

信用等级公告

联合[2019] 452 号

联合资信评估有限公司通过对湖南省高速公路集团有限公司及其拟发行的 2019 年度第二期扶贫中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定湖南省高速公路集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，湖南省高速公路集团有限公司 2019 年度第二期扶贫中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月一日



湖南省高速公路集团有限公司

2019 年度第二期扶贫中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
 本期中期票据信用等级: AAA
 评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 基础发行规模 8 亿元
 发行上限 15.50 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还公司存量超短期融资券及用于精准扶贫

评级时间: 2019 年 3 月 1 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	144.21	82.89	132.48	59.58
资产总额(亿元)	3880.86	4007.37	4245.28	4527.27
所有者权益(亿元)	1142.35	1257.52	1362.97	1487.09
短期债务(亿元)	305.54	292.02	450.22	256.59
长期债务(亿元)	2355.37	2392.64	2363.14	2622.14
全部债务(亿元)	2660.91	2684.67	2813.36	2878.73
营业收入(亿元)	113.80	123.14	137.71	103.49
利润总额(亿元)	38.08	86.34	8.51	15.24
EBITDA(亿元)	111.59	196.59	133.47	--
经营性净现金流(亿元)	55.88	62.84	94.62	85.69
营业利润率(%)	76.69	77.33	77.77	86.78
净资产收益率(%)	3.32	6.84	0.52	--
资产负债率(%)	70.56	68.62	67.89	67.15
全部债务资本化比率(%)	69.96	68.10	67.36	65.94
流动比率(%)	159.96	92.82	46.58	37.16
经营现金流动负债比(%)	15.91	18.74	18.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.85	13.66	21.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.65	1.31	0.86	--

注: 2018 年三季度财务数据未经审计; 其他流动负债中(超)短期融资券计入短期债务, 长期应付款中有息部分计入长期债务。

分析师

文中 张建飞 李 衡

邮箱: 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)

网址: www.lhratings.com

评级观点

湖南省高速公路集团有限公司(以下简称“公司”)作为湖南省属唯一的国有独资高速公路投资运营主体,在资产规模、区域垄断经营及外部支持等方面具备显著优势,公司近年通车高速公路较多,路网协同效应逐步显现,通行费收入持续增长。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、债务负担较重、短期债务偿付压力较大、高速公路收费权质押比例高、整体盈利能力偏弱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。未来随着区域经济持续发展,路网协同效应将逐步显现,公司通行费收入及盈利能力有望提升。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得到政府的大力支持,都将对公司中长期发展产生积极影响,联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据所募集资金大部分将用于偿还怀通高速公路项目、张桑高速公路项目及马安高速公路项目等扶贫高速公路项目存量贷款,符合交易商协会有关扶贫票据的特征和要求。公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 湖南省是中国中南部重要的陆路交通枢纽

- 之一，区域经济发展稳定，交通位置优越。
2. 公司为湖南省国有资产监督管理委员会独资的高速公路投资运营主体，区域垄断经营优势明显，持续得到湖南省政府多方面有力支持。
 3. 公司所辖路产质量优良，车流量和通行费收入呈增长态势；未来随着湖南省“二纵五横”的高速公路骨架网路网效应的逐步显现，公司收费公路车流量和通行费收入有望持续增长。

关注

1. 公司有息债务持续增长，债务负担较重，存在较大的短期偿债压力。
2. 公司财务费用较高，整体盈利能力偏弱。
3. 公司政府还贷性高速公路项目的建设及还款对湖南省政府项目资本金及各项补贴收入到位依赖性较高。
4. 公司高速公路收费权质押资产占比较大，对其未来融资和资产运作形成一定的限制。
5. 公司在建及拟建项目待投资规模较大，面临一定资本支出压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由湖南省高速公路集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湖南省高速公路集团有限公司

2019 年度第二期扶贫中期票据信用评级报告

一、主体概况

湖南省高速公路集团有限公司（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99597万元。公司隶属于湖南省交通厅（以下简称“湖南省交通厅”或“交通厅”），由湖南省交通厅作为出资部门。2004年，根据湖南省交通厅湘交财会字【2004】358号文批复，公司增加注册资本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，以及湖南省交通厅拨付的510万元资金。2018年3月12日，根据湖南省人民政府办公厅关于同意实施《湖南省高速公路体制改革方案》的复函（湘政办【2017】110号），湖南省交通运输厅将其持有的公司100%股权无偿划转至湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖南省国资委”）。公司股东变更为湖南省国资委，实际控制人为湖南省人民政府。2018年10月，根据《湖南省人民政府关于同意湖南省高速公路建设开发总公司改制为湖南省高速公路集团有限公司的批复》（湘政函【2018】98号），公司已初步完成改制，企业类型变更为“有限责任公司（国有独资）”，名称变更为“湖南省高速公路集团有限公司”。截至2018年10月30日，公司注册资本为300.00亿元，实收资本9.96亿元，股东为湖南省国资委，实际控制人为湖南省人民政府。

公司经营范围：从事高速公路的投融资、建设、收费、养护和经营开发以及沿线资源开发(包括高速公路沿线土地及相关产业、服务区经营管理、信息技术及服务、建设养护工程施工及技术服务、广告资源的开发与经营、金融服务、物流业)；建筑材料、装饰材料、机械设

备、通信器材的销售；广播、新媒体的开发与经营；设备租赁；其他经批准的业务。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)。

公司是湖南省属唯一的国有独资高速公路投资运营主体，对省内所有收费还贷性高速公路行使收费权。截至2018年9月底，公司管辖的高速公路里程已达4579.94公里（合并口径），占湖南省高速公路通车里程的69.58%。

截至2018年9月底，公司下辖1家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”）、2家控股子公司湖南省高速公路基金管理有限公司和湖南高速集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）；公司内部设办公室、人事处、财务处、工程处、收费稽查处、养护处等16个职能部门。

截至2017年底，公司资产总额4245.28亿元，所有者权益1362.97亿元（其中少数股东权益5.42亿元）；2017年，公司实现营业收入137.71亿元，利润总额8.51亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额4527.27亿元，所有者权益1487.09亿元（其中少数股东权益5.21亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入103.49亿元，利润总额15.24亿元。

公司注册地址：长沙市开福区三一大道500号；法定代表人：谢立新。

二、本期中期票据概况

公司于2019年注册中期票据额度32.50亿元，注册通知书文号为中市协注【2019】PAN-MTN2号；公司已于2019年2月25日发行“湖南省高速公路集团有限公司2019年度第一期扶贫中期票据”（19湘高速MTN001）17亿元；本次计划发行2019年度第二期扶贫

中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行期限 5 年。本期中期票据采用固定利率，每年付息，到期一次还本。

本期中期票据拟发行基础规模 8 亿元，发行规模上限 15.50 亿元，公司将根据发行结果

将募集资金用于偿还存量超短期融资券和精准扶贫；精准扶贫具体为偿还公司名下马安高速公路项目、张桑高速公路项目及怀通高速公路项目等扶贫高速公路项目存量贷款。

表 1 本期中期票据募集资金拟用于精准扶贫项目基本情况（单位：亿元、万人、%）

项目名称	总投资	竣工通车日期	覆盖贫困地区	户籍人口	受益群众总数	受益建档立卡贫困人口数	服务区域内贫困人口占比
怀通高速公路项目	150.60	2013.12	会同县、靖州县及通道县	88.46	88.46	13.70	15.49
张桑高速公路项目	52.84	2017.12	桑植县	47.95	47.95	11.93	24.88
马安高速公路项目	57.40	2018.12	安化县	102.02	102.02	15.80	15.49

资料来源：公司提供

注：上表中户籍人口指扶贫基础设施项目服务对应地区的户籍人口数。

根据《中国农村扶贫开发纲要（2011-2020 年）》《中共中央、国务院关于打赢脱贫攻坚战的决定》等中央政策文件精神，明确要把脱贫攻坚作为“十三五”期间全国各级党委政府的头等大事和第一民生工程，确保到 2020 年贫困地区和贫困群众同全国一道进入全面小康社会。湖南省委省政府根据中央相关文件精神，出台了《湖南省武陵山片区区域发展与扶贫攻坚实施规划（2011-2020 年）》以及《湖南省武陵山片区区域发展与扶贫攻坚“十三五”实施规划》等政策文件，明确将按照“区域发展带动扶贫开发，扶贫开发促进区域发展”以及精准扶贫、精准脱贫的基本思路，继续突出武陵山片区特色优势产业、基础设施、生态环境保护及社会事业四大开发重点，到“十三五”期末区域性整体贫困得到解决，力争到 2019 年，确保到 2020 年底前，片区贫困县全部“摘帽”，片区贫困村分批全部退出。

本期中期票据拟支持的马安高速公路项目、张桑高速公路项目及怀通高速公路项目途经区域主要位于湘西北武陵山区，属于国家级集中连片贫困区域，2010 年即被《中国农村扶贫开发纲要（2011-2020 年）》确定为我国重点扶持的集中连片特困地区，所属安化县、桑植县及通道县均被列入国务院扶贫开发领导小组办公室官网发布的《国家扶贫开发工作重

点县名单》。项目惠及建档立卡贫困人口众多，符合人民银行精准扶贫贷款要求，属于基础设施建设类扶贫项目中的道路交通扶贫项目。

怀通高速公路项目是国家高速公路网“7918 网”规划南北纵向线路中的第 7 纵中一段，也是湖南省“五纵七横”高速公路规划中的第 5 段，是国家“十一五”重点工程建设项目；路线起点位于沪昆高速邵怀段竹田枢纽互通，北与建设中的吉首至怀化高速公路相接，主要惠及途经的怀化市中方县、洪江市、会同县、靖州县及通道县，其中中方县、洪江市、会同县及靖州县为湖南省扶贫开发重点县，通道县为国家级扶贫开发重点县。项目全长 197.63km，项目估算总投资 150.6 亿元，2009 年 12 月开工，2013 年 12 月竣工，2014 年起正式运营。该项目的还款资金主要来源于项目路段产生的通行费收入。

张桑高速公路是湖南省高速公路网规划“七纵九横三环”中“第五纵”龙山至新化高速公路的重要组成部分，是湖南西北部的南北向通道之一。项目起于桑植县洪家关乡南岔附近接拟建龙山至桑植高速公路，经桑植北、瑞塔铺、桥头、教字垭、尹家溪，终于张家界市西的蒋家庄，接已通车的张家界至花垣高速公路，并顺接规划建设的张家界至新化高速公路，主要惠及途经的国家级扶贫开发工作重点

县桑植县及湖南省扶贫开发工作重点县永定区。项目路线主线全长 46.95 公里，工程投资估算金额为 52.84 亿元（含连接线），资本金占项目总投资的 25%即 13.21 亿元，目前已通车。

马安高速公路项目是湖南省高速公路网的重要组成部分，东接常德至安化高速公路，西连张家界至新华高速公路。路线起于桃江县马迹塘镇天湾（与二广高速交叉），在双桥与官庄至安化高速公路相接，主要惠及途经的国家级扶贫开发工作重点县安化县，主线全长 66.70 公里。项目总投资为 57.4 亿元（工程可行性研究报告批复金额，下同），其中资本金 14.35 亿元，占总投资金额的 25%，其余 43.05 亿元通过银行贷款等方式融资解决。该项目的还款资金主要来源于项目路段产生的通行费收入，2018 年竣工。

综上，公司本期中期票据所募集资金部分将用于偿还怀通高速公路项目、张桑高速公路项目及马安高速公路项目等扶贫高速公路项目存量贷款。项目所建设的基础设施（高速公路）服务对应贫困区域的贫困人口数占项目服务贫困区域总人口数之比均高于 10%，对贫困地区与周边省市路网的衔接、带动贫困地区的经济发展起着重要作用，符合交易商协会有关扶贫票据的特征和要求。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，

农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审

批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1-6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政

策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域环境

1. 高速公路行业

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。根据交通运输部《2017年交通运输行业发展统计公报》，截至2017年底中国公路总里程477.35万公里，增加7.82万公里，其中高速公路通车里程13.65万公里，增加0.65万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为2.9%；公路密度49.72公里/百平方公里，增加0.81公里/百平方公里。2017年，中国完成公路建设投资21253.33亿元，比上年增长18.2%。其中，高速

公路建设完成投资9257.86亿元，增长12.4%；普通国省道建设完成投资7264.14亿元，增长19.5%；农村公路建设完成投资4731.33亿元，增长29.3%，新改建农村公路28.97万公里。

2018年前三季度，交通固定资产投资完成2.28万亿元，同比增长1.4%。公路水路完成投资1.65万亿元，同比增长0.4%，完成全年1.8万亿元任务目标的91.8%。其中，高速公路完成投资7026亿元，同比增长12.0%，普通国省道、农村公路分别完成投资4717亿元和3548亿元，同比分别下降14.4%和1.3%，水运建设完成投资812亿元，同比下降7.9%。从区域看，西部地区投资规模及增速均高于东部地区和中部地区。从高速公路未来投资规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，2017年全国营业性客运车辆完成公路客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，比上年分别下降5.6%和4.5%，客运量降幅同比有所扩大，旅客周转量降幅同比有所收窄。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2017年全国营业性货运车辆完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，比上年分别增长10.3%和9.3%，增速有所回升。

高速公路行业政策

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿（以下简称《修订稿》），向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限

限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费；特许经营公路，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准收费期限可以超过30年。若《修订稿》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响。但目前新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预【2017】97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网

络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受车流量小、高速公路需求低、债务负高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

总体看，近年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供较低成本融资来源，收费公路管理条例的修订进展及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响仍需关注。

2. 区域经济环境

公司是湖南省重要的高速公路建设及运营主体，湖南省区位优势及区域经济发展规划对公司影响较大。

根据《湖南省2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年湖南省地区生产总值34590.6亿元，同比增长8.0%。其中，第一产业增加值3690.0亿元，同比增长3.6%；第二产业增加值14145.5亿元，同比增长6.7%；第三产业增加值16755.1亿元，同比增长10.3%。三次产业结构为10.7：40.9：48.4，三产占比进一步增加。完成固定资产投资（不含农户）31328.1亿元，同比增长13.1%；其中基础设施投资8517.4亿元，同比增长15.9%。

2017年湖南省客货运输换算周转量5367.0亿吨公里，同比增长6.2%；其中公路货物周转量4318.6亿吨公里，同比增长6.1%。公路旅客周转量526.6亿人公里，同比下降8.7%。截至2017年底，湖南省公路通车里程24.0万公里，同比增长0.6%；其中高速公路通车里程6418.5公里，较上年增加338.5公里。根据湖南省交通

运输工作会议精神，“十三五”期间，湖南省计划高速公路投资1500亿元，建设2823公里，新建成1835公里，通车总里程达到7000公里以上，基本建成“六纵六横”高速公路骨架网，实现县县通高速。

2017年，湖南省一般公共预算收入4565.7亿元，同比增长7.4%；地方收入2756.7亿元，同比增长4.9%，其中税收收入1758.8亿元，同比增长18.7%。一般公共预算支出6857.7亿元，同比增长8.2%，财政自给率有所下滑。全省政府性基金收入1282.4亿元（同比增长22.96%），加上中央补助、专项债务收入合计2375.5亿元。截至2017年底，全省地方政府债务余额7756亿元，当年新增债券623.4亿元，中央核定债务限额7887.3亿元。

根据湖南省统计局公布数据，2018年前三季度，湖南省地区生产总值25321.58亿元，按可比价格计算，同比增长7.8%；1~9月全省固定资产投资同比增长10%。前三季度湖南省公路完成货运量14.68亿吨、货物周转量2225.77亿吨公里，分别增长3.6%和5.6%；同期完成公路客运量6.98亿人、旅客周转量374.20亿人公里，分别下降9.3%和8.7%。1~9月，湖南省完成一般公共预算收入3588.87亿元，同比增长6.31%；一般公共预算支出6194.03亿元，同比增长14.94%。

总体看，湖南省经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长，财政实力较强；公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年10月30日，公司注册资本300.00亿元，实收资本9.96亿元，股东为湖南省国资委，实际控制人为湖南省人民政府。

2. 企业规模和竞争力

公司是湖南省属唯一的国有独资高速公

路投资运营主体，在区域内具有很强的行业竞争优势，负责对湖南省境内全部政府还贷高速公路实行统一投资、统一经营、统一管理，此外还拥有部分经营性高速公路。

湖南省高速公路可分为政府还贷性高速公路和经营性高速公路两大类。政府还贷性高速公路由省级及地方政府投资建设管理，根据《湖南省高速公路建设管理试行办法》（湘交基建【2007】22号），湖南省级政府投资的高速公路项目均由公司实施建设管理；经营性高速公路分为：①国有企业通过购买经营权形成，如长潭、长永和潭耒高速等；②外资、民营资本通过购买经营权形成，如长益高速。

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。公司在高速公路投资建设与运营管理方面积累了丰富的经验，公司的工程建设品质优良，多次获得国内外大奖。其中潭耒高速公路获得中国土木工程“詹天佑奖”；临长高速公路获得中国建筑工程“鲁班奖”；常张高速公路获得国家环境保护部授予的第二届“国家环境友好工程”奖，是全国公路建设行业唯一获此奖项目。

总体来看，公司具有较强的规模实力和明显的区域经营优势，行业竞争实力强。

3. 人员素质

截至2018年9月底，公司党委会成员4名¹，其中董事长1名，总经理1名、副总经理1名、纪委书记1名。

谢立新先生，1960年生，大学本科学历，高级工程师，历任湘耒高速公路建设开发有限公司经理、党委书记，潭耒高速公路管理处党委书记，常张高速公路建设开发有限公司经理、常张高速公路管理处党委书记、处长，公司总经理、党委书记；2018年9月起任公司党委副书记（主持党委工作）、法定代表人、董事长。

何海鹰先生，1963年生，硕士，高级工程师，历任长常高速公路管理处副处长、处长、党委书记、长益高速公路有限公司总经理，公司副总经理、党委委员，2018年9月起任公司总经理、党委副书记。

截至2018年9月底，公司在职员工12227人；其中高级职称420人、中级职称588人；按学历划分，研究生及以上学历264人、本科学历4404人；按年龄划分，30岁以下4261人、30~50岁7591人、50岁以上375人。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富，员工整体素质较高，年龄结构适当，能满足公司发展需要。

4. 外部支持

公司作为湖南省属唯一的国有独资高速公路投资运营主体，在政策、财政和融资各方面均获得政府的大力支持。

公司投资项目以政府还贷性高速公路为主，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，对公司政府还贷性项目的借款实行统借统还。

近年来，公司建设的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2009~2010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，根据湖南省交通厅《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），湖南省交通厅终止公司全资子公司投资集团长沙至湘潭高速公路（长

¹根据湘国资预算函【2018】211号文，公司改制过渡期间由党委会对发行债券和银行贷款等融资业务进行集体决策。

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。

2014年,根据湘交办函【2014】923号文件,湖南省交通厅决定终止公司的全资子公司投资集团炎陵至汝城高速公路、醴陵至茶陵高速公路等2个高速公路项目特许经营权,并将项目性质由经营性收费公路变更为政府还贷性收费公路,由公司负责后续投资建设及管理,通车收费期限不变。湖南省交通厅湘交办函【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《湖南省高速公路集团有限公司关于完成相关资产划转事宜的公告》,上述资产划转事宜已完成。上述两条高速公路项目账面价值266亿元,评估价值324亿元,故资产划转完成后,公司资产总额和净资产各增加58亿元,负债总额无变化,生产经营无变化。

近几年公司在建高速公路项目资金需求很大。为支持规划项目能按期开工建设,湖南省财政厅以湘财建【2008】50号文,专门制定了高速公路资本金筹措方案,由湖南省财政从交通规费收入(税费改革后为财政划拨给湖南省的返还资金)、公路建安营业税及经营性公路所得税返还、交通对外投资收益、转让收费权、外债贷款、财政预算资金等收入中安排足额资金,确保项目的资本金投入,该方案已经湖南省人民政府审批通过。

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2014~2028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支撑。

2014年,公司收到交通厅拨付的资金分别冲减当年“应收账款”3.00亿元、“其他应收款”6.00亿元;2015年公司收到交通厅拨付的资金分别冲减当年“应收账款”28.00亿元、“其他应收款”13.58亿元。

2016年,公司收到交通厅拨付的资金冲减“其他应收款”30.66亿元。根据湖南省财政厅《关于下达2016年高速公路存量债务置换债券资金的通知》(湘财建函【2016】38号文),湖南省财政厅根据公司高速公路建设存量债务到期情况下达公司2016年高速公路存量债务置换债券资金110.00亿元作为对公司的补贴,计入“营业外收入-政府补贴”。

2017年,公司收到政府拨付资金合计199.88亿元,其中98.42亿元计入“资本公积”,74.46亿元冲减“应收账款及其他应收款”,27.00亿元计入“营业外收入-政府补助”;2017年,公司收到政府债券置换补贴收入161.88亿元。

2018年1~9月,公司收到上级拨入资金110.00亿元,计入“资本公积”;收到政府补助资金11.55亿元,计入“营业外收入”。截至2018年9月底,公司已建成和在建政府还贷性高速公路共56条,资本金合计956.77亿元,实际收到政府拨付的政府还贷性高速公路资本金投入785.69亿元,其中534.78亿元计入“资本公积”,250.91亿元计入“营业外收入”。

总体看,近年来政府对公司的建设资金拨付、债务置换和财政补贴力度大,有力支持了公司的快速发展。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码G10430102002507103),

截至2019年1月25日，公司不存在未结清的不良和关注类信贷信息，存在10笔已结清的不良和关注类贷款；根据中国邮政储蓄银行湖南省分行直属支行出具的说明，上述关注类贷款均系2013~2014年间因银行贷款系统原因所致。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会，由湖南省国资委代表湖南省人民政府履行股东职权，批准公司经营方针及中长期战略规划，委派和更换公司非职工董事、监事，指定公司董事长、副董事长及监事会主席，重大投融资、资产处置等董事会权限以上事项的审批，以及对公司注册资本、章程变更等重大事项的审批。

公司设董事会，对湖南省国资委负责。董事会由7名董事组成，其中职工董事1名，外部董事2名；董事会负责执行股东决定并向其报告，决定公司年度经营计划和投资方案，制订公司中长期规划、注册资本变更方案，制定公司基本管理制度，决定公司内部管理机构、分公司的设置，按照相关规定聘任或解聘公司高级管理人员、财务负责人等。

公司监事会由7名监事组成，其中职工监事3名，由职工代表大会选举，剩余4名由湖南省国资委代表湖南省人民政府委派；公司董事、高级管理人员等不得兼任监事。监事会负责检查公司相关规章制度和财务执行情况，对公司重大决策、重大项目安排、重要人事任免及大额资金运作进行监督，监督公司董事、高级管理人员行为并提出奖惩、任免等。

公司经理层由7人组成，其中总经理1名，副总经理存在缺位情况²；总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会监督管理和监事会监督。总经理主持公司生产运营管理工作、组织实施董事会决议，组织拟订公司年

度经营计划、财务预算决算草案、发行债券、兼并重组、产权转让及改制方案，组织拟订公司内部管理机构、分支机构设置方案、公司基本管理制度及规章制度等。公司建立总经理办公会议制度，总经理办公会会议纪要应于会后2个工作日内送到所有董事、监事、党委委员。

由于公司改制时间尚短，法人治理结构等仍待优化完善，高管人员尚未全部到位；公司章程目前仅用于注册，待公司改制顺利完成后公司章程或将调整，法人治理结构等将同步进行修订。

2. 管理水平

截至2018年9月底，公司本部内设办公室、财务处、工程处、收费稽查处、养护处等16个职能部门。公司在严格执行国家及行业的相关规范的同时，根据《湖南省高等级公路管理条例》《湖南省高速公路建设管理试行办法》《湖南省政府投资高速公路建设资金管理暂行办法》等制定了较为完备的工程建设、运营管理和经营开发等相关业务制度。

投资管理方面，湖南省全省高速公路规划由交通厅负责组织编制。公司现有的对外投资主要是根据省政府安排，为省内重大交通基础设施项目建设提供支持。公司制定了严格的投资项目授权管理机制，重大的对外投资计划须经高管层讨论后决定。

项目管理方面，公司在重大项目建设时实行每条高速公路项目设一家项目公司的项目管理方式。具体来说，对高速公路建设项目实行两级管理，公司本部作为建设单位（业主），项目公司代表业主对建设工程进行管理，高速公路建设资金实行集中管理和支付。建成后的高速公路按照“总公司——管理处——收费站”的模式进行管理，资金管理方面，公司遵循专款专用、讲求效益的原则，公司年初编制年度预算支出上报湖南省国资委审定，再由湖南省国资委报省财政厅核定，由湖南省财政厅通知下达高速公路建设年度支出预算的规模。

² 公司改制过渡期间，部分高级管理人员职务尚未完成变更，其职务仍为湖南省高速公路建设开发总公司副总经理。

对外担保方面，公司制定了对外担保原则和管理办法，加强担保业务的管理、控制担保风险。公司原则上不对外提供担保，确因工作需要的担保，由财务处提出申请，报请公司高管层研究讨论后决定。对外担保由财务处办理，财务处建立担保业务备查档案并落实责任人对担保业务事项进行监督。

整体看，公司已设置了较合理的组织架构，未来或将随着改制进一步优化；但公司代表政府履行交通设施投资建设与运营管理等职能，在投资和经营上受政策的影响较大。

七、经营分析

1. 经营概况

2015~2017年，公司营业收入不断增长，分别为113.80亿元、123.14亿元和137.71亿元。其中，高速公路车辆通行费收入为公司收入的主要来源，近三年车辆通行费收入占比逐

年上升，分别为81.91%、82.13%和84.19%。2015~2017年，随着通车里程增加和路网效应的显现，公司通行费收入逐年增长；2017年公司通行费收入115.94亿元，同比增长14.63%。

公司商品销售主要为建材销售，2015~2017年，分别实现收入1.27亿元、1.77亿元和1.21亿元。公司建材销售方面无明显的市场优势，公司将逐步缩小建材销售业务的规模。2015~2017年，公司工程业务分别实现收入6.71亿元、7.92亿元和0.19亿元，2017年大幅下降主要系投资集团原下属子公司湖南尚上建设开发有限公司2016年底划出所致；当期收入主要来自投资集团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施工、维护改建和配套工程等业务收入。2017年，公司实现其他收入20.37亿元，其中长潭、潭耒等路转让摊销收入3.17亿元，投资集团下属子公司委托贷款收入8.34亿元。

表2 近年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1-9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车辆通行费	93.21	81.91	85.47	101.14	82.13	86.17	115.94	84.19	81.93	96.05	92.81	89.58
商品销售	1.27	1.12	15.17	1.77	1.44	15.07	1.21	0.88	10.31	1.56	1.51	13.42
工程收入	6.71	5.90	7.44	7.92	6.43	9.02	0.19	0.14	30.01	0.23	0.22	-8.73
其他	12.61	11.08	59.73	12.31	10.00	60.96	20.37	14.79	59.34	5.65	5.46	64.39
合计	113.80	100.00	77.23	123.14	100.00	77.67	137.71	100.00	77.89	103.49	100.00	86.84

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。

从毛利率来看，公司通行费业务毛利率水平较高，2015~2017年分别为85.47%、86.17%和81.93%，主要系公司根据湖南省交通厅批复自2015年起不再对政府还贷性高速公路计提折旧所致；同期公司商品销售业务毛利率持续下降，2015~2017年分别为15.17%、15.07%和10.31%；工程业务毛利率持续上升，分别为7.44%、9.02%和30.01%。综合看，随着车辆通行费业务收入占比的提高，公司综合毛利率有所上升，2017年为77.89%。

2018年1~9月，公司实现营业收入103.49亿元，其中车辆通行费96.05亿元，占92.81%；受车辆通行费毛利率上升至89.58%影响，当期综合毛利率为86.84%。

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

2. 业务经营分析

(1) 高速公路投资和经营

湖南省所有政府还贷性高速公路均由公司负责建设、经营及管理，主营业务在省内居垄断地位。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、投资集团以经营性项目为主”两种经营模式。对于政府还贷性高速公路，由政府负责资本金筹措，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，公司收到的资本金计入“资本公积”和“营业外收入”。对于经营性项目，由子公司投资集团通过 BOT 方式建设运营，自行筹集资金、自主支配通行费收入。通行费收取方面，公司政府还贷公路实行“收支两条线”的管理模式。公司在收取政府还贷公路通行费后，将所收取通行费全部存入湖南省财政厅指定财政专户，上缴至国库，然后湖南省财政厅根据省财政预算安排，依据公司缴库数额，全额拨付公司。公司经营性公路通行费由公司自主收取及支配。

已建成高速公路情况

截至 2018 年 9 月底，公司管辖的高速公路里程 4579.94 公里（合并口径），占全省通车里程的 69.58%。其中，政府还贷性高速公路 4422.86 公里，经营性高速公路 157.08 公里。公司管辖的高速公路包含 18 条国家高速公路网境内路段，其中，耒宜高速公路和临长高速公路是国家高速公路网第 3 条放射线京港澳高速公路（北京-港澳）的组成路段；常吉、凤大、大岳高速公路是国家高速公路网第 12 条东西横线杭瑞线（杭州-瑞丽）的组成路段；潭邵、邵怀、怀新高速公路是国家高速公路网第 13 条东西横线沪昆线（上海-昆明）的组成路段；衡枣、衡炎、耒茶高速公路是国家高速公路网

第 15 条东西横线泉南线（泉南-南宁）的组成路段；吉茶、吉怀、怀通高速公路是国家高速公路网包茂线组成路段；宁道、汝郴、郴宁高速公路是国家高速公路网厦蓉线组成路段。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。

2015 年，公司新通车路段为邵坪高速、大岳高速（部分通车）和龙永高速（部分通车），除大岳高速隶属国高网杭瑞线外，新开通高速均为湖南省地方高速公路。2016 年，公司新建成京港澳新开连接线、娄衡高速和南岳东延线合计 3 条地方高速公路。其中南岳东延线为经营性高速公路；另外，大岳（路）高速和龙永高速当年全线通车。2017 年，公司新增高速公路里程约 340 公里，主要是永吉高速、益娄高速、武靖高速和桑张高速新建成通车，炎汝高速剩余路段（18.99 公里）建成通车共同所致。2018 年 1~9 月，公司新增高速公路里程约 60.00 公里，主要是益马高速建成通车所致。

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，目前由现代投资股份有限公司（以下简称“现代投资”，公司持股 27.19%）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。

总体看，公司下辖高速公路资产优良，对连接湖南省与周边省份陆路交通起到重要交通枢纽的作用。

表 3 2018 年 9 月底公司主要经营管理的高速公路（单位：公里）

序号	路段名称	起止点	通车里程	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	159.91	2005.12	国高网（长张）	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	衡炎高速	衡阳—炎陵	114.19	2009.12	国高网（泉南线）	20年
12	韶山高速	韶山互通—韶山	13.29	2008.12	地方高速	20年
13	道贺高速	道县—贺州	53.04	2011.12	地方高速	20年
14	吉茶高速	吉首—茶峒	64.95	2012.03	国高网（包茂线）	20年
15	吉怀高速	吉首-怀化	104.84	2012.12	国高网（包茂线）	20年
16	炎睦高速	炎陵-睦村	18.12	2012.12	地方高速	20年
17	炎陵高速	炎陵分路口-炎陵县城	11.83	2012.12	地方高速	20年
18	宁道高速	宁远-道县	91.73	2012.11	国高网（厦蓉线）	20年
19	汝郴高速	汝城-郴州	112.35	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	147.11	2013.11	地方高速	20年
24	凤大高速	凤凰-大兴	32.35	2013.11	国高网（杭瑞线）	20年
25	洞新高速	洞口-新宁	118.07	2013.12	地方高速	20年
26	怀通高速	怀化-通道	197.63	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	耒茶高速	界化垌-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	150.99	2013.12	地方高速	20年
37	怀化绕城高速		23.58	2014.12	地方高速	20年
38	东常高速	澧县-常德	131.26	2014.12	国高网（二广线）	30年
39	邵坪高速	邵阳-坪上	35.23	2015.12	地方高速	20年
40	大岳高速	临湘-岳阳	72.20	2015.12	国高网（杭瑞线）	20年
41	龙永高速	龙山-永顺	91.09	2015.12	地方高速	20年
42	京港澳新开联络线	--	3.30	2018.5	地方高速	20年
43	娄衡高速	娄底-衡阳	116.88	2016.12	地方高速	20年
44	永吉高速	永顺-吉首	85.57	2017.11	地方高速	20年
45	益娄高速	益阳-娄底	105.93	2017.12	地方高速	20年
46	桑张高速	桑植-张家界	46.95	2017.12	地方高速	20年
47	武靖高速	武冈-靖州	83.54	2017.12	地方高速	20年
48	益马高速	益阳-马迹塘	57.90	2018.2	地方高速	20年

政府还贷性高速公路小计			4422.86	--	--	--
49	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30年
50	新溁高速	新化-溁浦	92.68	2014.12	地方高速	30年
51	南岳东延线	--	12.58	2016.12	地方高速	30年
经营性高速公路小计			157.08	--	--	--
合计			4579.94	--	--	--

资料来源：公司提供

注：①国高网，即国家高速公路网；②炎汝高速主要路段均于2013年开通，剩余18.99公里于2017年开通。

高速公路运营情况

2015~2017年，公司主要运行的高速公路日均车流量（标准小车）波动中有所增长，分别为73.79万辆/日、67.78万辆/日和74.56万辆/日。2015年6月1日起，根据“湘政办函【2015】64号”文，湖南省全省高速公路载货类汽车实施计重收费，对超载车辆0<超限率≤30%的，超限装载部分按基本费率的1倍线性递增至4倍计费；30%<超限率≤100%的，超限装载部分按基本费率的4倍线性递增至10倍计费；超限率>100%，超限装载部分按基本费率的10倍计费，该政策的执行大幅提高了高速公路的通行费收入，同时也减轻了由于超载车辆破坏路面而增加的养护成本。受此政策、近年通车里程的增加以及路网效应的发挥影响，公司高速公路实际通行费收入持续增长，2017年达到115.94亿元，同比增长14.63%。公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段包括（以2017年实际通行费收入为基础）：临长高速、潭邵高速、耒宜高速、邵怀高速、衡枣高速和常吉高速，合计占当期总收入比重

53.32%。上述六条高速公路均为国家高速公路网的组成路段，路网地位优越，收费能力强。

近三年潭邵高速收入波动下滑，主要系其路面状况较差，部分跨省大货车绕走其他路段所致。潭邵高速于2016年5月至12月期间实施半封闭大修工程。怀新高速、莲易高速等高速公路通行费收入2016年有所下降，主要也是受潭邵高速影响；但受治超治限政策的执行，上述高速2017年通行费收入均有所增长。受益于路网的形成、车流量培育逐渐见效和当地经济增长，公司近年通车的吉茶、吉怀、娄新、长湘、衡武和醴茶高速等2015~2017年通行费收入逐年增长。

2018年1~9月，公司主要高速公路通行费收入合计96.05亿元，相当于2017年全年的82.84%；同期，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）为合计78.30万辆/日，高于上年平均水平。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发展、高速公路路网完善以及周边省份经济持续发展，公司车流量及通行费收入有望继续增长。

表4 公司主要高速公路通行费收入情况（单位：万元）

路段名称	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
莲易高速	1873.41	1417.94	1929.39	1312.52
耒宜高速	96956.84	97023.28	101469.16	81199.97
临长高速	173615.28	173147.55	169828.20	128956.01
潭邵高速	123304.00	85118.98	114816.58	82342.05
衡枣高速	66393.04	64872.02	65623.28	50680.2
常张高速	32516.69	38671.34	45506.21	37215.09
衡大高速	6585.26	6730.54	6916.88	5380.25
邵怀高速	91876.31	87117.59	95669.36	63308.96
怀新高速	27753.94	23102.61	24034.41	17502.25
常吉高速	57410.52	63428.57	81950.67	67582.5

衡炎高速	15659.61	17616.05	19718.13	16542.26
道贺高速	2399.57	2625.52	2578.60	3304.97
吉茶高速	29151.25	30088.36	33187.04	22059.55
吉怀高速	44927.42	52175.27	59257.44	47728.76
炎睦（炎陵）高速	775.77	662.52	619.70	512.68
宁道高速	4765.97	5487.49	6710.82	6847.14
汝郴高速	5199.28	6822.00	13520.26	11077.17
郴宁高速	8816.63	9873.97	13125.07	11776.16
大浏高速	8659.81	8498.09	9430.09	7287.13
长湘高速	18900.25	21635.14	26038.73	20928.83
衡桂高速	16020.49	17419.07	18662.37	16988.22
桂武高速	13279.91	13045.85	13602.67	11710.09
娄新高速	22837.74	23762.70	25602.94	23195.95
通平高速	4477.12	6056.99	9444.84	8564.97
浏醴高速	8869.69	11281.03	14817.49	13720.87
南岳高速	4340.55	4603.31	4426.15	3930.42
醴茶高速	9797.03	19420.07	20655.21	19389.19
长沙绕城高速	5179.8	8858.91	12356.10	10263.5
怀通高速	9318.32	13626.48	18663.29	19627.66
张花高速	9354.95	20673.78	26138.00	19984.45
洞新高速	3149.66	4601.29	5521.72	7433.82
凤大高速	5019.02	7668.95	11112.25	9574.68
耒茶高速	2281.37	4227.95	5949.49	5105.33
石华高速	618.61	830.46	931.13	926.5
炎汝高速	3390.03	6113.62	8123.51	13087.36
怀化绕城	1475.67	1698.67	2517.40	2753.02
新溆高速	9810.85	11588.03	15546.45	17617.25
龙永高速	1.62	2239.92	6785.21	11273.27
邵坪高速	9.67	2647.65	3364.65	4070.13
大岳高速	0.77	1031.82	3783.40	12476.6
娄衡高速	--	10.84	4362.71	7188.41
南岳东延线	--	5.86	805.06	566.48
东常高速	--	--	54235.42	42324.32
永吉高速	--	--	953.51	10415.85
益娄高速	--	--	9.27	6289.71
武靖高速	--	--	5.78	3248.59
桑张高速	--	--	9.36	2793.06
益马高速	--	--	--	4265.69
京港澳高速公路新开联络线	--	--	--	7.54
合计	946773.72	977528.08	1180315.40	992337.38

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；②2015年末通车的邵坪高速、龙永高速和大岳高速，2016年通车的娄衡高速，2017年通车的永吉高速、益娄高速、武靖高速、桑张高速，2017年底开通的益马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成本；③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；上表列示高速公路为公司及下属子公司自营的高速公路。④由于经营性高速公路通行费根据通行费收入拆账报表金额返还，故存在收入到账时间差，表1中列示的通行费实际为前年12月至当年11月合计数据。

表5 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	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
莲易高速	3931.00	3407.00	3614.00	3189.00
未宜高速	50421.00	44676.00	44868.00	44495.00
临长高速	74575.00	70507.00	70521.00	67337.00
潭邵高速	108652.00	58610.00	51945.00	52055.00
衡枣高速	41150.00	37250.00	37029.00	37192.00
常张高速	29099.00	30006.00	32233.00	32365.00
衡大高速	13910.00	13139.00	13061.00	13114.00
邵怀高速	32475.00	25508.00	26370.00	26423.00
怀新高速	22198.00	15921.00	15842.00	15739.00
常吉高速	17730.00	18283.00	20403.00	20487.00
衡炎高速	15266.00	15245.00	15358.00	15452.00
道贺高速	5324.00	5100.00	5009.00	6659.00
吉茶高速	29178.00	26909.00	27257.00	25961.00
吉怀高速	25358.00	24471.00	25131.00	25234.00
炎睦（炎陵）高速	4179.00	3748.00	2915.00	2834.00
宁道高速	8168.00	8341.00	8553.00	9433.00
汝郴高速	4956.00	5060.00	8958.00	9025.00
郴宁高速	9129.00	9034.00	9195.00	9280.00
大浏高速	11662.00	11908.00	11939.00	11982.00
长湘高速	12845.00	12691.00	12763.00	12809.00
衡桂高速	8395.00	7000.00	6807.00	7064.00
桂武高速	9940.00	8297.00	8177.00	8493.00
娄新高速	13426.00	12998.00	12992.00	13091.00
通平高速	13769.00	12628.00	15049.00	15465.00
浏醴高速	10890.00	11209.00	11699.00	11999.00
南岳高速	11926.00	12178.00	12124.00	11912.00
醴茶高速	5277.00	5600.00	5763.00	6067.00
长沙绕城高速	14758.00	15664.00	16926.00	16990.00
怀通高速	35862.00	38062.00	41739.00	41910.00
张花高速	15679.00	16720.00	17412.00	17461.00
洞新高速	14274.00	15106.00	15418.00	16000.00
凤大高速	11970.00	12334.00	13108.00	13273.00
耒茶高速	10147.00	9875.00	11415.00	11594.00
石华高速	2568.00	2622.00	2879.00	3002.00
炎汝高速	21896.00	22358.00	24967.00	28787.00
怀化绕城	3236.00	3298.00	4968.00	50310.00
新溆高速	11936.00	12188.00	12366.00	12411.00
龙永高速	463.00	5905.00	11669.00	12050.00
邵坪高速	871.00	8040.00	8081.00	8248.00

大岳高速	369.00	5227.00	12503.00	12717.00
娄衡高速	--	420.00	11974.00	12258.00
南岳东延线	--	276.00	3138.00	3020.00
东常高速	--	--	17884.00	17975.00
永吉高速	--	--	2920.00	7784.00
益娄高速	--	--	261.00	8501.00
武靖高速	--	--	176.00	6135.00
桑张高速	--	--	235.00	5885.00
益马高速	--	--	--	6513.00
京港澳高速公路新开联络线	--	--	--	275.00
合计	737858.00	677819.00	745614.00	782976.00

资料来源：公司提供

收费标准

收费标准方面，根据湘政办函【2007】94号文，自2007年6月1日起，湖南高速公路京珠高速公路网实行载货类（含客货两用）汽车开始实施计重收费（长张高速公路网和其他未联网的高速公路未实行计重收费）。截至2018年9月底，公司下辖高速公路基本实现载货类（含客货两用）汽车计重收费，其中，常张、常吉、吉茶高速公路计重收费从2012年8月1日起开始实施。此外，根据湘政办函【2015】

64号文，湖南省自2015年5月起提高对载货类汽车超载部分的计费费率。根据湘政办函【2018】76号文，湖南省高速公路超限超载载货类汽车正常装载部分计费标准调整为统一按基本费率计费，高速公路合法装载载货类汽车计费标准不变。对通行湖南省高速公路超限超载载货类汽车，其超限超载部分计费标准仍按湘政办函【2015】64号文规定执行。

公司目前执行的载客及载货车辆收费标准详见表6、表7。

表6 湖南省高速公路载客类车辆车型分类及收费标准

车型	≤7座	8~19座	20~39座	≥40座
费率（元/车·公里）	0.40	0.70	1.00	1.20

资料来源：公司提供

表7 湖南省高速公路载货类汽车计重收费标准

项目	收费标准	
基本费率	0.08元/吨公里	
正常装载部分	0.08元/吨公里	
超限装载部分	0<超限率≤30%	超限装载部分按基本费率的1倍线性递增至4倍计费
	30%<超限率≤100%	超限装载部分按基本费率的4倍线性递增至10倍计费
	超限率>100%	超限装载部分按基本费率的10倍计费

资料来源：公司提供

注：①车货总重不足5吨时按5吨计费。收费标准以5元为计费单位，计费不足5元的按5元计费。②最终费额按以下办法取整：费额零头≤2.49元，舍去；2.50元≤费额零头≤7.49元，归5元；7.5元≤费额零头≤9.99元，归10元。

高速公路养护

公司所辖高速公路养护管理工作实行“统筹规划、统一管理、分级负责、分类实施”。

公司本部承担养护管理的指导、监督、检查及考核等养护管理工作，各高速公路运营单位按相关要求具体负责所辖路段各项养护工

作。公司每年年初对各运营管理单位下达当年度养护计划，年度养护计划经费总额按通行费一定比例进行包干使用，养护经费主要用于高速公路所有设施的保养及维修。高速公路大修则根据路段的通车年限、流量及路况指标综合考虑，一般通车 10 年以上才考虑大修。通常每年的养护经费约占前一年度通行费收入的 10%。2015~2017 年，公司高速公路养护费用分别为 11.69 亿元、9.79 亿元和 8.00 亿元；2018 年 1~9 月，公司高速公路养护费用 6.81 亿元。

对通车年份较长的高速公路，如有大型修复或改建路段，公司将其作为独立的项目立项上报湖南省国资委、省发展和改革委员会；政府拨付 25% 的项目资本金，其余申请银行贷款解决。

在建高速公路情况

表 8 截至 2018 年 9 月底公司在建高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	开工时间	通车时间	建设里程	总投资	已完成投资	2018 年 10~12 月拟投资	2019 年拟投资	2020 年拟投资
马安高速	2015	2018	67.41	58.93	57.22	1.71	--	--
南益高速	2015	2019	86.37	79.97	76.80	2.47	0.70	--
莲花冲至株洲公路改建工程	2015	2018	50.38	30.04	29.51	0.53	--	--
张花高速连接线	2015	2018	118.27	15.29	10.91	4.38	--	--
龙琅高速	2016	2020	75.00	84.84	50.01	12.1	17.00	5.73
长沙至益阳高速公路扩容工程	2016	2019	49.80	77.97	42.2	13.6	22.17	--
洞新高速崑山连接线	2016	2018	6.98	1.15	1.07	--	0.08	--
新溆高速大熊山连接线	2016	2018	47.90	4.59	3.82	0.77	--	--
合计			502.11	352.78	271.54	35.56	39.95	5.73

资料来源：公司提供

拟建项目

截至 2018 年 9 月底，公司拟建项目为管庄至新化高速公路项目，项目建设里程 77.00 公里；总投资 136.53 亿元，2019~2022 年拟分别投资 25.00 亿元、41.00 亿元、41.00 亿元和 29.53 亿元；项目建设资金来源待定。

整体看，公司已通车高速公路运行情况良好，在建拟建项目待投资规模较大，面临一定资本支出压力；但考虑到公司在建高速公路均为政府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持。同时“二纵五横”的湖南省高速公

截至 2018 年 9 月底，公司在建的主要高速公路项目合计 8 个，全部是政府还贷性项目，建成后均由公司本部负责运营；合计建设里程 502.11 公里，总投资 352.78 亿元；截至 2018 年 9 月底完成投资 271.54 亿元，计划于 2018~2020 年通车。资金筹措方面，政府还贷性高速公路项目的建设资金主要来源于中央预算内资金（含国债、车购税资金）、湖南省财政预算内资金、湖南省交通规费资金、公司自筹资金、银行贷款等；截至 2018 年 9 月底，在建政府还贷性项目累计到位资金 169.61 亿元，占项目投资总额的 48.08%。

总体看，公司近年通车路段较多，通车里程快速增长，带动湖南省高速公路网布局更加完善，未来路网效应应陆续显现，公司通行费收入将继续增长。

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。

(2) 其他业务

公司收入中除通行费以外的营业收入主要来自投资集团和财务公司。投资集团为公司全资子公司，公司对财务公司直接持股 60%，通过投资集团间接持股 25%。

公司商品销售收入主要来自于投资集团的建材销售收入。2015~2017 年，商品销售收入分别为 1.27 亿元、1.77 亿元和 1.21 亿元。

由于公司建材销售方面无明显优势，公司近年开始调整战略规划，将逐步缩小该业务规模。

工程业务方面，投资集团原下属子公司湖南省高速百通建设投资有限公司等开展了通信电缆等配套工程、道路建设、改建和维护等业务，2015~2017年分别实现收入6.71亿元、7.92亿元和0.19亿元；2017年大幅下降系公司原二级子公司湖南尚上建设开发有限公司2016年底划出所致。

房地产业务方面，公司目前在建项目为金色溪泉湾高档住宅项目，规划建筑面积58.05万平方米，总投资44.02亿元；截至2018年9月底该项目已完成投资18.45亿元，完成销售19.02万平方米，累计实现销售收入13.47亿元，待售面积2.15万平方米。

委托贷款方面，为保障湖南省高速公路建设进度，投资集团向省内民营高速公路企业提供委托贷款支持；2017年公司确认委托贷款收入8.34亿元，系投资集团确认潭衡西高速委托贷款利息收入。截至2018年9月底，公司委托贷款余额9.35亿元，相关民营企业均已实质性违约；公司已针对不同项目采取相应措施，截至本报告出具之日，公司已收回潭衡西项目欠付款项本息合计31.00亿元，宜凤项目正在法院执行阶段，长浏项目已向法院申请强制执行；联合资信将持续关注其后续进展情况。

整体看，近年来公司非核心业务收入有所波动，未来业务规模或将逐步缩小。

3. 未来发展

未来，公司将按照湖南省总体部署，以打造中部交通枢纽为目标，加大湖南省内重点高速公路项目的建设力度；公司将进一步加快高速公路的市场化、企业化、资本化进程。建立资金使用效益指标考核体系，推动由粗放型扩张向提高管理水平和经济效益转变；优化债务结构，创新筹融资方式，满足高速公路建设需要；持续壮大发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了带强调事项（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10.70亿元移交给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。截至2017年底，湖南省公路建设投资公司尚未支付公司债务本息5.37亿元）的无保留意见的审计结论；该强调事项不影响已发表审计意见。公司提供的2018年三季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2018年9月底，公司纳入合并范围的一级子公司3家。2016年公司合并范围新增湖南省高速公路基金管理有限公司1家，为新设子公司，注册资本1000.00万元，尚未实现营业收入；减少湖南省高速公路机电建设开发有限公司1家，系公司对无业务收入子公司的处置。2017年和2018年1~9月，公司合并范围无变化。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小，财务可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额4245.28亿元，所有者权益1362.97亿元（其中少数股东权益5.42亿元）；2017年，公司实现营业收入137.71亿元，利润总额8.51亿元。

截至2018年9月底，公司合并资产总额4527.27亿元，所有者权益1487.09亿元（其中少数股东权益5.21亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入103.49亿元，利润总额15.24亿元。

截至2017年底，公司母公司资产总额4006.68亿元，所有者权益合计1305.59亿元；2017年，母公司实现营业收入118.60亿元，利润总额10.98亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司母公司资产总额 4240.92 亿元，所有者权益合计 1439.11 亿元；2018 年 1~9 月，母公司实现营业收入 95.98 亿元，利润总额 24.30 亿元。

年均复合增长率为 4.59%，主要来自固定资产的增加。2017 年底，公司资产总额 4245.28 亿元，同比增长 5.94%，主要系非流动资产增长所致，非流动资产占比进一步增长至 94.51%。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额有所增长，

表9 公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	561.73	14.47	311.35	7.77	233.06	5.49	149.24	3.30
货币资金	141.79	3.65	82.67	2.06	132.47	3.12	59.58	1.32
应收账款	104.98	2.71	79.99	2.00	28.99	0.68	11.19	0.25
其他应收款	265.96	6.85	108.63	2.71	29.14	0.69	37.21	0.82
非流动资产	3319.13	85.53	3696.02	92.23	4012.22	94.51	4378.03	96.70
固定资产	1955.86	50.40	2640.68	65.90	2991.21	70.46	3022.85	66.77
在建工程	1127.72	29.06	826.05	20.61	648.96	15.29	770.36	17.02
无形资产	165.06	4.25	147.82	3.69	287.96	6.78	394.62	8.72
资产总额	3880.86	100.00	4007.37	100.00	4245.28	100.00	4527.27	100.00

资料来源：审计报告和财务报告

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速下降，年均复合下降 35.59%。2017 年底，公司流动资产 233.06 亿元，同比下降 25.14%，主要系应收账款和其他应收款下降所致。

2015~2017 年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降 3.34%。2017 年底，公司货币资金 132.47 亿元，同比增长 60.25%，以银行存款（占 98.75%）为主，受限资金 1.62 亿元。

2015~2017 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 47.45%。2017 年底，公司应收账款 28.99 亿元，同比下降 63.76%，系收到交通厅回款所致；整体账龄较短，1 年以内的占 90.92%；前五名应收账款占 87.71%，集中度较高，其中应收交通厅的款项占比 54.26%。

2015~2017 年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 66.90%。2017 年底，公司其他应收款 29.14 亿元，同比下降 73.17%，主要系交通厅回款所致。从账龄看，3 年以上的占

48.31%，账龄较长。从欠款集中度看，前五名欠款方占 67.24%，集中度一般。整体看，公司其他应收款集中度一般，回收风险不大，但对公司资金形成一定占用。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 9.95%。2017 年底，公司非流动资产 4012.22 亿元，同比增长 8.56%，主要系固定资产和无形资产增长所致。

2015~2017 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 23.67%。2017 年底，公司固定资产 2991.21 亿元，同比增长 13.27%，系大岳、龙永、邵坪高速公路结束试运营转入固定资产所致；政府还贷高速公路不计提折旧。

2015~2017 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 24.14%。2017 年底，公司在建工程 648.96 亿元，同比下降 21.44%，主要系大岳、龙永、邵坪等高速公路转出所致。

2015~2017 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 32.08%。2017 年底，公司无形

资产 287.96 亿元，同比增长 94.80%，系新增新溆高速、南岳高速特许经营权所致。

2015~2017 年，公司其他非流动资产略有增长，年均复合增长 1.81%。2017 年底，公司其他非流动资产为 28.35 亿元，同比无变化；主要是投资集团为保障全省高速公路建设有序推进，委托中诚信托有限责任公司等机构向湖南省内民营高速公路企业发放的贷款。

2018 年 9 月底，公司资产总额 4527.27 亿元，较上年底增长 6.64%，主要系权益投资和固定资产投资增加所致。公司资产中非流动资产占 96.70%，较上年底提高 2.19 个百分点，公司非流动资产占比不断提高。截至 2018 年 9 月底，公司受限货币资金 1.88 亿元，受限高速公路资产合计 3553.01 亿元，占总资产比重为 78.48%，受限比例高。

总体看，近年公司资产规模不断增长，资产构成以固定资产和在建工程为主，受限比例高；公司应收账款和其他应收款金额较大，对公司资金形成较大占用；整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 9.33%，主要系资本公积等增加所致。2017 年底，公司所有者权益 1362.97 亿元，同比增长 8.39%，主要系政府资金拨入致使资本公积增长所致。构成以资本公积（占 60.36%）、未分配利润（31.41%）为主；所有者权益质量及稳定性较好。

2015~2017 年，公司资本公积有所增长，年均复合增长 9.27%。2017 年底，公司资本公积 822.64 亿元，同比增长 12.65%，主要系政府资金拨入致使资本公积增长所致。公司负责承建湖南省内绝大部分政府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。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 2017 年底，公司所有者权益中包含其他权益工具 48.00 亿元，为公司发行的永续债券。

2018 年 9 月底，公司所有者权益 1487.09 亿元，较上年底增长 9.11%，主要系上级拨入资金 110.00 亿元致使资本公积增长所致，结构整体变化不大。

整体看，公司所有者权益稳定性及质量较好。

负债

2015~2017 年，公司负债规模保持相对稳定，年均复合增长 2.59%。2017 年底，公司负债总额 2882.31 亿元，同比增长 4.82%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 19.36%。2017 年底，公司流动负债 500.31 亿元，同比增长 49.16%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 8.54%。2017 年底，公司短期借款 100.94 亿元，同比大幅增长 89.74%，主要系信用借款大幅增加所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 12.84%。2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 207.72 亿元，同比下降 7.00%，主要由一年内到期的长期借款（占 20.90%）和应付债券（75.56%）构成。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 65.88%。2017 年底，公司其他流动负债 142.17 亿元，同比大幅增长 776.51%，系新发超短期、短期融资券所致，已将其调入短期债务核算。

2015~2017 年，公司非流动负债保持相对稳定，年均复合下降 0.11%。2017 年底，公司非流动负债 2382.00 亿元，同比下降 1.34%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负

债所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券构成。

2015~2017年，公司长期借款有所增长，年均复合增长7.39%，系随着在建工程持续投资支出较大，相应融资力度加大所致。2017年底，公司长期借款2109.72亿元，同比增长6.09%，主要由质押借款（占92.86%）构成。

2015~2017年，公司应付债券快速下降，年均复合下降29.61%。2017年底，公司应付债券228.80亿元，同比下降38.49%，系将即将到期的债券转入一年内到期非流动负债所致。

2015~2017年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降38.02%。2017年底，公司长期应付款24.62亿元，同比下降23.28%，为高速公路通行费收益权专项债，全部纳入有息债务核算。

2018年9月底，公司负债总额3040.18亿元，较上年底增长5.48%，其中非流动负债占比86.79%。公司流动负债401.62亿元，较上年底下降19.73%，主要系到期兑付较多短期借款所致；非流动负债2638.56亿元，较上年底增长10.77%，系新增长期借款和应付债券所致。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务较快增长。2017年底，公司全部债务2813.36亿元，同比增长4.79%，其中短期债务占16.00%，长期债务占84.00%。债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均呈下降趋势，2017年底分别为67.89%、67.36%和63.42%，公司债务负担仍然较重。

表10 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
短期债务	305.54	292.02	450.22	256.59
长期债务	2355.37	2392.64	2363.14	2622.14
全部债务	2660.91	2684.67	2813.36	2878.73
长期债务资本化比率	67.34	65.55	63.42	63.81
全部债务资本化比率	69.96	68.10	67.36	65.94

资产负债率	70.56	68.62	67.89	67.15
-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：根据公司审计报告和财务报告整理

注：其他流动负债中有息部分已调整至短期债务核算，长期应付款中有息部分计入长期债务核算。

截至2018年9月底，公司全部债务为2878.73亿元，较2017年底增长2.32%，其中短期债务和长期债务占比分别为8.99%和91.01%，短期债务占比有所下降。从有息债务到期分布情况看，2018年10~12月、2019年、2020年和2021年公司需分别兑付84.90亿元、375.59亿元、191.83亿元和140.55亿元，存在一定集中兑付压力。

2018年9月底，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67.15%、65.94%和63.81%。若将永续债计入有息债务，2018年9月底，公司有息债务2926.73亿元，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.04%和64.98%。

总体看，公司债务规模持续扩张，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较重，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，仍存在一定融资需求。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入不断增长，年均复合变动率10.00%，2017年公司实现营业收入137.71亿元，同比增长11.84%。其中车辆通行费收入为公司收入的主要来源，2017年为115.94亿元，占营业收入的84.19%，主营业务突出；其他板块业务收入在营业收入中占比较小，是公司收入的有效补充。2017年公司营业成本30.45亿元，同比增长10.74%，低于营业收入增幅。

随着营业规模扩张，公司期间费用持续增长。受公司负债规模较大影响，期间费用中财务费用占比较大。2015~2017年公司期间费用快速增长，年均复合增长23.14%。2017年公

司期间费用 130.96 亿元，同比增长 5.10%。其中财务费用占 89.50%。2017 年期间费用占营业收入的 95.10%，公司期间费用对利润侵蚀显著。

公司投资收益主要来源于对现代投资等长期股权投资的投资收益。2015~2017 年，公司投资收益快速增长，年均复合增长 25.14%。2017 年，公司实现投资收益 5.38 亿元，同比增长 18.86%。

受财务费用快速增长的影响，公司 2015~2017 年营业利润呈下降趋势，分别为 4.46 亿元、-23.61 亿元和-18.42 亿元。

2015~2017 年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降 10.37%。2017 年，公司营业外收入 27.02 亿元，同比下降 75.45%，系政府补贴减少所致。2017 年公司实现利润总额 8.51 亿元，同比下降 90.14%。利润总额对营业外收入依赖性强。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	113.80	123.14	137.71
营业利润	4.46	-23.61	-18.42
营业外收入	33.63	110.04	27.02
利润总额	38.08	86.34	8.51
营业利润率	76.69	77.33	77.77
总资本收益率	2.88	4.94	3.04
净资产收益率	3.32	6.84	0.52

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从主要盈利指标看，2015~2017 年，公司营业利润率呈增长趋势，总资本收益率波动增长，净资产收益率波动下降。2017 年，公司营业利润率 77.77%，较 2016 年增长 0.44 个百分点，总体保持在较高水平。考虑到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，2017 年分别为 3.04%和 0.52%。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 103.49 亿元，营业外收入 11.56 亿元，利润总额 15.24 亿元；营业利润率 86.78%。

总体看，公司多条新建成高速公路目前正处于车流量培育期，期间费用率过高，财务费

用对利润侵蚀明显，公司利润总额对政府补助依赖性强。总体看，公司整体盈利能力偏弱。未来随着在建高速公路的逐步建成通车、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有望提升。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量快速增长。2017 年，公司经营活动现金流入为 160.51 亿元，较 2016 年上升 28.24%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金及利息收入、未结算往来款等。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流出快速增长。2017 年，公司经营活动现金流出为 65.89 亿元，较 2016 年上升 5.73%。主要为购买商品、接受劳务支付的现金及支付与其他单位的往来款。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 94.62 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 76.56%、89.98%和 92.61%，收入实现质量有所提升。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入规模快速增长。2017 年，公司投资活动现金流入为 51.42 亿元，较 2016 年增长 22.15%，主要系长潭高速等的转让款。近年来，由于公司在建项目投资规模较大，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2015~2017 年公司购建固定资产、无形资产支付的现金有所下降，年均复合下降 20.88%，2017 年为 207.71 亿元。近三年公司投资活动现金流出规模快速下降，2017 年为 222.31 亿元。持续大规模的投资活动现金流出导致公司投资活动现金流保持较大的净流出，2015~2017 年分别为-334.03 亿元、-247.66 亿元和-170.89 亿元。随着公司在建、拟建项目的继续投入，未来公司投资活动现金流净额仍将保持较大规模的负值。

筹资活动方面，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。

2015~2017年，公司筹资活动现金流入波动下降。2017年公司筹资活动现金流入829.16亿元，主要为银行借款、发行债券收到的现金及政府债券置换资金161.88亿元。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。2015~2017年，公司筹资活动现金流出有所增长，年均复合增长7.88%。2017年公司筹资活动现金流出量为701.90亿元，主要为偿还债务、偿付利息支付的现金。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为127.25亿元。

表12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年
经营活动产生的现金流入量	98.25	125.16	160.51
经营活动产生的现金流出量	42.36	62.32	65.89
经营活动净现金流	55.88	62.84	94.62
现金收入比	76.56	89.98	92.61
投资活动净现金流	-334.03	-247.66	-170.89
筹资活动净现金流	340.16	124.62	127.25

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年1~9月，公司经营活动现金流量净额85.69亿元，投资活动现金流量净额-314.41亿元，主要系新增对湖南财信的125亿元投资所致，筹资活动现金流量净额155.57亿元；收到其他与筹资活动有关的现金200.03亿元，系计入“资本公积”的政府投入110.00亿元和计入“其他应付款”的财政拨款90.00亿元。

从未来发展看，随着交通流量的增加、在建工程的投入运营，预计公司整体盈利规模和经营活动现金流量将得到提升；公司在建和拟建高速公路项目在未来几年投资规模仍较大，公司对债务融资的依赖程度仍很大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均呈下降态势，2017年底分别为46.58%和42.45%，同比分别下降46.24个、44.27个百分点。2015~2017年，公司现金类资产波动下降，截至2017年底，公司现金类资产132.48亿元，为同期短期债务450.22亿元的0.29倍。截至2018年9月底，公司流

动比率和速动比率均较上年末有所下降，分别为37.16%和31.88%；公司现金类资产为59.58亿元，为同期短期债务的0.23倍。整体看，公司存在较大短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA波动增长，2017年，公司EBITDA为133.47亿元；全部债务/EBITDA为21.08倍，相较于2016年的13.66倍，EBITDA对全部债务的保障能力有所下降。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数波动增长，2017年为0.86倍，公司EBITDA对全部债务及利息支出的保障能力较弱。考虑到公司作为湖南省属唯一国有独资高速公路投资运营主体，持续获得政府支持力度较大，公司整体偿债能力极强。

截至2018年9月底，公司获得的银行授信额度5050.96亿元，已使用额度3553.58亿元，未使用额度1497.38亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年9月底，公司无对外担保。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
本期中期票据拟发行基础规模8.00亿元，发行规模上限15.50亿元，以发行规模上限计算（下同），相当于2018年9月底公司长期债务的0.59%、全部债务的0.54%。本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。

2018年9月底，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67.15%、65.94%和63.81%。以2018年9月底财务数据为基础，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至67.26%、66.06%和63.93%，公司债务负担略有上升。考虑已成功发行的“18湘高G2”（21.31亿元）、“18湘高速SCP007”（15亿元）、“18湘高速MTN002”（22亿元）、“18湘高速PPN004”（15亿元）、“18湘高速债”（15亿元）和“19湘高速MTN001”（17亿元）合计105.31亿元后，上述三项指标将分别上升至68.01%、66.86%和

64.84%；考虑到上述部分已发行债券及本期中期票据募集资金用于偿还公司贷款等有息债务，公司实际债务负担将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模的6.34倍、8.07倍和10.36倍；经营活动净现金流分别为本期中期票据拟发行规模上限的3.61倍、4.05倍和6.10倍；EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模上限的7.20倍、12.68倍和8.61倍。

总体看，公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流和EBITDA对本期中期票据保障能力强；且考虑到公司作为湖南省属唯一国有独资高速公路投资运营主体，在政策、财政和融资各方面均获得政府的大力支持，本期中期票据到期不能偿付风险极低。

十、结论

高速公路行业具备良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济的稳步发展，中国高速公路建设发展空间较大。

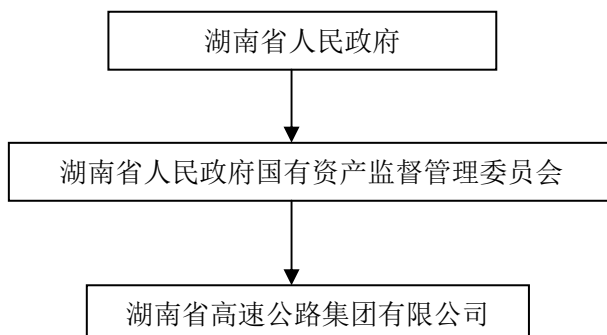
湖南省是中国中南部重要的陆路交通枢纽之一，地理位置优越。公司作为湖南省国资委独资的高速公路投资运营主体，所辖路产质量优良，具有明显的区域垄断经营优势。

目前公司处于快速发展期，有息债务规模较快增长，债务负担较重，存在较大的短期偿债压力。随着在建或拟建高速公路项目的逐步推进，以及现有中长期债务的逐步到期偿付，公司未来面临一定的债务压力。但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，政府对其支持方式及力度仍将持续，公司债务偿付风险相对较低；同时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拉动公司通行费收入增长，公司未来自身偿债能力有望增强。

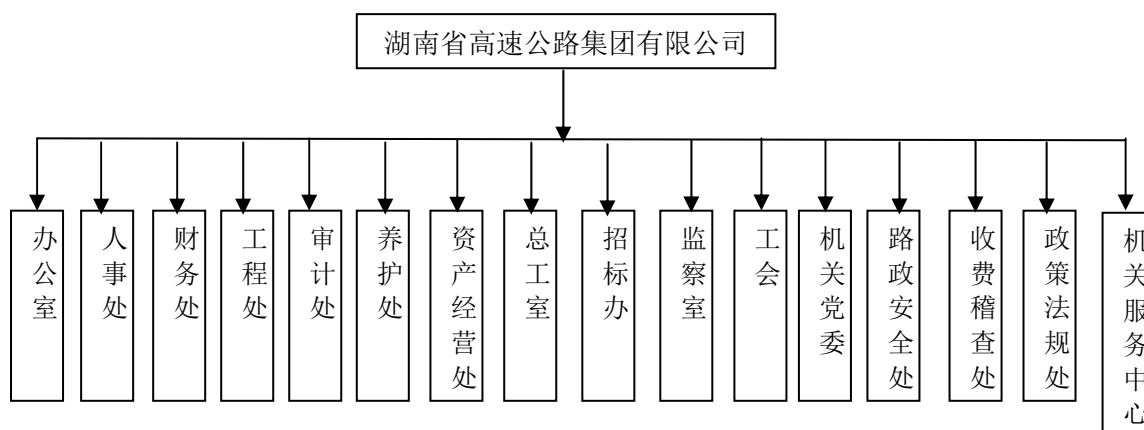
本期中期票据所募集资金部分将用于偿还怀通高速公路项目、张桑高速公路项目及马安高速公路项目等扶贫高速公路项目存量贷款，符合交易商协会有关扶贫票据的特征和要求。公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为公司本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 2018 年 9 月底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	业务性质	注册地/主要经营地	注册资本/实收资本 (万元)	持股比例 (%)
湖南省高速公路投资集团有限公司	建设投资	长沙/湖南	60000.00	100.00
湖南省高速公路基金管理有限公司	金融	长沙/湖南	1000.00	99.00
湖南高速集团财务有限公司	金融	长沙/湖南	100000.00	85.00

资料来源：公司三季度财务报告

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	144.21	82.89	132.48	59.58
资产总额(亿元)	3880.86	4007.37	4245.28	4527.27
所有者权益(亿元)	1142.35	1257.52	1362.97	1487.09
短期债务(亿元)	305.54	292.02	450.22	256.59
长期债务(亿元)	2355.37	2392.64	2363.14	2622.14
全部债务(亿元)	2660.91	2684.67	2813.36	2878.73
营业收入(亿元)	113.80	123.14	137.71	103.49
利润总额(亿元)	38.08	86.34	8.51	15.24
EBITDA(亿元)	111.59	196.59	133.47	--
经营性净现金流(亿元)	55.88	62.84	94.62	85.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.07	1.33	2.52	--
存货周转次数(次)	0.98	1.16	1.48	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	76.56	89.98	92.61	98.43
营业利润率(%)	76.69	77.33	77.77	86.78
总资本收益率(%)	2.88	4.94	3.04	--
净资产收益率(%)	3.32	6.84	0.52	--
长期债务资本化比率(%)	67.34	65.55	63.42	63.81
全部债务资本化比率(%)	69.96	68.10	67.36	65.94
资产负债率(%)	70.56	68.62	67.89	67.15
流动比率(%)	159.96	92.82	46.58	37.16
速动比率(%)	152.30	86.72	42.45	31.88
经营现金流动负债比(%)	15.91	18.74	18.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.85	13.66	21.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.65	1.31	0.86	--

注：2018 年三季度财务数据未经审计；其他流动负债中（超）短期融资券计入短期债务，长期应付款中有息部分计入长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 湖南省高速公路集团有限公司 2019 年度第二期扶贫中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

湖南省高速公路集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

湖南省高速公路集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对湖南省高速公路集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，湖南省高速公路集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注湖南省高速公路集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现湖南省高速公路集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对湖南省高速公路集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如湖南省高速公路集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对湖南省高速公路集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与湖南省高速公路集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。