

信用等级公告

联合〔2019〕2617号

联合资信评估有限公司通过对湖南省高速公路集团有限公司及其拟发行的 2019 年度第四期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定湖南省高速公路集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，湖南省高速公路集团有限公司 2019 年度第四期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年八月十二日



湖南省高速公路集团有限公司

2019 年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行规模 10 亿元，发行规模上限 30 亿元
本期中期票据期限：3+N 年
偿还方式：在每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据
募集资金用途：偿还公司有息债务

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
收费公路运营企业信用评级方法	V3.0.201907
收费公路运营企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2019 年 8 月 12 日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	2
		基础素质	1
		企业管理	1
		经营分析	3
财务风险	F3	资产质量	3
		资本结构	4
		盈利能力	2
		现金流量	1
		偿债能力	3
调整因素和理由			调整子级
政府支持持续且力度大			3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

评级观点

湖南省高速公路集团有限公司（以下简称“公司”）作为湖南省属唯一的国有独资高速公路投资运营主体，在资产规模、业务的区域垄断性及外部支持等方面具有显著优势，公司近年通车高速公路较多，路网协同效应逐步显现，通行费收入持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存在资本支出压力、债务负担较重、短期债务支付压力较大、高速公路收费权质押比例高等因素对其信用水平带来的不利影响。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。但若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

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，路网协同效应将逐步增强，公司通行费收入及盈利能力有望提升。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得到政府的大力支持，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 湖南省是中国中南部重要的陆路交通枢纽之一，区域经济持续稳步发展。
2. 公司是湖南省国有资产监督管理委员会独资的高速公路投资运营主体，业务的区域垄断优势明显，并持续得到湖南省政府的有力支持。
3. 公司所辖路产质量优良，车流量和通行费收入呈增长态势；未来随着湖南省“二纵五横”高速公路骨架路网效应的逐步显现，公司收费公路车流量和

分析师：文中 张建飞 许狄龙

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

通行费收入有望持续增长。

关注

1. 公司的高速公路收费权质押程度高，对其未来融资和资产运营形成一定的限制。
2. 公司有息债务持续增长，债务负担较重，存在较大的短期支付压力。
3. 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定资本支出压力。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置等特点，利息支付的约束力不强；若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
现金类资产(亿元)	82.89	132.48	128.80	91.81
资产总额(亿元)	4007.37	4245.28	4616.41	4666.10
所有者权益(亿元)	1257.52	1362.97	1558.29	1564.93
短期债务(亿元)	292.02	450.22	343.13	319.47
长期债务(亿元)	2392.64	2363.14	2654.45	2709.42
全部债务(亿元)	2684.67	2813.36	2997.58	3028.89
营业收入(亿元)	123.14	137.71	141.38	41.75
利润总额(亿元)	86.34	8.51	5.56	6.76
EBITDA(亿元)	196.59	133.47	121.69	--
经营性净现金流(亿元)	62.84	94.62	148.81	51.41
营业利润率(%)	77.33	77.77	81.46	85.26
净资产收益率(%)	6.84	0.52	0.33	--
资产负债率(%)	68.62	67.89	66.24	66.46
全部债务资本化比率(%)	68.10	67.36	65.80	65.93
流动比率(%)	92.82	46.58	53.06	42.50
经营现金流动负债比(%)	18.74	18.91	38.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	0.86	0.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.66	21.08	24.63	--

公司本部（母公司）

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	3790.03	4006.68	4344.67	4431.15
所有者权益（亿元）	1204.02	1305.59	1511.82	1520.69
全部债务(亿元)	2483.86	2614.57	2751.24	2821.13
营业收入(亿元)	104.47	118.60	126.57	38.24
利润总额(亿元)	85.92	10.98	15.83	8.87
资产负债率(%)	68.23	67.41	65.20	65.68
全部债务资本化比率(%)	67.35	66.70	64.54	64.98
流动比率(%)	83.25	43.73	62.41	62.35
经营现金流动负债比(%)	29.30	19.06	27.27	--

注：公司2019年一季度财务报表未经审计；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

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019.7.16	文中 张建飞 许狄龙	收费公路行业企业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2013.6.28	王妮娜	收费公路企业信用分析要点	阅读全文
AA+	稳定	2010.2.23	孙恒志 孙炜	企业主体信用评级方法（2009）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

联合资信评估有限公司

二〇一九年八月十二日

声 明

一、本报告引用的资料主要由湖南省高速公路集团有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本次债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湖南省高速公路集团有限公司 2019 年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

湖南省高速公路集团有限公司（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，初始注册资本99597万元，隶属于湖南省交通厅。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89597万元，包括莲易路和长潭路中国国家投入的89087万元项目建设资本金，以及湖南省交通厅拨付的510万元资金。2018年3月12日，根据湖南省人民政府办公厅关于同意实施《湖南省高速公路体制改革方案》的复函（湘政办〔2017〕110号），湖南省交通厅将其持有的公司100%股权无偿划转至湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖南省国资委”），湖南省国资委成为公司唯一股东。2018年10月，根据《湖南省人民政府关于同意湖南省高速公路建设开发总公司改制为湖南省高速公路集团有限公司的批复》（湘政函〔2018〕98号），公司完成改制，企业类型变更为“有限责任公司（国有独资）”，公司名称变更为“湖南省高速公路集团有限公司”。截至2019年3月31日，公司注册资本为300.00亿元，实收资本9.96亿元，股东为湖南省国资委，实际控制人为湖南省人民政府。

公司经营范围：从事高速公路的投融资、建设、收费、养护和经营开发以及沿线资源开发(包括高速公路沿线土地及相关产业、服务区经营管理、信息技术及服务、建设养护工程施工及技术服务、广告资源的开发与经营、金融服务、物流业)；建筑材料、装饰材料、机械设备、通信器材的销售；广播、新媒体的开发与经营；设备租赁；其他经批准的业务。(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)。

公司是湖南省属唯一的国有独资高速公路投资运营主体，对省内收费还贷性高速公路行使收费权。截至2019年3月底，公司管辖的高速公路里程已达4929.36公里（合并口径），占湖南省高速公路通车里程的73.31%。

截至2019年3月底，公司下辖3家全资子公司、2家控股子公司；本部内设办公室、人事处、财务处、工程处、收费稽查处、养护处等16个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额4616.41亿元，所有者权益1558.29亿元（其中少数股东权益5.09亿元）；2018年，公司实现营业收入141.38亿元，利润总额5.56亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额4666.10亿元，所有者权益1564.93亿元（其中少数股东权益5.17亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入41.75亿元，利润总额6.76亿元。

公司注册地址：长沙市开福区三一大道500号；法定代表人：谢立新。

二、本期中期票据概况

公司于2019年注册中期票据额度47.00亿元，本次计划在注册额度内发行2019年度第四期中期票据(以下简称“本期中期票据”)，基础发行规模10亿元，发行规模上限30亿元，募集资金拟用于偿还公司有息债务。本期中期票据在条款设置上具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据期限为3+N年，第3个计息年度末为首个赎回日；本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；在每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递

延支付的利息及其孳息) 赎回本期中期票据。赎回日为每个票面利率重置日(如遇法定节假日或休息日, 则顺延至其后的第1个工作日, 顺延期间不另计息)。

利率

在利率方面, 本期中期票据采用固定利率计息, 前3个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定, 在前3个计息年度内保持不变。第3个计息年度末为首个票面利率重置日, 自第4个计息年度起, 每3年重置一次票面利率, 票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满3年的对应日(如遇双休日或法定节假日, 则顺延至其后的1个工作日, 顺延期间不另计息)。其中, 前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差¹; 如公司在第3个计息年度末不行使赎回权, 则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上300个基点, 在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得, 票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

清偿顺序

在清偿顺序方面, 本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

在递延利息支付方面, 除非发生强制付息事件(付息日前12个月内, 公司向普通股股

东分红(国有独资企业上缴利润除外³)或减少注册资本), 在本期中期票据的每个付息日, 公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付, 且不受任何递延支付利息次数的限制; 前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率非累计计息。付息日前12个月内, 公司如果向普通股股东分红(国有独资企业上缴利润除外)或者减少注册资本, 公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息, 或公司违反利息递延下的限制事项, 本期中期票据的主承销商及联席承销商将召集持有人会议, 由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款, 可得出以下结论:

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析, 本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据若在第3个计息年度末不赎回, 则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点, 此后每3年重置一次票面利率。从票面利率角度分析, 本期中期票据公司在赎回日具有赎回权, 重置票面利率调整幅度较大, 公司选择赎回的可能性较大。

(3) 本期中期票据利息支付约束力较弱。

综合以上分析, 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具, 同时, 赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小, 但利息支付的约束力不强; 若公司选择行使相关权利, 导致本期中期票据本息支付时间不确定, 可能对债券持有人的利益造成不利影响。此外, 公司一旦出现利息递延支付, 累积

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中, 待偿期为3年的国债收益率(到期)算术平均值(四舍五入计算到0.01%); 初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

² 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中, 待偿期为3年的国债收益率(到期)算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

³ 公司承诺不存在隐性强制分红情况。

的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,我国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较2017年同期(3.1万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长,财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强;继续通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展;推动地方政府债券发行,加强债务风险防范;进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度,保

持市场流动性合理充裕。2018年,央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性预调微调,市场利率呈小幅波动下行走势;M1、M2增速有所回落;社会融资规模增速继续下降,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(81.4%)较2017年明显增加;人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落,但整体保持平稳增长,产业结构继续改善。2018年,我国农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,工业新动能发展显著加快,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,新动能发展壮大,第三产业对GDP增长的贡献率(59.7%)较2017年(59.6%)略有上升,仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年,全国固定资产投资(不含农户)63.6万亿元,同比增长5.9%,增速较2017年下降1.3个百分点,主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中,民间投资(39.4万亿元)同比增长8.7%,增速较2017年(6.0%)有所增加,主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资12.0万亿元,同比增长9.5%,增速较2017年(7.0%)加快2.5个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14.5万亿元,同比增长3.8%,增速较2017年大幅下降15.2个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的

带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我

国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地

产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

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《2018年交通运输行业发展统计公报》，截至2018年底中国公路总里程484.65万公里，增加7.31万公里，其中高速公路通车里程14.26万公里，增加0.61万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为2.9%；公路密度50.48公里/百平方公里，增加0.76公里/百平方公里。2018年，中国完成公路建设投资21335亿元，比上年增长0.4%。其中，高速公路建设完成投资9972亿元，增长7.7%；普通国道建设完成投资6378亿元，下降12.2%；农村公路建设完成投资4986亿元，增长5.4%。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、

5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2018年全国营业性客运车辆完成公路客运量136.72亿人、旅客周转量9279.68亿人公里，比上年分别下降6.2%和5.0%，客运量和旅客周转量降幅同比有所扩大。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2018年全国营业性货运车辆完成货运量395.69亿吨、货物周转量71249.21亿吨公里，比上年分别增长7.3%和6.7%。

高速公路行业政策

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。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。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。《修订草案》提出：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置，经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收

费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民政府行政区域内所有政府收费高速公路债务清偿的，按照满足基本养护、管理支出需求等原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。若《修订草案》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响，目前《修订草案》正在向社会公开征求意见中，不排除会有进一步的修改。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。

高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“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。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。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，受车流量小、高速公路需求低、债务负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。

总体看，2018年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求

仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供较低成本融资来源，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仍需关注。

2. 区域经济环境

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《湖南省国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年湖南省地区生产总值分别为31244.7亿元、34590.6亿元和36425.8亿元；2018年地区生产总值同比增长7.8%。其中，第一产业增加值3083.6亿元，增长3.5%；第二产业增加值14453.5亿元，增长7.2%；第三产业增加值18888.7亿元，增长9.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值52949元，增长7.2%。全省三次产业结构为8.5：39.7：51.8。第三产业增加值占地区生产总值的比重比上年提高2.3个百分点；工业增加值占地区生产总值的比重为32.7%，比上年下降1.6个百分点。全年全部工业增加值11916.4亿元，比上年增长7.4%。其中，规模以上工业增加值增长7.4%。全省固定资产投资（不含农户）比上年增长10.0%；其中基础设施投资下降10.1%。

2018年湖南省全年客货运输换算周转量5448.6亿吨公里，比上年增长1.8%。货物周转量4404.3亿吨公里，增长2.0%；其中，公路周转量3114.9亿吨公里，增长4.2%。旅客周转量1668.4亿人公里，下降0.7%；其中，公路周转量479.9亿人公里，下降8.9%。2018年末全省公路通车里程24.0万公里，比上年末增长0.1%；其中，高速公路通车里程6724.6公里，比上年末增加306.1公里。年末铁路营业里程5021.0公

里，其中高速铁路1729.6公里。年末民用汽车保有量786.2万辆，增长14.1%；私人汽车保有量727.5万辆，增长14.4%；轿车保有量430.1万辆，增长13.8%。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。

2016—2018年，湖南省全省一般公共预算收入分别为4251.1亿元、4565.7亿元和4842.98亿元；2018年一般公共预算收入同比增长6.05%，其中地方收入2860.68亿元，增长3.73%。地方收入中，税收收入1959.57亿元，增长11.39%；非税收入901.11亿元，下降9.77%。一般公共预算支出7479.22亿元，增长8.88%。全省全年获得税收返还309.3亿元，与上年持平；一般性转移支付2142.1亿元，增长9.2%；专项转移支付1041.3亿元，增长2.1%。全省政府性基金收入2229.8亿元（增长73.7%），中央补助37.6亿元，专项债务收入896.8亿元，上年结转229亿元，收入合计3393.2亿元。截至2018年底，全省地方政府债务余额8708.2亿元，控制在中央核定的债务限额8727.3亿元以内。

总体看，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，财政实力较强；公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月31日，公司注册资本300.00亿元，实收资本9.96亿元，湖南省国资委是公司唯一股东，湖南省人民政府是公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是经湖南省人民政府批准成立的省属国有独资公司，负责对湖南省境内政府还贷

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。截至2019年3月底，公司管辖的高速公路里程已达4929.36公里（合并口径），占湖南省高速公路通车里程的73.31%。

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实施建设管理；经营性高速公路分为：①国有企业通过购买经营权形成，如长潭、长永和潭耒高速等；②外资、民营资本通过购买经营权形成，如长益高速。

公司管理的高速公路包括京港澳、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。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此奖项目。

总体来看，公司具有较强的规模实力和明显的区域经营优势，行业竞争实力强。

3. 人员素质

截至2019年3月底，公司共有高级管理人员5人，包括董事长1人，总经理1人，纪委书记1人，副总经理2人。

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，公司总经理、党委书记；2018年9月起任公司党委副书记（主持党委工作）、法定代表人、董事长。

何海鹰先生，1963年生，硕士，高级工程师，历任长常高速公路管理处副处长、处长、党委书记、长益高速公路有限公司总经理，公司副总经理、党委委员，2018年9月起任公司总经理、党委副书记。

截至2019年3月底，公司在职员工12391人；其中高级职称432人、中级职称585人；按学历划分，研究生及以上学历276人、本科学历4714人；按年龄划分，30岁以下3470人、30—50岁8396人、50岁以上525人。

总体看，公司高层管理人员具有较强的管理能力，员工整体素质较高，年龄结构合理，能满足公司发展需要。

4. 外部支持

公司作为湖南省属唯一的国有独资高速公路投资运营主体，在政策、财政和融资各方面均获得政府的大力支持。

公司投资项目以政府还贷性高速公路为主，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。

近年来，公司建设的政府还贷性高速公路范围持续扩大。2011年，湖南省财政厅印发《湖南省财政厅关于2009年—2010年开工政府投资高速公路建设项目资本金的承诺函》（湘财建〔2011〕19号），承诺对6个纳入2009—2010年开工政府投资高速公路建设项目（通平高速、石华高速、怀化绕城高速、龙永高速、永吉高速、邵坪高速）按不少于规划投资25%的额度筹措项目资本金。

2013年，根据湖南省交通运输厅《关于终止湖南省高速公路投资集团有限公司长沙至湘潭高速公路等五条高速公路特许经营权的通知》（湘交办函〔2013〕1020号）和《关于长湘等五条高速公路资产注入的通知》（湘交办函〔2013〕1021号），湖南省交通厅终止公司全资子公司投资集团长沙至湘潭高速公路

（长湘）、衡阳至桂阳高速公路（衡桂）、桂阳至临武高速公路（桂武）、浏阳至醴陵高速公路（浏醴）、娄底至新化高速公路（娄新）等5个高速公路项目特许经营权，项目性质由经营性收费公路变更为政府还贷性收费公路，由公司负责后续投资建设及管理，通车收费期限不变。

2014年，根据湘交办函〔2014〕923号文件，湖南省交通运输厅决定终止公司的全资子公司投资集团炎陵至汝城高速公路、醴陵至茶陵高速公路等2个高速公路项目特许经营权，并将项目性质由经营性收费公路变更为政府还贷性收费公路，由公司负责后续投资建设及管理，通车收费期限不变。湖南省交通运输厅湘交办函〔2014〕924号文件明确上述项目收回同日由湖南省交通运输厅按照评估价值以资本投入形式注入公司，相关债务由公司承担，相关债务融资工具的本息偿付由公司担保；资产划转在同一天完成，由湖南省交通运输厅委托公司将上述资产直接从子公司投资集团划转至本部总公司，再由总公司以列账单的形式报湖南省交通运输厅进行资产收回与注入的账务处理。根据公司于2015年1月4日公开披露的《湖南省高速公路建设开发总公司关于完成相关资产划转事宜的公告》，上述资产划转事宜已完成。上述两条高速公路项目账面价值266亿元，评估价值324亿元，故资产划转完成后，公司资产总额和净资产各增加58亿元，负债总额无变化，生产经营无变化。

近几年公司在建高速公路项目资金需求很大。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。

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,未到位资本金已于目前大部分拨款到位。

2014—2015年,公司收到湖南省交通厅拨付的资金分别冲减“应收账款”3.00亿元和28.00亿元、“其他应收款”6.00亿元和13.58亿元。2016年,公司收到湖南省交通厅拨付的资金冲减“其他应收款”30.66亿元。根据湖南省财政厅《关于下达2016年高速公路存量债务置换债券资金的通知》(湘财建函〔2016〕38号文),湖南省财政厅根据公司高速公路建设存量债务到期情况下达公司2016年高速公路存量债务置换债券资金110.00亿元作为对公司的补贴,计入“营业外收入-政府补贴”。

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”;2017年,公司收到政府债券置换补贴收入161.88亿元。

2018年,公司收到上级拨入资金196.58亿元,计入“资本公积”;收到政府补助资金11.51亿元,计入“营业外收入”。截至2019年3月底,公司已建成和在建政府还贷性高速公路共54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”。

总体看,近年来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。

5. 企业信用记录

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2019年5月3日,公司本部不存在未结清的不良和关注类信贷信息,存在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,上述关注类贷款均系2013—2014年间因银行贷款系统原因所致。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会,湖南省国资委代表湖南省人民政府履行股东职权,批准公司经营方针及中长期战略规划,代表省政府委派和更换公司非职工董事、监事,指定公司董事长、副董事长及监事会主席,重大投融资、资产处置等董事会权限以上事项的审批,以及对公司注册资本、章程变更等重大事项的审批。

公司设董事会,对湖南省国资委负责。董事会由7名董事组成,其中职工董事1名,外部董事2名(建议1名);董事会负责执行省国资委的决定并向其报告,决定公司年度经营计划和投资方案,制订公司中长期规划、注册资本变更方案,制定公司基本管理制度,决定公司内部管理机构、分公司的设置,按照相关规定聘任或解聘公司高级管理人员、财务负责人等。

公司由省国资委代表省政府外派监事会,监事会由7名监事组成,其中职工监事3名;公司董事、高级管理人员等不得兼任监事。监事会负责检查公司相关规章制度和财务执行情况,对公司重大决策、重大项目安排、重要人事任免及大额资金运作进行监督,监督公司董事、高级管理人员行为并提出奖惩、任免等。

公司经理层由7人组成,其中总经理1名;总经理对董事会负责,向董事会报告工作,接受董事会监督管理和监事会监督。总经理主持公司生产运营管理工作、组织实施董事会决议,组织拟订公司年度经营计划、财务预算决算草案、发行债券、兼并重组、产权转让及改制方案,组织拟订公司内部管理机构、分支机构设置方案、公司基本管理制度及规章制度等。公司建立总经理办公会议制度,总经理办

公会会议纪要应于会后2个工作日内送到所有董事、监事、党委委员。

由于公司改制时间尚短，法人治理结构等仍待优化完善，高管人员尚未全部到位；公司章程目前仅用于注册，待公司改制顺利完成后公司章程或将调整，法人治理结构等将同步进行修订。

2. 管理水平

截至2019年3月底，公司本部内设办公室、人事处、财务处、工程处、收费稽查处、养护处等16个职能部门。公司在严格执行国家及行业的相关规范的同时，根据《湖南省高等级公路管理条例》《湖南省高速公路建设管理试行办法》《湖南省政府投资高速公路建设资金管理暂行办法》等制定了较为完备的工程建设、运营管理和经营开发等相关业务制度。

投资管理方面，湖南省全省高速公路规划由省交通厅负责组织编制。公司现有的对外投资主要是根据省政府安排，为省内重大交通基础设施项目建设提供。公司制定了严格的投资项目授权管理机制，重大的对外投资计划须经高管层讨论后决定。

项目管理方面，公司在重大项目建设时实行每条高速公路项目设一家项目公司的项目管理方式。具体来说，对高速公路建设项目实行两级管理，公司本部作为建设单位（业主），项目公司代表业主对建设工程进行管理，高速公路建设资金实行集中管理和支付。建成后的高速公路按照“集团公司——管理处——收费站”的模式进行管理，资金管理方面，公司遵循专款专用、讲求效益的原则，公司年初编制年度预算支出上报湖南省国资委审定，再由湖南省国资委报省财政厅核定，由湖南省财政厅通知下达高速公路建设年度支出预算的规模。

对外担保方面，公司制定了对外担保原则

和管理办法，加强担保业务的管理、控制担保风险。公司原则上不对外提供担保，确因工作需要的担保，由财务处提出申请，报请公司高管层研究讨论后决定。对外担保由财务处办理，财务处建立担保业务备查档案并落实责任人对担保业务事项进行监督。

整体看，公司已设置了合理的组织架构，内部控制制度完善，执行良好，未来或将随着改制进一步优化；但公司代表政府履行交通设施投资建设与运营管理等职能，在投资和经营上受政策的影响较大。

七、经营分析

1. 经营概况

2016—2018年，公司营业收入不断增长，分别为123.14亿元、137.71亿元和141.38亿元。其中，高速公路车辆通行费收入是公司收入的主要来源，近三年车辆通行费收入占比逐年上升，分别为82.13%、84.19%和90.13%。2016—2018年，随着通车里程增加和路网效应的显现，公司通行费收入逐年增长；2018年公司高速公路车辆通行费收入127.43亿元，同比增长9.91%。

公司商品销售主要为建材销售，2016—2018年，分别实现收入1.77亿元、1.21亿元和2.17亿元；2018年建材销售业务收入同比增长79.34%，系销量增加带动。2016—2018年，公司工程业务分别实现收入7.92亿元、0.19亿元和0.47亿元，2017年大幅下降主要系投资集团原下属子公司湖南尚上建设开发有限公司2016年底划出所致。2018年公司其他业务收入11.31亿元，同比下降44.48%，主要包括租赁收入1.72亿元、养护业务收入1.74亿元和下属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”）委托贷款收入1.36亿元。

表1 2016—2018年及2019年1—3月公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019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	收入	占比	毛利率
车辆通行费	101.14	82.13	86.17	115.94	84.19	81.93	127.43	90.13	84.41	39.23	93.96	88.38
商品销售	1.77	1.44	15.07	1.21	0.88	10.31	2.17	1.53	15.67	0.18	0.43	16.67
工程收入	7.92	6.43	9.02	0.19	0.14	30.01	0.47	0.33	-19.15	0.10	0.24	10.00
其他	12.31	10.00	60.96	20.37	14.79	59.34	11.31	8.00	65.61	2.24	5.37	40.63
合计	123.14	100.00	77.67	137.71	100.00	77.89	141.38	100.00	81.51	41.75	100.00	85.32

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

资料来源：公司提供

从毛利率来看，公司通行费业务毛利率水平较高，2016—2018年分别为86.17%、81.93%和84.41%，主要系公司根据湖南省交通运输厅批复自2015年起不再对政府还贷性高速公路计提折旧所致。同期公司商品销售业务毛利率呈波动趋势，2016—2018年分别为15.07%、10.31%和15.67%；2018年同比上升5.36个百分点。工程业务毛利率分别为9.02%、30.01%和-19.15%，2018年由正转负。综合看，随着车辆通行费业务占比的提高，公司综合毛利率有所上升，2018年为81.51%。

2019年1—3月，公司实现营业收入41.75亿元，相当于2018年营业收入的29.53%；其中通行费收入39.23亿元，相当于2018年营业收入的30.79%。2019年1—3月，公司综合毛利率为85.32%，较2018年上升3.81个百分点。

总体看，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。

2. 业务经营分析

（1）高速公路投资和运营

公司负责建设、运营及管理湖南省政府还贷性高速公路，主营业务在省内居垄断地位。对于旗下的高速公路项目，公司形成了“本部以政府还贷性项目为主、投资集团以经营性项目为主”两种经营模式。对于政府还贷性高速公路，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、后续还贷性

项目建设等经营活动，公司收到的资金计入“资本公积”。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2019年3月底，公司管辖的高速公路里程4929.36公里（合并口径，详见附件2-1），占全省通车里程的73.31%。其中，政府还贷性高速公路4531.89公里，经营性高速公路397.47公里。公司管辖的高速公路包含34条国家高速公路网境内路段，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。

2015年，公司新通车路段为邵坪高速、大岳高速（部分通车）和龙永高速（部分通车），除大岳高速隶属国高网杭瑞线外，新开通高速均为湖南省地方高速公路。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，公司新增高速公路里程约340公里，主要是永吉高速、益娄高

速、武靖高速和桑张高速新建成通车，炎汝高速剩余路段（18.99 公里）建成通车共同所致。2018 年，公司新增通车高速公路 5 条，其中 3 条政府还贷性高速，2 条经营性高速，通车里程 349.42 公里。此外，2019 年 3 月，湖南省内部分地方高速公路升级为国家高速，公司炎陵高速、炎陵高速等 14 条地方高速公路性质变更为国家高速公路。

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，目前由下属子公司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。

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。

高速公路运营情况

2016—2018 年，公司主要运行的高速公路日均车流量（标准小车）持续增长，分别为 67.78 万辆/日、74.56 万辆/日和 85.16 万辆/日。2015 年 6 月 1 日起，根据“湘政办函（2015）64 号”文，湖南省全省高速公路载货类汽车实施计重收费，该政策的执行大幅提高了高速公路的通行费收入，同时也减轻了由于超载车辆破坏路面而增加的养护成本。受此政策、近年通车里程的增加以及路网效应的发挥影响，公司主要路段实际通行费收入持续增长，2018 年达到 127.43 亿元，同比增长 9.91%。公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段包括（以 2018 年实际通行费收入为基础）：临长高速、潭邵高速、耒宜高速、邵怀高速、衡

枣高速和常吉高速，合计占当期总收入比重 46.82%。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。其中潭邵高速 2018 年通行费收入 10.66 亿元，同比下降 7.16%。邵怀高速实现通行费收入 8.31 亿元，同比下降 13.15%；常吉高速通行费收入 8.99 亿元，同比增长 9.66%。

2019 年 1—3 月，公司主要高速公路通行费收入合计 39.23 亿元，相当于 2018 年全年的 30.79%；同期，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）为合计 86.33 万辆/日，高于 2018 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。公司主要高速公路车流量及通行费情况详见附件 2-2，附件 2-3。

收费标准

收费标准方面，根据湘政办函（2007）94 号文，自 2007 年 6 月 1 日起，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未实行计重收费）。截至 2019 年 3 月底，公司下辖高速公路基本实现载货类（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。此外，根据湘政办函（2015）64 号文，湖南省自 2015 年 5 月起提高对载货类汽车超载部分的计费费率。根据湘政办函（2018）76 号文，湖南省高速公路超限超载载货类汽车正常装载部分计费标准调整为统一按基本费率计费，高速公路合法装载载货类汽车计费标准不变。对通行湖南省高速公路超限超载载货类汽车，其超限超载部分计费标准仍按湘政办函（2015）64 号文规定执行。

公司目前执行的载客及载货车辆收费标准详见表 2、表 3。

表 2 湖南省高速公路载客类车辆车型分类及收费标准

车型	≤7 座	8-19 座	20-39 座	≥40 座
费率（元/车·公里）	0.40	0.70	1.00	1.20

资料来源：公司提供

表 3 湖南省高速公路载货类汽车计重收费标准

项目		收费标准
基本费率		0.08 元/吨公里
正常装载部分	正常装载部分	0.08 元/吨公里
超限装载部分	0<超限率≤30%	超限装载部分按基本费率的 1 倍线性递增至 4 倍计费
	30%<超限率≤100%	超限装载部分按基本费率的 4 倍线性递增至 10 倍计费
	超限率>100%	超限装载部分按基本费率的 10 倍计费

资料来源：公司提供

注：①车货总重不足5吨时按5吨计费。收费标准以5元为计费单位，计费不足5元的按5元计费。②最终费额按以下办法取整：费额零头≤2.49元，舍去；2.50元≤费额零头≤7.49元，归5元；7.5元≤费额零头≤9.99元，归10元。

高速公路养护

公司所辖高速公路养护管理工作实行“统筹规划、统一管理、分级负责、分类实施”。公司本部承担养护管理的指导、监督、检查及考核等养护管理工作，各高速公路运营管理单位按相关要求具体负责所辖路段各项养护工作。公司每年年初对各运营管理单位下达当年度养护计划，年度养护计划经费总额按通行费一定比例进行包干使用，养护经费主要用于高速公路所有设施的保养及维修。高速公路大修则根据路段的通车年限、流量及路况指标综合考虑，一般通车 10 年以上才考虑大修。2016—2018 年，公司高速公路养护费用分别为 9.79 亿元、8.00 亿元和 7.66 亿元；2019 年 1—3 月，公司高速公路养护费用 0.57 亿元。

对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

上报湖南省国资委、省发展和改革委员会；政府拨付 25% 的项目资本金，其余申请银行贷款解决。

在建高速公路情况

截至 2019 年 3 月底，公司在建的主要高速公路项目（含连接线）合计 4 个，全部是政府还贷性项目，建成后均由公司本部负责运营；合计建设里程 329.44 公里，总投资 258.07 亿元；截至 2019 年 3 月底完成投资 208.07 亿元，计划于 2019—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 2019 年 3 月底，在建政府还贷性项目累计到位资金 130.37 亿元，占项目投资总额的 50.52%。

表 4 2019 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	计划通车时间	建设里程	总投资	已完成投资	2019 年 4—12 月拟投资	2020 年拟投资
南益高速	2015	2019	86.37	79.97	78.35	1.62	--
张花高速连接线	2015	2019	118.27	15.29	11.73	2.85	0.71
龙琅高速	2016	2020	75.00	84.84	59.74	11.39	13.71
长沙至益阳高速公路扩容工程	2016	2020	49.80	77.97	58.25	13.56	6.16
合计			329.44	258.07	208.07	29.42	20.58

资料来源：公司提供

拟建项目

截至 2019 年 3 月底，公司拟建项目为管庄至新化高速公路项目，项目建设里程 77.00 公里；总投资 136.53 亿元，计划工期 4 年，2019—2022 年拟分别投资 30.50 亿元、41.00 亿元、41.00 亿元和 24.03 亿元；项目建设资金来源待定。

整体看，近年来，公司已通车高速公路运行情况良好，在建拟建项目较少但待投资规模较大，面临一定资本支出压力；考虑到公司在建高速公路均为政府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持。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。

(2) 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。投资集团为公司全资子公司，公司对财务公司直接持股 60%，通过投资集团间接持股 25%。

公司其他业务主要有商品销售、工程施工、房地产开发、委托贷款等。

公司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。2016—2018 年，商品销售收入分别为 1.77 亿元、1.21 亿元和 2.17 亿元。由于公司建材销售方面无明显优势，该业务规模整体较小。

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—2018 年分别实现收入 7.92 亿元、0.19 亿元和 0.47 亿元。

房地产业务方面，公司目前在建项目包括金色溪泉湾、金色比华利、马栏山综合楼等，规划建筑面积 96.67 万平方米，总投资 57.73 亿元；截至 2019 年 3 月底完成投资 32.59 亿元，完成销售 50.96 万平方米，累计实现销售收入

20.89 亿元，待售面积 8.83 万平方米。2018 年实现房地产销售收入 0.27 亿元。

委托贷款方面，为保障湖南省高速公路建设进度，投资集团向省内民营高速公路企业提供委托贷款支持；2018 年公司确认委托贷款收入 1.36 亿元，主要系投资集团确认潭衡西高速委托贷款利息收入。截至 2019 年 3 月底，公司委托贷款余额 8.35 亿元，相关民营企业均已实质性违约；公司已针对不同项目采取诉讼、申请强制执行等相应措施，联合资信将持续关注其后续进展情况。

整体看，近年来公司非核心业务收入有所波动，未来业务规模或将逐步缩小。

3. 未来发展

未来，公司将按照湖南省总体部署，以打造中部交通枢纽为目标，加大湖南省内重点高速公路项目的建设力度；公司将进一步加快高速公路的市场化、企业化、资本化进程。建立资金使用效益指标考核体系，推动由粗放型扩张向提高管理水平和经济效益转变；优化债务结构，创新筹融资方式，满足高速公路建设需要；持续壮大发展。

2019 年，公司主要经营目标为：营业收入总额 186.96 亿元，其中通行费收入 152.70 亿元，高速公路辅业收入 30.26 亿元，其他收入 4 亿元。加快推进长沙至益阳高速公路扩容工程、龙琅高速等项目建设，确保南益高速全线通车。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016 年、2017 年、2018 年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了带强调事项的无保留意见的审计结论。强调事项显示：根据湖南省财政厅湘财建〔2009〕100 号文件，公司将承建的二级公路相关贷款 10.70 亿元移交给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 2018 年底，湖南省公路建设投资公司尚未支付公司债务本息 4.16 亿元；强调事项不影响发表的审计意见。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 5 家。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 1 家，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。2018 年，公司合并范围新增湖南高速捷通信息科技有限公司和湖南省岳望高速公路有限责任公司 2 家子公司，均为投资设立；2019 年 1—3 月，公司合并范围无变化。总体看，上述新设公司对合并口径财务

数据可比性影响小，公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 4616.41 亿元，所有者权益 1558.29 亿元（其中少数股东权益 5.09 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 141.38 亿元，利润总额 5.56 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 4666.10 亿元，所有者权益 1564.93 亿元（其中少数股东权益 5.17 亿元）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 41.75 亿元，利润总额 6.76 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模不断提升，年均复合增长 7.33%，主要来自非流动资产的增加；2018 年底，公司资产总额 4616.41 亿元，同比增长 8.74%，主要由非流动资产（占 95.54%）构成，符合高速公路行业特点。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	311.35	7.77	233.06	5.49	205.89	4.46	160.03	3.43
货币资金	82.67	2.06	132.47	3.12	128.80	2.79	91.81	1.97
应收账款	79.99	2.00	28.99	0.68	6.14	0.13	12.80	0.27
其他应收款	108.63	2.71	29.14	0.69	30.19	0.65	16.89	0.36
非流动资产	3696.02	92.23	4012.22	94.51	4410.51	95.54	4506.08	96.57
可供出售金融资产	19.41	0.48	19.30	0.45	167.90	3.64	209.40	4.49
固定资产	2640.68	65.90	2991.21	70.46	3157.47	68.40	3169.89	67.93
在建工程	826.05	20.61	648.96	15.29	648.94	14.06	688.34	14.75
无形资产	147.82	3.69	287.96	6.78	388.77	8.42	390.71	8.37
资产总额	4007.37	100.00	4245.28	100.00	4616.41	100.00	4666.10	100.00

资料来源：审计报告和财务报告

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产不断下降，年均复合下降 18.68%，主要系应收类款项减少所致；2018 年底，公司流动资产 205.89 亿元，同比下降 11.66%。

2016—2018 年，公司货币资金呈增长趋势，年均复合增长 24.82%，主要系对外融资形成的资金沉淀及政府拨款资金到位；2018 年底，公司货币资金 128.80 亿元，同比减少 3.67 亿元；年末公司货币资金以银行存款为主，占

比 99.08%。

2016—2018 年，公司应收账款大幅下降，年均复合下降 72.28%，主要系湖南省交通运输厅款项减少；2018 年底，公司应收账款同比下降 78.81%至 6.14 亿元，累计计提坏账准备 877.27 万元，主要由应收通过长安国际信托股份有限公司和渤海国际信托有限公司发放的委托贷款利息构成；年末公司应收账款账龄较为分散，其中一年以内占比 30.33%、1-2 年占比 38.55%、2-3 年占比 7.79%、3 年以上占比

23.33%。

2016—2018年，公司其他应收款呈下降趋势，年均复合下降47.30%，系收到湖南省交通运输厅下拨资金；2018年底，公司其他应收款30.19亿元，同比变化不大，累计计提坏账准备2.73亿元，主要为与湖南省交通运输厅往来款和应收湖南省公路建设投资公司欠款本息（合计占比49.38%）。从账龄看，公司2018年底其他应收款中一年以内、1-2年、2-3年和3年以上分别占比22.88%、28.01%、1.31%和47.80%。总体看，公司其他应收款集中度高、账龄偏长，以应收政府和国有企业款项为主，回收风险可控；但考虑期末应收款余额较大，对公司资金形成一定占用。

公司存货以自制半成品及在产品为主，2016—2018年变化不大，2018年底为20.94亿元，累计计提跌价准备187.23万元，其中自制半成品及在产品占比92.21%。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长9.24%，主要来自固定资产和无形资产的增加；2018年底，公司非流动资产4410.51亿元，同比增长9.93%。

2016—2018年，公司可供出售金融资产大幅增长，年均复合增长194.09%；2018年底，公司可供出售金融资产167.90亿元，同比增加148.60亿元，为新增对湖南财信金融控股集团有限公司（国有企业）的权益投资。

2016—2018年，公司长期股权投资不断增长，年均复合增长7.57%，来自联营企业现代投资按权益法核算产生的投资收益；2018年底，公司长期股权投资同比增长7.73%至33.70亿元，其中对现代投资的投资占比88.08%，2018年确认投资收益2.62亿元。

2016—2018年，公司固定资产不断增长，年均复合增长9.35%，主要系大岳、龙永、邵坪、娄衡等高速公路结束试运营转入；2018年底，公司固定资产账面原值3169.21亿元，同比增加166.66亿元，累计计提折旧11.74亿

元，资产成新率较高，系根据相关政策持有的收费还贷性高速公路不计提折旧所致；年底公司固定资产以路桥资产为主，占比99.68%。

2016—2018年，公司在建工程不断下降，年均复合下降11.37%，主要系大岳、龙永、邵坪、娄衡等高速公路结束试运营转出；2018年底，公司在建工程648.94亿元，同比变化不大；年末公司在建工程主要为在建高速公路项目，其中永吉高速公路、益娄高速公路、武靖高速公路、张桑高速公路、益马高速公路、马安高速公路、莲珠高速公路、岳望高速、南益高速公路（部分路段）和新开联络段已完工投入试运营，账面价值合计483.81亿元，占比74.55%。

2016—2018年，公司无形资产大幅增长，年均复合增长62.17%。2018年底，公司无形资产账面价值388.77亿元，同比增长35.01%。无形资产原值同比净增加104.17亿元至398.70亿元，系新增高速特许经营权；累计计提摊销9.93亿元；其中当期无形资产账面原值减少4.30亿元，系之前年度湖南省交通运输厅将长湘等7条高速以公允价值注入公司，其中增值部分形成无形资产，2018年，上述高速公路发生建设成本4.30亿元，对应冲减无形资产。年末公司无形资产以特许经营权为主，占比97.82%。

2016—2018年，公司其他非流动资产快速下降，年均复合下降45.73%。2018年底，公司其他非流动资产8.35亿元，同比下降70.55%，系收回部分委托贷款；期末非流动资产全部为通过渤海国际信托有限公司和中国建设银行股份有限公司湖南省营业部向民营高速公路企业发放的委托贷款。

2019年3月底，公司资产总额4666.10亿元，较上年底变化不大；资产结构仍以非流动资产为主，占比96.57%。

截至2019年3月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资2328.84亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为3731.59亿元，

占公司资产总额的 79.97%；公司高速公路收费权已质押程度较高，给公司未来融资和资产运作带来一定的风险。

近年来，公司资产规模不断增长，资产构成以非流动资产为主，符合高速公路行业特点。流动资产中应收类款项占比较大，对公司资金形成一定占用；非流动资产以固定资产、在建工程和无形资产为主，其中固定资产和在建工程为已建成和在建高速公路，无形资产为高速公路特许经营权。此外，公司所有权受限的质押资产规模较大，影响公司未来融资和资产运作。总体看，公司资产流动性较弱，但高速公路资产可带来稳定的通行费收入，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 11.32%，主要来自资本公积的增加；2018 年底，公司所有者权益同比增长 14.33% 至 1558.29 亿元，主要由资本公积（占 65.13%）和未分配利润（占 27.60%）构成。

2016—2018 年，公司实收资本未发生变化，近三年均为 9.96 亿元。同期，公司资本公积不断增长，年均复合增长 17.89%，系政府资金拨入；2018 年底，公司资本公积 1014.85 亿元，同比增长 23.37%；公司负责承建湖南省内绝大部分政府还贷性高速公路项目，为保证项目的顺利建设，未来政府仍将加大资金拨付力度，公司获得高速公路项目建设补贴资金具有一定持续性，资本公积仍将增长，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。

2016—2018 年，公司其他权益工具分别为 40.00 亿元、48.00 亿元和 48.00 亿元。期末公司其他权益工具包括公司本部分别于 2015 年 10 月和 2016 年 8 月发行的 5+N 年期永续中期票据，规模分别为 20.00 亿元和 20.00 亿元；子公司投资集团分别于 2017 年 9 月和 11 月发

行的永续期定向工具“17 湘高速 PPN002”和“17 湘公投 PPN003”，发行规模分别为 5.00 亿元和 3.00 亿元。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 1564.93 亿元，较上年底增加 6.64 亿元，主要来自利润留存。

总体看，近年来，公司所有者权益保持增长，其中实收资本和资本公积占比较高，稳定性较好；资本公积主要为政府拨入的项目建设资金，所有者权益质量较好。

负债

2016—2018 年，公司负债规模稳步增长，年均复合增长 5.46%，主要来自非流动负债的增加；2018 年底，公司负债总额 3058.12 亿元，同比增长 6.10%，负债结构以非流动负债（占 87.31%）为主。

流动负债方面，2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 7.56%，主要来自短期借款和其他流动负债的增加；2018 年底，公司流动负债 388.06 亿元，同比下降 22.44%，主要系其他流动负债的下降；年末流动负债主要以短期借款、一年内到期的非流动负债和其他非流动负债为主，分别占比 26.00%、46.73% 和 15.79%。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 37.70%，主要系通过信用方式融入流动资金；2018 年底，公司短期借款 100.88 亿元，同比变化不大，由信用借款（占 60.77%）、保证借款（占 28.33%）和质押借款（占 10.90%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款⁴有所波动，年均复合增长 1.58%；2018 年底，公司其他应付款 33.74 亿元，同比下降 12.64%，主要为往来款和质保金等。

2016—2018 年，公司一年内到期的其他非流动负债逐年下降，年均复合下降 9.90%；2018 年底公司一年内到期的其他非流动负债 181.33 亿元，同比下降 12.70%，以一年内到期

⁴ 不含应付利息、应付股利

的长期借款（占 38.32%）和一年内到期的应付债券（59.93%）为主。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 94.41%，系 2017 年度、2018 年度发行多笔超短期融资券和短期融资券。2018 年底，其他流动负债 61.29 亿元，同比下降 56.89%，系以往发行的超短期融资券等短期融资产品到期偿还所致；其中超短期融资券 60.92 亿元（含计提利息），已调整至短期债务计算。

非流动负债方面，2016—2018 年，公司非流动负债呈增长趋势，年均复合增长 5.16%，主要来自长期借款和应付债券的增加；2018 年底，公司非流动负债同比增长 12.09% 至 2670.06 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，分别占比 87.58% 和 11.04%。

2016—2018 年，公司长期借款不断增长，年均复合增长 8.44%；2018 年底，公司长期借款 2338.51 亿元，同比增长 10.84%，主要由质押借款（占 95.23%）构成。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 10.99%，系已发行的部分中期票据和私募债券等将于一年内到期调至流动负债所致；2018 年底，公司应付债券 294.71 亿元，同比增长 28.81%，系当年发行中期票据、公司债、定向工具等债券所致。

2016—2018 年，公司长期应付款不断下降，年均复合下降 18.66%，主要系偿还到期融资租赁款；2018 年底，公司长期应付款 21.23 亿元，同比下降 13.77%，为发行的资产证券化产品以及应付融资租赁款，调整至长期债务。

2019 年 3 月底，公司负债总额 3101.18 亿元，较上年底增加 43.06 亿元，主要来自项目贷款融资；负债结构较上年底变化不大，仍以非流动负债为主，占比 87.86%。

表 6 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	292.02	450.22	343.13	319.47
长期债务	2392.64	2363.14	2654.45	2709.42

全部债务	2684.67	2813.36	2997.58	3028.89
长期债务资本化比率	65.55	63.42	63.01	63.39
全部债务资本化比率	68.10	67.36	65.80	65.93
资产负债率	68.62	67.89	66.24	66.46

资料来源：根据公司审计报告和财务报告整理

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。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 5.67%，主要系扩大对外筹资规模以满足高速公路建设的资金需求；2018 年底，公司全部债务 2997.58 亿元，同比增长 6.55%，以长期债务（占 88.55%）为主。2019 年 3 月底，公司全部债务增加 31.31 亿元至 3028.89 亿元，其中长期债务占比增长至 89.45%。

债务指标方面，2016—2018 年，受权益规模不断扩大影响，公司近三年各项债务指标呈下降趋势；2018 年底，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 66.24%、65.80% 和 63.01%，同比分别下降 1.65 个、1.56 个和 0.41 个百分点。2019 年 3 月底，上述指标分别为 66.46%、65.93% 和 63.39%，同比分别上升 0.22 个、0.13 个、0.38 个百分点。若将公司及下属子公司发行的权益性金融负债（2018 年底余额为 48.00 亿元）考虑在内，公司债务负担将高于上述指标值。

总体看，公司近年来债务规模持续扩张，债务结构以长期债务为主，债务结构符合行业特征；公司整体债务负担较重，但考虑到湖南省政府对收费还贷性高速公路项目借款偿付的支持，公司实际债务负担低于指标值。从未来发展看，公司在建和拟建高速公路项目投资规模仍较大，且新建高速公路车流量仍有待培育，未来公司仍存在较大融资需求。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 7.15%；2018 年，公司实现营业收入 141.38 亿元，同比增长 2.66%。同期，公司营业成本年均复合下降 2.49%；2018 年为

26.14 亿元，同比下降 14.15%。受营业收入增速快于营业成本增速影响，公司营业利润率由 2016 年的 77.33% 增长至 81.46%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 1.16%；2018 年，期间费用 127.51 亿元，同比减少 3.45 亿元。其中，管理费用 15.72 亿元，同比增长 15.93%，主要来自职工薪酬的增长；财务费用 111.58 亿元，同比下降 4.80%，主要系费用化利息支出的减少。同期，公司期间费用占营业收入比重为 90.19%，期间费用对利润侵蚀显著。

非经常性损益方面，2016—2018 年，公司投资收益不断增长，2018 年确认 7.11 亿元，其中现代投资按权益法核算确认的投资收益 2.62 亿元、按成本法核算确认的投资收益 1.85 亿元、可供出售金融资产持有取得的投资收益 2.55 亿元；2016—2018 年，公司资产减值损失波动较大，主要系计提和冲回应收类账款坏账准备；2018 年，公司资产减值损失 1.04 亿元，主要为坏账损失。同期，公司营业外收入主要核算收到的政府财政补贴；2018 年，公司营业外收入 11.57 亿元，主要为政府补助 11.51 亿元。2016—2018 年，公司分别实现利润总额 86.34 亿元、8.51 亿元和 5.56 亿元，政府补贴对利润总额形成有力补充。

表 7 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	123.14	137.71	141.38
期间费用	124.60	130.96	127.51
资产减值损失	-1.24	-0.06	1.04
投资收益	4.53	5.38	7.11
营业外收入	110.04	27.02	11.57
利润总额	86.34	8.51	5.56
营业利润率	77.33	77.77	81.46
总资本收益率	4.94	3.04	2.56
净资产收益率	6.84	0.52	0.33

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率不断下滑，2018 年底

分别为 2.56% 和 0.33%，同比分别下降 0.48 个和 0.19 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 41.75 亿元，同比增长 17.53%；同期，公司实现利润总额 6.76 亿元，同比下降 41.83%，主要系计入“营业外收入”的政府补贴减少所致。

总体看，公司多条新建成高速公路目前正处于车流量培育期，期间费用占营业收入比重过高，财务费用对利润侵蚀明显，但受益于政府补贴的有力补充，公司利润规模较大。未来，随着公司在建高速公路的逐步建成通车以及路网效应的增强，公司整体收入水平及盈利规模均有望进一步上升。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量不断增长，年均复合增长 25.24%，主要来自车辆通行费增加带来的现金流入；2018 年，公司经营活动现金流入量同比增长 22.30% 至 196.31 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 153.68 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 42.63 亿元，主要为收到的政府财政补贴及往来款。2016—2018 年，公司现金收入比不断提升，2018 年为 108.70%，公司收现能力强。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量呈下降趋势，年均复合下降 12.69%，系支付的往来款减少；2018 年，公司经营活动现金流出量同比下降 27.90% 至 47.50 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金（养护费等）23.19 亿元，支付职工薪酬 13.90 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 9.35 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金净流量分别为 62.84 亿元、94.62 亿元和 148.81 亿元，经营活动获现能力不断增强。

投资活动现金流方面，公司投资活动流入较小，主要为收回理财产品、委托贷款等收到的现金，近三年呈下降趋势，2018 年为 27.83 亿元；其中 2017 年发生处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 34.43 亿

元，系转让长潭高速公路等资产收到的款项。2016—2018年，公司投资活动流出量呈增长趋势，年均复合增长19.59%，其中高速公路投资规模维持在较大规模；2018年，公司投资活动流出量414.42亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金262.63亿元，投资支付的现金151.80亿元，同比大幅增加137.20亿元，主要为对湖南财信金融控股集团有限公司（国有企业）的权益投资支出。2016—2018年，公司投资活动现金流呈现为较大规模净流出，近三年净额分别为-247.66亿元、-170.89亿元和-386.60亿元。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量不断增长，年均复合增长10.58%；2018年，公司筹资活动现金流入量918.65亿元，同比增长10.79%；其中政府拨入资金196.63亿元，同比增长99.79%；取得借款收到现金706.75亿元，同比增长10.56%。2016—2018年，公司筹资活动现金流出量呈增长趋势，年均复合增长4.48%；2018年，公司筹资活动现金流出量684.07亿元，其中偿付有息债务本息678.14亿元。2016—2018年，公司筹资活动现金净流量快速增长，分别为124.62亿元、127.25亿元和234.59亿元。

表8 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	125.16	160.51	196.31
经营活动现金流出量	62.32	65.89	47.50
经营活动现金净流量	62.84	94.62	148.81
投资活动现金净流量	-247.66	-170.89	-386.60
筹资活动现金净流量	124.62	127.25	234.59
现金收入比	89.98	92.61	108.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年1—3月，公司经营活动现金净流量51.41亿元，投资活动现金净流量-82.49亿元，筹资活动现金净流量-6.12亿元。

总体看，近年来，公司收入实现质量维持在较高水平，经营活动现金流净额大幅增长；但项目建设投入及对外投资亦推动投资活动

现金流出大幅增长；经营活动现金流净额无法满足投资活动资金需求，筹资活动现金净流入规模进一步扩大。未来，随着在建拟建项目建设持续推进，公司存在较大的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，受回收应收类账款影响，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，2018年底分别为53.06%和47.66%，同比分别上升6.48个和5.21个百分点；2019年3月底，上述指标分别为42.50%和36.80%，同比下降10.56个和10.86个百分点，系项目建设投入消耗公司现金储备。2016—2018年，公司经营现金流动负债比有所提升，2018年为38.35%，经营活动现金流对流动负债覆盖能力较弱。2019年3月底，公司现金类资产91.81亿元，对短期债务的覆盖倍数为0.29倍。总体看，公司短期债务规模较大，存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，受利息支出规模不断提升影响，公司EBITDA逐年下降，年均复合下降21.32%；受此影响，公司全部债务/EBITDA不断提升，2018年为24.63倍；EBITDA利息倍数逐年下降，2018年为0.81倍。

截至2018年底，公司对外担保余额53.56亿元，担保比率3.44%。全部为对湖南省交通运输厅提供的担保，总体看，公司或有负债风险小。

截至2019年3月底，公司获得的银行授信额度5085.75亿元，已使用额度3572.85亿元，未使用额度1512.90亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司是湖南省属唯一国有独资高速公路投资运营主体，持续获得政府支持力度大，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为4344.67亿元，同比增长8.44%。其中，流动资产为224.64

亿元，主要由货币资金和其他应收款构成。非流动资产4120.03亿元，主要由在建工程和固定资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为1511.82亿元，同比增长15.80%。其中，资本公积占比63.86%，公司所有者权益稳定性尚可。

截至2018年底，母公司负债合计2832.84亿元，较上年增长4.88%。其中非流动负债占比87.29%，主要由长期借款构成。母公司2018年资产负债率为65.20%，同比有所下降，整体债务压力减小。

2018年，母公司实现营业收入126.57亿元，利润总额为15.83亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据基础发行规模10亿元，发行规模上限30亿元，以发行规模上限计算（下同），分别相当于2019年3月底公司长期债务的1.11%、全部债务的0.99%。本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

2019年3月底，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66.46%、65.93%和63.39%。以2019年3月底财务数据为基础，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至66.68%、66.16%和63.64%；若同时考虑公司已成功发行的“19湘高G1”“19湘高速SCP001”“19湘高G2”“19高投01”“19湘高速MTN003”合计73.93亿元后，上述三项指标将分别上升至67.19%、66.69%和64.26%，公司债务负担将有所上升。考虑到上述已发行债券部分资金及本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务，且本期中期票据发行规模可动态调整，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模上限

的4.17倍、5.35倍和6.54倍，公司经营活动净现金流分别为本期中期票据发行规模的2.09倍、3.15倍和4.96倍；EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模上限的6.55倍、4.45倍和4.06倍，公司经营活动现金流及EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

总体看，公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流和EBITDA对本期中期票据保障能力强，赎回和票面利率重置条款设置使得本期中期票据不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力不强；若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。公司一旦出现利息递延支付，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。考虑到公司作为湖南省属唯一国有独资高速公路投资运营主体，在政策、财政和融资各方面均获得政府的大力支持，本期中期票据到期不能偿付风险极低。

十、结论

高速公路行业具备良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济的稳步发展，中国高速公路建设发展空间较大。

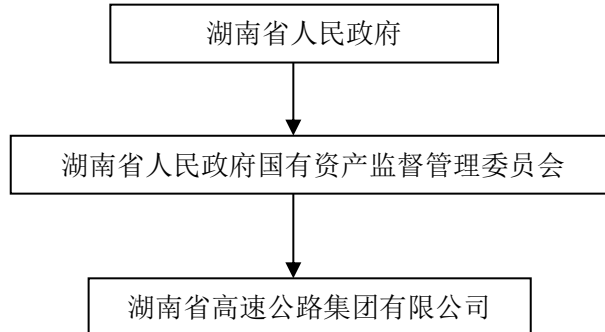
湖南省是中国中南部重要的陆路交通枢纽之一，区域经济发展稳定。公司作为湖南省国资委独资的高速公路投资运营主体，所辖路产质量优良，具有明显的区域垄断经营优势。

目前公司处于快速发展期，有息债务规模持续增长，债务负担较重，存在较大的短期支付压力。随着在建或拟建高速公路项目的逐步推进，以及现有中长期债务的逐步到期偿付，公司未来面临一定的债务压力。考虑到公司作为湖南省政府还贷性高速公路投资建设管理主体，政府对其支持方式及力度仍将持续；同时区域经济的快速增长、路网布局的完善、路网规模效益的进一步发挥将拉动公司通行费收入增长，公司未来自身偿债能力有望持续增强。

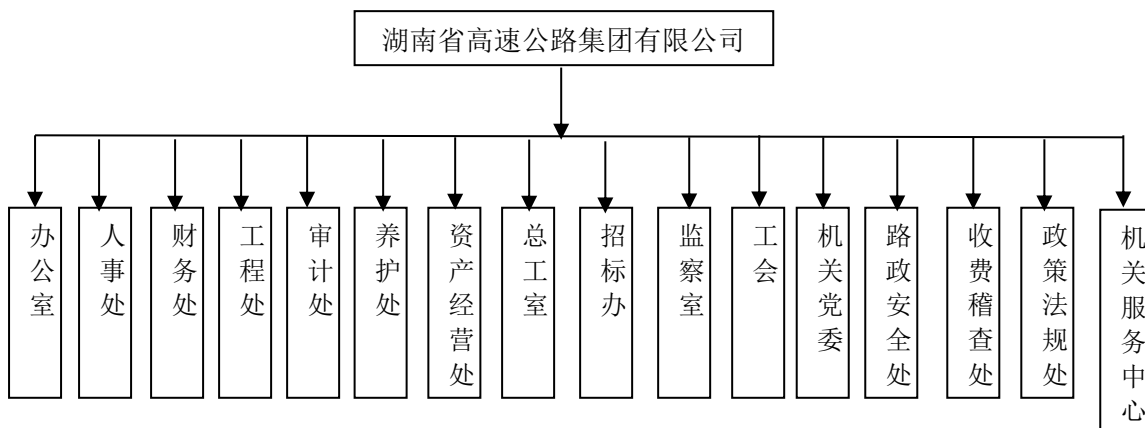
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力不强；若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益造成不利影响。此外，公司一旦出现利息递延支付，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为公司本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	业务性质	注册地	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	60000.00	100.00
湖南省高速公路基金管理有限公司	金融	长沙	1000.00	99.00
湖南高速集团财务有限公司	金融	长沙	100000.00	85.00
湖南省岳望高速公路有限责任公司	交通运输	长沙	200.00	100.00
湖南高速捷通信息科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	长沙	1000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 截至 2019 年 3 月底公司主要经营管理高速公路（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	159.91	2005.12	国高网（长张）	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	衡炎高速	衡阳—炎陵	114.19	2009.12	国高网（泉南线）	20 年
12	韶山高速	韶山互通—韶山	13.29	2008.12	地方高速	20 年
13	道贺高速	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	地高泉南	20 年
17	炎陵高速	炎陵分路口—炎陵县城	11.83	2012.12	国高泉南	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	国高杭长	20 年
22	通平高速	通城界—平江	73.03	2012.12	国高武深	20 年
23	张花高速	张家界—花桓	147.11	2013.11	国高张南	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	国高呼北	20 年
26	怀通高速	怀化—通道	197.63	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	国高许广	20 年
32	衡桂高速	京港澳复线衡阳—桂阳	94.92	2012.11	国高许广	20 年
33	桂武高速	京港澳复线桂阳—临武	107.81	2012.11	国高许广	20 年
34	浏醴高速	浏阳—醴陵	99.19	2012.12	国高武深	20 年
35	醴茶高速	醴陵—茶陵	105.25	2013.11	国高武深	20 年
36	炎汝高速	炎陵—汝城	150.99	2013.12	国高武深	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（二广线）	--
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	72.20	2015.12	国高网（杭瑞线）	20 年

41	龙永高速	龙山-永顺	91.09	2015.12	国高张南	20年
42	京港澳新开联络线	--	3.30	2018.5	地方高速	20年
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	85.57	2017.11	地方高速	20年
45	益娄高速	益阳-娄底	105.93	2017.12	地方高速	20年
46	桑张高速	桑植-张家界	46.95	2017.12	国高张南	20年
47	武靖高速	武冈-靖州	83.54	2017.12	地方高速	20年
48	益马高速	益阳-马迹塘	57.90	2018.2	地方高速	20年
49	马安高速	马迹塘-安化	67.41	2018.12	地方高速	20年
50	南益高速（部分）	南县-益阳	9.31	2018.12	地方高速	20年
51	莲株高速	莲花冲至株洲	32.31	2018.12	地方高速	20年
政府还贷性高速公路小计			4531.89	--	--	--
52	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30年
53	新溆高速	新化-溆浦	92.68	2014.12	地方高速	30年
54	南岳东延线	--	12.58	2016.12	地方高速	30年
55	湘潭西高速	湘潭-衡阳西线	138.77	--	--	23年
56	岳望高速	岳阳-望城	101.62	2018.09	国高许广	--
经营性高速公路小计			397.47	--	--	--
合计			4929.36	--	--	--

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
资料来源：公司提供

附件 2-2 公司主要高速公路通行费情况（单位：万元）

路段名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
莲易高速	1417.94	1929.39	1730.36	394.67
耒宜高速	97023.28	101469.16	107499.58	28128.53
临长高速	173147.55	169828.20	164463.40	38928.45
潭邵高速	85118.98	114816.58	106593.45	31487.78
衡枣高速	64872.02	65623.28	67953.18	18937.15
常张高速	38671.34	45506.21	47917.99	12706.69
衡大高速	6730.54	6916.88	7016.10	1971.81
邵怀高速	87117.59	95669.36	83092.00	28491.08
怀新高速	23102.61	24034.41	22851.22	7550.35
常吉高速	63428.57	81950.67	89864.42	25280.41
衡炎高速	17616.05	19718.13	21384.35	7889.90
道贺高速	2625.52	2578.60	4444.43	1481.59
吉茶高速	30088.36	33187.04	29130.12	7400.75
吉怀高速	52175.27	59257.44	62012.71	18226.18
炎睦（炎陵）高速	662.52	619.70	638.83	144.41
宁道高速	5487.49	6710.82	8904.18	2782.22
汝郴高速	6822.00	13520.26	14542.97	4873.92
郴宁高速	9873.97	13125.07	15313.39	5285.63
大浏高速	8498.09	9430.09	9378.04	2739.46
长湘高速	21635.14	26038.73	32889.15	14799.07
衡桂高速	17419.07	18662.37	22025.98	8899.80
桂武高速	13045.85	13602.67	14716.11	7041.22
娄新高速	23762.70	25602.94	29530.18	7956.51
通平高速	6056.99	9444.84	10934.10	3831.22
浏醴高速	11281.03	14817.49	17580.01	5596.35
南岳高速	4603.31	4426.15	5064.21	1301.95
醴茶高速	19420.07	20655.21	24751.55	9140.69
长沙绕城高速	8858.91	12356.10	13732.29	3155.84
怀通高速	13626.48	18663.29	25566.36	7739.21
张花高速	20673.78	26138.00	25506.64	7825.56
洞新高速	4601.29	5521.72	9528.64	2946.16
凤大高速	7668.95	11112.25	12498.41	4044.52
耒茶高速	4227.95	5949.49	6630.82	2541.03
石华高速	830.46	931.13	1336.32	448.08
炎汝高速	6113.62	8123.51	15801.77	10314.71
怀化绕城	1698.67	2517.40	3541.79	794.06
新溆高速	11588.03	15546.45	21831.36	5823.63
龙永高速	2239.92	6785.21	14300.07	5705.28
邵坪高速	2647.65	3364.65	5196.87	1158.67
大岳高速	1031.82	3783.40	16415.69	1097.89
娄衡高速	10.84	4362.71	9264.63	3163.83
南岳东延线	5.86	805.06	783.04	182.61

东常高速	--	54235.42	55062.78	20335.91
永吉高速	--	953.51	13417.50	4380.38
益娄高速	--	9.27	8480.33	2873.55
武靖高速	--	5.78	4158.41	1278.16
桑张高速	--	9.36	3569.51	985.42
益马高速	--	--	6133.33	1805.77
京港澳高速公路新开联络线	--	--	1110.50	486.35
马安高速	--	--	111.66	857.09
莲株高速	--	--	73.31	1775.92
南益高速	--	--	1.10	101.62
潭衡西高速	--	--	25162.40	17939.64
岳望高速	--	--	12533.28	11339.06
合计		977528.08	1180315.40	424367.74

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部分通车高速处于试运行状态，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。④表中列示的通行费为路段实际通行费收入，但由于经营性高速公路通行费根据通行费收入拆账报表金额返还，故存在收入到账时间差，账面通行费实际为前年12月至当年11月合计数据。

资料来源：公司提供

附件 2-3 公司主要高速公路车流量情况（单位：辆/日（标准小车））

路段名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
莲易高速	3407.00	3614.00	3194.00	3197.00
耒宜高速	44676.00	44868.00	44562.00	44614.00
临长高速	70507.00	70521.00	67438.00	67516.00
潭邵高速	58610.00	51945.00	52133.00	52194.00
衡枣高速	37250.00	37029.00	37248.00	37291.00
常张高速	30006.00	32233.00	32414.00	32451.00
衡大高速	13139.00	13061.00	13134.00	13149.00
邵怀高速	25508.00	26370.00	26463.00	26493.00
怀新高速	15921.00	15842.00	15763.00	15781.00
常吉高速	18283.00	20403.00	20518.00	20542.00
衡炎高速	15245.00	15358.00	15475.00	15493.00
道贺高速	5100.00	5009.00	6669.00	6677.00
吉茶高速	26909.00	27257.00	26000.00	26030.00
吉怀高速	24471.00	25131.00	25272.00	25302.00
炎睦（炎陵）高速	3748.00	2915.00	2838.00	2841.00
宁道高速	8341.00	8553.00	9447.00	9459.00
汝郴高速	5060.00	8958.00	9039.00	9049.00
郴宁高速	9034.00	9195.00	9294.00	9304.00
大浏高速	11908.00	11939.00	12000.00	12014.00
长湘高速	12691.00	12763.00	12828.00	12843.00
衡桂高速	7000.00	6807.00	7074.00	7082.00
桂武高速	8297.00	8177.00	8506.00	8516.00
娄新高速	12998.00	12992.00	13110.00	13126.00
通平高速	12628.00	15049.00	15489.00	15507.00
浏醴高速	11209.00	11699.00	12017.00	12031.00
南岳高速	12178.00	12124.00	11930.00	11944.00
醴茶高速	5600.00	5763.00	6076.00	6083.00
长沙绕城高速	15664.00	16926.00	17016.00	17036.00
怀通高速	38062.00	41739.00	41973.00	42021.00
张花高速	16720.00	17412.00	17487.00	17508.00
洞新高速	15106.00	15418.00	16024.00	16042.00
凤大高速	12334.00	13108.00	13293.00	13309.00
耒茶高速	9875.00	11415.00	11611.00	11624.00
石华高速	2622.00	2879.00	3006.00	3010.00
炎汝高速	22358.00	24967.00	28830.00	28863.00
怀化绕城	3298.00	4968.00	5038.00	5044.00
新溆高速	12188.00	12366.00	12429.00	12444.00

龙永高速	5905.00	11669.00	12068.00	12082.00
邵坪高速	8040.00	8081.00	8260.00	8270.00
大岳高速	5227.00	12503.00	12736.00	12751.00
娄衡高速	420.00	11974.00	12276.00	12290.00
南岳东延线	276.00	3138.00	3025.00	3028.00
东常高速	--	17884.00	18002.00	18023.00
永吉高速	--	2920.00	7796.00	7805.00
益娄高速	--	261.00	8514.00	8524.00
武靖高速	--	176.00	6144.00	6151.00
桑张高速	--	235.00	5894.00	5901.00
益马高速	--	--	6522.00	6530.00
京港澳高速公路新开联络线	--	--	3354.00	3492.00
马安高速	--	--	500.00	2100.00
莲株高速	--	--	220.00	3442.00
南益高速	--	--	140.00	698.00
潭衡西高速	--	--	36751.00	37665.00
岳望高速	--	--	26755.00	31076.00
合计	677819.00	745614.00	851595.00	863258.00

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	82.89	132.48	128.80	91.81
资产总额(亿元)	4007.37	4245.28	4616.41	4666.10
所有者权益(亿元)	1257.52	1362.97	1558.29	1564.93
短期债务(亿元)	292.02	450.22	343.13	319.47
长期债务(亿元)	2392.64	2363.14	2654.45	2709.42
全部债务(亿元)	2684.67	2813.36	2997.58	3028.89
营业收入(亿元)	123.14	137.71	141.38	41.75
利润总额(亿元)	86.34	8.51	5.56	6.76
EBITDA(亿元)	196.59	133.47	121.69	--
经营性净现金流(亿元)	62.84	94.62	148.81	51.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.33	2.52	8.04	--
存货周转次数(次)	1.16	1.48	1.26	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	89.98	92.61	108.70	87.24
营业利润率(%)	77.33	77.77	81.46	85.26
总资本收益率(%)	4.94	3.04	2.56	--
净资产收益率(%)	6.84	0.52	0.33	--
长期债务资本化比率(%)	65.55	63.42	63.01	63.39
全部债务资本化比率(%)	68.10	67.36	65.80	65.93
资产负债率(%)	68.62	67.89	66.24	66.46
流动比率(%)	92.82	46.58	53.06	42.50
速动比率(%)	86.72	42.45	47.66	36.80
经营现金流动负债比(%)	18.74	18.91	38.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.66	21.08	24.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	0.86	0.81	--

注：2019 年 1 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 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	73.68	126.03	119.90	81.08
资产总额(亿元)	3790.03	4006.68	4344.67	4431.15
所有者权益(亿元)	1204.02	1305.59	1511.82	1520.69
短期债务(亿元)	277.48	392.20	293.37	278.29
长期债务(亿元)	2206.38	2222.37	2457.87	2542.84
全部债务(亿元)	2483.86	2614.57	2751.24	2821.13
营业收入(亿元)	104.47	118.60	126.57	38.24
利润总额(亿元)	85.92	10.98	15.83	8.87
EBITDA(亿元)	193.43	123.95	115.05	--
经营性净现金流(亿元)	104.99	87.77	98.16	10.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.21	2.64	16.09	--
存货周转次数(次)	108702.96	151455.84	131459.62	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	90.70	96.15	105.84	81.65
营业利润率(%)	87.69	84.90	87.72	91.81
总资本收益率(%)	5.23	3.15	2.69	--
净资产收益率(%)	7.14	0.84	1.05	--
长期债务资本化比率(%)	64.70	62.99	61.92	62.58
全部债务资本化比率(%)	67.35	66.70	64.54	64.98
资产负债率(%)	68.23	67.41	65.20	65.68
流动比率(%)	83.25	43.73	62.41	62.35
速动比率(%)	83.25	43.73	62.41	62.35
经营现金流动负债比(%)	29.30	19.06	27.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.84	21.09	23.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	0.86	0.84	--

注：2019 年 1 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 5 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/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	
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 6-1 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 6-2 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 6-3 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

联合资信评估有限公司关于 湖南省高速公路集团有限公司 2019 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

湖南省高速公路集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

湖南省高速公路集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对湖南省高速公路集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，湖南省高速公路集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注湖南省高速公路集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现湖南省高速公路集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对湖南省高速公路集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如湖南省高速公路集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对湖南省高速公路集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与湖南省高速公路集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。