

跟踪评级公告

联合[2014] 1343 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“10湘高速债”、“12湘高速MTN1”、“12湘高速MTN2”、“13湘高速MTN1”、“13湘高速MTN2”的信用等级为AAA，同时维持“14湘高速CP001”、“14湘高速CP002”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十三日



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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 湘高速债	28 亿元	2010/04/08-2020/04/08	AAA	AAA
12 湘高速 MTN1	19 亿元	2012/09/12-2015/09/12	AAA	AAA
12 湘高速 MTN2	40 亿元	2012/10/25-2017/10/25	AAA	AAA
13 湘高速 MTN1	39 亿元	2013/05/23-2018/05/23	AAA	AAA
13 湘高速 MTN2	49 亿元	2013/11/26~2016/11/27	AAA	AAA
14 湘高速 CP001	20 亿元	2014/3/28~2015/3/31	A-1	A-1
14 湘高速 CP002	19 亿元	2014/5/20~2015/5/21	A-1	A-1

跟踪评级时间：2014 年 7 月 23 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产（亿元）	74.10	101.85	63.49	91.04
资产总额(亿元)	2024.10	2523.93	3001.36	3079.38
所有者权益(亿元)	514.49	634.31	799.01	807.36
短期债务(亿元)	371.88	391.77	282.69	287.19
全部债务(亿元)	1439.30	1806.88	2074.77	2189.27
营业收入(亿元)	105.67	90.19	84.06	21.15
利润总额(亿元)	19.26	13.05	23.67	4.15
经营性净现金流（亿元）	33.67	27.36	30.31	26.67
EBITDA(亿元)	61.08	59.95	68.93	--
营业利润率(%)	40.91	42.72	40.54	57.11
净资产收益率(%)	3.70	1.95	2.91	--
资产负债率(%)	74.58	74.87	73.38	73.78
全部债务资本化比率(%)	73.67	74.02	72.20	73.06
流动比率(%)	70.88	95.43	97.01	123.40
全部债务/EBITDA(倍)	23.56	30.14	30.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	0.91	0.77	--
经营现金流流动负债比(%)	8.09	6.22	8.00	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对湖南省高速公路建设开发总公司（以下简称“公司”）的评级，反映了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的显著优势。跟踪期内，公司通车高速公路较多，且短期内还将有多条高速公路建成通车，未来随区域经济持续发展，路网规模效应将逐步发挥，公司通行费收入有望实现快速增长；此外，跟踪期内公司获得了交通部和省财政厅在资本金注入、资产划拨方面给予的持续大力支持。同时，联合资信也关注到公司资本支出大，债务规模呈较快上升趋势，债务负担重；财务费用高，整体盈利能力偏弱，对政府补助依赖性强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，未来受益于路网规模效应及区域经济的持续发展，公司通行费收入及盈利能力有望较快提升。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的政府支持，都将对公司中长期发展产生积极影响。上述因素均对公司整体偿债能力形成支撑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，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“10 湘高速债”、“12 湘高速MTN1”、“12 湘高速MTN2”、“13 湘高速MTN1”、“13 湘高速MTN2”的信用等级为AAA，同时维持“14 湘高速CP001”、“14 湘高速CP002”的信用等级为A-1。

分析师

唐 静 高景楠

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)

Http: //www.lhratings.com

优势

1. 湖南省是中国中南部重要的陆路交通枢纽之一, 近年来区域经济快速发展, 交通位置优越。
2. 公司为湖南省交通厅独资的高速公路投资运营主体, 跟踪期内得到了湖南省地方政府在资产划拨、资本金注入、财政补贴等多方面的持续有力支持, 市场定位明确。
3. 跟踪期内, 公司多条高速公路建成通车, 且在短期内仍将有多条高速公路实现运营通车, 未来随“二纵两横”的湖南省高速公路骨架网的路网效应逐步发挥, 公司收费公路车流量和通行费收入有望持续增长。

关注

1. 公司有息债务持续快速增长, 债务负担重, 财务费用高, 对营业利润侵蚀较大, 整体盈利能力偏弱。
2. 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。
3. 跟踪期内通车道路基本处于试运营期, 车流量和通行费收入均有待培育, 短期内存在还贷压力。
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或将形成一定的限制。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与湖南省高速公路建设开发总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湖南省高速公路建设开发总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因湖南省高速公路建设开发总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湖南省高速公路建设开发总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

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中国国家投入的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2014年3月底，公司注册资本99597万元，湖南省交通运输厅持股100%，为公司实际控制人。

公司主营业务范围为：负责全省高速公路建设、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。

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2014年3月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达3587.55公里（公司合并口径），占湖南省省内高速公路的通车里程的70.57%。

截至2014年3月底，公司下辖湖南省高速公路投资集团有限公司（简称“投资集团公司”）和湖南省高速公路机电建设开发有限公司（简称“机电开发公司”）2家全资子公司，4家控股及参股子公司，14家项目建设公司，以及13个高速公路运营单位。截至2014年3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）27.19%的股份，现代投资未纳入公司合并报表。

截至2013年底，公司合并资产总额3001.36亿元；所有者权益合计799.01亿元；2013年公司实现营业收入84.06亿元，利润总额23.67亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额3079.38亿元，所有者权益合计807.36亿元；2014年1~3月，公司实现营业收入21.15亿元，利润总额4.15亿元。

公司注册地址：长沙市远大一路649号；法定代表人：吴国光。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易

顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财政支出结构,保障和改善民生。2013 年,中国财政累计收入为 129143 亿元,同比增长 10.1%,各项民生政策得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面,自 8 月 1 日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资建设力度,7 月 31 日召开的国务院常务会议,研究推进政府向社会力量购买公共服务,部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日,贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底,M2 存量达 110.7 万亿,同比增长 13.6%。从社会融资规模来看,2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿,比上年同期多 1.5 万亿;其中人民币贷款 12.97 万亿,增加 2.54 万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元,比上年增加 1044 亿元。其中,A 股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803 亿元,增加 710 亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元,增加 1369 亿

元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元,比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面,截至 2013 年底,人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元,比上年末升值 3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2 月 26 日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6 月 26 日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户;8 月 22 日,发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10 月 15 日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配

置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业与区域环境分析

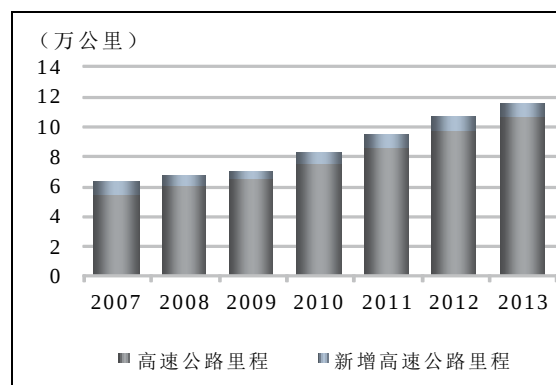
1. 高速公路发展概况

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。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，

这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2013年底的10.45万公里，年均复合增幅20.64%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。

图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

根据交通运输部发布的2013年交通运输行业发展统计公报显示，2013年全国完成公路建设投资13692.20亿元，比2012年增长7.7%。其中，高速公路建设完成投资7297.76亿元，增长0.8%，普通国道省道建设完成投资3899.61亿元，增长18.4%。截至2013年底，全国公路总里程达435.62万公里，比2012年底增加11.87万公里。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图2 2006-2013年全国公路建设投资额及增长率



资料来源：Wind资讯

中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通

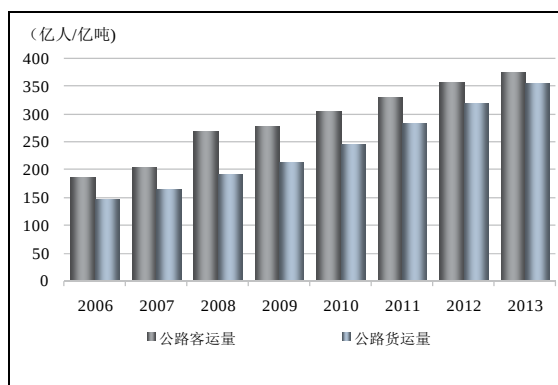
城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，网络化建设任务依然艰巨。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。

2013年，全国公路客运量和货运量分别为374.70亿人和355.00亿吨，同比增速分别为5.34%和11.34%；公路客运周转量和货运周转量分别为19705.60亿人公里和67114.50亿吨公里，分别同比增长6.70%和12.73%。随着宏观经济增长减缓，公路行业景气度持续下降，但受私家车保有量增长和公路通车里程增长影响，公路客货运依然维持增长态势。

图3 2006-2013年全国公路运输量情况



资料来源：Wind资讯

2. 高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策。1984年，国务院第54次常委会正式决议实施“贷款修路，收费还贷”；1988年，交通部、财政部、国家物价局根据《公路管理条例》，联合发布了《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》；2004年，中国《收费公路管理条例》正式实施。目前中国现有公路网中，95%的高速公路是靠收费公路政策筹资修建

的，收费还贷政策的实施在中国公路建设初期拓宽了公路建设投融资渠道，缓解了建设资金严重不足的矛盾，对加快中国公路交通的发展做出了重要的贡献。

然而，随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展了为期一年的全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规及不合理收费等现象。根据清查要求，各省市都对辖内路段做了清查，从各省的整改结果看，绝大多数省份只对少数路段的收费期限、费率做调整。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

2013年5月，交通运输部发布《收费公路管理条例(修正案征求意见稿)》，对高速公路期满后处理、收费标准、免费政策补偿等方面做了修订。

3. 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

国中部地区重要的交通枢纽，具有独特的区位优势。

根据《2013年湖南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，2013年湖南省完成生产总值24501.7亿元，同比增长10.1%；其中，第一产业增加值3099.2亿元，增长2.8%；第二产业增加值11517.4亿元，增长10.9%；第三产业增加值9885.1亿元，增长11.4%。三大产业结构比例调整为12.7：47.0：40.3。2013年，湖南省财政总收入3307.3亿元，同比增长12.6%。区域经济的发展，为湖南省高速公路行业的发展提供了有利的保证。2013年湖南省完成公路货运量18.51亿吨、客运量18.63亿人，同比分别增长11.0%和6.7%，公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的87.54%和94.30%；2013年湖南省完成公路货物周转量2713.1亿吨公里，公路旅客周转量925.1亿人公里，同比增速分别为13.4%和8.3%，分别占全省各运输方式货、客周转总量的63.36%和48.91%。在不同运输方式中，公路占绝对优势。

2013年，湖南省完成交通固定资产投资723.09亿元，其中，高速公路投资462.37亿元。截至2013年底，湖南省高速公路通车里程突破5000公里；怀通、炎汝等13条高速公路建成通车，当年新增通车里程1115公里，高速公路通车总里程达到5084公里，排名全国第4位；全年新增高速出省通道6个，总共达到21个。

按照“十二五”规划实施方案，“十二五”期间，湖南省高速公路新增总投资2500亿元，续建4064公里，新开工建成193公里，到2015年底全省高速公路通车总里程达到6643公里，实现全省所有市区可在30分钟内上高速公路。根据湖南省高速公路工作会议的信息，2014年湖南省交通厅下达高速公路建设投资任务390亿元，确保澧常、新溆、长韶娄、怀化绕城、炎陵至汝城（扫尾项目）403公里建成通车，力争安邵、常安、汝郴赤石特大桥240公里高速公路建成通车，新开工建设600公里。

总的来看，湖南省经济的稳定发展将带来

客货运输的持续增长，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。

五、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2014年3月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达3587.55公里（公司合并口径，其中，政府还贷性高速公路3298.48公里，经营性高速公路289.07公里），共38段，占湖南省省内高速公路通车里程的70.57%。

公司是由湖南省交通厅100%控股的企业，截至2014年3月底，公司拥有全资子公司2家，控股及参股合作公司4家，项目建设公司14家，直管建成高速公路运营单位13个。其中，现代投资是湖南省唯一的高速公路上市公司，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。现代投资曾荣获“中国服务业企业500强”、“2007年度中国诚信企业”等荣誉称号。获得了第十三届“国家级企业管理现代化创新成果一等奖”、“全国交通企业百强”、“湖南百强企业”。

总体来看，公司保持了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，公司高层管理人员无重大变动。

截至2014年3月底，公司共有在岗职工11492人，按职称划分，高级职称人员占3.41%；中级职称人员占5.22%；按学历划分，研究生及以上学历占5.79%，本科学历占35.27%，大专

学历占 40.07%，其他占 18.87%；按年龄划分，30 岁以下人员占 45.63%，30 岁-50 岁人员占 52.00%，50 岁以上人员占 2.37%。总体看，公司员工整体素质较高，员工队伍趋于年轻化，能满足公司发展需要。

4. 政策支持

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，跟踪期内，公司得到了交通部、省财政厅在资产划拨、资本金注入及补贴方面的持续有力支持。

由于公司投资项目以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，对公司还贷性项目的借款实行统借统还。

2013 年底，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），湖南省交通厅决定终止公司全资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”）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。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本公司，相关债务及债务融资工具的本息偿付由公司担保；为简化相关程序，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。上述五条高速公路转让完成以后，交通部、省财政厅对于已投入的资本金已安排 49.76 亿元补给

公司，反映在“资本公积”中，其中 2013 年度收到 17.78 亿元，其余计入 2012 年度资本公积。

2013 年公司实际收到政府拨入项目建设资金 68.28 亿元，体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”科目；其中 18 亿元为贷款贴息（计入“营业外收入”），当年拨付的建设资本金 26.44 亿元（包括上述 5 条经营性高速公路转政府还贷高速公路的资本金 17.78 亿元及国高网补助等），计入“资本公积”，收到以前年度项目资本金的部分 23.84 亿元，冲减“其他应收款”。

对于目前政府未到位资本金（体现在应收账款和其他应收款科目）安排上，2013 年湖南省交通厅制定了未到位资本金计划到位表，在 2014~2028 年间每年将安排一定的资金，合计约 155.79 亿元，平均每年约 10 亿元，对公司债务偿还形成又一支撑。

从近年来的实际情况看，政府对公司的建设资金拨付和财政补贴力度大，有力支持了公司的快速发展。

六、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。

七、经营分析

1. 经营概况

2013 年，公司实现营业收入 84.06 亿元，同比下降 6.79%，一方面是由于 2013 年公司根据《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》（交公路发〔2010〕65 号）和财政部《基本建设财务管理规定》文件要求，将 2012~2013 年通车试运营（通车后 2 年内为试运行期间）的高速公路通行费收入 10.20 亿元未计入营业收入，直接用于冲减了相关建设成本，故 2013 年财务数据所体现通行费有所减少；另一方面，2013 年公司建材销售业务收入有所减少，主要是由于受融资成本持续高位运行以及经济下行趋势影响，企业资金面整体相对紧张，一些采购单位压缩

信用额度要求货到付款，导致公司主动放弃部分高速公路的材料供应，以及资产投资增速放缓，施工单位对建材需求减少等原因导致。其中，高速公路车辆通行费收入为公司收入的主要来源，近几年受商品销售收入大幅下降影响，车辆通行费收入占比持续上升，2012年和2013

年分别为66.74%和74.02%。

2014年1~3月，公司实现营业收入21.15亿元，占2013年全年的25.16%，其中，通行费收入17.81亿元，占2013年全年的28.55%。

总体来看，公司主营业务收入以高速公路通行费收入为主，主营业务突出。

表1 跟踪期内公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元）

	2012年			2013年			2014年1~3月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
车辆通行费	60.20	33.64	44.12%	62.23	34.75	44.16%	17.81	7.20	59.61%
商品销售收入	13.42	11.93	11.10%	4.53	4.40	2.97%	0.22	0.19	12.87%
其他	16.57	5.19	68.68%	17.30	10.11	41.56%	3.12	1.60	48.54%
合计	90.19	50.76	43.72%	84.06	49.26	41.40%	21.15	8.99	57.50%

资料来源：公司提供

注：公司其他业务收入主要包括：房产销售、广告、租赁、养护、利息等收入。

2. 高速公路运营

已建成高速公路运营

截至2014年3月底，公司旗下管辖的高速公路里程为3587.55公里，共38段（公司合并口径），占湖南省省内高速公路通车里程的70.57%，其中，政府还贷性高速公路3298.48公里，经营性高速公路289.07公里。公司管辖的高速公路包含16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。

2013年，公司新通车路段10条，包括：张花、凤大、洞新、怀通、石华、耒茶、京港澳长沙连线、长沙绕城、醴茶、炎汝高速，其中凤大、怀通、耒茶高速属于国高网，其余属于湖南省地方高速公路。

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。

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2014年3月底公司主要经营的高速公路

	路段名称	起止点	里程(公里)	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	223.75	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	50.65	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	12.55	2012.12	地方高速	20 年
18	宁道高速	宁远-道县	91.54	2012.11	国高网（厦蓉线）	20 年
19	汝郴高速	汝城-郴州	97.97	2012.12	国高网（厦蓉线）	20 年
20	郴宁高速	郴州-宁远	104.84	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	长湘高速	京港澳复线长沙-湘潭	74.89	2012.12	地方高速	20 年
23	衡桂高速	京港澳复线衡阳-桂阳	95.10	2012.11	地方高速	20 年
24	桂武高速	京港澳复线桂阳-临武	107.81	2012.11	地方高速	20 年
25	娄新高速	娄底-新化	95.71	2012.12	地方高速	20 年
26	通平高速	通城界-平江	73.03	2012.12	地方高速	20 年
27	浏醴高速	浏阳-醴陵	99.19	2012.12	地方高速	20 年
28	张花高速	张家界-花垣	147.59	2013.11	地方高速	20 年
29	凤大高速	凤凰-大兴	30.85	2013.11	国高网（杭瑞线）	20 年
30	洞新高速	洞口-新宁	118.07	2013.12	地方高速	20 年
31	怀通高速	怀化-通道	197.64	2013.12	国高网（包茂线）	20 年
32	石华高速	石首-华容	13.44	2013.12	地方高速	20 年
33	芷茶高速	界化垄-茶陵	45.24	2013.12	国高网（泉南线）	20 年
34	京港澳长沙连接线	长沙连接线	2.3	2013.12	连接线	
35	长沙绕城高速	长沙绕城	25.72	2013.12	地方高速	20 年
政府还贷性高速公路小计			3298.48			
36	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30 年
37	醴茶高速	醴陵-茶陵	105.25	2013.11	地方高速	20 年
38	炎汝高速	炎陵-汝城	132	2013.12	地方高速	20 年
经营性高速公路小计			289.07			
合计			3587.55	--	--	--

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。

表 3 公司主要高速公路通行费收入（单位：万元）

	路段名称	2012 年	2013 年	增长率	2014 年 1-3 月
正式 通车	莲易高速	1620.36	2816.77	73.84%	407.21
	耒宜高速	86644.48	66963.63	-22.71%	24274.22
	临长高速	140012.19	159006.8	13.57%	41139.58

路段	潭邵高速	115477.51	127732.9	10.61%	36015.04
	衡枣高速	47765.37	58422.98	22.31%	16012.49
	常张高速	20261.49	28075.3	38.56%	7056.29
	衡大高速	6705.51	9092.46	35.60%	1464.95
	邵怀高速	60213.95	78715.6	30.73%	25842.14
	怀新高速	25437.77	29751.8	16.96%	8351.24
	常吉高速	33282.9	43763.93	31.49%	12032.44
	衡炎高速	8267.88	11658.48	41.01%	3432.44
	道贺高速	1325.22	3225.98	143.43%	732.99
	小计	547014.63	619226.63	13.20%	176761.03
通车 试运行 路段	吉茶高速	9371.33	13239.75	--	4888.44
	吉怀高速	1040.39	18575.75	--	7744.03
	炎睦高速	5.78	412.56	--	210.6
	炎陵高速				
	宁道高速	99.76	2368.82	--	681.28
	汝郴高速	70.86	2838.39	--	770.97
	郴宁高速	91.98	6070.76	--	1712.05
	大浏高速	28.77	2077.42	--	872.66
	娄新高速	717.11	12958.34	--	3180.73
	通平高速	24.97	1197.87	--	430.27
	长湘高速	94.97	7449.84	--	2673.97
	衡桂高速	410.9	14878.89	--	3036.86
	桂武高速	283.1	16417.08	--	3867.34
	浏醴高速	41.91	2342.59	--	963.84
	南岳高速	80.82	2736.84	--	469.1
	醴茶高速	--	659.27	--	1523.6
	长沙高速	--	5.86	--	440.67
	怀通高速	--	137.02	--	2065.95
	张花高速	--	463.33	--	1488.83
	洞新高速	--	38.84	--	528.87
	凤大高速	--	238.39	--	561.76
	垄茶高速	--	1.98	--	203.23
	石华高速	--	0.32	--	59.25
	炎汝高速	--	9.8	--	559.26
	小计	12362.65	105119.71	--	38933.56
	合计	559377.28	724346.34	17.28%	215694.59

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 13.08 公里，故未统计在内；②公司 2012 年开通的吉茶、吉怀、汝郴、郴宁、宁道、长湘、衡桂、桂武、娄新、通平、浏醴、炎睦、炎睦、大浏、南岳高速等 15 条路段以及 2013 年开通的张花、凤大、洞新、怀通、石华、垄茶、京港澳长沙连线、长沙绕城、醴茶、炎汝高速等 10 条路段均处于试运行状态，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；③2012 年新通车高速公路集中于年底通车，当年通行费收入较少，同比增长率指标已略。④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。

表 3 为公司跟踪期内主要运营高速公路通行费收入情况。随着通车里程的增加以及路网效应的发挥，2013 年公司主要路段通行费收入

达到 72.43 亿元。但由于公司 2012 及 2013 年新通车路段处于试运行期，通行费收入用于冲减项目成本，不计营业收入，造成通行费收入和

实际报表确认收入存在差异；公司主要路段 2012 及 2013 年确认的通行费收入分别为 54.70 亿元和 61.92 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 2013 年实际通行费收入为基础）：临长高速（占 21.95%）、潭邵高速（占 17.63%）、耒宜高速（占 9.24%）、衡枣高速（占 8.07%）和邵怀高速（占 10.87%）。上述五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。

2013 年，耒宜高速进行了大修工程，导致其通行费收入受到较大影响；截至目前项目已完工，预计 2014 年末宜高速通行费收入将有所恢复。临长高速近三年车流量波动下降，通行费收入持续增长，主要是因为临长高速作为京港澳高速湖南境内的一段，该路段大型、重型货车载重量随着国家经济的不断发展而增加，按计重收费的货车通行费收入不断上升；小型客车（含轿车）因受高速公路大型货车增多，路况复杂等因素影响在该路段上流量有所减少，从而导致临长高速车流量下降，但收入增长。2013 年，常吉高速通行费收入快速增长，主要系 2012 年吉茶高速建成通车，成为国家高速公路重点规划的 8 条西部公路大通道之一（长沙至重庆公路通道中的一段），加之 2012 年 10 月份吉怀高速建成通车，常吉高速由原来的“长吉网”并入全省大联网，路网地位优越，带动通行费均呈快速增长态势。此外，衡大高速通行费收入和车流量均呈持续快速增长，主要是衡大高速是连接京港澳高速南段与潭衡西的重要路段，其周边经济近年来持续快速增长，加之潭耒高速 2012 年 4-10 月份，南北各半幅路段分阶段大修，导致过往车辆绕潭衡西高速通行所致。

2014 年 1-3 月，公司主要高速公路实现通行费收入 17.68 亿元，占 2013 年全年的 28.55%。

从通行费收入和车流量结构来看，二者之间呈反向的关系。公司收费路段的车流量客货车比约为 7:3，但货车贡献的通行费占比达到 70%以上，客车贡献的通行费收入仅约为 30%。

目前，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逐步形成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。

在建高速公路情况

截至 2014 年 3 月底，公司在建的主要高速公路项目有 13 个，其中，政府还贷性项目 9 个，由公司本部负责运营，总建设里程为 544.9 公里，投资额合计 574.75 亿元，截至 2014 年 3 月底已累计完成投资 191.38 亿元，尚需投入 383.37 亿元，计划陆续于 2014-2017 年通车；经营性项目 4 个，由子公司投资集团公司建设运营，总建设里程 130.35 公里，投资额合计 87.91 亿元，截至 2014 年 3 月底已累计完成投资 81.78 亿元，尚需投入 6.13 亿元。

资金筹措方面，对于政府还贷性高速公路项目，建设资金来源主要有：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 2014 年 3 月底，上述政府还贷性项目累计到位资金 109.51 亿元，占项目投资总额的 19%；对于经营性高速公路项目，建设资本金由公司本部筹集，筹集方式主要有：通过服务区经营权拍卖、道路养护权拍卖等方式筹集。截至 2014 年 3 月底，上述经营性项目累计到位资金 66.68 亿元，占项目投资总额的 76%，其中资本金将随项目建设进度陆续到位。

公司在建高速公路项目主要为国家高速公路网和地方高速公路加密连接工程，是国家以及湖南省交通运输整体规划的重要组成部分。在建项目将陆续于 2014-2017 年完工通车，有利于缓解公司集中投资压力。

总体看，公司在建项目通车时间较为分散，有利于缓解集中投资压力；公司近几年通车路段较多，通车里程快速增长，加之在建项目的陆续通车，带动湖南省高速公路网布局更加完善，未来路网效应将不断发挥，公司通行费收入将快速增长。

表 4 公司目前在建高速公路项目情况

序号	项目名称	开工时间	通车时间	建设里程 (公里)	总投资 (亿元)	截至 2014 年 3 月底已累 计完成投资额 (亿元)
政府还贷项目				544.90	574.75	191.38
1	龙永高速	2013.8	2016	91.29	133.03	63.13
2	永吉高速	2013.11	2016	84.49	94.47	32.44
3	怀化绕城高速	2013.1	2015	23.58	21.74	16.68
4	邵坪高速	2013.11	2015	35.2	26.53	9.16
5	大岳高速	2012.8	2015	72.43	120.27	46.70
6	洞庭湖大桥		2017			
7	汝郴高速（赤石特大桥）	2010.3	2014	15.08		
8	益娄高速		2015	105.93	83.78	7.22
9	娄衡高速		2015	116.90	94.93	16.05
经营性项目				130.35	87.91	81.78
10	新溆高速	2010.7	2014.10	92.74	76.15	76.56
11	南岳东延线	2013.10	2015	12.51	10.26	3.69
12	水府旅游连接线	2011.10	2014	6.03	1.50	1.53
13	炎汝高速 (连接广东剩余路段)	2010.7	2017	19.07		
合计				675.25	662.66	273.16

资料来源：公司提供

拟建项目

公司拟建项目两个：桑植至张家界高速公路和武冈至靖州（城步）高速公路。

其中，桑植至张家界高速公路项目是湖南省“六纵九横三纵”高速公路网的重要组成部分，是湖南省规划的龙山经张家界、安化、新化至新宁高速公路中的一段，路段全长46.79公里，计划总投资53.93亿元，预计于2014年下半年实质性开工；桑张高速的建设对深入推进西部大开发战略、加快少数民族地区经济社会发展、完善湖南省高速公路网布局、打通湘鄂渝省际通道具有重要意义。武冈至靖州高速公路位于湖南省邵阳市，起点在城步县西岩镇接洞口至新宁高速公路城步支线，向西南布线经关峡，在绥宁县城南继续向西经寨市、乐安铺，设乐安铺枢纽互通接怀化至通道高速公路，全长72.44公里，计划总投资69.15亿元，预计于2014年下半年实质性开工；武冈至靖州高速公路的实施对促进湘西南经济社会发展，优化湖南省

路网结构，带动区域旅游和矿产资源开发具有重要意义。

表 5 公司拟建项目情况

项目名称	总投资额 (亿元)	建设里程 (公里)	总工期
桑植至张家界	53.93	46.79	48 个月
武冈至靖州	69.15	72.44	48 个月
合计	123.08	119.23	

资料来源：公司提供

未来几年公司资本支出规模大，考虑到公司在建项目大部分为还贷性高速公路项目，资本金筹措方面拥有财政厅和交通厅的有力支撑。同时，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。

整体看，跟踪期内由于公司多条高速公路陆续建成运营，资本支出规模较大，考虑到公

司在建大部分高速公路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主营业务收入均来自投资集团公司，以商品销售收入和房地产销售为主。2012~2013年，公司其他业务收入分别为29.99亿元和21.84亿元。

公司商品销售收入来自于投资集团公司下属子公司广信投资公司的建材销售收入，2012~2013年，商品销售收入分别为13.42亿元、4.53亿元，由于公司建材销售方面无明显的市场优势，投资集团近两年开始调整战略规划，逐步缩小了建材销售业务的规模。另外，投资集团公司还拥有房地产开发项目三个，分别为金

色比华利项目、马栏山综合楼项目和金色溪泉湾项目。其中，金色比华利为住宅项目，已于2007年12月建成，截至2014年3月底已售比例为99.10%；马栏山综合楼为商业办公楼项目，目前为公司及下属子公司的办公大楼，低区主要用于出租，以及少量商业出售，项目于2010年11月建成，截至2014年3月底已售比例为9.97%；金色溪泉湾为住宅项目，目前在建，一期预计2014年全部建成，截至2014年3月底已售比例为82.53%，目前二期、三期还处于代建中。除上述三个项目外，公司无其他房地产开发项目及土地储备。

八、募集资金使用情况

截至本报告出具之日，公司存续期内共有7支债券，根据发行公告及公司提供资金使用明细，上述债券基本情况和募集资金使用情况如下表。

表6 公司存续期内债券资金使用情况（单位：亿元）

名称	发行金额	存续期	已使用资金	募集资金使用情况
10 湘高速债	28	2010/04/08-2020/04/08	28	已全部用于衡武高速项目建设
12 湘高速 MTN1	19	2012/09/12-2015/09/12	19	15 亿元用于偿还银行贷款，4 亿元用于补充营运资金，目前募集资金已使用完
12 湘高速 MTN2	40	2012/10/25-2017/10/25	40	20 亿元用于偿还银行贷款，20 亿元用于高速公路项目建设，目前募集资金已使用完
13 湘高速 MTN1	39	2013/05/23-2018/05/23	39	19 亿元用于偿还银行贷款，20 亿元用于高速公路项目建设
13 湘高速 MTN2	49	2013/11/26-2016/11/27	48.20	23.2 亿元用于偿还银行贷款，25 亿元用于项目建设
14 湘高速 CP001	20	2014/3/28-2015/3/31	20	已全部用于偿还银行贷款
14 湘高速 CP002	19	2014/5/20-2015/5/21	17.385	17.385 亿元已用于偿还银行贷款

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2013年度财务报表已经信永中和会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2014年一季度财务数据未经审计。从合并范围来看，2013年公司无新增合并范围内子公司，财务数据可比性强。

重大前期差错更正：2012年公司在执行《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》和财政部《基本建设财务管理规定》时出现差错，在2012年报表中将当年同城的汝郴、郴宁等9条高速公路提前转入固定资产，2013年审计报告中作为前期更正进行重述，影响为2012年末资产负债表中国定资产减少508.27亿元，在建工程增加508.27亿元。

截至2013年底，公司合并资产总额3001.36亿元；所有者权益合计799.01亿元；2013年公司实现营业收入84.06亿元，利润总额23.67亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额3079.38亿元，所有者权益合计807.36亿元；2014年1~3月，公司实现营业收入21.15亿元，利润总额4.15亿元。

1. 盈利能力

2013年公司实现营业收入84.06亿元，同比下降6.79%，一方面是由于2013年公司根据《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》（交公路发[2010]65号）和财政部《基本建设财务管理规定》文件要求，将2012~2013年通车试运营（通车后2年内为试运行期间）的高速公路通行费收入10.20亿元未计入营业收入，直接用于冲减了相关建设成本，故2013年通行费有所减少；另一方面主要是商品销售板块的持续萎缩；此外，房地产板块2013年无新增项目，销售收入减少，但占营业收入比重不大，对总体收入规模影响较小。

随公司营业规模扩张，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。2013年公司期间费用30.48亿元，其中财务费用占65.14%。2012~2013年期间费用占营业收入分别为34.50%和36.26%，公司期间费用对利润侵蚀大。

2012~2013年，公司投资收益分别为2.69亿元和2.25亿元。公司投资收益主要来源于现代投资和湖南长益高速公路有限公司，上述两公司拥有的路产质量优良，盈利能力稳定，公司确认的投资收益稳定性较好。

受收入规模及投资收益持续下降的影响，公司营业利润也呈下降趋势，2012~2013年分别为10.06亿元和5.49亿元。

2012~2013年，公司营业外收入分别为3.01亿元和18.23亿元，主要为政府补助。2013年公司营业外收入大幅增长，主要系公司获得已通车高速公路贴息补助18亿元。受营业外收入的

波动所致，2012~2013年，公司利润总额分别为13.05亿元和23.67亿元。

从主要盈利指标看，2012~2013年，公司营业利润率有所下降，分别为42.72%和40.54%，但总体保持在较高水平；由于公司资产总规模大和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，2013年分别为1.50%和2.91%。总体看，公司整体盈利能力较弱。

2014年1~3月，公司合并口径实现营业收入21.15亿元，占2013年全年的25.16%；利润总额4.15亿元，占2013年全年的17.52%，主要是由于公司所获得财政补助大部分于年底收到；2014年一季度公司营业利润率为57.11%。

总体看，公司目前正处于快速发展阶段，在建工程较多，且多条新建成高速公路目前正处于车流量培育期，主业盈利能力较低，公司利润总额对政府补助形成一定依赖。公司财务费用对利润侵蚀大。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均望提升。

2. 现金流及保障

2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金83.04亿元，较上年下降5.96%，系商品销售收入减少所致。公司收到其他与经营活动有关的现金8.77亿元，主要是公司下属代理结算公司结算材料款。公司经营活动产生的现金流出也有所下降，2013年公司购买商品、接受劳务支付的现金和支付的其他与经营活动相关的现金（主要为办公费用、支付的投标保证金）规模均有所下降，2013年公司经营活动产生的现金流出为61.50亿元，受行业特性影响，折旧等非付现成本占比较高，公司经营活动具有较强的获现能力，2013年经营活动产生的现金流净额为30.31亿元。高速公路收费基本无信用销售收入，但由于湖南省高速公路收费“一卡通”政策的实施，公司通行费收入的确认与现金流

的回笼之间存在一定的时滞性，公司现金收入比基本维持在 95% 左右，2013 年为 98.78%。2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入合计为 42.15 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 19.71 亿元，现金收入比为 93.22%；收到其他与经营活动有关的现金 22.44 亿元，主要为收到的代理业务收入和项目投标保证金等；经营活动现金流出 15.49 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金，相应地经营活动现金流量净额为 26.67 亿元。

投资活动方面，2012~2013 年，公司投资活动现金流入规模较小，分别为 1.07 亿元和 1.76 亿元。近几年，由于公司在建项目投资规模较大，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2012~2013 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 484.75 亿元和 375.77 亿元；投资支付的现金主要为理财产品投资支出；投资活动现金流出分别为 492.51 亿元和 378.29 亿元。持续大规模的投资活动现金流出导致公司投资活动现金流保持较大的净流出，2012~2013 年分别为 -491.44 亿元和 -376.54 亿元。2014 年 1~3 月，公司投资活动现金流入 0.37 亿元，投资活动现金流出 75.99 亿元，全部为构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，投资活动现金流量净额 -75.62 亿元。随着大多数高速公路的逐渐建成通车，未来 1~2 年公司的资本支出规模或将逐渐下降但公司投资活动现金流净额仍将保持较大规模的负值。

2012~2013 年和 2014 年 1~3 月，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -464.08 亿元、-346.23 亿元和 -48.95 亿元，大规模的项目投资需求使公司面临较大的融资压力。

跟踪期内，随着在建项目的推进，为了满足不断增长的投资资金需求以及偿还到期债务，公司加大了直接融资及间接融资的力度。2012~2013 年，公司筹资活动现金流入规模分别为 774.72 亿元和 785.68 亿元。而债务规模的增长也导致了公司偿还债务及利息支付的现金量

较多，公司筹资活动现金流出量规模较大，2013 年达到了 477.81 亿元。相应地，2012~2013 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 491.50 亿元和 307.87 亿元，维持较高水平。2014 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入 199.08 亿元，筹资活动现金流出 122.57 亿元，筹资活动现金流量净额为 76.51 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，预计其整体盈利规模和经营活动现金流量将得到提升；随着近两年大规模的项目建设，公司目前在建高速公路项目规模有所下降，随着在建项目的陆续通车，未来公司项目投资金额有望下降，但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，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。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产合计 3001.36 亿元，同比增长 18.92%，主要来自在建工程、固定资产及应收款项（应收账款+其他应收款）的增加。其中，非流动资产占 87.75%，流动资产合计占 12.25%。公司资产构成以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 367.59 亿元，同比减少 12.46%，主要由于货币资金和其他应收款均减少较多。流动资产构成以货币资金、预付账款、应收账款、其他应收款为主。

截至 2013 年底，公司货币资金 67.00 亿元，同比大幅减少 35.46%，主要系用于项目建设所致。货币资金构成以银行存款为主，占 94.23%。截至 2013 年底，公司货币资金中存在使用权受到限制的资金共 3.52 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。

公司预付款项主要是预付货款和预付工程款。截至 2013 年底，公司预付款项 31.64 亿元，主要系近年来公司在建工程竣工项目较多，相应预付款减少所致。从账龄看，以 1 年以内为

主，占 58.76%，1~2 年占 24.50%，2 年以上的占 16.74%。

截至 2012 年底，公司应收账款 112.00 亿元，同比增长 6.25%，主要系 2012 年新增的应收湖南省交通厅欠款；从账龄看，1 年以内占 16.16%，1~2 年占 16.03%，2~3 年占 10.42%，3 年以上占 57.39%；其中湖南省交通厅欠款原值合计 107.85 亿元（公司已计提坏账准备 2.35 亿元），占应收账款原值的 94.32%，目前公司已获得湖南省交通厅还款计划书。

公司其他应收款主要是应收湖南省交通厅核准拨付尚未下拨的资金、公司往来款等。近两年公司新建项目增加使得公司其他应收款规模较大。截至 2013 年底，公司其他应收款账面原值为 131.57 亿元，净额为 130.51 亿元，同比下降 14.94%，主要是由于 2013 年公司收回了湖南省交通厅以前年度尚未下拨的资金 23.84 亿元。从账龄看，1 年以内占 60.43%，1~2 年占 21.17%，2~3 年占 16.35%，3 年以上占 2.05%；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 68.86 亿元，其中计提坏账准备 0.78 亿元）及地方高速公路投资主体及省内知名实业公司，其他应收款回收风险较小。

截至 2013 年底，公司存货为 23.71 亿元，主要为投资集团公司房地产开发项目及市政工程建设项目，其中 2013 年新增房产开发项目 6.6 亿元，其中 1.18 亿元为金色溪泉湾项目，其余为市政工程等非房地产开发项目。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计为 2633.76 亿元，同比增长 25.18%，增加主要来源于在建工程的增加。非流动资产结构以在建工程和固定资产为主，分别占非流动资产的 21.30%和 71.39%。

2012 年，公司在执行《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》（交公路发〔2010〕65 号）和财政部《基本建设财务管理规定》时出现差错，在 2012 年报表中将当年通车的汝郴、郴宁、宁道、吉怀、通平、炎陵、炎睦、大浏、吉茶

等九条高速公路提前转入固定资产列报，2013 年审计报告中作为前期差错更正对 2012 年报表进行重述，影响金额为 508.27 亿元。

表 7 2013 年报表中前期重大差错更正前后比较

单位名称	2011 年	2012 年	2013 年
更正前			
固定资产	603.88	1079.46	561.03
在建工程	1056.54	933.19	1880.24
更正后			
固定资产	603.88	571.19	561.03
在建工程	1056.54	1441.46	1880.24

资料来源：公司审计报告

以下关于在建工程和固定资产科目的分析以更正后的数据为基础。截至 2013 年底，公司在建工程 1880.24 亿元，同比增长 30.44%，主要为在建的高速公路。公司固定资产主要是路桥资产，跟踪期内变动不大，2013 年同比下降 1.78%，主要是由于公司根据交公路发【2010】65 号文件，2012 年及 2013 年新建成共 25 条高速公路项目处于试运营阶段，试运营期为 2 年，试运营期间相关资产暂不转固，成本费用资本化，故 2012~2013 年公司无新增结转固定资产的高速公路，减少系计提折旧造成。截至 2013 年底，公司固定资产账面原值合计 718.21 亿元，累计折旧 157.18 亿元，账面净值为 561.03 亿元。

截至 2013 年底，公司无形资产由 2012 年底的 10.22 亿元增加至 125.27 亿元，全部来源于长湘高速、衡桂高速、桂武高速、浏醴高速和娄新高速等 5 个高速公路项目由经营性收费公路变更为政府还贷性收费公路后的评估溢价。上述资产划转后，湖南高速根据相关文件、审计及评估工作结果进行账务处理，产生的溢价 115.13 亿元计入无形资产中的收费权（以 2013 年 12 月 31 日为基准日，上述五条高速公路原值共计 395.14 元，评估价值 510 亿元）。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产 28.35 亿元，同比基本无变动。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额

3079.38 亿元，较 2013 年底增长 2.60%，主要来源于货币资金和在建工程的增长。其中，流动资产占 13.60%，非流动资产占 86.40%，资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2014 年 3 月底，公司流动资产 418.67 亿元，较 2013 年底增长 13.90%，其中，货币资金增加 25.86 亿元，主要系公司上半年融资力度较大所致。应收账款和其他应收款分别增加 7.17 亿元和 12.23 亿元，分别为尚未拆分到账的通行费收入和尚未到位的补助及项目资本金。截至 2014 年 3 月底，公司非流动资产合计 2660.71 亿元，较 2013 年底增长 1.02%，主要来自在建工程的增加，其余科目无明显变动。

截至 2014 年 3 月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资 1288.88 亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为 2463.06 亿元，占公司资产总额的 79.99%，公司所有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作带来一定的风险。

总体看，近几年公司实现快速扩张，资产规模大幅提升；公司资产构成以固定资产和在建工程为主，资产流动性偏弱；公司应收和预付款项金额较大，对公司资金形成了较大程度的占用，但考虑到交通厅对公司应收账款的回款安排已确定，回收风险较低。公司整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 799.01 亿元，同比增长 25.96%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。2013 年公司资本公积较上年增加 141.61 亿元，主要为收费权评估增值和上级拨入高速公路项目建设资金。公司负责承建湖南省内绝大部分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，资本公积仍将大幅增长。

从构成来看，截至 2013 年底，归属于母公司所有者权益 792.28 亿元，以资本公积为主，

占 79.95%，未分配利润占 16.90%，实收资本（占 1.26%）和盈余公积（占 1.90%）占比较低。公司所有者权益中资本公积占比大，稳定性好，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 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 807.36 亿元，较 2013 年底增加 8.36 亿元，主要为政府拨付项目建设资金所致资本公积的增加和未分配利润的增长。所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以资本公积为主。

负债方面，随公司对外融资规模扩张，公司负债规模持续较快增长，2013 年公司负债合计为 2202.35 亿元，同比增长 16.55%。其中，非流动负债占 82.80%，流动负债占 17.20%，非流动负债的比重进一步加大。

截至 2013 年底，公司流动负债 378.91 亿元，同比下降 13.89%，主要来源于 2013 年短期借款的减少。流动负债以短期借款和一年内到期的非流动负债为主，占比分别为 52.34% 和 21.69%。

截至 2013 年底，公司应付账款为 17.71 亿元，同比增长 2.49%，主要为未结算工程款；截至 2013 年底，公司其他应付款 64.04 亿元，同比增长 463.52%，以一年以内的保证金及往来款为主；2013 年底公司其他流动负债 5.23 亿元，系公司下属湖南高速集团财务有限公司吸收成员单位存款。

截至 2013 年底，公司非流动负债达到 1823.43 亿元，同比增长 25.79%，以长期借款和应付债券为主，分别占非流动资产的 80.84% 和 17.44%。

近年来，公司在建工程增加较多，投资支出较大，相应融资力度加大所致。截至 2013 年底，公司长期借款 1474.13 亿元，同比增长 14.32%，其中以质押借款为主（占比 84.66%）。

跟踪期内，公司继续保持在公开市场的直接融资力度，应付债券快速增长，截至 2013 年底，公司应付债券 317.96 亿元，同比增长 153.02%。

近几年由于在建项目增多，公司有息债务

规模大幅扩张，截至 2013 年底公司全部债务合计 2074.77 亿元，其中，短期债务占 13.62%，长期债务占 86.38%，公司债务结构中长期债务的比例继续加大。截至 2013 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 73.38%、72.20%和 69.16%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额 2272.02 亿元，较 2013 年底增长 3.16%，主要为长期借款增加和第一季度发行的私募债所致。截至 2014 年 3 月底，公司有息债务合计 2189.27 亿元，较 2013 年底增长 5.52%，其中长期债务占 86.88%，短期债务占 13.12%。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 73.78%、73.06%和 70.20%，较上年末均有轻微增长。由于公司所有政府还贷高速公路由母公司负责，母公司的有息债务基本来自政府还贷高速公路项目的借款。截至 2014 年 3 月底，母公司全部债务共 1971.62 亿元。

总体看，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，考虑到“二纵五横”的湖南省高速公路骨架网已形成，同时根据公司在建工程建设计划，随在建高速公路项目在未来几年陆续完工，未来公司资金需求或有所下降。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013年底公司流动比率和速动比率分别为97.01%和90.76%。截至2014年3月底，上述指标分别为123.40%和115.71%，较上年底继续上升。2012~2013年，公司经营现金流动负债比分别为6.22%和8.00%，公司存在一定的短期债务压力。考虑到湖南省政府对收费还贷性高速公路本息偿付的支持以及银行授信，均有助于缓解公司短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2013年，公司 EBITDA 分别为 59.95 亿元和 68.93 亿元，

EBITDA利息倍数分别为0.91倍和0.77倍（已考虑资本化利息）；全部债务/EBITDA分别为23.56倍、30.14倍和30.10倍。考虑到湖南省政府对政府还贷性高速公路本息偿付的支持，公司整体债务偿还能力尚可。

截至 2014 年 3 月底，公司已签订对外担保合同金额为 8.98 亿元，实际在保余额为 4.61 亿元。公司对外担保比例为 0.57%，或有负债风险不大。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各商业银行授信额度 2978.70 亿元，尚未使用额度 894.39 亿元，公司间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告显示，截至 2014 年 6 月 11 日，公司存在未结清关注类贷款 5 笔，涉及金额 18.55 亿元，根据相关银行出具的说明，均为银行系统原因导致。同时根据中国货币网和中国债券信息网披露信息，截至 2014 年 3 月底，公司在公开资本市场发行债券无违约记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

6. 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

截至本跟踪报告出具日，公司存续期内债券基本信息见下表，

表 8 截至目前公司存续期内债券

名 称	本金 (亿元)	到期年份	还本方式
10 湘高速债	28	2020	到期一次性还本
12 湘高速 MTN1	19	2015	到期一次性还本
12 湘高速 MTN2	40	2017	到期一次性还本
13 湘高速 MTN1	39	2018	到期一次性还本
13 湘高速 MTN2	49	2016	到期一次性还本
14 湘高速 CP001	20	2015	到期一次性还本
14 湘高速 CP002	19	2015	到期一次性还本

资料来源：公司审计报告

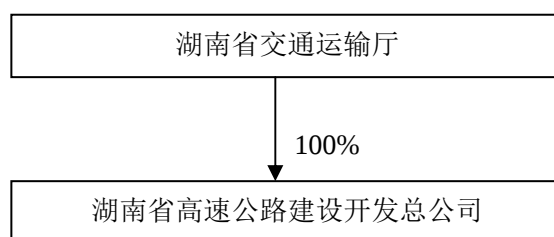
针对一年以内到期的债券（“14湘高速CP001”和“14湘高速CP002”），以2013年财务数据为基础，公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对上述两支债券全部本金合计39亿元保护倍数分别为1.63倍、2.38倍和0.78倍；截至2014年3月底，公司现金类资产对上述两支债券保障倍数为2.33倍；公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期的债券保障能力较好。

2012~2013年，公司EBITDA对存续期内中长期债券（以“10湘高速债”、“12湘高速MTN1”、“12湘高速MTN2”、“13湘高速MTN1”和“13湘高速MTN2”合计本金175亿元为基础）的覆盖倍数分别为0.34倍和0.39倍；2013年经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对上述债券全部本金合计175亿元保护倍数分别为0.52倍和0.17倍，公司经营活动现金流入量存续期内中长期债券的保障能力偏弱。但上述四支中期票据及一支公司债券错期兑付，以一年以上债券单年最高偿还额度49亿元来计算，2013年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对最高偿还额度的覆盖倍数分别为1.41倍、1.87倍和0.62倍。此外，考虑到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较高。

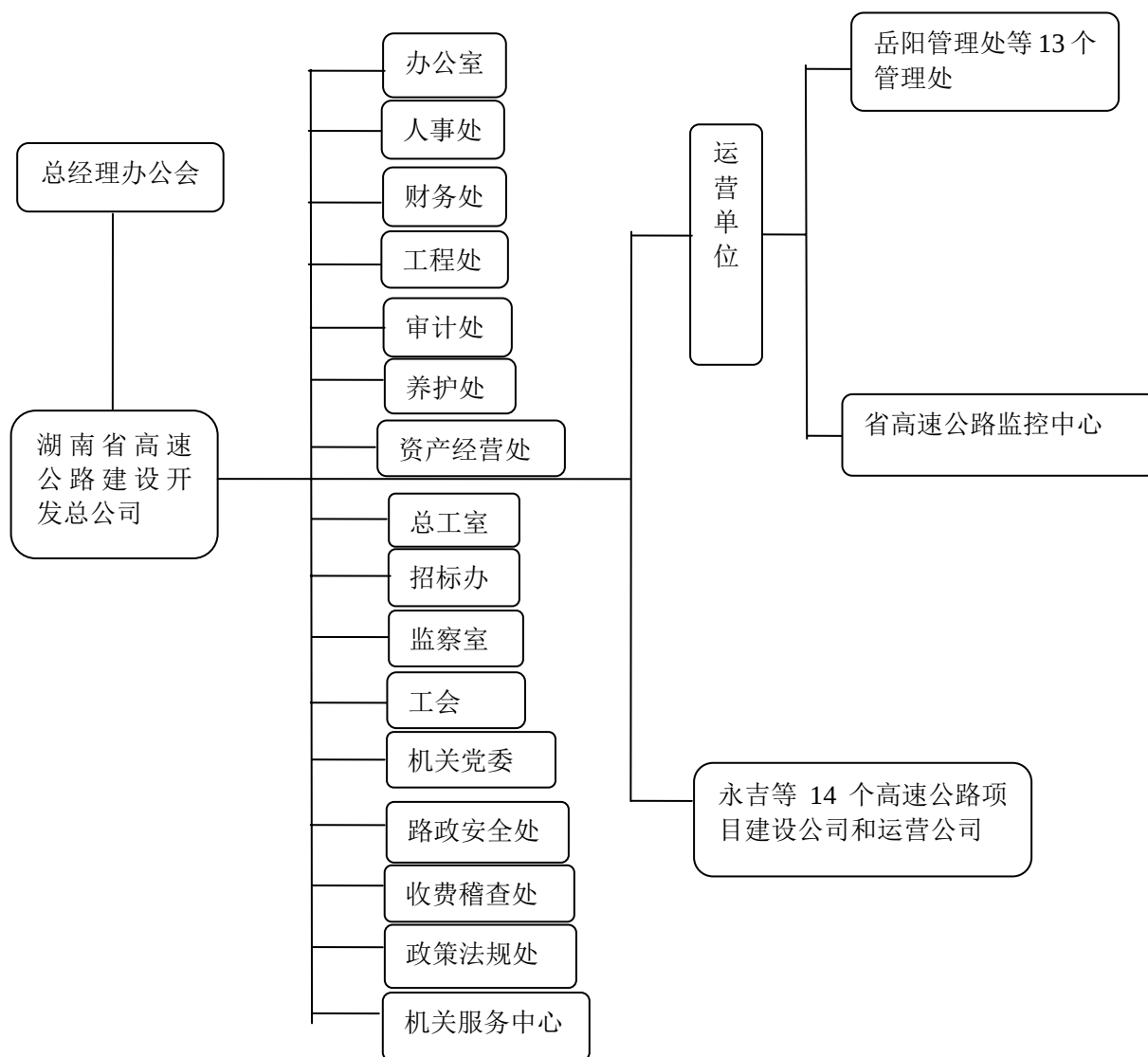
十一、结论

综合考虑，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“10湘高速债”、“12湘高速MTN1”、“12湘高速MTN2”、“13湘高速MTN1”、“13湘高速MTN2”的信用等级为AAA，同时维持“14湘高速CP001”、“14湘高速CP002”的信用等级为A-1。

附表 1-1 公司产权结构图



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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	74.10	101.85	63.49	91.04
资产总额(亿元)	2024.10	2523.93	3001.36	3079.38
所有者权益(亿元)	514.49	634.31	799.01	807.36
短期债务(亿元)	371.88	391.77	282.69	287.19
长期债务(亿元)	1067.42	1415.10	1792.09	1902.08
全部债务(亿元)	1439.30	1806.88	2074.77	2189.27
营业收入(亿元)	105.67	90.19	84.06	21.15
利润总额(亿元)	19.26	13.05	23.67	4.15
EBITDA(亿元)	61.08	59.95	68.93	--
经营性净现金流(亿元)	33.67	27.36	30.31	26.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.92	1.27	0.77	--
存货周转次数(次)	3.38	2.76	2.33	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	94.42	97.91	98.78	93.22
营业利润率(%)	40.91	42.72	40.54	57.11
总资本收益率(%)	2.05	1.41	1.50	--
净资产收益率(%)	3.70	1.95	2.91	--
长期债务资本化比率(%)	67.48	69.05	69.16	70.20
全部债务资本化比率(%)	73.67	74.02	72.20	73.06
资产负债率(%)	74.58	74.87	73.38	73.78
流动比率(%)	70.88	95.43	97.01	123.40
速动比率(%)	66.50	91.22	90.76	115.71
经营现金流动负债比(%)	8.09	6.22	8.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	0.91	0.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.56	30.14	30.10	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期融资券信用等级的定义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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