跟踪评级公告

联合[2016] 1094 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“12湘高速MTN2”、“13湘高速MTN1”、“13湘高速MTN002”、“14湘高速MTN001”、“15湘高速MTN001”、“15湘高速MTN002”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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中期票据跟踪评级报告

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
12 湘高速 MTN2	40 亿元	2012/10/25-2017/10/25	AAA	AAA
13 湘高速 MTN1	39 亿元	2013/05/24-2018/05/24	AAA	AAA
13 湘高速 MTN002	49 亿元	2013/11/27-2016/11/27	AAA	AAA
14 湘高速 MTN001	29 亿元	2014/11/07-2019/11/07	AAA	AAA
15 湘高速 MTN001	20 亿元	2015/04/24-2020/04/24	AAA	AAA
15 湘高速 MTN002	20 亿元	2015/10/22~[1]	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	63.49	78.23	142.49	187.79
资产总额(亿元)	3152.89	3560.83	3880.86	4033.38
所有者权益(亿元)	950.55	1083.16	1142.35	1175.54
长期债务(亿元)	1792.09	2020.73	2355.37	2512.61
全部债务(亿元)	2074.77	2379.29	2660.91	2715.67
营业收入(亿元)	84.06	92.45	113.80	29.85
利润总额(亿元)	23.67	50.07	38.08	33.27
EBITDA(亿元)	68.93	97.91	111.59	--
经营性净现金流(亿元)	30.31	50.31	55.88	25.68
营业利润率(%)	40.54	67.52	76.69	91.14
净资产收益率(%)	2.45	4.57	3.32	--
资产负债率(%)	69.85	69.58	70.56	68.30
全部债务资本化比率(%)	68.58	68.72	69.96	69.79
流动比率(%)	97.01	98.54	159.96	210.63
全部债务/EBITDA(倍)	30.10	24.30	23.85	--
经营现金流动负债比(%)	8.00	11.75	15.91	--

注：公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；其他流动负债中短期应付债券已计入短期债务；长期应付款为融资租赁款，已计入长期债务；本表数据采用公司 2015 年会计政策变更后追溯调整数据。

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和公司在建高速公路的逐步通车及路网规模效应的发挥，公司通行费收入较快增长；此外，跟踪期内公司获得了湖南省财政厅和交通运输厅在资本金注入等方面给予的持续大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资本支出大，债务规模呈较快上升趋势，债务负担重；财务费用高，整体盈利能力仍偏弱，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获得的政府支持，都将对公司中长期发展产生积极影响。

公司EBTIDA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尚可。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 “12湘高速MTN2”、“13湘高速MTN1”、“13湘高速MTN002” 、“14湘高速MTN001” 、“15湘高速MTN001”、“15湘高速MTN002”的信用等级为AAA。

[1] 15 湘高速 MTN002 赎回前长期存续

分析师
刘珺轩　文 中

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. 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，区域经济快速发展。

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本金注入、财政补助等多方面的持续有力支持，市场定位明确。
3. 跟踪期内，公司所辖高速公路路网效应逐渐显现，收费公路通行费收入持续增长。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务持续增长，债务负担重，财务费用高，整体盈利能力偏弱。
2. 公司利润总额对补贴收入依赖性仍较高。
3. 跟踪期内，部分通车道路通车时间较短，车流量和通行费收入均有待培育，存在一定短期支付压力。
4. 公司高速公路收费权质押资产占比仍较大，对其未来融资和资产运作形成一定的限制。

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中期票据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运输厅（以下简称“湖南省交通厅”或“省交通厅”），由湖南省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2016年3月底，公司注册资本99597万元，湖南省交通厅持股100%，为公司实际控制人。

公司主营业务范围为：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2016年3月底，公司旗下管辖的高速公路里程为3834.47公里，共42段（公司合并口径），占湖南省省内高速公路通车里程的66%。

截至2016年3月底，公司下辖湖南省高速公路投资集团有限公司（以下简称“投资集团”）、湖南省高速公路机电建设开发有限公司、湖南高速集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）3家全资子公司，4家控股及参股子公司，17家项目建设公司，以及13个高速公路运营单位。截至2016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.SZ）27.19%的股份，现代投资未纳入公司合并报表。

截至2015年底，公司合并资产总额3880.86亿元；所有者权益（含永续债50.00亿元、少数股东权益5.79亿元）合计1142.35亿元；2015年公司实现营业收入113.80亿元，利润总额38.08亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额4033.38亿元，所有者权益（含永续债50.00亿元、少数股东权益5.79亿元）合计1175.54亿元；2016年1~3月，公司实现营业收入29.85亿元，利润总额33.27亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，经济运行保持在合理区间，结构调整取得积极进展，发展新动能加快成长，人民生活进一步改善。初步核算，全年国内生产总值67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。创新驱动发展战略持续推进，互联网与各行业加速融合，新兴产业快速增长。大众创业、万众创新蓬勃发展，全年新登记注册企业增长21.6%，平均每天新增1.2万户。2015年底，中国城镇登记失业率4.1%，较2014年底略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业1312万人，完成城镇新增就业1000万人以上、城镇登记失业率控制在4.5%以内的目标。中国居民人均可支配收入实际增长7.4%，快于经济增速。去年末居民储蓄存款余额增长8.5%，新增4万多亿元。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，

市场销售稳定增长，固定资产投资继续增速下行，进出口大幅回落。社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%。固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%。全年进出口总额值4.0万亿美元，同比下降8.0%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。 截至2015年底，中国广义货币（M2）余额139.2万亿元，同比增长13.3%；狭义货币（M1）余额40.1万亿元，同比增长15.2%，比上年末高12.0个百分点。截至2015年底，社会融资规模存量为138.1万亿元，同比增长12.4%，增速较上年末（14.3%）有所放缓。

2016年是中国“十三五”开局之年，李克强总理的政府工作报告指出，2016年发展的主要预期目标是：国内生产总值增长6.5%~7%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

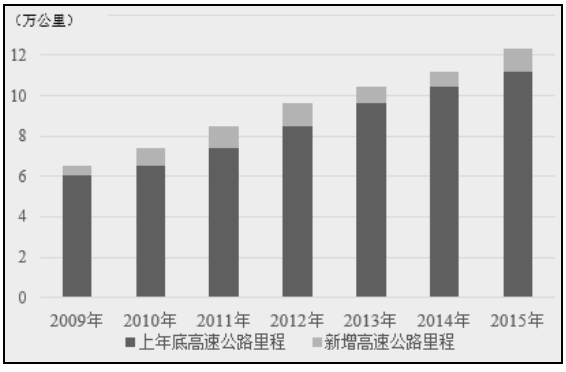
四、行业与区域环境分析

1. 高速公路发展概况

高速公路建设

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路。主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网的骨架，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5万辆以上。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

图1 2009~2015年中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部、联合资信整理

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2015年底的12.32万公里，年均复合增幅约为20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。截至2015年底，全国公路总里程达453.53万公里，比上年末增加7.14万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.72%。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在50%以上。根据交通运输部发布的2014年交通运输行业发展统计公报显示，2014年全国完成公路建设投资15460.94亿元，比上年增长12.9%。其中，高速公路建设完成投资7818.12亿元，增长7.1%。普通国省道建设完成投资4611.82亿元，增长18.9%。2015年全国新增高速公路通车里程1.22万公里；2015年1~11月，全国公路建设完成投资14990.56亿元，同比增长6.49%。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。

加快高速公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在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，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

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，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11250.94亿人公里和55738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长1.0%和11.2%。

2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.82亿人和333.28亿吨，同比增速分别为3.0%和8.3%；旅客运周转量和货运周转量分别为12084.10亿人公里和61016.62亿吨公里，同比分别增长7.4%和9.5%。

2015年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量161.91亿人、旅客周转量10742.66亿人公里，比上年分别减少6.7%和2.3%。全国营业性货运车辆完成货运量315.00亿吨、货物周转量57955.72亿吨公里，比上年分别增长1.2%和2.0%。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造

成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

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。

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，重点从以下几个方面作了修订：1）确立“收费”与“收税”长期并行的两个公路体系发展模式，突出了收费公路和非收费公路的不同政策，提高收费公路设置门槛；2）明确收费公路以高速公路为主体，采取多元化筹资渠道，收费公路调整为政府收费公路和特许经营公路两种类型；3）政府收费公路中的高速公路实行统借统还，以省为单位对高速公路实行统收统支、统一管理，不再规定具体的收费期限，以路网实际偿债期为准确定收费期限，未来政府管理的收费公路建设、改扩建资金将统一采取发行地方政府专项债券方式筹集；4）经营性公路实行特许经营制度，采用招标投标等竞争方式选择投资者，经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；5）政府收费高速公路在政府性债务偿清后，以及特许经营高速公路经营期届满后，其养护、管理资金可按满足基本养护、管理支出需求和保障效率通行的原则实行养护管理收费等。征求意见稿拟对高速公路收费期限、收费标准等方面进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等方面有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划，预计新的收费管理条例将于年内正式出台。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

3. 高速公路发展前景

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络。中国国家高速公路网采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，由7条首都放射线、9条南北纵向线和18条东西横向线组成，简称为“7918网”，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道。2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速。

2013年6月17日，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013~2030年）》，计划到2030年建成总规模40.1万公里的国家公路网。国家公路网由普通国道和国家高速公路两个路网构成：普通国道网由12条首都放射线、47条南北纵线、60条东西横线和81条联络线组成，总规模约26.5万公里；国家高速公路网由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，总规模11.8万公里；此外，规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

综合来看，未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

4. 湖南省经济发展与高速公路情况

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

根据《2015年湖南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，2015年湖南省完成生产总值29047.2亿元，比上年增长8.6%。其中，第一产业增加值3331.6亿元，增长3.6%；第二产业增加值12955.4亿元，增长7.4%；第三产业增加值12760.2亿元，增长11.2%。三大产业结构比例调整为11.5：44.6：43.9。2015年，湖南省全省一般公共预算收入4008.1亿元，比上年增长10.2%。地方收入2513.1亿元，增长11.1%。其中，税收收入1526.1亿元，增长6.1%；非税收入987.0亿元，增长19.7%。上划中央“两税”1141.6亿元，增长8.7%；上划中央所得税347.5亿元，增长9.3%。全省一般公共预算支出5684.5亿元，增长13.3%。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。

2015年湖南省完成公路货运量18.48亿吨，较上年增长7.1%；客运量13.82亿人，较上年下降8.2%，公路货、客运量分别占各运输方式货、

客运量总和的85.92%和91.49%；2015年湖南省完成公路货物周转量2731.8亿吨公里，比上年增长5.9%；公路旅客周转量767.3亿人公里，比上年下降1.2%。在不同运输方式中，公路占绝对优势。

2015年底，湖南省全省公路通车里程23.7万公里，比上年末增长0.3%。其中，高速公路通车里程5652公里，比上年末增加159公里。

根据湖南省2016年交通运输工作会议精神，“十三五”期间，湖南省初步计划高速公路投资1500亿元，建设2823公里，新建成1835公里，通车总里程达到7000公里以上，基本建成“六纵六横”高速公路骨架网，实现县县通高速；2016年，湖南省高速公路计划投资281亿元，确保新通车里程在300公里以上。

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

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

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

目前，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；经营性高速公路可以分为国有企业通过购买经营权形成，如长潭、长永和潭耒高速等；由外资、民营资本通过购买经营权形成，如长益高速。公司的子公司投资集团建设项目主要是经营性高速公路项目。

公司管理的高速公路中包括京港澳、沪昆线、杭瑞线等国家高速公路网组成路段，在国家交通主干线网中居于重要地位。截至 2016 年 3 月底，公司下辖湖南省高速公路投资集团有限公司、湖南省高速公路机电建设开发有限公司、湖南高速集团财务有限公司 3 家全资子公司，4 家控股及参股子公司，17 家项目建设公司，以及 13 个高速公路运营单位。截至 2016 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.SZ）27.19%的股份，现代投资未纳入公司合并报表，在省内高速公路行业中具有举足轻重的地位，是湖南省高速公路建设投资领域的龙头企业之一。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。

总体来看，公司具有较强的规模实力和明显的区域垄断经营优势，行业竞争实力强。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员无重大变动。

截至 2016 年 3 月底，公司共有在岗职工 11954 人，按职称划分，高级职称人员占 3.41%；中级职称人员占 5.63%；按学历划分，研究生及以上学历占 2.25%，本科学历占 35.10%，大专学历占 43.53%，其他占 19.12%；按年龄划分，30 岁以下人员占 43.67%，30 岁-50 岁人员占 53.03%，50 岁以上人员占 3.30%。总体看，公司员工整体素质较高，员工年龄结构适中，能满足公司发展需要。

4. 政府支持

公司由湖南省交通厅出资设立并领导管

理，与政府关系密切，在政策、税收、财政和融资各方面均获得政府的大力支持。

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

由于公司投资项目以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。

近年来，公司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年～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公司本部，再由公司本部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。

2014年底，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。另外，2012年国家启动国高网规划调整工作，湖南省有“二纵三并行线一联络线”6条1732公里高速公路已纳入调增范畴。根据湖南省实际情况，公司还提出将另外的“一并行一环一联络线”3条952公里纳入国高网，上述3条拟纳入国高网高速公路目前正在

审批过程中，若加上公司已纳入国高网调增范畴的高速公路合计2684公里，按国家“十二五”对中部地区国高网项目补助标准测算，公司可争取国家补助215亿元，其中2013~2015年湖南省交通厅分别核准补助建设资金56.78亿元、29.55亿元和0.00亿元。

2013~2016年3月，公司实际收到拨付的政府还贷性高速公路资本金投入合计185.84亿元，其中85.30亿元计入“资本公积”，100.54亿元计入“营业外收入”，其中2015年和2016年1~3月公司分别实际获得政府拨付的政府还贷性高速公路资本金投入51.34亿元和30.67亿元，其中63.43亿元以政府置换债务收入形式，计入“营业外收入”，5.00亿元计入“资本公积”，其余冲减以前年度提前计入资本公积形成的“其他应收款”。由于在建高速公路项目后续投资仍在继续，投入的资本金也随之增加，截至2016年3月底，公司已建成和在建政府还贷性高速公路共53条，资本金合计914.92亿元，实际获得政府拨付的政府还贷性高速公路资本金投入637.09亿元，其中465.51亿元计入“资本公积”，171.58亿元计入“营业外收入”。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将关注后续政府项目资本金投入情况。

另外，2013年，对于政府未到位资金（体现在应收账款和其他应收款科目），湖南省交通厅制定了未到位资本金计划到位表，在2014年~2028年间每年将安排一定的资金，合计约155.79亿元，对公司债务偿还形成又一支撑。2014~2015年，公司收到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，多于计划安排的4亿元。

总体看，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

2013~2015 年，公司营业收入波动增长，分别为 84.06 亿元、92.45 亿元和 113.80 亿元；其中，高速公路车辆通行费收入为公司收入的主要来源，近几年车辆通行费收入占比持续上升，近三年分别为 74.02%、78.59%和 81.91%。2013~2015 年，随着公司通车里程的增加和路网效应的显现，公司通行费收入年均复合增长 22.39%，2015 年公司通行费收入 93.21 亿元，同比增长 28.29%。2013~2015 年，公司建材销售业务收入持续减少，主要是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及钢材水泥价格走低等原因导致。2014 年公司新划分工程收入板块，主要系公司投资集团下属子公司湖南省高速广信投资有限公司（以下简称“广信公司”）、湖南省高速百通建设投资有限公司等的高速公路建设、维修养护和配套工程施工收入，2015 年实现收入 6.71 亿元，占营业收入的 5.90%，同比下降 7.42%。

从毛利率来看，2015 年公司根据湖南省交通运输厅批复不再对政府还贷性高速公路计提折旧，并对 2014 年通行费营业成本进行了追溯调整，折旧政策变更后，公司通行费业务毛利率水平较高，2014~2015 年分别为 78.04%和 85.47%；公司商品销售业务毛利率较低，2014 年毛利率为负主要系公司合并报表时未将子公司应调整的商品销售收入调整所致，2015 年调整后毛利率上升较多；综合来看，随着车辆通行费业务占比和毛利率的提高，公司综合毛利率有所增长，2015 年为 77.23%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.85 亿元，同比增长 5.78%，其中通行费收入 27.00 亿元，同比增长 2.74%；2016 年 1~3 月，受政府还贷性高速公路不再计提折旧影响，公司综

合毛利率 91.44%，较 2015 年同期上升 25.78 个百分点。

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

表 1　2013~2016 年 3 月公司营业收入构成及毛利率 （单位：亿元）

	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	收入	成本	毛利率
车辆通行费	62.23	34.75	44.16%	72.66	15.95	78.04%	93.21	13.55	85.47%	27.00	1.16	95.70%
商品销售	4.53	4.40	2.97%	1.47	1.55	-5.39%	1.27	1.08	15.17%	0.18	0.16	11.11%
工程收入	--	--	--	7.25	6.59	9.05%	6.71	6.21	7.44%	0.54	0.39	27.78%
其他	17.3	10.11	41.56%	11.07	5.22	52.84%	12.61	5.08	59.73%	2.12	0.84	60.38%
合计	**84.06**	**49.26**	**41.40%**	**92.45**	**29.32**	**68.29%**	**113.80**	**25.91**	**77.23%**	**29.85**	**2.55**	**91.44%**

资料来源：公司提供

注：公司其他收入主要包括：房产销售、广告、租赁、养护、委贷、利息等收入；2014 年数据为变更折旧政策后追溯调整数，2013 年数据未追溯调整。

2. 高速公路运营

已建成高速公路情况

截至 2016 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路里程为 3834.47 公里，共 42 段（公司合并口径），占湖南省省内高速公路通车里程的 66%，其中，政府还贷性高速公路 3689.97 公里，经营性高速公路 144.50 公里。公司管辖的高速公路包含 18 条国家高速公路网境内路段，其中，耒宜高速公路和临长高速公路是国家高速公路网第 3 条放射线京港澳高速公路（北京-港澳）的组成路段；常吉、凤大、大岳高速公路是国家高速公路网第 12 条东西横线杭瑞线（杭州-瑞丽）的组成路段；潭邵、邵怀、怀新高速公路是国家高速公路网第 13 条东西横线沪昆线（上海-昆明）的组成路段；衡枣、衡炎、垄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、垄茶、京港澳长沙连线、长沙绕城、醴茶、炎汝高速，其中凤大、怀通、垄茶高速属于国高网，其余属于湖南省地方高速公路。

2014 年，公司新通车路段 2 条，包括：怀化绕城和新溆高速，均为湖南省地方高速公路。

2015 年，公司新通车路段 3 条，包括邵坪高速、大岳高速和龙永高速（大岳高速和龙永高速为部分通车），其中大岳高速属于国高网，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、东常高速等经营性高速公路，其中长潭高速、潭耒高速也属于京港澳高速的组成路段，目前由现代投资行使收费经营权；醴潭高速是沪昆高速公路湖南境内的起始段，由公司参股子公司湖南省醴潭高速公路建设开发有限公司负责建设、收费、管理和维护，公司拥有 15%的权益比例。东常高速由公司参股子公司湖南省东常高速公路建设开发有限公司负责建设，公司拥有 25%的权益比例。2012 年公司将其全资子公司湖南省溆怀高速公路建设开发有限公司（以下简称“溆怀高速公司”）100%股权有偿转让给现代投资公司，其中溆怀高速公司目前负责溆怀高速的建设、收费、管理和维护，未来溆怀高速拟采用 BOT 模式进行运营。

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 2016 年 3 月底公司主要经营管理的高速公路

序号	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	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	111.28	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	垄茶高速	界化垄-茶陵	45.24	2013.12	国高网（泉南线）	20 年
29	长沙绕城高速（东北、东南段）		25.72	2013.12	地方高速	20 年
30	娄新高速	娄底-新化	95.71	2012.12	地方高速	20 年
31	长湘高速	京港澳复线长沙-湘潭	74.75	2012.12	地方高速	20 年

32	衡桂高速	京港澳复线衡阳-桂阳	94.92	2012.11	地方高速	20 年
33	桂武高速	京港澳复线桂阳-临武	107.81	2012.11	地方高速	20 年
34	浏醴高速	浏阳-醴陵	99.19	2012.12	地方高速	20 年
35	醴茶高速	醴陵-茶陵	105.25	2013.11	地方高速	20 年
36	炎汝高速	炎陵-汝城	132.00	2013.12	地方高速	20 年
37	怀化绕城高速		23.58	2014.12	地方高速	20 年
38	邵坪高速	邵阳-坪上	35.23	2015.12	地方高速	20 年
39	大岳高速（部分通车）	临湘-岳阳	23.20	2015.12	国高网（杭瑞线）	20 年
40	龙永高速（部分通车）	龙山-永顺	57.33	2015.12	地方高速	20 年
政府还贷性高速公路小计			**3689.97**			
41	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30 年
42	新溆高速	新化-溆浦	92.68	2014.12	地方高速	30 年
经营性高速公路小计			**144.50**			
合计			**3834.47**	--	--	--

资料来源：公司提供
注：①国高网，即国家高速公路网；②公司参股的高速公路路段未统计在内。

高速公路运营情况

表 3 为公司近几年主要运营高速公路通行费收入情况。从 2013 年开始，公司通行费收入和实际报表确认收入开始保持统一口径，均为实际拆账通行费收入。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 年以后通车试运营（试运行期间为 2 年以上）的政府还贷性高速公路通行费收入 10.20 亿元未计入营业收入，造成通行费收入和实际报表确认收入存在差异。

2013~2015 年，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）持续增长，分别为 50.77 万辆/日、71.41 万辆/日和 73.79 万辆/日。

2013~2015 年，随着通车里程的增加以及路网效应的发挥，公司主要路段实际通行费收入年均复合增长 14.33%，2015 年达到 94.68 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 2015 年实际通行费收入为基础）：临长高速（占 18.34%）、潭邵高速（占 13.02%）、耒宜高速（占 10.24%）、邵怀高速（占 9.70%）、衡枣高速（占 7.01%）和常吉高速（占 6.06%）。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。

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，2014 年大修项目已完工，近年耒宜高速通行费收入有所恢复。2013~2015 年，潭邵高速通行费收入波动下降，2015 年同比下降 9.21%，主要系潭邵高速路面状况较差，部分跨省大货车绕走其他路段所致。2015 年，怀新高速、莲易高速、衡大高速等高速公路通行费收入有所下降，主要也是受潭邵高速影响。

受益于路网的形成、车流量培育逐渐见效和当地经济增长，公司近年通车的吉茶、吉怀、娄新、长湘、衡武、桂武和醴茶高速等 2013~2015 年通行费收入快速增长。

2016 年 1~3 月，公司主要高速公路实际通行费收入 26.84 亿元，占 2015 年全年的 28.34%；实际通行费收入少于确认的通行费收入主要系

部分 2015 年通行费收入于 2016 年一季度拆账至公司所致。同期，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）为 71.70 万辆/日，低于上年全年水平主要系季节性因素所致。

整体看，随着当地经济的增长和全省路网逐步形成，公司 2012 年以前通车高速公路整体通行费收入持续增长，2012 年以后通车高速公路车流量培育较快，但通行费收入规模仍较小。

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完善以及周边省份经济持续发展，公司车流量及通行费收入有望继续增长。

表 3　公司主要高速公路通行费收入　（单位：万元）

路段名称	2013 年	2014 年	2015 年	*年均复合增长率*	2016 年 1~3 月
莲易高速	2816.77	2911.28	1873.41	*-18.45%*	433.73
耒宜高速	66963.63	95887.58	96956.84	*20.33%*	24300.83
临长高速	159006.8	174317.8	173615.28	*4.49%*	41621.19
潭邵高速	127732.9	135814.26	123304.00	*-1.75%*	32119.24
衡枣高速	58422.98	65567.62	66393.04	*6.60%*	15710.18
常张高速	28075.3	30988.59	32516.69	*7.62%*	9604.13
衡大高速	9092.46	9719.24	6585.26	*-14.90%*	1641.5
邵怀高速	78715.6	87388.19	91876.31	*8.04%*	27764.3
怀新高速	29751.8	35977.97	27753.94	*-3.42%*	7156.25
常吉高速	43763.93	48215.21	57410.52	*14.53%*	14845.04
衡炎高速	11658.48	14777.73	15659.61	*15.90%*	4643.18
道贺高速	3225.98	3433.41	2399.57	*-13.75%*	670.89
吉茶高速	13239.75	17186.61	29151.25	*48.38%*	9390.06
吉怀高速	18575.75	26613.62	44927.42	*55.52%*	15421.6
炎睦高速	412.56	761.83	775.77	*37.13%*	200.26
炎陵高速					
宁道高速	2368.82	2953.81	4765.97	*41.84%*	1414.35
汝郴高速	2838.39	3518.55	5199.28	*35.34%*	1393.07
郴宁高速	6070.76	6487.57	8816.63	*20.51%*	2716.27
大浏高速	2077.42	4228.61	8659.81	*104.17%*	2201.19
娄新高速	12958.34	13174.02	22837.74	*32.76%*	7084.28
通平高速	1197.87	1835.37	4477.12	*93.33%*	1812.92
长湘高速	7449.84	10459.84	18900.25	*59.28%*	6747.18
衡桂高速	14878.89	10399.32	16020.49	*3.77%*	6003.72
桂武高速	16417.08	10837.53	13279.91	*-10.06%*	5242.32
浏醴高速	2342.59	4290.02	8869.69	*94.58%*	3078.23
南岳高速	2736.84	5605.19	4340.55	*25.94%*	1134.43
醴茶高速	659.27	7054.29	9797.03	*285.49%*	3739.71
长沙绕城高速	5.86	2659.84	5179.8	*2873.09%*	1860.01
怀通高速	137.02	8507.42	9318.32	*724.66%*	3063.79
张花高速	463.33	6975.79	9354.95	*349.34%*	4279.87

洞新高速	38.84	2378.64	3149.66	*800.52%*	1062.6
风大高速	238.39	2434.72	5019.02	*358.84%*	1600.47
垄茶高速	1.98	863.99	2281.37	*3294.42%*	1144.82
石华高速	0.32	321.19	618.61	*4296.77%*	196.15
炎汝高速	9.8	2415.66	3390.03	*1759.90%*	1860.17
怀化绕城高速	--	--	1475.67	--	410.43
新溆高速	--	--	9810.85	--	3735.51
龙永高速	--	--	1.62	--	323.86
邵坪高速	--	--	9.67	--	543.38
大岳高速	--	--	0.77	--	211.34
合计	**724346.34**	**856962.31**	**946773.72**	***14.33%***	**268382.45**

资料来源：公司提供

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

收费标准

收费标准方面，2007 年 6 月 1 日起，根据湘政办函[2007]94 号文，湖南高速公路京珠高速公路网实行载货类（含客货两用）汽车开始实施计重收费（长张高速公路网和其他未联网的高速公路没有实行计重收费）。截至目前，公司所管辖 42 条高速公路已经全部实现载货量（含客货两用）汽车计重收费，其中，常张、常吉、吉茶高速公路计重收费系从 2012 年 8 月 1 日起开始实施。另外，湖南省人民政府办公厅于 2015 年 5 月（湘政办函【2015】64 号）提高了对载货类汽车超载部分的计费费率。计重收费政策的执行将有助于提高公司高速公路通行费收入，也通过控制超载现象将使得高速公路交通事故机率和路面损害情况大幅下降，从而减轻超载车辆带来的公路养护成本。

高速公路养护

根据《2007 年的湖南省高速公路养护管理办法（试行）规定》，湖南省高速公路养护工作实行“统一规划，分级管理，综合考核，依法监管”。公司承担行业管理职责和监督职能，各高速公路运营管理单位具体负责所辖路段高速公路养护工作。按照运营路段的性质，还贷性高速公路养护工程计划报公司审核汇总报湖南省交通厅、湖南省财政厅批准；经营性高速公路养护工程计划报经营公司或董事会批准，报公司备案。

根据省交通厅下达的各年度还贷性高速公路养护经费实施计划，还贷性高速公路的维修保养经费实行包干使用，一般来说，每年的养护经费约占前一年度通行费收入的 10%。

2013~2015 年，公司高速公路养护费用分别为 6.80 亿元、8.99 亿元和 11.69 亿元。

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

在建高速公路情况

截至 2016 年 3 月底，公司在建的主要高速公路项目有 17 个，其中，政府还贷性项目 16 个，由公司本部负责运营，总建设里程为 993.46 公里，概算投资额合计 879.06 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计完成产值 598.70 亿元，计划陆

续于 2016~2018 年通车；经营性项目 1 个，由子公司投资集团建设运营，总建设里程 12.51 公里，概算投资额合计 10.26 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计完成产值 8.68 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 2016 年 3 月底，在建政府还贷性项目累计到位资金 436.72 亿元，占项目投资总额的 49.68%。对于经营性高速公路项目，建设资本金由下属子公司筹集，筹集方式主要有：通过服务区经营权拍卖、广告经营权拍卖等方式筹集；截至 2016 年 3 月底，在建经营性项目累计到位资金 5.17 亿元，其中到位资本金 1.54 亿元，资本金将随项目建设进度陆续到位。

表 4　公司目前在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

序号	项目名称	开工时间	通车时间	建设里程	总投资	截至 2016 年 3 月底已
政府还贷项目				**993.46**	**879.06**	**598.70**
1	龙永高速	2013.8	2016	91.29	133.03	121.74
2	永吉高速	2013.11	2016	84.49	94.47	85.69
3	大岳高速	2012.8	2016	72.43	120.27	
4	洞庭湖大桥		2017			100.55
5	汝郴高速（赤石特大桥）	2010.3	2016	1.80		
6	益娄高速	2014	2017	105.93	83.78	52.37
7	娄衡高速	2014	2017	116.90	94.93	75.03
8	桑张高速	2014	2018	46.95	53.93	33.05
9	武靖高速	2014	2018	72.06	69.15	38.62
10	益马高速	2015	2017	57.90	47.27	26.75
11	炎汝高速	2010.7	2017	18.99		
12	马安高速	2015	2017	67.41	58.93	16.33
13	南益高速	2015	2017	86.37	79.97	30.76
14	莲花冲至株洲公路改建	2015	2018	50.38	30.04	13.79
15	京港澳国家高速新开连	2015	2016	2.29	2.69	1.71
16	张花高速连接线	2015	2017	118.27	10.6	2.31
经营性项目		--	--	**12.51**	**10.26**	**8.68**
17	南岳东延线	2013.10	2016	12.51	10.26	8.68
	合计			**1005.97**	**889.32**	**607.38**

资料来源：公司提供

拟建项目

公司拟建项目 4 个：涟源龙塘至新化琅塘高速公路连接已建成的长韶娄高速和新溆高速公路，是怀化、湘西地区通往长沙的一条便捷线，全长 75.00 公里，总投资概算约 73.33 亿元。长沙至益阳高速公路扩容工程，项目起于长沙绕城高速西北段，对接益阳绕城高速，全长约 47.30 公里，总投资概算 65.00 亿元，基本与现有长益高速公路平行。上述两项目均已获得湖南省财政厅的《项目建设资本金的承诺函》，省财政承诺按照不少于规划总投资 25%的额度筹措项目建设资本金（含交通运输部补助）。新溆高速大熊山连接线和洞新高速崑山连接线为干线工程。新溆高速大熊山连接线全长 47.90 公里，总投资概算 4.59 亿元，起于湖南省新化县西河镇，于肖家院接新溆高速公路西河互通，经新铺街、塘下、白溪、集中、横家湾，止于圳上，项目建设资金由公司自筹 25%，其余来源于银行贷款。洞新高速崑山连接线全长 6.70 公里，总投资概算 1.07 亿元，项目建设资金来

源待定。

表 5　公司拟建项目情况（单位：亿元、公里）

项目名称	总投资额	建设里程	总工期
涟源龙塘至新化琅塘高速公路	73.33	75.00	2016-2019
长沙至益阳高速公路扩容工程	65.00	47.30	2016-2019
新溆高速大熊山连接线	4.59	47.90	2016-2017
洞新高速崀山连接线	1.07	6.70	2016-2017
合计	**143.99**	**176.90**	

资料来源：公司提供

整体看，公司在、拟建项目待投资规模较大，公司面临一定资本支出压力；但考虑到公司在建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网路网布局基本完成，未来随着路网和路况的完善，湖南省及周边地区的交通需求更趋旺盛，长远来看，公司所投资的高速公路项目具有较好的发展前景。

3. 其他业务

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

公司除通行费以外的其他收入以商品销售收入、房地产销售收入和工程收入为主。商品销售收入主要来自于投资集团的建材销售收入，2013~2015 年，商品销售收入分别为 4.53 亿元、1.47 亿元和 1.27 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。

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、湖南尚上建设开发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，2015 年实现收入 6.71 亿元。另外，投资集团还从事了房地产开发业务，在开发楼盘主要为金色溪泉湾项目，该项目为高档住宅项目，规划建筑面积 70.50 万平方米，目前仍在建设中，截至 2016 年 3 月底已售比例为 64.83%。

整体看，跟踪期内，公司收入保持增长态势，业务发展情况良好。

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 6 支中期票据，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　公司存续期内中期票据募集资金使用情况（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
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	2013/05/24-2018/05/24	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	2013/11/27~2016/11/27	49	24 亿元用于偿还银行贷款，25 亿元用于项目建设
14 湘高速 MTN001	29	2014/11/07-2019/11/07	29	已全部用于项目建设

15 湘高速 MTN001	20	2015/04/24~2020/04/24	20	20 亿元已用于偿还本部现有债务
15 湘高速 MTN002	20	2015 年 10 月 22 日起息，赎回前长期存续	20	20 亿元已用于项目建设

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2013~2015 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，均出具了带强调事项的无保留意见审计结论，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，2013~2015 年各期期末，湖南省公路建设投资公司尚未支付公司债务本息分别为 10.41 亿元、10.51 亿元和 10.71 亿元，各期审计报告均认为该强调事项不影响已发表审计意见；公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。从合并范围来看，2013~2015 年公司无新增合并范围内子公司，连续三年数据可比性强。2015 年，公司根据政府相关批复对政府还贷性高速公路折旧政策进行了变更，并对 2014 年期初、期末资产负债科目和 2014 年利润表科目进行了追溯调整，本报告使用追溯调整后数据。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 3880.86 亿元；所有者权益合计（含少数股东权益 5.79 亿元，永续债 50.00 亿元）1142.35 亿元；2015 年公司实现营业收入 113.80 亿元，利润总额 38.08 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 4033.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益 5.79 亿元，永续债 50.00 亿元）合计 1175.54 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.85 亿元，利润总额 33.27 亿元。

1. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入快速增长，年均复合变动率 16.35%，2015 年公司实现营业收入 113.80 亿元，同比增长 23.09%，增长主要来自通行费收入。2013 年营业成本未进行追溯调整，与 2014~2015 年不具可比性，以下分析以 2014~2015 年情况为主。2015 年公司营业成本 25.91 亿元，同比下降 11.61%，主要系养护支出下降所致。

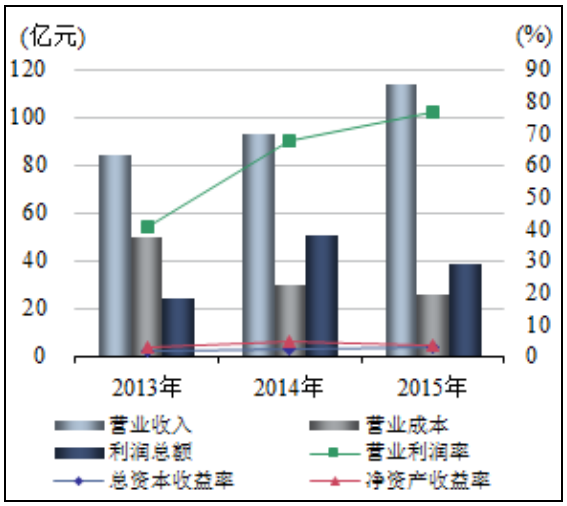
随营业规模扩张，公司期间费用持续增长。受公司负债规模较大影响，期间费用中财务费用占比较大。2015 年公司期间费用 86.37 亿元，其中财务费用占 85.05%，同比增长较多系费用化利息支出增加所致。2015 年期间费用占营业收入的 75.89%，公司期间费用对利润侵蚀大。

公司投资收益主要来源于对现代投资等长期股权投资的投资收益，2015 年实现 3.43 亿元，同比增长 32.97%。

2013~2015 年，公司营业外收入分别为 18.23 亿元、19.32 亿元和 33.63 亿元，主要为政府补助。2013~2014 年公司营业外收入主要系公司获得已通车高速公路贴息补助，2015 年主要为政府债务置换补贴收入。受期间费用快速增长影响，2015 年，公司利润总额 38.08 亿元，同比下降 23.95%。利润总额对营业外收入依赖性强。

从主要盈利指标看，2015 年，公司营业利润率 76.69%，较 2014 年增长 9.17%，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，2015 年分别为 2.88%和 3.32%。总体看，公司整体盈利能力偏弱。

图 2　2013~2015 年公司盈利能力情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2016 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 29.85 亿元，同比增长 5.78%；同期，公司营业外收入 30.68 亿元，主要为政府补助，利润总额 33.27 亿元，同比增长 732.63%，主要系当期收到政府补助规模较大所致，公司利润总额对政府补助依赖性强；2016 年 1~3 月，公司营业利润率为 91.14%，较 2015 年全年有所增长。

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

2. 现金流及保障

近年来公司经营活动现金流入量波动中有所增长，三年年均复合增长 3.45%，2015 年实现 98.25 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 87.13 亿元，较上年下降 10.14%，现金收入比 76.56%，较 2014 年大幅下降系年末通行费收入上缴财政当年未返还所致。公司收到其他与经营活动有关的现金 11.11 亿元，主要是利息收入、未结算往来款等。公司经营活动产生的现金流出持续下降，年均复合下降 17.00%，2015 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（主要为往来款项结算）规模均有所下降，2015 年公司经营活动产生的现金流出为 42.36 亿元，2015 年经营活动产生的现金流净额为 55.88 亿元。2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入合计为 30.71 亿元，同比增长 11.45%；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 28.71 亿元，现金收入比为 96.18%；经营活动现金流出 5.03 亿元，同比下降 64.25%，主要系养护支出减少所致，同期公司经营活动现金流量净额为 25.68 亿元，同比增长 90.42%。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 1.76 亿元、4.59 亿元和 5.45 亿元。2015 年，公司收回投资收到的现金 2.57 亿元，主要为收回的理财产品现金；取得投资收益收到的现金 2.87 亿元，主要为长期股权投资收益。公司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，2013~2015 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 375.77 亿元、276.65 亿元和 331.82 亿元；2015 年公司投资支付的现金 7.66 亿元，主要为购买金融资产和理财产品支付的现金。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，2013~2015 年投资活动现金流净额分别为-376.54 亿元、-274.02 亿元和-334.03 亿元。2016 年 1~3 月，公司投资活动现金流入 1.27 亿元，投资活动现金流出 71.95 亿元，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，投资活动现金流量净额-70.68 亿元。

2013~2015 年，随着在建项目的推进，为了满足庞大的投资资金需求以及偿还到期债务，公司直接融资及间接融资的力度较大。2013~2015 年，公司筹资活动现金流入规模波动增长，分别为 785.68 亿元、664.01 亿元和 943.26 亿元；筹资活动现金流入构成以取得借款、收到其他与筹资活动有关的现金和发行债券收到的现金为主，收到其他与筹资活动有关的现金以收到政府拨付的建设资金和项目建设暂借款为主，2015 年为 277.80 亿元。债务规模较大也

导致了公司偿还债务及利息支付的现金量较多，公司筹资活动现金流出量规模较大、近三年波动增长，2015 年达到 603.09 亿元。相应地，2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 307.87 亿元、238.27 亿元和 340.16 亿元，维持较高水平。2016 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入 286.72 亿元，筹资活动现金流净额 88.66 亿元，同比增长 30.85%。

整体看，从未来发展看，随着交通流量的增加、在建工程的投入运营，预计公司整体盈利规模和经营活动现金流量将得到提升；公司在建和拟建高速公路项目待投资规模仍较大，且公司偿还借款规模大，在资本金筹措方面，虽然拥有财政厅和交通厅的有力支撑，要保证资金平衡，预计公司对债务融资的依赖程度较大。

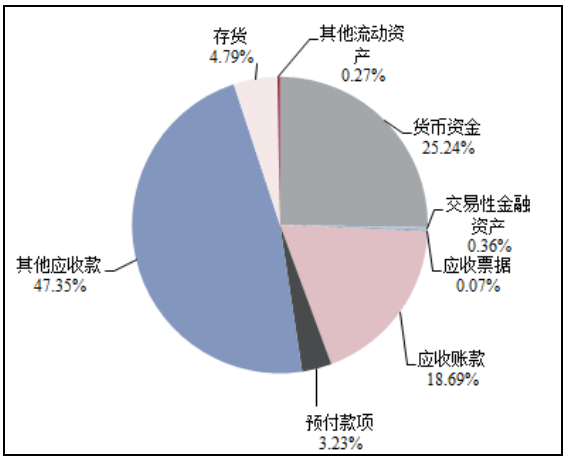
3. 资本及债务结构

资产

2013~2015 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长率为 10.95%，主要来自其他应收款、固定资产和无形资产的增加。截至 2015 年底，公司资产合计 3880.86 亿元，同比增长 8.99%，其中，非流动资产占 85.53%，流动资产占 14.47%。公司资产构成以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 23.62%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 561.73 亿元，同比增长 33.17%，主要来自货币资金和其他应收款的增加。流动资产构成以货币资金、应收账款和其他应收款为主。

图 3　截至 2015 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金快速增长，截至 2015 年底，公司货币资金 141.79 亿元，同比增长 77.82%。货币资金构成以银行存款为主，占 86.41%。截至 2015 年底，公司货币资金中存在使用权受到限制的资金共 1.73 亿元，为公司下属湖南高速集团财务有限公司存放中央银行款项，使用受限。

2013~2015 年，公司应收账款有所下降，年均复合下降 3.18%，截至 2015 年底公司应收账款 104.98 亿元，同比下降 1.31%，主要是省交通厅偿还收费权转让款 28.00 亿元所致。从账龄看，1 年以内占 65.13%，1~2 年占 0.62%，2~3 年占 0.15%，3 年以上占 34.10%；其中湖南省交通厅欠款原值合计 99.32 亿元（公司已计提坏账准备 1.03 亿元），占应收账款原值的 93.70%。

公司其他应收款主要是应收湖南省交通厅核准尚未下拨的资金、项目建设成本超出概算部分、公司往来款等，近三年年均复合增长 42.75%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面原值为 268.53 亿元，净额为 265.96 亿元，同比增长 38.13%，主要是根据财政部财建［2002］394 号文《基本建设财务管理规定》第十七至第二十条规定，项目建设投资支出是按项目概算内容发生的各项实际成本，因公司项目建设超概部分正式批文未下达，公司将在建工程和固定资产中建设成本超出概算的部分转入其他应收款（待新概算批复后再转入在建工程和固定

资产），截至 2015 年底，超出概算部分账面价值 134.36 亿元。从账龄看，1 年以内占 31.68%，1~2 年占 40.67%，2~3 年占 11.30%，3 年以上占 16.35%；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 90.49 亿元，其中计提坏账准备 1.49 亿元）及地方高速公路投资主体，其他应收款回收风险较小。

表 7　截至 2015 年底公司其他应收款前 5 名

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
湖南省交通运输厅	59.39	3 年以内	22.12
	31.09	3 年以上	11.57
湖南省东常高速公路建设开发公司	12.19	1 年以内	4.54
湖南省公路建设投资有限公司	0.41	3 年以内	0.15
	10.30	3 年以上	3.84
湖南省高速广信投资有限公司	7.52	2 年以内	2.80
沪昆高速公路潭市互通工程建设项目部	4.15	3 年以内	1.55
	3.11	3 年以上	1.16
合计	**128.16**	--	**47.73**

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司存货年均复合增长 6.51%，截至 2015 年底为 26.90 亿元，主要为投资集团房地产开发项目及市政工程建设项目，房地产开发项目增加 0.64 亿元，主要为金色溪泉湾二期项目。

2013~2015 年，公司固定资产和无形资产大幅增加，带动非流动资产年均复合增长 9.16%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计为 3319.13 亿元，同比增长 5.74%。非流动资产结构以固定资产和在建工程为主，分别占非流动资产的 58.93%和 33.98%。

由于公司对湖南省醴潭高速公路开发建设有限公司、湖南省东常高速公路建设开发有限公司等不具有共同控制或重大影响，2014 年公司根据财政部 2014 年新发布或修订的相关会计准则对上述投资进行了追溯调整，调整情况见表 8。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 13.61 亿元。

表 8　公司根据新会计准则调整可供出售金融资产和长期股权投资情况（单位：万元）

科目	2013 年（调整前）	2013 年（调整后）
可供出售金融资产	--	101280.00
长期股权投资	353961.21	252681.21

资料来源：公司审计报告

公司长期股权投资主要是对湖南长益（宁衡）高速公路有限公司等湖南省高速公路的参股及对现代投资股份有限公司、湖南省广信创业投资基金有限公司等公司的投资，截至 2015 年底为 27.56 亿元，较 2014 年底值增加 0.83 亿元，增加主要来源于对现代投资股份有限公司投资收益。

公司在建工程主要为在建和未结转的高速公路及南岳衡山国际生态旅游酒店等其他建设项目。2013~2015 年，随着公司对高速公路建设的持续投资和建成高速公路的通车转固，公司在建工程波动下降，年均复合下降 22.56%。截至 2015 年底，公司在建工程 1127.72 亿元，同比下降 46.24%，主要系汝郴高速、吉怀高速、长湘高速、郴宁高速、桂武高速、衡桂高速、浏醴高速、娄新高速、大浏高速、通平高速、吉茶高速、宁道高速、凤大高速、炎睦高速、炎陵高速正式运行，转入固定资产所致。

公司固定资产主要是路桥资产。依据湖南省财政厅对《关于政府还贷性高速公路路产免提折旧的请示》的反馈意见及 湖南省交通运输厅湘交办函【2015】850 号《湖南省交通运输厅关于同意对政府性还贷性高速公路资产不计提折旧的批复》，公司对政府还贷性高速公路资产不计提折旧，政府还贷性高速公路资产折旧政策由平均年限法计提折旧变更为不计提折旧，该会计政策变更采用追溯调整法，调整影响见表 7。以调整后数据为基础，2013~2015 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 65.68%，主要系在建工程中高速公路转入所致，截至

2015 年底，公司固定资产账面原值合计 1965.41 亿元，同比增加 150.13%，固定资产累计折旧 9.54 亿元，账面净值为 1955.86 亿元。

表 9 公司政府还贷性高速公路折旧政策变更对会计科目影响情况 （单位：万元）

科目	2014 年期初（调整前）	2014 年期初（调整后）	2014 年期末（调整前）	2014 年期末（调整后）
固定资产	5610272.14	7125650.78	6028118.72	7766012.22
盈余公积	150258.84	301796.71	179036.43	352825.78
未分配利润	1338907.06	2702747.83	1585662.42	3149766.57
净利润	/	/	273000.11	495514.98

资料来源：公司审计报告

注：公司未对 2013 年利润表进行追溯调整。

公司无形资产为长湘、衡桂、桂武、浏醴、娄新、炎汝、醴茶等七路资产由湖南省交通运输厅以公允价值（评估价值）注入公司，七路公允价值高于其路桥资产原值的增值部分。2013~2015 年，公司无形资产波动中有所增长，年均复合增长 14.79%，增长主要系 2014 年炎汝高速、醴茶高速 2 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。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值 165.06 亿元，较 2014 年底减少 32.49 亿元，主要系建设成本增加，原评估溢价减少 31.53 亿元所致。

公司其他非流动资产主要是 2011 年子公司投资集团委托中诚信托公司、渤海信托公司、西安国际信托公司、长沙建设银行长沙金星支行发放的委托贷款，截至 2015 年底，其他非流动资产 27.35 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 4033.38 亿元，较 2015 年底增长 3.93%，主要来源于固定资产、货币资金、应收账款和其他应收款的增长。其中，流动资产占 16.42%，非流动资产占 83.58%，流动资产占比有所上升，但资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2016 年 3 月底，公司流动资产 662.10 亿元，较 2015 年底增长 17.87%。截至 2016 年 3 月底，公司货币资金 186.49 亿元，较 2015 年底增长 31.52%；应收账款 132.40 亿元，较 2015 年底增加 27.42 亿元，主要系通行费收入解缴与分配的时间差所致；其他应收款 295.61 亿元，较 2015 年底增长 11.15%，主要系高速公路建设成本超出概算部分。截至 2016 年 3 月底，公司非流动资产 3371.29 亿元，其中固定资产 2459.75 亿元，较 2015 年底增加 503.88 亿元，主要系在建工程中长沙绕城东北东南段、京港澳长沙连接线高速路产转入所致。

截至 2016 年 3 月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资 1775.57 亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为 2969.86 亿元，占公司资产总额的 73.63%，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，跟踪期内，公司资产规模快速增长；公司资产构成以固定资产和在建工程为主；公司应收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

2013~2015 年，公司所有者权益年均复合增长 9.63%，主要系资本公积、未分配利润以及其他权益工具增加所致。近三年公司资本公积波动增长，年均增长 4.29%，2013~2014 年公司资本公积分别较上年增加 141.61 亿元和 83.00 亿元，其中计入当年资本公积的上级拨入高速公路项目建设资金分别为 26.44 亿元和 10.43 亿元；2013 年长湘高速等 5 个高速公路项目和

2014 年炎汝高速等 2 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公路资产注入导致的收费权评估增值分别为 115.13 亿元和 72.19 亿元；2015 年资本公积较上年减少 27.46 亿元，主要系投入增加、收费权评估增值减少所致。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，资本公积仍将增长。截至 2015 年底，公司其他权益工具 50.00 亿元，其中银行内类永续债 30.00 亿元，永续中期票据 20.00 亿元，永续中期票据设有利率重置、强制付息事件等条款，联合资信认为其与普通有息债务特征相近。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 1142.35 亿元，其中实收资本占比 0.87%、资本公积占比 60.31%、其他权益工具 4.38%、盈余公积占比 3.42%、未分配利润占 30.50%、其他综合收益占 0.02%和少数股东权益占比 0.50%。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 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 1175.54 亿元，较 2015 年底增加 33.20 亿元，增加主要来源于未分配利润的增长；所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以资本公积为主。

整体看，跟踪期内，公司权益稳定性较好。

负债方面，受新增银行借款和应付债券增加影响，2013~2015 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长率为 11.51%，2015 年底达到 2738.51 亿元。公司负债结构以非流动负债为主，占 87.18%，流动负债占 12.82%，负债结构与公司项目资金周转期限匹配。

2013~2015 年，公司流动负债波动下降，年均下降 3.73%，截至 2015 年底，公司流动负债 351.17 亿元，以短期借款、一年内到期的非流动负债和其他应付款为主，占比分别为 24.40%、46.46%、14.71%和 8.69%。

2013~2015 年，公司短期借款快速下降，年均复合下降 34.27%，截至 2015 年底为 85.68 亿元。2013~2015 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 30.97%，截至 2015 年底，公司其他应付款 30.51 亿元，以保证金及往来款为主。

截至 2015 年底，公司一年内到期非流动负债 163.14 亿元，主要为一年内到期长期借款和应付债券；其他流动负债 51.67 亿元，其中短期融资券等债券 50.94 亿元，已计入短期债务核算，其他为公司下属湖南高速集团财务公司吸收成员单位存款 0.73 亿元。

2013~2015 年，在长期借款和应付债券的带动下，公司非流动负债以 14.42%的年均复合增长率增长。截至 2015 年底，公司非流动负债达到 2387.34 亿元，以长期借款和应付债券为主，分别占非流动负债的 76.63%和 19.34%。

2013~2015 年，公司长期借款持续增长，年均增长 11.40%，系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 2015 年底，公司长期借款 1829.48 亿元，其中以质押借款为主（占比 90.79%）。

2013~2015 年，公司加大直接融资力度，应付债券快速增长，年均增长 20.52%。截至 2015 年底，公司应付债券 461.80 亿元。

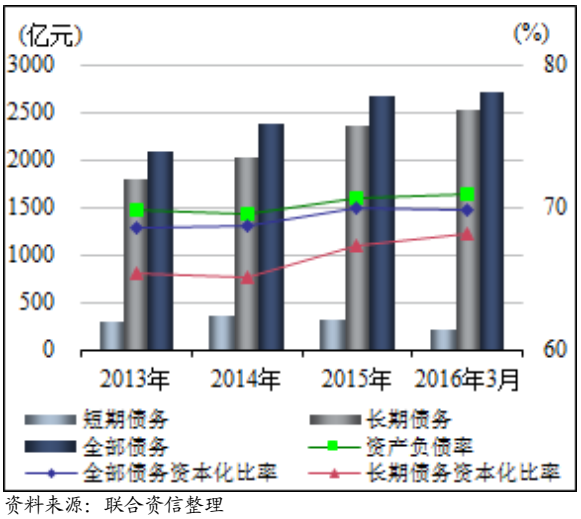
截至 2015 年，公司长期应付款 64.09 亿元，全部为融资租赁款，已计入长期债务核算。

近几年由于在建项目增多，公司有息债务规模大幅扩张。若不将永续债计入有息债务，年均复合增长 13.25%。截至 2015 年底，公司全部债务 2660.91 亿元，其中短期债务占 11.48%，长期债务占 88.52%，公司债务结构以长期债务为主。近三年公司债务负担持续加重，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三年均值分别为 70.13%、69.31%和 66.27%，截至 2015 年底分别为 70.56%、69.96%和 67.34%。若将永续债 50.00 亿元计入长期债务，截至 2015 年底公司全部债务合计 2710.91 亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.28%和 68.77%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 2857.84

亿元，较 2015 年底增长 4.36%，增长主要来自长期借款、应付债券和其他应付款的增加。截至 2016 年 3 月底公司其他应付款 102.26 亿元，较 2015 年底增长 235.17%，主要系下属项目公司应付工程款未在季报中合并抵消所致。截至 2016 年 3 月底，公司长期借款和应付债券分别较 2015 年底增加 103.16 亿元和 72.82 亿元。

图 4　2013~2016 年 3 月底公司债务负担变化情况



资料来源：联合资信整理

注：上图未将永续债计入有息债务。

截至 2016 年 3 月底，公司有息债务合计 2715.67 亿元，较 2015 年底增长 2.06%，其中长期债务占 92.52%，短期债务占 7.48%；公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 70.85%和 68.13%，较上年底分别上升 0.29 个和 0.79 个百分点；全部债务资本化比率 69.79%，较上年底下降 0.17 个百分点。若将永续债计入有息债务，截至 2016 年 3 月底，公司有息债务 2765.67 亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.07%和 69.48%。

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

4. 偿债能力

2013~2015 年，公司流动比率、速动比率呈持续上升态势，三年加权平均值分别为 128.94%和 122.03%。2015 年底流动比率和速动比率分别为 159.96%和 152.30%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 210.63%和 202.08%，较上年底继续上升，主要系短期债务规模持续下降所致。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比持续上升但仍处于较低水平，2015 年为 15.91%，公司存在一定的短期支付压力；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， 2015 年，公司 EBITDA111.59 亿元，同比增长 13.97%；全部债务/EBITDA23.85 倍，较 2014 年的 24.30 倍变化不大。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，以及公司获得政府拨付的高速公路项目建设资金具有一定持续性并计入“资本公积”科目，公司整体债务偿还能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司已签订对外担保合同金额为 5.34 亿元，实际在保余额为 2.04 亿元。公司担保比率为 0.17%，或有负债风险较小。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得各商业银行等金融机构授信额度合计 4011.72 亿元，尚未使用额度 1178.10 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 2016 年 6 月 14 日，公司存在未结清关注类贷款 3 笔，涉及金额 11.00 亿元，根据相关银行出具的说明，均为银行系统原因导致。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 10　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/10 湘高速	28	2020	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 MTN002	49	2016	到期一次性还本
14 湘高速 MTN001	29	2019	到期一次性还本
15 湘高速 MTN001	20	2020	到期一次性还本
15 湘高速 MTN002	20	在第 5 个和其后的每个付息日，公司有权赎回，赎回前长期存续	赎回时一次性还本

资料来源：公司审计报告

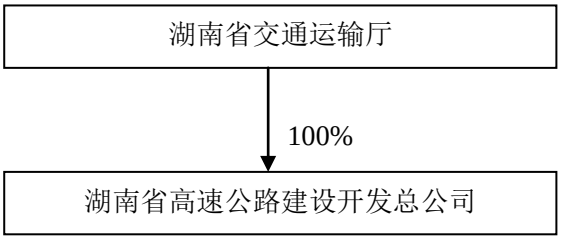
针对一年以内到期的债券“13湘高速MTN002”，公司2015年经营活动现金流入量、经营活动现金净流量对“13湘高速MTN002”本金49亿元的保护倍数分别为2.01倍和1.14倍；截至2016年3月底，公司剔除受限资金的现金类资产对“13湘高速MTN002”本金的保障倍数为3.83倍；公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期的债券保障能力尚可。

2014~2015年，公司EBITDA对存续期内中期票据（以“12湘高速MTN2”、“13湘高速MTN1”、“13湘高速MTN002”、“14湘高速MTN001”、“15湘高速MTN001”和“15湘高速MTN002”合计本金197亿元为基础）的覆盖倍数分别为0.50倍和0.57倍；2015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197亿元保护倍数分别为0.50倍和0.28倍，公司经营活动现金流入量对存续期内中长期债券的保障能力偏弱。但上述六支中期票据错期兑付。若公司选择在2020年赎回“15湘高速MTN002”，则2020年公司单年需偿还“10湘高速债/10湘高速”28亿元、“15湘高速MTN001”20亿元和“15湘高速MTN002”20亿元，即公司单年最高偿还存续期债券额度68亿元。2015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1.64倍、1.44倍和0.82倍，EBITDA和经营活动现金流入量对中期票据及“10湘高速债/10湘高速”单年最高偿还额度保障程度尚可。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。

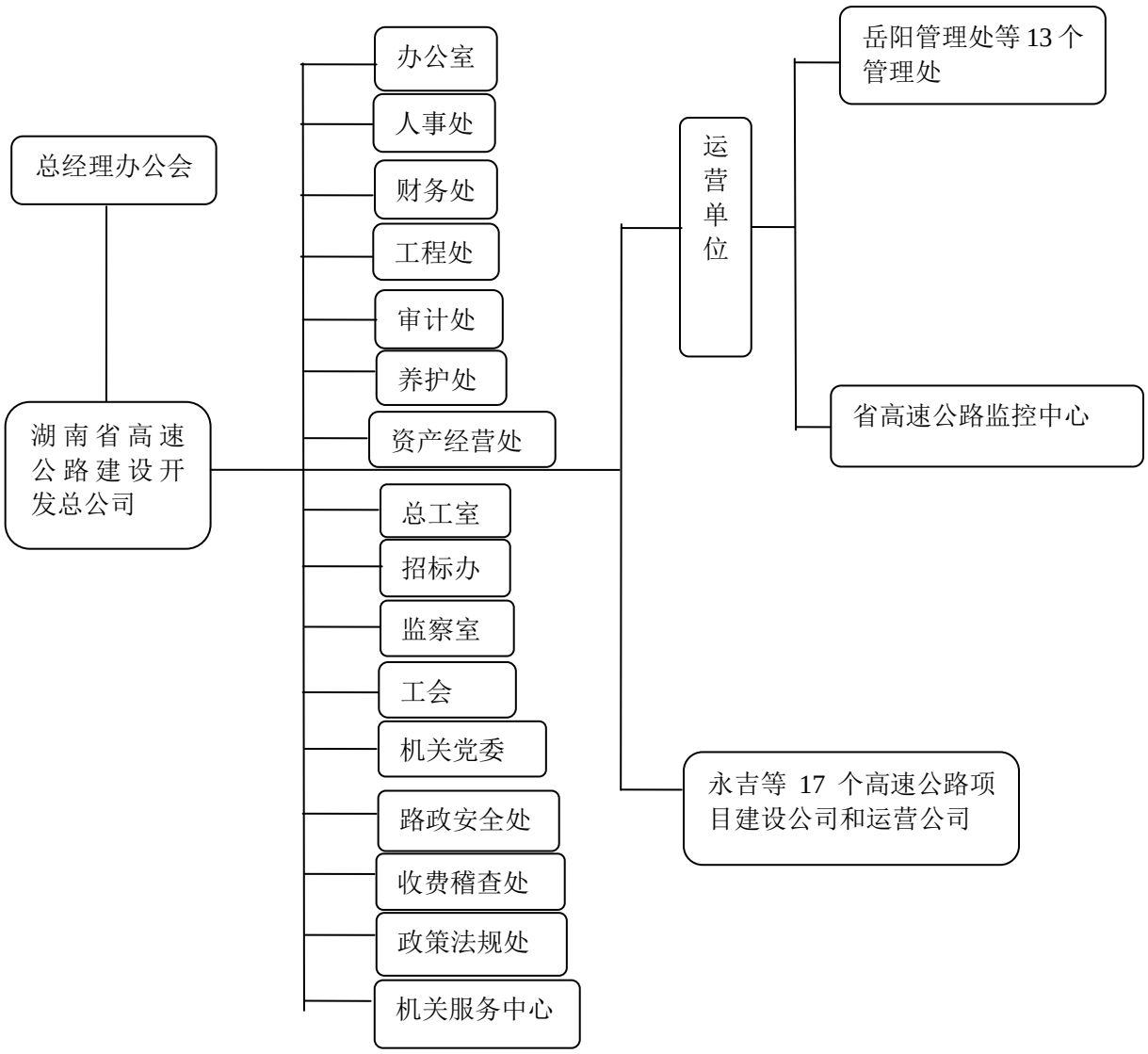
十一、结论

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“12湘高速MTN2”、“13湘高速MTN1”、“13湘高速MTN002”、“14湘高速MTN001”、“15湘高速MTN001”和“15湘高速MTN002”的信用等级为AAA。

附表 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	63.49	78.23	142.49	187.79
资产总额(亿元)	3152.89	3560.83	3880.86	4033.38
所有者权益(亿元)	950.55	1083.16	1142.35	1175.54
短期债务(亿元)	282.69	358.56	305.54	203.06
长期债务(亿元)	1792.09	2020.73	2355.37	2512.61
全部债务(亿元)	2074.77	2379.29	2660.91	2715.67
营业收入(亿元)	84.06	92.45	113.80	29.85
利润总额(亿元)	23.67	50.07	38.08	33.27
EBITDA(亿元)	68.93	97.91	111.59	--
经营性净现金流(亿元)	30.31	50.31	55.88	25.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.77	0.85	1.07	--
存货周转次数(次)	2.33	1.18	0.98	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	98.78	104.87	76.56	96.18
营业利润率(%)	40.54	67.52	76.69	91.14
总资本收益率(%)	1.43	2.08	2.88	--
净资产收益率(%)	2.45	4.57	3.32	--
长期债务资本化比率(%)	65.34	65.10	67.34	68.13
全部债务资本化比率(%)	68.58	68.72	69.96	69.79
资产负债率(%)	69.85	69.58	70.56	70.85
流动比率(%)	97.01	98.54	159.96	210.63
速动比率(%)	90.76	92.43	152.30	202.08
经营现金流动负债比(%)	8.00	11.75	15.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	30.10	24.30	23.85	--

注：公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；其他流动负债中短期应付债券已计入短期债务；长期应付款，已计入长期债务；本表数据采用公司 2015 年会计政策变更后追溯调整数据。

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	（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/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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券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，银行间中长期债券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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。