

2018 年湖南省高速公路集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【120】号 01

债券简称：18 湘高速/18
湘高速债

债券剩余规模：15 亿元

债券到期日期：2025 年
12 月 26 日

债券偿还方式：按年付
息，到期一次还本，附
第五年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名：
赵娜 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhaon@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
高速公路企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2018 年湖南省高速公路集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 05 月 29 日	2018 年 11 月 12 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对湖南省高速公路集团有限公司（以下简称“湖南高速”或“公司”）及其 2018 年 12 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部运营环境较平稳，高速公路通行费收入继续增长，未来收入较有保障，且继续得到湖南省政府的大力支持；同时中证鹏元也关注到，公司短期内新通车高速公路实际车流量能否达到设计车流量尚待观察，公司资产整体流动性较弱，期间费用率过高，经营业务继续处于亏损状态，有息债务规模较大，面临一定的偿债压力等风险因素。

正面：

- **外部运营环境较平稳。**2018 年湖南省经济持续增长，且高速路网进一步完善，公路运输量及汽车保有量总体保持增长，为公司提供了良好的外部运营环境。
- **公司通行费收入继续增长，未来收入较有保障。**2018 年，公司实现高速公路通行费收入 127.43 亿元，同比增长 9.91%；全年新增通车里程 409.71 公里，且有多条在建高速公路，随着高速公路车流量逐步增长以及新建项目完工投入运营，公司未来收入较有保障。
- **政府支持力度较大。**作为湖南省政府还贷性高速公路的投资主体，公司持续得到湖南省政府的大力支持，2018 年公司收到湖南省财政厅拨付的资金 196.58 亿元和政府补助 11.51 亿元，提升了公司的资本实力和利润水平。

关注：

- **短期内新通车高速公路实际车流量能否达到设计车流量尚待观察。**公司部分试运营高速公路属于地方高速且正处培育期，实际车流量与设计车流量仍然存在较大差距，这些高速公路未来能否达到设计车流量尚待观察。
- **公司资产以高速公路为主，且大部分收费经营权已质押，整体流动性较弱。**截至 2018 年末，公司固定资产、无形资产与在建工程合计占总资产的比重为 90.88%，其中账面价值 3,684.05 亿元的高速公路收费经营权已质押，资产整体流动性较弱。
- **公司期间费用率过高，经营业务继续处于亏损状态，盈利能力较弱。**2018 年公司利息支出 111.37 亿元，期间费用合计 127.51 亿元，期间费用率为 90.19%，过高的期间费用率侵蚀了公司营业利润，导致 2018 年公司营业利润继续为负。
- **公司有息债务规模较大，短期内面临一定的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务合计 2,997.58 亿元，占总负债的比重为 98.02%，有息债务规模较大，考虑到 2018 年末公司在建高速公路尚需投资 53.51 亿元，未来有息债务规模可能进一步增加，根据公司提供的还款计划，短期内面临一定的偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	46,661,031.49	46,164,052.32	42,452,803.70	40,073,682.68
归属于母公司所有者权益合计	15,597,535.34	15,531,939.13	13,575,452.41	12,518,472.23
有息债务	30,288,897.53	29,975,830.39	28,133,621.06	26,846,651.37
资产负债率	66.46%	66.24%	67.89%	68.62%
流动比率	0.42	0.53	0.47	0.93
速动比率	0.37	0.48	0.42	0.87
营业收入	417,506.77	1,413,798.18	1,377,122.65	1,231,353.65
营业利润	67,591.88	-58,299.31	-184,237.58	-236,122.41
净利润	66,473.25	50,984.25	71,193.36	860,334.33
综合毛利率	85.32%	81.51%	77.89%	77.67%
总资产回报率	-	2.64%	3.11%	4.94%
EBITDA	-	1,216,923.49	1,334,668.26	1,965,918.08
EBITDA 利息保障倍数	-	0.81	0.86	1.31
经营活动现金流净额	514,091.51	1,488,059.17	946,215.37	628,445.89

注：2016 年数据来自 2017 年审计报告期初数，2017 年数据来自 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月25日发行7年期15亿元公司债券，募集资金计划全部用于临湘（鄂湘界）至岳阳公路项目的工程尾款支付、置换前期垫付资金，截至2019年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为172,455.72元，系账户存款利息。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变更。2018年9月27日，公司更名为“湖南省高速公路集团有限公司”，注册资本由99,597万元变更为300.00亿元。截至2019年3月末，公司注册资本为300.00亿元，实收资本为99,597万元，湖南省人民政府国有资产监督管理委员会持有公司100%股权，实际控制人仍为湖南省人民政府。2018年，公司合并报表范围新增2家子公司，情况详见下表。截至2018年12月31日，公司合并报表范围内子公司情况见附录二。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖南省岳望高速公路有限责任公司	100%	200	高速公路收费系统设计、安装、维护;公路管理与养护;经营管理路桥电子收费系统;车辆过秤服务。	新设
湖南高速捷通信息科技有限公司	100%	1,000	地理信息软件、基础软件、支撑软件、应用软件、监控系统的开发;大数据处理技术的研究、开发;机电设备研发;经营管理路桥电子收费系统;机电系统设计;高速公路收费系统设计、安装、维护;监控系统的维护;软件开发系统集成服务;物联网技术服务;信息技术咨询服务;通信设备租赁;机电设备、监控设备、通信设备的销售。	新设

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

2018年我国高速公路通车里程、公路整体运输量及汽车保有量保持增长，为高速公路公司发展提供良好的外部环境，但受高速公路投资放缓和高铁分流等不利因素影响，短期内高速公路通行费收入增速较大可能出现回调

伴随“十三五”计划实施，我国高速公路建设投资保持较快增长，但增速呈放缓态势。据《2018年交通运输行业发展统计公报》，2018年高速公路建设投资规模为9,972亿元，

同比增长7.7%，增速较上年回落4.7个百分点。受益于公路建设投资额的逐年增长，我国高速公路通车里程不断增长，但受里程基数不断扩大、单位造价成本不断攀升等因素影响，里程增速整体回落，2018年末我国高速公路里程为14.26万公里，较上年增加0.61万公里，增量同比减少0.04万公里；高速公路车道里程63.33万公里，较上年增加2.90万公里，增量与上年持平。考虑我国高速公路路网建设日渐完善，且根据全国交通运输工作会议部署，2019年我国将完成公路水路投资规模1.80万亿元，较2018年实际完成量缩减0.33万亿元，预计2019年我国高速公路投资及里程增速将继续呈回落态势。

运输量及汽车保有量是影响高速公路车流量的重要因素。从公路运输情况来看，2018年全国旅客公路运输量减少但货物运输量增加的状况依然没有发生改变，且降幅有所增大而增幅有所放缓。2018年，全国公路运输人次为136.5亿人次，货物运输量为395.9亿吨，较上年分别下降6.3%及增加7.4%。因公路运输中货物运输占绝大比例，总体来看，2018年全国公路运输量依旧有所增长。从汽车保有量来看，截至2018年末，全国汽车保有量为2.4亿辆，同比增长10.51%，较上年回落1.34个百分点，汽车保有量的增加有利于拉动高速公路车流量的增长，为高速公路行业的长期发展奠定坚实的基础。

表2 2017-2018年全国公路旅客及货物运输情况（亿人次、亿人公里、亿吨、亿吨公里）

项目		2018年		2017年	
		数值	增长率	数值	增长率
旅客运输	运输量	136.5	-6.3%	145.9	-5.4%
	周转量	9,275.5	-5.0%	9,765.1	-4.5%
货物运输	运输量	395.9	7.4%	368.0	10.1%
	周转量	71,202.5	6.6%	66,712.5	9.2%

资料来源：2017-2018年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

整体来看，受益于高速公路里程数增加、公路货运量以及汽车保有量的不断增长，我国高速公路通行费规模亦将持续增加。但考虑国家深化供给侧改革及去杠杆背景下，叠加高速公路投资、里程、货运量及汽车保有量增速放缓，未来我国收费公路的通行费收入增速或将放缓。

2018年湖南省区域经济稳步发展，当地高速公路通车里程继续增长，高速路网逐步完善，公路运输量及汽车保有量总体保持增长，为公司提供了较平稳的外部环境，但随着民航及铁路尤其高速铁路的发展，对公路运输形成一定的分流，且高速公路投资有所放缓

2018年，湖南省区域经济稳步发展，地区生产总值达到36,425.8亿元，比上年增长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52,949元，增长7.2%，为全国人均GDP的82.07%。

2018年，湖南省固定资产投资额较上年增长10.00%，交通运输、仓储和邮政业投资额同比增长9.3%。2018年末湖南省民用汽车保有量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%。从公路运输情况来看，2018年湖南省公路客运量继续下滑而公路货运量增速回落，2018年湖南省公路客运量为9.10亿人次，公路货运量为20.44亿吨，分别同比下降9.3%及上升2.8%，分别占全省客运总量和货运总量的84.20%和88.44%，仍为省内交通运输的主要工具。但我们也注意到，民航及铁路尤其高速铁路的发展，对公路运输形成一定的分流，2018年湖南省民航客运量及货运量同比分别增长13.0%和16.8%，铁路客运量及货运量同比分别增长8.3%和6.7%。

表3 2017-2018年湖南省公路旅客及货物运输情况（亿人次、亿人公里、亿吨、亿吨公里）

项目		2018年		2017年	
		数值	增长率	数值	增长率
旅客运输	运输量	9.10	-9.3%	10.04	-7.6%
	周转量	479.9	-8.9%	526.60	-8.7%
货物运输	运输量	20.44	2.8%	19.88	11.1%
	周转量	3,114.9	4.2%	2,990.60	11.3%

资料来源：2017-2018年湖南省国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

湖南省地处中部腹地，承接东西，连贯南北，国家七射十一纵十八横高速公路网中的京港澳、二广、包茂、沪昆、杭瑞、夏蓉、泉宁线等纵横高速线交织穿境而过，使得湖南成为全国重要的交通中心枢纽。根据《湖南省高速公路“十三五”规划》，到2020年，确保高速公路通车总里程7,000公里以上，力争达到7,200公里，国高网项目全部建成或开工建设，加快形成“七纵七横”高速公路网；全省122个县市区均可在30分钟内便捷上高速公路；全省2030年规划的32个高速公路省际通道中，建成28个，在建3个。随着大岳、益马、马安、南益高速（部分）、莲株、潭衡西、岳望等7条（段）高速公路建成通车，截至2018年末，湖南省高速公路通车里程跻身全国前五，达6,724.6公里，较上年末增加306.1公里；高速公路车道里程27,749公里，增加1,432公里；国家高速公路4,906公里，增加126公里。但我们也注意到，2018年相比农村公路的建设投资力度加大，湖南省高速公路投资有所放缓，全年公路线路基础设施完成投资572.3亿元，比上年减少20.0%，其中，高速公路建设完成投资135.7亿元，下降35.7%；普通国省道建设完成投资233.3亿元，下降31.8%；农村公路建设完成投资203.3亿元，增长25.0%。

总体来看，湖南省经济持续增长及高速路网进一步完善，公路运输量及机动车保有量总体保持增长为公司提供了较平稳的外部环境。

四、经营与竞争

2018年，公司实现营业收入141.38亿元，同比增长2.66%，仍主要来源于高速公路车辆通行费收入，占当期营业收入的比重为90.13%，占比较上年提高5.94个百分点；此外公司通过工程业务、商品销售、房产销售、广告、租赁、养护公路、提供服务及收取利息等取得部分收入，但规模均不大。2017-2018年，公司营业收入构成和毛利率情况如下表所示。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
(1) 主营业务小计	1,347,956.05	80.93%	1,241,475.40	77.72%
车辆通行费	1,274,288.11	84.41%	1,159,402.14	81.93%
商品销售收入	21,695.67	15.79%	12,116.61	10.31%
房产销售收入	2,710.30	-73.81%	16,809.48	14.15%
广告收入	6,096.19	61.75%	5,308.10	28.04%
服务收入	1,545.76	42.59%	1,293.81	7.77%
租赁收入	17,232.76	43.93%	14,453.92	34.28%
养护业务	17,389.36	10.94%	27,001.91	9.35%
工程收入	4,662.00	-19.68%	1,937.52	30.01%
其他收入	2,335.90	36.72%	3,151.91	55.20%
(2) 其他业务小计	65,842.13	93.30%	135,647.25	79.39%
委贷收入	13,621.24	76.86%	83,412.25	66.68%
利息收入	8,765.02	89.55%	6,542.02	97.49%
其他收入	43,455.87	99.21%	45,692.98	100.00%
合计	1,413,798.18	81.51%	1,377,122.65	77.89%

注：其他业务中其他收入均主要为转让长潭、潭耒、益常高速公路确认递延收益的摊销收入及利息收入。
 资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司车流量及通行费收入均有所增长，且随着路网规模不断扩大及车流量的增长，未来公司通行费收入较有保障；考虑到公司在建项目较多，仍面临一定的资金压力

2018年公司大岳高速剩余路段建成通车，且新增益马高速、马安高速、南益高速（部分）、莲株高速、潭衡西高速、岳望高速6条高速公路，合计新增通车里程409.71公里。截至2018年末，公司通车高速公路为56条，通车里程为4,929.36公里，同比增长9.06%，其

中还贷性高速公路通车里程4,531.89公里，经营性高速公路通车里程397.47公里，通车里程占同期湖南省高速公路通车里程的73.31%，具有较强的区域垄断优势。2018年公司还贷性高速公路收入全部上缴湖南省财政厅，再由湖南省财政厅全额拨付公司。

表5 截至2018年末公司通车路段情况（亿元、公里、年）

项目	起止点	项目总投资	里程	性质	通车时间	收费年限
莲易高速	醴陵—湘潭	5.77	21.03	地方高速	1994.12	25
耒宜高速	耒阳—宜章	39.27	135.37	国高网（京港澳）	2001.12	30
临长高速	临湘—长沙	50.92	182.79	国高网（京港澳）	2002.11	30
潭邵高速	湘潭—邵阳	61.00	220.10	国高网（沪昆线）	2002.12	30
衡枣高速	衡阳—永州	51.26	186.07	国高网（泉南线）	2003.12	30
常张高速	常德—张家界	68.74	159.91	国高网（长张）	2005.12	30
衡大高速	衡阳—大浦	9.46	24.45	地方高速	2005.12	30
邵怀高速	邵阳—怀化	83.62	155.58	国高网（沪昆线）	2007.11	20
怀新高速	怀化—新晃	42.69	106.02	国高网（沪昆线）	2007.11	20
常吉高速	常德—吉首	116.66	224.51	国高网（杭瑞线）	2008.12	20
衡炎高速	衡阳—炎陵	49.10	114.19	国高网（泉南线）	2009.12	20
韶山高速	韶山互通—韶山	6.71	13.29	地方高速	2008.12	20
道贺高速	道县—贺州	25.89	53.04	地方高速	2011.12	20
吉茶高速	吉首—茶峒	68.60	64.95	国高网（包茂线）	2012.03	20
吉怀高速	吉首-怀化	88.19	104.84	国高网（包茂线）	2012.12	20
炎睦高速	炎陵-睦村	10.86	18.12	地方高速	2012.12	20
炎陵高速	炎陵分路口-炎陵县城	9.22	11.83	地方高速	2012.12	20
宁道高速	宁远-道县	40.22	91.73	国高网（厦蓉线）	2012.11	20
汝郴高速	汝城-郴州	96.41	112.35	国高网（厦蓉线）	2012.12	20
郴宁高速	郴州-宁远	60.08	104.41	国高网（厦蓉线）	2012.12	20
大浏高速	大围山-浏阳	65.99	83.64	地方高速	2012.12	20
通平高速	通城界-平江	53.78	73.03	地方高速	2012.12	20
张花高速	张家界-花垣	130.97	147.11	地方高速	2013.11	20
凤大高速	凤凰-大兴	19.36	32.35	国高网（杭瑞线）	2013.11	20
洞新高速	洞口-新宁	82.35	118.07	地方高速	2013.12	20
怀通高速	怀化-通道	159.10	197.63	国高网（包茂线）	2013.12	20
石华高速	石首-华容	8.18	13.44	地方高速	2013.12	20
耒茶高速	界化垌-茶陵	30.16	45.24	国高网（泉南线）	2013.12	20
长沙绕城高速东北、东南段	-	24.40	25.72	地方高速	2013.12	20
娄新高速	娄底-新化	61.44	95.71	地方高速	2012.12	20
长湘高速	京港澳复线长沙-湘潭	77.00	74.75	地方高速	2012.12	20
衡桂高速	京港澳复线衡阳-桂阳	75.54	94.92	地方高速	2012.11	20

桂武高速	京港澳复线桂阳-临武	74.46	107.81	地方高速	2012.11	20
浏醴高速	浏阳-醴陵	75.97	99.19	地方高速	2012.12	20
醴茶高速	醴陵-茶陵	78.95	105.25	地方高速	2013.11	20
炎汝高速	炎陵-汝城	144.16	150.99	地方高速	2013.12	20
怀化绕城高速	-	21.74	23.58	地方高速	2014.12	20
东常高速	澧县-常德	101.77	131.26	国高网（二广线）	2014.12	-
邵坪高速	邵阳-坪上	30.11	35.23	地方高速	2015.12	20
大岳高速	临湘-岳阳	120.27	72.20	国高网（杭瑞线）	2015.12	20
龙永高速	龙山-永顺	133.03	91.09	地方高速	2015.12	20
京港澳新开连接线	-	2.69	3.30	地方高速	2018.05	20
娄衡高速	娄底-衡阳	94.93	116.88	地方高速	2016.12	20
永吉高速	永顺-吉首	94.47	85.57	地方高速	2017.11	20
益娄高速	益阳-娄底	83.78	105.93	地方高速	2017.12	20
桑张高速	桑植-张家界	53.93	46.95	地方高速	2017.12	20
武靖高速	武冈-靖州	69.15	83.54	地方高速	2017.12	20
益马高速	益阳-马迹塘	47.27	57.9	地方高速	2018.2	20
马安高速	马迹塘-安化	58.93	67.41	地方高速	2018.12	20
南益高速（部分）	南县-益阳	79.97	9.31	地方高速	2018.12	20
莲株高速	莲花冲-株洲	30.04	32.31	地方高速	2018.12	20
还贷性小计	-	3,168.56	4,531.89	-	-	-
南岳高速	衡阳-南岳	25.12	51.82	地方高速	2012.12	30
新溆高速	新化-溆浦	76.15	92.68	地方高速	2014.12	30
南岳东延线	-	10.26	12.58	地方高速	2016.12	30
潭衡西高速	湘潭-衡阳西	57.28	138.77	国高许广	2018.08	23
岳望高速	岳阳-望城	90.29	101.62	国高许广	2018.09	-
经营性小计	-	259.10	397.47	-	-	-
合计	-	3,427.66	4,929.36	-	-	-

注：（1）上表中大岳高速里程数有所变动主要系2018年洞庭湖桥路段建成通车，调整里程数所致。

（2）京港澳新开连接线已调整为正式通车时间2018年5月。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司大部分高速公路车流量及通行费收入（详见附录三）均实现增长，实现车流量851,595.00辆次/日，同比增长14.21%，实现高速公路通行费127.43亿元，同比增长9.91%，其中京港澳高速湖南段的临长高速和耒宜高速、沪昆高速湖南段的潭邵高速因开通时间较长且路段位置较好，车流量与通行费收入占比均较大。从车流量及收入变动较大的路段来看，永吉高速、益娄高速、武靖高速、桑张高速均于2017年末通车，尚处于培育期，2018年车流量增长较快，带动通行费收入实现增长。

毛利率方面，由于高速公路成本主要集中在建设阶段，通车后公路养护、人工、机电维修等合计成本相对较低，近年业务毛利率均维持在80%以上。2018年毛利率为84.41%，

较上年提高2.48个百分点。

未来收入保障方面，截至2018年末，公司已通车高速公路中除莲易高速收费经营权将于2020年1月到期外，其他高速公路收费年限至少在8年以上，且从已通车高速公路来看，2018年公司已通车高速公路实际车流量为设计车流量的117.95%，达到“超饱和”状态，主要是因为1999-2003年通车路段车流量设计较为保守，随着经济持续发展、全省高速路网基本形成，实际车流量大幅增长所致。未达设计车流量高速主要集中在2012-2018年通车路段，该部分路段设计车流量合计418,559.00辆次/日，2018年车流量合计234,327.00辆次/日，在通车里程不变情况下，随着路网的继续完善、经济的持续增长，上述路段实际车流量将继续增长，未来公司通行费收入较有保障。在建未通车高速公路方面，截至2018年末，公司主要在建高速路段有4条，里程合计329.44公里，预计通车时间集中在2019-2020年，随着该部分路段的建成，公司通车里程和实际车流量有望进一步增长，未来公司通行费收入较有保障。

表6 截至2018年末公司主要在建高速公路情况（单位：公里、亿元）

路网名称	项目名称	开工时间	计划通车时间	里程	投资概算	累计完成投资
南益高速	南县至益阳	2015	2019	86.37	79.97	78.14
连接线	张花高速连接线	2015	2019	118.27	15.29	11.48
龙琅高速	龙塘至琅塘	2016	2020	75	84.84	58.13
-	长沙至益阳高速公路扩容工程	2016	2020	49.8	77.97	56.81
合计	-	-	-	329.44	258.07	204.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

但我们也关注到，公司新通车高速公路大部分属于地方高速且正处培育期，实际车流量与设计车流量仍然存在较大差距，这些高速公路未来能否达到设计车流量尚待观察。截至2018年底，公司在建高速公路项目总投资概算约为258.07亿元，已投资204.56亿元，尚需投资额约53.51亿元，仍面临一定的资金压力。目前湖南省高速公路已逐步度过集中建设高峰期，未来拟建高速公路规模将相应减少，所面临的集中建设压力亦有所减弱。

公司其他业务收入主要来自商品销售、房地产销售、工程、租赁、广告、服务、养护等业务，规模均较小，但一定程度上丰富了公司的收入及利润来源

公司商品销售业务主要由子公司湖南省高速公路投资集团有限公司（以下简称“高速投资集团”）下属公司负责。2018年公司实现商品销售收入21,695.67万元，同比增长79.06%，主要系市场回暖，高速投资集团下属相关业务公司的业务量上升，受此影响，单位产品固

定折旧成本被稀释，带动该业务毛利率较上年上升5.48个百分点至15.79%。

公司房产销售业务亦由高速投资集团下属公司负责经营，近年先后建成了马栏山综合楼、金色比华利和金色溪泉湾项目。其中马栏山综合楼项目为公司办公楼，项目已于2010年11月建成，该项目主要用于公司办公，综合楼低区部分用于出租及少量商业出售。截至2018年末，该项目累计已售面积0.81万平方米，累计实现收入12,210.00万元，待销售面积6.61万平方米，平均售价15,073.79元/平方米。金色比华利项目为住宅项目，已于2007年12月建成，截至2018年末该项目累计已售面积31.13万平方米，剩余待售面积较少，累计实现收入62,197.00万元，待销售面积0.07万平方米，平均售价1,997.98元/平方米。金色溪泉湾项目为高档住宅小区，位于长沙市开福区万家丽路浏阳河大桥东北角，一期项目已于2014年完成。截至2018年末，金色溪泉湾项目累计已售面积19.02万平方米，累计实现收入134,382.00万元，待售面积合计2.15万平方米，平均售价7,065.31元/平方米。2018年公司实现房产销售收入2,710.30万元，同比下降83.88%，主要系公司房地产项目可售库存较少，同时长沙房地产市场限购，住宅成交量大幅减少等原因，考虑到以上因素，公司未来房产销售收入存在较大不确定性。

表7 截至2018年末公司房地产项目情况（单位：万平方米、元/平方米、万元）

项目	规划建筑面积	已开发可售面积	已售面积	待售面积	平均售价	累计实现收入
金色溪泉湾	58.05	21.17	19.02	2.15	7,065.31	134,382.00
金色比华利	31.2	31.20	31.13	0.07	1,997.98	62,197.00
马栏山综合楼	7.42	7.42	0.81	6.61	15,073.79	12,210.00
合计	96.67	59.79	50.96	8.83	-	208,789.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司实现工程收入4,662.00万元，同比增长140.62%，公司该业务由高速投资集团下属子公司湖南省高速百通建设投资有限公司及湖南省高速广信投资有限公司等负责，上述各公司主要从事公路施工、改建和维护、通信电缆配套工程等业务。

公司租赁业务主要由高速投资集团下属子公司湖南高速广通实业发展有限公司、湖南省高速广信投资有限公司、湖南省高速通达投资开发有限公司负责经营，上述几家公司主要从事高速公路工程机械设备、养护设备、检测设备等的租赁，2018年公司设备租赁业务实现收入1.72亿元，同比增长19.23%。

公司委托贷款业务全部来自下属子公司高速投资集团，2018年公司取得委贷利息1.36亿元，较上年减少83.67%，截至2018年末，高速投资集团已收回潭衡西项目全部委贷本金及大部分利息，该业务不具持续性。

公司广告收入系由高速投资集团下属子公司对湖南省高速公路法定区域内的户外广

告业务经营管理取得的收入；公司服务收入系由高速投资集团下属子公司对外提供商品销售服务获取的收入；公司养护收入系高速投资集团下属子公司对湖南省高速公路实施养护业务而取得的收入。

整体来看，2018年公司房产销售收入受房地产市场限购政策影响较大，收入规模有所下滑且未来收入实现存在较大不确定性，委贷业务不具持续性；2018年公司工程收入恢复性增长；公司商品销售、租赁、广告、服务、养护等其他业务收入规模均相对较小，但在一定程度上丰富了公司的收入及利润来源。

作为湖南省政府还贷性公路建设、运营主体，公司继续得到湖南省政府的大力支持

公司是湖南省政府还贷性公路的建设和运营主体，得到了湖南省政府的大力支持。对于公司所承建的大部分高速公路，湖南省财政厅均承诺解决不低于项目计划总投资额25%的资本金，公司在收到湖南省财政厅拨付的资本金后将其作为政府投资，计入资本公积，2018年公司收到湖南省财政厅拨付的196.58亿元资金。此外，为支持公司高速公路建设和解决公司有息债务付息压力，湖南省政府每年均给予公司一定的政府补助，2018年公司获得政府补助11.51亿元，较大程度提高了公司的利润水平。

总体来看，2018年湖南省政府对于公司的支持力度大，有效提升了公司的资本实力和利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）长沙分所审计并出具带强调事项段的无保留意见的2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，其中2017年数据采用2018年审计报告期初数，公司财务报表均按新会计准则编制。

2018年审计报告含强调事项段如下：根据经省委省政府领导批示同意的湖南省财政厅湘财建【2009】100号文件：按照省委、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106,994.67万元应移交湖南省公路建设投资有限公司，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有限公司按公司还本付息进度支付相等金额给公司，截至2018年12月31日，湖南省公路建设投资有限公司尚未支付的债务本息为41,632.04万元。该强调事项不影响已发表的审计意见。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，主要由高速公路资产构成，资产整体流动性较弱

得益于公司融资规模的扩大及政府资本金注入，2018年末公司资产规模稳步增长至4,616.41亿元。从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2018年末非流动资产占总资产的比重为95.54%。截至2019年3月末，公司资产规模继续增长至4,666.10亿元，非流动资产占比为96.57%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	918,149.88	1.97%	1,288,025.69	2.79%	1,324,744.12	3.12%
其他应收款	168,923.23	0.36%	301,911.87	0.65%	291,441.89	0.69%
流动资产合计	1,600,255.18	3.43%	2,058,903.78	4.46%	2,330,630.21	5.49%
可供出售金融资产	2,093,990.00	4.49%	1,678,990.00	3.64%	192,990.00	0.45%
固定资产	31,698,887.65	67.93%	31,574,689.24	68.40%	29,912,141.16	70.46%
在建工程	6,883,357.71	14.75%	6,489,409.05	14.06%	6,489,641.98	15.29%
无形资产	3,907,084.48	8.37%	3,887,696.73	8.42%	2,879,631.86	6.78%
非流动资产合计	45,060,776.31	96.57%	44,105,148.54	95.54%	40,122,173.49	94.51%
资产总计	46,661,031.49	100.00%	46,164,052.32	100.00%	42,452,803.70	100.00%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要为货币资金和其他应收款。公司货币资金主要系银行存款，截至2018年末，公司货币资金为128.80亿元，其中受限货币资金为1.16亿元，包括公司下属子公司湖南高速集团财务有限公司存放中央银行款项1.06亿元，张桑高速公路项目根据当地国土部门要求存放复垦保证金0.10亿元。随着项目支出，截至2019年3月末，公司货币资金较2018年末下降28.72%至91.81亿元。截至2018年末，公司其他应收款为30.19亿元，主要系湖南省交通运输厅批准拨付尚未下拨资金、湖南省公路建设投资有限公司的项目利息分摊、湖南凯旋长潭西线高速公路有限公司往来款、湖南宜连高速公路发展有限公司往来款及湖南省环达公路桥梁建设总公司往来款。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程及无形资产构成。截至2018年末，公司可供出售金融资产主要系对醴潭高速、湖南省东常高速公路建设开发有限公司、国开精诚（北京）投资基金有限公司、北京润东联合投资管理有限责任公司、吉祥人寿股份有限公司等公司投资的权益工具共11.60亿元，对湖南财信金融控股集团有限公司的投资150.00亿元及子公司湖南高速集团财务有限公司对安信信托投资股份有限公

司、湖南省信托有限责任公司等公司的投资共计6.30亿元。公司固定资产主要系路面、桥梁、隧道，截至2018年末，公司固定资产为3,157.47亿元，占总资产的比重为68.40%，较上年增长主要系娄衡高速公路等在建工程转固所致。2018年末公司在建工程余额为648.94亿元，项目建设投入及转固规模基本持平，在建工程余额较2017年末保持稳定。公司无形资产主要由高速公路特许经营权构成，2018年末余额为388.77亿元，较上年增长35.01%，系增加潭衡西项目收费权和长湘、衡桂、桂武、浏醴、娄新、炎汝、醴茶等路产建设成本增加所致。截至2018年末，公司账面价值3,684.05亿元的已通车或在建高速公路收费经营权已质押给相应单位进行融资，借款余额合计2,286.40亿元，详情见附录四。

整体来看，2018年公司资产规模稳步增长，其中以高速公路为主的固定资产、高速公路特许经营权为主的无形资产以及在建工程合计占总资产的比重为90.88%；此外，公司账面价值3,684.05亿元的高速公路收费经营权已质押，资产整体流动性较弱。

盈利能力

2018年公司营业收入略有增长，但期间费用率过高，利润总额对政府补助依赖性强

随着湖南高速路网的逐步完善和区域经济的快速发展，2018年该部分高速所产生的通行费收入持续增长，公司实现高速公路通行费收入127.43亿元，同比增长9.91%，但公司其他业务规模有所缩减，综合使得公司营业收入同比增长2.66%。

2016年底通车的娄衡高速，2017年通车的永吉高速、益娄高速、武靖高速、张桑高速，2018年通车的益马高速、新开联络线、马安高速、莲株高速、岳望高速、南益部分路段高速均处于试运行状态，根据《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》（交公路发〔2010〕65号）和财政部《基本建设财务管理规定》文件，试运行期间不计提折旧、通行费收入用于冲减资产成本。2018年，前述相关高速公路通行费收入共计5.89亿元用于冲减各项目成本。未来随着该部分高速公路转入固定资产并正式运营，以及公司未来在建高速公路陆续完工投入使用，公司营业收入有望进一步增长。

由于公司营业收入主要来自高速公路通行费收入，高速公路的建设与运营成本主要集中在建设环节，而通行费业务成本主要为高速公路养护等，成本相对较低，2018年公司通行费收入的毛利率水平仍维持较高，为84.41%，使得公司综合毛利率为81.51%，较上年提升3.62个百分点。但较高的综合毛利率并未给公司带来大规模的营业利润，由于公司在高速公路建设过程中主要依靠债务融资解决资金需求，导致有息债务规模较大，2018年公司利息支出继续高企，为111.37亿元，使得期间费用仍维持较高水平。2018年公司期间费用合计127.51亿元，期间费用率为90.19%，过高的期间费用率侵蚀了公司营业利润，导致2018

年公司营业利润继续为负，但得益于公司2018年业务毛利率上升和投资收益增长，公司亏损大幅下降。

2018年，得益于公司获得以政府补助为主的营业外收入11.57亿元，公司实现利润总额5.56亿元，但受营业外收入同比减少57.19%的影响，净利润同比下降28.39%，公司总资产回报率下降0.47个百分点，净资产收益率下降0.19个百分点。

总体而言，2018年公司营业收入稳步增长，但过高的期间费用率对公司营业利润形成严重侵蚀，利润总额对政府补助依赖性强。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	417,506.77	1,413,798.18	1,377,122.65
投资收益	548.46	71,133.45	53,790.66
营业利润	67,591.88	-58,299.31	-184,237.58
营业外收入	22.77	115,662.28	270,176.49
利润总额	67,613.36	55,572.94	85,092.30
净利润	66,473.25	50,984.25	71,193.36
综合毛利率	85.32%	81.51%	77.89%
期间费用率	69.24%	90.19%	95.09%
营业利润率	16.19%	-4.12%	-13.38%
总资产回报率	-	2.64%	3.11%
净资产收益率	-	0.35%	0.54%
营业收入增长率	-	2.66%	11.84%
净利润增长率	-	-28.39%	-91.72%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较好，但在建高速公路投资规模仍然较大，面临一定资金压力，现金流对筹资活动仍较依赖

2018年公司财务费用规模略有缩减，带动非经营损益同比下降5.90%，同时受营业外收入下降导致净利润下滑28.39%的影响，公司FFO指标同比下降6.27%。2018年，公司营运资本继续大幅回升，其中存货增加0.28亿元，经营性应收项目减少37.51亿元，经营性应付项目减少5.04亿元。总体来看，由于公司高速公路现金生成能力较强且经营养护投入相对较少，2018年公司经营活动现金净流入148.81亿元，经营活动现金流表现较好。

近年公司虽然已逐步度过高速公路集中建设期，但在建高速投资规模仍然较大，公司投资活动现金流仍呈较大规模净流出状态，2018年因高速公路建设及对外投资等支付现金

达414.42亿元，导致投资活动现金净流出386.60亿元。

受高速公路建设资金需求较大的影响，公司对外融资规模持续保持高位，筹资活动现金流入主要为银行借款、政府拨入及发行债券形成资金流入，筹资活动现金流出主要为偿还直接借款及债券，2018年公司筹资活动现金净流入达234.59亿元。

整体来看，公司经营现金流表现较好，但在建高速公路投资规模仍然较大，经营活动现金净流入难以覆盖投资活动资金缺口，整体现金流对筹资活动仍较依赖。

表10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	50,984.25	71,193.36
非付现费用	58,100.12	49,547.34
非经营损益	1,057,092.99	1,123,386.26
FFO	1,166,177.36	1,244,126.97
营运资本变化	321,881.82	-297,911.61
其中：存货减少（减：增加）	-2,837.33	-2,217.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	375,123.93	-342,332.17
经营性应付项目的增加（减：减少）	-50,404.78	46,637.97
经营活动产生的现金流量净额	1,488,059.17	946,215.37
投资活动产生的现金流量净额	-3,865,988.15	-1,708,916.32
筹资活动产生的现金流量净额	2,345,851.36	1,272,547.87
现金及现金等价物净增加额	-32,077.62	509,846.92

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，短期内面临一定的偿债压力

随着公司融资规模的扩大，截至2018年末，公司负债总额同比增长6.10%至3,058.12亿元；得益于经营积累及政府拨入资金，2018年末公司所有者权益同比增长14.33%至1,558.29亿元，综合使得公司产权比率降至196.25%。截至2019年3月末，公司负债及所有者权益继续保持增长，产权比率为198.17%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	31,011,763.26	30,581,192.53	28,823,106.54
所有者权益	15,649,268.23	15,582,859.78	13,629,697.16
产权比率	198.17%	196.25%	211.47%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，2018年末非流动负债占比为87.31%。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债构成。截至2018年末，公司短期借款为100.88亿元，与上年规模持平，其中包括信用借款61.30亿元、保证借款28.58亿元、质押借款11.00亿元。截至2019年3月末，公司短期借款规模为100.30亿元。截至2018年末，公司其他应付款为36.01亿元，较2017年末下滑11.72%，其中包括应付利息2.27亿元、其他应付款33.74亿元，账龄在1年以内（含）的其他应付款占比为66.81%。2019年一季度，公司其他应付款较2018年末增长25.62%，系未明确性质的财政拨款暂挂往来款所致。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、应付债券本息及长期应付款。公司其他流动负债为超短期融资券和吸收存款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。截至2018年末，公司长期借款为2,338.51亿元，其中质押借款占比95.23%，质押标的为在建或已通车高速公路收费经营权。截至2019年3月末，公司长期借款规模继续增至2,392.38亿元。2018年末，公司应付债券余额294.71亿元，主要为各类私募债券、中期票据、企业债券及公司债券，同比增长28.81%，主要系公司于2018年新发行中期票据、公司债、私募债所致。公司长期应付款主要为应付申万宏源证券股份有限公司和中国外贸金融租赁有限公司的资产证券化产品及融资租赁款。2018年末，公司长期应付款余额为21.23亿元，同比下降13.77%，主要系部分转出至一年内到期的非流动负债所致。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,003,000.00	3.23%	1,008,799.00	3.30%	1,009,400.00	3.50%
其他应付款	452,410.87	1.46%	360,136.21	1.18%	407,925.47	1.42%
一年内到期的非流动负债	1,480,357.56	4.77%	1,813,322.92	5.93%	2,077,168.25	7.21%
其他流动负债	768,262.53	2.48%	612,930.97	2.00%	1,421,663.85	4.93%
流动负债合计	3,765,384.07	12.14%	3,880,592.47	12.69%	5,003,142.96	17.36%
长期借款	23,923,751.57	77.14%	23,385,090.58	76.47%	21,097,212.52	73.20%
应付债券	2,984,100.00	9.62%	2,947,100.00	9.64%	2,288,000.00	7.94%
长期应付款	186,333.33	0.60%	212,333.33	0.69%	246,226.75	0.85%
非流动负债合计	27,246,379.19	87.86%	26,700,600.06	87.31%	23,819,963.59	82.64%
负债合计	31,011,763.26	100.00%	30,581,192.53	100.00%	28,823,106.54	100.00%
其中：有息债务	30,288,897.53	97.67%	29,975,830.39	98.02%	28,133,621.06	97.61%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中有息部分、长期借款、应付债券及长期应付款等构成。2018年公司新增有息债务184.22亿元，截至2018

年末，公司有息债务合计2,997.58亿元，占总负债的比重为98.02%，有息债务规模较大，根据公司提供的债务偿还计划，短期内公司面临一定的偿债压力。截至2018年末，公司共获得各金融机构授信额度5,004.74亿元，尚未使用额度1,542.06亿元，良好的融资渠道能够为公司有息债务的周转及偿还提供一定保障。

表13 截至2018年末公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
有息债务偿还安排	434.35	211.40	166.81	2,173.44

资料来源：公司提供

得益于经营积累及政府拨入资金，2018年末公司资产负债率同比下降1.65个百分点，公司流动比率与速动比率均有所提高，但仍处于较低水平。2018年，由于营业外收入大幅减少，公司利润总额有所下降，使得公司EBITDA同比下滑8.82%，EBITDA利息保障倍数随之下降至0.81，仍然处于较低水平。截至2018年末，公司在建高速公路尚需投资53.51亿元，未来有息债务规模可能进一步增加，公司短期内面临一定的偿债压力。现金流方面，公司经营活动现金流对公司债务的覆盖程度仍较低。

总体来看，公司有息负债规模较大，利润水平对政府补助依赖较大，公司的盈利能力及经营活动现金流对利息偿还的保障程度依然不足。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	66.46%	66.24%	67.89%
流动比率	0.42	0.53	0.47
速动比率	0.37	0.48	0.42
EBITDA（万元）	-	1,216,923.49	1,334,668.26
EBITDA 利息保障倍数	-	0.81	0.86
有息债务/EBITDA	-	24.63	21.08
债务总额/EBITDA	-	25.13	21.60
经营性净现金流/流动负债	0.14	0.38	0.19
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.05	0.03

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未

偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额为53.56亿元，占净资产的比重为3.44%，规模较大且均未设置反担保措施，但被担保方湖南省交通运输厅属于政府单位，该风险事项对公司影响较小。

表15 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	是否有反担保
湖南省交通运输厅	535,583.00	否
合计	535,583.00	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018年，公司外部运营环境较平稳，旗下高速公路运营良好，随着湖南高速路网的逐步完善和区域经济的快速发展，未来该部分高速公路所产生的通行费收入将持续提升；公司作为湖南省政府还贷性高速公路投资运营主体，继续得到湖南省政府的大力支持，有效提升了公司的利润水平和资本实力。

但我们也关注到，公司短期内新通车高速公路实际车流量能否达到设计车流量尚待观察；公司资产整体流动性较弱，有息债务规模不断攀升，在目前公司新通车里程尚未达到预期效益的情况下，短期内面临一定的偿债压力；居高不下的财务费用较大程度侵蚀了公司的利润，公司经营业务仍处于亏损状态，净利润对政府补助依赖性强。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	918,149.88	1,288,025.69	1,324,744.12	826,662.17
固定资产	31,698,887.65	31,574,689.24	29,912,141.16	26,406,789.25
在建工程	6,883,357.71	6,489,409.05	6,489,641.98	8,260,521.27
总资产	46,661,031.49	46,164,052.32	42,452,803.70	40,073,682.68
短期借款	1,003,000.00	1,008,799.00	1,009,400.00	532,000.00
一年内到期的非流动负债	1,480,357.56	1,813,322.92	2,077,168.25	2,233,510.96
长期借款	23,923,751.57	23,385,090.58	21,097,212.52	19,885,501.21
应付债券	2,984,100.00	2,947,100.00	2,288,000.00	3,720,000.00
长期应付款	186,333.33	212,333.33	246,226.75	320,933.72
总负债	31,011,763.26	30,581,192.53	28,823,106.54	27,498,440.18
有息债务	30,288,897.53	29,975,830.39	28,133,621.06	26,846,651.37
所有者权益合计	15,649,268.23	15,582,859.78	13,629,697.16	12,575,242.50
营业收入	417,506.77	1,413,798.18	1,377,122.65	1,231,353.65
营业利润	67,591.88	-58,299.31	-184,237.58	-236,122.41
净利润	66,473.25	50,984.25	71,193.36	860,334.33
经营活动产生的现金流量净额	514,091.51	1,488,059.17	946,215.37	628,445.89
投资活动产生的现金流量净额	-824,865.45	-3,865,988.15	-1,708,916.32	-2,476,635.62
筹资活动产生的现金流量净额	-61,218.70	2,345,851.36	1,272,547.87	1,246,247.66
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	85.32%	81.51%	77.89%	77.67%
期间费用率	69.24%	90.19%	95.09%	101.19%
营业利润率	16.19%	-4.12%	-13.38%	-19.18%
总资产回报率	-	2.64%	3.11%	4.94%
净资产收益率	-	0.35%	0.54%	7.17%
营业收入增长率	-	2.66%	11.84%	8.20%
净利润增长率	-	-28.39%	-91.72%	127.14%
资产负债率	66.46%	66.24%	67.89%	68.62%
流动比率	0.42	0.53	0.47	0.93
速动比率	0.37	0.48	0.42	0.87
EBITDA（万元）	-	1,216,923.49	1,334,668.26	1,965,918.08
EBITDA 利息保障倍数	-	0.81	0.86	1.31
有息债务/EBITDA	-	24.63	21.08	13.66
债务总额/EBITDA	-	25.13	21.60	13.99
经营性净现金流/流动负债	0.14	0.38	0.19	0.19

经营性净现金流/负债总额	0.02	0.05	0.03	0.02
--------------	------	------	------	------

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
湖南省高速公路投资集团有限公司	60,000	100%	高速公路建设、开发、经营、管理、维护等
湖南省高速公路基金管理有限公司	1,000	99%	私募基金管理，以自有资产进行交通领域的投资、咨询
湖南高速集团财务有限公司	100,000	85%	凭金融许可证及批复从事对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务等
湖南省岳望高速公路有限责任公司	200	100%	交通运输
湖南高速捷通信息科技有限公司	1,000	100%	信息传输、软件和信息技术服务业

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

附录三 2017-2018年公司高速公路的车流量及收入情况（单位：辆次/日、万元）

高速公路名称	设计车流量	2018年		2017年		车流量变动	收入变动
		车流量	收入	车流量	收入		
莲易高速	6,500	3,194.00	1,730.36	3,614.00	1,929.39	-420.00	-199.03
未宜高速	42,800	44,562.00	107,499.58	44,868.00	101,469.16	-306.00	6,030.42
临长高速	32,000	67,438.00	164,463.40	70,521.00	169,828.20	-3,083.00	-5,364.80
潭邵高速	28,000	52,133.00	106,593.45	51,945.00	114,816.58	188.00	-8,223.13
衡枣高速	15,800	37,248.00	67,953.18	37,029.00	65,623.28	219.00	2,329.90
常张高速	9,900	32,414.00	47,917.99	32,233.00	45,506.21	181.00	2,411.78
衡大高速	8,700	13,134.00	7,016.10	13,061.00	6,916.88	73.00	99.22
邵怀高速	12,800	26,463.00	83,092.00	26,370.00	95,669.36	93.00	-12,577.36
怀新高速	11,200	15,763.00	22,851.22	15,842.00	24,034.41	-79.00	-1,183.19
常吉高速	5,100	20,518.00	89,864.42	20,403.00	81,950.67	115.00	7,913.75
衡炎高速	3,200	15,475.00	21,384.35	15,358.00	19,718.13	117.00	1,666.22
道贺高速	8,867	6,669.00	4,444.43	5,009.00	2,578.60	1,660.00	1,865.83
吉茶高速	11,878	26,000.00	29,130.12	27,257.00	33,187.04	-1,257.00	-4,056.92
吉怀高速	12,099	25,272.00	62,012.71	25,131.00	59,257.44	141.00	2,755.27
炎睦（炎陵）高速	9,713	2,838.00	638.83	2,915.00	619.7	-77.00	19.13
宁道高速	9,633	9,447.00	8,904.18	8,553.00	6,710.82	894.00	2,193.36
汝郴高速	7,664	9,039.00	14,542.97	8,958.00	13,520.26	81.00	1,022.71
郴宁高速	7,400	9,294.00	15,313.39	9,195.00	13,125.07	99.00	2,188.32
大浏高速	13,983	12,000.00	9,378.04	11,939.00	9,430.09	61.00	-52.05
长湘高速	20,491	12,828.00	32,889.15	12,763.00	26,038.73	65.00	6,850.42
衡桂高速	19,848	7,074.00	22,025.98	6,807.00	18,662.37	267.00	3,363.61
桂武高速		8,506.00	14,716.11	8,177.00	13,602.67	329.00	1,113.44
娄新高速	13,855	13,110.00	29,530.18	12,992.00	25,602.94	118.00	3,927.24
通平高速	11,358	15,489.00	10,934.10	15,049.00	9,444.84	440.00	1,489.26
浏醴高速	13,250	12,017.00	17,580.01	11,699.00	14,817.49	318.00	2,762.52
南岳高速	11,989	11,930.00	5,064.21	12,124.00	4,426.15	-194.00	638.06
醴茶高速	4,907	6,076.00	24,751.55	5,763.00	20,655.21	313.00	4,096.34
长沙绕城高速	17,921	17,016.00	13,732.29	16,926.00	12,356.10	90.00	1,376.19

怀通高速	5,285	41,973.00	25,566.36	41,739.00	18,663.29	234.00	6,903.07
张花高速	11,641	17,487.00	25,506.64	17,412.00	26,138.00	75.00	-631.36
洞新高速	66,595	16,024.00	9,528.64	15,418.00	5,521.72	606.00	4,006.92
凤大高速	4,133	13,293.00	12,498.41	13,108.00	11,112.25	185.00	1,386.16
荃茶高速	11,048	11,611.00	6,630.82	11,415.00	5,949.49	196.00	681.33
石华高速	8,164	3,006.00	1,336.32	2,879.00	931.13	127.00	405.19
炎汝高速	9,284	28,830.00	15,801.77	24,967.00	8,123.51	3,863.00	7,678.26
怀化绕城	7,801	5,038.00	3,541.79	4,968.00	2,517.40	70.00	1,024.39
新溆高速	9,611	12,429.00	21,831.36	12,366.00	15,546.45	63.00	6,284.91
龙永高速	10,037	12,068.00	14,300.07	11,669.00	6,785.21	399.00	7,514.86
邵坪高速	10,874	8,260.00	5,196.87	8,081.00	3,364.65	179.00	1,832.22
大岳高速	22,206	12,736.00	16,415.69	12,503.00	3,783.40	233.00	12,632.29
娄衡高速	12,462	12,276.00	9,264.63	11,974.00	4,362.71	302.00	4,901.92
南岳东延线	3,139	3,025.00	783.04	3,138.00	805.06	-113.00	-22.02
东常高速	17,601	18,002.00	55,062.78	17,884.00	54,235.42	118.00	827.36
永吉高速	11,363	7,796.00	13,417.50	2,920.00	953.51	4,876.00	12,463.99
益娄高速	12,748	8,514.00	8,480.33	261	9.27	8,253.00	8,471.06
武靖高速	11,831	6,144.00	4,158.41	176	5.78	5,968.00	4,152.63
桑张高速	10,929	5,894.00	3,569.51	235	9.36	5,659.00	3,560.15
益马高速	13,867	6,522.00	6,133.33	-	-	6,522.00	6,133.33
京港澳高速公路新开联络线	10,065	3,354.00	1,110.50	-	-	3,354.00	1,110.50
马安高速	8,134	500.00	111.66	-	-	500.00	111.66
莲株高速	15,587	220.00	73.31	-	-	220.00	73.31
南益高速	10,983	140.00	1.10	-	-	140.00	1.10
潭衡西高速	26,186	36,751.00	25,162.40	-	-	36,751.00	25,162.40
岳望高速	35,761	26,755.00	12,533.28	-	-	26,755.00	12,533.28
合计	748,191	851,595.00	1,333,970.82	745,614.00	1,180,315.40	105,981.00	153,655.42

注：1、已通车高速公路中韶山高速车流量及收入合并至潭邵高速；炎陵高速车流量及收入并入炎睦（炎陵）高速；京港澳长沙连接线车流量及收入并入长沙绕城高速；

2、2017 年审计报告中通行费收入与上表统计数据差异主要原因：

（1）表中新溆、南岳高速公路及南岳东延线通行费收入系公司 2017 年度实际通行费收入，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，上述路段在账面上列示的 2017 年度通行费实际为 2016 年 12 月-2017 年 11 月合计数据，分别为 15,542.72 万元、5,119.08 万元，审计在核算时采用公司账面数据，即以上述两个数据扣除税款后的金额作为公司新溆、南岳高速及南岳东延线 2017 年度通行费收入总计为 19,138.30 万元；

（2）2015 年末通车的邵坪高速、龙永高速和大岳高速，2016 年通车的娄衡高速，2017 年通车的永吉高速、益娄高速、武靖高速、张桑高速均处于试运行状态，根据《公路工程竣（交）工验收办法实施

细则》（交公路发〔2010〕65号）和财政部《基本建设财务管理规定》文件，试运行期间不计提折旧、通行费收入用于冲减资产成本。2017年前述相关高速公路通行费收入共计19,273.89万元用于冲减各项目成本；

（3）综上，审计核算的2017年公司通行费收入为：

$1,180,315.40 - 15,546.45 - 4,426.15 - 805.06 - 19,273.89 + 19,138.30 = 1,159,402.15$ （万元）（与审计报告数差异系四舍五入的原因）。

3、2018年审计报告中通行费收入与上表统计数据差异主要原因：

（1）表中新淞、南岳高速公路及南岳东延线通行费收入系路段2018年度实际通行费收入总计27,678.62万元，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，上述路段在账面上列示的2018年度通行费实际为2017年12月-2018年11月合计数据，分别为21,836.11万元（含存款利息）、5,848.52万元（含存款利息），年度出具审计报告取值数据时采用公司账面数据减去存款利息并扣除相关税款后的金额作为公司新淞、南岳高速及南岳东延线2018年度通行费收入总计为26,885.20万元；

（2）表中潭衡西高速通行费收入25,162.40万元系路段2018年度实际通行费收入，该路段在账面上列示的2018年度通行费实际为25,169.55万元（含存款利息），年度出具审计报告取值数据时采用公司账面数据减去存款利息并扣除相关税款后的金额24,429.52万元作为2018年度通行费收入；

（3）2016年底通车的娄衡高速，2017年通车的永吉高速、益娄高速、武靖高速、张桑高速，2018年通车的益马高速、新开联络线、马安高速、莲株高速、岳望高速、南益部分路段高速均处于试运行状态，根据《公路工程竣（交）工验收办法实施细则》（交公路发〔2010〕65号）和财政部《基本建设财务管理规定》文件，试运行期间不计提折旧、通行费收入用于冲减资产成本。于2018年，相关高速公路通行费收入共计58,853.55万元用于冲减各项目成本；

（4）审计报告营业收入中的通行费收入含龙阳公路697.14万元，实际这笔款项是张家界政府每个月拨付的利息支出。

综上，审计核算的2018年审计报告中公司通行费收入为：

$1,333,970.82 - 58,853.55 - 27,678.62 - 25,162.40 + 26,885.20 + 24,429.52 + 697.14 = 1,274,288.11$ （万元）。

资料来源：公司提供

附录四 截至2018年末公司主要资产质押情况（单位：万元）

质押路段	质押权单位名称	备注	账面价值	借款余额	借款期限	起始年份
未宜路	中国工商银行股份有限公司	已通车	390,688.47	17,500.00	11年	2010
	中国银行股份有限公司			714,000.00	15年	2010
临长路	中国工商银行股份有限公司	已通车	506,598.64	783,000.00	15年	2009
潭邵路	中国工商银行股份有限公司	已通车	592,755.58	705,000.00	10年	2015
衡枣路	申万宏源证券有限公司	已通车	521,200.16	224,000.00	10年	2015
邵怀路	国家开发银行股份有限公司	已通车	816,886.22	181,000.00	20年	2003
潭韶路	国家开发银行股份有限公司	已通车	65,922.74	3,200.00	15年	2006
衡炎路	国家开发银行股份有限公司	已通车	580,363.13	185,000.00	25年	2006
	中国建设银行股份有限公司			68,000.00	23年	2005
常吉路	国家开发银行股份有限公司	已通车	1,142,229.63	446,500.00	25年	2005
	中信银行股份有限公司			66,170.00	5年	2016
张花路	国家开发银行股份有限公司	已通车	1,775,769.79	775,880.00	24年	2009
道贺路	国家开发银行股份有限公司	已通车	277,938.97	129,800.00	23年	2009
炎陆路	国家开发银行股份有限公司	已通车	150,467.53	51,500.00	23年	2009
怀通路	国家开发银行股份有限公司	已通车	2,150,018.73	868,600.00	24年	2009
长沙连接线	中国建设银行股份有限公司	已通车	49,055.46	31,800.00	22年	2010
通平路	中国工商银行股份有限公司	已通车	649,131.29	102,000.00	19年	2010
	中国银行股份有限公司			225,430.00	25年	2010
大浏路	交通银行股份有限公司	已通车	763,329.08	216,500.00	18年	2010
垄茶路	中国农业银行股份有限公司	已通车	398,722.87	108,400.00	23年	2009
凤大路	中国建设银行股份有限公司	已通车	268,424.87	100,490.00	23年	2010
洞新路	国家开发银行股份有限公司	已通车	1,094,166.70	542,250.00	23年	2010
吉茶路	国家开发银行股份有限公司	已通车	621,428.89	181,800.00	25年	2008
厦蓉路湖南段 (汝郴、郴宁、宁道)	国家开发银行股份有限公司	已通车	2,843,068.72	991,300.00	23年	2008
吉怀路	国家开发银行股份有限公司	已通车	1,148,918.55	421,500.00	24年	2008
	中国工商银行股份有限公司			57,000.00	18年	2010
娄新路	中国建设银行股份有限公司	已通车	855,706.41	190,000.00	20年	2012
	中国工商银行股份有限公司			68,000.00	20年	2009
大岳路	中国建设银行股份有限公司	已通车	1,188,340.42	710,000.00	24年	2010
	交通银行股份有限公司			50,000.00	10年	2016
	中国工商银行股份有限公司			48,000.00	17年	2016

	中国进出口银行			19,872.00	18年	2017
	中信银行股份有限公司			89,526.00	18年	2016
南岳路	中国农业银行股份有限公司	已通车	395,363.38	149,800.00	22年	2009
长沙绕城东南东北	中国建设银行股份有限公司	已通车	335,601.96	140,031.00	23年	2010
石华路	中国进出口银行	已通车	104,608.12	45,900.00	9年	2013
龙永路	国家开发银行股份有限公司	已通车	1,221,000.11	805,000.00	24年	2013
	中国建设银行股份有限公司			200,000.00	24年	2015
	交通银行股份有限公司			60,000.00	10年	2016
永吉路	国家开发银行股份有限公司	已通车	1,109,454.84	695,000.00	24年	2013
	中国建设银行股份有限公司			200,000.00	24年	2015
邵坪路	中国农业银行股份有限公司	已通车	355,271.67	239,620.00	23年	2013
张桑路	国家开发银行股份有限公司	已通车	471,654.53	336,000.00	24年	2014
	交通银行股份有限公司			20,000.00	10年	2016
娄衡路	交通银行股份有限公司	已通车	918,266.08	404,200.00	20年	2014
	中国工商银行股份有限公司	已通车		148,800.00	23年	2015
怀化绕城路	中国工商银行股份有限公司	已通车	238,326.39	126,100.00	21年	2014
武靖路	国家开发银行股份有限公司	已通车	645,729.75	436,000.00	24年	2014
益娄路	国家开发银行股份有限公司	已通车	854,209.00	506,810.00	23年	2015
	中国建设银行股份有限公司			289,250.00	23年	2015
益马路	国家开发银行股份有限公司	已通车	389,807.09	168,740.00	23年	2015
	中国农业银行股份有限公司			88,000.00	23年	2017
	中国建设银行股份有限公司			150,000.00	23年	2016
益南路	中国建设银行股份有限公司	部分通车	460,657.35	150,000.00	23年	2016
	中国工商银行股份有限公司			150,000.00	23年	2017
	中国银行股份有限公司			50,000.00	25年	2017
	国家开发银行股份有限公司			275,100.00	23年	2016
莲株路	中国农业银行股份有限公司	已通车	221,715.43	219,510.00	22年	2015
	中国建设银行股份有限公司			100,000.00	23年	2016
马安路	中国农业银行股份有限公司	已通车	428,407.49	100,000.00	24年	2016
	国家开发银行股份有限公司			138,600.00	24年	2017
	中国工商银行股份有限公司			60,000.00	24年	2017
龙琅路	中国农业银行股份有限公司	在建	215,522.53	182,000.00	24年	2016
	国家开发银行股份有限公司			125,100.00	23年	2017
	中国银行股份有限公司			190,000.00	25年	2017
	中国建设银行股份有限公司			120,000.00	23年	2018
	中国工商银行股份有限公司			76,000.00	24年	2017
长益扩容	中国工商银行股份有限公司	在建	277,757.02	58,000.00	23年	2017

	中国农业银行股份有限公司			190,000.00	23年	2017
	交通银行股份有限公司			50,000.00	23年	2017
	中国建设银行股份有限公司			221,000.00	23年	2018
	国家开发银行股份有限公司			80,000.00	23年	2017
官新路	中国银行股份有限公司	新建	26,238.44	100,000.00	25年	2018
	国家开发银行股份有限公司			1,000.00	24年	2018
岳望路	国家开发银行股份有限公司	已通车	214,312.44	184,100.00	22年	2018
东常路	中国工商银行股份有限公司	已通车	754,965.45	337,800.00	20年	2008
衡桂、桂武	国家开发银行股份有限公司	已通车	1,570,387.14	1,049,940.00	23年	2009
	中国银行股份有限公司			88,392.00	23年	2017
长湘	中国工商银行股份有限公司	已通车	960,856.84	53,000.00	20年	2010
	中国建设银行股份有限公司			457,900.00	25年	2010
浏醴	中国银行股份有限公司	已通车	831,395.65	461,340.00	22年	2010
醴茶	中国工商银行股份有限公司	已通车	927,647.95	162,000.00	20年	2011
	国家开发银行股份有限公司			394,900.00	19年	2015
新淑	中国建设银行股份有限公司	已通车	1,067,928.83	440,500.00	25年	2010
	中信银行股份有限公司			99,400.00	25年	2016
炎汝	国家开发银行股份有限公司	已通车	1,840,297.36	1,068,414.00	24年	2011
	中国银行股份有限公司			98,948.00	214个月	2017
	中国建设银行股份有限公司			82,900.00	18年	2017
南岳东延线	中国农业银行股份有限公司	已通车	97,133.99	75,900.00	25年	2014
潭衡西	中国工商银行股份有限公司	已通车	1,054,827.86	590,000.00	7年	2018
小计	-	-	36,840,477.54	22,864,013.00	-	-

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
营业收入增长率	$(\text{本期营业收入} - \text{上期营业收入}) / \text{本期营业收入} \times 100\%$
净利润增长率	$(\text{本期净利润} - \text{上期净利润}) / \text{本期净利润} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
非付现费用	$\text{资产减值准备} + \text{固定资产折旧} + \text{油气资产折耗} + \text{生产性生物资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非经营损益	$\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失} + \text{固定资产报废损失} + \text{财务费用} + \text{投资损失} + \text{递延所得税资产减少}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$
营运资本变化	$\text{存货的减少} + \text{经营性应收项目的减少} + \text{经营性应付项目的增加}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他流动负债中有息部分} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。