

信用等级公告

联合〔2020〕773号

湖南省高速公路集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对湖南省高速公路集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年第一期公司债券进行了主动评级，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_{pi}，评级展望为“稳定”

湖南省高速公路集团有限公司拟发行的 2020 年第一期公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月二十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2020 年第一期湖南省高速公路集团有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：不超过 15 亿元（含）

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 4 月 24 日

主要财务数据-发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	4,007.37	4,245.28	4,616.41	4,666.10
所有者权益（亿元）	1,257.52	1,362.97	1,558.29	1,564.93
长期债务（亿元）	2,392.64	2,363.14	2,654.45	2,709.42
全部债务（亿元）	2,684.67	2,813.36	2,997.58	3,028.89
营业收入（亿元）	123.14	137.71	141.38	41.75
净利润（亿元）	86.03	7.12	5.10	6.65
EBITDA（亿元）	196.59	133.47	121.69	--
经营性净现金流（亿元）	62.84	94.62	148.81	51.41
营业利润率（%）	77.33	77.77	81.46	85.26
净资产收益率（%）	7.17	0.54	0.35	--
资产负债率（%）	68.62	67.89	66.24	66.46
全部债务资本化比率（%）	68.10	67.36	65.80	65.93
流动比率（倍）	92.82	46.58	53.06	42.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.05	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	0.86	0.81	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	13.11	8.90	8.11	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中带息部分计入短期债务核算，将长期应付款中带息部分计入长期债务核算；4. 2019 年 1 季度财务数据未经审计

评级观点

湖南省高速公路集团有限公司（以下简称“公司”）是湖南省最大的高速公路投资运营主体，在资产规模、业务的区域垄断性及外部支持等方面具有显著优势，近年来公司通车高速公路较多，路网协同效应逐步显现，通行费收入持续增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司债务负担较重、高速公路收费权质押比例高等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着公司在建高速公路陆续建成通车，“五纵七横”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，路网的协同效应将进一步显现，公司的通行费收入及盈利能力有望提升。联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 区域经济环境良好。近年来湖南省经济稳步发展，财政实力持续增强，2018 年，湖南省实现地区生产总值 36,425.8 亿元，一般公共预算收入 4,842.98 亿元，同比分别增长 7.8% 和 6.05%。

2. 公司是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，业务的区域垄断优势明显，并持续得到湖南省政府多方面有力支持。

3. 公司所辖路产质量较好，车流量和通行费收入呈增长态势；未来随着湖南省“五纵七横”高速公路骨架网的路网效应逐步显现，公司收费公路车流量和通行费收入有望持续增长。

关注

1. 公司的高速公路收费权质押比率较高，对其未来融资和资产运营形成一定的限制。
2. 公司有息债务持续增长，整体债务负担较重。
3. 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定资本支出压力。

分析师

徐汇丰 登记编号（R0040218010006）

张晶晶 登记编号（R0040219080003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次（本期）债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

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,隶属于湖南省交通厅,注册资本99,597万元,其中,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89,597万元。其中包括莲易路和长潭路中国国家投入的89,087万元项目建设资本金,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”),湖南省国资委成为公司唯一股东。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)”,公司名称变更为“湖南省高速公路集团有限公司”,单一股东变更为湖南省国资委。截至2019年3月底,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)

截至2019年3月底,公司下辖3家全资子公司、2家控股子公司;本部设办公室、人事处、财务处、工程处、收费稽查处、养护处等16个职能部门(见附件1)。

截至2018年底,公司合并资产总额4,616.41亿元,负债合计3,058.12亿元,所有者权益1,558.29亿元,其中归属于母公司所有者权益1,553.19亿元。2018年,公司实现营业收入141.38亿元,净利润5.10亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润5.24亿元;经营活动产生的现金流量净额148.81亿元,现金及现金等价物净增加额-3.21亿元。

截至2019年3月底,公司合并资产总额4,666.10亿元,负债合计3,101.18亿元,所有者权益1,564.93亿元,其中归属于母公司所有者权益1,559.755亿元。2019年1-3月,公司实现营业收入41.75亿元,净利润6.65亿元,其中归属于母公司所有者的净利润6.56亿元;经营活动产生的现金流量净额51.41亿元,现金及现金等价物净增加额-37.20亿元。

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、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概述

2020年第一期湖南省高速公路集团有限公司公司债券(以下简称“本期债券”)发行规模不超过15亿元(含),其中基础发行额10亿元,弹性配售额为5亿元。本期债券期限7年,附设第5个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。在本期债券存续期的第5个计息年度末,公司有权选择上调或者下调本期债券后2年的票面利率,并在第5个计息年度付息日前的第20个工作日刊登关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告;调整幅度为零至100个基点,最终调整幅度以《票面利率调整及投资者回售实施办法的公告》为准。投资者有权选择在

本期债券的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司；或选择继续持有本期债券；投资者选择将持有的本期债券全部或部分回售给公司的，须于公司刊登调整本期债券的票面利率公告日期起 3 个工作日内进行登记，若投资者未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述调整。本期债券采用固定利率，按年付息，到期一次还本。

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券基础发行额为人民币 10.00 亿元，弹性配售额为人民币 5.00 亿元。如未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 10.00 亿元，募集资金中 5.00 亿元拟用于 G5513 长沙至益阳高速公路扩容工程，5.00 亿元拟用于补充营运资金；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 15.00（10+5）亿元，其中 7.50 亿元拟用于 G5513 长沙至益阳高速公路扩容工程，7.50 亿元拟用于补充营运资金。本期债券部分募集资金拟用于 G5513 长沙至益阳高速公路扩容工程（以下简称“募投项目”），募投项目具体情况如下：

（1）募投项目概况

根据湖南省交通规划勘察设计院出具的《G5513 长沙至益阳高速公路扩容工程可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），长沙至益阳高速公路扩容工程项目总投资 779,732.03 万元。项目起自长沙市望城区观音岩水库西，接长沙绕城高速公路西北段，并顺接银星路，止于益阳市赫山区苏家坝，接既有长沙至益阳高速公路和益阳绕城高速公路，全长 49.80 公里。全线设置观音岩、黄桥、乌山、金洲北（双江口）、宁乡北（朱良桥）、泞湖（泉交河）、笔架山（本期实施笔架山至苏家坝方向 2 条匝道）、苏家坝 8 处互通式立交，同步建设 2 条互通立交连接线共 3.13 公里。

（2）项目批复

本期债券募投项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如表1所示：

表1 募投项目审批情况

核准时间	核准部门	批复文件	核准文号
2015/07/29	湖南省环境保护厅	湖南省环境保护厅关于G5513长沙至益阳高速公路扩容工程环境影响报告书的批复	湘环评〔2015〕115号
2016/03/29	湖南省发展和改革委员会	关于G5513长沙至益阳高速公路扩容工程可行性研究报告的批复	湘发改基础〔2016〕217号
2016/07/22	中华人民共和国交通运输部	交通运输部关于湖南省长沙至益阳公路扩容工程初步设计的批复	交公路函〔2016〕447号
2017/06/15	中华人民共和国国土资源部	国土资源部关于G5513湖南省长沙至益阳高速公路扩容工程建设用地的批复	国土资函〔2017〕395号

资料来源：公司提供

（3）项目建设情况

募投项目于 2016 年 11 月开工，建设期 3 年。截至 2019 年 6 月底，项目已完成路基土石方自开工以来累计完成 1,061 万立方米，防护工程自开工以来累计完成设计总量的 46.45%，通涵结构物自开工以来累计完成 174 道，桥梁下部构造完成 84.90%，上部构造完成 45.90%，隧道挖掘掘进完成 815 延米，衬砌完成 87.73%。项目总投资 77.97 亿元，公司已完成投资 61.16 亿元，占项目总投资额 78.44%。

（4）项目的社会效益及经济效益

社会效益

第一，项目建成有利于优化湖南省高速公路网结构，完善综合交通网络，并能增加长沙对外

出入通道，打通长株潭至湘西北地区另一通道。目前，益阳来往长沙的交通主要通过长益高速、G319、益阳至沧水铺公路以及金州大道等。

第二，项目建设有利于促进“3+5”城市群的发展，提升益阳市区位优势，充分发挥益阳市作为省会城市后花园的作用。湖南省加快以长株潭 3 个城市为中心，以一个半小时通勤为半径，包括岳阳、常德、益阳、娄底、衡阳 5 个城市在内的“3+5”城市群建设，同时重视大湘西开发和湘南开放。

第三，项目建成有利于大湘西旅游资源的开发利用，有利于环洞庭湖生态经济圈形成，促进区域社会经济协调发展。大湘西包括张家界市、湘西自治州等整个湖南西部地区，面积超过全省国土面积的 1/3，湘西地区是承接东西部、联接长江和华南经济区的枢纽区，具有突出的区位特征和重要的战略地位。

经济效益

根据《可研报告》，募投项目建成后，项目收入来自于车辆通行费收入。在本期债券存续期内募投项目累计可实现收入298,985.00万元，扣除运营成本和相关税费后的净收益为276,957.50万元。

三、行业及区域经济分析

1. 高速公路行业

（1）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《2018 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2018 年底中国公路总里程 484.65 万公里，增加 7.31 万公里，其中高速公路通车里程 14.26 万公里，增加 0.61 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 50.48 公里/百平方公里，增加 0.76 公里/百平方公里。2018 年，中国完成公路建设投资 21,335 亿元，比上年增长 0.4%。其中，高速公路建设完成投资 9972 亿元，增长 7.7%；普通国省道建设完成投资 6378 亿元，下降 12.2%；农村公路建设完成投资 4986 亿元，增长 5.4%。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 7,300 公里、10,000 公里、5,000 公里和 12,000 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。

（2）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，2018 年全国营业性客运车辆完成公路客运量 136.72 亿人、旅客周转量 9,279.68 亿人公里，比上年分别下降 6.2%和 5.0%，客运量和旅客周转量降幅同比有所扩大。2019 年 1—9 月，我国公路客运量累计 982,647.00 万人次，较上年同期下降 4.80%。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，2018 年全国营业性货运车辆完成货运量 395.69 亿吨、货物周转量 71,249.21 亿吨公里，比上年分别增长 7.3%和 6.7%。2019 年 1—9 月，我国公路累计货运量 3,027,942.00 万吨，较上年同期增长 5.70%。

（3）高速公路行业政策

高速公路行业具有很强的政策性，公路的收费标准及收费期限、运输政策、再融资政策等变化对行业运营产生重大影响。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，推出为新建政府收费公路而发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整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。

2018年12月，交通运输部就《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“《修订草案》”），向社会公开征求意见。修订要点：①提高收费公路设置门槛并严控收费公路规模。明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路；②明确收费公路的偿债期限和经营期限的确定原则。政府收费高速公路项目偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置；经营性公路项目经营期限，一般不得超过30年，对于投资规模大、回报周期长的收费公路，收费期限可以超过30年；③完善政府收费公路“统借统还”制度。明确统借统还的主体为“省、自治区、直辖市人民政府”，范围限定为“偿债期届满由政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”，并将“统一贷款、统一还款”修改为“统一管理”，具体包括统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排；④建立养护管理收费制度。省、自治区、直辖市人民行政区域内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费。⑤明确车辆通行费收费标准（含养护管理收费标准）确定因素，建立差异化收费、收费标准动态评估调整机制。⑥取消省界收费站设置，取消收费站设置审批。⑦规范收费公路转让行为。⑧保障和提高收费公路服务质量。⑨强化对收费公路的监管。政府收费公路债务、收支纳入预算管理。若《修订草案》审议通过，其提出的收费公路经营期限、收费标准确立原则等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。

（4）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。联合评级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，2018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《湖南省国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年湖南省地区生产总值分别为31,244.7亿元、34,590.6亿元和36,425.8亿元；2018年地区生产总值同比增长7.8%。其中，第一产业增加值3,083.6亿元，增长3.5%；第二产业增加值14,453.5亿元，增长7.2%；第三产业增加值18,888.7亿元，增长9.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值52949元，增长7.2%。全省三次产业结构为8.5：39.7：51.8。第三产业增加值占地区生产总值的比重比上年提高2.3个百分点；工业增加值占地区生产总值的比重为32.7%，比上年减少1.6个百分点。全年全部工业增加值11,916.4亿元，比上年增长7.4%。其中，规模以上工业增加值增长7.4%，全省固定资产投资（不含农户）比上年增长10.0%，基础设施投资下降10.1%。

2018年湖南省全年客货运输换算周转量5,448.6亿吨公里，比上年增长1.8%。货物周转量4,404.3亿吨公里，增长2.0%。其中，公路周转量3,114.9亿吨公里，增长4.2%。旅客周转量1,668.4亿人公里，下降0.7%。其中，公路周转量479.9亿人公里，下降8.9%。2018年末全省公路通车里程24.0万公里，比上年末增长0.1%。其中，高速公路通车里程6,724.6公里，比上年末增加306.1公里。年末铁路营业里程5,021.0公里，其中高速铁路1,729.6公里。年末民用汽车保有量786.2万辆，增长14.1%；私人汽车保有量727.5万辆，增长14.4%；轿车保有量430.1万辆，增长13.8%。根据湖南省交通运输工作会议精神和“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7,000公里以上，基本建成“六纵六横”高速公路骨架网，实现县县通高速。

2016—2018年，湖南省全省一般公共预算收入分别为4,251.1亿元、4,565.7亿元和4,842.98亿元；2018年一般公共预算收入同比增长6.05%，其中地方收入2,860.68亿元，增长3.73%。地方收入中，税收收入1,959.57亿元，增长11.39%；非税收入901.11亿元，下降9.77%。一般公共预算支出7,479.22亿元，增长8.88%。全省全年获得税收返还309.3亿元，与上年持平；一般性转移支付2,142.1亿元，增长9.2%；专项转移支付1,041.3亿元，增长2.1%。全省政府性基金收入2,229.8亿元（增长73.7%），中央补助37.6亿元，专项债务收入896.8亿元，上年结转229亿元，收入合计3,393.2亿元。截至2018年底，全省地方政府债务余额8,708.2亿元，控制在中央核定的债务限额8,727.3亿元以内。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是经湖南省人民政府批准成立的省属国有独资公司，负责对湖南省境内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。截至2019年3月底，公司管辖的高速公路里程已达4,929.36公里（合并口径），占湖南省高速公路通车里程的73.31%。

湖南省高速公路可分为政府还贷高速公路和经营性高速公路两大类。政府还贷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。

2. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司共有高级管理人员 5 人，包括董事长 1 人，总经理 1 人，纪委书记 1 人，副总经理 2 人。

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。

总体看，公司高层管理人员具有较强的管理能力，员工整体素质较高，年龄结构合理，能满足公司发展需要。

3. 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，对公司政府还贷项目的借款实行统借统还。

近年来，公司建设的政府还贷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），湖南省交通厅终止公司全资子公司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，湖南省交通运输厅决定终止公司的全资子公司投资集团炎陵至汝城高速公路、醴陵至茶陵高速公路等 2 个高速公路项目特许经营权，并将项目

性质由经营性收费公路变更为政府还贷收费公路，由公司负责后续投资建设及管理，通车收费期限不变。湖南省交通运输厅湘交办函〔2014〕924号文件明确上述项目收回同日由湖南省交通运输厅按照评估价值以资本投入形式注入公司，相关债务由公司承担，相关债务融资工具的本息偿付由公司担保；资产划转在同一天完成，由湖南省交通运输厅委托公司将上述资产直接从子公司投资集团划转至本部总公司，再由总公司以列账单的形式报湖南省交通运输厅进行资产收回与注入的账务处理。根据公司于2015年1月4日公开披露的《湖南省高速公路建设开发总公司关于完成相关资产划转事宜的公告》，上述资产划转事宜已完成。上述两条高速公路项目账面价值266亿元，评估价值324亿元，故资产划转完成后，公司资产总额和净资产各增加58亿元，负债总额无变化，生产经营无变化。

近几年公司在建高速公路项目资金需求很大。为支持规划项目能按期开工建设，湖南省财政厅以湘财建〔2008〕50号文，专门制定了高速公路资本金筹措方案，由湖南省财政从交通规费收入（税费改革后为财政计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，未到位资本金已大部分拨款到位。

2014—2015年，公司收到湖南省交通厅拨付的资金分别冲减“应收账款”3.00亿元和28.00亿元、“其他应收款”6.00亿元和13.58亿元。2016年，公司收到湖南省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，公司收到上级拨入资金196.58亿元，计入“资本公积”；收到政府补助资金11.51亿元，计入“营业外收入”。截至2019年3月底，公司已建成和在建政府还贷高速公路共54条，资本金合计956.77亿元，实际收到政府拨付的政府还贷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。

五、管理分析

1. 治理结构

公司不设股东会，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，代表湖南省政府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（建议1名）；董事会负责执行省国资委的决定并向其报告，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。

公司由湖南省国资委代表省政府外派监事会，监事会由7名监事组成，其中职工监事3名；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；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. 管理体制

截至2019年3月底，公司本部内设办公室、人事处、财务处、工程处、收费稽查处、养护处等16个职能部门。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省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。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“集团公司—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。

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，由财务部门提出申请，报请公司高管层研究讨论后决定。对外担保由财务部门办理，财务部门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。

六、经营分析

1. 经营概况

2016—2018年，公司营业收入不断增长，分别为123.14亿元、137.71亿元和141.38亿元。其中，高速公路车辆通行费收入是公司收入的主要来源，公司车辆通行费收入占比逐年上升，分别为82.13%、84.19%和90.13%。2016—2018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；2018年公司高速公路车辆通行费收入127.43亿元，同比增长9.91%。

公司商品销售主要为建材销售，2016—2018年，分别实现收入1.77亿元、1.21亿元和2.17亿元；2018年建材销售业务收入同比增长79.34%，系销量增加带动。2016—2018年，公司工程业务分别实现收入7.92亿元、0.19亿元和0.47亿元，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。2018年公司其他业务收入11.31亿元，同比下降44.48%，主要包括租赁收入1.72亿元、养护业务收入1.74亿元和下属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”）委托贷款收入1.36亿元。

表2 2016—2018年及2019年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—3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	101.14	82.13	86.17	115.94	84.19	81.93	127.43	90.13	84.41	39.23	93.96	88.38
商品销售	1.77	1.44	15.07	1.21	0.88	10.31	2.17	1.53	15.67	0.18	0.43	16.67
工程收入	7.92	6.43	9.02	0.19	0.14	30.01	0.47	0.33	-19.15	0.10	0.24	10.00
其他	12.31	10.00	60.96	20.37	14.79	59.34	11.31	8.00	65.61	2.24	5.37	40.63
合计	123.14	100.00	77.67	137.71	100.00	77.89	141.38	100.00	81.51	41.75	100.00	85.32

注：公司其他收入主要包括房产销售收入、广告收入、租赁收入、养护收入、委托收入、利息等
资料来源：公司提供

从毛利率来看，公司通行费业务毛利率水平较高，2016—2018年分别为86.17%、81.93%和84.41%，主要系公司根据湖南省交通运输厅批复自2015年起不再对政府还贷高速公路计提折旧所致。同期公司商品销售业务毛利率呈波动趋势，2016—2018年分别为15.07%、10.31%和15.67%；2018年商品销售业务毛利率为15.67%，同比增加5.36个百分点。工程业务毛利率分别为9.02%、30.01%和-19.15%，2018年由正转负。综合看，随着车辆通行费业务占比的提高，公司综合毛利率有所上升，2018年为81.51%。

2019年1—3月，公司实现营业收入41.75亿元，相当于2018年营业收入的29.53%。其中通行费收入39.23亿元，相当于2018年营业收入的30.79%。2019年1—3月，公司综合毛利率为85.32%，较2018年增加3.81个百分点。

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. 业务运营分析

（1）高速公路投资和运营

公司负责建设、运营及管理湖南省政府还贷高速公路，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“本部以政府还贷项目为主、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、后续还贷性项目建设等经营活动，公司收到的资金计入“资本公积”。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2019年3月底，公司管辖的高速公路里程4,929.36公里（合并口径，详见附件3-1），占全省通车里程的73.31%。其中，政府还贷高速公路4,531.89公里，经营性高速公路397.47公里。公司管辖的高速公路包含34条国家高速公路网境内路段，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，公司新增通车高速公路5条，其中3条政府还贷高速，2条经营性高速，通车里程349.42公里。此外，2019年3月，湖南省内部分地方高速公路升级为国家高速，公司炎睦高速、炎陵高速等14条地方高速公路性质变更为国家高速公路。

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，由下属子公司现代投资股份有限公司（以下简称“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23%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。

高速公路运营情况

2016—2018年，公司主要运行的高速公路日均车流量（标准小车）持续增长，分别为67.78万辆/日、74.56万辆/日和85.16万辆/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，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，公司主要路段实际通行费收入持续增长，2018年达到127.43亿元，同比增长9.91%。公司运营高速公路中通行费收入占比较大的路段包括（以2018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46.82%。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。其中潭邵高速2018年通行费收入10.66亿元，同比下降7.16%。邵怀高速实现通行费收入8.31亿元，同比下降13.15%；常吉高速通行费收入8.99亿元，同比增长9.66%。

2019年1—3月，公司主要高速公路通行费收入合计39.23亿元，相当于2018年全年的30.79%；同期，公司主要运行高速公路日均车流量（标准小车）为合计86.33万辆/日，高于2018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。公司主要高速公路车流量及通行费情况详见附件3-2、附件3-3。

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2019年3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。

公司执行的载客及载货车辆收费标准详见表3、表4。

表3 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4 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	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

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

资料来源：公司提供

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%。2016—2018年，公司高速公路养护费用分别为9.79亿元、8.00亿元和7.66亿元；2019年1—3月，公司高速公路养护费用0.57亿元。

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

截至2019年3月底，公司在建的主要高速公路项目（含连接线）合计4个，全部是政府还贷项

目，建成后均由公司本部负责运营；合计建设里程329.44公里，总投资258.07亿元；截至2019年3月底完成投资208.07亿元。资金筹措方面，政府还贷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2019年3月底，在建政府还贷项目累计到位资金130.37亿元，占项目投资总额的50.52%。

表5 截至2019年3月底公司在建高速公路项目情况（单位：年、公里、亿元）

项目名称	开工时间	计划通车时间	建设里程	总投资	已完成投资
南益高速	2015	2019	86.37	79.97	78.35
张花高速连接线	2015	2019	118.27	15.29	11.73
龙琅高速	2016	2020	75.00	84.84	59.74
长沙至益阳高速公路扩容工程	2016	2020	49.80	77.97	58.25
合计			329.44	258.07	208.07

资料来源：公司提供

拟建项目

截至2019年3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，计划工期4年，2019—2022年分别投资30.50亿元、41.00亿元、41.00亿元和24.03亿元；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，在建拟建项目较少但待投资规模较大，面临一定资本支出压力；考虑到公司在建高速公路均为政府还贷高速公路项目，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“五纵七横”的湖南省高速公路骨架路网布局基本完成，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%。

公司其他业务主要有商品销售、工程施工、房地产开发、委托贷款等。公司商品销售收入主要来自于投资集团下属相关业务公司的建材销售收入。2016—2018年，商品销售收入分别为1.77亿元、1.21亿元和2.17亿元。由于公司建材销售方面无明显优势，该业务规模整体较小。

工程业务方面，投资集团下属子公司湖南省高速百通建设投资有限公司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，2016—2018年分别实现收入7.92亿元、0.19亿元和0.47亿元。

房地产业务方面，公司在建项目包括金色溪泉湾、金色比华利、马栏山综合楼等，规划建筑面积96.67万平方米，总投资57.73亿元；截至2019年3月底完成投资32.59亿元，完成销售50.96万平方米，累计实现销售收入20.89亿元，待售面积8.83万平方米。2018年实现房地产销售收入0.27亿元。

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；2018年公司确认委托贷款收入1.36亿元，主要系投资集团确认潭衡西高速委托贷款利息收入。截至2019年3月底，公司委托贷款余额8.35亿元，相关民营企业均已实质性违约；公司已针对不同项目采取诉讼、申请强制执行等相应措施，联合评级将持续关注其后续进展情况。

整体看，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016 年、2017 年、2018 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的无保留意见的审计结论。强调事项显示：根据湖南省财政厅湘财建〔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 2018 年底，湖南省公路建设投资公司尚未支付公司债务本息 4.16 亿元；强调事项不影响发表的审计意见。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 5 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 1,000.00 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。2018 年，公司合并范围新增湖南高速捷通信息科技有限公司和湖南省岳望高速公路有限责任公司 2 家子公司，均为投资设立；2019 年 1—3 月，公司合并范围无变化。总体看，上述新设公司对合并口径财务数据可比性影响小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模不断提升，年均复合增长 7.33%，主要来自非流动资产的增加；2018 年底，公司资产总额 4,616.41 亿元，较 2017 年底增长 8.74%，主要由非流动资产（占 95.54%）构成，符合高速公路行业特点。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	311.35	7.77	233.06	5.49	205.89	4.46	160.03	3.43
货币资金	82.67	2.06	132.47	3.12	128.80	2.79	91.81	1.97
应收账款	79.99	2.00	28.99	0.68	6.14	0.13	12.80	0.27
其他应收款	108.63	2.71	29.14	0.69	30.19	0.65	16.89	0.36
非流动资产	3,696.02	92.23	4,012.22	94.51	4,410.51	95.54	4,506.08	96.57
可供出售金融资产	19.41	0.48	19.30	0.45	167.90	3.64	209.40	4.49
固定资产	2,640.68	65.90	2,991.21	70.46	3,157.47	68.40	3,169.89	67.93
在建工程	826.05	20.61	648.96	15.29	648.94	14.06	688.34	14.75
无形资产	147.82	3.69	287.96	6.78	388.77	8.42	390.71	8.37
资产总额	4,007.37	100.00	4,245.28	100.00	4,616.41	100.00	4,666.10	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2016—2018 年，公司流动资产不断下降，年均复合下降 18.68%，主要系应收类款项减少所致；2018 年底，公司流动资产 205.89 亿元，较 2017 年底下降 11.66%。

2016—2018 年，公司货币资金呈增长趋势，年均复合增长 24.82%，主要系对外融资形成的资金沉淀及政府拨款资金到位；2018 年底，公司货币资金 128.80 亿元，较 2017 年底减少 3.67 亿元；年末公司货币资金以银行存款为主，占比 99.08%。

2016—2018 年，公司应收账款大幅下降，年均复合下降 72.28%，主要系湖南省交通运输厅款项减少；2018 年底，公司应收账款较 2017 年底下降 78.81% 至 6.14 亿元，累计计提坏账准备 877.27 万元，主要由应收通过长安国际信托股份有限公司和渤海国际信托有限公司发放的委托贷款利息构成；年末公司应收账款账龄较为分散，其中一年以内占 30.33%、1~2 年占 38.55%、2~3 年占 7.79%、3 年以上占 23.33%。

2016—2018 年，公司其他应收款呈下降趋势，年均复合下降 47.30%，系收到湖南省交通运输厅下拨资金；2018 年底，公司其他应收款 30.19 亿元，较 2017 年底变化不大，累计计提坏账准备 2.73 亿元，主要为与湖南省交通运输厅往来款和应收湖南省公路建设投资公司欠款本息（合计占比 49.38%）。从账龄看，公司 2018 年底其他应收款中 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3 年以上分别占比 22.88%、28.01%、1.31% 和 47.80%。总体看，公司其他应收款集中度高、账龄偏长，以应收政府和国有企业款项为主，回收风险可控；但考虑期末应收款余额较大，对公司资金形成一定占用。

公司存货以自制半成品及在产品为主，2016—2018 年变化不大，2018 年底为 20.94 亿元，累计计提跌价准备 187.23 万元，其中自制半成品及在产品占 92.21%。

2016—2018 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 9.24%，主要来自固定资产和无形资产的增加；2018 年底，公司非流动资产 4,410.51 亿元，较 2017 年底增长 9.93%。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产大幅增长，年均复合增长 194.09%；2018 年底，公司可供出售金融资产 167.90 亿元，较 2017 年底增加 148.60 亿元，为新增对湖南财信金融控股集团有限公司（国有企业）的权益投资。

2016—2018 年，公司长期股权投资不断增长，年均复合增长 7.57%，来自联营企业现代投资按权益法核算产生的投资收益；2018 年底，公司长期股权投资较 2017 年底增长 7.73% 至 33.70 亿元，其中对现代投资的投资占 88.08%，2018 年确认投资收益 2.62 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产不断增长，年均复合增长 9.35%，主要系大岳、龙永、邵坪、娄衡等高速公路结束试运营转入；2018 年底，公司固定资产账面原值 3,169.21 亿元，较 2017 年底增加 166.66 亿元，累计计提折旧 11.74 亿元，资产成新率较高，系根据相关政策持有的收费还贷性高速公路不计提折旧所致；年底公司固定资产以路桥资产为主，占比 99.68%。

2016—2018 年，公司在建工程不断下降，年均复合下降 11.37%，主要系大岳、龙永、邵坪、娄衡等高速公路结束试运营转出；2018 年底，公司在建工程 648.94 亿元，较 2017 年底变化不大；年末公司在建工程主要为在建高速公路项目，其中永吉高速公路、益娄高速公路、武靖高速公路、张桑高速公路、益马高速公路、马安高速公路、莲珠高速公路、岳望高速、南益高速公路（部分路段）和新开联络段已完工投入试运营，账面价值合计 483.81 亿元，占比 74.55%。

2016—2018 年，公司无形资产大幅增长，年均复合增长 62.17%。2018 年底，公司无形资产账面价值 388.77 亿元，较 2017 年底增长 35.01%。无形资产原值同比净增加 104.17 亿元至 398.70 亿元，系新增高速特许经营权；累计计提摊销 9.93 亿元。其中当期无形资产账面原值减少 4.30 亿元，

系之前年度湖南省交通运输厅将长湘等 7 条高速以公允价值注入公司，其中增值部分形成无形资产，2018 年，上述高速公路发生建设成本 4.30 亿元，对应冲减无形资产。年末公司无形资产以特许经营权为主，占 97.82%。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速下降，年均复合下降 45.73%。2018 年底，公司其他非流动资产 8.35 亿元，较 2017 年底下降 70.55%，系收回部分委托贷款；期末非流动资产全部为通过渤海国际信托有限公司和中国建设银行股份有限公司湖南省营业部向民营高速公路企业发放的委托贷款。

2019 年 3 月底，公司资产总额 4,666.10 亿元，较 2018 年底变化不大；资产结构仍以非流动资产为主，占 96.57%。

截至 2019 年 3 月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资 2,328.84 亿元，以收费权质押涉及的资产金额合计约为 3,731.59 亿元，占公司资产总额的 79.97%；公司高速公路收费权已质押程较高，给公司未来融资和资产运作带来一定的风险。

总体看，公司资产规模不断增长，资产构成以非流动资产为主，符合高速公路行业特点。流动资产中应收类款项占比较大，对公司资金形成一定占用；非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，其中固定资产和在建工程为已建成和在建高速公路，无形资产为高速公路特许经营权。此外，公司所有权受限的质押资产规模较大，影响公司未来融资和资产运作。总体看，公司资产流动性较弱，但高速公路资产可带来稳定的通行费收入，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018 年，公司负债规模稳步增长，年均复合增长 5.46%，主要来自非流动负债的增加；2018 年底，公司负债总额 3,058.12 亿元，较 2017 年底增长 6.10%，负债结构以非流动负债（占 87.31%）为主。

流动负债方面，2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 7.56%，主要来自短期借款和其他流动负债的增加；2018 年底，公司流动负债 388.06 亿元，较 2017 年底下降 22.44%，主要系其他流动负债的下降；年末流动负债主要以短期借款、一年内到期的非流动负债和其他非流动负债为主，分别占比 26.00%、46.73%和 15.79%。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 37.70%，主要系通过信用方式融入流动资金；2018 年底，公司短期借款 100.88 亿元，较 2017 年底变化不大，由信用借款（占 60.77%）、保证借款（占 28.33%）和质押借款（占 10.90%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款¹波动中有所增长，年均复合增长 1.58%；2018 年底，公司其他应付款 33.74 亿元，较 2017 年底下降 12.64%，主要为往来款和质保金等。

2016—2018 年，公司一年内到期的其他非流动负债逐年下降，年均复合下降 9.90%；2018 年底公司一年内到期的其他非流动负债 181.33 亿元，较 2017 年底下降 12.70%，以一年内到期的长期借款（占 38.32%）和一年内到期的应付债券（59.93%）为主。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 94.41%，系 2017 年度、2018 年度发行多笔超短期融资券和短期融资券。2018 年底，其他流动负债 61.29 亿元，较 2017 年底下降 56.89%，系以往发行的超短期融资券等短期融资产品到期偿还所致。其中超短期融资券 60.92 亿元

¹ 不含应付利息、应付股利

(含计提利息), 已调整至短期债务计算。

非流动负债方面, 2016—2018 年, 公司非流动负债呈增长趋势, 年均复合增长 5.16%, 主要来自长期借款和应付债券的增加; 2018 年底, 公司非流动负债较 2017 年底增长 12.09%至 2,670.06 亿元, 主要由长期借款和应付债券构成, 分别占比 87.58%和 11.04%。

2016—2018 年, 公司长期借款不断增长, 年均复合增长 8.44%; 2018 年底, 公司长期借款 2,338.51 亿元, 较 2017 年底增长 10.84%, 主要由质押借款(占 95.23%)构成。

2016—2018 年, 公司应付债券波动下降, 年均复合下降 10.99%, 系已发行的部分中期票据和私募债券等将于一年内到期调至流动负债所致; 2018 年底, 公司应付债券 294.71 亿元, 较 2017 年底增长 28.81%, 系当年发行中期票据、公司债、定向工具等债券所致。

2016—2018 年, 公司长期应付款不断下降, 年均复合下降 18.66%, 主要系偿还到期融资租赁款; 2018 年底, 公司长期应付款 21.23 亿元, 较 2017 年底下降 13.77%, 为发行的资产证券化产品以及应付融资租赁款, 调整至长期债务。

2019 年 3 月底, 公司负债总额 3,101.18 亿元, 较 2017 年底增加 43.06 亿元, 主要来自项目贷款融资; 负债结构较上年底变化不大, 仍以非流动负债为主, 占比 87.86%。

表 7 公司债务情况(单位: 亿元、%)

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期债务	292.02	450.22	343.13	319.47
长期债务	2,392.64	2,363.14	2,654.45	2,709.42
全部债务	2,684.67	2,813.36	2,997.58	3,028.89
长期债务资本化比率	65.55	63.42	63.01	63.39
全部债务资本化比率	68.10	67.36	65.80	65.93
资产负债率	68.62	67.89	66.24	66.46

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

资料来源: 联合评级根据公司审计报告和财务报表整理

有息债务方面, 2016—2018 年, 公司全部债务稳步增长, 年均复合增长 5.67%, 主要系扩大对外筹资规模以满足高速公路建设的资金需求; 2018 年底, 公司全部债务 2,997.58 亿元, 较 2017 年底增长 6.55%, 以长期债务(占 88.55%)为主。2019 年 3 月底, 公司全部债务增加 31.31 亿元至 3,028.89 亿元, 其中长期债务占比增长至 89.45%。

债务指标方面, 2016—2018 年, 受权益规模不断扩大影响, 公司各项债务指标呈下降趋势; 2018 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 66.24%、65.80%和 63.01%, 同比分别减少 1.65 个、1.56 个和 0.41 个百分点。2019 年 3 月底, 上述指标分别为 66.46%、65.93%和 63.39%, 同比分别增加 0.22 个、0.13 个、0.38 个百分点。

若将公司及下属子公司发行的权益性金融负债(2018 年底余额为 48.00 亿元)考虑在内, 公司债务负担将高于上述指标值。

总体看, 公司债务规模持续扩张, 债务结构以长期债务为主, 债务结构符合行业特征; 公司整体债务负担较重, 但考虑到湖南省政府对收费还贷性高速公路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, 且新建高速公路车流量仍有待培育, 未来公司仍存在较大融资需求。

(2) 所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 11.32%，主要来自资本公积的增加；2018 年底，公司所有者权益较 2017 年底增长 14.33%至 1,558.29 亿元，主要由资本公积（占 65.13%）和未分配利润（占 27.60%）构成。

2016—2018 年，公司实收资本未发生变化，均为 9.96 亿元。同期，公司资本公积不断增长，年均复合增长 17.89%，系政府资金拨入；2018 年底，公司资本公积 1,014.85 亿元，较 2017 年底增长 23.37%；公司负责承建湖南省内绝大部分政府还贷高速公路项目，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。

2016—2018 年，公司其他权益工具分别为 40.00 亿元、48.00 亿元和 48.00 亿元。期末公司其他权益工具包括公司本部分别于 2015 年 10 月和 2016 年 8 月发行的 5+N 年期永续中期票据，规模分别为 20.00 亿元和 20.00 亿元；子公司投资集团分别于 2017 年 9 月和 11 月发行的可续期定向工具“17 湘高速 PPN002”和“17 湘公投 PPN003”，发行规模分别为 5.00 亿元和 3.00 亿元。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 1,564.93 亿元，较 2018 年底增加 6.64 亿元，主要来自利润留存。

总体看，公司所有者权益保持增长，其中实收资本和资本公积占比较高，稳定性较好；资本公积主要为政府拨入的项目建设资金，所有者权益质量较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 7.15%；2018 年，公司实现营业收入 141.38 亿元，较 2017 年增长 2.66%。同期，公司营业成本年均复合下降 2.49%；2018 年为 26.14 亿元，较 2017 年下降 14.15%。受营业收入增速快于营业成本增速影响，公司营业利润率由 2016 年的 77.33%增长至 81.46%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 1.16%；2018 年，期间费用 127.51 亿元，较 2017 年减少 3.45 亿元。其中，管理费用 15.72 亿元，较 2017 年增长 15.93%，主要来自职工薪酬的增长；财务费用 111.58 亿元，较 2017 年下降 4.80%，主要系费用化利息支出的减少。同期，公司期间费用占营业收入比重为 90.19%，期间费用对利润侵蚀显著。

非经常性损益方面，2016—2018 年，公司投资收益不断增长，2018 年确认 7.11 亿元，其中现代投资按权益法核算确认的投资收益 2.62 亿元、按成本法核算确认的投资收益 1.85 亿元、可供出售金融资产持有取得的投资收益 2.55 亿元；2016—2018 年，公司资产减值损失波动较大，主要系计提和冲回应收类账款坏账准备；2018 年，公司资产减值损失 1.04 亿元，主要为坏账损失。同期，公司营业外收入主要核算收到的政府财政补贴；2018 年，公司营业外收入 11.57 亿元，主要为政府补助 11.51 亿元。2016—2018 年，公司分别实现利润总额 86.34 亿元、8.51 亿元和 5.56 亿元，利润总额的实现依赖政府财政补贴。

表 8 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	123.14	137.71	141.38
期间费用	124.60	130.96	127.51
资产减值损失	-1.24	-0.06	1.04
投资收益	4.53	5.38	7.11

营业外收入	110.04	27.02	11.57
利润总额	86.34	8.51	5.56
营业利润率	77.33	77.77	81.46
总资本收益率	5.03	3.13	2.67
净资产收益率	7.17	0.54	0.35

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率不断下滑，2018 年底分别为 2.67%和 0.35%，同比分别减少 0.46 个和 0.19 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 41.75 亿元，同比增长 17.53%；同期，公司实现利润总额 6.76 亿元，同比下降 41.83%，主要系计入“营业外收入”的政府补贴减少所致。

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，期间费用占营业收入比重过高，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。公司整体盈利能力偏弱。未来，随着公司在建高速公路的逐步建成通车以及路网效应的发挥，公司整体收入水平及盈利规模均有望上升。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量不断增长，年均复合增长 25.24%，主要来自车辆通行费增加带来的现金流入；2018 年，公司经营活动现金流入量较 2017 年增长 22.30%至 196.31 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 153.68 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 42.63 亿元，主要为收到的政府财政补贴及往来款。2016—2018 年，公司现金收入比不断提升，2018 年为 108.70%，公司收现能力强。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量呈下降趋势，年均复合下降 12.69%，系支付的往来款减少；2018 年，公司经营活动现金流出量较 2017 年下降 27.90%至 47.50 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金（养护费等）23.19 亿元，支付职工薪酬 13.90 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 9.35 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金净流量分别为 62.84 亿元、94.62 亿元和 148.81 亿元，经营活动获现能力不断增强。

投资活动现金流方面，公司投资活动流入较小，主要为收回理财产品、委托贷款等收到的现金，2016—2018 年呈下降趋势，2018 年为 27.83 亿元。其中 2017 年发生处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 34.43 亿元，系转让长潭高速公路等资产收到的款项。2016—2018 年，公司投资活动流出量呈增长趋势，年均复合增长 19.59%，其中高速公路投资规模维持在较大规模；2018 年，公司投资活动流出量 414.42 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 262.63 亿元，投资支付的现金 151.80 亿元，较 2017 年大幅增加 137.20 亿元，主要为对湖南财信金融控股集团有限公司（国有企业）的权益投资支出。2016—2018 年，公司投资活动现金流呈现为较大规模净流出，2016—2018 年净额分别为-247.66 亿元、-170.89 亿元和-386.60 亿元。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量不断增长，年均复合增长 10.58%；2018 年，公司筹资活动现金流入量 918.65 亿元，较 2017 年增长 10.79%。其中政府拨入资金 196.63 亿元，较 2017 年增长 99.79%；取得借款收到现金 706.75 亿元，较 2017 年增长 10.56%。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量呈增长趋势，年均复合增长 4.48%；2018 年，公司筹资活动现金流出量 684.07 亿元，其中偿付有息债务本息 678.14 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金净

流量快速增长，分别为 124.62 亿元、127.25 亿元和 234.59 亿元。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	125.16	160.51	196.31
经营活动现金流出量	62.32	65.89	47.50
经营活动现金净流量	62.84	94.62	148.81
投资活动现金净流量	-247.66	-170.89	-386.60
筹资活动现金净流量	124.62	127.25	234.59
现金收入比	89.98	92.61	108.70

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金净流量 51.41 亿元，投资活动现金净流量-82.49 亿元，筹资活动现金净流量-6.12 亿元。

总体看，公司收入实现质量维持在较高水平，经营活动现金流净额大幅增长；但项目建设投入及对外投资亦推动投资活动现金流出大幅增长；经营活动现金流净额无法满足投资活动资金需求，筹资活动现金净流入规模进一步扩大。未来，随着在建拟建项目建设的持续推进，公司存在较大的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，受收回应收类账款影响，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，2018 年底分别为 53.06%和 47.66%，较 2017 年底分别增加 6.48 个和 5.21 个百分点；2019 年 3 月底，上述指标分别为 42.50%和 36.80%，较 2018 年底减少 10.56 个和 10.86 个百分点，系项目建设投入消耗公司现金储备。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比有所提升，2018 年为 38.35%，经营活动现金流对流动负债覆盖能力较弱。2019 年 3 月底，公司现金类资产 91.81 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 0.29 倍。总体看，公司短期债务规模较大，存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，受利息支出规模不断提升影响，公司 EBITDA 逐年下降，年均复合下降 21.32%；受此影响，公司全部债务/EBITDA 不断提升，2018 年为 24.63 倍；EBITDA 利息倍数逐年下降，2018 年为 0.81 倍。EBITDA 对有息债务的保障程度低。总体看，公司长期偿债能力指标弱。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 53.56 亿元，担保比率 3.44%。全部为湖南省交通运输厅提供担保，总体看，公司对外担保主要系对湖南省交通运输厅提供，或有负债风险小。

截至 2019 年 3 月底，公司获得的银行等金融机构授信额度 5,085.75 亿元，已使用额度 3,572.85 亿元，未使用额度 1,512.90 亿元，公司间接融资渠道畅通。

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5月3日，公司本部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。

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。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产规模为 4,344.67 亿元，同比增长 8.44%。母公司资产占合并口径资产总额的 94.11%。其中，流动资产为 224.64 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成。非流动资产 4,120.03 亿元，主要由在建工程和固定资产构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 1,511.82 亿元，较 2017 年底增长 15.80%。其中，资本公积占比 63.86%，公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2018 年底，母公司负债合计 2,832.84 亿元，较 2017 年底增长 4.88%。其中非流动负债占比 87.29%，主要由长期借款构成。母公司 2018 年资产负债率为 65.20%，较 2017 年底有所下降，整体债务压力减小。

2018 年，母公司营业收入为 126.57 亿元，占合并口径营业收入的 89.52%；利润总额为 15.83 亿元。

总体看，公司资产主要集中在母公司，母公司收入及利润对合并口径贡献大。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

本期债券拟发行规模不超过 15 亿元（以下均以 15 亿元测算），分别相当于 2019 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 0.55%和 0.50%，本期债券的发行对公司现有债务影响较小。

2019 年 3 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 66.46%、65.93%和 63.39%。以 2019 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后上述三项指标将分别上升至 66.57%、66.04%和 63.52%；考虑公司 2019 年 4 月非公开发行的“19 湘高 G1”8.90 亿元后，上述三项指标将分别上升至 66.63%、66.11%和 63.59%；公司债务负担将有所上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券发行规模的 8.34 倍、10.70 倍和 13.09 倍，公司经营活动净现金流分别为本期债券发行规模的 4.19 倍、6.31 倍和 9.92 倍；EBITDA 分别为本期债券发行规模的 13.11 倍、8.90 倍和 8.11 倍，公司经营活动现金流入量、经营活动净现金流及 EBITDA 对本期债券的保障能力强。

3. 本期债券偿债资金来源

募投项目于 2016 年 11 月开工，计划建设期 3 年，项目总投资 77.97 亿元，截至 2019 年 6 月底，公司已完成投资 61.16 亿元。募投项目建成后，公司将通过收取车辆通行费方式实现收入。

募投项目预计于 2020 年建成，车辆通行费收费标准按照《收费公路管理条例》及《湖南省人民政府办公厅关于进一步规范全省高速公路收费标准的复函》（湘政办函〔2013〕150 号）文件为基础，收费标准按年均增长 3%计算，每五年调整一次收费标准，同时考虑 5%的免费车辆。根据《可研报告》，若投资者不行使回售选择权，本期债券存续期内公司将获得收入合计 298,985.00 万元，扣除运营成本和相关税费后的净收益为 276,957.50 万元。

表 10 募投项目收入测算及对募投项目使用本期债券资金覆盖情况（单位：万元、倍）

项目名称	合计	存续期内募投项目收入测算							
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
项目收入	298,985.00	15,440.00	31,795.00	33,681.00	35,680.00	37,797.50	43,322.00	49,174.50	52,095.00
车辆通行费收入	298,985.00	15,440.00	31,795.00	33,681.00	35,680.00	37,797.50	43,322.00	49,174.50	52,095.00
运营成本	11,981.00	518.00	1,051.50	1,083.00	1,115.50	1,149.00	1,183.50	1,219.00	4,661.50
税金及附加	10,046.50	519.00	1,068.50	1,131.50	1,198.50	1,270.00	1,456.00	1,652.50	1,750.50
净收益	276,957.50	14,403.00	29,675.00	31,466.50	33,366.00	35,378.50	40,682.50	46,303.00	45,683.00
本期债券本金	75,000.00	--	--	--	--	--	--	--	75,000.00
本期债券付息金额	21,000.00	--	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00
本期债券本息偿还金额	96,000.00	--	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	78,000.00
项目收入覆盖本期债券本息倍数	3.11	--	10.60	11.23	11.89	12.60	14.44	16.39	0.67
净收益覆盖本期债券本息倍数	2.88	--	9.89	10.49	11.12	11.79	13.56	15.43	0.59

注：2020 年 7 月募投项目进入运营期，2020 年收入按照半年计算；债券利率按 4% 估算

资料来源：湖南省交通规划勘察设计院出具的《可研报告》，联合评级整理

本期债券基础发行额为人民币 10.00 亿元，弹性配售额为人民币 5.00 亿元。如未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 10.00 亿元，募集资金中 5.00 亿元拟用于 G5513 长沙至益阳高速公路扩容工程；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为 15.00（10+5）亿元，其中 7.50 亿元拟用于 G5513 长沙至益阳高速公路扩容工程。以本期债券募集资金 7.50 亿元用于项目建设测算，假设 2020 年 7 月项目进入运营期即产生收入，本期债券发行利率为 4%，且投资人于存续期的第 5 个计息年度末不行使回售选择权；本期债券存续期内募投项目收入及净收益合计分别为 29.90 亿元和 27.70 亿元，对募投项目使用募集资金部分本息合计的覆盖倍数分别为 3.11 倍、2.88 倍，覆盖程度较高。2021 年至 2026 年，募投项目每年通行费收入及净收益对本期债券当年本息偿还金额覆盖程度均较高。2027 年，由于一次性偿还本金，本息偿付压力较大，募投项目收入为当年本期债券本息合计的 0.67 倍，保障能力较弱，需依赖过程收入的累积。此外，2020 年，募投项目产生半年收入，可为本期债券后续本息偿还提供一定支撑。

若投资者于本期债券存续期第 5 年末将本期债券全部回售给公司，则 2021—2025 年，募投项目收入及净收益合计分别为 18.23 亿元、17.06 亿元，对募投项目拟使用本期债券部分本息覆盖倍数分别为 2.03 倍和 1.90 倍，覆盖程度一般。

若本期债券最终募集资金中 5.00 亿元用于项目建设，则募投项目相关收益对用于项目建设部分资金本息的覆盖情况将好于上述预测值。

综上所述，募投项目存续期产生的收入可覆盖本期债券募投项目本息总额。同时，募投项目收益不及预期、本期债券发行利率可能与预测有差异等因素存在一定的不确定性。联合评级将持续关注募投项目的建设进度及未来实际收入对本期债券本息偿还的保障情况。

九、债权保护条款分析

为了保证本期债券募集资金专款专用，公司与上海浦东发展银行股份有限公司长沙分行、平安银行股份有限公司长沙分行和中国民生银行股份有限公司长沙分行（以下简称“募集资金专户监管银行”）共同签订《募集资金使用专项账户监管协议》，并开立募集资金使用专项账户，专门用于管理募集资金，委托募集资金专户监管银行进行监管。募集资金专项用于《2020 年第一期湖

南省高速公路集团有限公司公司债券募集说明书》（以下简称“《募集说明书》”）约定的募投项目或经依法变更后的项目。募集资金专户监管银行应对募集资金使用专项账户履行基本信息通知职责、资金使用监管职责、资金异常变动通知职责等。

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，公司与上海浦东发展银行股份有限公司长沙分行（以下简称“浦发长沙分行”）签订了《偿债专项账户监管协议》，聘请浦发长沙分行作为本期债券偿债专户监管银行。公司应在本期债券的每个还本付息日（T日）前5个工作日内按《募集说明书》的规定向偿债专项账户中划入偿债资金，浦发长沙分行应在不晚于T日前2个工作日（T-2个工作日）将当期应付本金和利息划转至本期债券登记结算机构指定的账户，并书面通知公司。

公司同时聘请浦发长沙分行为本期债券的债权代理人，在本期债券存续期限内为债券持有人的最大利益行事；并对本期债券所募集资金的使用进行监督。

综合来看，公司针对本期债券偿债资金来源设置了保障，有利于提高本期债券整体偿付能力。公司为本期债券设立了募集资金使用专项账户及偿债账户，并由浦发长沙分行对上述账户进行监管，有助于降低本期债券操作风险。

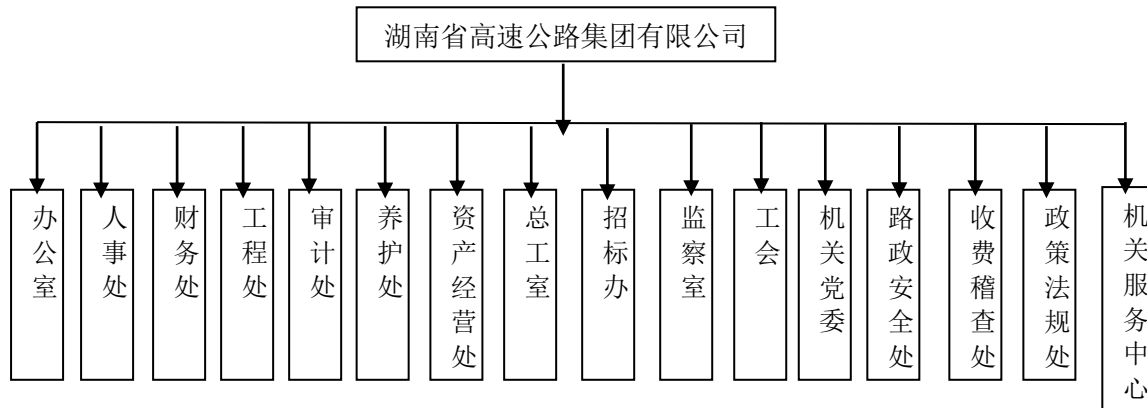
十、综合评价

公司是湖南省最大的高速公路投资运营主体，在资产规模、业务的区域垄断性及外部支持等方面具有显著优势，近年来公司通车高速公路较多，路网协同效应逐步显现，通行费收入持续增长。同时，联合评级也关注到公司债务负担较重、高速公路收费权质押比例高等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着公司在建高速公路陆续建成通车，“五纵七横”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，路网的协同效应将进一步显现，公司的通行费收入及盈利能力有望提升。联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 湖南省高速公路集团有限公司 组织结构图（截至 2019 年 3 月底）



附件 2 湖南省高速公路集团有限公司 合并范围一级子公司情况（截至 2019 年 3 月底）

子公司名称	业务性质	注册地	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	60,000.00	100.00
湖南省高速公路基金管理有限公司	金融	长沙	1,000.00	99.00
湖南高速集团财务有限公司	金融	长沙	100,000.00	85.00
湖南省岳望高速公路有限责任公司	交通运输	长沙	200.00	100.00
湖南高速捷通信息科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	长沙	1,000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 3-1 截至 2019 年 3 月底公司主要经营管理高速公路（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	地国高泉南	20 年
17	炎陵高速	炎陵分路口—炎陵县城	11.83	2012.12	国高泉南	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	国高杭长	20 年
22	通平高速	通城界—平江	73.03	2012.12	国高武深	20 年
23	张花高速	张家界—花垣	147.11	2013.11	国高张南	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	国高呼北	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	益茶高速	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	国高许广	20 年
32	衡桂高速	京港澳复线衡阳—桂阳	94.92	2012.11	国高许广	20 年
33	桂武高速	京港澳复线桂阳—临武	107.81	2012.11	国高许广	20 年
34	浏醴高速	浏阳—醴陵	99.19	2012.12	国高武深	20 年
35	醴茶高速	醴陵—茶陵	105.25	2013.11	国高武深	20 年
36	炎汝高速	炎陵—汝城	150.99	2013.12	国高武深	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）	--
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	国高张南	20 年
42	京港澳新开联络线	--	3.30	2018.05	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	国高张南	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	2018.02	地方高速	20 年
49	马安高速	马迹塘-安化	67.41	2018.12	地方高速	20 年
50	南益高速（部分）	南县-益阳	9.31	2018.12	地方高速	20 年
51	莲株高速	莲花冲至株洲	32.31	2018.12	地方高速	20 年
政府还贷高速公路小计			4,531.89	--	--	--
52	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30 年
53	新溆高速	新化-溆浦	92.68	2014.12	地方高速	30 年
54	南岳东延线	--	12.58	2016.12	地方高速	30 年
55	潭衡西高速	湘潭-衡阳西线	138.77	--	国高许广	23 年
56	岳望高速	岳阳-望城	101.62	2018.09	国高许广	--
经营性高速公路小计			397.47	--	--	--
合计			4,929.36	--	--	--

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
 资料来源：公司提供

附件 3-2 公司主要高速公路通行费情况（单位：万元）

路段名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
莲易高速	1,417.94	1,929.39	1,730.36	394.67
耒宜高速	97,023.28	101,469.16	107,499.58	28,128.53
临长高速	173,147.55	169,828.20	164,463.40	38,928.45
潭邵高速	85,118.98	114,816.58	106,593.45	31,487.78
衡枣高速	64,872.02	65,623.28	67,953.18	18,937.15
常张高速	38,671.34	45,506.21	47,917.99	12,706.69
衡大高速	6,730.54	6,916.88	7,016.10	1,971.81
邵怀高速	87,117.59	95,669.36	83,092.00	28,491.08
怀新高速	23,102.61	24,034.41	22,851.22	7,550.35
常吉高速	63,428.57	81,950.67	89,864.42	25,280.41
衡炎高速	17,616.05	19,718.13	21,384.35	7,889.90
道贺高速	2,625.52	2,578.60	4,444.43	1,481.59
吉茶高速	30,088.36	33,187.04	29,130.12	7,400.75
吉怀高速	52,175.27	59,257.44	62,012.71	18,226.18
炎睦（炎陵）高速	662.52	619.70	638.83	144.41
宁道高速	5,487.49	6,710.82	8,904.18	2,782.22
汝郴高速	6,822.00	13,520.26	14,542.97	4,873.92
郴宁高速	9,873.97	13,125.07	15,313.39	5,285.63
大浏高速	8,498.09	9,430.09	9,378.04	2,739.46
长湘高速	21,635.14	26,038.73	32,889.15	14,799.07
衡桂高速	17,419.07	18,662.37	22,025.98	8,899.80
桂武高速	13,045.85	13,602.67	14,716.11	7,041.22
娄新高速	23,762.70	25,602.94	29,530.18	7,956.51
通平高速	6,056.99	9,444.84	10,934.10	3,831.22
浏醴高速	11,281.03	14,817.49	17,580.01	5,596.35
南岳高速	4,603.31	4,426.15	5,064.21	1,301.95
醴茶高速	19,420.07	20,655.21	24,751.55	9,140.69
长沙绕城高速	8,858.91	12,356.10	13,732.29	3,155.84
怀通高速	13,626.48	18,663.29	25,566.36	7,739.21
张花高速	20,673.78	26,138.00	25,506.64	7,825.56
洞新高速	4,601.29	5,521.72	9,528.64	2,946.16
凤大高速	7,668.95	11,112.25	12,498.41	4,044.52
耒茶高速	4,227.95	5,949.49	6,630.82	2,541.03
石华高速	830.46	931.13	1,336.32	448.08
炎汝高速	6,113.62	8,123.51	15,801.77	10,314.71
怀化绕城	1,698.67	2,517.40	3,541.79	794.06
新溆高速	11,588.03	15,546.45	21,831.36	5,823.63
龙永高速	2,239.92	6,785.21	14,300.07	5,705.28
邵坪高速	2,647.65	3,364.65	5,196.87	1,158.67
大岳高速	1,031.82	3,783.40	16,415.69	1,097.89
娄衡高速	10.84	4,362.71	9,264.63	3,163.83
南岳东延线	5.86	805.06	783.04	182.61
东常高速	--	54,235.42	55,062.78	20,335.91

永吉高速	--	953.51	13,417.50	4,380.38
益娄高速	--	9.27	8,480.33	2,873.55
武靖高速	--	5.78	4,158.41	1,278.16
桑张高速	--	9.36	3,569.51	985.42
益马高速	--	--	6,133.33	1,805.77
京港澳高速公路新开联络线	--	--	1,110.50	486.35
马安高速	--	--	111.66	857.09
莲株高速	--	--	73.31	1,775.92
南益高速	--	--	1.10	101.62
潭衡西高速	--	--	25,162.40	17,939.64
岳望高速	--	--	12,533.28	11,339.06
合计		977,528.08	1,180,315.40	1,333,970.82
				424,367.74

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. 部分通车高速处于试运行状态，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. 表中列示的通行费为路段实际通行费收入，但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，账面通行费实际为前年 12 月至当年 11 月合计数据。

资料来源：公司提供

附件 3-3 公司主要高速公路车流量情况（单位：辆/日（标准小车））

路段名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
莲易高速	3,407.00	3,614.00	3,194.00	3,197.00
耒宜高速	44,676.00	44,868.00	44,562.00	44,614.00
临长高速	70,507.00	70,521.00	67,438.00	67,516.00
潭邵高速	58,610.00	51,945.00	52,133.00	52,194.00
衡枣高速	37,250.00	37,029.00	37,248.00	37,291.00
常张高速	30,006.00	32,233.00	32,414.00	32,451.00
衡大高速	13,139.00	13,061.00	13,134.00	13,149.00
邵怀高速	25,508.00	26,370.00	26,463.00	26,493.00
怀新高速	15,921.00	15,842.00	15,763.00	15,781.00
常吉高速	18,283.00	20,403.00	20,518.00	20,542.00
衡炎高速	15,245.00	15,358.00	15,475.00	15,493.00
道贺高速	5,100.00	5,009.00	6,669.00	6,677.00
吉茶高速	26,909.00	27,257.00	26,000.00	26,030.00
吉怀高速	24,471.00	25,131.00	25,272.00	25,302.00
炎睦（炎陵）高速	3,748.00	2,915.00	2,838.00	2,841.00
宁道高速	8,341.00	8,553.00	9,447.00	9,459.00
汝郴高速	5,060.00	8,958.00	9,039.00	9,049.00
郴宁高速	9,034.00	9,195.00	9,294.00	9,304.00
大浏高速	11,908.00	11,939.00	12,000.00	12,014.00
长湘高速	12,691.00	12,763.00	12,828.00	12,843.00
衡桂高速	7,000.00	6,807.00	7,074.00	7,082.00
桂武高速	8,297.00	8,177.00	8,506.00	8,516.00
娄新高速	12,998.00	12,992.00	13,110.00	13,126.00
通平高速	12,628.00	15,049.00	15,489.00	15,507.00
浏醴高速	11,209.00	11,699.00	12,017.00	12,031.00
南岳高速	12,178.00	12,124.00	11,930.00	11,944.00
醴茶高速	5,600.00	5,763.00	6,076.00	6,083.00
长沙绕城高速	15,664.00	16,926.00	17,016.00	17,036.00
怀通高速	38,062.00	41,739.00	41,973.00	42,021.00
张花高速	16,720.00	17,412.00	17,487.00	17,508.00
洞新高速	15,106.00	15,418.00	16,024.00	16,042.00
凤大高速	12,334.00	13,108.00	13,293.00	13,309.00
耒茶高速	9,875.00	11,415.00	11,611.00	11,624.00
石华高速	2,622.00	2,879.00	3,006.00	3,010.00
炎汝高速	22,358.00	24,967.00	28,830.00	28,863.00
怀化绕城	3,298.00	4,968.00	5,038.00	5,044.00
新溆高速	12,188.00	12,366.00	12,429.00	12,444.00
龙永高速	5,905.00	11,669.00	12,068.00	12,082.00
邵坪高速	8,040.00	8,081.00	8,260.00	8,270.00
大岳高速	5,227.00	12,503.00	12,736.00	12,751.00

娄衡高速	420.00	11,974.00	12,276.00	12,290.00
南岳东延线	276.00	3,138.00	3,025.00	3,028.00
东常高速	--	17,884.00	18,002.00	18,023.00
永吉高速	--	2,920.00	7,796.00	7,805.00
益娄高速	--	261.00	8,514.00	8,524.00
武靖高速	--	176.00	6,144.00	6,151.00
桑张高速	--	235.00	5,894.00	5,901.00
益马高速	--	--	6,522.00	6,530.00
京港澳高速公路新开联络线	--	--	3,354.00	3,492.00
马安高速	--	--	500.00	2,100.00
莲株高速	--	--	220.00	3,442.00
南益高速	--	--	140.00	698.00
潭衡西高速	--	--	36,751.00	37,665.00
岳望高速	--	--	26,755.00	31,076.00
合计	677,819.00	745,614.00	851,595.00	863,258.00

资料来源：公司提供

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	82.89	132.48	128.80	91.81
资产总额（亿元）	4,007.37	4,245.28	4,616.41	4,666.10
所有者权益（亿元）	1,257.52	1,362.97	1,558.29	1,564.93
短期债务（亿元）	292.02	450.22	343.13	319.47
长期债务（亿元）	2,392.64	2,363.14	2,654.45	2,709.42
全部债务（亿元）	2,684.67	2,813.36	2,997.58	3,028.89
营业总收入（亿元）	123.14	137.71	141.38	41.75
净利润（亿元）	86.03	7.12	5.10	6.65
EBITDA（亿元）	196.59	133.47	121.69	--
经营性净现金流（亿元）	62.84	94.62	148.81	51.41
应收账款周转次数（次）	1.32	2.50	8.03	--
存货周转次数（次）	1.16	1.48	1.26	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	89.98	92.61	108.70	87.24
营业利润率（%）	77.33	77.77	81.46	85.26
总资产收益率（%）	5.03	3.13	2.67	--
净资产收益率（%）	7.17	0.54	0.35	--
费用收入比（%）	101.19	95.09	90.19	--
长期债务资本化比率（%）	65.55	63.42	63.01	63.39
全部债务资本化比率（%）	68.10	67.36	65.80	65.93
资产负债率（%）	68.62	67.89	66.24	66.46
流动比率（%）	92.82	46.58	53.06	42.50
速动比率（%）	86.72	42.45	47.66	36.80
现金短期债务比（倍）	0.28	0.29	0.38	0.29
经营现金流动负债比（%）	18.74	18.91	38.35	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.05	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	0.86	0.81	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	13.11	8.90	8.11	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，数据一般均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中带息部分计入短期债务核算，将长期应付款中带息部分计入长期债务核算；4. 2019 年 1 季度财务数据未经审计

附件 5 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2 × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / (期初总资产 + 期末总资产) / 2 × 100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2 × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
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
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。