跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1332 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湖南省高速公路建设开发总公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“10湘高速债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十八日

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企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 湘高速债	28 亿元	2010/04/08-2020/04/08	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 28 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	101.85	63.49	78.23	91.63
资产总额(亿元)	2523.93	3001.36	3387.04	3499.69
所有者权益(亿元)	634.31	799.01	909.37	918.34
短期债务(亿元)	391.77	282.69	358.56	349.84
全部债务(亿元)	1806.88	2074.77	2379.29	2485.38
营业收入(亿元)	90.19	84.06	92.45	28.22
利润总额(亿元)	13.05	23.67	27.81	4.00
EBITDA(亿元)	59.95	68.93	75.66	--
经营性净现金流(亿元)	27.36	30.31	50.31	13.48
营业利润率(%)	42.72	40.54	43.46	65.43
净资产收益率(%)	1.95	2.91	3.00	--
资产负债率(%)	74.87	73.38	73.15	73.76
全部债务资本化比率(%)	74.02	72.20	72.35	73.02
流动比率(%)	95.43	97.01	98.54	112.78
全部债务/EBITDA(倍)	30.14	30.10	31.45	--
经营现金流动负债比(%)	6.22	8.00	11.75	--

注：2015 年一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融资券为有息债务，已计入短期债务；长期应付款为有息债务，已计入长期债务。

分析师

刘珺轩　焦 洁

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”）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速增长；此外，跟踪期内公司获得了交通部和省财政厅在资本金注入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的政府支持，都将对公司中长期发展产生积极影响。

公司经营活动现金流入量对“10湘高速债”保障程度较好。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“10湘高速债”的信用等级为AAA。

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、财政补贴等多方面的持

续有力支持，市场定位明确。

3. 跟踪期内，公司所辖高速公路路网效应逐渐显现，收费公路车流量和通行费收入持续增长。
4. 公司经营活动现金流入量对“10湘高速债”保障程度较好。

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相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

湖南省高速公路建设开发总公司（以下简称“公司”）系经湖南省人民政府办公厅湘政办函[1993]62号文批复同意设立的国有独资公司，注册资本为人民币1亿元。公司隶属于湖南省交通厅，由交通厅作为出资部门。2004年，根据湖南省交通厅湘交财会字[2004]358号文批复，公司增加注册资本人民币89597万元，其中包括莲易路和长潭路中国家投入的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2015年3月底，公司注册资本99597万元，湖南省交通运输厅持股100%，为公司实际控制人。

公司主营业务范围为：负责全省高速公路建设、养护、管理和沿线开发；高速公路服务区加油站、汽车维修服务站的管理；交通、能源、城市基础设施、高科技项目的开发；投资与管理；高速公路沿线房地产开发、经营筑路工程机械及配件。

公司是湖南省主要的高速公路建设、运营和管理企业，对省内所有收费还贷性高速公路行使收费权。截至2015年3月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达3714.82公里（公司合并口径），占湖南省省内高速公路的通车里程的68%。

截至2015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，5家控股及参股子公司，16家项目建设公司，以及13个高速公路运营单位。截至2015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2014年底，公司合并资产总额3387.04亿元；所有者权益合计909.37亿元；2014年公司实现营业收入92.45亿元，利润总额27.81亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额3499.69亿元，所有者权益合计918.34亿元；2015年1~3月，公司实现营业收入28.22亿元，利润总额4.00亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额

264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，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，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

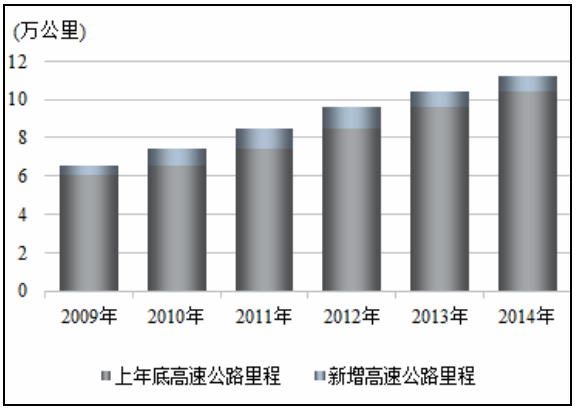
四、行业与区域环境分析

1. 高速公路发展概况

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50~250公里之间；1993~1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450~1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由1998年底的6258公里发展为2014年底的11.19万公里，年均复合增幅超过20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。

图1　中国高速公路通车里程

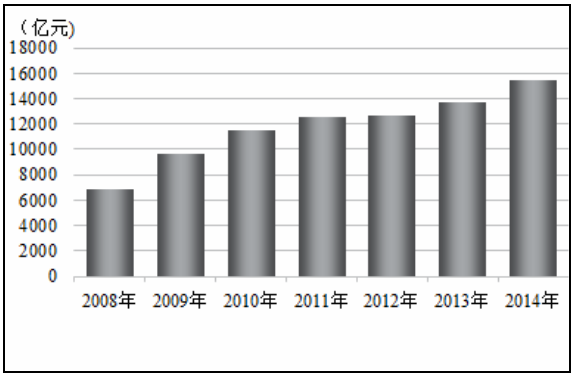


资料来源：交通运输部

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%。农村公路建设完成投资3030.99亿元，增长20.4%，新改建农村公路23.21万公里。截至2014年底，全国公路总里程达446.39万公里，比上年末增加10.77万公里。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

图2　2008~2014年全国公路建设投资额



资料来源：Wind资讯

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。

2012年，全国公路客运量和货运量分别为355.70亿人和318.85亿吨，同比增速分别为8.24%和13.06%；公路客运周转量和货运周转量分别为18467.55亿人公里和59534.86亿吨公里，分别同比增长8.2%和15.9%。2012年，受宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度下降。但受重大节假日面收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动，公路客货运量仍保持较快增长。

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，分别同比增长7.4%和9.5%。随着宏观经济增长减缓，公路行业景气度持续下降，但受私家车保有量增长和公路通车里程增长影响，公路客货运依然维持增长态势。

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）》（以下简称“征求意见稿”），将收费高速公路分为政府收费高速公路和特许经营高速公路，政府收费高速公路由省、自治区、直辖市人民政府通过政府举债方式建设，债务由省人民政府统借统还，以该路网实际偿债期为准确定收费期限，在政府统一管理的高速公路完成政府债务偿清后，重新核定收费标准，实行养护管理收费；特许经营高速公路经营期限不得超过30年，但是投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准可以超过30年，经营期届满后，由政府收回统一管理。另外，《征求意见稿》对于收费高速公路权益转让进行了修订，明确新增政府收费公路不得无偿划拨，除收费公路权益外，收费公路资产不得转让和上市交易，还对政府收费公路权益的转让方式、考虑因素及出让价格、收费权转让后的收费期限和收费标准作出了修订。《征求意见稿》的发布对于高速公路行业发展思路和行业债务风险的化解提出了解决方案。

3. 湖南省经济发展与高速公路情况

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

根据《2014年湖南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，2014年湖南省完成生产总值27048.5亿元，同比增长9.5%；其中，第一产业增加值3148.8亿元，增长4.5%；第二产业增加值12481.9亿元，增长9.3%；第三产业增加值11417.8亿元，增长11.1%。三大产业结构比例调整为11.6∶46.2∶42.2。2013年，湖南省全省一般公共预算收入3629.7亿元，同比增长9.5%。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。2014年湖南省完成公路货运量20.36亿吨、客运量16.25亿人，同比分别增长10.0%和1.3%，公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的84.79%和92.69%；2014年湖南省完成公路货物周转量2578.9亿吨公里，公路旅客周转量776.5亿人公里，同比增速分别为10.7%和7.6%，分别占全省各运输方式货、客周转总量的62.00%和43.62%。在不同运输方式中，公路占绝对优势。

2014年，湖南省完成交通投资706.8亿元，其中，高速公路投资391.3亿元。2014年，湖南

省新增通车里程413公里，高速公路通车总里程达到5493公里，排名全国第5位。

按照“十二五”规划实施方案，“十二五”期间，湖南省高速公路新增总投资2500亿元，续建4064公里，新开工建成193公里，到2015年底全省高速公路通车总里程达到6643公里，实现全省所有市区可在30分钟内上高速公路。根据湖南省高速公路工作会议的信息，2015年湖南省交通厅下达高速公路建设投资任务660亿元，确保益阳南线建成通车，力争安邵、常安常德段、赤石特大桥、邵坪200公里建成通车；新开工长益扩容、龙琅和潭邵大修项目164公里。

总的来看，跟踪期内，湖南省经济的稳定发展，客货运输持续增长，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 2015 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达 3714.82 公里（公司合并口径），占湖南省省内高速公路的通车里程的 68%。

公司是由湖南省交通厅100%控股的企业，截至2015年3月底，公司下辖投资集团公司和机电开发公司2家全资子公司，5家控股及参股子公司，16家项目建设公司，以及13个高速公路运营单位。其中，现代投资是湖南省唯一的高速公路上市公司，获得各级政府支持，在发展空间、经营资本、成本控制等方面具有较强的优势。现代投资曾荣获“中国服务业企业500强”、“2007年度中国诚信企业”等荣誉称号。获得了第十三届“国家级企业管理现代化创新成果一等奖”、“全国交通企业百强”、“湖南百强企业”。

总体来看，公司保持了较强的规模实力和明显的区域垄断经营优势，行业竞争实力强。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员无重大变动。

截至 2015 年 3 月底，公司共有在岗职工 11754 人；按职称划分，高级职称人员占 3.34%，中级职称人员占 5.64%，初级职称人员占 80.71%；按学历划分，研究生及以上学历占 2.31%，本科学历占 35.35%，大专学历占 43.23%，其他占 19.11%；按年龄划分，30 岁以下人员占 47.68%，30 岁-50 岁人员占 49.73%，50 岁以上人员占 2.59%。总体看，公司员工整体素质较高，员工队伍趋于年轻化，能满足公司发展需要。

4. 政府支持

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。

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公司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公司划转至本部总公司，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适宜的公告》，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2012~2014年湖南省交通厅分别核准补助建设资金56.51亿元、56.78亿元和29.55亿元。

2011~2015年3月，公司实际收到政府拨付的政府还贷性高速公路（含上述7条由经营性转为政府还贷性的高速公路）资本金投入合计230.54亿元，其中193.43亿元计入“资本公积”，37.11亿元计入“营业外收入”；其中2014年和2015年1~3月公司分别实际收到政府拨付的政府还贷性高速公路资本金投入35.55亿元和5.00亿元。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2015年3月底，公司已建成和在建政府还贷性高速公路（含上述7条由经营性转为政府还贷性的高速公路）

共48条，资本金合计872.02亿元，实际收到政府拨付的政府还贷性高速公路资本金投入570.53亿元，其中462.38亿元计入“资本公积”，108.15亿元计入“营业外收入”。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年，公司收到交通厅拨付的资金冲减“应收账款”3亿元、“其他应收款”6亿元，多于计划安排的2亿元。

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

2012~2014 年，公司营业收入波动增长，分别为 90.19 亿元、84.06 亿元和 92.45 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，近几年受商品销售收入大幅下降影响，车辆通行费收入占比持续上升，近三年分别为 66.74%、74.02%和 78.59%。2012~2014 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 9.86%，2014 年公司通行费收入 72.66 亿元，同比增长 16.76%。2012~2014 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，2014 年实现收入 7.25 亿元，占营业收入的 7.84%。

从毛利率来看，2012~2014 年，公司通行费业务毛利率小幅上升，2014 年为 47.42%；同期，商品销售业务毛利率持续下降，2014 年为-5.39%，毛利率为负主要系公司合并报表时将未将子公司应追溯调整的商品销售收入调整所致；综合来看，随着车辆通行费业务占比和毛利率的提高，公司综合毛利率近三年波动增长，2014 年为 44.22%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.22 亿元，同比增长 33.43%，其中通行费收入 26.28 亿元，同比增长 47.56%。

总体来看，跟踪期内，公司主营业务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　2012~2015 年 3 月公司营业收入构成及毛利率（单位：亿元）

	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	60.20	33.64	44.12%	62.23	34.75	44.16%	72.66	38.20	47.42%	26.28	8.73	66.78%
商品销售收入	13.42	11.93	11.10%	4.53	4.40	2.97%	1.47	1.55	-5.39%	0.13	0.12	7.69%
工程收入							7.25	6.59	9.05%	0.30	0.29	3.33%
其他	16.57	5.19	68.68%	17.30	10.11	41.56%	11.07	5.22	52.84%	1.51	0.55	63.58%
合计	**90.19**	**50.76**	**43.72%**	**84.06**	**49.26**	**41.40%**	**92.45**	**51.57**	**44.22%**	**28.22**	**9.69**	**65.66%**

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。

2. 高速公路运营

已建成高速公路情况

截至 2015 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路里程为 3714.82 公里，共 39 段（公司合并口径），占湖南省省内高速公路通车里程的 68%，其中，政府还贷性高速公路 3570.32 公里，经营性高速公路 144.50 公里。公司管辖的高速公路包含 17 条国家高速公路网境内路段，其中，耒宜高速公路和临长高速公路是国家高速公路网第 3 条放射线京港澳高速公路（北京-港澳）的组成路段；常吉、凤大高速公路是国家高速公路网第 12 条东西横线杭瑞线（杭州-瑞丽）的组成路段；潭邵、邵怀、怀新高速公路是国家高速公路网第 13 条东西横线沪昆线（上海-昆明）的组成路段；衡枣、衡炎、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。

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。

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 2015 年 3 月底公司主要经营管理的高速公路

	路段名称	起止点	里程(公里)	通车时间	高速公路性质	收费权期限
1	莲易高速	醴陵-湘潭	21.03	1994.12	地方高速	25 年
2	耒宜高速	耒阳-宜章	135.37	2001.12	国高网（京港澳）	30 年
3	临长高速	临湘-长沙	182.79	2002.11	国高网（京港澳）	30 年
4	潭邵高速	湘潭-邵阳	220.10	2002.12	国高网（沪昆线）	30 年
5	衡枣高速	衡阳-永州	186.07	2003.12	国高网（泉南线）	30 年
6	常张高速	常德-张家界	160.68	2005.12	国家重点干线（泉毕线）	30 年
7	衡大高速	衡阳-大浦	24.45	2005.12	地方高速	30 年
8	邵怀高速	邵阳-怀化	155.58	2007.11	国高网（沪昆线）	20 年
9	怀新高速	怀化-新晃	106.02	2007.11	国高网（沪昆线）	20 年
10	常吉高速	常德-吉首	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	50.65	2011.12	地方高速	20 年
14	吉茶高速	吉首-茶峒	64.95	2012.03	国高网（包茂线）	20 年
15	吉怀高速	吉首-怀化	104.84	2012.12	国高网（包茂线）	20 年
16	炎睦高速	炎陵-睦村	18.12	2012.12	地方高速	20 年

17	炎陵高速	炎陵分路口-炎陵县城	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	30.85	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	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
政府还贷性高速公路小计			**3570.32**			
38	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30 年
39	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			**3714.82**	--	--	--

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。2012 年公司主要高速公路通行费收入合计 55.94 亿元，与 2012 年度确认通行费收入 60.20 亿元有所差别，主要是由于湖南省高速公路实行“一卡通”政策，通行费收入解缴与分配有一定的时间差，故公司每年运营路段通行费收入合计数与年度确认收入数额有一定的差别。从 2013 年开始，为避免产生上述问题，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。但由于 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也存在差异。

2012~2014 年，随着通车里程的增加以及路网效应的发挥，公司主要路段通行费收入年均复合增长 23.77%，2014 年达到 85.70 亿元。但由于公司 2012 年以后新通车路段处于试运行期，通行费收入用于冲减项目成本，不计营业收入，公司主要路段 2012~2014 年确认的通行费收入分别为 60.20 亿元、62.23 亿元和 72.66 亿元，，近三年年均复合增长 9.86%。公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段包括（以 2014 年实际通行费收入为基础）：临长高速（占 20.34%）、潭邵高速（占 15.85%）、耒宜高速（占 11.19%）、邵怀高速（占 10.20%）和衡枣高速（占 7.65%）。上述五条高速公路均为国家高速公路网的组成路段，路网地位优越，收费能力强。

2014 年，莲易高速车流量大幅下降但通行费收入持续增长，主要系受货车通行率较往年大幅增长影响；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，耒宜高速通行费收入有所恢复。

2012~2014 年，衡大高速通行费收入持续增长，年均增长 20.39%，但车流量呈波动增长趋势，波动来源于客货车结构变动。2012~2014 年，衡炎高速通行费收入和车流量均呈快速增长趋势，主要是醴茶、垄茶、炎汝高速通车后与衡炎高速项目相通，江西睦村省级高速全线拉通等出省道路打通、路网效应显现及当地经济增长所致。

试运行公路中，衡桂高速、桂武高速 2014 年通行费收入和车流量有所下降，主要是耒宜高速大修结束后，部分车流量回流至耒宜高速所致；其他高速公路车流量和通行费收入增长较快。

2015 年 1~3 月，公司主要高速公路实现通行费收入 26.28 亿元，占 2014 年全年的 36.19%。

从通行费收入和车辆结构来看，公司收费路段货车贡献的通行费占比达到 70%以上。

整体看，公司 2012 年以前通车高速公路车流量和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逐步形成以及周边省份经济持续发展，公司车流量及通行费收入有望继续增长。

表 3　公司主要高速公路通行费收入（单位：万元）

路段名称	2012 年	2013 年	2014 年	*复合增长率*	2015 年 1~3 月
莲易高速	1620.36	2816.77	2911.28	*34.04%*	508.40
耒宜高速	86644.48	66963.63	95887.58	*5.20%*	28488.06
临长高速	140012.19	159006.8	174317.80	*11.58%*	49022.01
潭邵高速	115477.51	127732.9	135814.26	*8.45%*	41766.11
衡枣高速	47765.37	58422.98	65567.62	*17.16%*	19677.45
常张高速	20261.49	28075.3	30988.59	*23.67%*	8597.10
衡大高速	6705.51	9092.46	9719.24	*20.39%*	1911.30
邵怀高速	60213.95	78715.6	87388.19	*20.47%*	30539.43
怀新高速	25437.77	29751.8	35977.97	*18.93%*	9700.75
常吉高速	33282.9	43763.93	48215.21	*20.36%*	14485.18
衡炎高速	8267.88	11658.48	14777.73	*33.69%*	5023.52
道贺高速	1325.22	3225.98	3433.41	*60.96%*	881.72
吉茶高速	9371.33	13239.75	17186.61	*35.42%*	8442.50
吉怀高速	1040.39	18575.75	26613.62	*405.77%*	12751.77
炎睦高速	5.78	412.56	761.83	1048.06%	243.40

炎陵高速	--				
宁道高速	99.76	2368.82	2953.81	*444.14%*	1199.77
汝郴高速	70.86	2838.39	3518.55	*604.66%*	1243.92
郴宁高速	91.98	6070.76	6487.57	*739.84%*	2606.46
大浏高速	28.77	2077.42	4228.61	*1112.35%*	1997.71
娄新高速	717.11	12958.34	13174.02	*328.61%*	5927.42
通平高速	24.97	1197.87	1835.37	*757.34%*	1141.59
长湘高速	94.97	7449.84	10459.84	*949.47%*	4713.60
衡桂高速	410.9	14878.89	10399.32	*403.08%*	4943.53
桂武高速	283.1	16417.08	10837.53	*518.72%*	4884.47
浏醴高速	41.91	2342.59	4290.02	*911.74%*	2090.01
南岳高速	80.82	2736.84	5605.19	*732.79%*	919.03
醴茶高速	--	659.27	7054.29	--	2462.50
长沙绕城高速	--	5.86	2659.84	--	819.53
怀通高速	--	137.02	8507.42	--	2399.92
张花高速	--	463.33	6975.79	--	2018.65
洞新高速	--	38.84	2378.64	--	761.37
凤大高速	--	238.39	2434.72	--	946.45
垄茶高速	--	1.98	863.99	--	614.80
石华高速	--	0.32	321.19	--	123.55
炎汝高速	--	9.8	2415.66	--	1088.48
怀化绕城高速	--	--	--	--	309.16
新溆高速	--	--	--	--	2646.80
合计	**559377.28**	**724346.34**	**856962.31**	*23.77%*	**277897.42**

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道贺高速于 2011 年 12 月建成通车；③公司 2012 年开通的汝郴、郴宁、宁道、长湘、衡桂、桂武、娄新、通平、浏醴、炎睦、炎睦、大浏高速等 14 条路段、2013 年开通的张花、凤大、洞新、怀通、石华、垄茶、醴茶、炎汝、长沙绕城高速等 9 条路段以及 2014 年开通的怀化绕城、新溆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；④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；⑤2015 年 1~3 月，衡桂、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。

表 4　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	2012 年	2013 年	2014 年	复合增长率	2015 年 1~3 月
莲易高速	5174	6421	3897	-13.21%	3901
耒宜高速	35940	46642	49995	17.94%	50045
临长高速	54359	58667	73000	15.88%	73073
潭邵高速	92979	99873	107733	7.64%	107841
衡枣高速	26408	36370	40802	24.30%	40843
常张高速	24879	27343	28853	7.69%	28882
衡大高速	12528	17286	13792	4.92%	13806
邵怀高速	23609	28692	32201	16.79%	32233
怀新高速	15905	18677	22011	17.64%	22033
常吉高速	16261	16139	17580	3.98%	17598
衡炎高速	10073	13095	15137	22.59%	15152

道贺高速	4256	5533	5279	11.37%	5284
吉茶高速	4862	19340	28931	143.94%	28960
吉怀高速	1666	15536	25144	288.49%	25169
炎睦、炎陵高速	20	1243	4143	1339.27%	4148
宁道高速	128	6433	8099	695.45%	8107
汝郴高速	107	4273	4914	577.68%	4919
郴宁高速	66	7541	9052	1071.12%	9061
大浏高速	71	6544	11564	1176.22%	11575
长湘高速	95	8435	12736	1057.86%	12749
衡桂高速	293	9695	8324	433.01%	8333
桂武高速	236	9945	9856	546.24%	9866
娄新高速	1253	12892	13313	225.96%	13326
通平高速	79	9035	13652	1214.57%	13666
浏醴高速	90	6238	10798	995.34%	10809
南岳高速	216	10232	12002	645.42%	11837
醴茶高速	--	332	5232	--	5237
长沙高速	--	696	14634	--	14648
怀通高速	--	1556	35559	--	35594
张花高速	--	761	15547	--	15562
洞新高速	--	614	14153	--	14167
凤大高速	--	667	11869	--	11881
垄茶高速	--	597	10061	--	10071
石华高速	--	181	2546	--	2549
炎汝高速	--	178	21711	--	21732
怀化绕城高速	--	--	--	--	2920
新溆高速	--	--	--	--	9116
合计	**331553**	**507702**	**714120**	**46.76%**	**726693**

资料来源：公司提供

收费结算模式及收费标准

跟踪期内，湖南省收费结算模式及收费标准无重大变化。

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%。

2012~2014 年，公司高速公路养护费用分别为 6.08 亿元、6.80 亿元和 8.99 亿元。公司目前经营性高速公路通车 2 条，通车里程 144.50 公里，其中 1 条 2012 年底通车，1 条 2014 年底通

车，2014 年正式通车运营的经营性高速公路养护费用 326.78 万元。

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 2015 年 3 月底，公司在建的主要高速公路项目有 12 个，其中，政府还贷性项目 11 个，由公司本部负责运营，总建设里程为 720.22 公里，概算投资额合计 726.94 亿元，截至 2015 年 3 月底已累计完成产值 371.31 亿元，计划陆续于 2015~2018 年通车；经营性项目 1 个，由子公司投资集团公司建设运营，总建设里程 12.51 公里，概算投资额合计 10.26 亿元，截至 2015 年 3 月底已累计完成产值 5.59 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 2015 年 3 月底，在建政府还贷性项目累计到位资金 286.47 亿元，占项目投资总额的 39%。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 2015 年 3 月底，在建经营性项目累计到位资金 4.25 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。

公司在建高速公路项目主要为国家高速公路网和地方高速公路加密连接工程，是国家以及湖南省交通运输整体规划的重要组成部分。在建项目将陆续于 2015~2018 年完工通车，有利于缓解公司集中投资压力。

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

表 5　公司目前在建高速公路项目情况

序号	项目名称	开工时间	通车时间	建设里程（公里）	总投资（亿元）	截至 2015 年 3 月底已累计完成产值（亿元）
政府还贷项目				**720.22**	**726.94**	**371.31**
1	龙永高速	2013.8	2016	91.29	133.03	97.47
2	永吉高速	2013.11	2016	84.49	94.47	56.49
3	邵坪高速	2013.11	2015	35.20	30.11	21.01
	邵坪高速连接线			16.28		
4	大岳高速	2012.8	2016	72.43	120.27	71.32
	洞庭湖大桥		2017			
5	汝郴高速（赤石特大桥）	2010.3	2015	1.80		
6	益娄高速	2014	2017	105.93	83.78	29.08
7	娄衡高速	2014	2017	116.9	94.93	46.60
8	桑张高速	2014	2018	46.951	53.93	18.39
9	武靖高速	2014	2018	72.06	69.15	22.01
10	益马高速	2014		57.9	47.27	8.94
11	炎汝高速（连接广东剩余路段）	2010.7	2017	18.99		
经营性项目				**12.51**	**10.26**	**5.59**

12	南岳东延线	2013.10	2016	12.51	10.26	5.59
	合计			**732.73**	**737.20**	**376.90**

资料来源：公司提供

拟建项目

公司拟建项目三个：益阳至南县高速公路全长 86.37 公里，总概算 79.97 亿元，起于南县程家山，接已建的岳阳至常德高速公路，经茅草街、沅江，止于益阳市资阳区，与已建的益阳至常德高速公路相接，并顺接在建的益阳绕城高速公路。马迹塘至安化高速公路，全长 67.41 公里，总概算 58.93 亿元，起于桃江县马迹塘，接在建的常德至安化高速公路并对接在建的益阳至马迹塘高速公路，经冷市、龙塘、安化，终于安化县双桥。莲花冲至株洲公路改建工程全长 50.38 公里，总概算 30.04 亿元，起于江西萍乡与湖南省醴陵交界处的莲花冲，经醴陵市北、板杉、芦淞区姚家坝、白关，止于株洲市红旗立交桥东。上述三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）。

表 6　公司拟建项目情况

项目名称	总投资额（亿元）	建设里程（公里）	总工期
益阳至南县高速公路	79.97	86.37	3 年
马迹塘至安化高速公路	58.93	67.41	4 年
莲花冲至株洲公路改建工程（莲株高速）	30.04	50.38	3 年
合计	**168.94**	**204.16**	

资料来源：公司提供

整体看，近年来由于公司多条高速公路陆续建成运营，资本支出呈下降趋势但规模仍较大，考虑到公司在建大部分高速公路为还贷性高速公路项目，在项目资本金筹措及债务偿还等方面拥有财政厅和交通厅的有力支撑。同时“二纵五横”的湖南省高速公路骨架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公司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，投资集团公司注册资本 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%，通过投资集团公司间接持股 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公司下属子公司广信投资公司的建材销售收入，2012~2014 年，商品销售收入分别为 13.42 亿元、4.53 亿元和 1.47 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广信公司、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，2014 年实现收入 7.25 亿元。另外，投资集团公司还拥有房地产开发项目三个，分别为金色比华利项目、马栏山综合楼项目和金色溪泉湾项目。其中，金色比华利为住宅项目，已于 2007 年 12

月建成，截至2015年3月底已售比例为99.62%；马栏山综合楼为商业办公楼项目，目前为公司及下属子公司的办公大楼，低区主要用于出租，以及少量商业出售，项目于2010年11月建成，截至2015年3月底已售比例为9.97%；金色溪泉湾为住宅项目，目前在建，一期2014年建成，截至2015年3月底已售比例为71.48%，目前二期一批处于在建中。除上述三个项目外，公司无其他房地产开发项目及土地储备。

4. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数有所上升，2014年为0.85次；存货周转次数随存货规模扩大继续下降，2014年为2.07次；总资产周转次数较为稳定，2014年为0.03次。总体看，公司经营效率较低。

八、募集资金使用情况

公司于2010年4月发行28亿元“10湘高速债”，用于项目建设。截至报告出具日，“10湘高速债”募集资金已全部用于衡武高速项目建设。

九、财务分析

公司提供的2012~2014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，2012~2014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10.30亿元、10.41亿元和10.51亿元，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2015年一季度财务数据未经审计。从合并范围来看，2012~2014年公司无新增合并范围内子公司，连续三年数据可比性强。

重大前期差错更正：1、2012年公司进行了清查，发现公司于1999年向现代投资股份有限公司转让长潭高速公路30年收费经营权、于2001年向现代投资转让潭耒高速公路潭衡段20年收费经营权；于2004年现代投资转让潭耒高速公路衡耒段20年收费经营权；于2004年向中国瑞联集团有限公司转让益常高速公路20年收费经营权时，根据有关文件，转让收费权款项交通厅应当于转让后拨入公司用于还贷，但湖南省交通厅转让收费权后未将转让款项拨付公司用于还贷，公司应确认但未确认湖南省交通运输厅应收账款。截至2012年12月31日，上述三条高速公路转让收费权款项本息合计65.43亿元。对于该事项，公司作前期差错更正处理，将上述款项确认对湖南省交通运输厅应收账款同时，按收费权转让期限予以递延摊销。上述差错更正主要影响会计科目有应收账款、其他非流动负债、盈余公积、未分配利润和营业收入等。2、2012年公司在执行《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》和财政部《基本建设财务管理规定》时出现差错，在2012年报表中将当年同城的汝郴、郴宁等9条高速公路提前转入固定资产，2013年审计报告中作为前期更正进行重述，影响为2012年末资产负债表中固定资产减少508.27亿元，在建工程增加508.27亿元。

截至2014年底，公司合并资产总额3387.04亿元；所有者权益合计909.37亿元；2014年公司实现营业收入92.45亿元，利润总额27.81亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额3499.69亿元，所有者权益合计918.34亿元；2015年1~3月，公司实现营业收入28.22亿元，利润总额4.00亿元。

1. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入有所波动，年均复合变动率1.25%。2013年公司实现营业收入84.06亿元，同比下降6.79%，一方面是由于

2013 年公司根据《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》（交公路发[2010]65 号）和财政部《基本建设财务管理规定》文件要求，将 2012-2013 年通车试运营（通车后 2 年内为试运行期间）的高速公路通行费收入 10.20 亿元未计入营业收入，直接用于冲减了相关建设成本，故 2013 年通行费有所减少；2014 年公司实现营业收入 92.45 亿元，同比增长 9.98%，增长主要来自通行费收入和新增的工程收入；近年来公司商品销售板块的持续萎缩，房地产板块 2013~2014 年无新增项目，销售收入减少，但占营业收入比重不大，对总体收入规模影响较小。营业成本和营业收入变动较为一致，2012~2014 年复合增长 0.79%。

2012~2014 年，随公司营业规模扩张，期间费用持续增长。受公司负债规模较大影响，期间费用中财务费用占比较大。2014 年公司期间费用 33.95 亿元，其中财务费用占 61.60%。近年来期间费用占营业收入分别为 34.50%、36.26%和 36.72%，公司期间费用对利润侵蚀大。

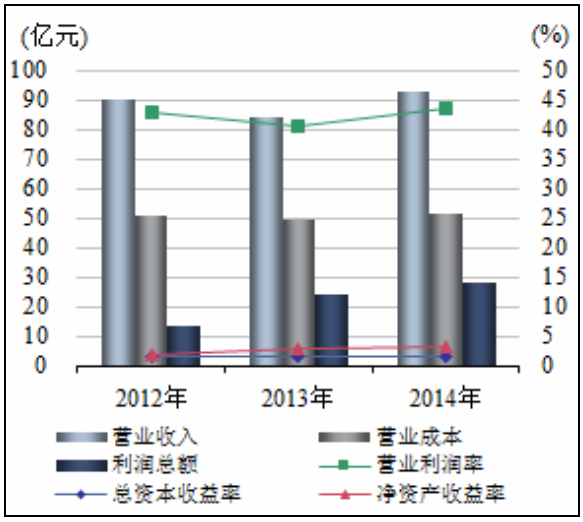
2012~2014 年，公司投资收益分别为 2.69 亿元、2.25 亿元和 2.58 亿元。公司投资收益主要来源于现代投资和湖南长益高速公路有限公司，上述两公司拥有的路产质量优良，盈利能力稳定，公司确认的投资收益稳定性较好。

受收入规模及投资收益波动增长的影响，公司 2012~2014 年营业利润也呈波动增长趋势，分别为 10.06 亿元、5.49 亿元和 8.51 亿元。

2012~2014 年，公司营业外收入分别为 3.01 亿元、18.23 亿元和 19.32 亿元，主要为、政府补助。2013 年以后公司营业外收入大幅增长，主要系公司获得已通车高速公路贴息补助。受营业外收入增长的影响，2012~2014 年，公司利润总额分别为 13.05 亿元、23.67 亿元和 27.81 亿元。

从主要盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率有所上升，分别为 42.72%、40.54%和 43.46%，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，2014 年分别为 1.51%和 3.00%。总体看，公司整体盈利能力偏弱。

图 3　2012~2014 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

2015 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 28.22 亿元，同比增长 33.43%；利润总额 4.00 亿元，其中营业外收入仅 32.23 万元，规模较小；2015 年一季度公司营业利润率为 65.43%。

跟踪期内，公司营业收入和利润总额规模规模稳步增长，期间费用率仍过高，公司利润总额对政府补助仍有一定依赖。未来随着公司在建高速公路的逐步建成通车，以及已通车高速公路车流量的不断增长，公司整体收入水平及盈利规模均望提升。

2. 现金流及保障

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 4.87%。2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 96.96 亿元，较上年增长 16.76%。公司收到其他与经营活动有关的现金 14.25 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 9.14%，2014 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，2014 年公司经营活动产

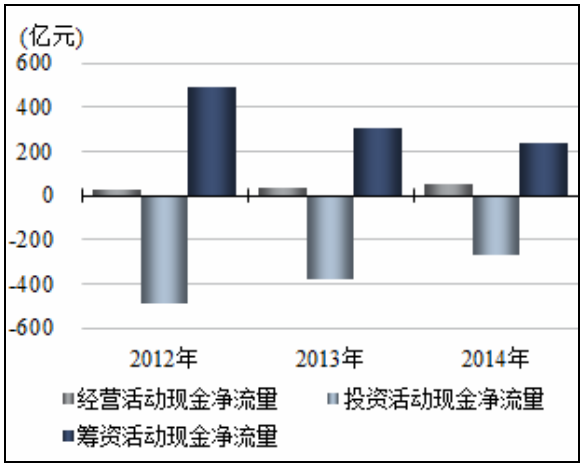
生的现金流出为 60.90 亿元，受行业特性影响，折旧等非付现成本占比较高，公司经营活动具有较强的获现能力，2014 年经营活动产生的现金流净额为 50.31 亿元。高速公路收费基本无信用销售收入，2014 年公司现金收入比 104.87%，较 2013 年的 98.78%有所提高。2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入合计为 27.55 亿元，同比减少 34.63%，主要系当期收到往来款较少所致；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 25.87 亿元，现金收入比为 91.68%；经营活动现金流出 14.07 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他经营活动有关的现金，相应的经营活动现金流量净额为 13.48 亿元，同比减少 49.43%。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入分别为 1.07 亿元、1.76 亿元和 4.59 亿元。2014 年，公司收回投资收到的现金 1.46 亿元，较 2013 年大幅上升，主要为收回的委托贷款和划转路产的资金往来；取得投资收益收到的现金 1.87 亿元，主要为长期股权投资收益。近几年，由于公司在建项目投资规模较大但总体呈下降趋势，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，2012 年~2014 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 484.75 亿元、375.77 亿元和 276.65 亿元；2012~2014 年公司支付其他与投资活动有关的现金持续下降，2014 年为 1.16 亿元，主要系划转路产的资金往来、森林植被恢复费和退还的保证金。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，2012~2014 年投资活动现金流净额分别为-491.44 亿元、-376.54 亿元和-274.02 亿元。2015 年 1~3 月，公司投资活动现金流入 0.41 亿元，投资活动现金流出 107.58 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-107.17 亿元。随着大多数高速公路的逐渐建成通车，未来 1~2 年公司的资本支出规模或将逐渐下降，但公司投资活动现金流净额仍将保持较大规模的负值。

2012~ 2015 年 1~3 月，公司筹资活动前现金流量净额分别为-464.08 亿元、-346.23 亿元、-223.71 亿元和-93.69 亿元，大规模的项目投资需求使公司面临较大的融资压力。

2012~2014 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。2012~2014 年，公司筹资活动现金流入规模波动下降，分别为 774.72 亿元、785.68 亿元和 664.01 亿元；筹资活动现金流入构成以取得借款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为主，2014 年为 36.62 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、近三年波动上升，2014 年达到了 425.74 亿元。相应地，2012 年~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 491.50 亿元、307.87 亿元和 238.27 亿元，维持较高水平。2015 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入 245.52 亿元，同比增长 18.92%，筹资活动现金流出 139.56 亿元，同比增长 12.17%，筹资活动现金流量净额为 105.96 亿元，同比增长 27.79%。

图 4　2012~2014 年公司现金流变化



资料来源：公司审计报告

跟踪期内，随着前期大规模的项目建设逐步完成，公司在建高速公路项目规模有所下降，

公司融资有所减少，偿还借款规模仍大；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。

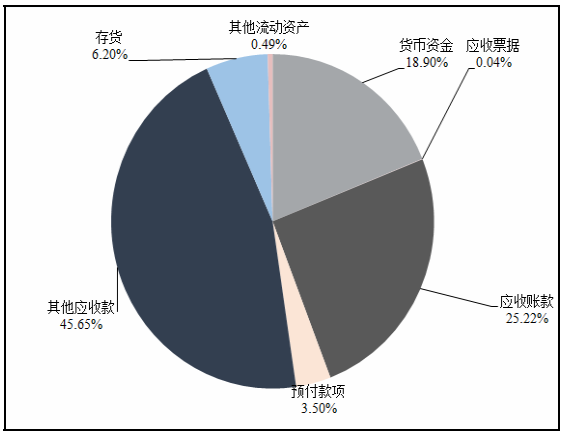
3. 资本及债务结构

资产

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 15.84%，主要来自在建工程和无形资产的增加。截至 2014 年底，公司资产合计 3387.04 亿元，同比增长 12.85%，其中，非流动资产占 87.55%，流动资产占 12.45%。公司资产构成以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。

2012~2014 年，公司流动资产有所波动，年均复合变动 0.22%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 421.80 亿元，同比增长 14.75%，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 5　截至 2014 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动中有所下降，截至 2014 年底，公司货币资金 79.74 亿元，同比增长 19.00%。货币资金构成以银行存款为主，占 95.24%。截至 2014 年底，公司货币资金中存在使用权受到限制的资金共 1.69 亿元，为公司下属湖南高速集团财务有限公司存放中央银行款项。

公司预付款项主要是预付材料款和工程款。2012~2014 年，公司预付款项持续下降，年均降幅为 36.86%。截至 2014 年底，公司预付款项 14.76 亿元，主要系近年来公司在建工程竣工项目较多，相应预付款减少所致。从账龄看，以 1 年以内为主，占 54.84%，1~2 年占 18.13%，2~3 年占 9.76%，3 年以上的占 17.27%。

2012~2014 年，公司应收账款有所波动，年均复合变动 0.46%，2013 年应收账款的增加主要系 2012 年公司进行了清查，以前年度公司向现代投资集团和中国瑞联集团有限公司转让的长潭高速、潭耒高速潭衡段、益常高速等三条高速公路收费经营权，根据相关文件应确认但未确认的湖南省交通厅收费权转让款本息合计 65.43 亿元，公司将上述欠款计入该年度应收账款所致。截至 2014 年底公司应收账款原值为 108.25 亿元，同比减少 5.33%，主要是省交通厅偿还收费权转让款 3.00 亿元所致。从账龄看，1 年以内占 39.60%，1~2 年占 0.79%，2~3 年占 1.28%，3 年以上占 58.33%；其中湖南省交通厅欠款原值合计 103.09 亿元（公司已计提坏账准备 1.87 亿元），占应收账款原值的 95.24%。

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。截至 2014 年底，公司其他应收款账面原值为 194.39 亿元，净额为 192.55 亿元，同比增长 47.53%，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 2014 年底，超出概算部分账面价值 40.17 亿元。从账龄看，1 年以内占 48.24%，1~2 年占 29.65%，2~3 年占 11.40%，3 年以上占 10.71%；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 67.31 亿元，其中计提坏账准备 1.33 亿元）及地方高速公路投资主体及省内知名实业公司，其他应收款回收风险较小。

表 7　截至 2014 年底公司其他应收款前 5 名

单位名称	金额（亿元）	账龄	占比
湖南省交通运输厅	67.31	1-3 年	34.63%
湖南省东常高速公路建设开发公司	18.35	1-2 年	9.44%
湖南省公路建设投资有限公司	10.51	3 年以内	5.41%
湖南财信投资控股有限责任公司	7.01	2 年以内及 3 年以上	3.60%
沪昆高速公路谭市互通工程建设项目部	6.39	3 年以上	3.29%
合计	**109.57**		**56.37%**

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货年均复合增长 18.76%，截至 2014 年底为 26.13 亿元，主要为投资集团公司房地产开发项目及市政工程建设项目，其中 2014 年新增房产开发项目 2.77 亿元，主要为金色溪泉湾二期项目。

2012~2014 年，公司在建工程和无形资产大幅增加，带动非流动资产年均复合增长 18.71%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计为 2965.24 亿元，同比增长 12.59%，主要来源于在建工程和无形资产的增加。非流动资产结构以在建工程和固定资产为主，分别占非流动资产的 20.33%和 70.75%。

2012 年，公司在执行《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》（交公路发〔2010〕65 号）和财政部《基本建设财务管理规定》时出现差错，在 2012 年报表中将当年通车的汝郴、郴宁、宁道、吉怀、通平、炎陵、炎睦、大浏、吉茶等九条高速公路提前转入固定资产列报，2013 年审计报告中作为前期差错更正对 2012 年报表进行重述，影响金额为 508.27 亿元。

表 8　2013 年报表中前期重大差错更正前后比较

（单位：万元）

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

资料来源：公司审计报告

以下关于在建工程和固定资产科目的分析以更正后的数据为基础，2012~2014 年，随着公司对高速公路建设的持续投资，公司在建工程年均复合增长 20.64%。截至 2014 年底，公司在建工程 2097.81 亿元，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。公司固定资产主要是路桥资产。2012 年~2014 年，公司固定资产有所波动，年均复合变动率 1.54%，主要是由于公司根据交公路发【2010】65 号文件，2012~2014 年新建成通车的共 24 条高速公路项目处于试运营阶段，试运营期为 2 年，试运营期间相关资产暂不转固，成本费用资本化，故 2012~2013 年公司无新增结转固定资产的高速公路，2013 年固定资产减少系计提折旧造成，截至 2014 年底，公司固定资产账面原值合计 783.67 亿元，同比增加 9.12%，主要系吉茶高速（含矮寨大桥）由在建工程转入所致，截至 2014 年底，公司固定资产累计折旧 180.86 亿元，账面净值为 602.81 亿元。

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 9。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 10.11 亿元。

表 9　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

截至 2014 年底，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 2014 年底为 26.73 亿元，较 2013 年调整后值增加 1.46 亿元，增加主要来源于现代投资股份有限公司和湖南省广信创业投资基金有限公司投资收益。

2012~2014 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 339.58%，增长主要系 2013 年长湘高速、衡桂高速、桂武高速、浏醴高速和娄新高速 5 个高速公路项目及 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 2014 年底，公司无形资产账面价值 197.54 亿元，较 2013 年底增加 72.27 亿元，炎汝高速、醴茶高速项目（以 2014 年 12 月 31 日为基准日，两条高速公路原值共计 266 亿元，评估价值 324.25 亿元）资产划转后，湖南高速根据相关文件、审计及评估工作结果进行账务处理，产生的溢价 89.70 亿元计入无形资产中的收费权；2013 年注入的长湘高速等 5 个高速公路项目，2014 年建设成本增加，原评估溢价减少 17.51 亿元。

公司其他非流动资产主要是 2011 年子公司投资集团公司投资的中诚信托公司、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的委托贷款，截至 2014 年底，其他非流动资产 27.35 亿元，较 2013 年底减少 1.00 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 3499.69 亿元，较 2014 年底增长 3.33%，主要来源于固定资产和应收账款的增长。其中，流动资产占 13.46%，非流动资产占 86.54%，资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2015 年 3 月底，公司流动资产 471.14 亿元，较 2014 年底增长 11.70%。2015 年 1~3 月公司应收账款增加 24.41 亿元，主要为通行费收入解缴与分配的时间差所致；同期固定资产增加 933.58 亿元，主要系在建工程中衡桂、桂武、宁道、娄新、长湘、郴宁、汝郴、浏醴、通平、大浏、吉怀、炎睦炎陵高速路产转入所致。

截至 2015 年 3 月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资 1483.87 亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为 2802.63 亿元，占公司资产总额的 80.08%，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。

跟踪期内，资产规模持续增长；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且增长较快，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

2012~2014 年，公司所有者权益年均复合增长 19.73%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。近三年公司资本公积快速增长，年均增长 20.69%，2012 年至 2014 年公司资本公积分别较上年增加 81.14 亿元、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 81.78 亿元、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。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 2014 年底，公司所有者权益合计 909.37 亿元，其中实收资本占比 1.10%、资本公积占比 78.78%、盈余公积占比 1.97%、未分配利润占 17.44%、其他综合收益占 0.03%和少数股东权益占比 0.68%。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 2015 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 918.34 亿元，较 2014 年底增加 8.97 亿元，主要为政府拨付项目建设资金所致资本公积的增加和未分配利润的增长。所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以资本公积为主。

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，2012~2014 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长率为 14.51%，2014 年底达到 2477.67 亿元。公司负债结构以非流动负债为主，占 82.72%，流动负债占 17.28%，负债结构与公司项目资金周转期限匹配。

2012~2014 年，公司流动负债有所波动，年均下降 1.37%，波动主要来源于短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至 2014 年底，公司流动负债 428.07 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 33.90%、39.16%和 11.50%。

2012~2014 年，公司短期借款快速下降，年均复合下降 32.85%，截至 2014 年底为 145.12 亿元。

2012~2014 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 28.17%，截至 2014 年底为 8.92 亿元，主要为未结算工程款；截至 2014 年底，公司其他应付款 49.24 亿元，以保证金及往来款为主。

截至 2014 年底，公司一年内到期非流动负债 167.62 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 42.21 亿元，其中短期融资券 40.63 亿元，已计入短期债务核算，公司下属湖南高速集团财务公司吸收成员单位存款 1.57 亿元。

2012~2014 年，在长期借款和应付债券的带动下，公司非流动负债以 18.91%的年均复合增长率增长。截至 2014 年底，公司非流动负债达到 2049.60 亿元，以长期借款和应付债券为主，分别占非流动资产的 75.66%和 21.37%。

2012~2014 年，公司长期借款持续增长，年均增长 9.66%，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 2014 年底，公司长期借款 1550.72 亿元，其中以质押借款为主（占比 86.29%）。

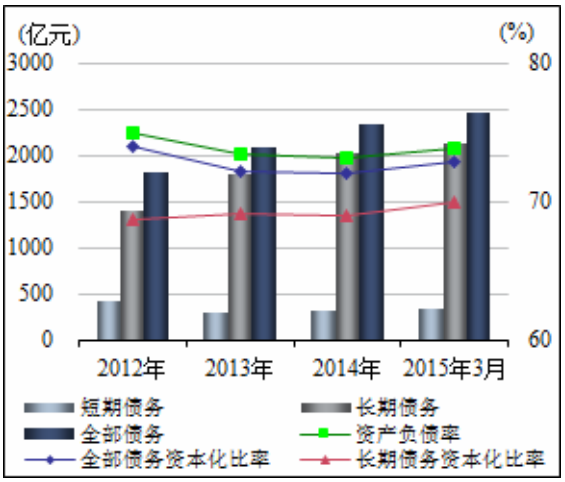
2012~2014 年，公司加大直接融资力度，应付债券快速增长，年均增长 86.71%。截至 2014 年底，公司应付债券 438.05 亿元。

截至 2014 年，公司长期应付款 31.96 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，年均复合增长 12.99%。截至 2014 年底公司全部债务合计 2379.29 亿元，其中，短期债务占 15.07%，长期债务占 84.93%，公司债务结构以长期债务为主。截至 2014 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.15%、72.35%和 68.96%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 2581.35 亿元，较 2014 年底增长 4.18%，主要为长期借款增加所致。2015 年 1~3 月公司其他流动负债减少 18.94 亿元，主要系公司偿还短期融资券“14 湘高速 CP001”20 亿元所致；应付债券减少 42.55 亿元，主要系部分公司发行的私募债转入“一年内到期非流动负债”所致。截至 2015 年 3 月底，公司有息债务合计 2485.38 亿元，较 2014 年底增长 4.46%，其中长期债务占 85.92%，短期债务占 14.08%。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.76%、73.02%和 69.93%，较上年末均有增长。由于公司所有政府还贷高速公路由母公司负责，母公司的有息债务基本来自政府还贷高速公路项目的借款。截至 2015 年 3 月底，母公司全部债务共 2394.27 亿元。

图 6　2012~2015 年 3 月公司债务负担变化情况



资料来源：联合资信整理

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和通行费收入仍有待培育，仍存在较大融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014年底流动比率和速动比率分别为98.54%和92.43%。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别112.78%为和106.23%，较上年底继续上升。2013~2014年，公司经营现金流动负债比分别为8.00%和11.75%，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，2013~2014年，公司EBITDA分别为68.93亿元和75.66亿元；全部债务/EBITDA分别为30.10倍和31.45倍。考虑到湖南省政府对政府还贷性高速公路本息偿付的支持，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 2015 年 3 月底，公司已签订对外担保合同金额为 7.28 亿元，实际在保余额为 4.24 亿元。公司对外担保比例为 0.46%，或有负债风险不大。

截至 2015 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 3264.69 亿元，尚未使用额度 878.34 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 2015 年 7 月 1 日，公司存在未结清关注类贷款 5 笔，涉及金额 15.20 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

“10湘高速债”发行额度28亿元，将于2020年4月8日到期兑付。2014年公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBTIDA对“10湘高速债”的保障倍数分别为3.97倍、1.80倍和2.70倍。公司经营活动现金流入量对“10湘高速债”的保障程度较好。

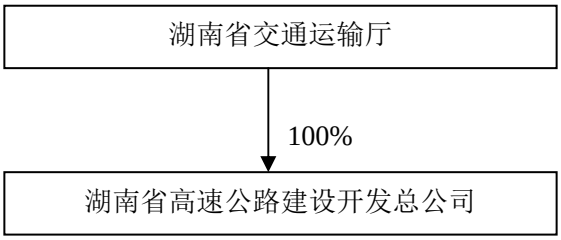
针对公司“15湘高速MTN1”（2020年4月兑付，额度20亿元）和“10湘高速债”存在集中兑付，以2014年财务数据为基础，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBTIDA对“15湘高速MTN1”和“10湘高速债”合计本金48亿元的保护倍数分别为2.32倍、1.05倍和1.58倍；公司经营活动现金流入量对“15湘高速MTN1”和“10湘高速债”合计本金保障能力尚可。

十一、结论

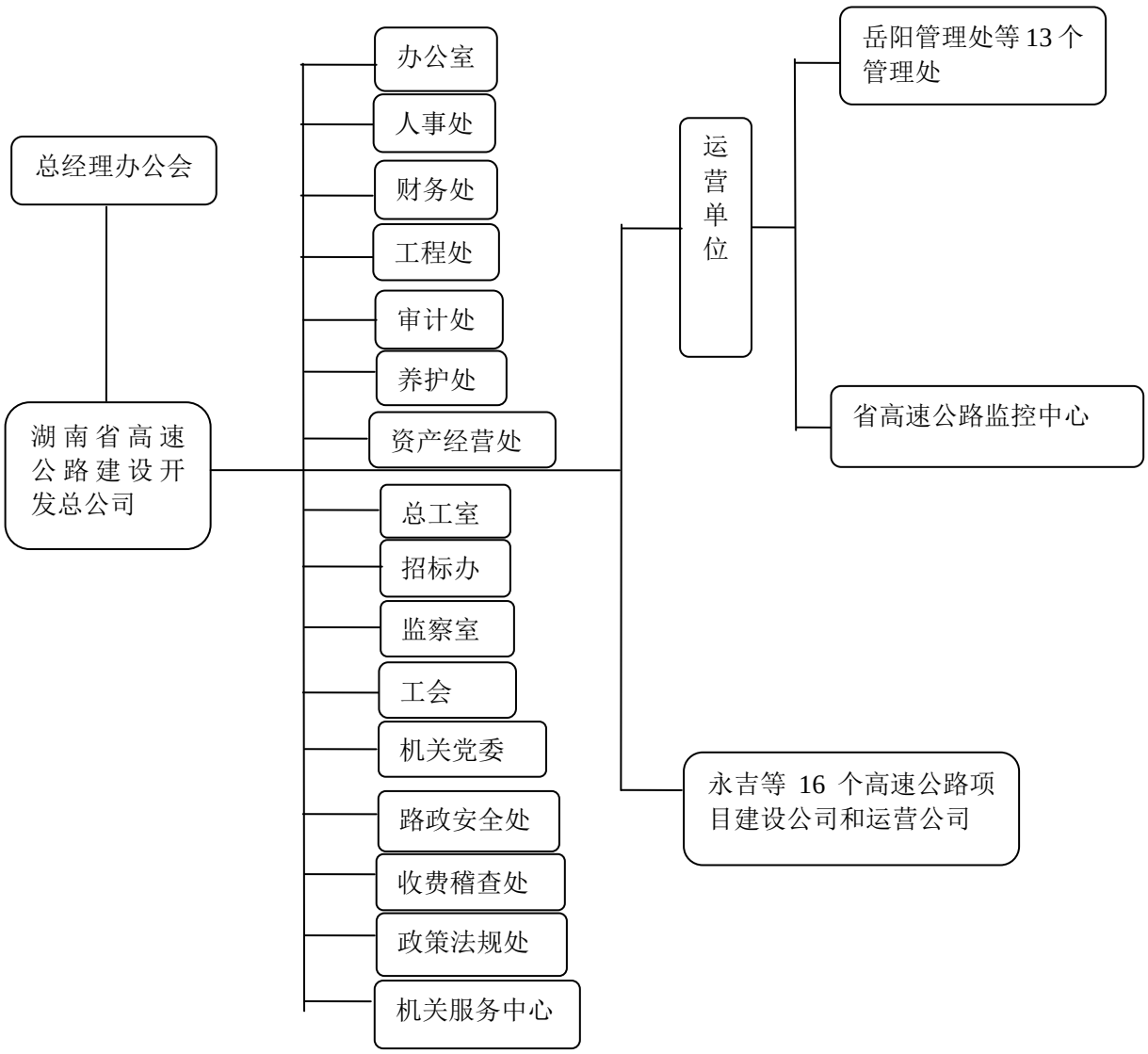
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信

用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持 “10湘高速债”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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	101.85	63.49	78.23	91.63
资产总额(亿元)	2523.93	3001.36	3387.04	3499.69
所有者权益(亿元)	634.31	799.01	909.37	918.34
短期债务(亿元)	391.77	282.69	358.56	349.84
长期债务(亿元)	1415.10	1792.09	2020.73	2135.53
全部债务(亿元)	1806.88	2074.77	2379.29	2485.38
营业收入(亿元)	90.19	84.06	92.45	28.22
利润总额(亿元)	13.05	23.67	27.81	4.00
EBITDA(亿元)	59.95	68.93	75.66	--
经营性净现金流(亿元)	27.36	30.31	50.31	13.48
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.27	0.77	0.85	--
存货周转次数(次)	2.76	2.33	2.07	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	97.91	98.78	104.87	91.68
营业利润率(%)	42.72	40.54	43.46	65.43
总资本收益率(%)	1.41	1.50	1.51	--
净资产收益率(%)	1.95	2.91	3.00	--
长期债务资本化比率(%)	69.05	69.16	68.96	69.93
全部债务资本化比率(%)	74.02	72.20	72.35	73.02
资产负债率(%)	74.87	73.38	73.15	73.76
流动比率(%)	95.43	97.01	98.54	112.78
速动比率(%)	91.22	90.76	92.43	106.23
经营现金流动负债比(%)	6.22	8.00	11.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	30.14	30.10	31.45	--

注：公司 2015 年一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融资券为有息债务，已计入短期债务；长期应付款为有息债务，已计入长期债务。

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　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，银行间债券市场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。