

跟踪评级公告

联合[2018] 352 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湖南省高速公路建设开发总公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“17湘高速CP001”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年三月二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

湖南省高速公路建设开发总公司短期融资券 跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定
上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 湘高速 CP001	20 亿元	2018/9/5	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 3 月 2 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	79.92	144.21	82.89	111.46
资产总额(亿元)	3560.83	3880.86	4007.37	4220.50
所有者权益(亿元)	1083.16	1142.35	1257.52	1296.10
短期债务(亿元)	358.56	305.54	292.02	382.70
长期债务(亿元)	2020.73	2355.37	2392.64	2486.83
全部债务(亿元)	2379.29	2660.91	2684.67	2869.54
营业收入(亿元)	92.45	113.80	123.14	94.39
利润总额(亿元)	50.07	38.08	86.34	23.02
EBITDA(亿元)	74.05	111.59	196.59	--
经营性净现金流(亿元)	50.31	55.88	62.84	57.16
营业利润率(%)	67.52	76.69	77.33	89.15
净资产收益率(%)	4.57	3.32	6.84	--
资产负债率(%)	69.58	70.56	68.62	69.29
全部债务资本化比率(%)	68.72	69.96	68.10	68.89
流动比率(%)	98.54	159.96	92.82	83.08
经营现金流动负债比(%)	11.75	15.91	18.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	32.13	23.85	13.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.52	0.65	1.31	--

注 1、公司 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；2、其他流动负债中短期融资券计入短期债务；长期应付款中有息部分计入长期债务；3、2014 年数据采用公司 2015 年会计政策变更后追溯调整数据。

分析师

文 中 张建飞

评级观点

湖南省高速公路建设开发总公司（以下简称“公司”）作为湖南省唯一的国有独资高速公路投资运营主体，在资产规模、区域垄断经营及政府支持等方面具备显著优势。跟踪期内，随着区域经济持续发展，以及高速公路路网效应进一步显现，公司通行费收入增长较快；此外，跟踪期内湖南省财政厅和交通运输厅在资本金注入、政府债务置换等方面持续给予公司大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资本支出大，债务规模快速增长，债务负担加重，短期债务偿付压力较大；高速公路收费权质押比例高，整体盈利能力偏弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

近年来随着公司在建高速公路陆续建成通车，“二纵五横”的湖南省高速公路骨架路网布局基本完成，未来随着区域经济持续发展，路网规模效应将逐步发挥，公司通行费收入规模有望提升。同时，考虑到公司在湖南省高速公路交通领域的重要地位，以及在项目资本金注入、政策及偿债资金安排等方面持续获取的政府支持，都将对公司中长期发展产生积极影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司现金类资产、经营活动现金流及 EBITDA 对“17 湘高速 CP001”的保障能力较强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“17 湘高速 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 跟踪期内，湖南省作为中国中南部重要的陆路交通枢纽之一，区域经济发展稳定。

邮箱: lianhe@lhratings.com
电话: 010-85679696
传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)
网址: www.lhratings.com

2. 公司为湖南省交通厅独资的高速公路投资运营主体,具有明显的区域垄断经营优势。跟踪期内得到了湖南省地方政府在资本金注入、政府债务置换等方面的持续有力支持。
3. 跟踪期内,公司所辖高速公路路网效应进一步显现,收费公路通行费收入规模持续增长。

关注

1. 跟踪期内,公司有息债务持续增长,债务负担较重,存在较大短期偿债压力。
2. 公司财务费用较高,整体盈利能力偏弱。
3. 公司政府还贷性高速公路项目的建设及还款对湖南省政府项目资本金及各项补贴收入到位依赖性较高。
4. 公司高速公路收费权质押资产占比较大,对其未来融资和资产运作形成一定的限制。
5. 公司在建及拟建项目待投资规模较大,面临一定资本支出压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由湖南省高速公路建设开发总公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湖南省高速公路建设开发总公司短期融资券 跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于湖南省高速公路建设开发总公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

湖南省高速公路建设开发总公司（以下简称“公司”）系经湖南省人民政府办公厅湘政办函[1993]62号文批复同意设立的国有独资公司，注册资本为人民币1亿元。公司隶属于湖南省交通厅，由交通厅作为出资部门。2004年，根据湖南省交通厅湘交财会字[2004]358号文批复，公司增加注册资本人民币89597万元。其中包括莲易路和长潭路项目中国家投入的89087万元项目建设资本金，以及交通厅拨付的510万元资金。截至2017年9月底，公司注册资本99597万元，湖南省交通厅持股100%，为公司实际控制人。

公司经营范围：全省高速公路建设、养护、管理和沿线开发；高速公路服务区加油站、汽车维修服务站的管理；交通、能源、城市基础设施、高科技项目的开发、投资与管理；高速公路沿线房地产开发；经营筑路工程机械及配件。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

公司是湖南省主要的高速公路建设、运营和管理企业，对省内所有收费还贷性高速公路行使收费权。截至2017年9月底，公司管辖的高速公路里程已达4091.27公里（合并口径），约占湖南省省内高速公路通车里程的66.83%。

截至2017年9月底，公司下辖湖南省高速公路投资集团有限公司（以下简称“投资集团”）、湖南省高速公路基金管理有限公司、湖

南高速集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）3家全资及控股子公司，4家合作经营及参股公司，18家项目建设公司，以及13个高速公路运营单位。截至2017年9月底，公司持有A股上市公司现代投资股份有限公司（以下简称“现代投资”，股票代码000900.SZ）27.19%的股份，现代投资未纳入公司合并报表。

截至2016年底，公司合并资产总额4007.37亿元；所有者权益（含永续债40.00亿元、少数股东权益5.68亿元）合计1257.52亿元；2016年公司实现营业收入123.14亿元，利润总额86.34亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额4220.50亿元，所有者权益（含少数股东权益5.45亿元、永续债45.00亿元）合计1296.10亿元；2017年1~9月，公司实现营业收入94.39亿元，利润总额23.02亿元。

公司注册地址：长沙市远大一路649号；法定代表人：谢立新。

三、存续短期融资券概况及募集资金使用情况

公司于2017年9月发行了“17湘高速CP001”，发行额度20亿元，期限1年，全部用于偿还公司有息负债，公司到期一次性还本付息。

截至本报告出具日，上述短期融资券已按募集用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适

度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1-9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1-9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1-9 月，中国固定资

产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1-6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1-6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1-6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1-9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1-6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1-9 月，中国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1-9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1-6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品

和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业与区域环境分析

1. 高速公路行业概况

高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。

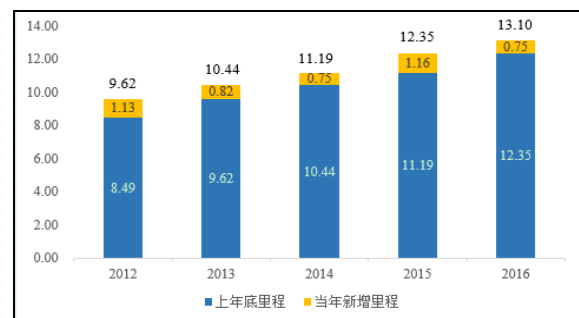
高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。根据交通运输部发布的《2016年交通运输行业发展统计公报》，2016年底中国高速公路通车里程达

13.10万公里，比上年末增加0.74万公里；国家高速公路9.92万公里，同比增加1.96万公里。截至2016年底，全国公路总里程达469.63万公里，比上年末增加11.90万公里，公路密度48.92公里/百平方公里，同比提高1.24公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.79%，同比提升0.09个百分点。

图1 2012~2016年中国高速公路通车里程

(单位：万公里)

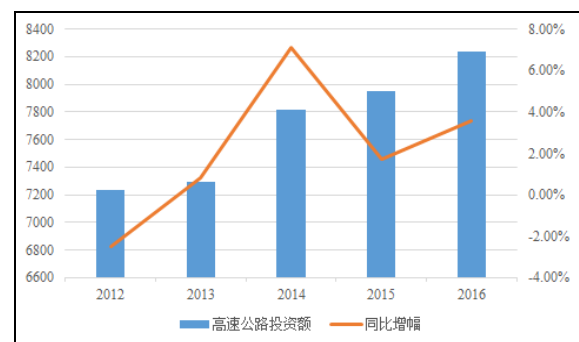


资料来源：联合资信根据公开信息整理

2016年中国全年完成公路建设投资17975.81亿元，比上年增长8.9%；其中，高速公路建设完成投资8235.32亿元，增长3.6%，增速较2015年有所回升；普通国省道建设完成投资6081.28亿元，增长14.0%。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2016年占公路建设投资的45.81%。2017年1~11月，公路建设完成投资1.98万亿元，同比增长21.1%，完成全年1.65万亿元投资目标的120.2%，高速公路、普通国省道、农村公路分别完成投资8253亿元、6963亿元和4617亿元，同比分别增长13.7%、20.4%和38.6%。

图2 2012~2016年中国高速公路建设投资额

(单位：亿元)



资料来源：联合资信根据公开信息整理

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家政策带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍然突出。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2016年，国内宏观经济增速持续放缓，客运方面，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续2015年下滑趋势，货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于公路货运成本相对铁路等运输方式优势仍较为突出、且随着公路建设持续推进路网效应进一步体现，因此公路货运指标保持较为稳健的增长且增速有所提升。2016年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量154.28亿人、旅客周转量10228.71亿人公里，同比分别下降4.7%和4.8%，延续2015年下降趋势。全国营业性货运车辆完成货运量334.13亿吨、货物周转量61080.10亿吨公里，同比分别增长6.1%和5.4%，延续上升趋势且增幅有所提升。2017年1~11月，全国营业性客运车辆完成公路客运量134.68亿人、旅客周转量9053.86亿人公里，比上年同期分别下降5.4%和4.6%。全国营业性货运车辆完成货运量334.74亿吨、货物周转量60534.06亿吨公里，比上年同期分别增长10.60%和9.50%。

高速公路行业政策

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方面作了修订：1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费

公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，但新的收费管理条例暂未正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预【2017】97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。随着收费公路专项债的正式落地，地方政府债务、平台公司的定位将更加明晰。

高速公路发展前景

《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道

联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

2017年3月，国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（以下简称“交通十三五规划”），指出到2020年，高速公路建成里程达15万公里，加快推进由7条首都放射线、11条北南纵线、18条东西横线，以及地区环线、并行线、联络线等组成的国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯通路段，推进建设年代较早、交通繁忙的国家高速公路扩容改造和分流路线建设；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接。交通投融资改革方面，交通十三五规划提出建立健全中央与地方投资联动机制，优化政府投资安排方式；在试点示范的基础上，加快推动政府和社会资本合作（PPP）模式在交通运输领域的推广应用，鼓励通过特许经营、政府购买服务等方式参与交通项目建设、运营和维护；在风险可控的前提下，加大政策性、开发性等金融机构信贷资金支持力度，扩大直接融资规模，支持保险资金通过债权、股权等多种方式参与重大交通基础设施建设；积极利用亚洲基础设施投资银行、丝路基金等平台，推动互联互通交通项目建设。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能

力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

2. 湖南省经济发展与高速公路情况

公司下属主要企业位于湖南省，湖南省东邻江西，南接广东、广西，西连贵州、重庆，北交湖北，位于长江中游、洞庭湖以南，是中国中南部地区重要的交通枢纽，具有独特的区位优势。

根据《2016年湖南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，2016年湖南省完成生产总值31244.7亿元，比上年增长7.9%。其中，第一产业增加值3578.4亿元，增长3.3%；第二产业增加值13181.0亿元，增长6.6%；第三产业增加值14485.3亿元，增长10.5%。三大产业结构比例调整为11.5：42.2：46.3。2016年，湖南省全省一般公共预算收入4252.1亿元，比上年增长6.0%。其中地方收入2697.9亿元，增长7.3%；其中税收收入1551.3亿元，增长1.6%；非税收入1146.6亿元，增长16.1%。全省一般公共预算支出6337.0亿元，增长10.6%。区域经济的发展为湖南省高速公路行业的发展提供了有力保证。

截至2016年底，湖南省全省公路通车里程23.8万公里，比上年末增长0.6%。根据湖南省2016年交通运输工作会议精神，“十三五”期间，湖南省初步计划高速公路投资1500亿元，建设2823公里，新建成1835公里，通车总里程达到7000公里以上，基本建成“六纵六横”高速公路骨架网，实现县县通高速。

根据湖南省交通运输厅数据，2017年前三季度，湖南省公路营业性客运量76926.7万人，高速公路7座及以下小客车流量增长12.3%。公路货运完成货运量141708.7万吨，同比增长12.4%。前三季度，公路建设完成投资568.02亿元，同比增长56.46%，高速公路完成投资106.5

亿元，同比下降26.5%。

总的来看，跟踪期内，湖南省经济稳定发展，货运运输持续增长，公路运输需求将随着社会经济的进一步发展继续保持快速增长趋势，省内高速公路建设发展空间较大。

六、基础素质分析

1. 产权状况

湖南省交通厅持有公司100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是经湖南省人民政府批准成立的国有独资公司，在区域内具有行业垄断性。公司隶属于湖南省交通厅，负责对湖南省境内绝大部分已建成和将要建设的政府还贷高速公路实行统一投资、统一经营、统一管理，此外还拥有部分经营性高速公路。

湖南省高速公路可分为政府还贷性高速公路和经营性高速公路两大类。政府还贷性高速公路由省级及地方政府投资建设管理，根据《湖南省高速公路建设管理试行办法》（湘交基建[2007]22号），湖南省级政府投资的高速公路项目均由公司本部实施建设管理；经营性高速公路可以分为：①国有企业通过购买经营权形成，如长潭、长永和潭耒等；②外资、民营资本通过购买经营权形成，如长益高速。公司的子公司投资集团建设项目主要是经营性高速公路项目。

公司管理的高速公路中包括京港澳、沪昆线、杭瑞线等国家高速公路网组成路段，在国家交通主干线网中居于重要地位。截至2017年9月底，公司管辖的高速公路里程已达4091.27公里（合并口径），约占湖南省省内高速公路通车里程的66.83%，区域垄断优势明显。截至2017年9月底，公司下辖投资集团、湖南省高速公路基金管理有限公司、财务公司3家全资及控股子公司，4家控股及参股子公司，18家项目

建设公司，以及13个高速公路运营单位。截至2017年9月底，公司持有A股上市公司现代投资股份有限公司（以下简称“现代投资”，股票代码000900.SZ）27.19%的股份，现代投资未纳入公司合并报表。现代投资是湖南省唯一的高速公路上市公司，是湖南省高速公路建设投资领域的龙头企业，获得各级政府支持，在发展空间、经营资本、成本控制等方面具有较强的优势。

公司在高速公路投资建设与运营管理方面积累了丰富的经验，公司的工程建设品质优良，多次获得国内外大奖。其中潭耒高速公路获得中国土木工程“詹天佑奖”；临长高速公路获得中国建筑工程“鲁班奖”；常张高速公路获得国家环境保护部授予的第二届“国家环境友好工程”奖，是全国公路建设行业唯一获奖项目。

总体来看，公司具有较强的规模实力和明显的区域垄断经营优势，行业竞争实力强。

3. 人员素质

跟踪期内，公司原副总经理、党委委员宋祖科因工作调动不再担任公司相关职务。此外，根据湖南省人民政府下发的《湖南省人民政府关于陈飞跃等同志职务任免的通知》（湘政人【2017】20号）文件，谢立新同志自2017年10月28日起任公司总经理兼法定代表人。

公司总经理谢立新先生，1960年生，大学本科学历，高级工程师；历任湘耒高速公路建设开发有限公司副经理、经理、党委书记，潭耒高速公路管理处党委书记，常张高速公路建设开发有限公司经理、常张高速公路管理处党委书记、处长，公司副总经理、党委书记。2017年10月28日至今任公司总经理。

截至2017年9月底，公司共有在岗职工12251人。按职称划分，高级职称人员占3.43%、中级职称人员占5.07%；按学历划分，研究生及以上学历占2.27%、本科学历占35.72%、大专学历占43.87%、中专及以下占18.14%；按年龄划分，30岁以下人员占36.90%、30岁-50岁人

员占 59.46%、50 岁以上人员占 3.64%。

总体看，公司员工整体素质较高，员工年龄结构适当，能满足公司发展需要。

4. 政府支持

公司由湖南省交通厅出资设立并领导管理，与政府关系密切，在政策、税收、财政和融资各方面均获得政府的大力支持。

税费方面，根据财政部、国家税务总局财税[2000]139号文件的相关规定，公司所辖政府还贷性高速公路收取的车辆通行费收入及开发性收入免缴一切税费。

由于公司投资项目以政府还贷性高速公路为主，在融资方面，其项目资本金由交通部、省财政厅承诺安排，项目建设资金通过收费权质押等方式向金融机构筹集，对公司政府还贷性项目的借款实行统借统还。

为支持规划项目能按期开工建设，湖南省财政厅以湘财建[2008]50号文，专门制定了高速公路资本金筹措方案，由湖南省财政从交通规费收入（税费改革后为财政划拨给湖南省的返还资金）、公路建安营业税及经营性公路所得税返还、交通对外投资收益、转让收费权、外债贷款、财政预算资金等收入中安排足额资金，确保项目的资本金投入，该方案已经湖南省人民政府审批通过。

2014~2017年9月，公司实际收到政府拨付的政府还贷性高速公路资本金等政府补助资金投入合计312.82亿元。其中134.95亿元计入“资本公积”，177.87亿元计入“营业外收入”；其中2016年和2017年1~9月公司分别实际收到政府拨付的政府还贷性高速公路资本金等政府补助资金投入198.93亿元和27.00亿元。由于在建高速公路项目后续投资仍在继续，投入的资本金也随之增加。截至2017年9月底，公司已建成和在建政府还贷性高速公路共57条，资本金合计956.77亿元，实际收到政府拨付的政府还贷性高速公路资本金等政府补助资金投入785.69亿元。其中534.78亿元计入“资本公积”，250.91亿元

计入“营业外收入”。

根据湖南省财政厅湘财建函【2016】38号文件，2016年公司收到政府债券置换资金110.00亿元，专项用于偿还公司清理甄别锁定的存量债务，计入“营业外收入-政府补贴”。

另外，2013年，对于政府未到位资金（体现在应收账款和其他应收款科目），湖南省交通厅制定了未到位资本金计划到位表，在2014年~2028年间每年将安排一定的资金，合计约155.79亿元，对公司债务偿还形成又一支撑。2016年，公司收到交通厅拨付的资金冲减“其他应收款”30.66亿元。

总体看，跟踪期内，政府对公司的建设资金拨付、债务置换和财政补贴力度大，有力支持了公司的快速发展。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2014~2016年，公司营业收入持续增长，分别为92.45亿元、113.80亿元和123.14亿元；其中，高速公路车辆通行费收入为公司收入的主要来源，近三年车辆通行费收入占比持续上升，分别为78.59%、81.91%和82.13%。2014~2016年，随着公司通车里程的增加和路网效应的显现，公司通行费收入年均复合增长17.98%，2016年公司通行费收入101.14亿元，同比增长8.51%。

公司商品销售主要为建材销售。2014~2016年，公司建材销售业务收入较为稳定，分别实现收入1.47亿元、1.27亿元和1.77亿元，公司建材销售方面无明显的市场优势，投资集团近年开始调整战略规划，将逐步缩小建材销售业务的规模。

2014~2016年，公司工程板块实现收入分别

为 7.25 亿元、6.71 亿元和 7.92 亿元，主要系公司投资集团下属子公司湖南省高速广信投资有限公司（以下简称“广信公司”）、湖南省高速百通建设投资有限公司等的高速公路建设、维修保养和配套工程施工收入，整体业务规模及收入实现水平较为稳定。

从毛利率来看，2015 年公司根据湖南省交通运输厅批复不再对政府还贷性高速公路计提折旧，并对 2014 年通行费营业成本进行了追溯调整，折旧政策变更后，公司通行费业务毛利率水平较高，2014~2016 年分别为 78.04%、85.47%和 86.17%；跟踪期内，公司商品销售业务和工程板块毛利率分别为 15.07%和 9.02%，

较 2015 年均变化不大。综合来看，随着车辆通行费业务占比和毛利率的提高，公司综合毛利率有所增长，2016 年为 77.67%。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 94.39 亿元，占 2016 年营业收入的 76.65%；其中通行费收入 87.31 亿元，占 2016 年通行费收入的 86.33%。2017 年 1~9 月，受公司通行费收入增长较快、部分养护成本尚未结算影响，公司综合毛利率为 89.25%，较 2016 年底上升 11.58 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入以高速公路通行费收入为主，通行费收入持续增长，主营业务突出。

表 1 2014~2017 年 9 月公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费	72.66	78.59	78.04	93.21	81.91	85.47	101.14	82.13	86.17	87.31	92.50	92.18
商品销售	1.47	1.59	-5.39	1.27	1.12	15.17	1.77	1.44	15.07	0.45	0.48	22.22
工程收入	7.25	7.84	9.05	6.71	5.90	7.44	7.92	6.43	9.02	0.08	0.08	-50.00
其他	11.07	11.97	52.84	12.61	11.08	59.73	12.31	10.00	60.96	6.55	6.94	56.49
合计	92.45	100.00	68.29	113.80	100.0	77.23	123.14	100.0	77.67	94.39	100.0	89.25

资料来源：公司提供

注：公司其他收入主要包括：房产销售、广告、租赁、养护、委贷、利息等收入；2014 年数据为变更折旧政策后追溯调整数。

2. 高速公路运营

湖南省所有政府还贷性高速公路均由公司负责建设、经营及管理，主营业务在省内居垄断地位。2009 年投资集团纳入合并报表范围。对于旗下的高速公路项目，公司形成了“公司本部以政府还贷性项目为主、投资集团公司以经营性项目为主”两种经营模式。对于还贷性高速公路，由政府负责资本金筹措，项目实现的通行费收入全部用于偿还债务本息和后续还贷性项目建设，收到的资金计入“资本公积”和“营业外收入”；对于经营性项目，由子公司投资集团通过 BOT 方式建设运营，自行筹集资金、自主支配通行费收入。

通行费收取方面，公司政府还贷公路实行“收支两条线”的管理模式。公司在收取政府还贷公路通行费后，将所收取通行费全部存入湖南省财政厅指定财政专户，上缴至国库，然

后湖南省财政厅根据省财政预算安排，依据公司缴库数额，全额拨付公司。公司经营性公路通行费由公司自主收取及支配。

已建成高速公路情况

截至 2017 年 9 月底，公司旗下管辖的高速公路里程为 4091.27 公里，共 46 段（公司合并口径），占湖南省省内高速公路通车里程的 66.83%。其中，政府还贷性高速公路 3934.19 公里，经营性高速公路 157.08 公里。公司管辖的高速公路包含 18 条国家高速公路网境内路段。其中，耒宜高速公路和临长高速公路是国家高速公路网第 3 条放射线京港澳高速公路（北京-港澳）的组成路段；常吉、凤大、大岳高速公路是国家高速公路网第 12 条东西横线杭瑞线（杭州-瑞丽）的组成路段；潭邵、邵怀、怀新高速公路是国家高速公路网第 13 条东西横线沪昆线（上海-昆明）的组成路段；衡枣、衡炎、

耒茶高速公路是国家高速公路网第15条东西横线泉南线（泉南-南宁）的组成路段；吉茶、吉怀、怀通高速公路是国家高速公路网包茂线组成路段；宁道、汝郴、郴宁高速公路是国家高速公路网厦蓉线组成路段。另外，公司所辖地方高速公路多为湖南省出省通道或国高网连接线。

2016年，公司新建成京港澳新开连接线、娄衡高速和南岳东延线合计3条地方高速公路。其中南岳东延线为经营性高速公路；另外，大岳（路）高速和龙永高速当年全线通车。2017年1~9月，公司新建成永吉高速1条地方高速公路，并于当年实现部分路段通车。

同时，公司还通过BOT模式参股建成了长

潭高速、潭耒高速、醴潭高速、东常高速等经营性高速公路。其中长潭高速、潭耒高速也属于京港澳高速的组成路段，目前由现代投资行使收费经营权；醴潭高速是沪昆高速公路湖南境内的起始段，由公司参股子公司湖南省醴潭高速公路建设开发有限公司负责建设、收费、管理和维护，公司拥有15%的权益比例。东常高速由公司参股子公司湖南省东常高速公路建设开发有限公司负责建设，公司拥有25%的权益比例。

总体看，公司旗下的路段资产优良，对连接湖南省与周边省份陆路交通起着重要的交通枢纽作用。

表2 截至2017年9月底公司主要经营管理的高速公路（单位：公里）

序号	路段名称	起止点	通车里程	通车时间	高速公路性质	收费权期限
1	莲易高速	醴陵-湘潭	21.03	1994.12	地方高速	25年
2	耒宜高速	耒阳-宜章	135.37	2001.12	国高网（京港澳）	30年
3	临长高速	临湘-长沙	182.79	2002.11	国高网（京港澳）	30年
4	潭邵高速	湘潭-邵阳	220.10	2002.12	国高网（沪昆线）	30年
5	衡枣高速	衡阳-永州	186.07	2003.12	国高网（泉南线）	30年
6	常张高速	常德-张家界	160.68	2005.12	国家重点干线（泉毕线）	30年
7	衡大高速	衡阳-大浦	24.45	2005.12	地方高速	30年
8	邵怀高速	邵阳-怀化	155.58	2007.11	国高网（沪昆线）	20年
9	怀新高速	怀化-新晃	106.02	2007.11	国高网（沪昆线）	20年
10	常吉高速	常德-吉首	224.51	2008.12	国高网（杭瑞线）	20年
11	韶山高速	韶山互通-韶山	13.29	2008.12	地方高速	20年
12	衡炎高速	衡阳-炎陵	114.19	2009.12	国高网（泉南线）	20年
13	道贺高速湖南段	道县-贺州	53.04	2011.12	地方高速	20年
14	吉茶高速	吉首-茶峒	64.95	2012.03	国高网（包茂线）	20年
15	吉怀高速	吉首-怀化	104.84	2012.12	国高网（包茂线）	20年
16	炎睦高速	炎陵-睦村	18.12	2012.12	地方高速	20年
17	炎陵高速	炎陵分路口-炎陵县城	11.83	2012.12	地方高速	20年
18	宁道高速	宁远-道县	91.73	2012.11	国高网（厦蓉线）	20年
19	汝郴高速	汝城-郴州	112.35	2012.12	国高网（厦蓉线）	20年
20	郴宁高速	郴州-宁远	104.41	2012.12	国高网（厦蓉线）	20年
21	大浏高速	大围山-浏阳	83.64	2012.12	地方高速	20年

22	通平高速	通城界-平江	73.03	2012.12	地方高速	20年
23	张花高速	张家界-花桓	147.59	2013.11	地方高速	20年
24	凤大高速	凤凰-大兴	32.35	2013.11	国高网（杭瑞线）	20年
25	洞新高速	洞口-新宁	118.07	2013.12	地方高速	20年
26	怀通高速	怀化-通道	197.64	2013.12	国高网（包茂线）	20年
27	石华高速	石首-华容	13.44	2013.12	地方高速	20年
28	益茶高速	界化益-茶陵	45.24	2013.12	国高网（泉南线）	20年
29	长沙绕城高速 （东北、东南段）	--	25.72	2013.12	地方高速	20年
30	娄新高速	娄底-新化	95.71	2012.12	地方高速	20年
31	长湘高速	京港澳复线长沙-湘潭	74.75	2012.12	地方高速	20年
32	衡桂高速	京港澳复线衡阳-桂阳	94.92	2012.11	地方高速	20年
33	桂武高速	京港澳复线桂阳-临武	107.81	2012.11	地方高速	20年
34	浏醴高速	浏阳-醴陵	99.19	2012.12	地方高速	20年
35	醴茶高速	醴陵-茶陵	105.25	2013.11	地方高速	20年
36	炎汝高速	炎陵-汝城	132.00	2013.12	地方高速	20年
37	怀化绕城高速	--	23.58	2014.12	地方高速	20年
38	邵坪高速	邵阳-坪上	35.23	2015.12	地方高速	20年
39	大岳高速	临湘-岳阳	70.41	2015.12	国高网（杭瑞线）	20年
40	龙永高速	龙山-永顺	91.09	2015.12	地方高速	20年
41	京港澳新开连接线	--	3.3	--	地方高速	--
42	娄衡高速	娄底-衡阳	116.88	2016.12	地方高速	20年
43	永吉（部分路段）	永顺-吉首	42.00	2017.09	地方高速	20年
政府还贷性高速公路小计			3934.19			
44	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30年
45	新溆高速	新化-溆浦	92.68	2014.12	地方高速	30年
46	南岳东延线	--	12.58	2016.12	地方高速	30年
经营性高速公路小计			157.08			
合计			4091.27	--	--	--

资料来源：公司提供

注：①国高网，即国家高速公路网；②公司参股的高速公路路段未统计在内。

高速公路运营情况

2014~2016年，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）波动中有所下降，分别为71.41万辆/日、73.79万辆/日和67.78万辆/日。2014~2016年，随着通车里程的增加以及路网效应的发挥，公司主要路段实际通行费收入年均

复合增长6.80%，2016年达到97.75亿元。公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段包括（以2016年实际通行费收入为基础）：临长高速（占17.71%）、潭邵高速（占8.71%）、耒宜高速（占9.93%）、邵怀高速（占8.91%）、衡枣高速（占6.64%）和常吉高速（占6.49%）。

上述六条高速公路均为国家高速公路网的组成路段，路网地位优越，收费能力强。

2016年，潭邵高速收入继续下滑，实现通行费收入8.51亿元，同比下降30.98%，主要系其路面状况较差，部分跨省大货车绕走其他路段所致。潭邵高速于2016年5月至12月期间实行半封闭大修工程。怀新高速、莲易高速等高速公路通行费收入有所下降，主要也是受潭邵高速影响。受益于路网的形成、车流量培育逐渐见效和当地经济增长，公司近年通车的吉茶、吉怀、娄新、长湘、衡武、桂武和醴茶高

速等通行费收入快速增长。

2017年1~9月，公司主要高速公路实际通行费收入84.48亿元，占2016年全年的86.42%；同期，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）为68.29万辆/日，高于上年全年水平。

截至2017年9月底，公司主要路段车流量以省外过境车辆为主，未来随着湖南省经济的增长、湖南高速公路路网的完善以及周边省份经济持续发展，公司车流量及通行费收入有望继续增长。

表3 公司主要高速公路通行费收入情况（单位：万元、%）

路段名称	2014年	2015年	2016年	年均复合增长率	2017年1-9月
莲易高速	2911.28	1873.41	1417.94	-30.21	1559.21
耒宜高速	95887.58	96956.84	97023.28	0.59	76423.24
临长高速	174317.8	173615.28	173147.55	-0.34	128204.56
潭邵高速	135814.26	123304.00	85118.98	-20.83	85824.23
衡枣高速	65567.62	66393.04	64872.02	-0.53	47918.61
常张高速	30988.59	32516.69	38671.34	11.71	33907.99
衡大高速	9719.24	6585.26	6730.54	-16.78	5109.92
邵怀高速	87388.19	91876.31	87117.59	-0.15	73896.65
怀新高速	35977.97	27753.94	23102.61	-19.87	18411.44
常吉高速	48215.21	57410.52	63428.57	14.70	59401.90
衡炎高速	14777.73	15659.61	17616.05	9.18	14997.58
道贺高速	3433.41	2399.57	2625.52	-12.55	1856.58
吉茶高速	17186.61	29151.25	30088.36	32.31	25130.39
吉怀高速	26613.62	44927.42	52175.27	40.02	45163.26
炎陵高速	761.83	775.77	662.52	-6.75	494.01
炎陵高速					
宁道高速	2953.81	4765.97	5487.49	36.30	4891.05
汝郴高速	3518.55	5199.28	6822	39.24	9798.75
郴宁高速	6487.57	8816.63	9873.97	23.37	9849.47
大浏高速	4228.61	8659.81	8498.09	41.76	7073.98
娄新高速	13174.02	22837.74	23762.70	34.30	19445.18
通平高速	1835.37	4477.12	6056.99	81.66	7038.48
长湘高速	10459.84	18900.25	21635.14	43.82	19257.94
衡桂高速	10399.32	16020.49	17419.07	29.42	14475.07
桂武高速	10837.53	13279.91	13045.85	9.72	10987.18
浏醴高速	4290.02	8869.69	11281.03	62.16	10943.61
南岳高速	5605.19	4340.55	4603.31	-9.38	3378.08

醴茶高速	7054.29	9797.03	19420.07	65.92	15523.94
长沙绕城高速	2659.84	5179.8	8858.91	82.50	8290.70
怀通高速	8507.42	9318.32	13626.48	26.56	13411.94
张花高速	6975.79	9354.95	20673.78	72.15	20338.51
洞新高速	2378.64	3149.66	4601.29	39.08	4157.54
凤大高速	2434.72	5019.02	7668.95	77.48	8440.04
耒茶高速	863.99	2281.37	4227.95	121.21	4512.73
石华高速	321.19	618.61	830.46	60.80	703.10
炎汝高速	2415.66	3390.03	6113.62	59.09	6622.61
怀化绕城高速	--	1475.67	1698.67	--	1539.07
新溁高速	--	9810.85	11588.03	--	11799.48
龙永高速	--	1.62	2239.92	--	5168.07
邵坪高速	--	9.67	2647.65	--	2199.80
大岳高速	--	0.77	1031.82	--	2781.21
娄衡高速	--	--	10.84	--	3178.66
南岳东延线	--	--	5.86	--	663.47
永吉高速	--	--	--	--	69.05
合计	856962.31	946773.72	977528.08	6.80	844838.28

资料来源：公司提供

注：①韶山高速于2008年12月底建成通车，全长仅13.29公里，并入潭邵高速收费；②公司2013年开通的张花、洞新、怀通、石华、耒茶、醴茶、炎汝7条路段、2014年开通的怀化绕城、新溁高速、2015年通车的邵坪高速、部分通车的龙永高速和大岳高速均处于试运行状态，试运行期间成本费用资本化，相关路段通行费收入用于冲减各项目成本，不计营业收入；公司2012年开通的吉茶高速于2014年正式运行，2014年通行费收入中部分收入冲减项目成本，部分计入营业收入；④公司2012年开通的衡桂、凤大、桂武、宁道、娄新、长湘、郴宁、汝郴、浏醴、通平、大浏、吉怀、炎睦炎陵高速2014年及2014年以前处于试运行状态，试运行期间成本费用资本化，相关路段通行费收入用于冲减各项目成本，不计营业收入，2015年正式运行，收入开始计入营业收入。⑤公司2013年开通的长沙绕城东北东南段高速2015年及2015年以前处于试运行状态，试运行期间成本费用资本化，相关路段通行费收入用于冲减各项目成本，不计营业收入，2016年一季度正式运行，收入开始计入营业收入。⑥除上述高速公路外，公司还负责征收星沙、吉怀高速公路连接线的通行费。⑦上表中列示的高速公路为公司及下属子公司自营的高速公路。

表4 公司主要运行高速公路日均车流量（单位：辆/日（标准小车）、%）

路段名称	2014年	2015年	2016年	年均复合增长率	2017年1-9月
莲易高速	3897	3931	3407	-6.50	3419
耒宜高速	49995	50421	44676	-5.47	44835
临长高速	73000	74575	70507	-1.72	70757
潭邵高速	107733	108652	58610	-26.24	49422
衡枣高速	40802	41150	37250	-4.45	36990
常张高速	28853	29099	30006	1.97	30095
衡大高速	13792	13910	13139	-2.39	13047
邵怀高速	32201	32475	25508	-11.00	25330
怀新高速	22011	22198	15921	-14.95	15810
常吉高速	17580	17730	18283	1.98	18531
衡炎高速	15137	15266	15245	0.36	15041
道贺高速	5279	5324	5100	-1.71	5059
吉茶高速	28931	29178	26909	-3.56	26695

吉怀高速	25144	25358	24471	-1.35	24469
炎陵、炎陵高速	4143	4179	3748	-4.89	3005
宁道高速	8099	8168	8341	1.48	8295
汝郴高速	4914	4956	5060	1.47	5266
郴宁高速	9052	9129	9034	-0.10	8962
大浏高速	11564	11662	11908	1.48	11855
长湘高速	12736	12845	12691	-0.18	12549
衡桂高速	8324	8395	7000	-8.30	6800
桂武高速	9856	9940	8297	-8.25	8168
娄新高速	13313	13426	12998	-1.19	12901
通平高速	13652	13769	12628	-3.82	12530
浏醴高速	10798	10890	11209	1.89	11131
南岳高速	12002	11926	12178	0.73	12111
醴茶高速	5232	5277	5600	3.46	5757
长沙高速	14634	14758	15664	3.46	16104
怀通高速	35559	35862	38062	3.46	38970
张花高速	15547	15679	16720	3.70	16,888
洞新高速	14153	14274	15106	3.31	15160
凤大高速	11869	11970	12334	1.94	12354
耒茶高速	10061	10147	9875	-0.93	9665
石华高速	2546	2568	2622	1.48	2614
炎汝高速	21711	21896	22358	1.48	21691
怀化绕城高速	--	3236	3298	--	3310
新溆高速	--	11936	12188	--	12231
龙永高速	--	463	5905	--	6479
邵坪高速	--	871	8040	--	8008
大岳高速	--	369	5227	--	5207
娄衡高速	--	--	420	--	11962
南岳东延线	--	--	276	--	3135
永吉高速					326
合计	714120	737858	677819	-2.57	682934

资料来源：公司提供

收费标准

收费标准方面，2005年9月湖南省人民政府以湘政办函〔2005〕140号文对全省车辆通行费车型分类及收费标准进行了批复。2007年6月1日起，根据湘政办函〔2007〕94号文，湖南高速公路京珠高速公路网实行载货类（含客货两用）汽车开始实施计重收费（长张高速公路网和其他未联网的高速公路没有实行计重收费）。

截至2017年9月底，公司所管辖的高速公路基本已经实现载货量（含客货两用）汽车计重收费。其中，常张、常吉、吉茶高速公路计重收费从2012年8月1日起开始实施。另外，湖南省人民政府办公厅于2015年5月（湘政办函【2015】64号）提高了对载货类汽车超载部分的计费费率。计重收费政策的执行将有助于提高公司高速公路通行费收入，也能通过控制超

载现象将高速公路交通事故机率和路面损害情况大幅下降，从而减轻超载车辆带来的公路养护成本增加。跟踪期内，公司高速公路收费标准无变化。

高速公路养护

根据《2007年的湖南省高速公路养护管理办法（试行）规定》，湖南省高速公路养护工作实行“统一规划，分级管理，综合考核，依法监管”。公司承担行业管理职责和监督职能，各高速公路运营单位具体负责所辖路段高速公路养护工作。按照运营路段的性质，还贷性高速公路养护工程计划报公司审核汇总报湖南省交通厅、湖南省财政厅批准；经营性高速公路养护工程计划报经营公司或董事会批准，报公司备案。根据省交通厅下达的各年度还贷性高速公路养护经费实施计划，还贷性高速公路的维修保养经费实行包干使用，一般来说，每年的养护经费约占前一年度通行费收入的10.00%。2014~2016年，公司高速公路养护费用分别为8.99亿元、11.69亿元和9.79亿元；2017

年前三季度，公司高速公路养护费用3.80亿元。

对于通车年份较长的高速公路，如有大型修复或改建路段，公司将其作为独立的项目立项上报湖南省交通厅、省发展和改革委员会；建设资金来源为：资本金25%，其余申请银行贷款解决。

在建高速公路情况

截至2017年9月底，公司在建的主要高速公路项目有15个，全部是政府还贷性项目，由公司本部负责运营；总建设里程为890.82公里，概算投资额合计701.30亿元；截至2017年9月底已累计完成投资544.60亿元，计划陆续于2017~2020年通车。资金筹措方面，政府还贷性高速公路项目的建设资金主要来源于中央预算内资金（含国债、车购税资金）、湖南省财政预算内资金、湖南省交通规费资金、公司自筹资金、银行贷款等；截至2017年9月底，在建政府还贷性项目累计到位资金373.62亿元，占项目投资总额的53.28%。

表5 截至2017年9月底公司在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	开工时间	通车时间	建设里程	总投资	截至2017年9月底累计已投资	2018年拟投资	2019年拟投资
永吉高速	2013.11	2017	84.49	94.47	114.98	--	--
洞庭湖大桥	2012.8	2017	2.39	--	--	--	--
益娄高速	2014	2017	105.93	83.78	79.80	--	--
桑张高速	2014	2018	46.95	53.93	50.25	1.48	--
武靖高速	2014	2018	72.06	69.15	62.64	0.97	--
益马高速	2015	2018	57.9	47.27	41.31	3.20	--
炎汝高速（连接广东剩余路段）	2010.7	2017	18.99	--	--	--	--
马安高速	2015	2019	67.41	58.93	42.84	12	2.02
南益高速	2015	2019	86.37	79.97	64.46	6.25	4.50
莲花冲至株洲公路改建工程	2015	2018	50.38	30.04	27.13	2.49	--
张花高速连接线	2015	2018	118.27	15.29	8.54	7.31	--
龙琅高速	2016	2020	75.00	84.84	28.53	25	17
长沙至益阳高速公路扩容工程	2016	2019	49.8	77.97	19.11	30	17.17
洞新高速良山连接线	2016	2018	6.98	1.07	0.99	--	--
新溆高速大熊山连接线	2016	2018	47.9	4.59	3.02	1.07	--
合计			890.82	701.30	544.60	89.77	40.69

资料来源：公司提供

注：洞庭湖大桥、炎汝高速（连接广东剩余路段）尚未出具最新预算审批文件，投资金额已包含在其所属主路段投资总额中。

拟建项目

截至 2017 年 9 月底，公司拟建项目 6 个，
拟建里程合计 281.12 公里，总投资概算约 271.46

亿元；均拟于 2017 年开工建设，2020 年建成通车。项目建设资金来源待定。

表 6 截至 2017 年 9 月底公司拟建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	建设里程	总投资	预计工期
祁东归阳至常宁蓬塘公路	32.12	31.60	2017-2020
江背至干杉	20.00	23.00	2017-2020
宁乡至韶山高速公路	43.00	47.31	2017-2020
平江至伍市高速公路	94.00	85.00	2017-2020
伍市至益阳高速公路	86.00	76.00	2017-2020
城陵矶高速公路	6.00	8.55	2017-2020
合计	281.12	271.46	--

资料来源：公司提供

整体看，公司在、拟建项目待投资规模较大，公司面临一定资本支出压力；但考虑到公司在建高速公路均为还贷性高速公路项目，在项目资本金筹措及债务偿还等方面拥有财政厅和交通厅的有力支撑。同时“二纵五横”的湖南省高速公路骨架路网布局基本完成，未来随着路网和路况的完善，湖南省及周边地区的交通需求更趋旺盛，长远来看，公司所投资的高速公路项目具有较好的发展前景。

3. 其他业务

公司收入中除通行费以外的营业收入主要来自投资集团和财务公司。2008 年底，在成立广信公司的基础上，公司整合湖南省高速百通建设投资有限公司、湖南省高广投资有限公司、湖南高速实业有限公司等优质资产，报请省政府批准组建了湖南省高速公路投资集团有限公司，投资集团注册资本 6.00 亿元，为公司全资子公司。2014 年，省交通运输厅对财务公司的股权进行了调整，调整后公司对财务公司直接持股 60%，通过投资集团间接持股 25%，财务公司注册资本 10.00 亿元，为公司的控股子公司。

公司除通行费以外的其他收入以商品销售收入、房地产销售收入和工程收入为主。商品

销售收入主要来自于投资集团的建材销售收入。

2016 年及 2017 年 1~9 月，商品销售收入分别为 1.77 亿元、0.45 亿元。由于公司建材销售方面无明显优势，投资集团近年开始调整战略规划，将逐步缩小建材销售业务的规模。

工程业务方面，投资集团下属子公司湖南省高速百通建设投资有限公司等开展了通信电缆等配套工程、道路建设、改建和维护等业务，2016 年实现收入 7.92 亿元。另外，投资集团下属公司还从事了房地产开发业务，在开发楼盘主要为金色溪泉湾项目，该项目为高档住宅项目，规划建筑面积 58.05 万平方米，目前仍在建设中；截至 2017 年 9 月底该项目已销售面积 19.02 万平方米，累计实现销售收入 13.20 亿元，待售面积 2.15 万平方米。

整体看，跟踪期内，公司非核心业务收入有所下降，未来业务规模或将逐步缩小。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年度财务报表，信永中和会计师事务所有限责任公司对该财务报告进行了审计，并出具了带强调事项的标准无保留意见

的审计结论。强调事项为根据湘财建【2009】100号文件，公司将承建的二级公路相关贷款 10.70 亿元移交湖南省公路建设投资公司，由于上述贷款未办理债务主体变更手续，湖南省公路建设投资公司应按公司还本付息进度相等金额给公司。截至 2016 年底，湖南省公路建设投资公司尚未支付公司债务本息为 5.37 亿元。该强调事项不影响已发表审计意见。公司提供的 2017 年三季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2016 年公司合并范围新增湖南省高速公路基金管理有限公司，为新设子公司，注册资本 1000.00 万元，尚未实现营业收入；减少湖南省高速公路机电建设开发有限公司 1 家，系公司对无业务收入子公司的处置。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响很小，财务数据连续可比性强。2015 年，公司根据政府相关批复对政府还贷性高速公路折旧政策进行了变更，并对 2014 年期初、期末资产负债科目和 2014 年利润表科目进行了追溯调整，本报告 2014 年数据使用追溯调整后数据。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 4007.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益 5.68 亿元，永续债 40.00 亿元）1257.52 亿元；2016 年公司实现营业收入 123.14 亿元，利润总额 86.34 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 4220.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益 5.45 亿元、永续债 45.00 亿元）合计 1296.10 亿元；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 94.39 亿元，利润总额 23.02 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产合计 4007.37 亿元，同比增长 3.26%；其中非流动资产占 92.23%，流动资产占 7.77%。公司资产构成以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 311.35 亿元，同比大幅下降 44.54%，主要来自货币资金、应收账款和其他应收款的减少。流动资产构成以货币资金（占 26.55%）、应收账款（25.69%）和其他应收款（34.89%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 82.67 亿元，同比下降 41.70%。货币资金构成以银行存款为主，占 96.79%；其他货币资金占比 3.18%，其中 2.50 亿元为公司下属湖南高速集团财务有限公司存放中央银行款项，使用受限。根据《湖南省高级人民法院民事判决书》（【2016】湘民初字第 15 号），冻结银行存款 0.30 亿元，目前公司已经启动上诉程序。

截至 2016 年底，公司应收账款 79.99 亿元，同比下降 23.58%，主要是省交通厅根据还款计划偿还以前年度款项所致。从账龄看，1 年以内占 54.46%、1~2 年占 0.55%、2~3 年占 0.37%、3 年以上占 44.62%；其中湖南省交通厅欠款合计 75.20 亿元（公司已计提坏账准备 1.03 亿元），占应收账款原值的 92.81%。湖南省交通厅对公司应收账款的回款安排¹已确定，回收风险较低。

公司其他应收款主要是应收湖南省交通厅核准尚未下拨的资金、公司往来款等。截至 2016 年底，公司其他应收款账面原值为 109.97 亿元，净额为 108.63 亿元，同比大幅下降 59.15%，系公司收回对湖南省交通厅部分其他应收款以及项目建设超概支出经工程审计转入固定资产所致。从账龄看，1 年以内占 23.25%、1~2 年占 3.34%、2~3 年占 11.25%、3 年以上占 62.16%；从欠款单位看，其他应收款前 5 名欠款单位主要为湖南省交通厅（应收湖南省交通厅账面原值 59.85 亿元，其中计提坏账准备 1.00 亿元）及地方高速公路投资主体，其他应收款回收风险较小。

¹ 根据湖南省交通厅出具的文件，湖南省交通厅应在 2013~2028 年间共计拨付公司 179.79 亿元资金，平均每年约 11 亿元，其中 2013 年、2020~2028 年安排的金额较大。

表7 截至2016年底其他应收款前5名
(单位:亿元、%)

单位名称	金额	账龄	占比
湖南省交通运输厅	59.85	3年以内及 3年以上	54.43
湖南省东常高速公路建设开发公司	27.81	1年以内	25.29
湖南省公路建设投资有限公司	5.37	3年以内及 3年以上	4.88
沪昆高速公路潭市互通工程建设项目部	7.89	3年以内及 3年以上	7.17
湖南利联安邵高速公路开发有限公司	3.03	1年以内	2.75
合计	103.94	--	95.43

资料来源:审计报告

截至2016年底,公司存货合计20.45亿元,同比下降23.97%,系子公司湖南省高速投资集团有限公司的子公司湖南尚上建设开发有限公司于2016年底被划出所致。公司存货主要由房产开发项目构成,截至2016年底合计19.93亿元,占比97.46%。公司未计提存货跌价准备。

截至2016年底,公司其他流动资产10.31亿元,同比大幅增长581.54%,主要系子公司财务公司业务快速发展,大幅增加贷款发放所致。

非流动资产

截至2016年底,公司非流动资产合计为3696.02亿元,同比增长11.36%。非流动资产结构以固定资产、在建工程和无形资产为主,分别占非流动资产的71.45%、22.35%和4.00%。

公司长期股权投资主要是对湖南长益(宁衡)高速公路有限公司等湖南省高速公路的参股及对现代投资股份有限公司、湖南省广信创业投资基金有限公司等公司的投资。截至2016年底为29.12亿元,同比增长5.66%,增加主要因为公司根据权益法核算确认了按照份额应享有联营企业现代投资本年实现的利润。

截至2016年底,公司固定资产账面原值2650.93亿元,累计折旧10.25亿元,账面净值2640.68亿元,同比增长35.01%,主要系2013年新建成通车项目结束试运营期从在建工程转入及前期部分超概支出经工程审计后转入固定

资产所致。公司固定资产主要是路桥资产,占比99.71%。

公司在建工程主要为在建和未结转的高速公路及南岳衡山国际生态旅游酒店等其他建设项目。截至2016年底,公司在建工程826.05亿元,同比下降26.75%,主要系长沙连接线、怀通高速、洞新高速、耒茶高速、长沙绕城、石华高速、炎汝高速结束试运营期转入固定资产所致。

公司无形资产为长湘、衡桂、桂武、浏醴、娄新、炎汝、醴茶等七条道路资产由湖南省交通运输厅以公允价值(评估价值)注入公司,上述七条道路公允价值高于其路桥资产原值的增值部分。截至2016年底,公司无形资产账面价值147.82亿元,较2015年底减少17.23亿元,主要系建设成本增加,原评估溢价减少所致。

公司其他非流动资产主要是2011年子公司投资集团委托中诚信托公司、渤海信托公司、西安国际信托公司、长沙建设银行长沙金星支行发放的委托贷款,截至2016年底,其他非流动资产28.35亿元。

截至2017年9月底,公司合并资产总额4220.50亿元,较2016年底增长5.32%,主要来源于固定资产、在建工程、货币资金和其他应收账款的增长。其中,流动资产占8.23%,非流动资产占91.77%,流动资产占比有所下降,但资产结构仍以非流动资产为主。

截至2017年9月底,公司流动资产347.42亿元,较2016年底增长11.59%。截至2017年9月底,公司货币资金111.46亿元,较2016年底增长34.83%;其他应收款118.69亿元,较2016年底增长9.26%。截至2017年9月底,公司非流动资产3873.08亿元。其中固定资产2655.98亿元,较2016年底增加15.30亿元,主要系在建工程中怀化绕城高速转固所致;在建工程986.24亿元,同比增长19.39%,系永吉、龙永、娄衡、益娄等项目持续建设所致。

截至2017年9月底,公司以高速公路收费权质押向银行融资2069.18亿元,以收费权质押

涉及的资产金额合计约为 3445.77 亿元，占公司资产总额的 81.64%，公司使用权受限的质押资产规模较大。高速公路收费权质押的限制给公司未来融资和资产运营带来一定的风险。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长；公司资产构成以固定资产和在建工程为主；公司应收款项金额较大，对公司资金形成了较大程度的占用，但考虑到欠款单位主要是交通厅及相关单位，应收款项回收风险较低。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 1257.52 亿元。其中实收资本占比 0.79%、资本公积占比 58.07%、其他权益工具（永续债券）3.18%、盈余公积占比 3.79%、未分配利润占 33.71%、其他综合收益占 0.01% 和少数股东权益占比 0.45%。公司所有者权益中资本公积占比大，2016 年新增上级拨入资金 58.27 亿元，稳定性增强，但公司在建项目较多，资本支出较大，资本金到位情况较项目进度存在一定的滞后。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 1296.10 亿元，较 2016 年底增长 3.07%，增加主要来源于资本公积、其他权益工具（永续债）及未分配利润的增长；所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以资本公积为主。

整体看，跟踪期内，公司权益稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 2749.84 亿元，同比增长 0.43%。公司负债结构以非流动负债为主，占 87.80%，流动负债占 12.20%，负债结构与公司项目资金周转期限匹配。

截至 2016 年底，公司流动负债 335.43 亿元，同比下降 4.38%；构成以短期借款（占 15.86%）、一年内到期的非流动负债（占 66.59%）和其他应付款（占 9.75%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 53.20 亿元，

同比下降 37.91%，系公司调整负债结构，减少短期借款所致；其他应付款 32.70 亿元，同比增长 8.24%，以保证金及往来款为主，一年以内的其他应付款占比 70.95%。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 223.35 亿元，主要为一年内到期的长期借款（占 12.07%）和应付债券（占 86.50%）。其他流动负债 16.22 亿元，其中超短期融资券 15.23 亿元，已调整至短期债务核算；其他为公司下属湖南高速集团财务公司吸收成员单位存款 0.99 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 2414.42 亿元，以长期借款和应付债券为主，分别占非流动负债的 82.36% 和 15.41%。

截至 2016 年底，公司长期借款 1988.55 亿元，系公司调整债务结构，债务期限与工程项目进展、在建工程匹配度增加所致；长期借款以公司下辖高速公路及其收费权作为质押物的质押借款为主（占比 90.91%）。

截至 2016 年底，公司应付债券 372.00 亿元，同比下降 19.45%，系部分债券到期兑付或调整至一年内到期的非流动负债所致。截至 2016 年，公司长期应付款 32.09 亿元，同比下降 49.93%，系大部分融资租赁款解付所致；剩余融资租赁款项已调整至长期债务核算。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 2684.67 亿元，同比增长 0.89%；其中短期债务占 10.88%，长期债务占 89.12%，公司债务结构以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.62%、68.10% 和 65.55%，较 2015 年底均有所下降。若将永续债 40.00 亿元计入长期债务，截至 2016 年底公司全部债务 2724.67 亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.50% 和 66.01%。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额 2924.40 亿元，较 2016 年底增长 6.35%，增长主要来自银行长短期借款及短期融资券等其他流动负债。截至 2017 年 9 月底公司短期借款 89.17 亿

元,较 2016 年底增长 67.61%;其他应付款 28.24 亿元,较 2016 年底下降 13.66%;一年内到期的非流动负债 213.05 亿元,较 2016 年底下降 4.61%;其他流动负债 81.07 亿元,较 2016 年底增长 399.87%,系发行短期融资券和超短期融资券所致;长期借款 2182.78 亿元,同比增长 9.77%;应付债券 277.00 亿元,同比下降 25.54%,系部分一年内到期应付债券及利息转入“一年内到期的非流动负债”科目所致。

截至 2017 年 9 月底,公司有息债务合计 2869.54 亿元,较 2016 年底增长 6.89%。其中长期债务占 86.66%,短期债务占 13.34%;公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.29%、68.89%和 65.74%,较上年底均有所上升。若将永续债计入有息债务,截至 2017 年 9 月底,公司有息债务 2914.54 亿元,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.97%和 66.93%。

总体看,跟踪期内,公司债务规模持续扩张,债务结构以长期债务为主,整体债务负担重,但考虑到湖南省政府对还贷性项目借款偿付的支持,公司实际债务负担低于账面值。从未来发展看,公司在建和拟建高速公路项目在未来几年投资规模仍较大,且公司新建高速公路车流量仍有待培育,仍存在较大融资需求。

4. 盈利能力

2016 年公司实现营业收入 123.14 亿元,同比增长 8.20%。其中车辆通行费收入为公司收入的主要来源,2016 年为 101.14 亿元,占营业收入的 82.13%,主营业务突出;其他板块业务收入在营业收入中占比较小,是公司收入的有效补充。2016 年公司营业成本 27.50 亿元,同比增长 6.11%,低于营业收入增幅。

随经营规模扩张,公司期间费用持续增长。受公司负债规模较大影响,期间费用中财务费用占比较大。2016 年公司期间费用 124.60 亿元,其中财务费用占 89.57%,同比增长较多系 2013 年新建成高速公路结束试运行,2016 年项目融

资资本化利息在报告期内体现在财务费用所致。2016 年期间费用占营业收入的 101.19%,公司期间费用对利润侵蚀显著。

公司投资收益主要来源于对现代投资等长期股权投资的投资收益,2016 年实现 4.53 亿元,同比增长 31.76%。根据湘财建函【2016】38 号文件,2016 年湖南省财政厅安排 110.00 亿元政府债券置换补贴,专项用于公司清理锁定的存量债务,计入“营业外收入”。受当年度政府补贴收入大幅提高影响,2016 年公司利润总额 86.34 亿元,同比增长 126.75%。利润总额对营业外收入依赖性强。

从主要盈利指标看,2016 年,公司营业利润率 77.33%,较 2015 年增长 0.64%,总体保持在较高水平。受益于当年政府补贴大幅增长,公司总资产规模增加,考虑到期间费用对利润的侵蚀,公司总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平,2016 年分别为 5.00%和 6.84%。总体看,公司整体盈利能力偏弱。

2017 年 1~9 月,公司合并口径实现营业收入 94.39 亿元,为 2016 年全年的 76.65%;营业外收入 16.00 亿元,主要为政府补助;公司利润总额 23.02 亿元,利润总额对政府补助依赖性强;2017 年 1~9 月,公司营业利润率为 89.15%,较 2016 年全年有所增长。

总体看,跟踪期内,公司营业收入和利润总额规模稳步增长,期间费用率过高,公司利润总额对政府补助依赖性强。未来随着公司在建高速公路的逐步建成通车,以及已通车高速公路车流量的不断增长,公司整体收入水平及盈利规模有望提升。

5. 现金流及保障

从经营活动看,2016 年,公司经营活动现金流入为 125.16 亿元,较 2015 年上升 27.40%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为 110.79 亿元,现金收入比为 89.98%,较 2015 年上升 13.42 个百分点,系当年通行费收入上缴财政后提前返还所致;公司收到其他与经营活动有关

的现金为 14.37 亿元，主要是利息收入、未结算往来款等。2016 年，公司经营活动现金流出为 62.32 亿元，较 2015 年上升 47.10%。其中购买商品、接受劳务支付的现金为 23.43 亿元；公司支付其他与经营活动有关的现金为 26.50 亿元，主要为支付与其他单位的往来款。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 62.84 亿元。

从投资活动看，2016 年，公司投资活动现金流入为 42.09 亿元，较 2015 年大幅增长 672.41%，主要系当年投资业务量快速增长、投资收回的现金大幅增加所致；投资活动现金流出 289.76 亿元，较 2015 年下降 14.65%，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金下降。公司投资活动产生的净现金流为-247.66 亿元。随着公司在建、拟建项目的继续投入，未来公司投资活动现金流净额仍将保持较大规模的负值。

随着在建项目的推进，为了满足庞大的投资资金需求以及偿还到期债务，公司直接融资及间接融资的力度较大，2016 年公司筹资活动现金流入 751.34 亿元。主要为银行借款、发行债券收到的现金以及政府拨付的建设资金和项目建设暂借款（含债务置换资金 110 亿元）。债务规模较大也导致了公司偿还债务及利息支付的现金量较多，2016 年公司筹资活动现金流出量为 626.71 亿元，主要为偿还债务、偿付利息支付的现金。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 124.62 亿元。

2017年1~9月，公司经营活动产生现金流量净额为57.16亿元，投资活动产生的现金流量净额为-160.74亿元，当期公司持续较大规模筹资活动，筹资活动产生现金流量净额为133.11亿元。

从未来发展看，随着交通流量的增加、在建工程的投入运营，预计公司整体盈利规模和经营活动现金流量将得到提升；公司在建和拟建高速公路项目在未来几年投资规模仍较大，且公司偿还借款规模大，在资本金筹措方面，虽然拥有财政厅和交通厅的有力支撑，但要保

证资金平衡，预计公司对债务融资的依赖程度依然很大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 92.82% 和 86.72%，同比分别下降 67.14 个、65.58 个百分点。截至 2016 年底，公司现金类资产为 82.89 亿元，为同期短期债务 292.02 亿元的 0.28 倍；同期经营现金流对流动负债比为 18.74%，对流动负债保障能力较弱。2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率有所下降，分别为 83.08% 和 78.24%；公司现金类资产为 111.46 亿元，为同期短期债务 382.70 亿元的 0.29 倍。整体看，公司存在较大短期偿债压力。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 196.59 亿元，同比增长 76.17%；全部债务/EBITDA 为 13.66 倍，较 2015 年下降幅度较大。2016 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.31 倍，EBITDA 对全部债务及利息支出的保障能力较弱。考虑到省政府对收费还贷性高速公路本息偿付的支持，以及公司获得政府拨付的高速公路项目建设资金具有一定持续性，公司整体债务偿还能力尚可。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保余额为 3.80 亿元，担保比率为 0.29%，被担保方包括湖南环达公路桥梁建设总公司、湖南尚上公路桥梁建设有限公司、湖南交通职业技术学院等交通系统内单位及湖南远洋运输公司，公司与交通系统外的被担保方已签订反担保协议。整体看，公司或有负债风险较小。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得各商业银行等金融机构授信额度合计 4636.35 亿元，尚未使用额度 1413.25 亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（未包含子公司信用信息）显示，截至 2018 年 1 月 31 日，

公司无未结清不良信贷信息记录，存在 10 笔已结清不良类和关注类贷款。根据中国邮政储蓄银行湖南省分行直属支行出具的说明，公司与该行有着长期的合作关系，信用情况良好，已结清贷款的还本付息情况均正常，无逾期或拖欠情况。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及湖南省政府和交通厅对于公司的各项支持等的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

公司于 2017 年 9 月发行短期融资券“17 湘高速 CP001” 20.00 亿元。截至 2017 年 9 月底，公司现金类资产为 111.46 亿元，为“17 湘高速 CP001”发行总额的 5.57 倍。2016 年，公司经营现金流入量、净流量分别为 125.16 亿元、62.84 亿元，分别为“17 湘高速 CP001”发行总额的 6.26 倍、3.14 倍。2016 年，公司 EBITDA 为 196.59 亿元，为“17 湘高速 CP001”发行总额的 9.83 倍。公司现金类资产、经营活动现金流及 EBITDA 对“17 湘高速 CP001”的保障能力较强。

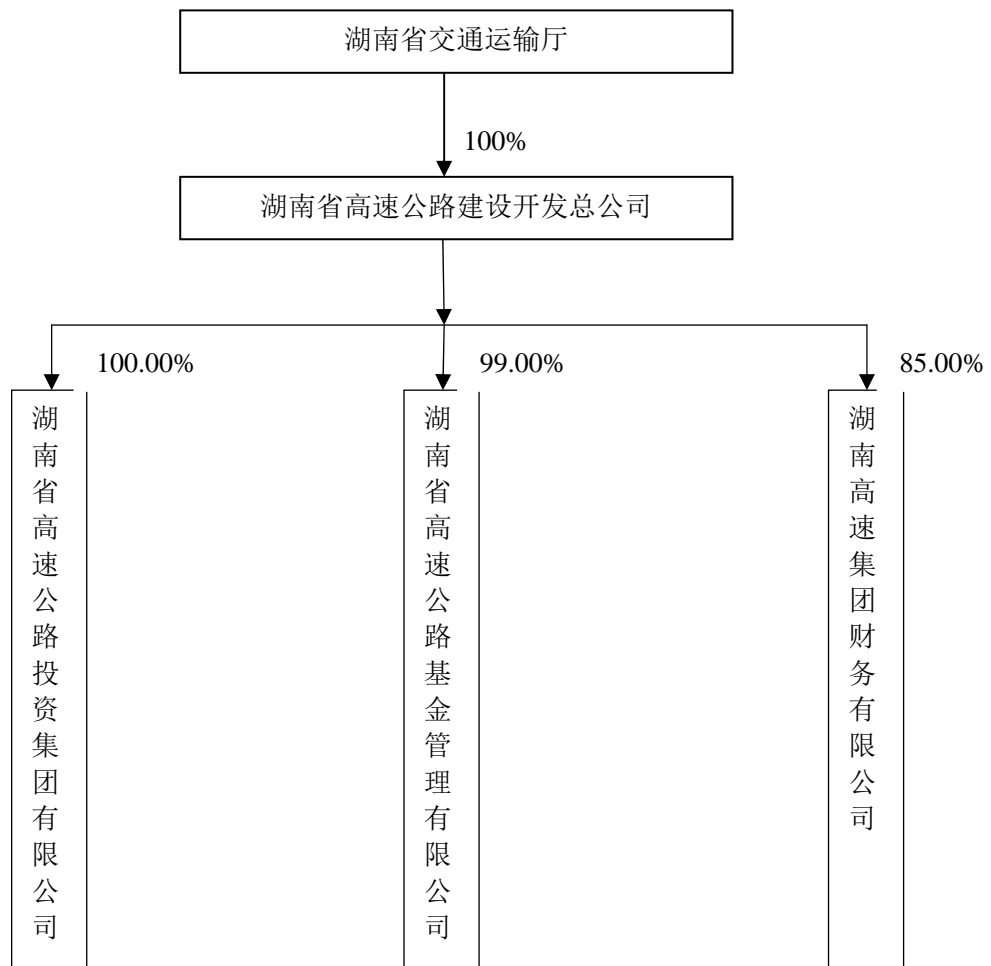
此外，2017 年 9 月底以来，公司于 2017 年 12 月发行“17 湘高速 SCP003”（30 亿元）、“17 湘高速 SCP004”（30 亿元）两支超短期融资券；于 2018 年 2 月发行“18 湘高速 SCP001”（10 亿元）。若同时考虑上述三只超短期融资券，则 2017 年 9 月底，公司现金类资产为上述短期及超短期融资券发行总额（90 亿元）的 1.24 倍。2016 年，公司经营现金流入量、净流量分别为上述短期及超短期融资券发行总额（90 亿元）的 1.39 倍、0.70 倍。2016 年，公司 EBITDA 为上述短期及超短期融资券发行总额（90 亿元）的 2.18 倍。

总体看，公司现金类资产、经营活动现金流及 EBITDA 对“17 湘高速 CP001”的保障能力较强。

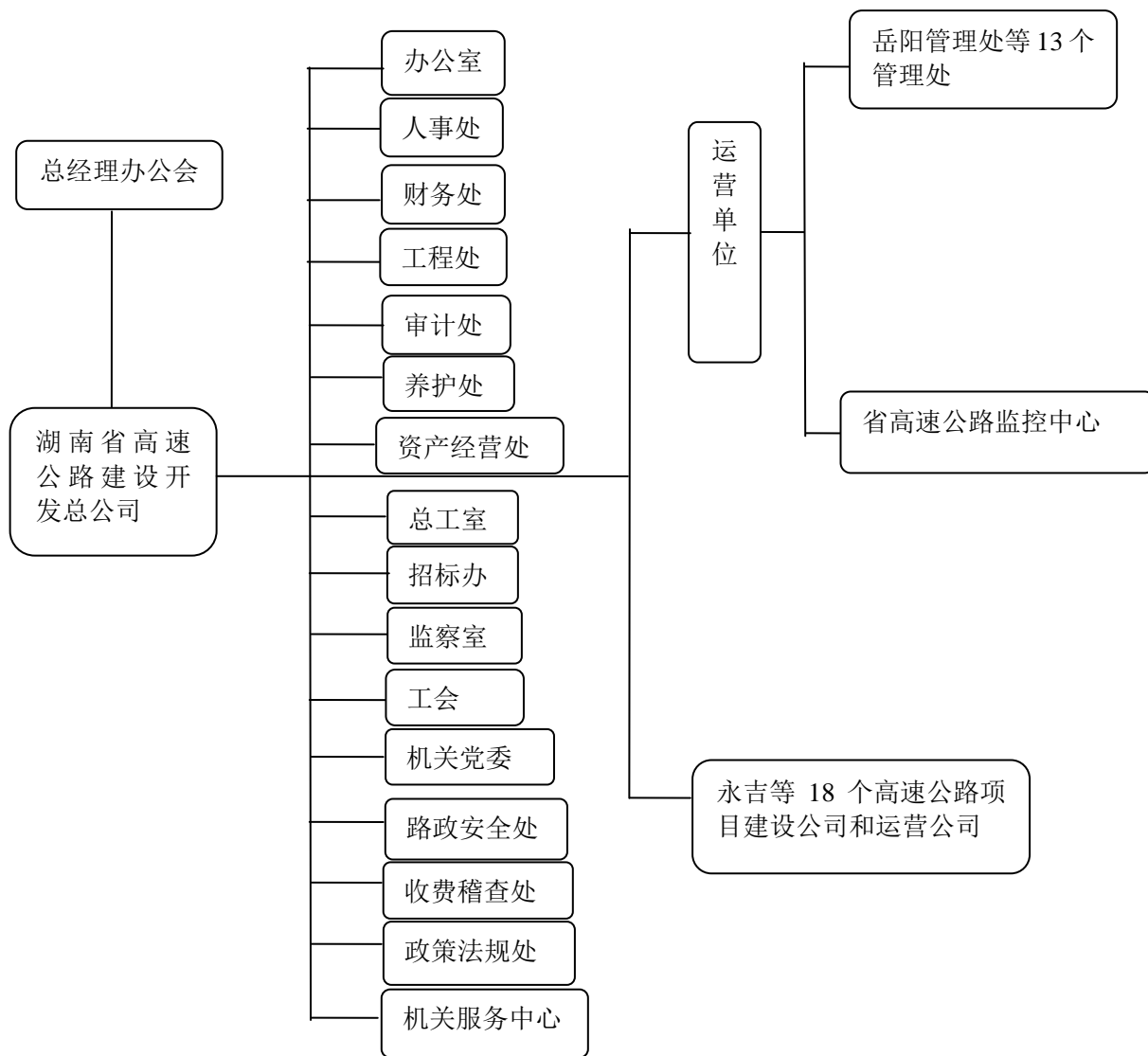
十一、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“17 湘高速 CP001”的信用等级为 A-1。

附表 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	79.92	144.21	82.89	111.46
资产总额(亿元)	3560.83	3880.86	4007.37	4220.50
所有者权益(亿元)	1083.16	1142.35	1257.52	1296.10
短期债务(亿元)	358.56	305.54	292.02	382.70
长期债务(亿元)	2020.73	2355.37	2392.64	2486.83
全部债务(亿元)	2379.29	2660.91	2684.67	2869.54
营业收入(亿元)	92.45	113.80	123.14	94.39
利润总额(亿元)	50.07	38.08	86.34	23.02
EBITDA(亿元)	74.05	111.59	196.59	--
经营性净现金流(亿元)	50.31	55.88	62.84	57.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.85	1.07	1.33	--
存货周转次数(次)	1.18	0.98	1.16	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	104.87	76.56	89.98	83.73
营业利润率(%)	67.52	76.69	77.33	89.15
总资本收益率(%)	2.08	2.88	5.00	--
净资产收益率(%)	4.57	3.32	6.84	--
长期债务资本化比率(%)	65.10	67.34	65.55	65.74
全部债务资本化比率(%)	68.72	69.96	68.10	68.89
资产负债率(%)	69.58	70.56	68.62	69.29
流动比率(%)	98.54	159.96	92.82	83.08
速动比率(%)	92.43	152.30	86.72	78.24
经营现金流动负债比(%)	11.75	15.91	18.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	32.13	23.85	13.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.52	0.65	1.31	--

注：1、公司 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；2、其他流动负债中短期融资券计入短期债务；长期应付款中有息部分计入长期债务；3、2014 年数据采用公司 2015 年会计政策变更后追溯调整数据。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，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	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息