

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 340 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⁺,评级展望为稳定,维持“10湘高速债”AA⁺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
二零一一年五月十九日



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⁺ 评级展望: 稳定上次评级结果: AA⁺ 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	AA ⁺	AA ⁺
10 湘高速 CP01	15 亿元	2010/12/24-2011/12/24	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2011 年 5 月 19 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 3 月
现金类资产(亿元)	115.27	138.78	129.12
资产总额(亿元)	1061.80	1515.44	1633.75
所有者权益(亿元)	253.16	304.25	311.28
长期债务(亿元)	587.70	794.61	861.24
全部债务(亿元)	785.33	1168.65	1279.74
营业收入(亿元)	56.58	82.08	18.37
利润总额(亿元)	6.81	50.09	6.51
经营性净现金流(亿元)	35.77	44.13	2.94
EBITDA(亿元)	47.93	87.29	--
营业利润率(%)	30.55	36.20	50.19
净资产收益率(%)	2.58	16.35	--
资产负债率(%)	76.16	79.92	80.95
全部债务资本化比率(%)	75.62	79.34	80.44
流动比率(%)	81.36	62.99	58.33
全部债务/EBITDA(倍)	16.39	13.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.38	2.07	--
经营现金流动负债比(%)	16.19	10.59	--

注: 公司自 2010 年起执行《企业会计准则(2006)》, 2009 年数据为 2010 年追溯调整期初数(上年数); 2011 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

孙恒志 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

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车流量和通行费收入均实现稳步增长, 主业盈利能力有所改善, 同时补贴收入带动利润总额大幅增加。另一方面, 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且有力的支持, 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稳定增长, 公司整体的盈利水平有望逐步提升, 进而对整体偿债能力形成支撑。

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⁺ 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⁺ 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力支持。
3. 跟踪内期公司收费公路车流量和通行费收入均实现较好增长, 主营业务扭亏为盈。
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. 政府补贴收入对公司整体盈利水平影响较大。

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2010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64.79%。

2010年10月，公司投资成立全资子公司湖南省高速公路机电建设开发有限公司，注册资金300万元人民币，并纳入2010年度合并范围。截至2011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；项目建设公司26家；高速公路运营单位13个。截至2011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2010年底，公司合并资产总额1515.44亿元；所有者权益合计304.25亿元；2010年公

司实现营业收入82.08亿元，利润总额50.09亿元。

截至2011年3月底，公司合并资产总额1633.75亿元，所有者权益合计311.28亿元；2011年1~3月，公司实现营业收入18.37亿元，利润总额6.51亿元。

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《2010年湖南省国民经济和社会发展统计公报》数据，2010年，湖南全省实现生产总值15092.12亿元，同比增长14.5%（按照GDP现价计算），比上年提高0.8个百分点，比全国平均水平10.3%高出4.2个百分点。2010年，湖南省财政总收入1862.88亿元，同比增长23.3%，比上年提高8.6个百分点。其中，地方一般预算财政收入1065.96亿元，同比增长25.8%。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。2010年湖南省完成公路货运量12.76亿吨、客运量14.82亿人，同比分别增长14.6%和11.2%，公路客货运量分别占各运输方式客货运量总和的94.41%和85.18%；2010年湖南省完成公路货物周转量1539.36亿吨公里，旅客周转量683.70亿人公里，同比增速分别为22.2%和13.7%，分别占全省各运输方式货、客周转总量的52.03%和45.63%。在不同运输方式中，公路占绝对优势。

2010年以来，交通运输行业全面贯彻党中央、国务院的一系列战略部署，积极推进发展方式转变和结构调整，保持了良好的运行态势。2010年全年，中国交通固定资产投资增速持续放缓，逐渐趋向正常年度增长水平。根据国家统计局的统计，2010年，中国交通运输业固定资产投资总额累计为25581.33亿元，同比增长18.92%；累计投资额占全国固定资产完成额的比重为10.6%，其中，公路运输业固定资产投资

额累计为12761.66亿元，同比增长20.9%，投资额占交通运输投资总额的49.89%。其中用于公路建设的资金不到7000亿元（2009年公路建设资金不到5000亿元）。根据交通运输部2011年投资计划，2011年公路基础设施方面的投资将超过7000亿元。与此同时，交通部将修订国家高速公路网规划，强化国省道改造，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜。同时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。总体而言，现有公路基础设施还未达到满足经济发展需要水平，未来几年公路基础设施投资力度仍将保持较高水平。

2010年湖南全省固定资产投资9821.06亿元，同比增长27.6%。其中交通固定资产投资811.9亿元，同比增长19.8%，超额61.9亿元完成了计划任务。截至2010年底，湖南省公路总里程达到227998公里，“十一五”期间新增公路里程139798公里。截至2010年底，湖南省全省高速公路通车里程2386公里，形成了以长沙为中心的四小时高速经济圈，长株潭城市群形成了半小时高速通勤圈。目前全省在建高速公路项目49个，在建里程4064公里，高速公路在建和通车总里程达到6450公里，位居全国前列。根据湖南省高速公路工作会议的信息，2011年湖南省高速公路管理局下达高速公路建设投资任务700亿元，同时要确保宜凤（宜章至凤头岭）、道贺（道县至贺州公路）、随岳（随州至岳阳）和潭衡西（湘潭至衡阳西线）等4条263公里高速公路建成通车。在这四条高速公路中，潭衡西线为京珠复线湖南境内首段建成通车的高速，其他3条分别对接湖北、广东和广西三省，2011年通车后全省将新增3条高速出省通道。上述4条高速公路建成通车后，2011年全省高速公路通车里程将达到2649公里。

2. 经营分析

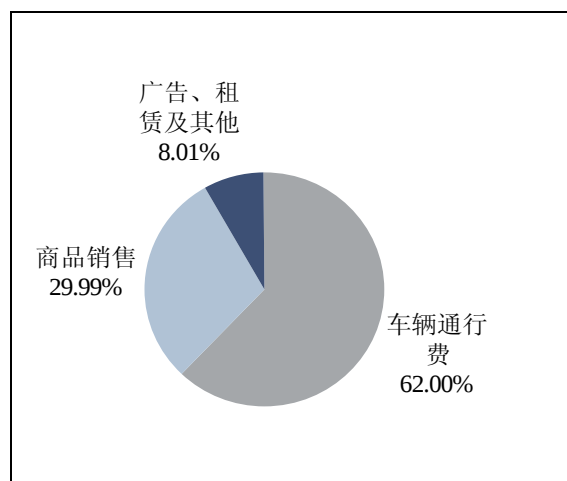
公司负责经营湖南省内高等级公路的投资、建设、经营和管理，主营业务在省内居垄

断地位。截至2010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64.79%。

目前，对于旗下的高速公路项目，公司形成了“公司本部以政府还贷性项目为主，投资集团公司以经营性项目为主”两种经营模式。对于还贷性高速公路，由政府负责资本金筹措，并且通过收费权质押向金融机构筹集，省财政厅对于还贷性项目实行统借统还，项目实现的通行费收入全部用于偿还债务本息和后续还贷性项目建设；对于经营性项目，由子公司投资集团公司通过BOT方式建设运营，自行筹集资金，自主支配通行费收入。

2010年，公司实现主营业务收入77.28亿元，同比增长37.32%。其中通行费收入（全部为还贷性项目通行费收入）47.92亿元，在主营业务收入中占62.00%，占比较上年度下降了8.43个百分点；此外，子公司投资集团公司产生的建材销售收入占29.99%，广告、租赁及其他业务收入合计占8.01%（见图1）。总的来看，公司主营业务收入以还贷性高速公路车辆通行费收入为主，主营业务突出；其他板块业务收入增长较快，对公司整体收入贡献率逐渐提高。

图1 2010年公司主营业务收入构成



资料来源：公司审计报告

2010年，公司运营的主要高速路段中，除受醴潭高速公路分流影响导致莲易高速日均车流量减少外，其他路段日均车流量均实现了较

大幅度的增长。其中京港澳高速耒宜及临长段日均车流量均已超过 5 万辆（见表 1）；包括潭邵、邵怀、怀新三段在内的沪昆高速公路湖南段增速强劲，2010 年上述各路段日均车流量同比增幅分别达到 51.28%、55.44%和 80.31%；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，以及地方高速公路衡炎高速等，逐步发挥高速路网效应，车流量也呈现较大幅度提升。

表 1 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	2009 年	2010 年	同比增长	2011 年 1-3 月
莲易高速	6680	5392	-19.28%	1438
耒宜高速	40740	52816	29.64%	13220
临长高速	42427	53911	27.07%	13077
潭邵高速	22327	33776	51.28%	8444
衡枣高速	16415	21370	30.19%	5342
常张高速	5827	7965	36.69%	2210
衡大高速	8420	9802	16.41%	2450
邵怀高速	10797	16783	55.44%	4195
怀新高速	7755	13983	80.31%	3495
常吉高速	3356	4704	40.17%	1176
衡炎高速	1570	2681	70.76%	670
合计	166314	223183	34.19%	55717

资料来源：公司提供

表 2 公司主要运行高速公路通行费收入

（单位：万元，%）

路段名称	2009 年	2010 年	占 2010 年全年	2011 年 1-3 月
莲易高速	2438.16	1608.68	0.34	433.32
耒宜高速	81784.88	84726.92	17.96	22821.64
临长高速	116144.45	117218.02	24.85	31573.29
潭邵高速	69268.75	82282.98	17.44	22163.35
衡枣高速	44936.88	64072.12	13.58	11871.06
常张高速	13823.24	15040.27	3.19	4051.18
衡大高速	3073.39	2908.86	0.62	783.52
邵怀高速	33498.34	59322.21	12.58	10591.64
怀新高速	12737.30	25503.75	5.41	4176.02
常吉高速	14087.29	15285.29	3.24	4117.17
衡炎高速	42.36	3746.48	0.79	1009.13
合计	391835.04	471715.58	100.00	113591.32

资料来源：公司提供

从通行费收入来看，2010 年，随着车流量的自然增长，公司共实现通行费收入 47.92 亿元，较上年增长 20.89%，其中包括潭邵、邵怀、怀新三段在内的沪昆高速湖南段是公司高速公路通行费收入增长最快的路段；京港澳高速耒宜及临长段增长则较平缓；衡炎高速自 2009 年底通车以来，2010 年实现通行费收入 3746.48 万元。2011 年 1~3 月，公司共实现通行费收入 12.91 亿元，占 2010 年全年通行费收入的 26.94%。

从其他业务来看，2010 年公司实现建材销售收入 23.18 亿元，同比增长 57.82%；广告、租赁及其他业务收入规模不大但增长强劲，2010 年为 6.19 亿元，较上年增加 4.23 亿元。

截至 2011 年 3 月底，公司在建的主要高速公路项目有 34 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 22 个，由公司本部负责运营，总建设里程为 1531.42 公里，投资额合计 1321.111 亿元；经营性项目 12 个，由子公司投资集团公司通过 BOT 方式建设运营，总建设里程为 1063.57 公里，投资额合计 829.48 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 2011 年 3 月底，上述政府还贷性项目累计到位资金 611.76 亿元，占项目投资总额的 46.31%；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 2011 年 3 月底，上述经营性项目累计到位资金 191.45 亿元，占项目投资总额的 23.08%，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。以上项目将于 2011-2012 年先后建成通车，主要通过通行费收入实现资金收支平衡，部分项目将由政府财政支持，通过补贴和安排还款资金等方式，保证项目的运营和维护。

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；未来几年公司资本支出规模大，但考虑到公司在建项目绝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。

三、财务分析

公司提供了2010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。2010年10月公司投资成立了全资子公司机电开发公司，并纳入2010年度合并范围。该公司主要经营范围是：国家法律、法规允许的高速公路机电系统的建设、养护、管理、开发；高科技项目的开发、投资与管理；软件开发，目前尚未实现收入。公司2011年一季度财务数据未经审计。

公司自2010年起执行新会计准则，并按照追溯调整的原则对2010年期初数进行调整。以下财务分析主要基于2010年度财务报表，与2009年的相关比较以追溯调整后的2010年年初数作为比较基数。公司2011年一季度财务数据未经审计，仅作为补充。

1. 盈利能力

2010年公司实现营业收入82.08亿元，同比增长45.08%，主要源于通行费收入、商品销售收入等收入的增长，上述两项收入增速分别为20.89%和57.82%。随着营业收入的增长，2010年公司营业成本也相应增加，为51.94亿元，同比增长33.01%，低于同期收入增速。

2010年公司费用控制能力提高，期间费用

占营业收入的比例有所降低，自2009年（上年数，下同）的47.59%降至34.07%，主要内容仍然是财务费用。受债务大幅增长影响，公司财务费用规模仍然较大，2010年为21.46亿元。2010年公司投资收益为3.18亿元，同比增长19.58%，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。

2010年，在营业收入显著增长、期间费用控制得当以及公司投资收益表现良好的共同作用下，公司2010年营业利润扭亏为盈，为4.89亿元。

2010年公司实现利润总额50.09亿元，除主业产生的利润外主要来自政府补助。2010年公司获得营业外收入45.57亿元（政府补助45.16亿元，其中45.03亿元为公路建设补贴资金），较2009年增加31.78亿元，主要系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（往年同时在资本公积和补贴收入反映）。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。联合资信也注意到，公司获得的公路建设补贴资金主要用于项目建设，具有一定的专项基金性质。

从主要盈利指标看，2010年，公司营业利润率为36.20%，较2009年上升了5.65个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为4.78%和16.35%，分别较2009年上升了1.77个百分点和13.77个百分点。公司盈利能力指标上升主要是由于2010年计入政府财政补助资金增加导致利润规模显著增加所致。

2011年1~3月，公司合并口径实现营业收入18.37亿元，相当于2010年全年的22.38%。公司营业利润率为50.19%，较2010年继续提升；公司营业利润仍为正值（6.52亿元），利润总额6.51亿元。

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，主业盈利能力处于上升阶段。政府补贴收入在公司盈利中占比较大，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自身盈利规模均望继续提升。

2. 现金流及保障

2010 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 69.60 亿元，收到的其他与经营活动有关的现金 41.30 亿元，主要为政府补助收入和项目招标保证金。经营活动产生的现金流出快速增长，主要为购买商品、接受劳务支付的现金，此外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）规模也较大（16.03 亿元），2010 年公司经营活动产生的现金流出为 66.77 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，2010 年经营活动产生的现金流净额为 44.13 亿元，较上年增长了 23.37%。

2010 年及 2011 年 1-3 月，由于公司通行费收入的确认与现金流的回笼之间存在较大时滞性，2010 年及 2011 年 1-3 月公司现金收入比持续降低，分别为 84.80% 和 75.45%。2011 年 1-3 月，受收入实现质量下降以及收到的其他与经营活动有关的现金较少影响，经营活动现金流量净额规模较小，为 2.94 亿元。

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湖南长益高速公路有限公司的投资收益，2010 年和 2011 年 1-3 月分别为 0.86 亿元和 0.19 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，2010 年公司投资活动现金流出快速增长，投资活动产生的现金流量净额绝对值为近年的峰值，为 -364.75 亿元；2011 年 1-3 月为 -118.20 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。

2010 年，随着在建项目的推进，为了满足

不断增长的投资资金需求，公司加大了直接融资及间接融资的力度，公司长、短期借款以及应付债券大幅增长，导致 2010 年筹资活动现金流入量同比增长 21.56%。而债务规模尤其是短期债务规模的增长也导致了公司到期债务的增多，从而使公司用于偿还债务支付的现金量增加，公司筹资活动现金流出量也大幅增长。2010 年和 2011 年 1-3 月，公司筹资活动现金流量净额分别为 344.12 亿元和 105.58 亿元，维持 2009 年以来筹资活动现金流量净额的较高水平。

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，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 2010 年底，公司资产合计 1515.44 亿元，较期初增长 42.72%。其中，流动资产合计占 17.31%、非流动资产占 82.69%。受货币资金大幅增加影响，公司流动资产占比逐年上升，但资产构成仍以固定资产为主。

截至 2010 年底，公司流动资产合计 262.39 亿元，较期初增长 45.97%，增长主要来自货币资金、预付款项、应收账款、其他应收款以及存货的增加。

近年来，公司货币资金规模持续快速增长，截至 2010 年底为 138.77 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。

2010 年底，公司预付款项主要是预付货款和由于工程未完工预付的工程款，公司预付款项以一年以内预付款为主，占比为 97.16%。2010 年底，公司应收账款全部为 2 年以内应收

款，其中湖南省交通厅欠款合计占应收账款的 64.86%，主要是湖南省高速公路实行“一卡通”工程后应收湖南省交通厅的通行费收入分配款，系通行费收入解缴与分配时间差所致；汝郴、怀通高速公路建设项目部欠款比例为 6.89%，主要为投资集团公司应收材料销售款。2010 年底，公司其他应收款 34.07 亿元，较期初增长 88.37%。公司其他应收款主要是由公司建设高速公路时，代建高速公路之间连接段道路产生。该类连接段公路由公司代建，计入其它应收款，建成后由相应归属公司或部门支付对价，公司收回其他应收款。近两年公司新建项目增加使得公司代建的该类公路增多，导致其他应收款逐年增大。2010 年公司其他应收款期限主要在 1 年以内，占比 80.55%，其他应收款前 5 名欠款单位主要为湖南省交通厅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 2010 年底，公司非流动资产合计为 1253.05 亿元，较期初增长 42.06%。其中以固定资产和在建工程为主，分别占非流动资产的 39.47%和 55.90%。公司非流动资产的增长主要来自在建工程的增加。

2010 年底，公司在建工程 700.40 亿元，同比增长 113.83%。除 2009 年已经进行而未完工的项目外，2010 年公司新开工 5 条高速公路，导致在建工程的大幅增加。截至 2010 年底，公司长期股权投资合计 22.40 亿元，主要是对高速公路行业的子公司参股投资；持有至到期投资合计 25.00 亿元，主要来自子公司投资集团公司 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。

受新增银行借款和应付债券大幅增加影响，2010 年底公司负债规模较期初大幅增长 49.78%，为 1211.19 亿元。其中流动负债占比较期初提高了 7 个百分点，为 34.39%，非流动负债占 65.61%，负债结构与项目资金周转

期限匹配。

截至 2010 年底，公司流动负债合计 416.58 亿元，较期初增长 88.55%，主要来自短期借款、应付账款和其他应付款规模的增长。其中短期借款以信用借款为主；应付账款以 1 年以内应付工程款为主；其他应付款以 1 年以内的保证金及往来款为主。

2010 年底，在长期借款和应付债券的带动下，公司非流动负债较期初增长 35.21%，合计 794.61 亿元。

跟踪期内，公司债务规模大幅扩张，截至 2010 年底公司全部债务合计 1168.65 亿元，较期初增长 48.81%，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率分别上升至 79.92%和 79.34%。

截至 2010 年底，公司所有者权益合计 304.25 亿元，较期初增长 20.18%，主要来自未分配利润的增加。

2011 年以来，公司资产规模仍保持较快的扩张速度，截至 2011 年 3 月底合计 1633.75 亿元，较 2010 年底增加 118.31 亿元，主要来自在建工程的增加（在建工程的净增加额为 108.67 亿元）。

截至 2011 年 3 月底，公司负债总额 1322.47 亿元，在银行借款增加的带动下较 2010 年底增长 9.19%，其中长期借款的净增加额为 66.38 亿元，短期借款的净增加额为 44.15 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 80.95%和 80.44%。由于公司债务大部分来自还贷性高速公路项目（截至 2011 年 3 月底，经营性高速公路项目债务约 250 亿元，主要为投资集团公司项目借款），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。

截至 2011 年 3 月底，公司以收费权质押涉及的资产金额合计约为 1189.86 亿元，占公司资产总额的 72.83%，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，2010年底和2011年3月底，公司流动比率分别为62.99%和58.33%，速动比率分别为58.39%和53.88%；2010年公司经营现金流动负债比为10.59%。公司债务规模较大，短期债务压力较大。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，有助于缓解公司短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2010年公司EBITDA为87.29亿元，较上年大幅增长82.12%，主要系公司获得的政府补贴收入大幅增长带动利润总额增加所致，相应地，2010年公司EBITDA利息倍数上升至2.07倍；由于2010年公司债务规模增速低于EBITDA增速，2010年公司全部债务/EBITDA较2009年的16.39倍下降至13.39倍。根据公司长期借款的还款计划，现有的长期债务中，2011-2015年每年偿还金额在30亿元以下，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。

“10湘高速CP01”于2010年12月发行，期限365天，发行额度15亿元，无担保；“10湘高速债”于2010年4月发行，期限10年，发行额度28亿元，无担保。截至2011年3月底，公司现金类资产合计129.12亿元，是“10湘高速CP01”发行额度的8.61倍，现金类资产对“10湘高速CP01”的保障能力强。联合资信也注意到，公司在建项目后续投资规模大，货币资金将主要用于项目建设，现金类资产对“10湘高速CP01”的实际保障能力受项目建设资金需求影响较大。

2010年公司经营活动产生的现金流入量和

现金净额分别为“10湘高速CP01”和“10湘高速债”发行额度合计（43亿元）的2.58倍和1.03倍。2010年公司EBITDA为“10湘高速债”发行额度的3.12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2011年5月10日，公司已签订对外担保合同金额为9.25亿元，实际在保余额为7.54亿元，担保比例为2.42%（按2011年3月底所有者权益测算），或有负债风险不大。

截至2011年3月底，公司共获得各商业银行授信额度2051.45亿元，尚未使用额度1143.83亿元，公司间接融资渠道通畅。

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺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⁺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	2010 年期初	2010 年期末	变动率 (%)	2011 年 3 月底
流动资产：				
货币资金	1152653.43	1387698.799	20.39	1290896.88
交易性金融资产				
应收票据		100		260
应收利息				
应收账款	135934.50	215460.36	58.50	299768.15
其他应收款	180875.98	340717.07	88.37	391663.61
预付账款	154866.43	486172.34	213.93	502679.38
存货	160172.24	191379.44	19.48	205255.85
待摊费用				
其他流动资产	12981.10	2348.00	-81.91	
流动资产合计	1797483.69	2623876.02	45.97	2690523.87
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	220000.00	250000.00	13.64	306300.00
长期应收款	32675.00	32675.00	0.00	32675.00
长期股权投资	187132.97	223975.92	19.69	239547.50
投资性房地产				
固定资产	5033967.57	4945800.57	-1.75	4904212.86
在建工程	3275526.95	7003977.34	113.83	8090672.82
工程物资				
油气资产				
无形资产	63061.98	64353.87	2.05	63936.69
开发支出				
商誉	2954.96	3542.26	19.87	3542.26
长期待摊费用	5175.51	5469.81	5.69	5953.26
递延所得税资产		723.18		161.52
其他非流动资产				
非流动资产合计	8820494.95	12530517.94	42.06	13647001.91
资产总计	10617978.64	15154393.96	42.72	16337525.78

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）

负债和所有者权益（或股东权益）	2010 年期初	2010 年期末	变动率（%）	2011 年 3 月底
流动负债：				
短期借款	1917380.90	3659694.15	90.87	4101233.95
交易性金融负债				
应付票据	19938.29	15030.00	-24.62	18120.00
应付账款	42970.64	107804.27	150.88	57794.45
预收款项	2812.18	5747.00	104.36	25071.04
应付职工薪酬	826.90	1411.28	70.67	758.32
应交税费	1796.61	11337.56	531.05	6248.10
应付利息				
应付股利				
其他应付款	184623.28	299120.25	62.02	337420.77
一年内到期的非流动负债	39000.00	65665.00	68.37	65665.00
其他流动负债				
流动负债合计	2209348.80	4165809.51	88.55	4612311.64
非流动负债：				
长期借款	5666928.23	7158593.87	26.32	7822412.59
应付债券	210100.00	787477.65	274.81	789987.29
长期应付款				
专项应付款	19.76	19.76	0.00	19.76
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	5877047.99	7946091.28	35.21	8612419.64
负债合计	8086396.79	12111900.79	49.78	13224731.28
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	99597.00	99597.00	0.00	99597.00
资本公积	2214922.25	2214922.25	0.00	2214922.25
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	17501.30	66327.99	278.99	66327.99
未分配利润	160697.11	610625.68	279.99	677005.28
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	2492717.66	2991472.92	20.01	3057852.52
少数股东权益	38864.19	51020.25	31.28	54941.97
所有者权益（或股东权益）合计	2531581.85	3042493.17	20.18	3112794.50
负债和所有者权益（或股东权益）	10617978.64	15154393.96	42.72	16337525.78

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年 上年数	2010 年 本年数	变动率 (%)	2011 年 1-3 月
一、营业收入	565759.31	820779.26	45.08	183694.86
减: 营业成本	390478.55	519358.81	33.01	90963.90
营业税金及附加	2414.79	4286.94	77.53	543.33
销售费用	6649.72	10554.82	58.73	1371.27
管理费用	17238.52	54498.81	216.15	16229.99
财务费用	245352.33	214610.14	-12.53	16324.68
资产减值损失	-231.39	357.68	-254.58	
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)				
投资收益(损失以“—”号填列)	26563.66	31764.61	19.58	6915.06
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以“—”号添列)				
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	-69579.55	48876.66	-170.25	65176.75
加: 营业外收入	137900.56	455722.25	230.47	611.76
减: 营业外支出	233.05	3740.35	1,504.96	729.54
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	68087.96	500858.55	635.61	65058.97
减: 所得税费用	2854.18	3498.96	22.59	414.07
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	65233.78	497359.59	662.43	64644.90
五、归属于母公司所有者的净利润	64962.44	498755.25	667.76	66379.61
少数股东损益	271.34	-1395.67	-614.35	-1734.71

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年 上年数	2010 年 本年数	变动率 (%)	2011 年 1-3 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	514715.30	696022.78	35.22	138606.25
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	249813.79	412977.96	65.31	38764.17
经营活动现金流入小计	764529.09	1109000.74	45.06	177370.42
购买商品、接受劳务支付的现金	259825.29	486875.86	87.39	91949.92
支付给职工以及为职工支付的现金	8396.13	10978.57	30.76	10028.46
支付的各项税费	4966.91	9566.20	92.60	2697.95
支付其他与经营活动有关的现金	133625.23	160279.69	19.95	43332.76
经营活动现金流出小计	406813.55	667700.32	64.13	148009.09
经营活动产生的现金流量净额	357715.54	441300.42	23.37	29361.34
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	16401.92	8560.82	-47.81	1876.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	20.33	39.34	93.49	0.00
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	16422.25	8600.16	-47.63	1876.48
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3006658.59	3544440.73	17.89	1075881.87
投资支付的现金	329230.00	111626.75	-66.09	66833.00
支付其他与投资活动有关的现金				41157.52
投资活动现金流出小计	3335888.59	3656067.48	9.60	1183872.40
投资活动产生的现金流量净额	-3319466.34	-3647467.32	9.88	-1181995.92
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	487000.00	1205.94	-99.75	
取得借款收到的现金	4798899.47	6134207.70	27.83	1925239.80
发行债券收到的现金	200000.00	570000.00	185.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	30355.63		-100.00	
筹资活动现金流入小计	5516255.11	6705413.64	21.56	1925239.80
偿还债务支付的现金	1207315.78	3015548.44	149.77	838301.47
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	341184.28	248653.08	-27.12	31105.66
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	1548500.06	3264201.52	110.80	869407.13
筹资活动产生的现金流量净额	3967755.05	3441212.12	-13.27	1055832.67
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		0.14	3,110.68	
五、现金及现金等价物净增加额	1006004.25	235045.37	-76.64	-96801.91
加: 期初现金及现金等价物余额	146649.18	1152653.43	685.99	1387698.80
六、期末现金及现金等价物余额	1152653.43	1387698.80	20.39	1290896.88

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年上年数	2010 年本年数	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量			
归属于母公司所有者的净利润	64962.44	498755.25	667.76
加: 少数股东损益	271.34	-1395.67	-614.35
资产减值准备	-231.39	357.68	-254.58
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	161227.47	161673.76	0.28
无形资产摊销	1418.94	2399.07	69.07
长期待摊费用摊销	1341.23	1006.62	-24.95
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	14.29	-197.52
固定资产报废损失			
公允价值变动损失(减:收益)			
财务费用(减:收益)	245352.33	214947.25	-12.39
投资损失(减:收益)	-26563.66	-31764.61	19.58
递延所得税资产减少(减:增加)			
递延所得税负债增加(减:减少)			
存货的减少(减:增加)	-160155.92	-723.18	-99.55
经营性应收项目的减少(减:增加)	-104369.49	-31207.20	-70.10
经营性应付项目的增加(减:减少)	174476.89	-560245.33	-421.10
其他	0.00	187482.49	
经营性活动产生的现金流量净额	357715.54	441300.42	23.37
二、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			
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	1152653.43	1387698.80	20.39
减: 货币资金的期初余额	146649.18	1152653.43	685.99
加: 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	1006004.25	235045.37	-76.64

附件 4 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	4.04	4.67	--
存货周转次数(次)	4.88	2.95	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	90.98	84.80	75.45
盈利能力			
营业利润率(%)	30.55	36.20	50.19
总资本收益率(%)	3.01	4.78	--
净资产收益率(%)	2.58	16.35	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	69.89	72.31	73.45
全部债务资本化比率(%)	75.62	79.34	80.44
资产负债率(%)	76.16	79.92	80.95
偿债能力			
流动比率(%)	81.36	62.99	58.33
速动比率(%)	74.11	58.39	53.88
经营现金流流动负债比(%)	16.19	10.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.38	2.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.39	13.39	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.38	-0.27	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-8.52	-7.62	--

公司自 2010 年起执行《企业会计准则（2006）》，2009 年数据为期初调整数；2011 年 1~3 月财务数据未经审计。

附件 5 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
盈利指标	
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%
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
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
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%
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