跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1081 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持长沙县通途交通建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15长沙通途债/15通途债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

长沙县通途交通建设投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：	AA	评级展望：	稳定
上次评级结果：	AA	评级展望：	稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 长沙通途债/15 通途债	7 亿元	2015/06/19-2022/06/19	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	1.08	0.89	4.04
资产总额(亿元)	55.57	60.47	74.34
所有者权益(亿元)	38.86	40.05	40.89
长期债务(亿元)	4.92	11.12	13.30
全部债务(亿元)	5.52	14.67	15.70
营业收入(亿元)	7.22	3.20	1.94
利润总额 (亿元)	1.96	1.19	0.83
EBITDA(亿元)	2.52	2.03	1.75
经营性净现金流(亿元)	-3.94	-8.62	3.65
营业利润率(%)	16.70	9.14	3.85
净资产收益率(%)	5.05	2.97	2.03
资产负债率(%)	30.06	33.77	45.00
全部债务资本化比率(%)	12.43	26.81	27.75
流动比率(%)	277.04	396.18	256.36
全部债务/EBITDA(倍)	2.19	7.23	8.95
EBITDA 利息倍数(倍)	4.50	2.42	1.90
经营现金流动负债比(%)	-33.46	-92.66	18.11

分析师

李海宸　孙宏辰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

长沙县通途交通建设投资有限公司（以下简称“通途建设”或“公司”）的是长沙县重要的道路基础设施投资建设管理主体。跟踪期内，长沙县政府在财政补贴、代建项目等方面给予企业持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，未来公司项目投资额大且建设道路具有很强公益性特征，公司融资压力大，资金回笼对政府回款依赖性强等因素，对公司信用水平可能带来不利影响。

未来，随着长沙县交通基础设施建设进程的持续推动，公司业务规模有望逐年扩大并将继续得到县政府及相关政府单位的有力支持。联合资信对公司展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 长沙通途债/15 通途债”AA 的信用等级。

优势

1. 公司在长沙县交通基础设施建设的区域垄断地位显著，跟踪期内，得到了长沙县政府在财政补贴、代建项目等方面的持续支持。
2. 公司存续债券设置了分期偿付条款，有效缓解公司集中偿付压力。

关注

1. 跟踪期内，公司在建项目尚需投资规模大，未来面临较大的资金压力。
2. 跟踪期内，公司存货大幅增长，其中用于抵押的土地资产规模较大，2016 年长沙县基金收入有所下降，土地变现能力较弱；其他应收款规模大且回收时间长，公司资产流动性弱。
3. 跟踪期内，受确认收入项目规模较小影响，公司营业收入快速下降，整体盈利能力较弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由长沙县通途交通建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

长沙县通途交通建设投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信关于长沙县通途交通建设投资有限公司（以下简称“公司”或“通途建设”）主体长期信用及存续期内“15长沙通途债/15通途债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

通途建设原名长沙县通途公路建设投资有限公司（以下简称“通途公路”），通途公路系根据长沙县人民政府（以下简称“长沙县政府”）于2003年5月19日成立的国有独资公司。通途公路初始由长沙县政府以土地使用权出资3000万元。2013年12月19日，长沙县政府以货币形式对通途公路增资10000万元，已由湖南鹏程有限责任会计师事务所审验并出具了湘鹏程验字（2013）6039号《验资报告》，增资后通途公路注册资本变更为13000万元。2013年12月26日，长沙县政府以货币资金3000万元对通途公路原土地使用权出资3000万元进行置换，公司依法办理了工商变更登记。公司注册资本仍为13000万元，出资形式全部为货币资金出资，已由湖南鹏程有限责任会计师事务所审验并出具了湘鹏程验字（2013）6041号《验资报告》。2016年5月，根据公司《关于长沙县通途交通建设投资有限公司更名的请示》（通途字【2016】21号），并经《长沙县任命政府常务会议纪要第40期》议定通过，公司进行改制，企业名称变更为现名。截至2016年底，公司实收资本13000万元，长沙县政府为公司出资人和实际控制人。

公司经营范围：交通设施工程施工；交通设施安装；土地管理服务；城市地下综合管廊投资、开发、建设、运营和管理；资产管理（不含代客理财）；仓储代理服务（不含危险化学品、监控品、易燃易爆物品）；物业管理；公交场站管理；加油站加油系统经营管理服务；汽车租赁；汽车加气站经营；场地租赁；广告制作服务；其他广告服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2016年底，公司设有办公室、总工部、工程部和财务部4个职能部门；跟踪期内，公司新投资设立唯一全资子公司长沙县鸿通交通产业发展有限公司（以下简称“鸿通交产”）。

截至2016年底，公司资产总额74.34亿元，所有者权益40.89亿元；2016年，公司实现营业收入1.94亿元，实现利润总额0.83亿元。

公司注册地址：湖南省长沙县星沙街道开元路社区特立路24号；法定代表人：毛建。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续“15长沙通途债/15通途债”，期限为7年，设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照本期债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还本金，最后五年每年应付利息随当年兑付本金一起支付。

公司存续期内“15长沙通途债/15通途债”募集资金拟全部用于黄江大道道路工程项目和空港城大道道路工程项目建设。截至2016年底，募集资金已全部使用完毕。

目前，募投项目黄江大道全线已基本实现通车，正进行扫尾工作。机场大道项目北段拆迁已完成，路基完成65%、路面完成29%。总体看，募投项目工程进度正常。

跟踪期内，“15长沙通途债/15通途债”利息支付情况正常。

表 1　募集资金使用分配表（单位：万元、%）

募投项目	总投资	募集资金计划使用额度	截至 2016 年底已投资额
黄江大道道路工程项目	115466.03	45000.00	45000.00
空港城大道道路工程项目	81222.26	25000.00	25000.00
合 计	**196688.29**	**70000.00**	**70000.00**

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益

进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析及区域经济

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，

城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 长沙县经济及财力情况

公司作为长沙县城道路基础设施建设的投资、开发、管理主体，公司的经营、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市建设、城市发展规划密切相关。

长沙县位于湖南省中部偏北，隶属长沙市

管辖，从东、南、北三面环绕长沙市区，处于长株潭“两型社会”综合配套改革试验区的核心地带，是中央确定的“全国 18 个改革开放典型地区之一”，是长沙市 2020 年 310 平方公里城市总体规划“一主两次”中的两个城市次中心之一和长沙市商业体系规划“一主两副”的两个商业副中心之一。

根据《2016 年长沙县国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016 年长沙县实现地区生产总值（GDP）1280.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.9%。其中，第一产业增加值 74 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 831.7 亿元，增长 10.7%；第三产业增加值 374.6 亿元，增长 13%。2016 年，长沙县三次产业结构是 5.8：65：29.2，与 2015 年的 5.8：70.3：23.9 相比，第一产业所占比重持平，第二产业下降 5.3 个百分点，第三产业提高 5.3 个百分点。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率为 2.4%、69.1%、28.5%，分别拉动 GDP 增长 0.3、7.5、3.1 个百分点。

2016 年长沙县固定资产投资持续增长。全县完成固定资产投资（不含农户）815.9 亿元，同比增长 16.3%。分产业看，第一产业完成投资 2.3 亿元，下降 84.5%；第二产业完成投资 359.5 亿元，增长 6.7%，其中工业投资 359.5 亿元，增长 15%；第三产业完成投资 454.1 亿元，增长 8.5%。工业和服务业投资占全社会固定资产投资的比重达 72.1%。全年亿元以上投资项目 272 个，完成投资额 500.7 亿元，占全部固定资产投资完成额的 61.4%。其中，亿元以上非房地产项目 173 个，完成投资额 383.4 亿元，占全年固定资产投资完成额的 47%。总体看，长沙县经济快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

2016 年长沙县实现财政总收入 227.38 亿元，同比增长 12.56%；2016 年长沙县地方可控财力 188.11 亿元，其中地方一般预算收入 73.25 亿元（包括税收收入 56.94 亿元），占地方可控财力的 38.94%，同比下降 3.73%；基金收入 63.19 亿元（包括土地出让金 61.33 亿元），占地方可控财力的 33.59%，同比下降 2.87%。2016 年长沙县获得上级补助收入 51.67 亿元，同比增长 17.70%。

2016 年，长沙县财政收入结构基本保持稳定，但受“营改增”及土地出让市场波动和土地出让规划影响，长沙县一般预算收入和基金收入均有所下降，上级补助收入对地方可控财力贡献度提升。

表 2　长沙县 2014~2016 年地方财政收支表（单位：亿元、%）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
财政总收入	207.22	202.01	227.38
一般预算收入（一）	74.11	76.09	73.25
其中：税收收入	55.52	58.30	56.94
非税收入	18.56	17.79	16.31
基金收入（二）	69.41	65.06	63.19
其中：土地出让金	66.74	63.72	61.33
其他	2.67	1.34	1.86
上级补助收入（三）	31.43	43.90	51.67
其中：返还性收入	8.45	8.28	10.04
一般性转移支付	5.77	12.47	17.25
专项转移支付	17.21	23.15	24.37
预算外财政专户资金（四）	0.69	--	0.84
地方可控财力=（一）+（二）+（三）+（四）	175.64	185.05	188.11
财政总支出	187.28	177.19	192.71
其中：一般预算支出	103.98	118.86	123.96
基金支出	83.28	58.33	67.91
预算外支出	0.69	--	0.84

资料来源：长沙县财政局

从债务负担看，长沙县债务主要为直接债务。截至 2016 年底，长沙县政府直接债务余额为 157.14 亿元，以国内金融机构借款为主；担保债务余额为 13.41 亿元，主要由政府担保的国内金融机构借款构成。截至 2016 年底，长沙县政府全部债务余额 163.84 亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%），债务率为 87.38%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），长沙县债务负担较重。

表 3　截至 2016 年底长沙县地方政府债务情况（单位：万元）

地方财力（2016 度）	金额	地方债务（截止 2016 底）	金额
（一）地方一般预算收入	**732504**	**（一）直接债务余额**	**1571364**
1．税收收入	569441	1.外国政府贷款	
2．非税收入	163063	2.国际金融组织贷款	1911
（二）转移支付和税收返还收入	**516675**	3．国债转贷资金	
1．一般性转移支付收入	172532	4．解决地方金融风险专项借款	
2．专项转移支付收入	243746	5．国内金融机构借款	332138
3．税收返还收入	100397	（1）政府直接借款	
（三）国有土地使用权出让收入	**617524**	（2）由财政承担偿还责任的融资平台中心借款	
1．国有土地使用权出让金	613282	4．债券融资	1135688
2．国有土地收益基金	3558	5．其他（村级及其他单位借款）	101627
3．农业土地开发资金	684	**（二）担保债务余额**	**134133**
4．新增建设用地有偿使用费	--	1．政府担保的国内金融机构借款	134133
（四）预算外财政专户收入	**8393**	2．政府担保的融资平台债券融资	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1875096	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	1638430.5
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			**87.38%**

资料来源：长沙县财政局

注：表 2 中地方可控财力和表 3 中地方综合财力存在差异，系统计口径差异导致。

（5）长沙县未来发展

长沙县始终以提升自主创新能力和经济发展竞争力为重点，加快推进产业转型升级，全力打造“中国工程机械之都”和“湖南汽车产业基地”；突出服务新型工业化和新型城镇化，着力提升现代服务业和大力发展现代农业是长沙县“十三五”发展的重点。

未来，长沙县将加大以下方面工作力度：①以深化改革开放为引领，切实增强经济社会发展驱动力。②以功能分区建设为载体，全力促进产业转型升级。③以推进新型城镇化为动力，加快构建城乡融合新格局。④以保障和改善民生为根本，共建共享更高水平的全面小康。

六、基础素质

1. 产权状况

公司系国有独资企业，截至 2016 年底，公司注册资本为 13000 万元，长沙县政府为公司的出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

2. 企业规模

目前，长沙县有 8 家地方政府投融资主体，分别为长沙县星城建设投资有限公司（以下简称“长沙县城投”）、长沙县通途公路建设投资有限公司等，均为国有独资专业性平台，区域发展环境相似，但在区域划分、产业定位等方面有所侧重。其中，长沙县城投是长沙县规模

最大的平台公司，其主要负责筹措长沙县重点项目（道路项目主要是长沙县城区内的市政路）建设资金、筹措土地储备资金等，是长沙县城市规划内土地一级开发的主要执行主体，其盈利来源主要为土地整理收入；公司的规模仅次于长沙县城投，侧重于交通基础设施项目。截至 2016 年底，公司累计投资干线公路 24 个，里程达 355.95 公里，总投资约 85.35 亿元，已建成项目 10 个，里程 213.7 公里，完成投资 24.3 亿元，同时正在投资建设黄江大道道路工程项目、空港城大道道路工程项目、S319（开慧-北延线）、机场联络线和黄兴农产品物流配套项目等项目。

3. 政府支持

公司作为长沙县道路基础设施建设重要的投资、开发、管理主体，承接的项目具有一定的公益性，因此政府支持和融资渠道的畅通是公司未来发展的重要保障。

（1）财政补贴

长沙县政府及相关政府单位持续给予公司财政补贴，均用于长沙县基础设施建设项目。2016 年，公司获得 0.82 亿元，体现在“营业外收入”科目。

（2）项目回购

公司承担长沙县道路基础设施建设职能，跟踪期内 S207 项目、开元东路项目、黄兴大道北延线项目、黄兴大道南延线项目、洞株线和开元大道东沿线项目已建成通车，以上项目均已与长沙县财政局签订了回购合同，并已将其移交给长沙县交通局。

根据《市长办公会议纪要》（长沙市人民政府办公厅【2012】1 号），洞株公路长沙县段由长沙县人民政府负责建设。针对洞株公路长沙段建设，长沙市财政按 550 万元/公里的标准予以补助，湖南省交通厅按 250 万元/公里的标准予以补助，项目建设完成并交付后下拨，洞株公路长沙段共计 12.46 公里，合计补贴金额 1.00 亿元，该补贴金额将计入政府回购款项根据回购计划逐年发放，洞株线已于 2015 年竣工并移交政府。

根据《长沙县人民政府关于安排开元大道东延线、黄兴大道南延线工程项目回购计划的通知》（长县政函【2014】4 号）针对开元大道东沿线建设，长沙市财政按 370 万元/公里的标准予以补助，项目建设完成并交付后下拨，开元大道东沿线共计 4.48 公里，合计补贴金额 0.17 亿元，该补贴金额将计入政府回购款项根据回购计划逐年发放。

截至 2016 年底，公司以上项目合计应回购款为 39.20 亿元，累计收到 13.03 亿元，回款进度略快于回购资金计划安排。

表 4　截至 2016 年底公司累计收到回购款

（单位：万元）

项目名称	回购金额	累计收到回购金额
S207	62994.70	37177.74
开元东路	31008.10	23610.43
黄兴大道北延线	146041.41	46506.99
黄兴大道南延线	109911.00	18214.55
洞株线	27796.96	3142.27
开元大道东延线	14276.88	1613.90
合计	**392029.05**	**130265.90**

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，长沙县人民政府在财政补贴和项目回款支付等多方面给予了公司较大的支持力度。

七、管理分析

2016 年 5 月，根据公司《关于长沙县通途交通建设投资有限公司更名的请示》（通途字【2016】21 号），并经《长沙县任命政府常务会议纪要第 40 期》议定通过，公司进行改制，企业名称变更为“长沙县通途交通建设投资有限公司”，公司股东、注册资本、法人代表均未变更。工商变更手续已于 2016 年 5 月 13 日办理完毕，已取得新的《企业法人营业执照》。

跟踪期内，高管人员和管理制度未发生变化。

八、经营分析

公司作为长沙县重要的道路投融资与建设主体，负责对全县新建、改建公路项目的投融资、修建与开发。目前，公司主营业务收入全部为道路建设项目回购款，其他业务收入包括少量的道路沿线广告租赁收入。

表 5　2014~2016 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
道路建设	7.22	100.00	16.67	3.20	100.00	9.15	1.94	100.00	4.64

资料来源：公司审计报告

2016 年，公司确认道路建设收入下降较大，系公司 2016 年向长沙县财政局移交黄江大道市场群段项目 1.94 亿元，其他工程项目尚未达到结算确认收入条件。因市场群段项目工程施工难度低，因此 2016 年公司道路建设业务毛利率下降为 4.64%。

1. 道路建设业务

公司道路建设业务主要是通过工程承建，确认道路建设收入。道路建设收入采用委托代建和回购模式进行建设投资，公司按政府有关部门文件批复、回购项目合同以及财务竣工决算等资料进行收入、成本的计量和确认。公司根据县政府及相关部门与其签订的项目回购协议，按明确的成本加成、投资回报率一次性确认收入，在明确的回购期间分期收款。

截至 2016 年底，公司投资建设已完工的道路工程有：省道 S207、开元东路、黄兴大道北延线、黄兴大道南延线和黄江大道市场群段项目。公司已与长沙县财政局分别签订了 S207 项目、开元东路项目和黄兴大道北延线项目、黄兴大道南延线项目、洞株线项目和开元大道东沿线项目的回购协议，并已移交给长沙县人民政府（长沙县交通局接收）。上述六个已完工项目的回购总价款包括项目竣工决算总成本及加成 20.00%（或 10%）毛利润、截至每年年底上述回购款尚未到账金额的 8.50%（作为利率和投资回报率）。上述六个项目的竣工决算总价为 24.75 亿元，回购资金总额为 39.20 亿元（具体回购安排见表 5）。其中，公司在项目完工移交后，将项目竣工决算总成本及加成 20.00%（或 10.00%）毛利的回购金额全部确认为营业收入，并将暂未收到的回购款计入“长期应收款”。另外，将“长期应收款”暂未到账的回购款的 6.50%~8.50%（利率和投资回报的部分回购资金）作为利息收入计入“财务费用”。

截至 2016 年底，公司以上项目合计应回购款为 39.20 亿元，累计收到 13.03 亿元，回款进度略快于回购资金计划安排。

表 6　已完工项目回购资金安排（单位：万元）

项目	决算	回购款	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
S207	36554.88	62994.70	7107.40	7107.40	7107.40	8334.50	8334.50	8334.50
开元东路	19645.05	31008.10	--	3841.80	3841.80	14335.50	1797.80	1797.80
黄兴大道北延线	84136.64	146041.41	--	--	10260.10	19397.33	19397.33	19397.33
黄兴大道南延线	60147.43	109911.00	--	--	--	6200.00	6200.00	6200.00
洞株线	19232.00	27796.96	--	--	--	--	3474.62	3474.62
开元大道东延线	9882.00	14276.88	--	--	--	--	1784.61	1784.61
小计	**247468.00**	**392029.05**	**7107.40**	**10949.20**	**21209.30**	**48267.33**	**40988.86**	**40988.86**

项目	决算	回购款	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
S207	36554.88	62994.70	8334.50	8334.50	--	--	--	--
开元东路	19645.05	31008.10	1797.80	1797.80	1797.80	--	--	--
黄兴大道北延线	84136.64	146041.41	19397.33	19397.33	19397.33	19397.33	--	--
黄兴大道南延线	60147.43	109911.00	18262.20	18262.20	18262.20	18262.20	18262.20	--
洞株线	19232.00	27796.96	3474.62	3474.62	3474.62	3474.62	3474.62	3474.62
开元大道东延线	9882.00	14276.88	1784.61	1784.61	1784.61	1784.61	1784.61	1784.61
小计	**247468.00**	**392029.05**	**53051.06**	**53051.06**	**44716.56**	**42918.76**	**23521.43**	**5259.23**

资料来源：公司提供

注：回购资金含未回款部分的利息收入。

2. 在建项目

目前在建项目有黄江大道道路工程项目、金阳大道、空港城大道道路工程和机场联络线等项目。

黄江大道道路工程位于长沙县黄兴镇境内，将境内二级公路黄江公路改、扩建为46.00m的城市道路。该项目总体走向为东西向，起于黄兴大桥桥头，沿黄江公路前行经光达、黄兴镇政府、打卦岭、双桥、榨山，在雷公坡东侧下穿长株高速，乌龟山下穿沪昆高铁，经盛家祠堂至终点与机场联络线相接。该项目采用城市主干路标准，路线全长 15.4km，设计速度60km/h，路幅宽度 46m，双向 6 车道，沥青混凝土路面。该项目总投资为 11.55 亿元，除湖南省交通运输厅等上级有关部门给予的建设补助资金约 3850 万元，剩余资金将由公司通过银行贷款和自筹解决。截至 2016 年底，已完成投资 8.73 亿元，工程全线基本实现通车，正在进行扫尾工作。

空港城大道项目该项目道路南起规划黄江大道，经机场高速、人民路、漓湘路至长永高速，全长约为 10.4km。项目为主线双向 4 车道、辅道双向 2 车道，路宽幅度 36m。该项目总投资为 8.12 亿元，将由公司通过银行贷款和自筹解决；截至 2016 年底，已完成投资 6.31 亿元，工程主体已完工，正在进行附属工程施工。预计 2017 年内建成通车。

机场联络线改造工程北起长永高速黄花收费站，与现状 S103、在建金阳大道、规划思源路、现状人民东路、天祥路、大元路、临空南路、机场高速、腾飞路、厦航路交叉，与机场 T1、T2 航站楼匝道项链，终点设置于现状厦航路交叉口出，主线全长 4.768km。该项目为改造项目，主要建设内容包括道路工程、桥梁工程、给排水工程、照明工程、结构工程、绿化景观、管线综合及交通设施等。该项目为 PPP 项目，公司持股 20%，投资额也为项目的 20%，项目总投资为 15.00 亿元，公司负责投资 3.00 亿元，将由公司通过银行贷款和自筹解决。截至 2016 年底，公司已完成投资 3.72 亿元（超出比例部分已由合作方中铁投资集团有限公司返还）。目前已完成整体工程 60%，2017 年年内完成主体结构并实现基本通车。

公司在建其他项目包括：G107 调规公路项目、金阳大道项目和黄兴农产品物流配套项目等多个项目。公司在建工程项目较为充足。

公司未来拟建项目为县级城乡公交中心客运枢纽总站(星沙中心客运枢纽站)、S319 金井至东八线公路工程、S323 高桥至东八线公路工程和 G107 调规公路东延至 S207 工程项目。

星沙中心客运枢纽站项目规划选址位于东十路与开元东路交汇处，总用地面积为 150 亩，另综合开发用地 200 亩。不含征地拆迁费用的总投资约 2.50 亿元。预计以 PPP 项目模式运作，目前正在进行初步方案规划，并进行前期咨询论证工作。

S319 金井至东八线公路工程全长 11.5 公里，二级公路建设标准。预计总投资 1.50 亿元。S323 高桥至东八线公路工程全长 9.5 公里，二级公路建设标准。预计总投资 1.25 亿元。G107

调规公路东延至 S207 工程项目全长约 6 公里。预计投资规模 1.00 亿元。目前以上三个拟建公路项目均已完成立项，正在与环评、水保、选址等咨询公司对接。

截至 2016 年底，公司在建项目总投资合计 46.59 亿元，公司已完成投资 24.92 亿元，未来仍需投资 8.57 亿元。未来拟建项目主要为星沙中心客运枢纽站、S319 金井至东八线公路工程和 G107 东延工程，预计将采用 PPP 模式建设。总体看，公司在手项目较多，投资额较大，公司对外融资压力较大。

表 7　截至 2016 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元，%）

在建项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2016 年底完成投资	项目进展安排	计划投资额		
		贷款	自筹			2017 年	2018 年	2019 年
黄江大道道路工程项目	115466.03	60	40	87250.00	全线基本实现通车，正在进行扫尾工作。	28216.03	--	--
空港城大道道路工程项目	81222.26	70	30	63125.33	全线基本完工，正在进行扫尾工作。	18096.93	--	--
S207 提质改造项目	22000.00	80	20	435.22	基本完工，未决算。	16174.00	5390.78	--
S103 项目	5300.00	80	20	245.79	基本完工，未决算。	4492.00	562.21	--
黄兴农产品物流配套项目	19940.00	80	20	17755.80	预计 2017 年年内整体完工。	2184.20	--	--
机场联络线	150000.00	--	--	37157.94	以 PPP 方式建设，通途占股 20%，投资额也为项目的 20%。已完成工可评审和初步设计。已启动项目建设。	--	--	--
G107 调规公路	15000.00	80	20	10353.00	已完成立项、选址等前期手续，正在办理环评，入户调查和青苗丈量工作。预计 2017 年底完成征迁。	4647.00	--	--
金阳大道	57000.00	--	--	5424.23	预计以 PPP 方式建设,通途占股 20%，投资额也为项目的 20%。洞阳至黄花段已基本通车，洞阳至蕉溪段正进行路基建设。	5975.77	--	--
小计	**465928.29**	--	--	**249153.08**	--	**79785.93**	**5952.99**	--
拟建项目名称	**预计总投资**	**资金筹措方案**			**项目进展安排**			
		贷款		**自筹**				
县级城乡公交中心客运枢纽总站(星沙中心客运枢纽站)	25000.00	--		--	预计以 PPP 方式建设。正在进行初步方案规划和前期咨询论证。			
S319 金井至东八线公路工程	15000.00	--		--	预计以 PPP 方式建设，立项已完成，正在准备前期手续。			
S323 高桥至东八线公路工程	12500.00	--		--	预计以 PPP 方式建设，立项已完成，正在准备前期手续。			
G107 调规公路东延至 S207	10000.00	--		--	预计以 PPP 方式建设，立项已完成，正在准备前期手续。			
合计	**62500.00**	--		--	--			

资料来源：公司提供

注：公司实际投资机场联络线项目 3.00 亿元超出 3.72 亿元，主要系工程开工时间节点早于项目公司成立时间，超出部分已由合作方中铁投资集团有限公司返还。

3. 广告业务

公司其他业务收入占比极小，主要为修建道路沿线户外大型单立柱广告牌租赁、公交站台广告展板布展等租赁收入。2016 年，公司实现其他业务收入 35.16 万元，未发生成本。

随着公司公路建设业务增长、持续加强公路沿线运营力度，预期未来公司将进一步拓展公路沿线广告业务，广告业务收入将稳步增加。

4. 未来发展

2017 年将是“十三五”发展规划全面启动之年，公司在未来几年将在保证现有交通基

础设施建设业务稳健发展的情况下，继续拓展业务范围，切实开展土地一级开发、仓储物流、公交运营服务等业务，以逐步实现业务结构的多元化，提高自身的盈利能力。公司将在长沙县政府的支持下进一步吸收优质资产，逐步加大对产业类项目的投资，提高自身的竞争力和盈利能力，完善市场化运作模式。

总体看，公司在建、拟建项目较多，未来计划投资项目的投资规模大，公司外部融资需求和债务负担将会上升。此外，长沙县债务负担重，政府回购资金受政府拨付效率影响大；土地出让收益受宏观环境影响大，联合资信将持续关注长沙县政府对回购资金的拨付及长沙县土地出让情况。

九、财务分析

公司提供了2016年度财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

截至2016年底，公司投资设立全资子公司鸿通交产，纳入报表合并范围，鸿通交产规模较小，合并范围变动对财务数据可比性影响小。

截至2016年底，公司资产总额74.34亿元，所有者权益40.89亿元；2016年，公司实现营业收入1.94亿元，实现利润总额0.83亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至2016年底，公司资产总额74.34亿元，同比增长22.94%，其中流动资产占69.49%，非流动资产占30.51%。受存货规模较大影响，公司资产结构以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产合计51.66亿元，同比增长40.20%，主要系公司承接工程项目量增加导致存货增长所致。公司流动资产主要由存货（占92.08%）和货币资金（占7.82%）构成。

截至2016年底，公司货币资金为4.04亿元，同比增长353.54%，主要系公司新增1.60亿元银行承兑汇票及其他拆借资金所致。公司货币资金不存在受限资金。

截至2016年底，公司存货合计47.57亿元，同比增长32.38%，主要系公司代建工程项目投入增加所致。截至2016年底，公司存货由工程项目和开发土地构成；其中工程项目主要包含在建的黄江大道道路工程项目、机场联络线项目和空港城大道道路工程项目等，合计19.87亿元；开发土地为政府自2008年以来划转给公司的土地（全部为商业住宅用地，暂无土地变现计划，其未来开发经营规划待定），合计27.70亿元（其中已抵押土地账面价值占比75.74%）。目前，公司存货未计提跌价准备。

截至2016年底，公司非流动资产22.68亿元，同比下降4.00%，主要由长期应收款（占93.98%）、长期股权投资（占3.79%）、可供出售金融资产（占2.20%）构成。

截至2016年底，公司长期应收款21.32亿元，全部为应收政府代建工程回购款。公司对长期应收款未计提坏账准备。

截至2016年底，公司可供出售金融资产是以成本法核算公司对长沙长株潭烟草物流园建设投资有限公司的投资5000.00万元。

截至2016年底，公司长期股权投资为0.86亿元，全部系公司对长沙星通公交发展有限公司，长沙县运通建设开发有限公司和长沙鸿顺管网建设开发有限公司的股权投资，公司持有上述三家股权比例分别为44.00%、20.00%和40.00%。

总体看，跟踪期内公司资产规模保持快速增长，资产构成以流动资产为主；公司存货和长期应收款占比仍较大，土地资产抵押比率维持较高水平，公司资产流动性弱，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益40.89亿元，同比增长2.09%，全部来自未分配利润的增长。其中，实收资本、资本公积、盈余公积和

未分配利润占比分别为3.18%、71.36%、2.34%和23.12%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 33.46 亿元，其中流动负债 20.15 亿元，占 60.23%，非流动负债 13.30 亿元，占 39.77%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 20.15 亿元，同比大幅增长 116.67%，主要系公司新增票据融资及扩大往来拆借款所致。

截至 2016 年底，公司应付票据 1.60 亿元，主要为新增银行承兑汇票融资。

截至 2016 年底，公司其他应付款 17.13 亿元，较上年增长 290.04%，主要系公司扩大往来款规模所致；从账龄看，1 年以内的占 79.55%、1～2 年的占 1.18%、3 年以上的占 19.27%。公司其他应付款主要为往来款，所欠款单位较为集中。

表 8　截至 2016 年底公司主要其他应付账款

（单位：亿元）

单位名称	金额	内容
长沙县国土局	1.81	往来款
中铁中南投资发展有限公司	1.44	往来款
长沙星城建设投资有限公司	7.70	往来款
合计	**10.95**	--

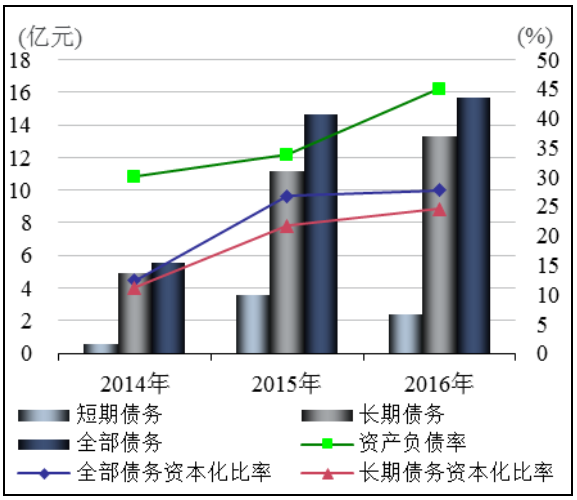
资料来源：公司审计报告

公司非流动负债全部为长期借款及应付债券。截至 2016 年底，公司长期借款 6.36 亿元，其中抵押借款 2.55 亿元，信用借款 3.82 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券 6.94 亿元，全部为公司 2015 年发行的“15 长沙通途债”。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 15.70 亿元，其中短期债务 2.40 亿元、长期债务 13.30 亿元。2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.00%、27.75%和 24.55%，较上年分别 11.23 个、0.94 个和 2.82 个百分点。公司债务负担上升较快。

图 1　2014～2016 年底公司债务指标



资料来源：公司审计报告

总体来看，公司所有者权益以政府注入的土地为主，其稳定性较好。公司负债以流动负债中的其他应付款为主，跟踪期内，公司债务负担快速增长；随着公司承接建设更多道路项目，未来公司债务负担或将持续上升。

2. 盈利能力

2016年公司营业收入1.94亿元，同比下降39.36%，主要是完工道路项目回购款。2016年公司结转收入项目难度及毛利率低，导致公司营业利润率下降至3.85%。

2016年，公司期间费用为0.06亿元，期间费用率为3.06%，公司期间费用整体较低。

2016年公司营业外收入全部为政府补助0.82亿元，占营业利润的98.56%。

从盈利指标看，2016年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.09%和2.03%，较上年分别下降0.61个百分点和0.94个百分点。公司整体盈利能力一般。

总体看，跟踪期内，受确认收入项目规模较小影响，公司营业收入快速下降。公司自身盈利能力大幅下降，利润总额对政府补贴依赖加重，整体盈利能力保持一般水平。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2016年公司经营活动现金流入为24.90亿元。受公司实际收到回购资金的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长；2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金4.19亿元。2016年公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增长至20.71亿元，主要系公司与其他公司之间的往来款规模扩大所致。2016年，公司经营活动现金流出为21.25亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成。2016年，受公司开工项目多，投资额大影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长60.74%，为14.41亿元。2016年公司支付其他与经营活动有关的现金较2015年大幅增长至6.82亿元，主要系公司支付中铁中南投资发展公司及长沙县财政局往来款所致。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，为3.65亿元。

从收入实现质量看，2016年公司现金收入比为215.77%，由于公司工程项目一次性确认收入，而政府将按年支付回款，收到回款与确认收入存在一定时滞，导致公司收现质量波动性较大。

投资活动方面，2016年公司无投资活动现金流入。2016年，公司投资活动现金流出主要为为投资支付现金0.51亿元。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-5142.22万元。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入为4.37亿元（取得借款收到的现金4.27亿元和吸收投资收到的现金0.10亿元）；筹资活动现金流出包括公司偿还债务支付的现金4.85亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金1.10亿元。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-1.59亿元。

总体看，受项目回购款收入确认方式与回购资金实际支付时间不匹配的影响，公司的收现质量波动较大。此外，公司投资活动规模较小，筹资活动净流量由正转负。未来随着公司大量建设道路项目持续投资，公司外部融资需求很大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年，公司流动比率为256.36%。2016年，由于流动负债增幅较大，公司流动比率降幅幅度较大。而受公司存货规模较大影响，公司速动比率处于较低水平，为20.30%。2016年，公司经营性现金流动负债比为18.11%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保障能力弱。考虑到流动资产以土地资产为主，公司流动资产对流动负债保障能力很大程度受土地变现的影响；总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016年底，公司EBITDA为1.75亿元；公司全部债务/EBITDA为8.95倍。总体看，公司目前刚性偿付压力主要体现在其他应付款科目中，且未来面临一定的资金压力，故实际长期偿债能力低于上述指标所体现的偿债能力，但考虑到公司较大规模的土地资产，公司长期偿债能力尚可。

或有负债方面，截至2016年底，公司对外担保余额3.00亿元，担保比率为7.34%，全部为公司以土地使用权对长沙县土地储备中心进行抵押担保。公司对外担保比率低，或有负债风险较低。

截至2016年底，公司获得中国农业发展银行授信额度为5.32亿元，已使用额度3.25亿元。总体看，公司间接融资渠道亟需拓宽。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G1043012100078640R），截至2017年6月16日，公司无未结清不良信贷信息；公司存在已结清关注类贷款8笔（已全部正常回收），主要系交通银行股份有限公司长沙东风路支行和兴业银行长沙分行星沙支行将政府投融资平台的贷款列入关注类，与公司经营情况无关。

5. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及长

沙县经济和财力状况、长沙县人民政府对公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、存续期内债券偿债能力分析

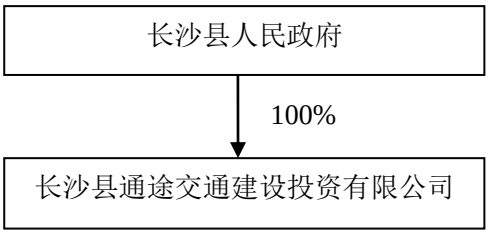
截至目前，公司待偿还债券为“15 长沙通途债/15 通途债”，待偿还本金为 7 亿元，根据本期债券分期偿付条款，公司将于债券续存后五年分别偿付 20%本金（1.40 亿元）。2016 年，公司 EBITDA 为 1.75 亿元，为存续期债券的 0.25 倍，为分期偿付的 1.25 倍。2016 年，经营活动产生的现金流入量为 24.90 亿元，为待偿还债券本金总额的 3.56 倍，为分期偿付金额的 17.79 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券全部本金保障能力强。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金具备一定的保障能力，分期还款条款的设置，有效降低公司的集中偿付压力，有助于保障本期债券的按时兑付。

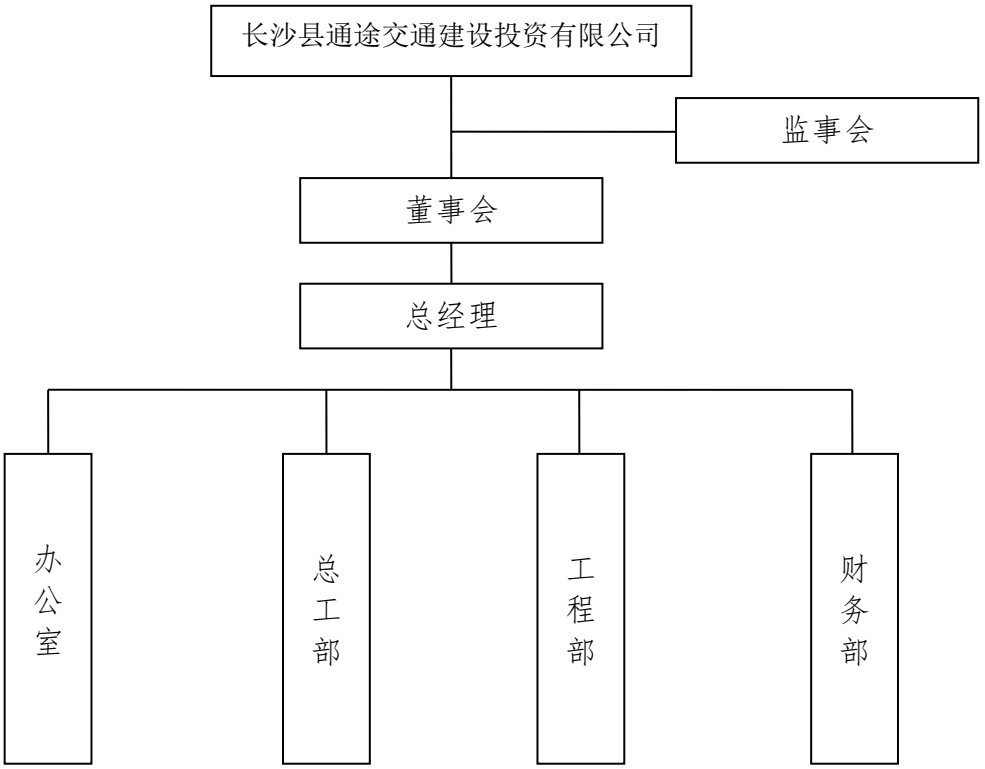
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15长沙通途债/15通途债”AA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.08	0.89	4.04
资产总额(亿元)	55.57	60.47	74.34
所有者权益(亿元)	38.86	40.05	40.89
短期债务(亿元)	0.60	3.55	2.40
长期债务(亿元)	4.92	11.12	13.30
全部债务(亿元)	5.52	14.67	15.70
营业收入(亿元)	7.22	3.20	1.94
利润总额(亿元)	1.96	1.19	0.83
EBITDA(亿元)	2.52	2.03	1.75
经营性净现金流(亿元)	-3.94	-8.62	3.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.20	0.09	0.04
总资产周转次数(次)	0.14	0.06	0.03
现金收入比(%)	29.41	83.31	215.77
营业利润率(%)	16.70	9.14	3.85
总资本收益率(%)	5.69	3.71	3.09
净资产收益率(%)	5.05	2.97	2.03
长期债务资本化比率(%)	11.23	21.74	24.55
全部债务资本化比率(%)	12.43	26.81	27.75
资产负债率(%)	30.06	33.77	45.00
流动比率(%)	277.04	396.18	256.36
速动比率(%)	12.74	9.80	20.30
经营现金流动负债比(%)	-33.46	-92.66	18.11
EBITDA 利息倍数(倍)	4.50	2.42	1.90
全部债务/EBITDA(倍)	2.19	7.23	8.95

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。