88 亿元、4384.42 亿元、4385.97 亿元和 4424.38 亿元，以固定资产、在建工程等非流动资产为主，占比在 88-94%，资产结构符合交通基础设施投资类企业经营特征。

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。2023 年末，货币资金较上年末下降 17.24%至 76.20 亿元，主要系现金利息支付、固定资产及在建工程等投建进度等影响，其中受限货币资金 2.65 亿元，可动用货币资金相对充裕；应收账款 41.83 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 17.06 亿元、应收贵州铝兴新型材料有限公司 1.84 亿元；预付账款 11.48 亿元，主要为商品销售业务预付货款及预付工程款等；其他应收款*（剔除后）34.70，主要为应收凯里市房地产业事业发展管理局的保证金 1.98 亿元、应收贵州黔中高速公路开发有限公司等的单位往来款等，较上年末减少 63.04%系前期垫付的县乡公路改造资金进行结算所致；存货 88.81 亿元，主要由开发成本 26.92 亿元、已完工开发产品 26.83 亿元和产成品（库存商品）18.47 亿元等构成，为房地产项目相关成本，较上年末增长主要系产成品（库存商品）增加所致；其他流动资产 13.06 亿元，主要为待抵扣进项税额和结构性存款及理财产品。截至 2024 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 25.05%至 95.28 亿元，系新增银行借款所致；应收账款较上年末增长 22.72%至 51.33 亿元，系通行费收入拆分及拨付进度影响所致。

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。2023 年末，固定资产 3136.24 亿元，主要为公路及桥涵 2921.77 亿元，较上年末增幅系将位于贵阳市花溪区的 57 宗土地使用权（账面原值 31.49 亿元，系政府划拨的市政用地，仅可用于融资抵押）由其他非流动资产科目转入所致。同期末在建工程 567.47 亿元，主要为都安公路、重遵扩容工程、贵阳至黄平延伸线项目合计 546.92 亿元，较上年末增幅主要系上述项目建设投入增加所致。其他权益工具投资 227.45 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金沙经仁怀至桐梓高速公路、安顺至盘州（黔滇界）高速公路、贵阳至黄平高速公路等项目投资所致；此外，子公司贵阳城发原持有中天金融集团股份有限公司（简称“中天金融”）股票 3.28 亿股，中天金融股票价格因重大经营风险存在

¹⁰ 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省公路开发集团有限公司（简称“贵州公开司”，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。

进一步下跌的可能及退市风险，贵阳城发于 2023 年 4 月通过证券交易系统以实时竞价交易方式减持全部股票，致投资亏损 3.69 亿元。长期应收款 92.85 亿元，主要为代建项目应收款 87.98 亿元、BT 项目应收款 4.72 亿元及销售商品应收款项 1.20 亿元（含一年内到期部分），较上年末变化不大；无形资产 21.15 亿元，主要包括特许经营权 15.64 亿元和土地使用权 4.40 亿元，较上年末小幅增长主要系特许经营权（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下降 46.63%至 45.97 亿元，主要包括预付工程、设备款 45.03 亿元，较上年末降幅主要系因上述土地使用转出所致；长期股权投资 15.54 亿元，主要为对贵州贵安高速公路有限公司¹¹（简称“贵安高速”，公司持股 16.01%）的投资 2.58 亿元等联营企业的投资。截至 2024 年 3 月末，非流动资产构成较上年末暂无重大变化。

图表 11. 截至 2024 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	20%	21.08	13.05	98.44	在建
剑河至黎平高速公路	75.05	132.28	25%	9.73	7.77	129.75	在建
金沙经仁怀至桐梓高速公路	104.89	184.13	25%	13.04	11.29	177.31	在建
纳雍至赫章高速公路	56.64	89.68	25%	13.04	5.08	64.51	在建
桐梓至新蒲	73.50	124.49	25%	9.29	5.70	124.47	在建
安顺至盘州（黔滇界）高速公路	173.02	335.75	20%	31.67	22.24	168.47	在建
贵阳至平塘	174.02	392.09	20%	37.97	5.00	182.29	在建
威宁至围伙高速公路	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	1310.79	2372.25		222.54	156.86	1845.57	--

注 1：根据贵州高速所提供数据绘制；

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。

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 2023 年末，该公司资产因抵质押借款、保证金等受限 3541.14 亿元，受限比例 80.74%，主要包括用于质押借款的高速公路收费经营权 3485.89 亿元。

图表 12. 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

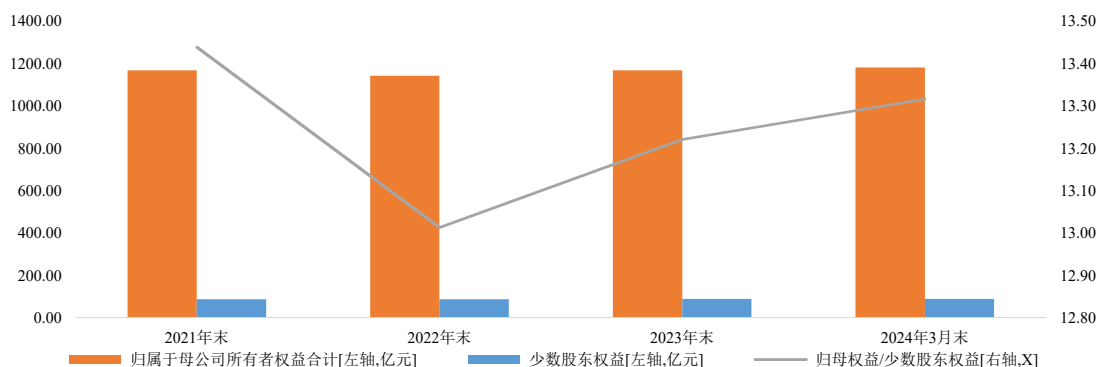
名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	2.65	3.47%	保证金及冻结资金
应收票据	0.01	0.51%	用于贴现
存货	4.42	4.98%	用于抵押借款
长期应收款	42.94	46.25%	用于质押借款
固定资产	5.23	11.37%	用于抵押借款
高速公路收费经营权	3485.89	--	用于质押借款
合计	3541.14	80.74%	--

注：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制。

¹¹ 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。

(2) 所有者权益

图表 13. 公司所有者权益构成及其变动趋势



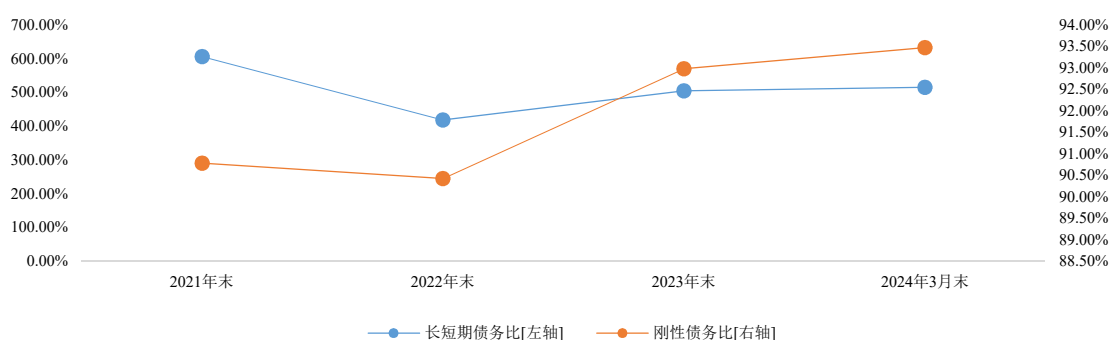
注：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 1255.13 亿元、1231.16 亿元、1256.96 亿元和 1270.10 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，权益资本稳定性高。同期末，公司实收资本均为 111.05 亿元；资本公积分别为 1049.33 亿元、1040.55 亿元¹²、1059.75 亿元和 1069.37 亿元，其中 2023 年末较上年末增幅系收到安盘高速项目中央车购税资金所致，2024 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、天会高速项目中央车购税合计 7.59 亿元，以及惠罗项目（红水河特大桥（广西境））出资款 2.00 亿元等所致。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，未分配利润余额分别为-5.67 亿元、-8.03 亿元、-2.79 亿元和 0.31 亿元，逐步完成历史补亏。同期末少数股东权益分别为 86.93 亿元、87.86 亿元、88.38 亿元和 88.72 亿元，归属于母公司所有者权益分别为 1168.20 亿元、1143.30 亿元、1168.57 亿元和 1181.39 亿元。

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

(3) 负债

图表 14. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 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，%）	2889.16	90.78	2851.16	90.42	2909.27	92.98	2948.13	93.46
应付账款（亿元，%）	128.01	4.02	125.74	3.99	120.69	3.86	109.55	3.47
合同负债（亿元，%）	17.22	0.54	6.85	0.22	6.54	0.21	11.73	0.37
其他应付款*（亿元，%）	136.37	4.28	153.99	4.88	78.38	2.50	82.82	2.63

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。

¹² 2022 年末资本公积较上年末减少，一方面因前期会计差错调整，该公司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，另一方面因归还国开基金致高速公路资本金减少 15.14 亿元。

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。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，长短期债务比分别为 605.58%、418.22%、504.20%和 514.56%，2023 年以来因债务置换、再融资安排等影响债务期限趋于长期。从具体构成来看，负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和合同负债等构成，2023 年末应付账款余额 120.69 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。其他应付款*余额 78.38 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，较上年末大幅减少系前期垫付的县乡公路改造资金进行结算所致。合同负债 6.54 亿元，主要为预收商品销售和提供劳务款项，较上年末变化不大。截至 2024 年 3 月末，负债结构较上年末无重大变化。

图表 15. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
短期刚性债务合计	162.98	313.80	305.10	314.29
其中：短期借款	39.45	47.46	99.31	101.59
应付票据	4.95	1.85	6.80	4.96
一年内到期的长期借款	37.53	147.89	53.33	53.62
其他短期刚性债务	81.05	116.60	145.67	154.12
中长期刚性债务合计	2726.18	2537.36	2604.17	2633.84
其中：长期借款	2410.63	2266.58	2403.93	2435.83
应付债券	190.00	155.03	97.22	96.03
其他中长期刚性债务	125.54	115.76	103.02	101.98
综合融资成本（年化，%）	5.00	4.62	4.40	3.99

注 1：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制（四舍五入存在尾差）；

注 2：2021-2023 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〕；2024 年 3 月末根据企业提供融资台账计算所得，综合融资成本=年利率*债务余额/总债务余额。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 2889.16 亿元、2851.16 亿元、2909.27 亿元和 2948.13 亿元，占负债比重约 90%，且以中长期为主，2023 年末中长期刚性债务余额 2604.17 亿元，其中长期借款 2403.93 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 2162.88 亿元和贵州省财政厅转贷款 166.42 亿元；应付债券 97.22 亿元，截至 2024 年 5 月 10 日存续债券票面利率 2.75-3.92%；其他中长期刚性债务 103.02 亿元，包括以高速公路资产所筹融资租赁款 51.31 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，2023 年末该公司银行借款合计 2556.56 亿元，其中质押借款 2162.89 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 166.42 亿元为贵州省财政厅转贷款¹³，系 2018 年贵州省政府置换公司存量债务形成，2023 年末余额较上年末减少系当期公司与国开行进一步开展融资再安排业务置换所致。

图表 16. 2023 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	0.01	2162.89	2162.89
抵押借款	0.40	2.66	3.06
保证借款	--	7.61	7.61
信用借款	98.90	117.67	216.57
其他借款	--	166.42	166.42
合计	99.31	2457.25	2556.56

注：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制（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 2024 年 3 月末公司本部银行借款利率区间为 2.70-4.55%，下属子公司银行借款利率区间为 2.45-5.55%，公开市场发债利率也较可控。

¹³ 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. 截至 2024 年 5 月 10 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	当期票面利率	发行期限	到期日
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（3+2）	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（3+2）	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 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
23 贵州高速 MTN001	2023-06-21	10.00	10.00	3.70	2	2025-06-21
23 贵州高速 CP001	2023-06-29	10.00	10.00	2.99	1	2024-06-29
23 黔高 01	2023-08-10	10.00	10.00	3.48	3（2+1）	2026-08-10
23 贵州高速 MTN003	2023-08-17	10.00	10.00	3.27	2	2025-08-17
23 贵州高速 MTN002	2023-08-28	6.00	6.00	3.00	2	2025-08-28
23 黔高 02	2023-09-20	10.00	10.00	3.43	3（2+1）	2026-09-20
23 黔高 03	2023-10-25	20.00	20.00	3.50	3（2+1）	2026-10-25
24 黔高 01	2024-04-19	15.00	15.00	2.76	5	2029-04-19
24 贵州高速 MTN001	2024-04-26	10.00	10.00	2.75	5	2029-04-26
24 贵州高速 CP001	2024-05-10	10.00	10.00	2.24	1	2025-05-10
合计	—	241.00	241.00	—	—	—

注：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制。

2. 偿债能力

（1）现金流量

图表 18. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额	94.98	180.11	112.91	17.64	9.73
其中：业务现金收支净额	76.47	95.26	100.37	23.64	5.53
投资环节产生的现金流量净额	-113.09	-83.26	-79.87	-14.12	-29.06
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	-81.12	-67.84	-42.93	-12.31	-15.04
投资支付的现金	-33.69	-21.27	-39.68	-2.03	-14.06
筹资环节产生的现金流量净额	11.11	-196.54	-48.90	15.56	28.31

注：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制。

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，2021-2023 年及 2024 年第一季度营业收入现金率分别为 108.21%、103.93%、98.92%和 100.43%。2021-2023 年及 2024 年第一季度业务收支净额分别为 76.47 亿元、95.26 亿元、100.37 亿元和 23.64 亿元，2023 年以来随着公众出行能力和意愿恢复，公司控股路产车流量和通行费收入有所增长，带动整体业务收支净额增长。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，2021-2023 年及 2024 年第一季度其他因素现金收支净额分别为 18.51 亿元、84.85 亿元、12.54 亿元和-6.00 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。

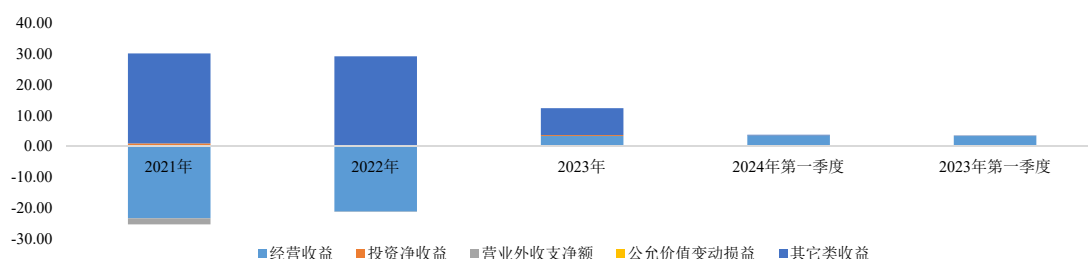
该公司投资性支出主要体现为高速公路建设等资本性支出，以及通过 PPP 模式对参股高速项目投资。2021-2023

年及 2024 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 81.12 亿元、67.84 亿元、42.93 亿元和 12.31 亿元，同期投资支付的现金分别为 33.69 亿元、21.27 亿元、39.68 亿元和 2.03 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，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，近年来投资支出缩减，投融资压力较前期有所减轻。

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，2021-2023 年及 2024 年第一季度筹资活动产生的现金流量净额分别为 11.11 亿元、-196.54 亿元、-48.90 亿元和 15.56 亿元，其中吸收投资收到的现金分别为 65.99 亿元、2.60 亿元、18.72 亿元和 7.69 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，2023 年收到现金为安盘高速项目¹⁴建设资金，2024 年第一季度收到现金为贵平高速项目（5.00 亿元）、安盘高速项目（2.56 亿元）和天会高速项目（0.03 亿元）建设资金。同时，公司利息支付压力较大，2021-2023 年及 2024 年第一季度分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 135.34 亿元、130.80 亿元、125.15 亿元和 26.82 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 83.78 亿元、-67.71 亿元、59.15 亿元和 34.79 亿元。

（2）盈利

图表 19. 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。

近年来该公司盈利仍较大程度上依赖于政府补助等非经营收益，2023 年以来经营收益由亏转盈，亦对盈利形成一定补充。2021-2023 年及 2024 年第一季度经营收益分别为-23.47 亿元、-21.22 亿元、3.32 亿元和 3.51 亿元，2023 年以来受益于公众出行能力及意愿提升带动通行费收入增长，多元化业务贡献增量利润，加之融资成本持续控制，经营收益由亏转盈。2021-2023 年及 2024 年第一季度毛利分别为 97.89 亿元、102.79 亿元、123.43 亿元和 35.99 亿元，综合毛利率分别为 44.42%、43.85%、49.68%和 57.08%，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，该业务系公司主要盈利来源，此外多元化业务亦为盈利提供一定补充但相对有限。

该公司期间费用规模较大且以财务费用为主，对盈利水平产生侵蚀影响。2021-2023 年及 2024 年第一季度期间费用分别为 118.27 亿元、121.86 亿元、117.09 亿元和 32.15 亿元，期间费用率分别为 53.66%、51.99%、47.13%和 50.99%。其中财务费用分别为 108.76 亿元、109.96 亿元、104.79 亿元和 29.50 亿元，随着在建高速公路项目转固后利息进行费用化，财务费用规模维持在较高水平。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产生较大规模的利息支出，2021-2023 年利息支出（包括费用化和资本化利息支出）合计分别为 142.22 亿元、132.71 亿元和 126.86 亿元，含试运营路产通行费收入分别为 123.41 亿元、118.18 亿元和 124.99 亿元，含试运营路产通行费收入对利息的覆盖倍数分别为 0.87 倍、0.89 倍和 0.99 倍，其中 2023 年覆盖力度有所提升。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	220.40	234.41	248.43	63.04	55.92
毛利润（亿元）	97.89	102.79	123.43	35.99	31.81
其中：通行费业务（亿元）	81.69	83.98	96.66	31.58	27.75

¹⁴ 系公司作为政府出资人的 PPP 项目，实际不参与项目建设。

公司营业利润结构	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
建材销售（亿元）	1.55	0.74	0.21	0.11	0.01
销售商品（亿元）	3.98	5.17	4.77	1.27	0.86
销售油品（亿元）	2.45	2.89	3.38	1.10	0.82
商品房销售（亿元）	0.79	1.86	1.35	0.06	0.09
其他（亿元）	7.43	8.16	17.05	1.88	2.29
综合毛利率（%）	44.42	43.85	49.68	57.08	56.89
其中：通行费业务（%）	68.72	71.06	77.34	79.71	76.43
建材销售（%）	6.45	11.89	4.36	13.66	5.11
销售商品（%）	8.96	7.73	10.42	13.21	10.43
销售油品（%）	17.30	15.08	14.22	15.45	12.31
商品房销售（%）	58.89	20.67	17.49	10.55	22.19
其他（%）	42.31	54.40	41.22	34.90	56.27
期间费用率（%）	53.66	51.99	47.13	50.99	50.44
其中：财务费用率（%）	49.35	46.91	42.18	46.80	46.62
全年利息支出总额（亿元）	142.22	132.71	126.86	--	--
其中：资本化利息数额（亿元）	31.90	21.75	20.42	--	--
通行费收入（利润表）	118.88	118.18	124.99	--	--
通行费收入（含试运行路产）	123.41	118.18	124.99	--	--
通行费收入（含试运行）对利息的覆盖倍数[%]	86.78	89.05	98.53	--	--

注：根据贵州高速所提供的数据整理、绘制。

该公司盈利较大程度上依赖于政府补助等非经营收益，2021-2023 年及 2024 年第一季度其他收益分别为 29.27 亿元、28.82 亿元、8.74 亿元和 0.16 亿元，主要为政府补助，2023 年主要包括贵州省交通运输厅省级财政补助资金 5.68 亿元、取消政府还贷二级公路收费省级补助资金 1.60 亿元及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”）拨付的补助资金 1.00 亿元。2021-2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现净利润 2.99 亿元、6.46 亿元、9.36 亿元和 3.30 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，2023 年自身经营能力改善，对外补贴依赖度有所减弱。

（3）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，2021-2023 年分别为 121.19 亿元、127.41 亿元和 123.12 亿元，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。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，短期刚性债务现金覆盖率分别为 118.70%、29.79%、25.18%和 30.57%，2022 年以来因债务集中性临期或偿付，短期刚性债务维持在较大规模，现金类资产对短期刚性债务的保障程度下降。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支撑。

图表 21. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.85	0.96	0.97	—
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(%)	18.26	34.00	20.05	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.34	6.28	3.92	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.48	18.28	5.87	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-0.64	3.37	1.15	—
流动比率（%）	108.95	57.86	52.96	59.59
现金比率（%）	42.89	15.36	14.84	18.72
短期刚性债务现金覆盖率（%）	118.70	29.79	25.18	30.57

注：根据贵州高速所提供的数据计算、绘制。

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 2024 年 3 月末，公司已获授信总额 4305.25 亿元，尚未使用的授信额度为 1200.93 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 58.88%），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，且发行利率较为可控，2024 年 4 月再度获批注册 DFI。上述融资渠道能够为公司资金周转提供较大支持。

调整因素

1. ESG 因素

目前，该公司设股东会，由贵州省国资委、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”）和贵州省黔晟国有资产经营有限责任公司（简称“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。截至 2024 年 4 月末，公司党委书记兼董事长 1 名；董事 5 名，包括职工董事 1 名；监事 4 名，均已到位。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。

2023 年 4 月，该公司因未批先占地收到贵州省司法厅送达的《行政处罚决定书》；12 月，公司再次因未批先占地收到绥阳县自然资源局送达的《行政处罚决定书》。

2. 表外因素

截至 2024 年 3 月末，该公司对外担保余额 4.57 亿元，担保比率为 0.36%，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。根据公司审计报告披露，截至 2023 年末公司涉及未决诉讼 6 起，涉案金额 5.16 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. 业务持续性

该公司主业为收费公路投资与运营，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 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。2023 年公司向关联方销售商品、提供劳务合计 0.15 亿元，采购商品、接受劳务合计 0.17 亿元；同期末应收关联方款项余额为 11.83 亿元，主要包括应收联营企业贵安高速款项余额 9.60 亿元，应付关联方款项余额 3.77 亿元，主要系应付子公司股东毕节市交通建设集团有限公司款项余额 3.32 亿元。

根据该公司提供的 2024 年 4 月 1 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¹⁵，暂无其他信用不良行为。根据 2024 年 5 月 13 日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台查询结果，暂未发现本部、贵阳城发及贵州高投存在严重异常情况。

¹⁵ （2022）黔 26 民终 446 号，截至 2022 年 8 月 3 日已执行完毕。

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，公司能获得项目资本金、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、银团再融资等资金筹措方面的支持。

图表 22. 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	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 年第一季度公司获得高速公路资本金拨付 7.59 亿元，均为中央车购税，包括贵平高速项目 5.00 亿元、安盘高速项目 2.56 亿元、天会高速项目 0.03 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 2024 年 3 月末余额 135.26 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	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 2024 年 3 月末公司共收到取消收费二级公路补助资金 74.33 亿元，其中中央补助资金 54.00 亿元，地方政府补助资金 20.33 亿元，尚有 15.67 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。
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”） ¹⁶ ，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 2024 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），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 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。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 2024 年 3 月末公司已通过融资再安排业务累计置换贷款 1733.34 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》；2024 年 4 月，公司再次获批注册 DFI。截至 2024 年 3 月末，公司 DFI 项下已发行多期短融及中票。

注：根据贵州高速所提供的数据计算、绘制。

¹⁶ 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。

附带特定条款的债项跟踪分析

21 黔高 04、21 黔高 06、23 黔高 01、23 黔高 02 和 23 黔高 03：调整票面利率及回售

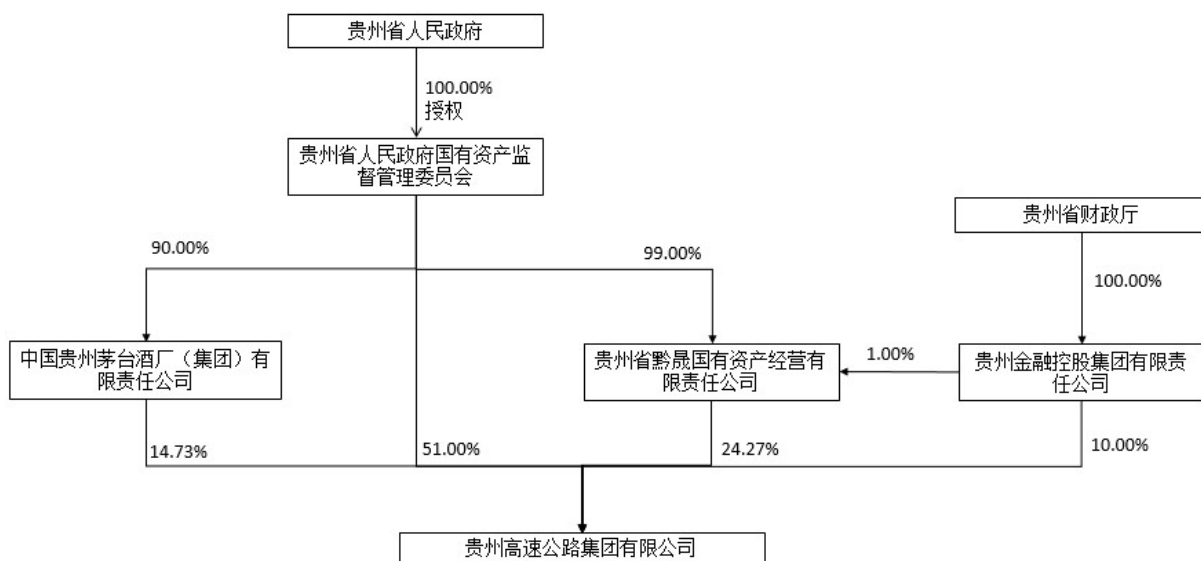
21 黔高 04 和 21 黔高 06 的发行期限均为 5 年期，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和赎回选择权，投资者回售选择权；23 黔高 01、23 黔高 02 和 23 黔高 03 发行期限为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持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。

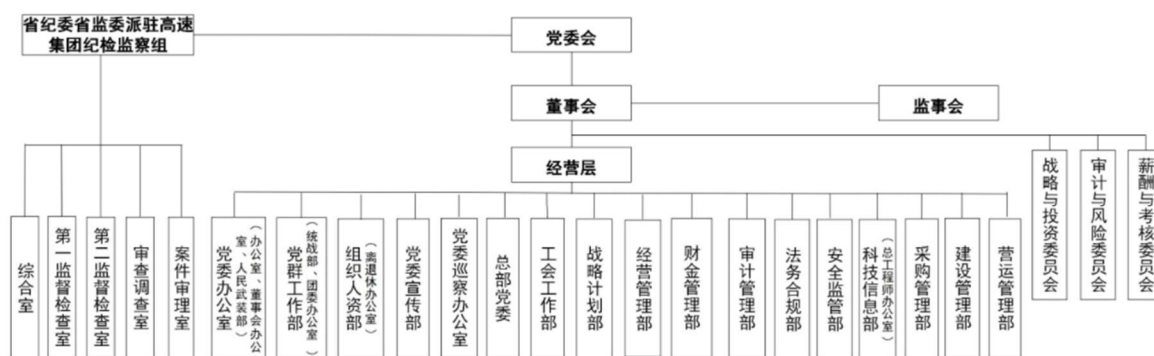
附录一：

公司与实际控制人关系图



附录二：

公司组织结构图



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	2023 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	3961.48	1101.85	123.67	0.21	83.14	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	135.49	38.37	48.80	5.89	16.22	
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	239.83	99.62	32.31	2.28	4.55	
贵州交通物流集团有限公司	物流公司	100.00	销售钢材水泥	20.32	8.85	33.60	1.46	3.00	
贵州中南交通科技有限公司	中南交通	100.00	机电系统维护	8.77	4.60	7.66	0.44	1.07	

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）	2023 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	4,850.32	1,371.24	71.73	567.47	41.05	335.38
河北交通投资集团有限公司	3,411.14	833.54	75.56	295.20	-1.91	91.65
河南交通投资集团有限公司	7,090.40	2,321.34	67.26	1,150.16	46.01	136.96
贵州高速公路集团有限公司（发行人）	4,385.97	1,256.96	71.34	248.43	9.36	112.91

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]	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
资产总额[亿元]	4,437.88	4,384.42	4,385.97	4,424.38
货币资金[亿元]	192.34	92.07	76.20	95.28
刚性债务[亿元]	2,889.16	2,851.16	2,909.27	2,948.13
所有者权益[亿元]	1,255.13	1,231.16	1,256.96	1,270.10
营业收入[亿元]	220.40	234.41	248.43	63.04
净利润[亿元]	2.99	6.46	9.36	3.30
EBITDA[亿元]	121.19	127.41	123.12	—
经营性现金净流入量[亿元]	94.98	180.11	112.91	17.64
投资性现金净流入量[亿元]	-113.09	-83.26	-79.87	-14.12
资产负债率[%]	71.72	71.92	71.34	71.29
长短期债务比[%]	605.58	418.22	504.20	514.56
权益资本与刚性债务比率[%]	43.44	43.18	43.21	43.08
流动比率[%]	108.95	57.86	52.96	59.59
速动比率[%]	84.75	41.68	33.60	40.04
现金比率[%]	42.89	15.36	14.84	18.72
短期刚性债务现金覆盖率[%]	118.70	29.79	25.18	30.57
利息保障倍数[倍]	0.81	0.90	0.93	—
有形净值债务率[%]	256.27	260.98	253.69	253.03
担保比率[%]	0.46	0.44	0.38	0.36
毛利率[%]	44.42	43.85	49.68	57.08
营业利润率[%]	3.05	3.40	4.97	5.82
总资产报酬率[%]	2.63	2.69	2.70	—
净资产收益率[%]	0.24	0.52	0.75	—
净资产收益率*[%]	0.12	0.32	0.63	—
营业收入现金率[%]	108.21	103.93	98.92	100.43
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	18.26	34.00	20.05	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.34	6.28	3.92	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.48	18.28	5.87	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-0.64	3.37	1.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.85	0.96	0.97	—
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 2021~2023 年度及未经审计的 2024 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%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末短期刚性债务余额} \times 100\%$
利息保障倍数(倍)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$
有形净值债务率(%)	$\text{期末负债合计} / (\text{期末所有者权益合计} - \text{期末无形资产余额} - \text{期末商誉余额} - \text{期末长期待摊费用余额} - \text{期末待摊费用余额}) \times 100\%$
担保比率(%)	$\text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	$\text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率(%)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率(%)	$\text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$
营业收入现金率(%)	$\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

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。

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	2023 年 10 月 10 日	AAA/稳定	张佳、林贇婧	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
	本次评级	2024 年 6 月 3 日	AAA/稳定	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）	-
债项评级 (21 贵州高速 MTN003)	历史首次评级	2021 年 5 月 6 日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
债项评级 (21 贵州高速 MTN004)	历史首次评级	2021 年 6 月 18 日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
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	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	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
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	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	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-

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 黔高 02)	历史首次评级	2021 年 7 月 1 日	AAA	陈溢文、刘思静	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
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	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	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
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	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	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
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、林贇婧	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	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
债项评级 (23 贵州高速 MTN001)	历史首次评级	2023 年 5 月 29 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
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、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
债项评级 (23 黔高 01)	历史首次评级	2023 年 5 月 31 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
债项评级 (23 黔高 02)	历史首次评级	2023 年 8 月 17 日	AAA	张佳、林贇婧	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
	本次评级	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）	-
债项评级	历史首次评级	2023 年 10 月 10 日	AAA	张佳、林贇婧	新世纪评级方法总论（2022）	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
(23 黔高 03)	本次评级	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）	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） 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：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。