

信用等级公告

联合[2018] 1333 号

联合资信评估有限公司通过对湖南省高速公路建设开发总公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“10 湘高速债/10 湘高速”“14 湘高速 MTN001”“15 湘高速 MTN001”“15 湘高速 MTN002”“16 湘高速 MTN001”信用等级为 AAA，“17 湘高速 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十六日



湖南省高速公路建设开发总公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
10湘高速债/10湘高速	28.00 亿元	2020/04/08	AAA	AAA
14湘高速 MTN001	29.00 亿元	2019/11/07	AAA	AAA
15湘高速 MTN001	20.00 亿元	2020/04/24	AAA	AAA
15湘高速 MTN002 ¹	20.00 亿元	~	AAA	AAA
16湘高速 MTN001 ²	20.00 亿元	~	AAA	AAA
17湘高速 CP001	20.00 亿元	2018/09/05	A-1	A-1

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018年6月26日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	144.21	82.89	132.48	123.47
资产总额(亿元)	3880.86	4007.37	4245.28	4372.24
所有者权益(亿元)	1142.35	1257.52	1362.97	1374.55
短期债务(亿元)	305.54	292.02	450.22	511.12
长期债务(亿元)	2355.37	2392.64	2363.14	2401.00
全部债务(亿元)	2660.91	2684.67	2813.36	2912.12
营业收入(亿元)	113.80	123.14	137.71	35.52
利润总额(亿元)	38.08	86.34	8.51	11.62
EBITDA(亿元)	111.59	196.59	133.47	--
经营性净现金流(亿元)	55.88	62.84	94.62	26.31
营业利润率(%)	76.69	77.33	77.77	83.99
净资产收益率(%)	3.32	6.84	0.52	--
资产负债率(%)	70.56	68.62	67.89	68.56
全部债务资本化比率(%)	69.96	68.10	67.36	67.93
流动比率(%)	159.96	92.82	46.58	38.56
经营现金流动负债比(%)	15.91	18.74	18.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.85	13.66	21.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.65	1.31	0.86	--

注：2018年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中(超)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。

分析师

文 中 张建飞

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

¹ 永续中期票据，公司赎回前长期存续

² 永续中期票据，公司赎回前长期存续

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；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”）也关注到公司债务负担重，短期偿债压力大，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EBITDA和经营活动现金流入量对存续期内债券单年最高偿还额度保障程度较高。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“10湘高速债/10湘高速”

“14湘高速MTN001”“15湘高速MTN001”“15湘高速MTN002”“16湘高速MTN001”的信用等级为AAA，“17湘高速CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

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。
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。跟踪期内持续得到湖南省政府在资本金注

- 入、政府债务置换等方面的有力支持。
3. 跟踪期内，公司所辖高速公路路网效应进一步显现，通行费收入规模持续增长。

关注

1. 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。
2. 公司有息债务持续增长，债务负担重，存在一定集中兑付压力，短期偿债压力大。
3. 公司财务费用较高，整体盈利能力偏弱。
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（以下简称“公司”）相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本及实际控制人均未发生变化，公司股东由湖南省交通运输厅变更为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会；截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 99597.00 万元，实际控制人仍为湖南省人民政府（附件 1-1）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内部设办公室、人事处、财务处、审计处、养护处、资产经营处等 16 个职能部门（附件 1-2）。

截至 2017 年底，公司资产总额 4245.28 亿元，所有者权益 1362.97 亿元（其中少数股东权益 5.42 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 137.71 亿元，利润总额 8.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 4372.24 亿元，所有者权益 1374.55 亿元（其中少数股东权益 5.34 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.52 亿元，利润总额 11.62 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、债券概况与募集资金使用情况

截至本报告出具之日，联合资信所评公司存续期内相关债券余额合计 137.00 亿元。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
10 湘高速债/10 湘高速	28.00	2020/04/08	5.25/5.50
14 湘高速 MTN001	29.00	2019/11/07	5.20
15 湘高速 MTN001	20.00	2020/04/24	5.43
15 湘高速 MTN002	20.00	~	4.92
16 湘高速 MTN001	20.00	~	3.84
17 湘高速 CP001	20.00	2018/09/05	4.60
合计	137.00	--	--

资料来源：联合资信整理

注：“10 湘高速债/10 湘高速”内含发行人调整票面利率条款，2010 年 4 月 8 日至 2015 年 4 月 7 日票面利率为 5.25%，2015 年 4 月 8 日至到期兑付日为 5.50%；“15 湘高速 MTN002”“16 湘高速 MTN001”内含延期条款，公司赎回前长期存续。

跟踪期内，公司已按期支付上述债券利息，上述债券募集资金均已按指定用途全部使用完毕；除“15 湘高速 MTN001”“17 湘高速 CP001”全部用于偿还公司债务外，上述募集资金均用于项目建设；其中“10 湘高速债/10 湘高速”募投项目衡阳至临武高速公路项目已于 2012 年建成通车，“14 湘高速 MTN001”募投项目武靖、张桑高速已于 2017 年底建成通车，“15 湘高速 MTN002”募投项目益娄高速已于 2017 年底建成通车，“16 湘高速 MTN001”募投项目马安、南益高速预计 2018 年底建成通车。

“10 湘高速债/10 湘高速”内含回售和调整票面利率条款，已于 2015 年 4 月 8 日起将票面利率调整由 5.25% 调整为 5.50%。“15 湘高速 MTN002”“16 湘高速 MTN001”为永续中期票据，跟踪期内，上述永续中期票据均未到行权日，尚未行使特殊条款。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8

万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿

元)和进口总值(12.5万亿元)同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(56.3%)较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。

此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1、高速公路行业

2017年，中国高速公路通车里程及投资规模保持较快增速，未来投资需求仍较大。

根据交通运输部发布的《2017年交通运输行业发展统计公报》，2017年底中国高速公路通车里程达13.65万公里，比上年末增加0.65万公里；国家高速公路10.23万公里，同比增加0.39万公里。截至2017年底，全国公路总里程达477.35万公里，比上年末增加7.82万公里，公路密度49.72公里/百平方公里，同比提高0.81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2.86%，同比提升0.07个百分点。

2017年全年完成公路建设投资21253.33亿元，比上年增长18.2%。其中，高速公路建设完成投资9257.86亿元，增长12.4%，增速较2016年(3.6%)明显提升。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，2017年占公路建设投资的43.56%。

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。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，指出到2020年，高速公路建成里程达15万公里，加快推进国家高速公路网建设，尽快打通国家高速公路主线待贯路段，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。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大规模投资来推动。

2017年，受高铁等分流影响，公路客运指标延续上年下降趋势；受益于宏观经济向好，货运指标增幅明显。

公路运输经济运行状况与GDP增速、供需等高度相关。2017年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续2016年下滑趋势，货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长且增速进一步提升。2017年完成营业性客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，同比分别下降5.6%、4.5%；完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，同比分别增长10.3%、9.3%，延续上升趋势且增幅提升明显。

高速公路行业受政策影响大，收费公路专项债的发行及未来将出台的收费公路管理条例对缓解公路建设企业投资压力等有积极意义。

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，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。

2017年7月，地方政府收费公路专项债券出台，是地方政府为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的创新专项债券品种。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。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。

2、区域经济环境

湖南省经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长；2017年湖南省一般公共预算和基金收入持续增长，财政实力较强；公司外部发展环境良好。

公司是湖南省重要的高速公路建设及运营主体，湖南省区位优势及区域经济发展规划对公司影响较大。

根据《湖南省2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年湖南省地区生产总值34590.6亿元，同比增长8.0%。其中，第一产业增加值3690.0亿元，同比增长3.6%；第二产业增加值14145.5亿元，同比增长6.7%；第三产业增加值16755.1亿元，同比增长10.3%。三次产业结构为10.7：40.9：48.4，三产占比进一步增加。完成固定资产投资（不含农户）31328.1亿元，同比增长13.1%；其中基础设施投资8517.4亿元，同比增长15.9%。

2017年湖南省客货运输换算周转量5367.0亿吨公里，同比增长6.2%；其中公路货物周转量4318.6亿吨公里，同比增长6.1%。公路旅客周转量526.6亿人公里，同比下降8.7%。截至2017年底，湖南省公路通车里程24.0万公里，同比增长0.6%；其中高速公路通车里程6418.5公里，较上年增加338.5公里。根据湖南省交通运输工作会议精神，“十三五”期间，湖南省计划高速公路投资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。

2017年，湖南省一般公共预算收入4565.7亿元，同比增长7.4%；地方收入2756.7亿元，同比增长4.9%，其中税收收入1758.8亿元，同比增长18.7%。一般公共预算支出6857.7亿元，同比增长8.2%，财政自给率有所下滑。全省政府性基金收入1282.4亿元（同比增长22.96%），

加上中央补助、专项债务收入合计2375.5亿元。截至2017年底，全省地方政府债务余额7756亿元，当年新增债券623.4亿元，中央核定债务限额7887.3亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司区域垄断优势进一步增强，持续获得政府在债务置换、资金补助等方面的大力支持。

跟踪期内，公司控股股东变更为湖南省国资委，实际控制人仍为湖南省人民政府，对公司经营无影响。截至2018年3月底，公司管辖的高速公路里程4579.94公里（合并口径），占全省通车里程的70.68%，垄断优势进一步增强。

2017年，公司收到政府拨付资金合计199.88亿元，其中98.42亿元计入“资本公积”，74.46亿元冲减“应收账款及其他应收款”，27.00亿元计入“营业外收入-政府补助”；2018年1季度，公司收到政府补助资金8.00亿元，计入“营业外收入”。截至2018年3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”。2017年，公司收到政府债务置换161.88亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码G10430102002507103），截至2018年6月7日，公司不存在未结清的关注类信贷信息。公司有10笔已结清的不良和关注类贷款，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制及制度无变化，多位高级管理人员履新，上述变化对公司经营及偿债能力影响较小。

跟踪期内，公司高级管理人员变化较大，总经理、纪委书记、副总经理均履新。

谢立新先生，1960年出生，大学本科，研究员级高级工程师，现任公司党委书记、总经理。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，2006年9月至2017年10月任公司副总经理。2017年10月起任公司党委书记、总经理。

秦朝阳先生，1968年出生，大学本科，现任公司党委委员、纪委书记。历任湖南省未成年人保护委员会办公室专职副主任，湖南省审计厅派出审计十二处副处长、办公室副主任、机关党委专职副书记、经济责任审计三处处长，2017年9月起任公司党委委员、纪委书记。

跟踪期内，公司管理体制及制度无变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，营业收入有所增长，收入构成仍以车辆通行费为主；受部分高速公路恢复通车及正式运营影响，通行费增长较快，非核心业务收入构成变化较大；综合毛利率基本稳定。

2017年，公司实现营业收入137.71亿元，同比增长11.84%。其中车辆通行费收入115.94亿元，占比84.19%，增长较快系以前年度通车高速公路结束培育期正式运营所致。非核心业务收入构成变化较大，其中工程收入大幅下降至0.19亿元，新增委贷收入8.34亿元；同期商品销售收入和房产销售收入分别实现1.21亿元和1.68亿元，同比均有所下降。毛利率方面，2017年公司车辆通行费毛利率81.93%，

同比下降 4.24 个百分点，系当期缴纳水利基金所致；委贷业务主要系当期确认潭衡西高速委托贷款利息收入，毛利率 100.00%；公司综合毛利率同比增长 0.22 个百分点至 77.89%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.52 亿元，其中车辆通行费 33.57 亿元，占比 94.51%；受车辆通行费毛利率增长至 86.13% 影响，当期综合毛利率 84.06%。

表 2 2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	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	101.14	82.13	86.17	115.94	84.19	81.93	33.57	94.51	86.13
商品销售收入	1.77	1.44	15.07	1.21	0.88	10.31	0.07	0.2	-29.06
工程收入	7.92	6.43	9.02	0.19	0.14	30.01	0.09	0.25	-3.17
房产销售收入	1.82	1.48	27.43	1.68	1.22	14.15	0.03	0.08	-146.13
委贷收入	--	--	--	8.34	6.06	100.00	--	--	--
其他	10.81	8.52	60.96	10.35	7.52	33.92	1.76	4.95	57.64
合计	123.14	100.00	77.67	137.71	100.00	77.89	35.52	100.00	84.06

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司高速公路业务持续稳定开展，通车里程及通行费收入均有所增长；在建、拟建项目未来剩余投资规模较大，考虑到政府对资本金的划转支持，压力有所缓解。

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。公司高速公路项目形成了“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，资本金主要来源于政府拨款，项目实现的通行费收入全部用于偿还债务本息，收到的项目资本金和补助资金计入“资本公积”和“营业外收入”；对于经营性项目，由子公司湖南省高速公路投资集团有限公司（以下简称“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。

截至 2018 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路里程为 4579.94 公里（合并口径），占湖南省省内高速公路通车里程的 70.68%。其中，政府还贷性高速公路 4422.86 公里，经营性高速公路 157.08 公里。2017 年，公司炎汝高速剩余路段建成通车，永吉高速、益娄高速、武靖高速和桑张公司新建成通车，合计新增通车里程 339.12 公里。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，目前由现代投资股份有限公司（以下简称“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。

表3 2018年3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	耒茶高速	界化垌-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	东常高速	澧县-常德	131.26	2014.12	国高网(二广县)	30年
39	邵坪高速	邵阳-坪上	35.23	2015.12	地方高速	20年
40	大岳高速	临湘-岳阳	70.41	2015.12	国高网(杭瑞线)	20年
41	龙永高速	龙山-永顺	91.09	2015.12	地方高速	20年
42	京港澳新开连接线	--	3.3	--	地方高速	--
43	娄衡高速	娄底-衡阳	116.88	2016.12	地方高速	20年

44	永吉高速	永顺-吉首	42.00	2017.09	地方高速	20年
45	益娄高速	益阳-娄底	85.57	2017.11	地方高速	20年
46	桑张高速	桑植-张家界	105.93	2017.12	地方高速	20年
47	武靖高速	武冈-靖州	46.95	2017.12	地方高速	20年
48	益马高速	益阳-马迹塘	83.54	2017.12	地方高速	20年
政府还贷性高速公路小计			4422.86	--	--	--
49	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30年
50	新溆高速	新化-溆浦	92.68	2014.12	地方高速	30年
51	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			4579.94	--	--	--

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。

2017年，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）合计74.56万辆/日，同比增长10.14%，系以前年度通车高速公路结束培育期正式运营所致；同期，公司主要路段通行费收入115.94亿元，同比增长20.75%。

2018年1~3月，公司主要高速公路通行费收入合计33.57亿元，占2017年全年的

29.41%；同期，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）为合计77.73万辆/日，高于上年平均水平。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发展、高速公路路网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4 公司主要高速公路通行费收入情况（单位：万元）

路段名称	2016年	2017年	2018年1~3月
莲易高速	1417.94	1929.39	406.63
耒宜高速	97023.28	101469.16	24903.72
临长高速	173147.55	169828.20	39711.94
潭邵高速	85118.98	114816.58	30978.01
衡枣高速	64872.02	65623.28	17122.25
常张高速	38671.34	45506.21	12048.93
衡大高速	6730.54	6916.88	1907.55
邵怀高速	87117.59	95669.36	27052.15
怀新高速	23102.61	24034.41	6814.99
常吉高速	63428.57	81950.67	22090.30
衡炎高速	17616.05	19718.13	6517.50
道贺高速	2625.52	2578.60	1229.34
吉茶高速	30088.36	33187.04	7154.84
吉怀高速	52175.27	59257.44	16844.60
炎睦（炎陵）高速	662.52	619.70	146.26
宁道高速	5487.49	6710.82	2548.12
汝郴高速	6822.00	13520.26	3873.74
郴宁高速	9873.97	13125.07	4349.28
大浏高速	8498.09	9430.09	2528.96
长湘高速	21635.14	26038.73	7048.09
衡桂高速	17419.07	18662.37	7007.49

桂武高速	13045.85	13602.67	5424.16
娄新高速	23762.70	25602.94	7647.28
通平高速	6056.99	9444.84	3491.01
浏醴高速	11281.03	14817.49	5190.98
南岳高速	4603.31	4426.15	1188.01
醴茶高速	19420.07	20655.21	7687.08
长沙绕城高速	8858.91	12356.10	3358.96
怀通高速	13626.48	18663.29	6420.29
张花高速	20673.78	26138.00	6877.10
洞新高速	4601.29	5521.72	2670.03
凤大高速	7668.95	11112.25	3498.10
耒茶高速	4227.95	5949.49	2167.51
石华高速	830.46	931.13	329.36
炎汝高速	6113.62	8123.51	6880.79
怀化绕城	1698.67	2517.40	734.04
新溆高速	11588.03	15546.45	5172.92
龙永高速	2239.92	6785.21	4637.58
邵坪高速	2647.65	3364.65	1063.96
大岳高速	1031.82	3783.40	4470.21
娄衡高速	10.84	4362.71	2415.31
南岳东延线	5.86	805.06	168.18
东常高速	--	54235.42	14876.80
永吉高速	--	953.51	3718.79
益娄高速	--	9.27	1882.53
武靖高速	--	5.78	1162.83
桑张高速	--	9.36	833.21
益马高速	--	--	875.93
合计	977528.08	1180315.40	347127.64

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；②2015年末通车的邵坪高速、龙永高速和大岳高速，2016年通车的娄衡高速，2017年通车的永吉高速、益娄高速、武靖高速、桑张高速，2018年开通的益马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成本；③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；上表列示高速公路为公司及下属子公司自营的高速公路。

表5 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	设计车流量	2016年	2017年	2018年1-3月
莲易高速	6500.00	3407.00	3614.00	3180.00
耒宜高速	42800.00	44676.00	44868.00	44420.00
临长高速	32000.00	70507.00	70521.00	67098.00
潭邵高速	28000.00	58610.00	51945.00	52049.00
衡枣高速	15800.00	37250.00	37029.00	37095.00
常张高速	9900.00	30006.00	32233.00	32281.00
衡大高速	8700.00	13139.00	13061.00	13080.00
邵怀高速	12800.00	25508.00	26370.00	26410.00
怀新高速	11200.00	15921.00	15842.00	15866.00
常吉高速	5100.00	18283.00	20403.00	20434.00

衡炎高速	3200.00	15245.00	15358.00	15412.00
道贺高速	8867.00	5100.00	5009.00	6512.00
吉茶高速	11878.00	26909.00	27257.00	25894.00
吉怀高速	12099.00	24471.00	25131.00	25169.00
炎睦（炎陵）高速	9713.00	3748.00	2915.00	2798.00
宁道高速	9633.00	8341.00	8553.00	9408.00
汝郴高速	7664.00	5060.00	8958.00	9003.00
郴宁高速	7400.00	9034.00	9195.00	9259.00
大浏高速	13983.00	11908.00	11939.00	11951.00
长湘高速	20491.00	12691.00	12763.00	12776.00
衡桂高速	19848.00	7000.00	6807.00	7045.00
桂武高速		8297.00	8177.00	8471.00
娄新高速	13855.00	12998.00	12992.00	13057.00
通平高速	11358.00	12628.00	15049.00	15425.00
浏醴高速	13250.00	11209.00	11699.00	11968.00
南岳高速	11989.00	12178.00	12124.00	11882.00
醴茶高速	4907.00	5600.00	5763.00	6051.00
长沙绕城高速	17921.00	15664.00	16926.00	16946.00
怀通高速	5285.00	38062.00	41739.00	41801.00
张花高速	11641.00	16720.00	17412.00	17433.00
洞新高速	66595.00	15106.00	15418.00	15958.00
凤大高速	4133.00	12334.00	13108.00	13239.00
耒茶高速	11048.00	9875.00	11415.00	11563.00
石华高速	8164.00	2622.00	2879.00	2994.00
炎汝高速	9284.00	22358.00	24967.00	28712.00
怀化绕城	7801.00	3298.00	4968.00	5018.00
新溆高速	9611.00	12188.00	12366.00	12378.00
龙永高速	10037.00	5905.00	11669.00	12019.00
邵坪高速	10874.00	8040.00	8081.00	8226.00
大岳高速	22206.00	5227.00	12503.00	12690.00
娄衡高速	12462.00	420.00	11974.00	12214.00
南岳东延线	3139.00	276.00	3138.00	3012.00
东常高速	17601.00	--	17884.00	17911.00
永吉高速	11363.00	--	2920.00	5548.00
益娄高速	12748.00	--	261.00	7925.00
武靖高速	11831.00	--	176.00	6119.00
桑张高速	10929.00	--	235.00	5870.00
益马高速	13867.00	--	--	5749.00
合计	641475.00	677819.00	745614.00	777319.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司高速公路收费标准无变化；2017年和2018年一季度，高速公路养护费用分别为8.00亿元和2.24亿元。

截至2018年3月底，公司在建的主要高速公路项目合计8个，全部是政府还贷性项目，均由公司本部负责运营；总建设里程502.11公里，概算投资额合计352.70亿元；截至2018年3月底已累计完成投资239.49亿元，计划陆

续于2018~2020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2018年3月底，在建政府还贷性项目累计到位资金137.09亿元，占项目投资总额的38.87%。

表6 2018年3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2018年3月底累计已投资	2018年4-12月拟投资	2019年拟投资
马安高速	2015	2018	67.41	58.93	51.65	7.28	--
南益高速	2015	2019	86.37	79.97	73.19	6.08	0.70
莲花冲至株洲公路改建工程	2015	2018	50.38	30.04	28.89	1.15	--
张花高速连接线	2015	2018	118.27	15.29	9.97	5.32	--
龙琅高速	2016	2020	75.00	84.84	38.62	23.49	17.00
长沙至益阳高速公路扩容工程	2016	2019	49.80	77.97	32.41	28.39	17.17
洞新高速崑山连接线	2016	2018	6.98	1.07	1.07	--	--
新溁高速大熊山连接线	2016	2018	47.90	4.59	3.69	0.90	--
合计			502.11	352.70	239.49	72.61	34.87

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司拟建项目4个，拟建里程合计101.00公里；总投资概算约107.48亿元，2018~2020年拟分别投资29.56

亿元、33.00亿元和31.55亿元；均拟于2018年开工建设，2021年建成通车。项目建设资金来源待定。

表7 公司拟建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	预计工期	建设里程	总投资	2018年拟投资	2019年拟投资	2020年拟投资
祁东归阳至常宁蓬塘公路	2018-2021	32.00	32.06	8.00	8.00	11.00
江背至干杉	2018-2021	20.00	23.00	7.56	6.00	5.00
宁乡至韶山高速公路	2018-2021	43.00	47.31	10.00	16.00	14.50
城陵矶高速公路	2018-2021	6.00	8.55	4.00	3.00	1.05
合计		101.00	107.48	29.56	33.00	31.55

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司商品销售业务收入占比大幅下降，新增委托贷款收入；公司非核心业务收入占比有所下降，但丰富了公司收入来源。

公司非核心业务收入以商品销售、委托贷款和工程收入为主。商品销售收入主要来自于投资集团下属相关业务公司的建材销售收入。2017年及2018年1~3月，商品销售收入分别为1.21亿元、0.07亿元。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。投资集团下属公司负责房地产开发业务，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2018年3月底该项目已销售面积19.02万平方米，累计实现销售收入13.47亿元，待售面积2.15万平方米。2017年，投资集团确认委托贷款业务收入8.34亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 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 2017 年底，公司尚未支付公司债务本息 5.37 亿元。该强调事项不影响已发表审计意见。公司 2018 年一季

度财务报表未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内二级子公司 3 家。跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；应收账款和其他应收款回款较好，但规模较大仍对资金形成占用；受部分高速结束试运营和特许经营权划入，固定资产和无形资产增幅明显；公司受限资产占比较高，整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 4245.28 亿元，同比增长 5.94%，主要系非流动资产增长所致，非流动资产占比进一步增长至 94.51%。

表8 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目名称	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	311.35	7.77	233.06	5.49	223.11	5.10
货币资金	82.67	2.06	132.47	3.12	123.46	2.82
应收账款	79.99	2.00	28.99	0.68	19.86	0.45
其他应收款	108.63	2.71	29.14	0.69	37.87	0.87
非流动资产	3696.02	92.23	4012.22	94.51	4149.13	94.90
固定资产	2640.68	65.90	2991.21	70.46	3009.38	68.83
在建工程	826.05	20.61	648.96	15.29	705.77	16.14
无形资产	147.82	3.69	287.96	6.78	288.07	6.59
合计	4007.37	100.00	4245.28	100.00	4372.24	100.00

资料来源：审计报告

2017 年底，公司流动资产 233.06 亿元，同比下降 25.14%，主要系应收账款和其他收付款下降所致。公司货币资金 132.47 亿元，同比增长 60.25%，以银行存款（占 98.75%）为主，受限资金 1.62 亿元。公司应收账款 28.99 亿元，同比下降 63.76%，系收到交通厅回款所致；整体账龄较短，1 年以内的占 90.92%；前五名应收账款占 87.71%，集中度较高，其中应收交通厅的款项占比 54.26%。公司其他应收款 29.14 亿元，同比下降 73.17%，主要系交通厅回款所致。从账龄看，3 年以上的占 48.31%，账龄较长。从欠款集中度看，前五名欠款方占 67.24%，集中度一般。整体看，公司其他应收款集中度一般，回收风险不大，但对公司资金形成一定

占用。

2017 年底，公司非流动资产 4012.22 亿元，同比增长 8.56%，系固定资产和无形资产增长所致。公司固定资产净额 2991.21 亿元，同比增长 13.27%，主要系大岳、龙永、邵坪高速公路结束试运营转入固定资产所致。在建工程 648.96 亿元，同比下降 21.44%，主要系大岳、龙永、邵坪等高速公路转出所致。无形资产 287.96 亿元，同比增长 94.80%，系新增新溆高速、南岳东延线特许经营权所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 4372.24 亿元，较上年底增长 2.99%。公司资产中流动资产占 5.10%，非流动资产占 94.90%，资产构成较上年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公

司受限高速公路资产合计 3497.46 亿元，占总资产比重为 79.99%，受限比例较高。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益质量及稳定性有所增强；负债总额有所增长，整体债务负担重；存在一定集中兑付压力。

2017 年底，公司所有者权益 1362.97 亿元，同比增长 8.39%，主要系政府资金拨入致使资本公积增长所致。构成以资本公积（占 60.36%）、未分配利润（31.41%）为主；所有者权益质量及稳定性有所增强。2018 年 3 月底，公司所有者权益 1374.55 亿元，较上年底增长 0.85%，系未分配利润的增长，结构与上年底基本保持稳定。

2017 年底，公司负债总额 2882.31 亿元，同比增长 4.82%，主要系长短期借款增长所致。

2017 年底，公司流动负债 500.31 亿元，同比增长 49.16%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司短期借款 100.94 亿元，同比大幅增长 89.74%，主要系信用借款大幅增加所致。一年内到期的非流动负债 207.72 亿元，同比下降 7.00%，主要由一年内到期的长期借款（占 20.90%）和应付债券（75.56%）构成。其他流动负债 142.17 亿元，同比大幅增长 776.51%，系新发超短期、短期融资券所致，已将其调入短期债务核算。

2017 年底，公司非流动负债 2382.00 亿元，同比下降 1.34%，主要系部分债券到期兑付所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券构成。公司长期借款 2109.72 亿元，同比增长 6.09%，主要由质押借款（占 92.86%）构成。应付债券 228.80 亿元，同比下降 38.49%，系将即将到期的债券转入一年内到期非流动负债所致。长期应付款 24.62 亿元，同比下降 23.28%，为高速公路通行费收益权专项债，全部纳入有息债务核算。

2018 年 3 月底，公司负债总额 2997.69 亿元，较上年底增长 4.00%，其中非流动负债占

比 80.70%。公司流动负债 578.65 亿元，较上年底增长 15.66%，主要系短期借款和其他应付款增长所致；非流动负债 2419.04 亿元，较上年底增长 1.55%，系新增长期借款所致。

表 9 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	292.02	450.22	511.12
长期债务	2392.64	2363.14	2401.00
全部债务	2684.67	2813.36	2912.12
长期债务资本化比率	65.55	63.42	63.59
全部债务资本化比率	68.10	67.36	67.93
资产负债率	68.62	67.89	68.56

资料来源：根据公司审计报告整理

注：其他流动负债中有息部分已调整至短期债务核算，长期应付款中有息部分计入长期债务核算。

从有息债务看，2017 年底，公司全部债务 2813.36 亿元，同比增长 4.79%，系长短期借款的增长所致。债务结构以长期债务为主，占比 84.00%。2018 年 3 月底，公司全部债务 2912.12 亿元，较上年底增长 3.51%，系长短期借款和其他应付款增长所致；债务结构变化较小。从有息债务到期分布情况看，2018 年 4~12 月、2019 年和 2020 年公司需分别兑付 435.51 亿元、255.44 亿元和 152.19 亿元，存在一定集中兑付压力。

从债务指标看，2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率略有下降，分别为 67.89% 和 67.36%，长期债务资本化比率增长 1.87 个百分点至 63.42%。2018 年 3 月底，资产负债率和全部债务资本化比率均有所增长，长期债务资本化比率有所下降，分别为 68.56%、67.93% 和 63.59%。若将永续债计入有息债务，2018 年 3 月底，公司有息债务 2960.12 亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.29% 和 64.05%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费用对利润侵蚀严重；自身盈利能力进一步下滑，利润总额全部来自政府补助。

2017 年，公司实现营业收入 137.71 亿元，同比增长 11.83%；营业成本同比增长 10.74%。

受此影响，当期营业利润率 77.77%，较上年增长 0.44 个百分点。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017 年期间费用 130.96 亿元，同比增长 5.10%，其中财务费用占比 89.50%；期间费用占营业收入比例为 95.90%，对公司利润侵蚀严重，公司期间费用控制能力亟待加强。

表 10 公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	123.14	137.71
营业利润	-23.61	-18.42
营业外收入	110.04	27.02
利润总额	86.34	8.51
营业利润率	77.33	77.77
总资本收益率	4.94	3.04
净资产收益率	6.84	0.52

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017 年，公司营业外收入 27.02 亿元，其中政府补贴 27.00 亿元，同比大幅下降 75.45%。同期公司利润总额 8.51 亿元，全部源自营业外收入，公司对政府补贴的依赖性强。

从盈利指标看，2017 年底，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.04% 和 0.52%，较上年均有所下降，公司整体盈利能力有所弱化。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.52 亿元，营业外收入 8.00 亿元，利润总额 11.62 亿元；营业利润率 83.99%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金净流量有所增长，收现质量有所增强；受高速公路持续建设投资影响，投资活动现金流出规模持续较大；为支持项目建设及偿付到期债务，公司筹资活动现金流量规模持续较大。

公司经营活动现金流主要是高速公路通行费业务收支、政府补助以及关联方和政府相关部门的往来款等。2017 年，公司经营活动现金流入 160.51 亿元，同比增长 28.24%，主要系通行费收入增加所致；同期，由于与主营业

务成本有关的现金支出有所增长，经营活动现金流出 65.89 亿元，同比增长 5.73%。受此影响，2017 年公司经营活动现金流量净额同比增长 50.56%，为 94.62 亿元。公司现金收入比增长至 92.61%，收现质量有所增强。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
经营活动产生的现金流入量	125.16	160.51
经营活动产生的现金流出量	62.32	65.89
经营活动净现金流	62.84	94.62
现金收入比	89.98	92.61
投资活动净现金流	-247.66	-170.89
筹资活动净现金流	124.62	127.25

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

受高速公路建设持续投资影响，2017 年公司购建固定资产、无形资产支付的现金继续维持较大规模，为 207.71 亿元，当期投资活动现金流出 222.31 亿元；投资活动现金流入规模较小，为 51.42 亿元，当期投资活动现金流量净额 -170.89 亿元。

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有所增强。2017 年公司筹资活动现金流入 829.16 亿元，其中取得借款收到的现金 639.23 亿元，吸收投资收到的现金 98.42 亿元；公司筹资活动现金流出 701.90 亿元，主要是偿还当年借款本息，筹资活动现金流量净额 127.25 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 26.31 亿元，投资活动现金流量净额 -103.69 亿元，筹资活动现金流量净额 67.94 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债指标有所弱化，短期偿债压力大；考虑公司作为湖南省唯一的国有独资高速公路投资运营主体，持续获得政府支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

2017 年底，公司流动比率和速动比率均大幅下降，分别为 46.58% 和 42.45%，2018 年 3 月底上述指标分别下降至 38.56% 和 34.95%；2017

年公司经营现金流流动负债比18.91%。2018年3月底，公司现金类资产123.47亿元，是短期债务的0.24倍。总体看，公司短期偿债压力大。

2017年，公司EBITDA为133.47亿元，同比下降32.11%；全部债务/EBITDA增长至21.08倍。EBITDA利息倍数下降至0.86倍。考虑到公司作为湖南省唯一的国有独资高速公路投资运营主体，持续获得政府支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司获得的银行授信额度4965.15亿元，已使用额度3343.84亿元，未使用额度1621.31亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年3月底，公司对外担保余额1.23亿元，担保比率0.09%；其中公司对湖南远洋运输公司的0.24亿元担保为不良类，或面临一定代偿风险；考虑担保整体余额较小，公司或有负债风险整体可控。

十、存续债券偿债能力分析

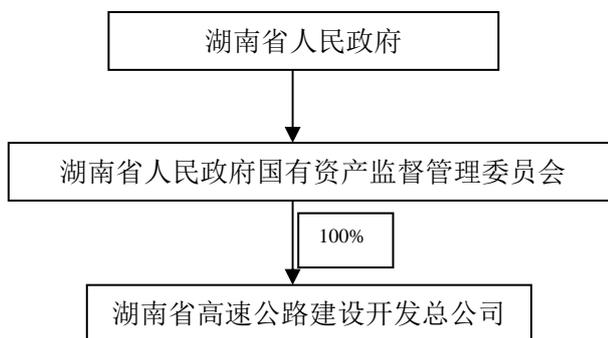
截至本报告出具日，联合资信评定的公司存续期内债券“10湘高速债/10湘高速”“14湘高速MTN001”“15湘高速MTN001”“15湘高速MTN002”、“16湘高速MTN001”“17湘高速CP001”合计本金137.00亿元；但上述债券错期兑付，若公司选择在2020年赎回“15湘高速MTN002”，则2020年公司需偿还“10湘高速债/10湘高速”28.00亿元、“15湘高速MTN001”20.00亿元和“15湘高速MTN002”20.00亿元，即公司单年最高偿还存续期债券额度68.00亿元。2017年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对单年最高偿还额度的覆盖倍数分别为1.96倍、2.36倍和1.39倍，对待偿付债券总额的覆盖倍数分别为0.97倍、1.18倍和0.69倍；单年最高偿还额度保障程度较好，待偿付债券总额覆盖倍数一般。2018年3月底，公司现金类资产123.47亿元，是“17湘高速CP001”本金20.00亿元的6.17倍，

覆盖倍数好。未来随公司在建工程竣工通车，通行费收入不断增长，公司盈利能力及经营活动现金流入量规模将持续增长，对公司存续期债券保障能力不断提升；此外，公司债务主要是承担收费还贷公路建设形成，政府对其债务本息偿还支持力度大。整体看，上述存续期债券到期按时偿还本息安全性高。

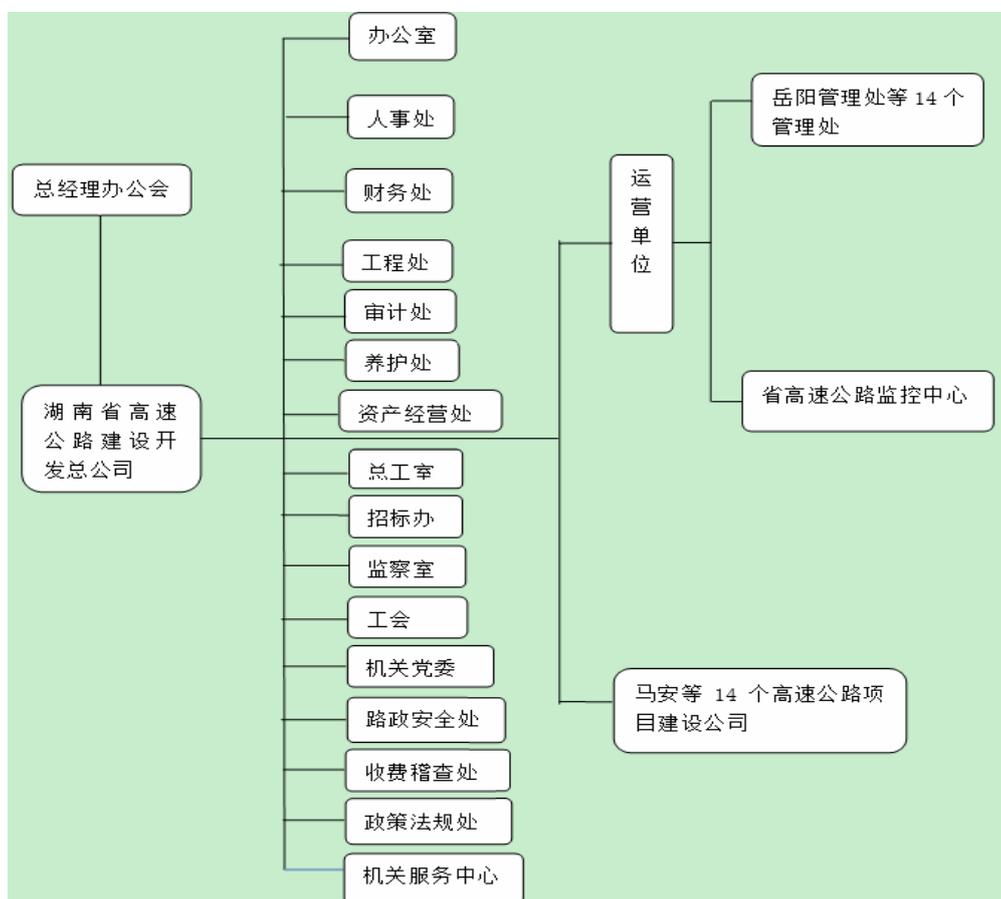
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，“10湘高速债/10湘高速”“14湘高速MTN001”“15湘高速MTN001”“15湘高速MTN002”“16湘高速MTN001”的信用等级为AAA，“17湘高速CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 2018 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	注册地/ 主要经营地	注册资本/实收资本 (万元)	持股比例 (%)
湖南省高速公路投资集团有限公司	建设投资	长沙/湖南	60000.00	100.00
湖南省高速公路基金管理有限公司	金融	长沙/湖南	1000.00	99.00
湖南高速集团财务有限公司	金融	长沙/湖南	100000.00	85.00

资料来源：审计报告

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	144.21	82.89	132.48	123.47
资产总额(亿元)	3880.86	4007.37	4245.28	4372.24
所有者权益(亿元)	1142.35	1257.52	1362.97	1374.55
短期债务(亿元)	305.54	292.02	450.22	511.12
长期债务(亿元)	2355.37	2392.64	2363.14	2401.00
全部债务(亿元)	2660.91	2684.67	2813.36	2912.12
营业收入(亿元)	113.80	123.14	137.71	35.52
利润总额(亿元)	38.08	86.34	8.51	11.62
EBITDA(亿元)	111.59	196.59	133.47	--
经营性净现金流(亿元)	55.88	62.84	94.62	26.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.07	1.33	2.52	--
存货周转次数(次)	0.98	1.16	1.48	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	76.56	89.98	92.61	99.21
营业利润率(%)	76.69	77.33	77.77	83.99
总资本收益率(%)	2.88	4.94	3.04	--
净资产收益率(%)	3.32	6.84	0.52	--
长期债务资本化比率(%)	67.34	65.55	63.42	63.59
全部债务资本化比率(%)	69.96	68.10	67.36	67.93
资产负债率(%)	70.56	68.62	67.89	68.56
流动比率(%)	159.96	92.82	46.58	38.56
速动比率(%)	152.30	86.72	42.45	34.95
经营现金流动负债比(%)	15.91	18.74	18.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.85	13.66	21.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.65	1.31	0.86	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中（超）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。

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	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/营业收入×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	
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

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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 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