

信用等级公告

联合[2013] 1233 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
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年八月七日



湖南省高速公路建设开发总公司

主体信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2013年8月7日

财务数据

项 目	2010年	2011年	2012年	13年3月
资产总额（亿元）	1515.44	2024.10	2523.93	2622.32
所有者权益（亿元）	304.25	514.49	634.31	672.24
长期债务（亿元）	779.59	1067.42	1415.10	1461.29
全部债务（亿元）	1168.65	1439.30	1806.88	1885.35
营业收入（亿元）	82.08	105.67	90.19	25.18
利润总额（亿元）	50.09	19.26	13.05	8.23
EBITDA（亿元）	87.29	61.16	59.93	--
营业利润率（%）	36.20	40.91	42.72	50.64
净资产收益率（%）	16.35	3.70	1.95	--
资产负债率（%）	79.92	74.58	74.87	74.36
全部债务资本化比率（%）	79.34	73.67	74.02	73.54
流动比率（%）	62.99	70.88	95.43	107.28
全部债务/EBITDA(倍)	13.39	23.53	30.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.07	1.07	0.91	--

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]》；3.2013年1季度财务数据未经审计。

分析师

王妮娜 高景楠

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点：

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。2012年公司通车高速公路较多，且短期内还将有多条高速公路建成通车，未来随区域经济持续发展，路网规模效应应逐步发挥，公司通行费收入有望实现快速增长。同时，联合资信关注到公司资本支出大，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。

近年来随着公司在建高速公路陆续建成通车，基本完成了“二纵五横”的湖南省高速公路骨架路网布局，未来受益于路网规模效应及区域经济的持续发展，公司通行费收入及盈利能力有望较快提升。同时，考虑到公司在湖南省公路交通领域的重要地位，以及在项目资本金注入、政策及偿债资金安排等方面持续的政府支持，都将对公司中长期发展产生积极影响。上述因素均对公司整体偿债能力形成支撑。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呈增长态势。

5. 2012年公司多条高速公路建成通车，且在短期内仍将有多条高速公路实现运营通车，未来随着“二纵两横”的湖南省高速公路骨架网的路网效应逐步发挥，公司收费公路车流量和通行费收入有望持续增长。

关注

1. 公司有息债务持续快速增长，债务负担重，财务费用高，对营业利润侵蚀较大，整体盈利能力偏弱。
2. 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强。
3. 公司经营性高速公路项目通车时间短，通行费收入较少，公司短期内存在还贷压力。
4. 公司高速公路收费权质押资产占资产总额比重较大，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 2013 年 8 月 7 日至 2014 年 8 月 6 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。截至2013年3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2013年3月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达2769.97里（公司合并口径），占湖南省省内高速公路的通车里程的70%。

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2013年3月底，公司下辖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”）和湖南省高速公路机电建设开发有限公司（以下简称“机电开发公司”）2家全资子公司，4家控股及参股子公司，18个项目建设公司，以及12个高速公路运营单位。截至2013年3月底，公司持有A股上市公司现代投资股份有限公司（以下简称“现代投资”，股票代码000900）27.19%的股份，现代投资未纳入公司合并财务报表。

截至2012年底，公司合并资产总额2523.93亿元；所有者权益合计634.31亿元；2012年公司实现营业收入90.19亿元，利润总额13.05亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额

2622.32亿元，所有者权益合计672.24亿元；2013年1~3月，公司实现营业收入25.18亿元，利润总额8.23亿元。

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

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速

同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点 -3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达 -1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，

为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5 月 23 日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 2012 年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产

调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

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。

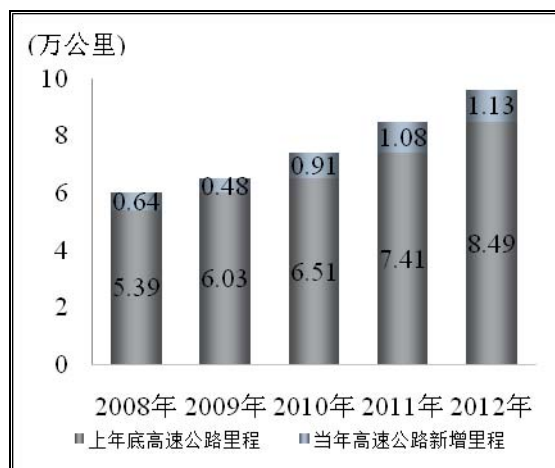
高速公路建设

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2012年底的9.62万公里。

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年和2012年，中国新增高速公路通车里程分别1.08万公里和1.13万公里，总里程达9.62万公里，居世界第二位，中国高速公路网络更加完善。

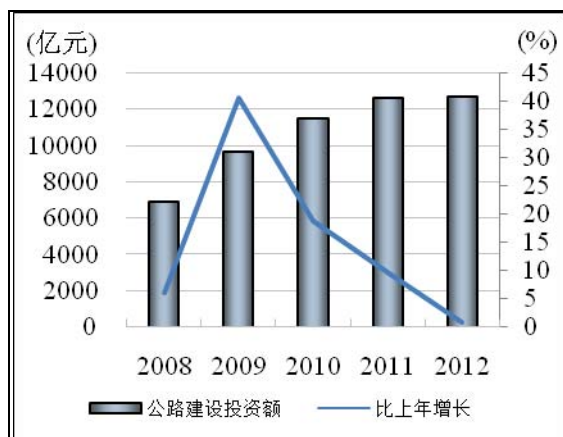
图1 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

2012年全年公路建设到位资金11124.90亿元，与投资完成额相比，资金到位率为87.5%。此外，考虑目前路网已经比较完备，公路建设投资增速持续下降，行业供给压力将会持续减轻，2012年，中国公路建设固定资产投资小幅增长。根据中华人民共和国交通运输部统计，2012年，中国公路建设投资额为12713.95亿元，同比增长0.9%；其中，高速公路建设完成投资7238.30亿元，下降2.5%；国省道改造完成投资2575.33亿元，增长5.9%。目前，中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渐步入“高投资规模、低投资增速”的轨道。

图2 2008-2012年全国公路建设投资额及增长率



资料来源：交通运输部

加快高速公路建设是中国经济发展的需要。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。

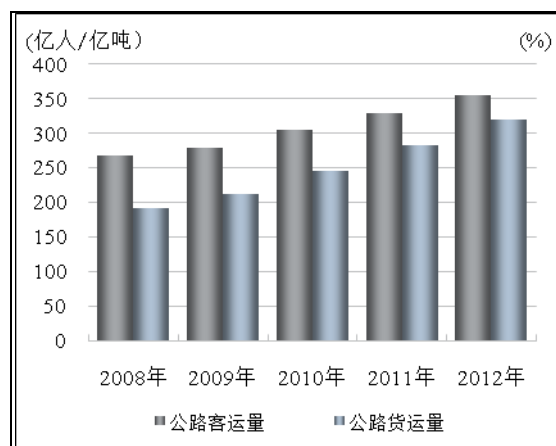
2010年，随着中国公路建设的不断发展，公路运输也呈稳定增长态势。根据交通运输部公布的统计数据，2010年全国公路客运量和货运量增速分别为10.2%和14.0%；公路客运周转量和货运

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年全年，全国公路客运量和货运量分别达327.9亿人和281.3亿吨，同比增速分别为7.4%和14.9%；公路客运周转量和货运周转量分别为16732.6亿人公里和51333.2亿吨公里，分别同比增长11.4%和18.3%，公路客、货运增速均较上年同期有不同程度提高。

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

图3 2008-2012年全国公路运输量情况



资料来源：交通运输部

2. 高速公路行业政策

“贷款修路，收费还贷”政策是改革开放初期，中国公路交通严重滞后、国家财力有限的条件下，探索发展起来的一项重要政策，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，对加快中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。根据核查结果，公司所辖路产中无超期收费及不合理收费等问题，收费公路专项清理工作对公司整体经营无影响。

2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为20天，占全年的5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为7座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所受影响越大。

为贯彻落实交通运输部《关于进一步完善鲜活农产品运输绿色通道政策的紧急通知》（交公路发[2010]715号）精神，重庆市交委下发了《重庆市交通委员会关于放宽鲜活农产品运输绿色通道政策的通知》（渝交管养【2010】1号），公司于2010年12月1日零时起实施了对通行重庆市所有高速公路的整车合法装载运输鲜活农产品的所有籍车辆免收车辆通行费。“绿色通道”政策对公司通行费收入产生了一定影响，2012年，受绿通政策影响公司减免车辆通行费约3.1亿元

左右。

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

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。

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

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

根据《2012年湖南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，2012年湖南省完成生产总值22154.2亿元，同比增长11.3%，比全国平均水平高出3.5个百分点；其中，第一产业增加值3004.2亿元，增长3%；第二产业增加值10506.4亿元，增长12.8%；第三产业增加值8643.6亿元，增长12.2%。三大产业结构比例调整为13.6:47.4:39。2012年，湖南省财政总收入2931.8亿元，同比增长16.2%。区域经济的发展，为湖南省高速公路行业的发展提供了有利的保证。2012年湖南省完成公路货运量16.67亿吨、客运量17.44亿人，同比分别增长15.6%和7.7%，公路货、客运量分别占各运输方式货、客运量总和的87.09%和94.28%；2012年湖南省完成公路货物周转量2392.5亿吨公里，公路旅客周转量854亿人公里，同比增速分别为27.4%和-0.9%，分别占全省各运输方式货、客周转总量的59.71%和48.82%。在不同运输方式中，公路占绝对优势。

2012年，湖南省完成交通固定资产投资812.87亿元，完成年计划的108.38%。其中，高速公路投资571.41亿元。2012年，湖南省高速公路新增通车里程1320公里，吉茶、吉怀、汝郴、郴宁、宁道、长湘、衡桂、桂武、永蓝、娄新、通平、浏醴、炎陵、炎睦、大浏、南岳等16条高速公路建成通车，截至2012年底，湖南省全省高速公路通车里程达到3969公里，基本形成“二纵五横”高速公路骨架网。

根据湖南省高速公路工作会议的信息，2013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，确保醴茶、娄茶、凤大、怀通、

洞新、张花、长沙绕城、长沙连接线、石华、炎汝、长浏、岳常12个项目和潭市互通连接线、水府庙连接线共1023.356公里高速公路建成通车，力争澧常、常安、安邵、溆怀4条高速公路建成通车，力争年底高速公路通车总里程突破5000公里，力争新开工428公里高速公路。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、基础素质分析

1. 产权状况

湖南省交通厅持有公司100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司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、统一经营和统一管理。

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，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，目前投资集团公司还有部分

高速公路项目处于建设过程中。

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 2013 年 3 月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达 2769.97 公里（公司合并口径），共 28 段，占湖南省省内高速公路通车里程的 70%，公司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 2013 年 3 月底，公司拥有全资子公司 2 家，控股及参股合作公司 4 家，项目建设公司 18 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 2013 年 3 月底，公司共有在岗职工 10080 人，按职称划分，高级职称人员占 3.59%；中级职称人员占 5.96%，初级职称人员占 12.26%，其他人员占 78.19%；按学历划分，研究生及以上占 2.65%，本科占 33.97%，大专学历占 44.29%，其他占 19.09%；按年龄划分，30 岁以下人员占 41.57%，30 岁-50 岁人员占 55.86%，50 岁以上人员占 2.57%。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”）；④ 2008-2011 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 2012 年底，该部分资金尚未支付 10.30 亿元；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，湖南省财政厅印发《湖南省财政厅关于 2009 年~2010 年开工政府投资高速公路建设项目资本金的承诺函》（湘财建[2011]19 号），承诺对 6 个纳入 2009 年~2010 年开工政府投资高速公路建设项目（通平高速、石华高速、怀化绕城高速、龙永高速、永吉高速、邵坪高速）按不少于规划投资 25% 的额度筹措项目资本金，合计 84.58 亿元，其中，2011 年、2012 年及 2013 年 1-3 月分别到位资金 7.06 亿元、10.88 亿元和 1.6 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。

2012 年公司收到政府拨入高速公路项目建设资金 81.87 亿元（计入资本公积），其中现金收入 79.66 亿元，体现在“收到其他与筹资活动有关现金科目”；代付费用转账拨入 2.12 亿元。

2012 年国家启动国高网规划调整工作，湖南省有“二纵三并行线一联络线”6 条 1732 公里高速公路已纳入调增范畴。根据湖南省实际情况，公司还提出将另外的“一并行一环一联络线”3 条 952 公里纳入国高网，上述 3 条拟纳入国高网高速公路目前正在审批过程中，若加上公司已纳入国高网调增范畴的高速公路合计 2684 公里，按国家“十二五”对中部地区国高网项目补助标准测算，公司可争取国家补助 215 亿元，其中 2012 年已补助 56.51 亿元，2013 年 1~3 月到位资金 26.21 亿元，体现在“收到其他与筹资活动有关现金科目”，未来还将有约 132.28 亿元资金陆续到位。

此外，对于目前政府未到位资本金（体现在应收账款和其他应收款科目）安排上，2013 年湖南省交通厅制定了未到位资本金计划到位表，在 2013 年~2028 年间每年将安排一定的资金，合计约 179.79 亿元，平均每年约 11 亿元，对公司债务偿还形成又一支撑。

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的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. 内部控制

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。

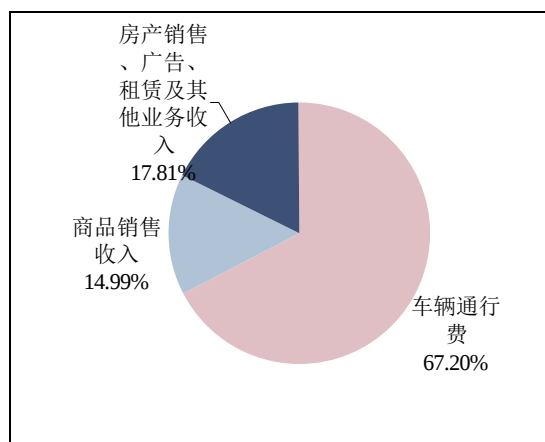
对外担保方面，公司制定了对外担保原则和管理办法，加强担保业务的管理、控制担保风险。公司原则上不对外提供担保抵押，确因工作需要的担保，由财务处提出申请，报请公司高管层研究，经总经理办公会讨论后决策。对外担保由财务处办理，财务处建立担保业务备查档案，并落实责任人负责担保业务事项的监督工作。

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 4 2012 年公司营业收入构成



资料来源：公司审计报告

2010-2012 年，公司营业收入呈波动增长态势，三年复合增长率为 4.83%，2012 年公司实现营业收入 90.19 亿元，较上年下降 15.48%，主要是建材销售业务收入减少所致。其中，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，2010-2012 年，公司通行费收入呈增长态势，分别为 47.92 亿元、63.14 亿元和 60.20 亿元，三年复合增长率为

12.08%。2012 年通行费收入较上年略有下降，主要是 2011 年公司通行费拆账与核算方式调整及清缴以前年度未上交的通行费较多，而 2012 年无此业务所致，2012 年通行费收入实际较 2011 年增长约 5 亿元；此外，受宏观经济下行影响，2012 年子公司投资集团公司建材销售收入 13.42 亿元，较上年大幅下降 48.11%，占营业收入的比重由 2011 年的 24.47%下降至 14.99%；广告、房产销售、租赁及其他业务收入合计占 17.81%。

2013 年 1-3 月，公司实现营业收入 25.18 亿元，占 2012 年全年的 27.92%。其中，通行费收入 23.07 亿元，占 2012 年全年的 38%；建材销售收入 0.38 亿元，仅占 2012 年全年的 2.83%。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。

1. 高速公路投资和经营

已建成高速公路情况

截至2013年3月底，公司旗下管辖的高速公路里程已达2769.97公里（公司合并口径），共28段，占湖南省省内高速公路通车里程的70%。2012年至2013年3月底，公司新建成通车吉茶、吉怀、汝郴、郴宁、宁道、长湘、衡桂、桂武、娄新、通平、浏醴、炎睦、炎睦、大浏、南岳共15条高速公路。其中属于国高网的有5条：吉茶高速、吉怀高速、宁道高速、汝郴高速、郴宁高速。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

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；吉怀高速起于吉首市东的小庄村，止于怀化市的牛栏坡，与已建成的邵怀高速公路怀化连接线起点对接，被喻为“湘西的黄金大道”，也是内陆西部地区 and 泛珠江三角洲区域相联系的便捷通道；宁道高速、汝郴高速、郴宁高速为厦蓉高速湖南段组成部分，是构成湖南省五纵七横高速公路网络主骨架的组成部分，是连接中国东、中南部及西南地区的主要运输通道。属于湖南省地方高速公路有10条，分别为：炎陵高速、炎睦高速、大浏高速、长湘高速、衡桂高速、桂武高速、娄新高速、通平高速、浏醴高速、南岳高速等。

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。2012 年公司将其全资子公司湖南省溆怀高速公路建设开发有限公司（以下简称“溆怀高速公司”）100%股权有偿转让给现代投资公司，溆怀高速公司目前负责溆怀高速的建设、收费、管理和维护，未来溆怀高速拟采用 BOT 模式进行运营。溆怀高速公路是湖南省规划的“五纵七横”高速公路网中——娄底至怀化高速公路的西段，东起溆浦县的卢峰镇止于怀化市鹤城区的黄金坳。

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 2013 年 3 月底公司主要经营管理的高速公路

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

10	常吉高速	常德-吉首	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-茶峒	64.95	2012.03	国高网（二广线）	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	12.55	2012.12	地方高速	20 年
18	宁道高速	宁远-道县	91.54	2012.11	国高网（厦蓉线）	20 年
19	汝郴高速	汝城-郴州	97.97	2012.12	国高网（厦蓉线）	20 年
20	郴宁高速	郴州-宁远	104.84	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	长湘高速	京港澳复线长沙-湘潭	74.89	2012.12	地方高速	20 年
23	衡桂高速	京港澳复线衡阳-桂阳	95.10	2012.11	地方高速	20 年
24	桂武高速	京港澳复线桂阳-临武	107.81	2012.11	地方高速	20 年
25	娄新高速	娄底-新化	95.71	2012.12	地方高速	20 年
26	通平高速	通城界-平江	73.03	2012.12	地方高速	20 年
27	浏醴高速	浏阳-醴陵	99.19	2012.12	地方高速	20 年
28	南岳高速	衡阳-南岳	51.82	2012.12	地方高速	30 年
	合计	--	2769.97	--	--	--

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

2010-2012 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 8.90%。其中，2012 年占通行费总收入比重较大的路段包括包括临长高速（占 25.03%）、潭邵高速（占 20.64%）、耒宜高速（占 15.49%）、衡枣高速（占 8.54%）和邵怀高速（占 10.76%）。上述五条高速公路均为国家高速公路网的组成路段，路网地位优越，收费能力强。

2010-2012 年，衡枣高速通行费收入持续下降，年均下降 13.66%，主要是 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分

流所致，但车流量却持续增长主要是客车车流量增长所致。

邵怀高速、怀新高速 2012 年与 2011 年车流量增长，但同期收入减少。主要原因是：①高速公路连接地政府 2012 年对矿产资源开发进行严格控制，导致货流量减少，收入同比减少；加之 2012 年国庆节期间全国执行节假日内小车免费通行政策，邵怀、怀新高速小车流量巨增，但通行费收入受免征政策影响反而下降。

2012 年临长高速车流量和收入与 2011 年相比，车流量下降 7.59%，收入增长 11.6%。主要是因为临长高速作为京港澳高速湖南境内的一段，该路段大型、重型货车载重量随着国家经济的不断发展而增加，按计重收费的货车通行费收入不断上升；小型客车（含轿车）因受高速公路大型货车增多，路况复杂等因素影响在该路段上流量不断减少，从而导致临长高速同期车流量下降，但收入增长。

2010-2012 年，衡大高速通行费收入和车流

量均呈持续快速增长,其中通行费收入三年复合增长 51.83%,主要是衡大高速是连接京港澳高速南段与潭衡西的重要路段,其周边经济近年来持续快速增长,加之潭耒高速 2012 年 4-10 月份,南北各半幅路段分阶段大修,导致过往车辆绕潭衡西高速通行所致,由于车流量增长主要来自客车,使得通行费收入增长更显著。

2010-2012 年,常吉高速通行费呈快速增长态势,年均复合增长 47.56%,增长主要来自 2012 年,主要是 2012 年 3 月份吉茶高速建成通车,成为国家高速公路重点规划的 8 条西部公路大通道之一(长沙至重庆公路通道中的一段),加之 2012 年 10 月份吉怀高速建成通车,常吉高速由原来的“长吉网”并入全省大联网,路网地位优越,带动车流量及通行费均呈快速增长态势。

2010-2012 年,衡炎高速通行费收入呈快速增长,三年复合增长 48.55%,通行费增长主要是 2009 年底通车的衡炎高速是国家高速公路网

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,2010 年至 2012 年通行费收入及车流量迅速增长。同时,由于衡炎高速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。

此外,2012 年公司新增 15 条高速公路通车(其中属于国高网 5 条,地方高速 10 条),由于上述路段通车集中在 2012 年四季度,2012 年实现通行费收入较少,为 1.24 亿元,未来随周边经济持续发展及路网效应日益显现,通行费收入将呈快速增长态势。

目前,公司主要路段车流量以省外过境车辆为主,未来随着湖南省经济的增长、湖南高速公路路网的逐步形成以及周边省份经济持续发展,公司车流量及通行费收入有望继续增长。

表 2 公司主要高速公路通行费收入(单位:万元)

路段名称	2010 年	2011 年	2012 年	复合增长率(%)	占 2012 年全年通行费收入比例(%)	2013 年 1-3 月
莲易高速	1608.68	1420.62	1620.36	0.36	25.17	407.9
耒宜高速	84726.92	93780.60	86644.48	1.13	23.36	20236.85
临长高速	117218.02	125724.77	140012.19	9.29	24.98	34973.45
潭邵高速	82282.98	106864.27	115477.51	18.47	26.98	31150.38
衡枣高速	64072.12	62363.06	47765.37	-13.66	25.70	12277.01
常张高速	15040.27	18097.79	20261.49	16.07	27.60	5592.68
衡大高速	2908.86	4897.09	6705.51	51.83	17.14	1149.54
邵怀高速	59322.21	60793.11	60213.95	0.75	33.59	20227.49
怀新高速	25503.75	25794.14	25437.77	-0.13	30.67	7802.48
常吉高速	15285.29	20005.19	33282.9	47.56	28.79	9583.02
衡炎高速	3746.48	6871.69	8267.88	48.55	27.49	2272.86
道贺高速	--	3.24	1325.22	--	34.31	454.65
吉茶高速	--	--	9371.33	--	53.40	5004.53
吉怀高速	--	--	1040.39	--	475.97	4951.99
炎陵高速	--	--	5.78	--	11.69	67.56
炎陵高速	--	--		--		
宁道高速	--	--	99.76	--	6.43	641.84
汝郴高速	--	--	70.86	--	11.11	787.39
郴宁高速	--	--	91.98	--	26.61	2447.33
大浏高速	--	--	28.77	--	13.33	383.54
娄新高速	--	--	717.11	--	5.96	4274.75
通平高速	--	--	24.97	--	14.35	358.27

长湘高速	--	--	94.97	--	24.98	2372.03
衡桂高速	--	--	410.9	--	7.78	3198.4
桂武高速	--	--	283.1	--	12.50	3537.94
浏醴高速	--	--	41.91	--	14.17	593.73
南岳高速	--	--	80.82	--	10.21	825.54
合计	471715.58	526615.57	559377.28	8.90	0.31	175573.15

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，公司还负责征收望沙、吉怀 2 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	2010 年	2011 年	2012 年	复合增长率 (%)	2013 年 1-3 月
莲易高速	5392	4023	5174	-2.04	5751
耒宜高速	52816	54340	35940	-17.51	39061
临长高速	53911	58824	54359	0.41	65106
潭邵高速	33776	86308	92979	65.92	91079
衡枣高速	21370	25507	26408	11.16	30497
常张高速	7965	22307	24879	76.74	28759
衡大高速	9802	10796	12528	13.05	6781
邵怀高速	16783	19379	23609	18.61	27338
怀新高速	13983	14560	15905	6.65	17479
常吉高速	4704	11938	16261	85.93	18779
衡炎高速	2681	7941	10073	93.83	11693
道贺高速	--	13	4256	--	5856
吉茶高速	--	--	4862	--	8680
吉怀高速	--	--	1666	--	15652
炎睦高速	--	--	20	--	990
宁道高速	--	--	128	--	2002
汝郴高速	--	--	107	--	4816
郴宁高速	--	--	66	--	3754
大浏高速	--	--	71	--	3716
长湘高速	--	--	95	--	6542
衡桂高速	--	--	293	--	4473
桂武高速	--	--	236	--	3561
娄新高速	--	--	1253	--	35134
通平高速	--	--	79	--	5036
浏醴高速	--	--	90	--	4951
南岳高速	--	--	216	--	11482
合计	223183	315936	331553	21.88	458968

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。

自 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 28 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%。

2010年至2012年，公司还贷性高速公路养护经费分别为5.53亿元、5.46亿元和6.08亿元。

在建高速公路情况

截至 2013 年 3 月底，公司在建的主要高速公路项目有 21 个，具体项目包括杭瑞高速公路湖南段（凤大、大岳）、包茂高速公路湖南段（怀通）、京港澳复线湖南段等。其中：政府还贷性项目 15 个，由公司本部负责运营，总建设里程为 904.75 公里，投资额合计 865.96 亿元；经营性项目 6 个，由子公司投资集团公司建设运营，总建设里程为 394.55 公里，投资额合计 314.12 亿元。

公司上述在建高速公路项目中 12 条（包括收费还贷公路 8 条，经营性公路 4 条，投资总额合计 687.71 亿元）计划于 2013 底之前建成通车，截至 2013 年 3 月底，已完成投资 621.94 亿元；

剩余 9 条在建高速公路计划在 2014~2017 年间陆续建成通车，项目投资额合计 413.42 亿元，截至 2013 年 3 月底，已完成投资 138.35 亿元，未来三年内平均投资额将维持在 100 亿元左右，投资规模有所下降。

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 2013 年 3 月底，上述政府还贷性项目累计到位资金 417.09 亿元，占项目投资总额的 48%；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 2013 年 3 月底，上述经营性项目累计到位资金 196.98 亿元，占项目投资总额的 63%，其中资本金将随项目建设进度陆续到位。

通行费收入方面，根据公司2013年主要高速公路通行费收入预测情况显示，截至2013年底，预计公司运营通车高速公路37条，实现通行费收入80.06亿元。从预测通行费收入看，2013年公司通行费收入将较2012年有大幅增长。

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 2013-2014 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。

整体看，近年来公司多条高速公路建成通车，短期内仍将有多条高速公路建成通车，公司高速公路的不断建成通车，带动“二纵五横”的湖南省高速公路骨架网布局基本完成，未来随路网效应将不断发挥，公司通行费收入将快速增长。

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（亿元）	累计完成投资额（亿元）
----	------	------	------	----------	---------	-------------

一、收费还贷性项目小计		--	--	904.75	865.96	512.85
1	张家界至花垣	2009.06	2013.12	146.85	130.97	130.77
2	怀化至通道	2009.12	2013.12	197.61	159.1	151.2
3	长沙连接线	2011.08	2013.12	5.05	5.48	3.17
4	长沙绕城东北、东南段	2010.03	2013.12	25.87	24.4	22.02
5	洞口至新宁	2010.04	2013.11	117.9	82.35	77.86
6	界化至茶陵	2010.11	2013.11	45.2	30.16	26.71
7	凤凰至大兴	2010.07	2013.09	30.81	19.36	18.78
8	石首至华容	2011.03	2013.12	13.39	8.18	6.27
9	龙山至永顺		2016	91.29	133.03	24.68
10	永顺至吉首		2016	84.49	94.47	8.41
11	怀化绕城高速	2013.1	2015	23.58	21.74	8.57
12	邵阳至坪上		2015	35.2	36.45	1.36
13	临湘至岳阳	2012.8	2015			
14	洞庭湖大桥	--	2017	72.43	120.27	33.05
15	汝郴高速（赤石特大桥）		2014	15.08		--
二、经营性项目小计		--	--	394.55	314.12	247.44
16	醴陵至茶陵	2010.02	2013.10	105.21	78.95	74.92
17	炎陵至汝城	2010.04	2013.12	151.07	144.16	106.36
18	新化至溆浦	2010.07	2014.10	92.74	76.15	61.88
19	南岳东延线	2010.12	2014	12.51	10.26	0.4
20	潭市互通连接线	2011.04	2013.10	26.99	3.1	2.59
21	水府旅游连接线	2011.07	2013.10	6.03	1.5	1.29
合计				1299.3	1180.08	760.29

资料来源：公司提供

表 5 2013 年公司主要通车高速公路通行费收入预测（单位：万元）

2012 年以前通车高速公路			2012 年通车高速公路			2013 年通车高速公路		
序号	路段名称	2013 年预测收入	序号	路段名称	2013 年预测收入	序号	路段名称	2013 年预测收入
1	莲易高速	2106.00	1	吉茶高速	20778.60	1	长沙高速	304.50
2	耒宜高速	114637.20	2	炎睦高速	163.80	2	怀通高速	735.00
3	临长高速	148795.50	3	娄新高速	17279.20	3	张花高速	431.55
4	潭邵高速	132120.10	4	南岳高速	2316.00	4	洞新高速	472.50
5	衡枣高速	65094.50	5	炎陵高速	163.80	5	凤大高速	359.10
6	衡大高速	8716.50	6	吉怀高速	23260.80	6	耒茶高速	305.55
7	常张高速	28339.30	7	通平高速	13423.60	7	石华高速	61.95
8	邵怀高速	78278.20	8	大浏高速	5499.40	8	新溆高速	373.80
9	怀新高速	31236.40	9	长湘高速	8769.60	9	炎汝高速	598.50
10	常吉高速	44267.90	10	衡桂高速	10668.80			
11	衡炎高速	10748.40	11	桂武高速	10038.80			
12	道贺高速	1722.50	12	浏醴高速	5242.80			
			13	汝郴高速	3591.00			
			14	郴宁高速	6337.80			
			15	宁道高速	2885.40			
			16	醴茶高速	447.30			
合计		666062.50	合计		130866.70	合计		3642.45

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50.08亿元，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79.20公里，计划总投资69.34亿元，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6 公司拟建项目情况

项目名称	总投资额 (亿元)	建设里程 (公里)
桑植至张家界	50.08	46.90
武冈至靖州	69.34	79.20
合计	119.42	126.10

资料来源：公司提供

整体看，近年来由于公司多条高速公路陆续建成运营，资本支出规模较大，考虑到公司在建大部分高速公路为还贷性高速公路项目，在项目资本金筹措及债务偿还等方面拥有财政厅和交通厅的有力支撑。同时“二纵五横”的湖南省高速公路骨架网路网布局基本完成，未来随着路网和路况的完善，湖南省及周边地区的交通需求更趋旺盛，长远来看，公司所投资的高速公路项目具有较好的发展前景。

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。2010-2012年，公司其他业务收入分别为34.16亿元、45.70亿元和29.99亿元。

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湖南省高速广信投资有限公司的建材销售收入，2010年-2012年，商品销售收入分别为23.18亿元、25.86亿元和13.42亿元。另外，投资集团公司还拥有房地产开发项目三个，分别为金色比华利项目、马栏山综合楼项目和金色溪泉湾项目。其中，金色比华利为住宅项目，已于2007年12月建成，截至2013年3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2013年3月底已售比例为9.97%；金色溪泉湾为住宅项目，目前在建，预计2014年全部建成，截至2013年3月底已售比例为66.29%。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，2010-2012年，公司销售债权周转次数分别为4.67次、3.66次和1.27次，受应收账款大幅扩张影响，2012年销售债权周转次数显著下降。2010-2012年，存货周转次数分别为2.95次、3.30次和2.76次，呈波动下降趋势。

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2012年底公司在建工程933.19亿元，年均复合增长15.43%，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，2010-2012年，分别为0.06次、0.06次和0.04次，总体资产运营效率低。

总体看，公司经营效率偏低。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2010-2012年度以及2013年一季度财务报表，其中2010年财务报表已经中准会计师事务所审计，2011年及2012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：2011年及2012年公司合并报表范围无变化。公司提供的2013年一季度财务数据未经审计，仅作为补充。

重大前期差错更正：2012年公司进行了清查，发现公司于1999年向现代投资股份有限公司转让长潭高速公路30年收费经营权、于2001年向现代投资转让潭耒高速公路潭衡段20年收费经营权；于2004年现代投资转让潭耒高速公路衡耒段20年收费经营权；于2004年向中国瑞联集团有限公司转让益常高速公路20年收费经营权时，根据有关文件，转让收费权款项交通厅应当于转让后拨入公司用于还贷，但湖南省交通厅转让收费权后未将转让款项拨付公司用于还贷，公司应确认但未确认湖南省交通运输厅应收账款。截至2012年12月31日，上述三条高速公路转让收费权款项本息合计65.43亿元。对于该事项，公司作前期差错更正处理，将上述款项确认对湖南省交通运输厅应收账款同时，按收费权转让期限予以递延摊销。上述差错更正主要影响会计科目有应收账款、其他非流动负债、盈余公积、未分配利润和营业收入等。

截至2012年底，公司合并资产总额2523.93亿元；所有者权益合计634.31亿元；2012年公司实现营业收入90.19亿元，利润总额13.05亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额2622.32亿元，所有者权益合计672.24亿元；2013年1~3月，公司实现营业收入25.18亿元，利润总额8.23亿元。

2. 资产质量

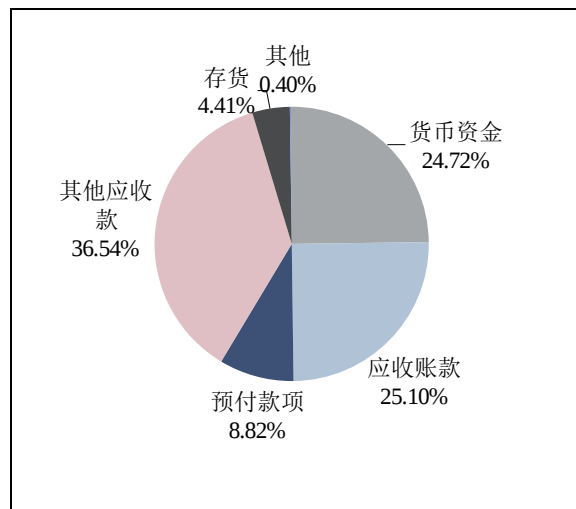
2010年~2012年，公司资产总额快速增长，

年均复合增长率为29.05%，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2012年底，公司资产合计2523.93亿元，同比增长24.69%，其中，非流动资产占83.36%，流动资产合计占16.64%。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

2010年~2012年，公司流动资产年均复合增长26.51%，主要系应收款项（应收账款+其他应收款）大幅增加所致。截至2012年底，公司流动资产合计419.92亿元，同比增长42.30%，主要来源于货币资金、应收款项（应收账款+其他应收款）的增加。流动资产构成以货币资金、预付款项、应收账款、其他应收款为主。

图4 2012年底公司流动资产结构



资料来源：财务报表

截至2012年底，公司货币资金103.82亿元，同比大幅增长39.49%，主要系公司对外融资规模增加所致。货币资金构成以银行存款为主，占97.14%。随货币资金增加，2012年底公司现金类资产增至103.82亿元。较为充裕的货币资金，为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。2010年~2012年，公司预付款项波动下降，年均降幅为12.72%。截至2012年底，公司预

付款项 37.03 亿元，同比下降 28.23%，主要系公司在建工程竣工项目较多，相应预付款减少所致。从账龄看，以 1 年以内为主，占 98.07%，1~2 年占 1.12%。

截至 2012 年底，公司应收账款 105.41 亿元，同比大幅增长 195.14%，主要是 2012 年公司进行了清查，以前年度公司向现代投资集团和中国瑞联集团有限公司转让的长潭高速、潭耒高速潭衡段、益常高速等三条高速公路收费经营权，根据相关文件应确认但未确认的湖南省交通厅收费权转让款本息合计 65.43 亿元，公司将上述欠款计入该年度应收账款，带动本年度应收账款大幅增加，剩余应收账款主要是应收通行费收入。从账龄看，1 年以内占 19.35%，1~2 年占 15.35%，2~3 年占 4.41%，3 年以上占 60.89%，其中湖南省交通厅欠款合计 101.09 亿元，占应收账款的 93.94%，目前公司已获得湖南省交通厅还款计划书。

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 2012 年底，公司其他应收款为 153.44 亿元，从账龄看，1 年以内占 80.68%，1~2 年占 14.44%，2~3 年占 4.23%，3 年以上占 0.65%；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 90.94 亿元）及地方高速公路投资主体及省内知名实业公司，其他应收款回收风险较小。

2010-2012 年，公司存货相对稳定，年均增幅为-1.60%。截至 2012 年底，公司存货 18.53 亿元，主要为投资集团公司房地产开发项目。

非流动资产

2010 年~2012 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 29.58%。截至 2012 年底，公司非流动资产合计为 2104.01 亿元，同比增长 21.69%，主要来源于在建工程和固定资产的增加。非流动资产结构以

在建工程和固定资产为主，分别占非流动资产的 51.95%和 43.35%。

2010 年~2012 年，公司在建工程年均复合增长 15.43%。截至 2012 年底，公司在建工程 933.19 亿元，较上年下降 11.67%，主要系在建项目竣工转固较多所致。

公司固定资产主要是路桥资产。2010 年~2012 年，公司固定资产分别为 494.58 亿元、603.88 亿元和 1092.98 亿元，年均增幅达 48.66%。截至 2012 年底，公司固定资产账面原值合计 1225.71 亿元，较上年末增加 513.35 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。2010 年~2012 年，公司长期股权投资年均增长 25.01%。截至 2012 年底，公司长期股权投资 35.00 亿元，同比增长 39.49%，增加主要是现代投资股份有限公司本期投资收益，以及公司对湖南省醴潭高速公路开发有限公司和湖南省东常高速公路建设开发有限公司的债权转股权所致。

2012 年，公司其他非流动资产 28.35 亿元，主要是 2011 年子公司投资集团公司投资的中诚信托公司、渤海信托公司、西安国际信托公司、长沙建设银行长沙金星支行的委托贷款。

截至 2013 年 3 月底，公司资产合计 2622.32 亿元，较 2012 年底增长 3.90%，主要来源于货币资金、在建工程和应收款项的增长。其中，流动资产占 16.64%，非流动资产占 83.36%，资产结构仍以非流动资产为主。

2013 年 3 月底，公司流动资产 444.63 亿元，较 2013 年底增长 5.89%，其中，货币资金增加 17.01 亿元，主要系对外融资增加所致。截至 2013 年 3 月底，公司非流动资产合计 2177.69 亿元，较 2012 年底增长 3.50%，主要来自在建工程的增加（在建工程的净增加额为 54.44 亿元）。

截至 2013 年 3 月底，公司以高速公路收费权质押向银行融资 1149.80 亿元，以收费权质

押涉及的资产金额合计约为 1903.35 亿元，占公司资产总额的 72.58%，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；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，但考虑到交通厅对公司应收账款的回款安排已确定，回收风险较低。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2010 年~2012 年，公司所有者权益年均复合增长 44.39%，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 49.01%，2011 年及 2012 年公司资本公积分别较上年增加 189.17 亿元和 81.14 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 2012 年底，公司所有者权益合计 634.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益 627.32 亿元，以资本公积为主，占 78.40%，未分配利润占 18.03%，实收资本（占 1.59%）和盈余公积（占 1.99%）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 2013 年 3 月底，公司所有者权益合计 672.24 亿元，较 2012 年底增加 37.29 亿元，主要来源于资本公积的增加，系政府拨付项目建设资金所致。所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以资本公积为主。

负债方面，受新增银行借款和应付债券大幅增加影响，2010 年~2012 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长率为 24.91%，2012 年底达到 1889.61 亿元。公司负债结构以非流动负债为

主，占 78.75%，流动负债占 21.25%，负债结构与项目资金周转期限匹配。

2010 年~2012 年，公司流动负债呈波动增长态势，年均增长 2.78%，主要来源于 2012 年一年内到期的非流动负债的增加。截至 2012 年底，公司流动负债 440.03 亿元，以短期借款和一年内到期的非流动负债为主，占比分别为 73.13%和 14.50%。

2010 年~2012 年，公司短期借款呈持续下降态势，年均复合下降 6.23%，截至 2012 年底为 321.81 亿元。

2010 年~2012 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长率为 26.61%，2012 年底为 17.28 亿元，主要为未结算工程款；2012 年底，公司其他应付款 11.36 亿元，以 2 年以内的保证金及往来款为主；2012 年底公司其他流动负债 14.92 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。

2010 年~2012 年，在长期借款和应付债券的带动下，公司非流动负债以 35.07%的年均复合增长率增长。2012 年底，公司非流动负债达到 1449.59 亿元，以长期借款和应付债券为主，分别占非流动资产的 88.95%和 8.67%。

2009 年~2011 年，公司长期借款持续增长，年均增长 34.21%，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 2012 年底，公司长期借款 1289.44 亿元，其中以质押借款为主（占比 86.99%）。

2010 年~2012 年，公司加大直接融资力度，应付债券快速增长，年均增长 26.32%。截至 2012 年底，公司应付债券 125.66 亿元。

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 24.34%。截至 2012 年底公司全部债务合计 1806.88 亿元，其中，短期债务占 21.68%，长期债务占 78.32%。2012 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.87%和 74.02%。

截至 2013 年 3 月底，公司负债总额 1950.08 亿元，较 2012 年底增长 25.17%，主要为长期

借款和发行债券所致。2013 年 3 月底，公司有息债务合计 1885.35 亿元，较 2012 年底增长 3.40%，其中长期债务占 78.22%，短期债务占 21.78%。资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.36%和 73.54%，与上年末变化不大。整体看，公司债务规模大，债务负担重，但考虑到公司债务大部分来自还贷性高速公路项目，以及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，公司债务规模持续扩张，债务结构以长期债务为主，整体债务负担重，但考虑到湖南省政府对还贷性项目借款偿付的支持，公司实际债务负担低于账面值。从未来发展看，考虑到“二纵五横”的湖南省高速公路骨架网已形成，同时根据公司在建工程建设计划，随在建高速公路项目在未来短期内陆续完工，未来公司资金需求或有所下降。

4. 盈利能力

2010年~2012年，公司营业收入有所波动，年均增长4.83%。2012年公司实现营业收入90.19亿元，同比下降15.48%，减少主要是建材销售收入下降所致，2012年公司通行费收入60.20亿元，同比下降4.67%，主要是2011年通行费拆账与核算方式调整及清缴以前年度未上交的通行费较多，而2012年无此调整所致。营业成本因该年度在建工程竣工项目较多，投入相应减少，2012年公司营业成本下降至50.76亿元，同比下降17.65%，大于营业收入降幅。

2010年~2012年，随公司营业规模扩张，期间费用持续增长，年均增长5.48%。受公司负债规模较大影响，期间费用中财务费用占比较大。2012年公司期间费用31.12亿元，其中财务费用占70.72%。近年来期间费用占营业收入分别为34.07%、27.38%和34.50%，公司期间费用对利润侵蚀大。

2010年~2012年，公司投资收益分别为3.18亿元、3.35亿元和2.69亿元。公司投资收益主要来源于现代投资和湖南长益高速公路有限公司，

上述两公司拥有的路产质量优良，盈利能力稳定，公司确认的投资收益稳定性较好。

受收入规模及投资收益波动影响，公司2010-2012年营业利润相应波动，分别为4.89亿元、17.15亿元和10.06亿元。

2010年~2012年，公司营业外收入分别为45.57亿元、2.18亿元和3.01亿元，主要为政府补助。2010年公司营业外收入规模较大，主要系根据湖南省财政厅湘财建函[2009]23号文，自2008年起将上级拨入的项目建设资金转作政府补贴款（往年同时在资本公积和补贴收入反映）。2011年开始，公司将上级拨入高速公路项目建设资金转入资本公积，导致营业外收入规模大幅下降。2012年，公司营业外收入3.01亿元（主要是公路建设补贴资金2.91亿元）。2010-2012年，公司利润总额分别为50.09亿元、19.26亿元和13.05亿元。

从主要盈利指标看，2010-2012 年，公司营业利润率持续提高，分别为 36.20%、40.91%和 42.72%；由于 2011 年开始，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 年度及 2012 年度净利润大幅减少的同时，所有者权益相应增加，公司总资本收益率和净资产收益率均大幅下降，2012 年分别为 1.41%和 1.95%。总体看，公司整体盈利能力较弱。

2013 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 25.18 亿元，相当于 2012 年全年的 27.92%。由于营业成本及期间费用增幅小于营业收入增幅，公司实现营业利润 7.43 亿元，占 2012 年全年的 73.86%。2013 年一季度，公司实现利润总额 8.23 亿元，占 2012 年全年的 63.05%，净利润 8.18 亿元，占 2012 年全年的 66.18%。公司营业利润率为 50.64%，较 2012 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，且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,2010年~2012年,公司流动比率和速动比率均呈持续上升态势,三年加权平均值分别为81.58%和77.24%。2012年流动比率和速动比率分别为95.43%和91.22%,分别较上年提高24.55个百分点和24.72个百分点,系流动资产增长较快所致。2013年3月底,公司流动比率和速动比率分别为107.28%和102.58%,较上年底继续上升。2010-2012年,公司经营现金流负债比持续下降,2012年为6.22%。公司短期债务压力较大。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,2010年~2012年,公司EBITDA持续减少,分别为87.29亿元、61.16亿元和59.93亿元。相应地,EBITDA利息倍数分别为2.07倍、1.07倍和0.91倍;全部债务/EBITDA分别为13.39倍、23.53倍和30.15倍。考虑到湖南省政府对政府还贷性高速公路本息偿付的支持,公司整体债务偿还压力尚可。

截至2013年3月底,公司已签订对外担保合同金额为9.51亿元,实际在保余额为5.63亿元,担保比例为0.84%(按2013年3月底所有者权益测算),或有负债风险不大。

截至2013年3月底,公司共获得各商业银行授信额度2653.72亿元,尚未使用额度702.40亿元,公司间接融资渠道通畅。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告显示,截至2013年7月5日,公司存在已结清不良和关注类贷款2笔、未结清关注类贷款1笔,根据相关银行出具的说明,均为银行系统原因导致。同时根据中国货币网和中国债券信息网披露信息,截至2013年3月底,公司在公开资本市场发行债

券无违约记录。总体看,公司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。

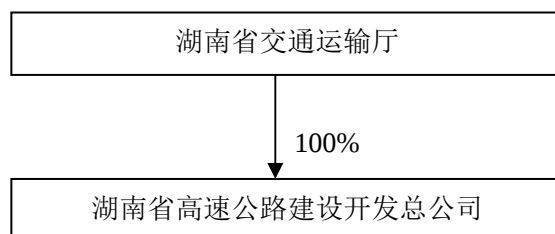
十、结论

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。

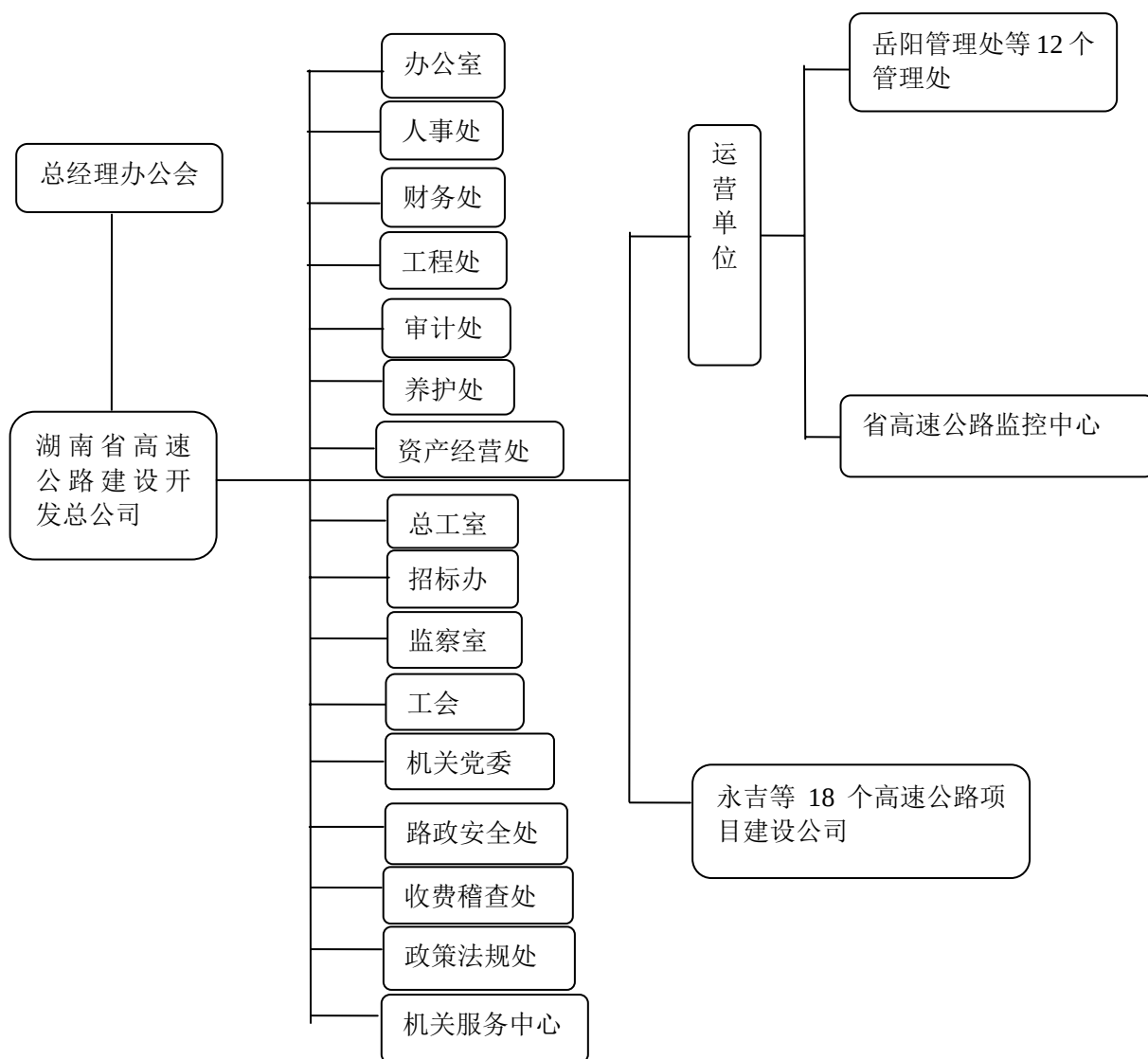
湖南省是中国中南部重要的陆路交通枢纽之一,地理位置优越。公司作为湖南省交通厅独资的高速公路投资运营主体,所辖路产质量优良,具有明显的区域垄断经营优势。

目前公司处于快速发展期,有息债务规模较快增长,债务负担重。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;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。总体看,公司主体信用风险很低。

附表 1-1 公司产权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	1387698.80	744259.05	1038175.05	-13.51	1208307.14
交易性金融资产					
应收票据	100.00	4173.50	0.00	-100.00	800.00
应收账款	215460.36	357148.62	1054076.57	121.18	1040698.48
预付款项	486172.34	516680.82	370339.74	-12.72	330704.86
应收利息					
应收股利					
其他应收款	340717.07	1033765.15	1534376.11	112.21	1576307.12
存货	191379.44	182309.21	185300.77	-1.60	195036.17
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	2348.00	112549.61	16896.02	168.25	94466.43
流动资产合计	2623876.02	2950925.84	4199164.25	26.51	4446320.20
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	250000.00	0.00	88.75	-98.12	88.75
长期应收款	32675.00	32750.55	33199.18	0.80	37314.88
长期股权投资	223975.92	250947.24	350040.95	25.01	349446.93
投资性房地产					
固定资产	4945800.57	6038826.96	10929801.56	48.66	11118674.50
在建工程	7003977.34	10565420.92	9331937.81	15.43	9876301.31
工程物资					
固定资产清理	0.00	16.32	16.32		64.07
无形资产	64353.87	111208.32	102230.66	26.04	101609.25
开发支出	0.00	809.00	809.00		809.00
商誉	3542.26	1051.59	1128.44	-43.56	1051.59
长期待摊费用	5469.81	8389.33	6379.38	7.99	7014.55
递延所得税资产	723.18	588.38	988.67	16.92	988.67
其他非流动资产	0.00	280034.10	283500.00		283500.00
非流动资产合计	12530517.94	17290042.71	21040120.71	29.58	21776863.50
资产总计	15154393.96	20240968.55	25239284.97	29.05	26223183.70

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	3659694.15	3384284.58	3218091.78	-6.23	3141310.00
交易性金融负债					170774.67
应付票据	15030.00	56069.03	61658.09	102.54	26115.33
应付账款	107804.27	211562.96	172802.04	26.61	62729.60
预收款项	5747.00	44478.91	14547.33	59.10	17661.74
应付职工薪酬	1411.28	1332.02	807.17	-24.37	587.62
应交税费	11337.56	20598.66	31496.72	66.68	27218.63
应付利息					
应付股利					
其他应付款	299120.25	246584.20	113649.54	-38.36	202138.32
担保责任准备金					
一年内到期的非流动负债	65665.00	20000.00	638000.00	211.70	496000.00
其他流动负债	0.00	178454.96	149223.96		20.92
流动负债合计	4165809.51	4163365.33	4400276.63	2.78	4144556.84
非流动负债：					
长期借款	7158593.87	10036080.72	12894371.82	34.21	13483524.02
应付债券	787477.65	896605.52	1256634.77	26.32	1535792.92
长期应付款					
专项应付款	19.76	0.06	0.06	-94.64	0.06
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	0.00	0.00	344862.07		336937.13
非流动负债合计	7946091.28	10932686.29	14495868.72	35.07	15356254.13
负债合计	12111900.79	15096051.62	18896145.35	24.91	19500810.97
所有者权益：					
实收资本（或股本）	99597.00	99597.00	99597.00	0.00	99597.00
资本公积	2214922.25	4106624.29	4917986.34	49.01	5215707.23
专项储备					
盈余公积	66327.99	86542.95	124783.65	37.16	124783.65
未分配利润	610625.68	784333.36	1130850.80	36.09	1212824.80
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	2991472.92	5077097.60	6273217.79	44.81	6652912.68
少数股东权益	51020.25	67819.33	69921.82	17.07	69460.06
所有者权益合计	3042493.17	5144916.93	6343139.61	44.39	6722372.74
负债和所有者权益总计	15154393.96	20240968.55	25239284.97	29.05	26223183.70

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1-3 月
一、营业收入	820779.26	1056698.21	901909.74	4.83	251784.74
减: 营业成本	519358.81	616389.55	507610.26	-1.14	123137.06
营业税金及附加	4286.94	8061.03	8968.98	44.64	1135.12
销售费用	10554.82	6167.58	7054.93	-18.24	1455.19
管理费用	54498.81	73095.93	84069.31	24.20	19577.60
财务费用	214610.14	210090.61	220039.84	1.26	35872.65
资产减值损失	357.68	4919.17	416.96	7.97	3051.51
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)					
投资收益(损失以“—”号填列)	31764.61	33508.21	26883.76	-8.00	6770.09
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益(损益以“—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	48876.66	171482.54	100633.22	43.49	74325.69
加: 营业外收入	455722.25	21835.73	30086.18	-74.31	8049.52
减: 营业外支出	3740.35	674.61	197.53	-77.02	78.35
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	500858.55	192643.66	130521.87	-48.95	82296.87
减: 所得税费用	3498.96	2156.47	6942.51	40.86	508.09
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	497359.59	190487.20	123579.36	-50.15	81788.78

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	696022.78	997694.11	883034.95	12.64	250347.43
收到的税费返还	0.00	145.03	0.00		0.00
收到其他与经营活动有关的现金	412977.96	722761.84	128146.10	-44.30	298356.95
经营活动现金流入小计	1109000.74	1720600.98	1011181.05	-4.51	548704.38
购买商品、接受劳务支付的现金	486875.86	662164.30	334612.60	-17.10	31882.38
支付给职工以及为职工支付的现金	10978.57	15281.61	53036.44	119.79	13713.95
支付的各项税费	9566.20	10792.19	19325.35	42.13	1847.05
支付其他与经营活动有关的现金	160279.69	695705.01	330618.31	43.62	184158.08
经营活动现金流出小计	667700.32	1383943.11	737592.70	5.10	231601.47
经营活动产生的现金流量净额	441300.42	336657.87	273588.35	-21.26	317102.91
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	91363.49	1244.58		0.00
取得投资收益收到的现金	8560.82	2633.29	8444.86	-0.68	6770.77
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	39.34	60.31	1005.92	405.69	12.62
处置子公司及其他营业单位收到现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	8600.16	94057.08	10695.35	11.52	6783.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3544440.73	3564237.34	4847523.49	16.95	947974.02
投资支付的现金	111626.75	118571.42	37587.50	-41.97	128.00
取得子公司及其他营业单位支付现金净额					3883.12
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	40000.00		0.00
投资活动现金流出小计	3656067.48	3682808.76	4925110.99	16.06	951985.14
投资活动产生的现金流量净额	-3647467.32	-3588751.68	-4914415.64		-945201.75
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	1205.94	199283.02	50000.00	543.91	
取得借款收到的现金	6134207.70	5721644.58	5520569.06	-5.13	926333.22
发行债券收到的现金	570000.00	253316.00	1380000.00	55.60	290000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	781920.45	796589.86		262117.40
筹资活动现金流入小计	6705413.64	6956164.04	7747158.92	7.49	1478450.61
偿还债务支付的现金	3015548.44	3999424.98	2324942.86	-12.19	581322.16
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	248653.08	331094.18	414210.10	29.07	113571.92
其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润					
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	16990.83	92979.67		8211.45
筹资活动现金流出小计	3264201.52	4347509.98	2832132.63	-6.85	703105.54
筹资活动产生的现金流量净额	3441212.12	2608654.06	4915026.29	19.51	775345.08
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.14	0.00	0.00	-100.00	0.00
报表合并范围变更影响现金流入					
五、现金及现金等价物净增加额	235045.37	-643439.75	274199.00	8.01	147246.24
加: 期初现金及现金等价物余额	1152653.43	1387698.80	744259.05	-19.65	1018458.05
六、期末现金及现金等价物余额	1387698.80	744259.05	1018458.05	-14.33	1165704.29

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	497359.59	190487.20	123579.36	-50.15
加: 资产减值准备	357.68	4919.17	416.96	1758.77
固定资产折旧	161673.76	203982.19	244050.72	-94.92
无形资产摊销	2399.07	3085.94	2904.04	908.60
长期待摊费用摊销	1006.62	994.41	1777.13	69.85
待摊费用的减少				
预提费用的增加				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	14.29	-24.51	-619.22	
固定资产报废损失	0.00	6.02	52.26	
财务费用	214947.25	210121.37	220214.63	1.22
投资损失	-31764.61	-22359.77	-26883.76	
递延税款贷项	0.00	-26.71	-400.29	
存货的减少	-723.18	9053.91	-2991.56	103.39
经营性应收项目的减少	-31207.20	-525928.16	-532412.93	
经营性应付项目的增加	-560245.33	262346.81	243901.03	
其他	187482.49	0.00	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	441300.42	641490.47	397167.71	-5.13
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	1387698.80	744259.05	1038175.05	-13.51
减: 现金的期初余额	1152653.43	1387698.80	744259.05	-19.65
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	235045.37	-643439.75	293916.00	11.82

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.67	3.66	1.27	--
存货周转次数(次)	2.95	3.30	2.76	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.04	--
现金收入比(%)	84.8	94.42	97.91	99.43
盈利能力				
营业利润率(%)	36.20	40.91	42.72	50.64
总资本收益率(%)	4.78	2.05	1.41	--
净资产收益率(%)	16.35	3.70	1.95	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	71.93	67.48	69.05	68.49
全部债务资本化比率(%)	79.34	73.67	74.02	73.54
资产负债率(%)	79.92	74.58	74.87	74.36
偿债能力				
流动比率(%)	62.99	70.88	95.43	107.28
速动比率(%)	58.39	66.50	91.22	102.58
经营现金流动负债比(%)	10.59	8.09	6.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.07	1.07	0.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.39	23.53	30.15	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.27	-0.23	-0.26	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.62	-5.67	-7.05	--

注：公司自 2010 年起执行《企业会计准则（2006）》；2013 年 1 季度财务数据未经审计。

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件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，银行间债券市场中长期债券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。

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。

