

# 跟踪评级公告

联合[2010] 764 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AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定,维持“10湘高速债”AA<sup>+</sup>的信用等级,并维持“10湘高速CP01”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一零年十二月三十一日



---

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: AA<sup>+</sup> 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA<sup>+</sup> 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 | 2010/04/08-2020/04/07 | AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> |
| 10 湘高速 CP01 | 15 亿元 | 2010/12/25-2011/12/24 | A-1             | A-1             |

跟踪评级时间: 2010 年 12 月 31 日

### 财务数据

| 项 目            | 2008 年 | 2009 年  | 10 年 9 月 |
|----------------|--------|---------|----------|
| 现金类资产(亿元)      | 14.66  | 115.27  | 216.78   |
| 资产总额(亿元)       | 588.03 | 1060.87 | 1427.40  |
| 所有者权益(亿元)      | 170.72 | 249.26  | 283.85   |
| 长期债务(亿元)       | 279.49 | 586.78  | 830.84   |
| 全部债务(亿元)       | 403.17 | 784.41  | 1118.35  |
| 主营业务收入(亿元)     | 34.05  | 56.20   | 54.87    |
| 利润总额(亿元)       | 3.57   | 6.80    | 8.03     |
| 经营性净现金流(亿元)    | 27.41  | 35.77   | 11.45    |
| EBITDA(亿元)     | 37.18  | 47.92   | --       |
| 主营业务利润率(%)     | 30.32  | 30.09   | 36.78    |
| 净资产收益率(%)      | 2.09   | 2.60    | --       |
| 资产负债率(%)       | 70.97  | 76.14   | 79.78    |
| 全部债务资本化比率(%)   | 70.25  | 75.60   | 79.48    |
| 流动比率(%)        | 40.37  | 81.35   | 105.16   |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 10.84  | 16.37   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.49   | 1.38    | --       |
| 经营现金流动负债比(%)   | 21.53  | 16.19   | --       |

注: 2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

### 分析师

孙恒志  
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

### 评级观点

湖南省高速公路建设开发总公司(以下简称“公司”)是湖南省主要的国有独资高速公路投资运营主体,跟踪期内公司收费公路通车里程和建成公路车流量均实现稳步增长,盈利能力有所改善;公司完成对湖南省高速公路投资集团有限公司的整合,整体经营规模和收入水平得到显著提升。同时,公司在建项目大规模的资本支出导致其债务规模大幅扩张,整体债务负担加重。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,能够获得政府较稳定的有力支持,公司债务偿付风险相对较低。

未来,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带动公司通行费收入规模保持增长,公司整体的盈利水平和偿债能力也将逐步提升。

综合考虑,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司AA<sup>+</sup>的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“10湘高速债”AA<sup>+</sup>的信用等级和“10湘高速CP01”A-1的信用等级。

### 优势

1. 湖南省是中国中南部重要的陆路交通枢纽之一,快速发展的区域经济和优越的交通位置为省内高速公路的运营发展起到促进作用。
2. 公司作为湖南省交通厅独资的高速公路投资运营主体,具有明显的区域垄断经营优势,并能够得到地方政府在产业政策、税费减免、财政补贴、资金筹措等方面的有效支持。
3. 跟踪内期公司收费公路通车里程和建成公路车流量均实现稳步增长,盈利能力有所改善,资产规模大幅扩张。
4. 公司经营性现金流对“10 湘高速债”和“10 湘高速 CP01”保障能力较强。

## 关注

1. 公司有息债务持续快速增长，债务负担重。
2. 公司在建高速公路项目较多，未来仍面临较大的融资压力。
3. 公司整体盈利能力偏弱，政府补贴收入在公司盈利中占比较大。

## 一、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。此次增资后公司注册资本为人民币99597万元。

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2009年底，公司旗下管辖的高速公路里程已达1545.92公里（公司合并口径），占湖南省省内高速公路的通车里程的69.42%。

截至2009年底，公司下辖湖南省高速公路投资集团有限公司1家全资子公司；长永高速、莲易高速、长潭高速、潭耒高速等13个高速公路管理处和26个项目建设公司，其他直管运营单位还包括省高速公路监控中心和4个路政大队。截至2009年底，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。

公司注册和经营地址：长沙市远大一路649号；法定代表人：冯伟林。

## 二、经营管理分析

### 1. 行业概况

根据《2009年湖南省国民经济和社会发展统计公报》数据，2009年，湖南全省实现生产总值12930.69亿元，同比增长13.6%（按照GDP现价计算），比全国平均水平8.7%高出4.9个百分点。按常住人口计算，全省人均生产总值20226元，同比增长13.1%。2009年，湖南省财政总收入1504.58亿元，同比增长14.5%。其中，地方一般预算财政收入844.96亿元，同比增长16.9%。区域经济的快速发展，为湖南省高速公路行业的发展提供了有利的保证。2009年湖南省完成公路货运量11.14亿吨、客运量13.34亿人，同比分别增长12.8%和7.3%。公路客货运量分别占各运输方式客货运量总和的94.46%和86.39%，在不同运输方式中，公路占绝对优势。

2008年11月5日，国务院常务会议部署了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，明确到2010年年底，投资4万亿元加快建设进度。同时根据交通运输部规划，2009-2010年交通固定资产投资规模计划年均达到1万亿元水平。2009年湖南全省固定资产投资7695.35亿元，同比增长36.2%。其中交通固定资产投资678亿元，同比增长83%。继2008年新开工18个高速公路项目后，又新开工高速公路15条，基础设施和重点项目建设进一步加强。截至2009年底，湖南省公路总里程达到191403公里，全省行政村公路通达率为96.2%。从技术等级看，等级公路里程148178公里，占公路总里程的77.42%；二级及以上公路里程10545公里（其中高速公路里程2227公里），占公路总里程的5.51%，预计未来省内高速公路建设投资规模仍然很大。

### 2. 重大事项

跟踪期内，在成立湖南省高速广信投资有限公司的基础上，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（下称“实业公司”）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（以下简称“高速投资集团”）。

高速投资集团注册资本 6.00 亿元，为公司全资子公司，经营范围包括：高速公路、一级公路、桥梁、市政工程、基础设施建设；沿线设施、土地的综合开发、利用、经营（上述项目涉及行政许可的凭证许可证经营）；凭本企业资质证书从事建筑工程、土石方工程、公路工程、通信工程的施工和房地产开发经营；机电设备、建筑材料、公路设备及设施、光纤管网的销售；设计、制作、代理、发布各类广告（国家有专项规定的另行报批）；旅游开发项目的投资、开发、经营等。

目前，公司高速公路项目当中，公司本部以政府还贷性项目为主，高速投资集团以经营性项目为主，通过 BOT 方式建设运营。现阶段，高速投资集团负责投资建设的 12 条高速公路均在建设期，目前尚未产生通行费收入。高速投资集团纳入公司合并范围后，使公司资产规模得到大幅提升；由于所属公路项目仍处于建设期，现阶段其对公司的收入贡献主要来自下属子公司广信投资公司的建材销售收入，2009 年和 2010 年 1-9 月分别为 14.62 亿元和 19.43 亿元。

表 1 截至 2009 年底高速投资集团主要子公司情况

| 公司名称   | 投资集团持股比例 | 主营业务                                   |
|--------|----------|----------------------------------------|
| 百通公司   | 100%     | 高速公路养护工程、绿化工程、建设工程、路桥工程施工              |
| 实业公司   | 51%      | 高速公路相关服务设施投资、建设、开发和经营                  |
| 高广投资公司 | 100%     | 高速公路及相关设施和工程建设项目的投资和管理；交通信息网络系统的开发、建设等 |
| 广信投资公司 | 100%     | 高速公路联网技术服务；房地产经营                       |

资料来源：高速投资集团 2009 年审计报告

### 3. 经营分析

公司负责经营湖南省内高等级公路的投资、建设、经营和管理，主营业务在省内居垄断地位。

截至 2009 年底，公司拥有全部权益比例的高速公路里程已达 1545.92 公里，占湖南省省内高速公路通车里程的 69.42%，较上年增加了约 114.18 公里，主要是属于国高网的衡炎高速建成通车（衡阳-炎陵），收费年限为 2009 年～2029 年。

2009 年以前，公司的收入全部来自通行费收入，2009 年公司整合组建高速投资集团后，收入构成有所变化。其中，新增商品销售收入主要来自高速投资集团下属公司的建材销售收入，其他业务收入主要来自高速投资集团下属的公路广告、公路路政及清障救援等业务收入，两项合计占公司 2009 年主营业务收入的 29.47%。2009 年，受益于收费公路通车里程增加以及车流量的增长，公司实现高速公路通行费收入 39.64 亿元，同比增长 16.42%，毛利率较上年有明显提高，主要是 2008 年“冰雪灾害”使公司成本支出大幅增长，使得当年毛利率低于往年平均水平。2009 年在通行费收入及新增销售商品收入的带动下，公司整体收入规模较上年有较大幅度增长，全年公司实现主营业务收入规模 56.20 亿元，但受销售商品业务收入毛利率较低的影响，主营业务利润率较上年基本持平。

表 2 公司近年收入构成及毛利率情况（亿元，%）

|         | 2008 年 | 2009 年 | 10 年 1-9 月 |
|---------|--------|--------|------------|
| 车辆通行收入  | 34.05  | 39.64  | 39.90      |
| 销售商品收入  | --     | 14.15  | 14.16      |
| 其他业务收入  | --     | 1.95   | 0.82       |
| 主营业务收入  | 34.05  | 56.20  | 54.87      |
| 车辆通行毛利率 | 30.32  | 36.27  | 46.34      |
| 商品销售毛利率 | --     | 10.17  | 10.41      |
| 其他业务毛利率 | --     | 66.16  | 48.46      |
| 主营业务毛利率 | 30.32  | 30.52  | 37.11      |

资料来源：公司提供

目前，公司主要路段车流量以省外过境车辆为主，其中货运车辆占到 70%-80%。京港澳高速作为北京通往广东沿海的交通大动脉，是公司最重要的通行量来源，隶属公司的未宜及临长段日均车流量均已超过 4 万辆，基本达到饱和和运营状态（见表 3）；包括潭邵、邵怀、怀新三段在内的沪昆高速公路湖南段，随着所属路段全线贯通，车流量迅速增长；公司运营的其他高速公路包括通往广西、重庆等西部省市的衡枣、常张、常吉段，以及地方高速公路，由于部分路段尚未贯通，车流量的大幅提升还需要一段时间。同时，莲易高速公路 2007 年以来车流量持续减少，主要是受醴潭高速公路通车产生的分流所致。

总的来看，2009年和2010年前三季度，随着国内经济的逐步回升，公司通行费收入增速加快，一方面是沪昆高速公路湖南段通行费收入继续较快增加所致；另一方面则来自京港澳高速湖南段通行费收入呈现恢复性增长，以及常吉高速等新通车路段带来的通行费收入。2010年1~9月，公司共实现通行费收入39.90亿元，已超过上年全年水平。

表 3 公司主要运行高速公路日均车流量  
单位：辆/日（标准小车）

| 路段名称 | 2008 年 | 2009 年 | 10 年 1-9 月 |
|------|--------|--------|------------|
| 莲易高速 | 14791  | 6680   | 4853       |
| 未宜高速 | 42271  | 40740  | 47534      |
| 临长高速 | 42062  | 42427  | 48520      |
| 潭邵高速 | 16661  | 22327  | 30429      |
| 衡枣高速 | 14158  | 16415  | 19252      |
| 常张高速 | 5387   | 5827   | 7176       |
| 衡大高速 | 5384   | 8420   | 8831       |
| 邵怀高速 | 9796   | 10797  | 15120      |
| 怀新高速 | 6462   | 7755   | 12597      |
| 常吉高速 | --     | 3356   | 4238       |
| 衡炎高速 | --     | 1570   | 2415       |
| 合计   | 156972 | 166314 | 200965     |

资料来源：公司提供

2009 年 5 月 1 日，依据燃油税改革的相关政策，公司所属的政府还贷二级公路收费站已

一次性全部撤销，但由于二级公路通行费收入在公司全部通行费收入中占比低，对公司运营状况影响很小。跟踪期内，公司在运营的高速公路收费标准基本无变化，主要路段仍是按照湘交财会[2007]218 号文《湖南省高速公路载货类汽车计重收费实施方案》标准实行计重收费。

跟踪期内，公司主要在建项目进展顺利，截至 2010 年 9 月底，公司在建的主要高速公路项目有 29 个，具体项目包括厦蓉高速公路湖南段（含汝郴、郴宁、宁道三段）、包茂高速公路湖南段（含吉怀、怀通两段）、京港澳复线湖南段等。其中：政府还贷性项目 17 个，由公司本部负责运营，总建设里程为 1226.452 公里，投资额合计 907.31 亿元；经营性项目 12 个，由子公司通过 BOT 方式建设运营，总建设里程为 1063.569 公里，投资额合计 829.48 亿元。公司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 2010 年 9 月底，上述政府还贷性项目累计到位资金 293.97 亿元，占项目投资总额的 32.40%；上述经营性项目累计到位资金 178.92 亿元，占项目投资总额的 21.57%，其中资本金将随项目建设进度陆续到位。

总体看，跟踪期内公司主营业务保持良好的发展势头，通行费收入稳步增加，毛利率逐步回升；整合组建高速投资集团进一步带动了公司整体的收入水平和资产规模提升，并获得了更多的储备项目，有助于支撑其长期发展。

### 三、财务分析

公司提供了2009年度财务报表已经中准会计师事务所审计，并出具了无保留意见的审计结论。2009年公司合并报表范围新增高速投资集团，高速投资集团的合并对于公司资产总额和收入规模影响较大。公司2010年1~9月财务数据未经审计。

截至2009年底，公司合并资产总额1060.87

亿元，所有者权益合计249.26亿元；2009年公司实现主营业务收入56.20亿元，利润总额6.80亿元。

截至2010年9月底，公司合并资产总额1427.40亿元，所有者权益合计283.85亿元；2010年1-9月公司实现主营业务收入54.87亿元，利润总额8.03亿元。

### 1. 盈利能力

2008年以前公司主营业务收入全部为高速公路通行费收入，2009年高速投资集团纳入合并报表范围，公司收入结构和收入规模变化较大。2009年公司实现主营业务收入56.20亿元，较2008年增长65.05%，其中通行费收入实现39.64亿元，同比增长16.41%，在主营业务收入中占70.53%，其他合计16.56亿元主要为高速投资集团产生的建材销售收入、广告和租赁业务收入等。

2009年高速投资集团纳入合并范围后，公司主营业务成本也相应增加，为39.05亿元。公司期间费用占主营业务收入的比例较大，2009年为47.88%，主要构成内容是财务费用。受债务大幅增长影响，公司财务费用规模较大，2009年为24.54亿元。

由于公司现有收入规模较小，较低的主营业务盈利能力以及较高的财务费用导致公司营业利润出现亏损，2009年为-9.62亿元。但受益于获得投资收益2.66亿元和补贴收入13.63亿元，公司利润总额为6.80亿元。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；根据湖南省财政厅湘财建函[2009]23号文，自2008年起将上级拨入的项目建设资金转作政府补贴款，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，公司补贴收入具有一定的持续性。

从主要盈利指标看，公司主营业务利润率

有所下降，2009年为30.09%；受资产规模大幅增长但利润总额相对稳定影响，公司净资产收益率和总资本收益率也呈下降趋势，2009年分别为3.01%和2.60%，整体盈利较弱。

2010年1~9月，公司合并口径实现主营业务收入54.87亿元，已接近上年全年水平；其中通行费收入39.90亿元，已超过上年全年水平。同期内，建成道路车流实现较快增长，公司主营业务利润率为36.78%，较上年有明显提升，主营业务的盈利能力也有所改善，期内公司实现营业利润6.09亿元，利润总额8.03亿元。

总体看，公司目前正处于快速发展阶段，在建工程较多，多条新建成高速公路目前正处于车流量培育期，整体盈利能力一般，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能力都有望实现较快提升。

### 2. 现金流及保障

近年公司经营活动现金流量呈现逐年增长的态势。2009年，公司销售商品、提供劳务收到的现金51.47亿元，收到的其他与经营活动有关的现金24.98亿元，主要为政府补助收入和项目投标保证金。近年经营活动产生的现金流出逐年增长，其中支付的其他与经营活动相关的现金（主要为支付的投标保证金及往来款项）历年占比较高，2009年公司经营活动产生的现金流出为40.68亿元。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，2009年经营活动产生的现金流净额为35.77亿元，较上年增长了30.50%。2010年1-9月，受支付的其他与经营活动相关的现金流出大幅增加的影响，当期经营活动现金流出量高于2009年全年水平，为63.94亿元，导致当期经营活动现金流量净额相对偏低，为11.45亿元。

2008年及以前，公司收入来源主要为高速公路通行费收入，湖南省高速公路收费结算模

式导致公司收入的确认和现金流的回笼具有一定的时滞，导致公司现金收入比偏低，2008 年为 69.12%；2009 年由于高速投资集团的合并，新增收入中应收款相对较少，公司现金收入比快速提升，2009 年和 2010 年 1-9 月分别为 91.59%和 96.81%。

投资活动方面，公司投资活动产生的现金流入主要来源于下属现代投资的投资收益，2009 年和 2010 年 9 月分别为 1.64 亿元和 0.32 亿元；投资活动流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产，2009 年以来随着公司高速公路投资项目规模大幅增加，以及高速投资集团对外增加长期债权投资以及其他权益性投资（计入“投资所支付的现金”，2009 年为 29.89 亿元），公司投资活动现金流出显著增长，2009 年公司投资活动产生的现金流量净额绝对值为近年的峰值，合计-328.91 亿元；2010 年 1-9 月为-212.61 亿元。未来 2-3 年公司仍处于投资高峰期，公司投资活动现金流净额仍将保持较大规模的负值。

2009 年，随着在建项目的推进，政府拨入的资本金投入也大幅增加（主要反映在“吸收投资所收到的现金”，部分反映为政府补助收入体现在经营活动中），同时，为了满足不断增长的投资资金需求，公司相应增加了长、短期借款，导致公司负债率不断上升；由于近几年公司短期债务规模加大，公司到期偿付的债务规模也大幅增加。在投资项目债务资金需求增长和到期债务增多等因素的推动下，公司筹资活动产生的现金流量净额逐年增长，2009 年以来增幅尤为明显（一定程度是受到合并高速投资集团影响），2009 年和 2010 年 1-9 月公司筹资活动现金流量净额分别为 393.74 亿元和 302.68 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还将继续提升；未来几年公司在建的高速公路投资项目金额较大，并且还有部分新建项目的投资计划，加之未来公司偿还

借款规模增大，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. 资本结构

截至 2009 年底，公司资产合计 1060.87 亿元，较上年末大幅增长 80.41%，主要是受新增合并单位高速投资集团的影响。其中，流动资产合计占 16.94%、固定资产占 78.24%，长期投资、无形资产及其他合计占 4.82%。受货币资金大幅增加影响，公司流动资产占比逐年上升，但资产构成以固定资产为主，其资产结构变化趋势符合处于快速扩张阶段的高速公路投资行业特点。

截至 2009 年底，公司流动资产合计 179.75 亿元，较上年末大幅增长 249.73%，其中应收款规模变动不大，增长主要来自货币资金及合并范围变化导致的存货的增加。近年，公司货币资金规模持续快速增长，截至 2009 年底合计 115.27 亿元，快速增长主要是由于新建项目较多，银行借款大幅增加，同时，由于公司经营规模扩大，周转用货币资金规模有所上升。公司现阶段较大规模的货币资金为现有的在建项目提供了较好的资金保障。

跟踪期内，公司长期投资规模大幅增长，截至 2009 年底合计 40.58 亿元，其中长期股权投资合计 15.31 亿元，主要是对高速公路行业的子公司参股投资，其中参股子公司现代投资盈利能力较好，近年来成为公司投资收益增长的重要来源；长期债权投资合计 25.27 亿元，较上年增长 673.30%，主要来自合并报表范围新增子公司高速投资集团 2009 年委托中诚信托有限责任公司、渤海国际信托有限公司向泰邦基建发展有限公司、武汉奥深科技集团有限公司、利联实业发展（深圳）有限公司提供的专项资金贷款。

近年，由于建设项目多公司固定资产持续快速增长，2009 年增幅更显著，主要是合并高速投资集团后其大规模的在建工程使的公司固

定资产总额大幅增长 61.15%，合计 830.03 亿元。

2009 年受新增银行借款及合并范围变化影响，公司负债规模较上年大幅增长 93.56%，其中流动负债占比较上年小幅下降，为 27.35%，长期负债仍占有绝对比重为 72.65%，负债结构与公司项目资金周转期限匹配。

截至 2009 年底，公司流动负债合计 220.94 亿元，同比增长 73.54%，主要来自短期借款和其他应付款规模的增长，其中其他应收款的增长主要来自新合并的高速投资集团。

2009 年，在长期借款和应付债券的带动下，公司长期负债大幅增长 102.34%，合计 586.78 亿元。

跟踪期内，受新增银行借款及合并范围变化影响，公司债务规模大幅扩张，截至 2009 年底合计 784.41 亿元，整体的负债水平也进一步上升，资产负债率和全部债务资本化比例分别从上年的 70.97% 和 70.25% 上升至 76.14% 和 75.60%。

截至 2009 年底，公司所有者权益合计 249.26 亿元，增幅为 46.01%，主要来自合并范围变化导致的资本公积和未分配利润的增长。公司资本公积主要来源为政府拨入款项，拨入款主要是国家交通部对国家高速公路网所属湖南省内路段的资本金投入，拨款路径为依据交通部当年计划，通过中央、地方财政系统，经湖南省交通厅划拨至公司，其中 2009 年新增拨入专款 59.20 亿元。

2010 年以来，公司资产规模仍保持较快的扩张速度，截至 2010 年 9 月底合计 1427.40 亿元，较上年末增长 34.50%，增长主要来自新增银行借款带动的货币资金的增加以及在建工程的增加，其在建工程的净增加额为 207.10 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司负债总额 1138.75 亿元，在长短期借款和应付债券的带动下较上年末增长 40.98%，其中长期借款的净增加额为 200.11 亿元，由此也导致公司整体负债水平和债务负担进一步上升，资产负债率和全部债务

资本化比率分别为 79.78% 和 79.48%。

总体看，跟踪期内公司实现快速扩张，资产规模大幅提升，但项目建设资金主要来自银行借款等外部融资渠道，导致负债水平持续上升，目前债务负担重。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009 年底和 2010 年 9 月底，公司流动比率分别为 81.35% 和 105.16%，速动比率分别为 74.11% 和 99.12%；2009 年公司经营现金流动负债比为 16.19%，指标偏低。截至 2010 年 9 月底，公司现金类资产合计 216.78 亿元，为公司短期债务的 0.75 倍。总体看，公司现金类资产规模较大，且融资渠道畅通，同时考虑到湖南省政府对政府性还贷高速公路本息偿付的支持，公司短期支付压力不大。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 逐年增加，2009 年为 47.92 亿元，主要为利润总额、利息支出及折旧费用增加所致，但由于债务规模的增速远高于 EBITDA 增速，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，2009 年为 1.38 倍；相应地，公司全部债务/EBITDA 逐年上升，2009 年为 16.37 倍。根据公司长期借款的还款计划，现有的长期债务中，2010-2015 年偿还金额在 14-30 亿元/年，大额偿付期在 2016 及以后，随着公司通车里程的增长和经济效益的逐步显现，公司收入和盈利规模将迅速增长，再结合省政府债务偿付的支持，公司长期债务偿还压力一般。

截至 2010 年 9 月底，公司现金类资产合计 216.78 亿元，是“10 湘高速 CP01”发行额度的 14.45 倍，现金类资产对“10 湘高速 CP01”的保障能力强；2009 年公司经营活动产生的现金流入量和现金净额分别为 764.53 亿元和 35.77 亿元，分别为“10 湘高速 CP01”发行额度的 50.97 倍和 2.38 倍；分别为“10 湘高速债”发行额度的 27.30 倍和 1.28 倍。2009 年公司 EBITDA 为 47.92 亿元，为“10 湘高速债”发行额度的 1.71 倍。总体看，公司经营性现金流对待偿还的“10 湘高速 CP01”和“10 湘高速

债”保障能力较强；公司 EBITDA 对“10 湘高速债”保障能力较强。

截至 2010 年 9 月底，公司合并口径下已签订的对外担保合同金额为 8.95 亿元，实际在保余额为 7.60 亿元，担保比例为 2.68%，或有负债风险不大。

截至 2010 年 9 月底，公司合并口径下共获得各商业银行循环授信额度 2142.95 亿元，尚未使用额度 1123.78 亿元，公司间接融资渠道通畅。

综合考虑，联合资信维持公司 AA<sup>+</sup>的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10 湘高速债”AA<sup>+</sup>的信用等级和“10 湘高速 CP01” A-1 的信用等级。

**附件 1-1 合并资产负债表（资产）**  
 （单位：人民币万元）

| 资 产         | 2008 年     | 2009 年      | 2010 年 9 月底 |
|-------------|------------|-------------|-------------|
| 流动资产        |            |             |             |
| 货币资金        | 146649.18  | 1152653.43  | 2167792.43  |
| 短期投资        |            |             |             |
| 应收票据        |            |             |             |
| 应收股利        |            |             | 4123.96     |
| 应收利息        |            |             |             |
| 应收账款        | 144256.87  | 135934.50   | 152420.69   |
| 其他应收款       | 222980.44  | 180875.98   | 328252.98   |
| 预付账款        | 70.10      | 154866.43   | 389189.46   |
| 期货保证金       |            |             |             |
| 应收补贴款       |            |             |             |
| 应收出口退税      |            |             |             |
| 存货          |            | 160155.92   | 185748.93   |
| 待摊费用        |            |             | 78.79       |
| 其他流动资产      |            | 12981.10    | 6011.78     |
| 流动资产合计      | 513956.59  | 1797467.37  | 3233619.02  |
| 长期投资        |            |             |             |
| 长期股权投资      | 146105.27  | 153103.87   | 158094.98   |
| 长期债权投资      | 32675.00   | 252675.00   | 252675.00   |
| 长期投资合计      | 178780.27  | 405778.87   | 410769.98   |
| 减：长期投资减值准备  |            |             |             |
| 加：合并价差      |            |             |             |
| 长期投资净额      | 178780.27  | 405778.87   | 410769.98   |
| 固定资产        |            |             |             |
| 固定资产原值      | 4814162.50 | 5723841.21  | 5977617.88  |
| 减：累计折旧      | 528644.73  | 689873.64   | 810114.22   |
| 固定资产净值      | 4285517.77 | 5033967.57  | 5167503.65  |
| 固定资产净值减值准备  |            |             |             |
| 固定资产净额      | 4285517.77 | 5033967.57  | 5167503.65  |
| 工程物资        |            |             |             |
| 在建工程        | 865020.38  | 3266268.62  | 5337451.61  |
| 固定资产清理      |            | 16.32       | 16.32       |
| 待处理固定资产净损失  |            |             |             |
| 固定资产合计      | 5150538.14 | 8300252.51  | 10504971.59 |
| 无形资产及其他资产   |            |             |             |
| 无形资产        |            | 63061.98    | 82807.49    |
| 长期待摊费用      |            | 5175.51     | 4809.19     |
| 股权分置流通权     | 36984.06   | 36984.06    | 36984.06    |
| 其他长期资产      |            |             |             |
| 无形资产及其他资产合计 | 36984.06   | 105221.55   | 124600.74   |
| 递延税项        |            |             |             |
| 递延税项借项      |            |             |             |
| 资产总计        | 5880259.07 | 10608720.30 | 14273961.32 |

## 附件 1-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

| 负债及所有者权益          | 2008 年            | 2009 年             | 2010 年 9 月底        |
|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| 流动负债              |                   |                    |                    |
| 短期借款              | 1142757.50        | 1917380.90         | 2771892.17         |
| 应付票据              |                   | 19938.29           | 16593.00           |
| 应付账款              |                   | 42970.64           | 47931.14           |
| 预收账款              |                   | 2812.18            | 1795.97            |
| 应付工资              |                   | 761.21             | 2448.71            |
| 应付福利费             |                   | 146.77             | 186.53             |
| 应付利润（股利）          |                   |                    |                    |
| 应交税金              | 11.07             | 1769.30            | 1317.15            |
| 其他未交款             |                   | 27.31              | 20.47              |
| 其他应付款             | 36319.91          | 184623.28          | 146147.40          |
| 预提费用              |                   |                    |                    |
| 预计负债              |                   |                    |                    |
| 一年内到期的长期负债        | 94043.10          | 39000.00           | 86665.00           |
| 其他流动负债            |                   |                    |                    |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>1273131.59</b> | <b>2209429.88</b>  | <b>3074997.53</b>  |
| 长期负债              |                   |                    |                    |
| 长期借款              | 2794924.83        | 5666928.23         | 7668044.78         |
| 应付债券              |                   | 200841.67          | 640330.08          |
| 长期应付款             |                   |                    |                    |
| 专项应付款             | 105024.76         | 19.76              | 4126.73            |
| 其他长期负债            |                   |                    |                    |
| <b>长期负债合计</b>     | <b>2899949.59</b> | <b>5867789.66</b>  | <b>8312501.59</b>  |
| 递延税项              |                   |                    |                    |
| 递延税项贷款            |                   |                    |                    |
| <b>负债合计</b>       | <b>4173081.18</b> | <b>8077219.53</b>  | <b>11387499.13</b> |
| <b>少数股东权益</b>     |                   | <b>38864.19</b>    | <b>47993.78</b>    |
| 所有者权益             |                   |                    |                    |
| 实收资本              | 99597.00          | 99597.00           | 99597.00           |
| 资本公积              | 1493614.52        | 2214922.25         | 2481250.05         |
| 盈余公积              | 11396.64          | 17811.73           | 25762.14           |
| 未分配利润             | 102569.73         | 160305.60          | 231859.23          |
| 未确认的投资损失（以“-”号填列） |                   |                    |                    |
| 外币报表折算差额          |                   |                    |                    |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>1707177.89</b> | <b>2492636.58</b>  | <b>2838468.42</b>  |
| <b>负债及所有者权益合计</b> | <b>5880259.07</b> | <b>10608720.30</b> | <b>14273961.32</b> |

## 附件 2 合并利润表

(单位：人民币万元)

| 项 目        | 2008 年     | 2009 年    | 2010 年 1-9 月 |
|------------|------------|-----------|--------------|
| 一、主营业务收入   | 340495.24  | 561971.83 | 548738.01    |
| 减：主营业务成本   | 237240.89  | 390478.55 | 345124.64    |
| 主营业务税金及附加  |            | 2414.79   | 1769.68      |
| 二、主营业务利润   | 103254.36  | 169078.49 | 201843.69    |
| 加：其他业务利润   | 1638.60    | 3787.48   | 36.37        |
| 减：营业费用     |            | 6649.72   | 7086.75      |
| 管理费用       | 6292.78    | 17088.21  | 18028.03     |
| 财务费用       | 208032.17  | 245352.33 | 115854.13    |
| 三、营业利润     | -109431.99 | -96224.29 | 60911.15     |
| 加：投资收益     | 24054.03   | 26563.66  | 17950.97     |
| 补贴收入       | 121540.43  | 136289.34 | 1378.06      |
| 营业外收入      | 648.69     | 1611.23   | 145.55       |
| 减：营业外支出    | 1139.31    | 233.05    | 38.48        |
| 加：以前年度调整   |            |           |              |
| 四、利润总额     | 35671.84   | 68006.88  | 80347.24     |
| 减：所得税      |            | 2854.18   | 2356.56      |
| 减：少数股东损益   |            | 271.34    | -1513.35     |
| 加：未确认的投资损失 |            |           |              |
| 五、净利润      | 35671.84   | 64881.36  | 79504.04     |

### 附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

| 项 目                      | 2008 年            | 2009 年             | 2010 年 1-9 月       |
|--------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量            |                   |                    |                    |
| 销售商品、提供劳务收到的现金           | 235356.70         | 514715.30          | 531235.61          |
| 收到的税费返还                  |                   |                    |                    |
| 收到的其他与经营活动有关的现金          | 146740.49         | 249813.79          | 222589.02          |
| <b>现金流入小计</b>            | <b>382097.19</b>  | <b>764529.09</b>   | <b>753824.63</b>   |
| 购买商品、接受劳务支付的现金           | 79941.44          | 259825.29          | 272221.43          |
| 支付给职工以及为职工支付的现金          | 2455.30           | 8396.13            | 7931.18            |
| 支付的各项税费                  | 5.80              | 4966.91            | 6036.42            |
| 支付的其他与经营活动有关的现金          | 25581.93          | 133625.23          | 353177.12          |
| <b>现金流出小计</b>            | <b>107984.46</b>  | <b>406813.55</b>   | <b>639366.16</b>   |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>     | <b>274112.73</b>  | <b>357715.54</b>   | <b>114458.47</b>   |
| 二、投资活动产生的现金流量            |                   |                    |                    |
| 收回投资所收到的现金               |                   |                    |                    |
| 取得投资收益所收到的现金             | 17695.76          | 16401.92           | 3018.09            |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金 |                   | 20.33              |                    |
| 收到的其他与投资活动有关的现金          |                   |                    |                    |
| <b>现金流入小计</b>            | <b>17695.76</b>   | <b>16422.25</b>    | <b>3018.09</b>     |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 | 915409.49         | 3006658.58         | 2124092.59         |
| 投资所支付的现金                 | 25890.00          | 298874.37          | 5040.00            |
| 支付的其他与投资活动有关的现金          |                   |                    |                    |
| <b>现金流出小计</b>            | <b>941299.49</b>  | <b>3305532.95</b>  | <b>2129132.59</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>     | <b>-923603.73</b> | <b>-3289110.70</b> | <b>-2126114.50</b> |
| 三、筹资活动产生的现金流量            |                   |                    |                    |
| 吸收投资所收到的现金               | 20000.00          | 487000.00          | 735.00             |
| 借款所收到的现金                 | 1792445.85        | 4998899.47         | 7392190.47         |
| 收到的其他与筹资活动有关的现金          |                   |                    |                    |
| <b>现金流入小计</b>            | <b>1812445.85</b> | <b>5485899.47</b>  | <b>7392925.47</b>  |
| 偿还债务所支付的现金               | 820356.69         | 1207315.78         | 4058667.57         |
| 分配股利、利润或偿付利息所支付的现金       | 250296.26         | 341184.28          | 307462.87          |
| 支付的其他与筹资活动有关的现金          |                   |                    |                    |
| <b>现金流出小计</b>            | <b>1070652.95</b> | <b>1548500.06</b>  | <b>4366130.45</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>     | <b>741792.90</b>  | <b>3937399.41</b>  | <b>3026795.03</b>  |
| 四、汇率变动对现金的影响             | -52.82            |                    |                    |
| 五、现金及现金等价物净增加额           | 92249.09          | 1006004.25         | 1015139.00         |

### 附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

| 项 目                         | 2008 年     | 2009 年     |
|-----------------------------|------------|------------|
| 一、不涉及现金收支的投资和筹资活动           |            |            |
| 债务转为资本                      |            |            |
| 一年内到期的可转换公司债券               |            |            |
| 融资租入固定资产                    |            |            |
| 其他                          |            |            |
| 二、将净利润调节为经营活动的现金流量          |            |            |
| 净利润                         | 35671.84   | 64881.36   |
| 加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)       |            |            |
| 加: 少数股东损益                   |            | 271.34     |
| 计提的资产减值准备                   | 556.80     | -231.39    |
| 固定资产折旧                      | 142461.17  | 161227.47  |
| 无形资产摊销                      |            | 1418.94    |
| 长期待摊费用摊销                    |            | 1341.23    |
| 待摊费用减少(减:增加)                |            |            |
| 预提费用增加(减:减少)                |            |            |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益) |            | -14.65     |
| 固定资产报废损失                    |            |            |
| 财务费用                        | 208834.95  | 251984.88  |
| 投资损失(减:收益)                  | -24054.03  | -26563.66  |
| 递延税款贷项(减:借项)                |            |            |
| 存货的减少(减:增加)                 |            | -160155.92 |
| 经营性应收项目的减少(减:增加)            | -119485.16 | -104369.49 |
| 经营性应付项目的增加(减:减少)            | 30127.15   | 167925.43  |
| 其他                          |            |            |
| 经营性活动产生的现金流量净额              | 274112.73  | 357715.54  |
| 三、现金及现金等价物净增加情况             |            |            |
| 现金的期末余额                     | 146649.18  | 1152653.43 |
| 减: 现金的期初余额                  | 54400.09   | 146649.18  |
| 现金等价物的期末余额                  |            |            |
| 减: 现金等价物的期初余额               |            |            |
| 现金及现金等价物净增加额                | 92249.09   | 1006004.25 |

## 附件 4 主要计算指标

| 项 目                | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 9 月 |
|--------------------|--------|--------|------------|
| <b>经营效率</b>        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)        | 2.47   | 4.01   | --         |
| 存货周转次数(次)          | --     | 4.88   | --         |
| 总资产周转次数(次)         | 0.06   | 0.07   | --         |
| 现金收入比(%)           | 69.12  | 91.59  | 96.81      |
| <b>盈利能力</b>        |        |        |            |
| 主营业务利润率(%)         | 30.32  | 30.09  | 36.78      |
| 总资本收益率(%)          | 4.00   | 3.01   | --         |
| 净资产收益率(%)          | 2.09   | 2.60   | --         |
| <b>财务构成</b>        |        |        |            |
| 长期债务资本化比率(%)       | 62.08  | 69.86  | 74.22      |
| 全部债务资本化比率(%)       | 70.25  | 75.60  | 79.48      |
| 资产负债率(%)           | 70.97  | 76.14  | 79.78      |
| <b>偿债能力</b>        |        |        |            |
| 流动比率(%)            | 40.37  | 81.35  | 105.16     |
| 速动比率(%)            | 40.37  | 74.11  | 99.12      |
| 经营现金流动负债比(%)       | 21.53  | 16.19  | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍)     | 1.49   | 1.38   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)     | 10.84  | 16.37  | --         |
| 筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍) | -0.16  | -0.37  | --         |
| 筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍) | -2.59  | -8.43  | --         |

## 附件 5 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                                                                     |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                             |
| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -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        |                                                                                             |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                             |
| 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                                                                                 |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                             |
| 总资本收益率            | (净利润+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%                                                              |
| <b>债务结构指标</b>     |                                                                                             |
| 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%                                                                             |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA/利息支出                                                                                 |
| 全部债务/ EBITDA      | 全部债务/ EBITDA                                                                                |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务                                                                            |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| 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%                                                                      |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/利息支出                                                                            |

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(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  
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额  
 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 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 7 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                 |