

信用等级公告

联合[2012] 850 号

联合资信评估有限公司通过对湖南省高速公路建设开发总公司信用状况进行综合分析和评估，确定

湖南省高速公路建设开发总公司
主体长期信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十一月十三日

评级业务专用章

湖南省高速公路建设开发总公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2012 年 11 月 13 日

财务数据:

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额 (亿元)	1061.80	1515.44	2024.10	2414.76
所有者权益(亿元)	253.16	304.25	514.49	634.01
长期债务(亿元)	587.70	779.59	1067.42	1409.74
全部债务(亿元)	785.33	1168.65	1439.30	1738.77
营业收入 (亿元)	56.58	82.08	105.67	63.25
利润总额(亿元)	6.81	50.09	19.26	3.48
EBITDA(亿元)	47.93	87.29	61.16	--
营业利润率 (%)	30.55	36.20	40.91	42.65
净资产收益率(%)	2.58	16.35	3.70	--
资产负债率(%)	76.16	79.92	74.58	73.74
全部债务资本化比率(%)	75.62	79.34	73.67	73.28
流动比率(%)	81.36	62.99	70.88	127.31
全部债务/EBITDA(倍)	16.39	13.39	23.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.38	2.07	1.07	--

注: 1. 公司将 2010 年 12 月发行的 15 亿元、2011 年 6 月发行的 9 亿元、2011 年 12 月发行的 16.6 亿元、2012 年 5 月发行的 15 亿元、2012 年 8 月发行的 9 亿元短期融资券计入应付债券科目, 本报告将其调整至短期债务, 长期债务做相应调减;

2. 公司自 2010 年起执行《企业会计准则[2006]》, 2009 年数据为 2010 年期初调整数;

3. 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

高景楠 王妮娜

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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对湖南省高速公路建设开发总公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为湖南省主要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的显著优势。同时, 联合资信关注到公司资本支出较大, 债务规模呈较快上升趋势, 债务负担重; 财务费用高, 自身盈利能力偏弱, 对政府补助依赖性强等因素对其信用水平的不利影响。

湖南省公路交通的重要地位, 以及持续的政府支持, 将对公司中长期发展产生积极影响。考虑到公司新建和在建的高速公路里程较多, 且多数项目于 2013 年底前通车, 路网规模效益将为通行费收入的持续增长提供保障。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 湖南省是中国中南部重要的陆路交通枢纽之一, 区域经济快速发展, 交通位置优越。
2. 公司为湖南省交通厅独资的高速公路投资运营主体, 具有明显的区域垄断经营优势。
3. 公司得到湖南省地方政府在产业政策、税费减免、财政补贴、资金筹措等多方面的有力支持, 具有较大发展潜力。
4. 公司所辖路产优良, 车流量和通行费收入稳步增长。

关注

1. 公司有息债务持续快速增长, 债务负担重。公司政府还贷性高速公路项目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; 经营性高速公路项目处于在建期, 未来车流量有待培育, 短期内存在还贷压

- 力。
2. 公司在建高速公路项目较多，面临较大的融资压力。
 3. 公司整体盈利能力较弱，财务费用高。
 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或将形成一定的限制。

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、湖南省高速公路建设开发总公司主体长期信用等级自 2012 年 10 月 11 日至 2013 年 10 月 10 日有效；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。

一、主体概况

湖南省高速公路建设开发总公司（以下简称“公司”）系经湖南省人民政府办公厅湘政办函[1993]62号文批复同意设立的国有独资公司，注册资本为人民币1亿元。公司隶属于湖南省交通厅，由交通厅作为出资部门。2004年，根据湖南省交通厅湘交财会字[2004]358号文批复，公司增加注册资本人民币89597万元，其中包括莲易路和长潭路中国家投入的89087万元项目建设资本金，以及交通厅拨付的510万元资金。此次增资后公司注册资本为人民币99597万元。截至2012年9月底，公司注册资本99597万元。

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

公司是湖南省主要的高速公路建设、运营和管理企业，对省内所有收费还贷性高速公路行使收费权。截至2012年9月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达1659公里（公司合并口径），占湖南省省内高速公路的通车里程的61%。

2010年10月，公司投资成立全资子公司湖南省高速公路机电建设开发有限公司，注册资金1300万元人民币，并纳入2010年度合并范围。截至2012年9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，3家控股及参股子公司，30个项目建设公司，以及12个高速公路运营单位。截至2012年9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2011年底，公司合并资产总额2024.10

亿元；所有者权益合计514.49亿元；2011年公司实现营业收入105.67亿元，利润总额19.26亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额2414.76亿元，所有者权益合计634.01亿元；2012年1~9月，公司实现营业收入63.25亿元，利润总额3.48亿元。

公司注册和经营地址：长沙市远大一路649号；法定代表人：吴国光。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地

方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9

月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量(M2)94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量(M1) 28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、行业与区域环境分析

1. 高速公路发展概况

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高生活质量以及维护国家安全有重要作用。

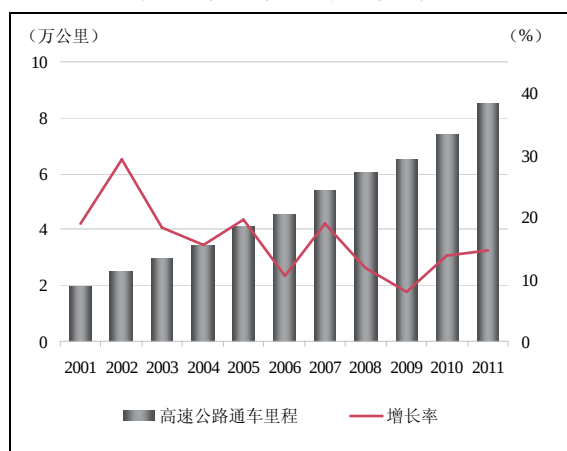
高速公路建设

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2011年底的8.5万公里。

继“五纵七横”国道主干线于2007年全线贯通，2009年中国高速公路通车里程达6.51万公里后，2010年，中国高速公路通车里程达7.41万公里，比“十一五”规划目标增加9108公里，2011年，中国新增高速公路通车里程1.10万公里，总里程达8.5万公里，居世界第二位，中国高速公路网络更加完善。

图1 中国高速公路通车里程



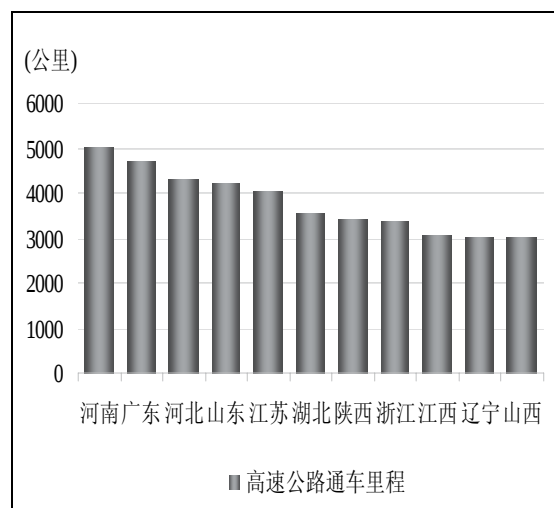
资料来源：交通运输部

截至2011年底，高速公路突破3000公里的省有11个，分别是：河南省、广东省、河北省、山东省、江苏省、湖北省、陕西省、浙江省、江西省、辽宁省、山西省（见图2）。

根据国家统计局的统计，2010年，中国公路运输业固定资产投资累计为12761.66亿元，同比增长20.9%；2011年，央行实施紧缩性货币政策，严格控制信贷规模，收紧货币流动性，加之政府对公路行业融资平台进行清理，导致公路等基础设施建设资金紧张，公路信贷资金

进一步趋紧，国内贷款到位资金中占比明显低于往年平均水平，新开工项目贷款到位率偏低。此外，考虑目前路网已经比较完备，公路建设投资增速必然持续下降，行业供给压力将会持续减轻，2011年，中国道路运输业固定资产投资小幅增长。2011年，中国公路运输业累计投资13474.81亿元，同比增长9.8%，增速较上年同期下降11.1个百分点。目前，我国仍处于工业化快速发展的阶段，公路尤其是高速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，预计投资增速在“十二五”初期会保持较高的水平。但随着投资总量的逐步扩大，“十二五”中后期公路行业将逐步步入“高投资规模、低投资增速”的轨道。

图2 2011年各省高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，我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，我国现有公路网中，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，对加快我国公路交通的发展做出了重要的贡献。然而，随着近年来我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。9月，全国收费公路专项清理工作第一阶段的调查摸底工作已基本完成，目前已有9个省市区采取了降低收费标准、回购撤销一些收费站等措施对部分路段做出整改，其中，降低标准的有北京、山东、河南、江西、江苏；回购的有山西和黑龙江；撤销站点的有河北、陕西等。目前，资金瓶颈已成为高速公路投资最大的风险，由于收费公路的主要收入来源是车辆通行费，而通行费于收费年限均由政府统一制定，因此政策对行业的影响很大，其中清理道路非法收费政策在相同的车流量下会影响到通行费收入，汽车查超行动则可能影响公路货运需求进而影响到车流量。

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。

2010年，随着中国公路建设的不断发展，

公路运输也呈稳定增长态势。根据交通运输部公布的统计数据，2010年全国公路客运量和货运量增速分别为10.2%和14.0%；公路客运周转量和货运周转量增速分别为10.4%和15.6%。

2011年，受宏观经济增速持续放缓、国家加大收费公路专项清理等因素影响，公路行业景气度有所下滑，但受年末节假日客流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。2011年1-11月，全国公路客运量和货运量分别达299.88亿人和255.54亿吨，同比增速分别为7.8%和15.1%；公路客运周转量和货运周转量分别为15285.84亿人公里和46400.70亿吨公里，分别同比增长11.3%和18.3%，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度提高。

2011年，受一系列鼓励汽车消费政策退出、部分城市采取限购限行等措施影响，汽车产销量增速大幅放缓。2011年，中国汽车销量累计1850.51万辆，同比增长2.45%，增速较上年同期大幅下降29.92个百分点。其中，乘用车销量同比增长5.19%，商用车销量同比下降6.31%。乘用车销量增速的下滑，尤其是商用车销量的下降，一定程度上限制了公路车流量的增长，导致全年公路客运量增速有所回落，货运量增速与上年基本持平。

2. 高速公路收费政策

中国高速公路收费始于20世纪80年代初期，1981年广东省政府采用收取通行费偿还借款的方式建设了广珠公路上的四座大桥和广深公路，开创了中国“贷款修路，收费还贷”的先河。1984年，国务院通过了加快公路建设的三大政策：一是适当提高公路养路费征收标准，二是开始征收车辆购置附加费，三是允许集资、贷款修建公路，并允许通过收取过路过桥费的方式偿还集资或贷款。从此，中国收费公路开始迅速发展，公路交通建设出现跨越式发展。

据交通部统计，目前已建成的几乎所有高速公路、70%的一级公路、50%的二级公路和

2/3的千米以上大桥和隧道都是使用贷款修建的，没有收费公路政策中国公路和国民经济的健康发展势必将受到较大影响。

2004年12月，交通部联合国家发改委下发了《印发关于降低车辆通行费收费标准的意见的通知》，要求各省对10吨以上货车收费下调20%~30%，这次收费调整引发了投资者对高速公路收费价格稳定和收费权能否得到长期保障的担忧。2005年国家公布的《国家高速公路网规划》中指出，未来二十年中国将新建高速公路4万公里，静态投资需求约为2万亿元（其中政府投资的比例预计为10%左右，其余通过地方交通主管部门及直属单位、公路经营企业、民间机构、外资等多种渠道来实现）。

从投资主体来看，一方面，地方交通主管部门及直属单位需要稳定的收入来偿还贷款；另一方面，公路经营企业、民间机构和外资机构要求稳定的投资回报。因此，从保证高速公路建设资金来源和保护投资者投资积极性角度看，国家在短期内频繁下调甚至取消高速公路通行费的可能性不大，未来一段时间内，高速公路收费模式仍将存在。

2008年12月18日，国务院印发了关于实施成品油价格和税费改革的通知，决定从2009年1月1日起实施成品油税费改革，取消公路养路费、公路运输管理费、公路客货运附加费等六项收费，逐步有序取消政府还贷二级公路收费；同时，将汽油消费税单位税额由每升0.2元提高到1元，柴油消费税单位税额由每升0.1元提高到0.8元。

燃油税的征收将可能增加公路运输成本，抑制人们的出行欲望并导致客货流转移到其他运输方式。但另一方面，燃油成本的上升将使得高速公路的节油优势得到明显体现，部分车辆会从普通公路分流到高速公路上来。

根据2011年8月19日国务院办公厅下发的《关于促进物流业健康发展政策措施的意见》，国务院再次提出要进一步降低过路过桥收费，控制收费公路规模，优化收费公路结构，

收费公路标准下调有望得到进一步落实。2011年6月起，交通运输部开展了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。9月，全国收费公路专项清理工作第一阶段的调查摸底工作已基本完成，目前已有9个省区市采取了降低收费标准、回购撤销一些收费站等措施对部分路段做出整改，其中，降低标准的有北京、山东、河南、江西、江苏；回购的有山西和黑龙江；撤销站点的有河北、陕西等。

3. 高速公路发展前景

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速，2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，基本形成国家高速公路网（7918网¹）。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路行业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，根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。与此同时，交通运输部将修订国家高速公路网规划，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜，尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。同时继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。按照国务院公布的高速公路网发展规划，中国将加快国高网主骨架建设，预计到“十二五”末7918路网将基本建成，届时，中国高速公路通车总里程

¹ “7918”：7条以北京为起点的高速公路放射线，9条南北纵向高速公路，18条东西横向高速公路。

将有望达到10万公里,超越美国跃居世界第一。

根据《交通运输“十二五”发展规划》,“十二五”末,国家高速公路网将基本建成,高速公路总里程达到10.8万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划,到2015年底,高速公路通车里程超过5000公里的省份将达到16个,3000-5000公里的将达9个,特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份,高速公路建设欲望尤其强力,比如:新疆、青海、内蒙古、广西、贵州和黑龙江等省份,纷纷提出“县县通高速”的口号。

总体看,“十二五”期间,中国高速公路建设发展空间仍较大。

4. 湖南省经济发展与高速公路情况

根据《2011年湖南省国民经济和社会发展统计公报》数据,2011年,湖南全省实现生产总值19635.19亿元,同比增长12.8%(按照GDP现价计算),比全国平均水平高出3.6个百分点。2011年,湖南省财政总收入2460.7亿元,同比增长31.0%,比上年提高7.7个百分点。区域经济的快速发展,为湖南省高速公路行业的发展提供了有利的保证。2011年湖南省完成公路货运量14.42亿吨、客运量16.20亿人,同比分别增长13.0%和9.3%,公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的85.46%和94.19%;2011年湖南省完成公路货物周转量1878.57亿吨公里,公路旅客周转量778.04亿人公里,同比增速分别为22.0%和13.8%,分别占全省各运输方式货、客周转总量的55.22%和46.50%。在不同运输方式中,公路占绝对优势。

2011年湖南完成交通固定资产投资926.5亿元,同比增长5.48%,占全省全社会固定资产投资总额的8.1%,是湖南交通史上投入水平最高的一年,其中高速公路投资672.53亿元。2011年,湖南省高速公路新增通车里程262.3公里,宜凤、潭衡西、随岳、道贺4条高速公路建成通车,截至2011年底,湖南省全省高速公里通车里程达到2649公里,形成了以长沙为中心

的四小时高速经济圈,长株潭城市群形成了半小时高速通勤圈。目前全省在建高速公路里程3772公里,高速公路在建和通车总里程达到6486公里,位居全国前列。

根据湖南省高速公路工作会议的信息,2012年湖南省高速公路管理局下达高速公路建设投资任务570亿元,以建成通车1000公里高速公路为重点,加快推进3801公里在建项目建设,确保吉茶(已于2012年3月通车)、炎睦、娄新、长湘、衡桂、桂武、南岳、宁道、浏醴、炎陵分路口至炎陵县城、郴宁、吉怀、通平、大浏共14条1011.74公里、力争汝郴、醴茶、永蓝、长浏、澧常5条542.38公里高速公路建成通车,年底高速公路通车总里程达到3600公里以上。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。

总的来看,湖南省经济的稳定发展将带来客货运输的持续增长,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。

四、基础素质

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

公司是经湖南省人民政府批准成立的国有独资公司,在区域内具有行业垄断性。公司隶属于湖南省交通厅,负责对湖南省境内绝大部分已建成和将要建设的高速公路实行统一投资、统一经营、统一管理。

目前,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湖南省高速公路建设开发总公司实施建设管理；经营性高速公路可以分为国有企业通过购买经营权形成，如长潭、长永和潭耒等，有外资、民营资本通过购买经营权形成，如长益高速。公司的子公司投资集团公司建设项目主要是经营性高速公路项目，目前投资集团公司的高速公路项目均处于建设过程中。

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2012年9月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达1659公里（公司合并口径），占湖南省省内高速公路通车里程的61%，在省内高速公路行业中具有举足轻重的地位，是湖南省高速公路建设投资领域的龙头企业。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奖项目。

公司是由湖南省交通厅100%控股的企业，截至2012年9月底，公司拥有控股及参股合作公司5家，项目建设公司30家，直管建成高速公路运营单位12个。其中，公司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，公司具有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

截至目前，公司有8位高层管理人员，包括1位总经理、3位副总经理、1位纪委书记、1位工会主席、1位总工程师、1位总经济师，绝大多数具有大学及以上学历。

公司总经理吴国光先生，1961年生，硕士研究生，历任益阳市交通局局长、党委书记；益阳市公路局局长、党委书记；益阳市委常委、副市长；湖南省公路管理局局长、党委书记。2012年4月至今任公司总经理、党委副书记。

公司高层管理人员具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高。

截至2012年9月底，公司共有在岗职工9579人，按职称划分，高级职称人员占3.41%；中级职称人员占7.01%，初级职称人员占15.78%，其他人员占73.80%；按学历划分，本科及以上学历占35.47%，大专学历占43.89%，其他占20.64%；按年龄划分，30岁以下人员占37.65%，30岁-50岁人员占59.73%，50岁以上人员占2.62%。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. 政策支持

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，其资本金由省财政厅承诺安排，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。根据湖南省财政厅湘财建函[2009]23号文，自2008年起将上级拨入的项目建设资金转作政府补贴款。2008~2010年，公司根据政府补贴意图，经主管部门同意、会计师事务所确认后，将上述项目建设财政补贴确认为补贴收入，分别为12.15亿元、13.63亿元和45.03亿元；2011年，公司将上级拨入高速公路项目建设资金计入资本公积，为189.17亿元，包括：①交通部车购税补助26.03亿元（已全部到账，计入“收到其他与筹资活动有关的现金”）；②湖南省财政补助35.85亿元（已全部到账，计入“收到其他与筹资活动有关的现金”）；③财政建设资本金12.18亿元（财政已拨付湖南省交通厅，交通厅尚未拨付至公司，计入“其他应收款”）；④2008-2011年在建项目建安营业税返还17.01亿元（计入“其他应收款”）；⑤公司转出承建的湖南省二级公路贷款10.70亿元（根据湘财建[2009]100号文件：按照湖南省委、省政府关于变更省级交通建设资金融资主体、移交省本级交通建设债务的要求，公司承建的二级公路相关贷款10.70亿元应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按公司还本付息进度支付相等金额给公司，截至2011年底，该部分资金尚未支付10.17亿元，计入“其他应收款”）；⑥上级部门以前年度已拨付的资本金作为了借入款项，实际无还本付息，2011年由长期借款科目调整至资本公积87.40亿元。

2011年，湖南省财政厅引发《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，合计84.58亿元，其中，2011年及2012年1-9月分别到位资金7.01亿元和3.5亿元，计入资本公积，余下资金将按照项目建设进度在项目完工之前全部到账。

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不断加大，有力支持了公司的快速发展。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司实行总经理负责制，按照《公司章程》，总经理是公司的法定代表人。公司设总经理一名，副总经理若干名。公司总经理由湖南省交通厅报湖南省人民政府聘任，并对湖南省交通厅负责。

目前，公司实行总经理办公会决策机制，由总经理办公会行使决策权，负责作出年度经营工作报告；执行出资部门的决议；审议公司发行股票、债券方案；制定并组织实施公司年度经营计划和投资方案、制定并实施公司年度财务预（决）算方案及利润分配方案；拟定公司内部管理机构设置和部门负责人的任免等。公司成立战略管理委员会，由总经理、副总经理及有关人员组成，负责审议发展战略、中长期规划、年度经营计划、重大投资决策和重大改革措施等事项，审议后交总经理办公会研究决定。

2. 管理水平

公司内设办公室、人事处、财务处、工程处、收费稽查处、养护处等16个职能部门。自成立以来，公司在严格执行国家及行业的相关规范的同时，在《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》等制度的指导下，制定了较为完备的工程建设、运营管理和经营开发的业务制度。

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的机制，重大的对外投资计划须经总经理办公会讨论后决策。

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。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。以省交通厅、省财政厅通知下达的高速公路建设年度支出预算的规模、范围等为依据，编制建设资金年度项目支出预算，报交通厅、财政厅审定。高速公路建设资金实行集中管理和支付。

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抵押，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，经总经理办公会讨论后决策。对外担保由财务处办理，财务处建立担保业务备查档案，并落实责任人负责担保业务事项的监督工作。

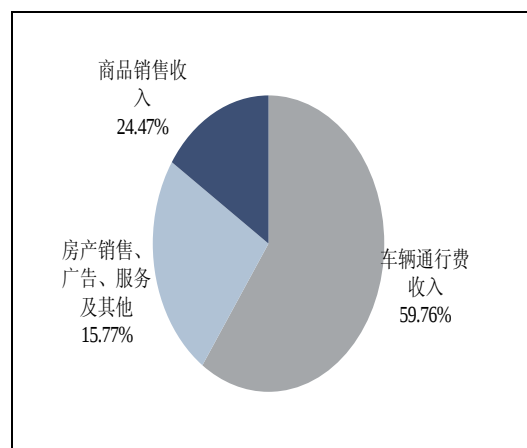
联合资信认为，公司已设置了较合理的组织架构，法人治理较为完备。但公司代表政府履行交通设施投资建设与运营管理等职能，在投资和经营上受政策的影响较大。

六、经营分析

湖南省所有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。2009年湖南省高速公路投资集团有限公司（以下简称“投资集团公司”）纳入合并报表范

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

图3 2011年公司营业收入构成



资料来源：公司审计报告

2009-2011年，公司营业收入持续较快增长，年均复合增长 36.67%，2011年公司实现营业收入 105.67 亿元。高速公路车辆通行费收入（全部为还贷性项目通行费收入）为公司收入的主要来源，随着收费公路里程的增长以及路网效应的发挥，2009-2011年，公司通行费收入稳步增加，分别为 39.64 亿元、47.92 亿元和 63.14 亿元，年均复合增长 26.21%。2011年通行费收入占营业收入的比重为 59.76%；此外，子公司投资集团公司产生的建材销售收入占 24.47%，广告、房产销售、租赁及其他业务收入合计占 15.77%。

2012年1-9月，公司实现营业收入 63.25 亿元，占 2011年全年的 59.85%。其中，通行费收入 47.97 亿元，占 2011年全年的 75.97%；建材销售收入 5.39 亿元，仅占 2011年全年的 20.84%，主要系：一方面受融资成本持续高位运行以及经济下行趋势影响，企业资金面整体相对紧张，一些采购单位压缩信用额度要求货

到付款，导致公司主动放弃部分高速公路的材料供应，另一方面部分在建高速公路路基建设完工，导致施工单位材料需求量减少。总的来看，公司主营业务收入以还贷性高速公路车辆通行费收入为主，主营业务突出；其他板块业务收入增长较快，对公司整体收入贡献率逐渐提高。

1. 高速公路投资和经营

已建成高速公路情况

截至 2012 年 9 月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达 1659 公里（公司合并口径），共 14 段（参见表 1），占湖南省省内高速公路通车里程的 61%。公司管辖的高速公路主要为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。

2011 年以来，公司新通车路段两条，包括道贺高速湖南段和吉茶高速。其中，道贺高速湖南段为公司 2011 年新通车路段。道贺高速为湖南道州通往广西贺州地区的一条省级高速公路，同时也是厦蓉高速公路和包茂高速公路两条国家高速公路之间的连接线，是湖南、广西两省区在国家高速公路网规划的基础上，规划

建设的一条区域性骨架公路，同时连接湘桂粤张家界、桂林、韶山冲等著名旅游景区，对活跃湘、桂、粤三省交界地区经济往来，推进“泛珠三角”、“泛北部湾”等区域经济合作战略具有重要作用。道贺高速全长 136 公里，其中公司运营路段道贺高速湖南段通车里程 50.65 公里，为湖南通往广西的出省通道。目前道贺高速并未全线贯通，广西段在建，道贺高速收费能力受到较大影响，未来随着道贺高速的全线通车，收费能力将有较大提升。2012 年前三季度，公司新增吉茶高速一条通车路段。吉茶高速起于吉首市，接常吉高速，终于湘黔渝三省（市）交界处茶洞，全长 64.95 公里，为国家重点规划建设的长沙至重庆公路中的一段，是国家高速公路网中包茂高速的重要组成部分，也是湖南省规划的“五纵七横”高速公路网的重要组成部分、湖南省的重要旅游通道，该路段路网效应突出。

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。

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 1 截至 2012 年 9 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	223.75	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-茶洞	64.95	2012.03	国高网（二广线）	20 年
	合计		1658.92			

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 2 为公司近几年主要运营高速公路通行费收入情况，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；2011 年公司主要高速公路通行费收入合计 52.66 亿元，与 2011 年度确认通行费收入 63.14 亿元差别较大，系由于①公司 2010 年及之前通行费拆账报表填列的时间范围为上年度 11 月 30 日至次年 11 月 30 日，2009 及 2010 年合并报表的通行费收入均根据当年的通行费拆账报表填列，而 2011 年进行合并报表审计时，根据审计事务所意见，公司将通行费收入入账口径更改为会计年度的 1 月 1 日至 12 月 31 日，故 2011 年公司通行费收入为上年 12 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日收入，比通行费拆账报表多列 1 个月的收入，2011 年 12 月公司通行费收入近 8 亿元，2012 年及以后年度公司通行费收入入账口径将统一按照当年会计年度的 1 月 1 日至 12 月 31 日统计；②另外，公司 2011 年 12 月对下属各管理处进行了年度目标考核，对于各管理处历年未及时上缴的通行费收入进行了清理并要求其全额上缴，产生实际上交收入近 2 亿元。

2009-2011 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 15.93%。其中，2011 年占通行费总收入比重较大的路段包括临长高速（占 23.87%）、潭邵高速（占 20.29%）、耒宜高速（占 17.81%）、衡枣高速（占 11.84%）和邵怀高速（占 11.54%）。这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。

2009-2011 年，受醴潭高速公路分流影响，

莲易高速日均车流量及通行费收入均呈持续下降趋势。但由于莲易高速通车里程短，在公司的通行费收入占比很小，其收入下滑对公司影响小。

包括潭邵、邵怀、怀新三段在内的沪昆高速公路湖南段增速强劲，2009-2011 年，上述各路段通行费收入年均增幅分别为 24.21%、34.71%和 42.31%，主要原因为：①沪昆高速全线通车，上述三路段作为沪昆高速在湖南境内的重要一段，路网地位优越；②湖南省高速公路网的逐步形成，路网效应逐步发挥；③沿线湘潭、娄底、邵阳、怀化等地区经济增长带动了潭邵、邵怀、怀新高速车流量及通行费收入增加。2009-2011 年，潭邵高速车流量增幅远高于通行费收入增幅，2011 年潭邵高速日均车流量达 8.63 万辆，主要系 2008 年底韶山高速的建成通车使得前往韶山景区的过境客运流量飞速增长所致，然而由于货车车流量增长不明显，导致通行费收入增速远低于车流量增速。

2011 年，衡枣高速通行费收入同比略下降 2.67%，而车流量同比增长 19.36%，主要是由于 2009 年底邵永高速建成通车，对衡枣高速货车车流量造成一定的分流，使得衡枣高速通行费收入略有下降所致，2011 年衡枣高速车流量的增长来源于客运车辆。

2009-2011 年，受张家界景区旅游的带动，常张高速车流量年均复合增长 95.66%，以客运车流量增长为主，通行费收入年均复合增长率远低于车流量增幅，为 14.42%。由于常吉高速与常张高速相连，张家界景区旅游的带动也导致常吉高速客运车流量大幅增加，2009-2011 年车流量年均增幅达 88.61%，高于 19.17%的通行费收入年均增速。

衡炎高速于 2009 年底通车，为国家高速公路网泉南高速的重要一段，也是湘赣两省区域发展的重要运输通道，目前正处于车流量培育期，2010 年及 2011 年通行费收入及车流量迅速增长。同时，由于衡炎高速连接井冈山革命老区、衡山、神农谷和炎帝陵，为重要的旅游通道，客车车流量增速远高于货车车流量增速，故车流量增速较通行费收入增速更

为显著。

2012 年 1-9 月，公司主要高速公路实现通行费收入 41.42 亿元，占 2011 年全年的 78.65%。

目前，公司主要路段车流量以省外过境车辆为主，随着湖南省经济的增长以及湖南高速公路路网的逐步形成，公司车流量及通行费收入有望继续增长。

表 2 公司主要高速公路通行费收入（单位：万元）

路段名称	2009 年	2010 年	2011 年	复合增长率 (%)	占 2011 年全年通行费收入比例 (%)	2012 年 1-9 月
莲易高速	2438.16	1608.68	1420.62	-23.67	0.27	1174.16
耒宜高速	81784.88	84726.92	93780.60	7.08	17.81	66248.25
临长高速	116144.45	117218.02	125724.77	4.04	23.87	103770.86
潭邵高速	69268.75	82282.98	106864.27	24.21	20.29	82252.38
衡枣高速	44936.88	64072.12	62363.06	17.80	11.84	40344.80
常张高速	13823.24	15040.27	18097.79	14.42	0.93	14725.34
衡大高速	3073.39	2908.86	4897.09	26.23	3.44	5294.57
邵怀高速	33498.34	59322.21	60793.11	34.71	11.54	45507.87
怀新高速	12737.30	25503.75	25794.14	42.31	4.90	19115.69
常吉高速	14087.29	15285.29	20005.19	19.17	3.80	23090.13
衡炎高速	42.36	3746.48	6871.69	1173.66	1.30	5988.03
道贺高速	--	--	3.24	--	0.001	860.20
吉茶高速	--	--	--	--	--	5794.03
合计	391835.04	471715.58	526615.57	15.93	100	414166.31

资料来源：公司提供

注：①常吉高速和衡炎高速分别于 2008 年 12 月底和 2009 年 12 月底建成通车；②韶山高速于 2008 年 12 月底建成通车，全长仅 13.08 公里，故未统计在内；③道贺高速和吉茶高速分别于 2011 年 12 月和 2012 年 3 月建成通车；④除上述高速公路外，公司还负责征收星沙、大石桥、湘乡、双峰、衡湘西 5 条高速公路连接线的通行费

表 3 公司主要运行高速公路日均车流量 单位：辆/日（标准小车）

路段名称	2009 年	2010 年	2011 年	复合增长率 (%)	2012 年 1-9 月
莲易高速	6680	5392	4023	-22.40	4854
耒宜高速	40740	52816	54340	15.49	47091
临长高速	42427	53911	58824	17.75	53063
潭邵高速	22327	33776	86308	96.61	92658
衡枣高速	16415	21370	25507	24.65	26515
常张高速	5827	7965	22307	95.66	24133
衡大高速	8420	9802	10796	13.23	12549
邵怀高速	10797	16783	19379	33.97	23114
怀新高速	7755	13983	14560	37.02	15847
常吉高速	3356	4704	11938	88.61	15424
衡炎高速	1570	2681	7941	124.90	9614
道贺高速	--	--	13	--	3891
吉茶高速	--	--	--	--	4269
合计	166314	223183	315936	37.83	333022

资料来源：公司提供

收费结算模式及收费标准

目前公司已建成项目均为政府还贷性高速公路，公司获得的通行费收入用于现有后续还贷性项目的建设、归还项目贷款以及还贷性高速公路项目的养护、日常支出等。

2007年6月1日起，根据湘政办函[2007]94号文，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没有实行计重收费）。截至目前，公司所管辖14条高速公路已经全部实现载货量（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系从2012年8月1日起开始实施。计重收费政策的执行将有助于提高公司高速公路通行费收入，也能通过控制超载现象将使得高速公路交通事故机率和路面损害情况大幅下降，从而减轻超载车辆带来的公路养护成本。

公司所属的公路以高速公路为主，因此，可认为燃油税费改革对公司的车辆通行费收入不会产生较大影响。

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%。

2009年至2011年，公司还贷性高速公路养护经费分别为4.56亿元、5.53亿元和5.46亿元。

在建高速公路情况

截至2012年9月底，公司在建的主要高速公路项目有35个，具体项目包括厦蓉高速公路湖南段（含汝郴、郴宁、宁道三段）、包茂高速公路湖南段（含吉怀、怀通两段）、京港澳复线湖南段等。其中：政府还贷性项目22个，由公司本部负责运营，总建设里程为1619.78公里，投资额合计1364.48亿元；经营性项目13个，由子公司投资集团公司建设运营，总建设里程为1010.67公里，投资额合计785.56亿元。

资金筹措方面，对于政府还贷性高速公路项目，建设资金来源主要有：中央预算内资金（含国债、车购税资金）、湖南省财政预算内资金、湖南省交通规费资金、公司自筹资金、银行贷款等，截至2012年9月底，上述政府还贷性项目累计到位资金828.27亿元，占项目投资总额的61%；对于经营性高速公路项目，建设资本金由公司本部筹集，筹集方式主要有：通过服务区经营权拍卖、道路养护权拍卖等方式筹集。截至2012年9月底，上述经营性项目累计到位资金517.30亿元，占项目投资总额的66%，其中资本金将随项目建设进度陆续到位。

公司在建高速公路项目主要为国家高速公路网和地方高速公路加密连接工程，是国家以及湖南省交通运输整体规划的重要组成部分。多数项目将于2012-2013年先后建成通车，主要通过通行费收入实现资金收支平衡，部分项目将由政府财政支持，通过补贴和安排还款资金等方式，保证项目的运营和维护。

表4 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（万元）
一、政府投资项目（还贷性项目）小计				1619.78	13644752
1	炎陵至睦村	2009.05	2012.11	18.12	108551
2	汝城至郴州	2008.12	2012.12	112.33	964132
3	郴州至宁远	2009.02	2012.12	104.43	600824

4	宁远至道县	2008.12	2012.12	91.73	402207
5	吉首至怀化	2009.06	2012.12	104.93	881927
6	张家界至花垣	2009.06	2013.06	146.85	1309732
7	怀化至通道	2009.12	2013.12	197.61	1590950
8	炎陵县城至分路口	2010.05	2012.11	12.55	92228
9	长沙连接线	2011.08	2014	5.05	54800
10	长沙绕城东北、东南段	2010.03	2013.06	25.87	244000
11	大围山至浏阳	2010.04	2012.12	83.75	659872
12	洞口至新宁	2010.04	2013.02	117.90	823457
13	界化垄至茶陵	2010.11	2013.11	45.20	301620
14	凤凰至大兴	2010.07	2013.07	30.81	193600
15	石首至华容	2011.03	2013.12	13.39	81841
16	龙山至永顺		2015	91.29	1330323
17	永顺至吉首		2015	84.49	944701
18	怀化绕城高速		2014	23.58	217372
19	邵阳至坪上		2014	35.20	364510
20	临湘至岳阳		2015	72.04	1106700
21	通城界至平江	2010.01	2012.12	73.09	537805
22	二广高速澧县至常德段	2009.05	2012.12	129.57	833600
二、经营性项目				1010.67	7855648
23	衡阳至南岳	2009.06	2012.12	51.68	251154
24	娄底至新化	2009.04	2012.10	95.86	614430
25	京珠复线长沙—湘潭	2009.12	2012.12	74.61	769900
26	京珠复线衡阳—桂阳	2009.07	2012.12	95.10	755380
27	京珠复线桂阳—临武	2009.07	2012.12	107.80	744600
28	浏阳至醴陵	2009.12	2012.12	99.36	759747
29	醴陵至茶陵	2010.02	2012.12	105.21	789536
30	炎陵至汝城	2010.04	2013.12	151.07	1441638
31	新化至溆浦	2010.07	2014.10	92.74	761547
32	溆浦至怀化	2010.06	2014.06	91.71	819043
33	南岳东延线	2010.12	2013.12	12.51	102616
34	潭市互通连接线	2011.04	2012.12	26.99	31047
35	水府旅游连接线	2011.07	2012.12	6.03	15010
合计				2630.45	21500400.00

资料来源：公司提供

拟建项目

公司拟建项目两个：桑植至张家界高速公路和武冈至靖州（城步）高速公路。

其中，桑植至张家界高速公路项目是湖南省“六纵九横三纵”高速公路网的重要组成部分，是湖南省规划的龙山经张家界、安化、新化至新宁高速公路中的一段，路段全长46.90公里，计划总投资52.84亿元，桑张高速的建设对深入推进西部大开发战略、加快少数民族地区经济社会发展、完善湖南省高速公路网布局、打

通湘鄂渝省际通道具有重要意义。武冈至靖州高速公路位于湖南省邵阳市，起点在城步县西岩镇接洞口至新宁高速公路城步支线，向西南布线经关峡，在绥宁县城南继续向西经寨市、乐安铺，设乐安铺枢纽互通接怀化至通道高速公路，全长68.01公里，总投资115.92亿元，武冈至靖州高速公路的实施对促进湘西南经济社会发展，优化湖南省路网结构，带动区域旅游和矿产资源开发具有重要意义。

表 5 公司拟建项目情况

项目名称	总投资额（亿元）	建设里程（公里）
桑植至张家界	52.84	46.90
武冈至靖州	63.08	68.01
合计	115.92	114.91

资料来源：公司提供

未来几年公司资本支出规模大，考虑到公司在建项目大部分为还贷性高速公路项目，资本金筹措方面拥有财政厅和交通厅的有力支撑。同时，随着路网和路况的完善，湖南省及周边地区的交通需求更趋旺盛，长远来看，公司所投资的高速公路项目具有较好的发展前景。

联合资信关注到，公司子公司投资集团公司在建的经营性项目均已获得湖南省政府批复的高速公路项目特许经营权，其中京港澳复线长沙至湘潭段、浏阳至醴陵、醴陵至茶陵、新化至溆浦、衡阳至南岳项目特许经营权期限为30年（不含建设期），其余项目均为25年（不含建设期）。上述项目集中于2012 -2014年通车运行，其建设资金主要来自公司自筹和银行借款。考虑到经营性项目自负盈亏的特点以及未来收益的不确定性，可能需要较长时间才能实现营收平衡。

2. 其他业务

公司收入中除通行费以外的主营业务收入均来自投资集团公司。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。2009-2011 年，公司其他业务收入分别为 16.94 亿元、34.16 亿元和 42.53 亿元。

公司除通行费以外的其他收入以商品销售收入为主，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，2009 年-2011

年，商品销售收入分别为 14.69 亿元、23.18 亿元、25.86 亿元。由于投资集团公司成立时间较短，其负责投资的高速公路项目均在建设期，因此目前尚未产生通行费收入。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 2012 年 9 月底已售比例为 98.8%；马栏山综合楼为商业办公楼项目，主要用于出租，项目于 2010 年 11 月建成，截至 2012 年 9 月底已售比例为 9.89%；金色溪泉湾为住宅项目，目前在建，预计 2014 年全部建成，截至 2012 年 9 月底已售比例为 63.92%。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。

3. 经营效率

从经营效率指标看，受通行费收入解缴与分配时间差所致，公司销售债权周转次数相对较低，2011年为3.66次；公司主要存货为投资集团房地产项目开发成本，其周转受房地产市场影响较大，2011年公司存货周转次数为3.30次，存货周转速度一般。

从总资产运营效率指标来看，一方面，高速公路投资额大且投资、回报期较长；另一方面，目前公司在建工程较多，截至 2011 年底公司在建工程 1056.54 亿元，年均复合增长率达 79.60%，且多条新建成高速公路也仍处于车流量培育期，道路资产经济效益的发挥尚需时日，公司总资产周转率相对偏低，2009-2011 年，分别为 0.07 次、0.06 次和 0.06 次，总体资产运营效率低，但符合高速公路运营行业特性。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2009-2011年度以及2012年三季度财务报表，其中2009年和2010年财务报表已经中准会计师事务所审计，2011年财务报表

已经信永中和会计师事务所有限责任公司审计，以上两所均对当期财务报表出具了无保留意见的审计结论。

合并范围和会计准则：2010年公司合并范围增加了湖南省高速公路机电建设开发有限公司。2011年公司合并报表范围无变化。公司自2010年起执行新会计准则，并按照追溯调整的原则对2010年期初数进行调整。以下财务分析以追溯调整后的2010年年初数、2010年年末数、2011年年末数作为比较基数。公司2012年三季度财务数据未经审计，仅作为补充。

截至2011年底，公司合并资产总额2024.10亿元；所有者权益合计514.49亿元；2011年公司实现营业收入105.67亿元，利润总额19.26亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额2414.76亿元，所有者权益合计634.01亿元；2012年1~9月，公司实现营业收入63.25亿元，利润总额3.48亿元。

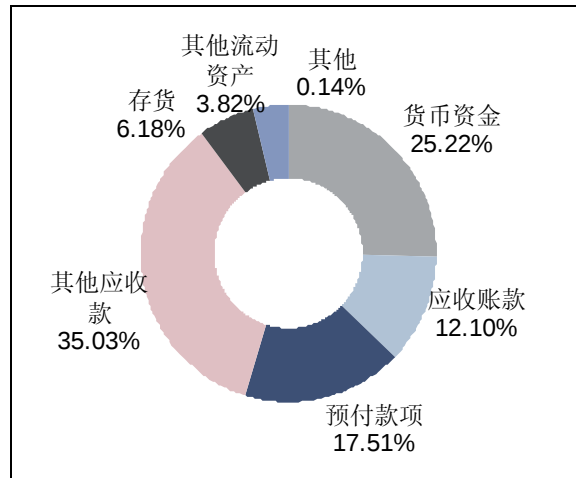
2. 资产质量

2009年~2011年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为38.07%，主要来自在建工程、固定资产及应收款项（应收账款+其他应收款）的增加。截至2011年底，公司资产合计2024.10亿元，同比增长33.57%，其中，非流动资产占85.42%，流动资产合计占14.58%。公司资产构成以非流动资产为主，符合高速公路行业特征。

流动资产

2009年~2011年，公司流动资产年均复合增长28.13%，主要系应收款项（应收账款+其他应收款）和预付款项大幅增加所致。截至2011年底，公司流动资产合计295.09亿元，同比增长12.46%。流动资产构成以货币资金、预付账款、应收账款、其他应收款为主。

图4 2011年底公司流动资产结构



资料来源：财务报表

2009年~2011年，公司货币资金呈波动下降趋势。截至2011年底，公司货币资金74.43亿元，同比大幅下降46.37%，货币资金占流动资产的比重亦由上年的52.89%降至25.22%，主要系该年度在建项目所需资金大幅增加，加之银行贷款利率上调，为了降低财务费用，公司货币资金储备减少所致。2011年底，货币资金构成以银行存款为主，占98.90%。货币资金的减少导致公司2011年底现金类资产下降为74.84亿元。虽然2011年公司货币资金有所下降，但整体规模仍较大，为现有的在建项目提供了一定的资金保障。

公司预付款项主要是预付货款和预付工程款。2009年~2011年，公司预付款项迅速增长，年均增长82.66%，主要系近年来公司新增工程较多，相应预付款增加所致。截至2011年底，公司预付款项51.67亿元，同比增长6.28%。从账龄看，1年以内占64.16%，1~2年占34.58%。

2009年~2011年，公司应收账款快速增长，年均增长62.09%，主要系应收湖南省交通厅欠款增加所致。截至2011年底，公司应收账款35.71亿元，同比增长65.76%。从账龄看，全部为3年以内应收款，其中湖南省交通厅欠款合计23.89亿元，占应收账款的66.65%。湖南省交通厅欠款账龄在1年以内的为14.77亿元，主要是湖南省高速公路实行“一卡通”工程后

应收湖南省交通厅的通行费收入分配款，系通行费收入解缴与分配时间差所致；汝郴、怀通、新淑高速公路建设项目部欠款比例为 6.43%，主要为投资集团公司应收材料销售款。

2009 年~2011 年，公司其他应收款年均复合增长 139.07%。公司其他应收款主要是未到账的政府补助款、公司往来款，以及公司建设高速公路时，代建高速公路之间连接段道路产生的垫付款。近两年公司新建项目增加使得公司代建连接段公路增多，同时政府补助大幅增长，导致其他应收款逐年增大。截至 2011 年底，公司其他应收款为 103.38 亿元，从账龄看，1 年以内占 25.31%，1~2 年占 63.18%，2~3 年占 11.39%，3 年以上占 0.12%；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 54.64 亿元，包括：建设资本金 12.18 亿元，建安营业税返还 17.01 亿元，应拨已通车项目还贷资金 25.45 亿元）及地方高速公路投资主体和省内知名实业公司，其他应收款回收风险较小。

截至 2011 年底，公司存货 18.23 亿元，主要为投资集团公司房地产开发项目，占存货账面价值的 83.50%。

截至 2012 年 9 月底，公司资产合计 2414.76 亿元，较 2011 年底增长 19.30%，主要来源于在建工程和应收款项（应收账款+其他应收款）的增长。其中，流动资产占 17.40%，非流动资产占 82.60%，资产结构仍以非流动资产为主。

2012 年 9 月底，公司流动资产 420.22 亿元，较 2011 年底增长 42.40%，其中，其他应收款增加 80.73 亿元；应收账款增加 43.14 亿元，主要是因为应收通行费收入分配款增加所致。

非流动资产

2009 年~2011 年，公司在建工程和固定资产大幅增加，带动非流动资产年均复合增长率达 40.01%。截至 2011 年底，公司非流动资产合计为 1729.00 亿元，同比增长 37.98%。其中以在建工程和固定资产分别占非流动资产的 61.11%和 34.93%。

2009 年~2011 年，公司在建工程快速增长，年均增长 79.60%，系近年来公司新增项目增加较多所致。截至 2011 年底，公司在建工程 1056.54 亿元，同比增长 50.85%。

公司固定资产主要是路桥资产。2009 年~2011 年，公司固定资产分别为 503.40 亿元、494.58 亿元和 603.88 亿元，波动中有所增长。其中，2010 年受该年度路桥资产折旧增加较多影响，固定资产有所减少。截至 2011 年底，公司固定资产账面原值合计 712.35 亿元，较上年末增加 132.66 亿元，主要是本年公司在建项目较多结转至固定资产所致。

公司长期股权投资主要是对高速公路子公司参股。2009 年~2011 年，公司长期股权投资平稳增长，年均增长 15.80%。截至 2011 年底，公司长期股权投资合计 25.09 亿元，同比增长 12.04%，主要是对现代投资的长期股权投资增加所致。

2011 年，公司其他非流动资产 28.00 亿元，主要系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本年度由持有至到期投资转至其他非流动资产科目所致。相应的，2011 年底公司持有至到期投资为零。

截至 2012 年 9 月底，公司非流动资产合计 1994.54 亿元，较 2011 年底增长 15.36%，主要来自在建工程的增加（在建工程的净增加额为 272.52 亿元）。

截至 2012 年 9 月底，公司以高速公路收费权质押涉及的资产金额合计约为 1494.83 亿元，占公司资产总额的 61.90%，公司所有权受限的质押资产规模较大。高速公路收费权质押的限制给公司未来融资和资产运作带来一定的风险。

总体看，近几年公司实现快速扩张，资产规模大幅提升；公司资产构成以固定资产和在建工程为主，资产流动性偏弱；在建项目所需资金的大幅增加，导致公司货币资金余额显著减少，现金类资产规模下降，但总体规模仍然

较大；公司应收和预付款项金额较大，对公司资金形成了较大程度的占用，但回收风险较低。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2009 年~2011 年，公司所有者权益年均复合增长 42.56%，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 36.16%，增长主要来自 2011 年，2011 年公司资本公积较上年增加 189.17 亿元，为上级拨入高速公路项目建设资金，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，资本公积仍将大幅增长。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 514.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益 507.71 亿元，以资本公积为主，占 80.89%，未分配利润占 15.45%，实收资本（占 1.96%）和盈余公积（占 1.70%）占比较低。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。

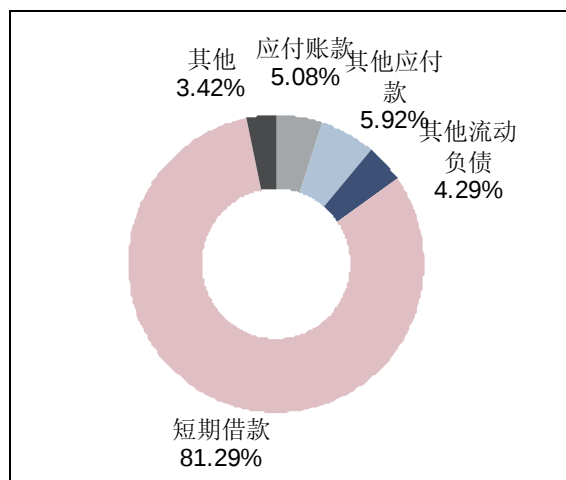
截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计 634.01 亿元，较 2011 年底增加 119.52 亿元，主要来源于资本公积的增加，系上级拨入车辆税补贴款用于公司高速公路项目建设资金、公司截至 2011 年底累计代湖南省交通厅偿还的长潭、潭耒、益常高速公路贷款本息本期转入资本公积，上述款项均相应计入“其他应收款”科目，导致公司 2012 年 9 月底其他应收款相应增加。所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以资本公积为主，且由于资本公积增加较多，资本公积占比进一步上升。

负债方面，受新增银行借款和应付债券大幅增加影响，2009 年~2011 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长率为 36.63%，2011 年底达到 1509.61 亿元。公司负债结构以非流动负债为主，占 72.42%，流动负债占 27.58%，负

债结构与公司项目资金周转期限匹配。

2009 年~2011 年，公司流动负债呈波动增长态势，年均增长 37.27%，主要来源于 2010 年短期借款的增加。截至 2011 年底，受短期借款减少影响，公司流动负债较上年末略有下降至 416.34 亿元。公司流动负债结构以短期借款为主，占 81.29%，另外其他应付款、应付账款和其他流动负债也占一定比重，分别为 5.29%、5.08%、4.29%。

图 5 2011 年底公司流动负债结构



资料来源：财务报表

2009 年~2011 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 32.86%。近年来，公司短期借款增长较快，主要由于受宏观经济政策影响，银行长期信贷规模大幅紧缩，为了满足项目建设资金的需求，公司向银行及其他金融机构借入大量短期借款。2011 年底，随公司偿还到部分到期短期借款，短期借款略有下降，为 338.43 亿元。公司短期借款以信用借款为主，占比达 75.05%。

2009 年~2011 年，公司应付账款快速增长，年均负债增长率为 121.89%，2011 年底为 21.16 亿元，主要系近年来公司在建项目规模增长较快，未结算工程款相应增加较多所致，公司应付账款账龄以 1 年以内为主，占 87.89%，1~2 年占 11.63%；2011 年底，公司其他应付款 24.66 亿元，以 1 年以内的保证金及往来款为主；2011 年公司其他流动负债 17.85 亿元，系公司下属

湖南高速集团财务有限公司吸收成员单位存款。

2009年~2011年，在长期借款和应付债券的带动下，公司非流动负债36.39%的年均复合增长率增长。2011年底，公司非流动负债达到1093.27亿元，以长期借款和应付债券为主，分别占非流动资产的91.80%和8.20%。

2009年~2011年，公司长期借款持续增长，年均增长33.08%，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2011年底，公司长期借款1003.61亿元，同比增长40.20%，其中以质押借款为主（占比85.34%）。

2009年~2011年，公司加大直接融资力度，应付债券快速增长，年均增长106.58%。截至2011年底，公司应付债券89.66亿元，包括：公司于2009年12月发行20亿元中期票据、于2010年1月发行14亿元中期票据、于2010年4月发行28亿元企业债券、于2011年6月发行9亿元短期融资券、于2011年12月发行16.60亿元短期融资券（本报告已将公司发行的未到期短期融资券调整至短期债务）。

近几年由于在建项目增多，公司债务规模大幅扩张，年均复合增长35.38%。截至2011年底公司全部债务合计1439.30亿元，其中，短期债务占25.84%，长期债务占74.16%。由于2011年上级拨入高速公路项目建设资本金等政府补助由营业外收入调入资本公积，2011年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别下降至74.58%和73.67%。但同时，该项调整也导致公司营业外收入及利润总额大幅下滑，盈利能力指标显著下降。

截至2012年9月底，公司负债总额1780.75亿元，较2011年底增长17.96%，主要来源于长期借款和应付债券的增加，其中，应付债券增加35.08亿元，系公司2011年第一期短期融资券9亿元2012年6月到期兑付，以及公司2012年1-9月新发行三项债券合计43亿元（2012年第一期短期融资券15亿元、2012年

第二期短期融资券9亿元、2012年第一期中期票据19亿元）所致。2012年9月底，公司全部债务合计1738.77亿元，较2011年底增长20.81%，其中长期债务占81.08%，短期债务占18.92%。由于资产规模增幅高于负债增幅，公司整体负债水平和债务负担有所下降，资产负债率和全部债务资本化比率分别为73.74%和73.28%。由于公司债务大部分来自还贷性高速公路项目，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。

总体看，公司项目建设资金主要来自银行借款等外部融资渠道，导致债务规模大，债务负担重。从未来发展看，公司在建高速公路项目较多，预计公司对外进行债务融资的依赖程度依然较大，债务水平将继续维持高位。

4. 盈利能力

2009年~2011年，随公司通车里程增长以及运营路段路网效应的发挥，公司营业收入持续快速增长，年均增长36.67%。2011年公司实现营业收入105.67亿元，同比增长28.74%，主要源于通行费收入的增长，2011年公司通行费收入63.14亿元，同比增长31.78%。随着营业收入的增长，公司营业成本也相应增加，2011年公司营业成本增加至61.63亿元，三年复合增长率为25.64%，低于营业收入增幅。

2009年~2011年，随公司营业规模扩张，期间费用持续增长，年均增长3.67%。受公司负债规模较大影响，期间费用中财务费用占比较大。2011年公司期间费用28.94亿元，其中财务费用占72.61%。近年来期间费用占营业收入比重持续下降，2011年公司期间费用占营业收入比重由2009年的47.59%下降至27.38%，公司费用控制能力有所提升。

2009年~2011年，公司投资收益平稳增长，年均增长12.31%，2011年为3.35亿元。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。

在营业收入显著增长、期间费用控制得当以及公司投资收益表现良好的共同作用下，2010年开始公司营业利润扭亏为盈，且2011年营业利润规模继续大幅增长，2011年公司实现营业利润17.15亿元。

2009年~2011年，公司营业外收入分别为13.79亿元、45.57亿元、2.18亿元，整体波动较大。公司营业外收入主要为政府补助。2010年公司营业外收入较2009年增加较多，主要系根据湖南省财政厅湘财建函[2009]23号文，自2008年起将上级拨入的项目建设资金转作政府补贴款。2011年公司营业外收入较上年大幅减少，主要是本年度公司将上级拨入高速公路项目建设资金转入资本公积所致（上年计入营业外收入科目）。2011年公司获得政府补助2.15亿元（其中公路建设补贴资金2.14亿元，增值税返还145.03万元）。2009-2010年，公司利润主要来自营业外收入；2011年营业外收入的大幅减少导致公司2011年实现利润总额同比减少61.54%，为19.26亿元，但主业经营获利能力提高。

从主要盈利指标看，2009-2011年，公司营业利润率持续提高，分别为30.55%、36.20%和40.91%；由于2011年公司将上级拨入高速公路项目建设资金由营业外收入转入资本公积，导致2011年度净利润大幅减少的同时，所有者权益相应增加，2011年，公司总资本收益率和净资产收益率分别较上年下降了2.73个百分点和12.64个百分点，降至2.05%和3.70%。由于2011年公司总资本收益率和净资产收益率的下降系由于政府补助资金的会计科目调整，公司实际盈利能力呈上升趋势，但整体盈利能力仍然较弱。

2012年1~9月，公司合并口径实现营业收入63.25亿元，为2011年全年的59.85%。前三季度，财务费用21.03亿元，占2011年全年的100.10%，财务费用对利润的侵蚀显著增大，公司实现营业利润3.49亿元，仅占2011年全

年的20.34%。2012年1~9月，公司实现利润总额3.48亿元，占2011年全年的18.08%，净利润3.13亿元，占2011年全年的16.44%。公司营业利润率为42.652%，较2011年继续提升。

总体看，公司目前正处于快速发展阶段，在建工程较多，多条新建成高速公路目前正处于车流量培育期，主业盈利能力处于上升阶段。营业利润在公司盈利中占比持续加大。公司财务费用对利润侵蚀大。未来随着公司在建高速公路的逐步建成通车，以及已通车高速公路车流量的不断增长，公司整体收入水平及自身盈利规模均望继续提升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009年~2011年，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势，三年加权平均值分别为70.61%和65.59%。2011年流动比率和速动比率分别为70.88%和66.50%，分别较上年提高7.89个百分点和8.11个百分点，系流动资产增长较快所致。2012年9月底，公司流动比率和速动比率分别为127.31%和121.24%，较上年底大幅上升，系短期借款规模大幅下降以及应收款项显著增加所致，由于公司将2012年前三季度发行的24亿元短期融资券计入了应付债券科目，其实际应属流动负债，公司实际流动比率及速动比率较指标值偏低。2009-2011年，公司经营现金流动负债比持续下降，2011年为8.09%。公司债务规模较大，短期债务压力较大。考虑到湖南省政府对政府还贷性高速公路本息偿付的支持，有助于缓解公司短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2009年~2011年，公司EBITDA有所波动，分别为47.93亿元、87.29亿元和61.16亿元，2011年同比减少29.93%，系上级拨入高速公路项目建设资金由营业外收入调至资本公积，导致利润总额大幅减少所致。相应地，EBITDA利息倍数分别为1.38倍、2.07倍和1.07倍；全部债务/EBITDA分别为16.39倍、13.39倍和23.53倍。根据公司长期借款的还款计

划，现有的长期债务中，2012-2015年每年偿还金额在30亿元以下，大额偿付期在2016年及以后。随着公司通车里程的增长和经济效益逐步显现，公司收入和盈利规模将迅速增长，再结合省政府债务偿付的支持，公司长期债务偿还压力一般。

截至2012年9月底，公司已签订对外担保合同金额为8.72亿元，实际在保余额为5.13亿元，担保比率为1.38%（按2012年9月底所有者权益测算），或有负债风险不大。

截至2012年9月底，公司共获得各商业银行授信额度2538.97亿元，尚未使用额度734.92亿元，公司间接融资渠道通畅。

6. 过往债务履约情况

根据公司在人民银行的《企业基本信用信息报告》（报告编号：[B-201210381991]），截至2012年10月9日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及政府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。

八、结论

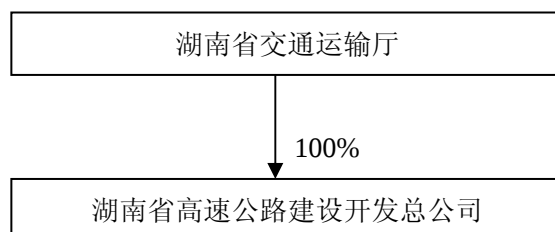
高速公路行业具备良好的抵御经济周期风险的能力，伴随着国民经济的稳步发展，中国高速公路建设发展空间较大。

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。公司作为湖南省交通厅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。

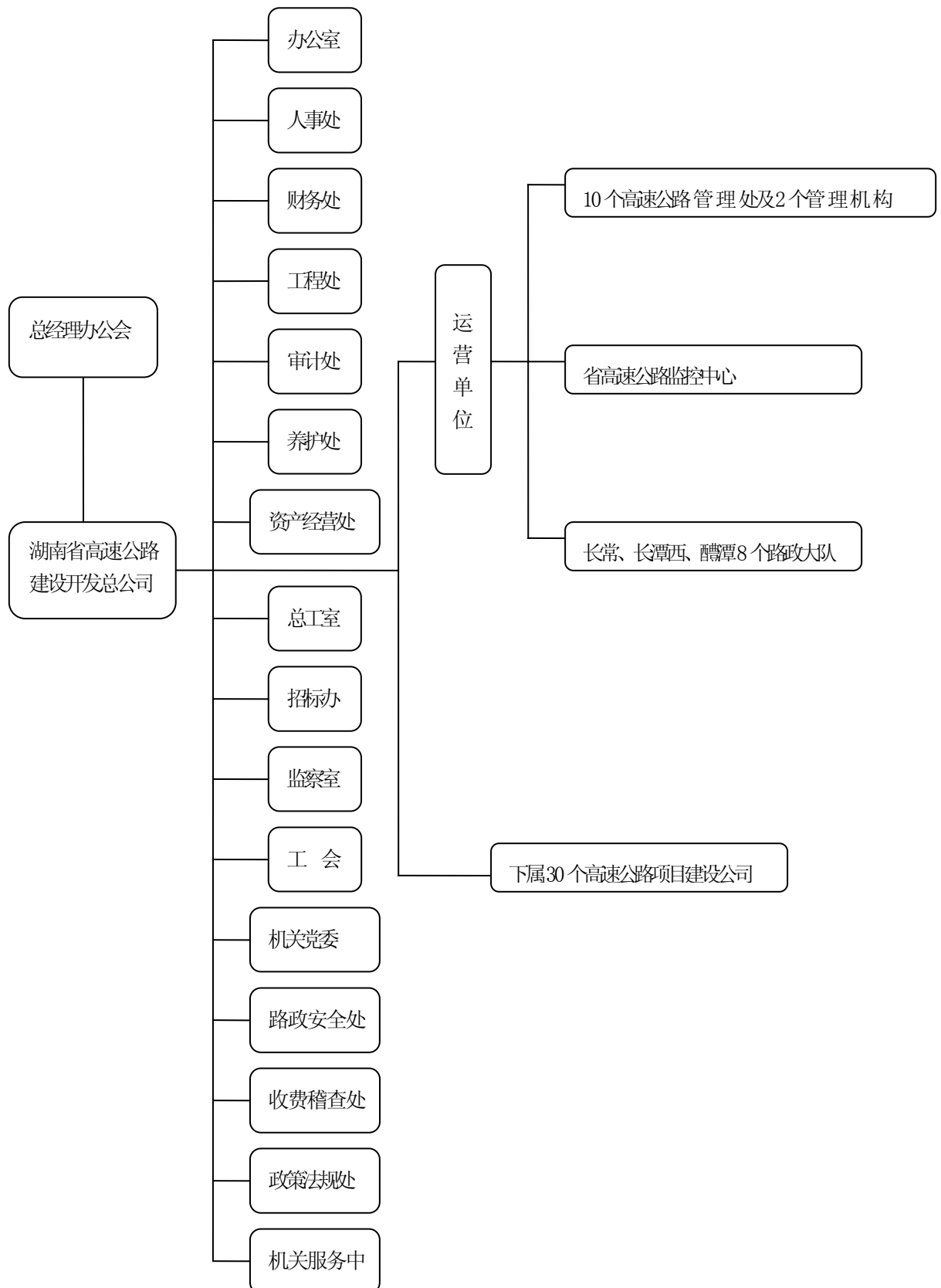
目前公司处于大规模投资期和快速发展期，有息债务规模较快增长，债务负担较重。随着在建或拟建高速公路项目的逐步推进，以及现有中长期债务的逐步到期偿付，公司未来面临较大的债务压力。但考虑到公司作为湖南

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；而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。总体看，公司主体信用风险很低。

附表 1-1 公司产权结构图



附表 1-2 公司组织机构图



附表 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	1152653.43	1387698.80	744259.05	-19.65	724721.64
交易性金融资产					
应收票据		100.00	4173.50		300.00
应收账款	135934.50	215460.36	357148.62	62.09	788587.08
预付款项	154866.43	486172.34	516680.82	82.66	493624.02
应收利息			39.88		
应收股利					
其他应收款	180875.98	340717.07	1033765.15	139.07	1841060.87
存货	160172.24	191379.44	182309.21	6.69	200306.79
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	12981.10	2348.00	112549.61	194.45	153599.29
流动资产合计	1797483.69	2623876.02	2950925.84	28.13	4202199.68
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	220000.00	250000.00		-100.00	
长期应收款	32675.00	32675.00	32750.55	0.12	32675.00
长期股权投资	187132.97	223975.92	250947.24	15.80	275737.58
投资性房地产					
固定资产	5033967.57	4945800.57	6038826.96	9.53	5947964.19
在建工程	3275526.95	7003977.34	10565420.92	79.60	13290594.41
工程物资					
固定资产清理			16.32		33.36
无形资产	63061.98	64353.87	111208.32	32.80	103439.15
开发支出			809.00		809.00
商誉	2954.96	3542.26	1051.59	-40.34	1051.59
长期待摊费用	5175.51	5469.81	8389.33	27.32	9640.13
递延所得税资产		723.18	588.38		
其他非流动资产			280034.10		283500.00
非流动资产合计	8820494.95	12530517.94	17290042.71	40.01	19945444.40
资产总计	10617978.64	15154393.96	20240968.55	38.07	24147644.08

附表 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	1917380.90	3659694.15	3384284.58	32.86	2778154.50
交易性金融负债					
应付票据	19938.29	15030.00	56069.03	67.69	105712.32
应付账款	42970.64	107804.27	211562.96	121.89	176312.15
预收款项	2812.18	5747.00	44478.91	297.70	63793.43
应付职工薪酬	826.90	1411.28	1332.02	26.92	317.91
应交税费	1796.61	11337.56	20598.66	238.60	19751.47
应付利息					
应付股利					
其他应付款	184623.28	299120.25	246584.20	15.57	155082.17
预计负债					
一年内到期的非流动负债	39000.00	65665.00	20000.00	-28.39	
其他流动负债			178454.96		1717.18
流动负债合计	2209348.80	4165809.51	4163365.33	37.27	3300841.13
非流动负债：					
长期借款	5666928.23	7158593.87	10036080.72	33.08	13256362.46
应付债券	210100.00	787477.65	896605.52	106.58	1247445.67
长期应付款					
专项应付款	19.76	19.76	0.06	-94.64	
递延所得税负债					2892.33
其他非流动负债					
非流动负债合计	5877047.99	7946091.28	10932686.29	36.39	14506700.51
负债合计	8086396.79	12111900.79	15096051.62	36.63	17807541.64
所有者权益：					
实收资本(或股本)	99597.00	99597.00	99597.00		99597.00
资本公积	2214922.25	2214922.25	4106624.29	36.16	5269966.43
盈余公积	17501.30	66327.99	86542.95	122.37	86542.95
未分配利润	160697.11	610625.68	784333.36	120.93	817074.83
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	2492717.66	2991472.92	5077097.60	42.72	6273181.21
少数股东权益	38864.19	51020.25	67819.33	32.10	66921.23
所有者权益合计	2531581.85	3042493.17	5144916.93	42.56	6340102.44
负债和所有者权益总计	10617978.64	15154393.96	20240968.55	38.07	24147644.08

附表 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	565759.31	820779.26	1056698.21	36.67	632472.13
减: 营业成本	390478.55	519358.81	616389.55	25.64	357751.11
营业税金及附加	2414.79	4286.94	8061.03	82.71	4972.54
销售费用	6649.72	10554.82	6167.58	-3.69	3141.76
管理费用	17238.52	54498.81	73095.93	105.92	22254.28
财务费用	245352.33	214610.14	210090.61	-7.46	210311.17
资产减值损失	-231.39	357.68	4919.17		7143.40
加: 公允价值变动收益					
投资收益	26563.66	31764.61	33508.21	12.31	7974.84
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	-69579.55	48876.66	171482.54	0.00	34872.70
加: 营业外收入	137900.56	455722.25	21835.73	-60.21	61.34
减: 营业外支出	233.05	3740.35	674.61	70.14	109.06
其中: 非流动资产处置损失			6.02		
三、利润总额	68087.96	500858.55	192643.66	68.21	34824.98
减: 所得税费用	2854.18	3498.96	2156.47	-13.08	3513.21
四、净利润	65233.78	497359.59	190487.20	70.88	31311.77

附表 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	514715.30	696022.78	997694.11	39.22	576934.52
收到的税费返还			145.03		0.25
收到其他与经营活动有关的现金	249813.79	412977.96	722761.84	70.09	72973.23
经营活动现金流入小计	764529.09	1109000.74	1720600.98	50.02	649907.99
购买商品、接受劳务支付的现金	259825.29	486875.86	662164.30	59.64	98234.61
支付给职工以及为职工支付的现金	8396.13	10978.57	15281.61	34.91	32553.85
支付的各项税费	4966.91	9566.20	10792.19	47.40	12876.65
支付其他与经营活动有关的现金	133625.23	160279.69	695705.01	128.18	392972.89
经营活动现金流出小计	406813.55	667700.32	1383943.11	84.44	536638.00
经营活动产生的现金流量净额	357715.54	441300.42	336657.87	-2.99	113270.00
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金			91363.49		4337.23
取得投资收益收到的现金	16401.92	8560.82	2633.29	-59.93	3002.66
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	20.33	39.34	60.31	72.23	1002.14
收到其他与投资活动有关的现金					1922.39
投资活动现金流入小计	16422.25	8600.16	94057.08	139.32	10264.42
购建固定资产、无形资产等支付的现金	3006658.59	3544440.73	3564237.34	8.88	2873739.40
投资支付的现金	329230.00	111626.75	118571.42	-39.99	14087.50
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	3335888.59	3656067.48	3682808.76	5.07	2887826.90
投资活动产生的现金流量净额	-3319466.34	-3647467.32	-3588751.68	3.98	-2877562.48
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	487000.00	1205.94	199283.02	-36.03	
取得借款收到的现金	4798899.47	6134207.70	5721644.58	9.19	6250916.00
发行债券收到的现金	200000.00	570000.00	253316.00	12.54	427030.00
收到其他与筹资活动有关的现金	30355.63	0.00	781920.45	407.53	348082.76
筹资活动现金流入小计	5516255.11	6705413.64	6956164.04	12.30	7026028.76
偿还债务支付的现金	1207315.78	3015548.44	3999424.98	82.01	3921674.13
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	341184.28	248653.08	331094.18	-1.49	173942.92
支付其他与筹资活动有关的现金			16990.83		153502.72
筹资活动现金流出小计	1548500.06	3264201.52	4347509.98	67.56	4249119.78
筹资活动产生的现金流量净额	3967755.05	3441212.12	2608654.06	-18.92	2776908.98
四、汇率变动对现金的影响		0.14		-100.00	
五、现金及现金等价物净增加额	1006004.25	235045.37	-643439.75		12616.50
加: 期初现金及现金等价物余额	146649.18	1152653.43	1387698.80	207.62	744259.05
六、期末现金及现金等价物余额	1152653.43	1387698.80	744259.05	-19.65	756875.55

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	3 年变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	65233.78	497359.59	190487.20	70.88
加: 资产减值准备	-231.39	357.68	4919.17	
固定资产折旧及其他	161227.47	161673.76	203982.19	12.48
无形资产摊销	1418.94	2399.07	3085.94	47.47
长期待摊费用摊销	1341.23	1006.62	994.41	-13.89
处置固定资产、无形资产等损失	-14.65	14.29	-24.51	29.34
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	245352.33	214947.25	210121.37	-7.46
投资损失	-26563.66	-31764.61	-22359.77	-8.25
递延所得税资产减少		-723.18	-26.71	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-160155.92	-31207.20	9053.91	
经营性应收项目的减少	-104369.49	-560245.33	-525928.16	124.48
经营性应付项目的增加	174476.89	187482.49	262346.81	22.62
其他				
经营活动产生的现金流量净额	357715.54	441300.42	336651.85	-2.99
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券		357715.54	441300.42	
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	1152653.43	1387698.80	744259.05	-19.65
减: 现金的期初余额	146649.18	1152653.43	1387698.80	207.62
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	1006004.26	235045.37	-643439.75	

附表 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.04	4.67	3.66	--
存货周转次数(次)	4.88	2.95	3.30	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06	--
现金收入比	90.98	84.80	94.42	91.22
盈利能力				
营业利润率(%)	30.55	36.20	40.91	42.65
总资本收益率(%)	3.01	4.78	2.05	--
净资产收益率(%)	2.58	16.35	3.70	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	69.89	71.93	67.48	68.98
全部债务资本化比率(%)	75.62	79.34	73.67	73.28
资产负债率(%)	76.16	79.92	74.58	73.74
偿债能力				
流动比率(%)	81.36	62.99	70.88	127.31
速动比率(%)	74.11	58.39	66.50	121.24
经营现金流动负债比(%)	16.19	10.59	8.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.38	2.07	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.39	13.39	23.53	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.38	-0.27	-0.23	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-8.52	-7.62	-5.67	--

附表 6 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附表 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

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 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在湖南省高速公路建设开发总公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

湖南省高速公路建设开发总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。湖南省高速公路建设开发总公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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建设开发总公司的经营管理状况及相关信息，如发现湖南省高速公路建设开发总公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如湖南省高速公路建设开发总公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如湖南省高速公路建设开发总公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送湖南省高速公路建设开发总公司、主管部门、交易机构等。

