信用等级公告

联合[2018] 1277 号

联合资信评估有限公司通过对长沙县通途交通建设投资有限公司及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“15 长沙通途债/PR 通途债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

长沙县通途交通建设投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级： AA
上次主体长期信用等级： AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 长沙通途债/PR 通途债	5.60 亿元	2022/06/19	AA	AA

本次评级展望： 稳定
上次评级展望： 稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	0.89	4.04	1.87
资产总额(亿元)	60.47	74.34	75.08
所有者权益(亿元)	40.05	40.89	41.60
短期债务(亿元)	3.55	2.40	2.18
长期债务(亿元)	11.12	13.30	8.79
全部债务(亿元)	14.67	15.70	10.97
营业收入(亿元)	3.20	1.94	1.59
利润总额 (亿元)	1.19	0.83	0.71
EBITDA(亿元)	1.75	1.67	1.62
经营性净现金流(亿元)	-8.62	3.65	3.45
营业利润率(%)	9.14	3.85	4.21
净资产收益率(%)	2.97	2.03	1.71
资产负债率(%)	33.77	45.00	44.60
全部债务资本化比率(%)	26.81	27.75	20.87
流动比率(%)	396.18	256.36	220.67
全部债务/EBITDA(倍)	8.38	9.39	6.77
EBITDA 利息倍数(倍)	3.12	1.99	1.79
经营现金流动负债比(%)	-92.66	18.11	13.97

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”）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，公司业务具有持续性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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，“15 长沙通途债/PR 通途债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，长沙县经济持续增长，为公司创造了良好的外部环境。
2. 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等方面的持续支持。
3. “15 长沙通途债/PR 通途债”设置了分期偿付条款，有效缓解了公司集中偿付压力。

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，公司存货持续增长，其他应收款仍维持较大规模，资产流动性弱。
3. 跟踪期内，公司利润总额对政府补贴依赖较大，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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业概况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。2017 年底，公司注册资本和实收资本为 13000 万元，长沙县人民政府为公司实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 75.08 亿元，所有者权益 41.60 亿元；2017 年，公司实现营业收入 1.59 亿元，实现利润总额 0.71 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

公司于 2015 年发行“15 长沙通途债/PR 通途债”，期限为 7 年，设置本金分期偿还条款，在债券存续期的后五个计息年度每年偿付 20%的债券本金。

跟踪期内，公司按约支付了“15 长沙通途债/PR 通途债”利息及部分本金。截至跟踪日，该债券余额 5.60 亿元，募集资金已全部使用完毕

表 1　存续债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
15 长沙通途债/PR 通途债	5.60 亿元	2022/06/19	6.00%

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工

业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，

调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析及区域经济

1. 城市基础设施建设行业

（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，中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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了中国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；

2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	中国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，中国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司作为长沙县城市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。

根据《2017 年长沙县国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2017 年长沙县实现地区生产总值（GDP）1431.1 亿元，按可比价格计算，比上年增长 11.3%。三次产业结构是 5.3：64.2：30.5。按平均常住人口计算人均生产总值达到 14.4 万元。

2017 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）955.9 亿元，同比增长 17.2%。交通板块看，长沙县公路通车里程达到 6207.6 公里。全年公路客运量 4320 万人，旅客周转量 49205 万人公里；公路货运量 2182.5 万吨，货物周转量 109897.6 万吨公里；行政村客运（公交）班线通达率实现 100%。2017 年长沙县实现财政总收入 285.9 亿元，同比增长 25.8%；一般公共预算收入 224.4 亿元，增长 35.1%。税收收入 212 亿元，增长 41.6%。

总体看，跟踪期内长沙县经济稳步增长，为公司创造了良好的外部环境。

六、基础素质

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，并持续得到政府的支持。2017 年，公司获得基础设施建设项目财政补贴 0.70 亿元，体现在“营业外收入”科目。

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 2018 年 4 月 17 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为长沙县重要的交通基础设施投融资与建设主体，负责对全县新建、改建公路项目的投融资、修建与开发任务。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 3　2015~2017 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
道路建设	3.20	9.15	1.94	4.64	1.58	5.06

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

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。

2017 年，公司结转黄江大道及干杉连接线二期工程确认道路建设收入 1.58 亿元，其他工程项目尚未达到结算确认收入条件。该板块毛利率为 5.06%，已收到全部款项。

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。2017 年，公司收到回购款 2.10 亿元，截至 2017 年底，公司累计收到回购款 15.13 亿元。2017 年，回款进度低于回购资金计划安排。

表 4　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。

在建项目

截至 2018 年 4 月底，公司在建项目 11 个，其中 2018 年新建项目 4 个：S319-G107 连接线工程项目、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 等项目。新建项目 2018 年主要工作为完善前期手续和土地报批。

S319-G107 连接线工程北起 S319 下穿京港澳高速清泰桥处，终点位于青山铺镇 G107 调规公路，全长 15.5 公里。

S319 金井至东八线公路工程，起点位于金井镇 S207，顺接 S319 金井至双江公路，终点位于开慧镇东八线，接 S319 开慧至东八线公路，全长 10.022 公里。

S323 高桥至东八线公路工程起点位于高桥镇 S207，终点位于福临镇东八线，全长 8.99 公里。

G107 调规公路东延至 S207 西接 G107 调规公路（青山铺-南粉墙），东交 S207，全长 6.613 公里，路基宽 16 米。

表 5　截至 2018 年 4 月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	截至 2018 年 4 月底完成投资	计划投资额		项目进展安排
			2018 年 4~12 月	2018 年以后需投资额	
黄江公路（干杉马营埠至岳汝高速江背互通）	54000.00	46000.00	8000.00	0.00	全线基本实现通车，正在进行扫尾工作。
黄兴市场群 4+1	36100.00	21992.00	14108.00	0.00	全线基本完工，正在进行扫尾工作。
G107 青山铺—南粉墙公路	36213.00	16000.00	20213.00	0.00	完成扫尾工作
浔龙河公交站及配套设施	8000.00	2600.00	187.00	5213.00	支付一期工程款；二期加油站

					等配套设施暂不启动
X024 青山铺至开慧联络线（即S319-G107联络线）公路工程	29695.00	3000.00	10000.00	16695.00	完善前期手续和土地报批。
S319 金井至东八线公路工程	31700.00	0.00	10000.00	21700.00	完善前期手续和土地报批。
S323 高桥至东八线公路工程	31200.00	0.00	10000.00	21200.00	完善前期手续和土地报批。
G107 调规公路东延至 S207	19600.00	0.00	10000.00	9600.00	完善前期手续和土地报批。
机场联络线（黄花收费站至厦航路段）	154136.00	150136.00	4000.00	0.00	完成附属工程扫尾工作。
浏阳蕉溪岭（G106）至黄花机场（长沙县段）	57000.00	56500.00	500.00	0.00	完成附属工程扫尾工作。
田汉公路	19387.00	16000.00	3387.00	0.00	完成附属工程扫尾工作。
小计	**477031.00**	**312228.00**	**90395.00**	**74408.00**	--
拟建项目名称	**预计总投资**	**截至 2018 年 4 月底完成投资**	**计划投资额**		**项目进展安排**
			2018 年 4~12 月	**2018 年以后需投资额**	
北横线	45000.00	20000.00	25000.00	0.00	完成剩余征拆工作，
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	1000.00	2000.00	22000.00	完成规划方案及初步设计、征地拆迁，力争启动项目主体工程。
金江公路	42826.00	--	800.00	42026.00	启动工可方案及施工图设计。
劳动东路东延线	31500.00	--	800.00	30700.00	启动工可方案及施工图设计。
田汉大道南延线(花果公路)	28122.00	--	800.00	27322.00	启动工可方案及施工图设计。
万家丽北路至北横线	66000.00	--	--	66000.00	完善前期手续和土地报批，启动征拆工作。
小计	**238448.00**	**21000.00**	**29400.00**	**188048.00**	--
合计	**715479.00**	**333228.00**	**119795.00**	**262456.00**	--

资料来源：公司提供

注：部分拟建项目已投入资金为前期拆迁费用。

2018 年 4 月底，公司在建项目总投资合计 47.70 亿元，公司已完成投资 31.22 亿元，未来仍需投资 16.48 亿元。未来拟建项目主要为星沙中心客运枢纽站、金江公路和北横线工程等项目，拟建项目合计总投资 23.84 亿元。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。

3. 未来发展

公司在未来几年将重点推进交通基础设施建设业务的投资建设任务，尽快完成竣工道路工程扫尾工作。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 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。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性较高。

截至 2017 年底，公司资产总额 75.08 亿元，所有者权益 41.60 亿元；2017 年，公司实现营业收入 1.59 亿元，利润总额 0.71 亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额75.08亿元，同比增长1.00%，其中流动资产占72.58%，非流动资产占27.42%，公司资产结构以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.04	5.43	1.87	2.49

存货	47.57	63.99	50.23	66.90
流动资产	**51.66**	**69.49**	**54.50**	**72.58**
长期应收款	21.32	28.67	19.22	25.60
非流动资产	**22.68**	**30.51**	**20.59**	**27.42**
资产总额	**74.34**	**100.00**	**75.08**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产合计 54.50 亿元，同比增长 5.49%，主要系公司承接工程项目量增加导致存货增长所致。

2017 年底，公司货币资金为 1.87 亿元，同比下降 53.64%，主要系公司偿还部分长期借款所致。公司货币资金不存在受限情况。公司其他应收款为 2.39 亿元，系公司新增与长沙县运通建设开发有限公司的往来款。公司存货合计 50.23 亿元，同比增长 5.60%，主要系公司工程项目投入增加所致；其中工程项目合计 22.52 亿元；开发土地合计 27.70 亿元（其中已抵押土地账面价值为 3.05 亿元）。

2017 年底，公司非流动资产 20.59 亿元，同比下降 9.23%；其中长期应收款 19.22 亿元，下降 9.82%，主要系公司收到回购款所致。公司对长期应收款未计提坏账准备。

总体看，跟踪期内公司资产规模基本维持稳定，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，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益41.60亿元，同比增长1.74%，全部来自未分配利润的增长；主要由实收资本（占3.13%）、资本公积（占70.14%）、盈余公积（占2.30%）和未分配利润（占24.43%）构成。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债合计 33.49 亿元，与 2016 年基本保持一致。其中流动负债占 73.75%，非流动负债占 26.25 %，公司负债结构以流动负债为主。

表7 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
短期债务	2.40	2.18
长期债务	13.30	8.79
全部债务	15.70	10.97
资产负债率	45.00	44.60
长期债务资本化比率	24.55	17.45
全部债务资本化比率	27.75	20.87

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 24.70 亿元，同比增长 22.55%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债增加所致。

2017 年底，公司其他应付款 20.82 亿元，同比增长 21.55%，主要为往来款规模扩大所致；一年内到期的非流动负债为 2.18 亿元，同比增加 1.38 亿元，主要系“PR 通途债/15 长沙通途债”将于 2018 年 6 月需偿还部分本金 1.40 亿元所致。

公司非流动负债全部由长期借款和应付债券构成。2017 年底，公司长期借款 3.23 亿元，同比下降 49.19%；公司应付债券 5.56 亿元，全部为公司“15 长沙通途债/PR 通途债”待偿还本金。

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 10.97 亿元，同比下降 30.14%；其中短期债务 2.18 亿元，长期债务 8.79 亿元。2017 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较上年底均有所下降，分别为 44.60%、20.87%和 17.45%，较上年分别下降 0.40 个、6.88 个和 7.10 个百分点。公司债务负担有所下降。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所下降；随着公司承接建设更多道路项目，未来公司债务负担或将上升。

4. 盈利能力

2017年公司营业收入1.59亿元，同比下降18.39%；公司营业利润率为4.21%，较2016年底上升0.36个百分点。2017年，公司期间费用为0.05亿元，期间费用占营业收入比重为3.37%，公司期间费用整体较低。2017年公司营业外收入全部为政府补助0.70亿元，占利润总额的98.05%。2017年公司实现利润总额0.71亿元。

从盈利指标看，2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.07%和1.71%。公司整体盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降。公司利润总额对政府补贴依赖重，整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2017年公司经营活动现金流入18.07亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金4.58亿元；收到其他与经营活动有关的现金13.49亿元。2017年，公司经营活动现金流出为14.62亿元，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。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额3.45亿元。

从收入实现质量看，2017年公司现金收入比为288.71%，主要系当期公司收到项目回款良好所致。

投资活动方面，2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-134.70万元。全部为购建固定资产无形资产等支付的现金。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入全部为取得借款收到的现金4.00亿元；筹资活动现金流出包括公司偿还债务支付的现金7.15亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金0.85亿元。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额持续为负，为-4.00亿元。

表8 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	24.90	18.07
经营活动现金流出	21.25	14.62
经营活动产生的现金流量净额	3.65	3.45
投资活动产生的现金流量净额	-0.51	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	-1.59	-4.00
现金收入比	215.77	288.71

资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内，公司经营性净现金流呈现净流入。未来随着公司大量道路基础设施建设项目持续投资，公司外部融资需求很大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底公司流动比率和速动比率分别为220. 67%、17.26%。2017年经营性现金流动负债比为13.97%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保障能力弱。公司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，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为1.62亿元；公司全部债务/EBITDA为6.77倍，EBITDA利息倍数为1.79倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

2017年底，公司无对外担保。

2017年底，公司获得银行授信总额为5.71亿元，已全部使用完毕。总体看，公司间接融资渠道亟需拓宽。

十、存续期内债券偿债能力分析

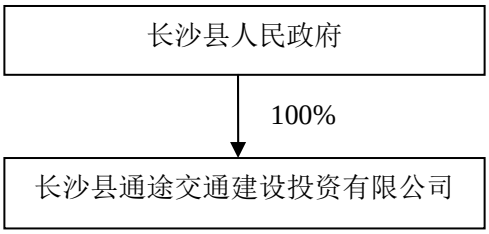
截至目前，公司待偿还债券为“15 长沙通途债/PR 通途债”，待偿还本金余额 5.60 亿元，根据该债券分期偿付条款，公司将于债券存续后五年每年偿付 20%本金（1.40 亿元）。2017 年，公司 EBITDA 为 1.62 亿元，为债券剩余本金的 0.29 倍，为分期偿付本金的 1.16 倍。2017 年，经营活动产生的现金流入量为 18.07 亿元，为债券剩余本金的 3.23 倍，为分期偿付金额的 12.91 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券剩余本金保障能力强。

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；本金分期偿付条款的设置，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。

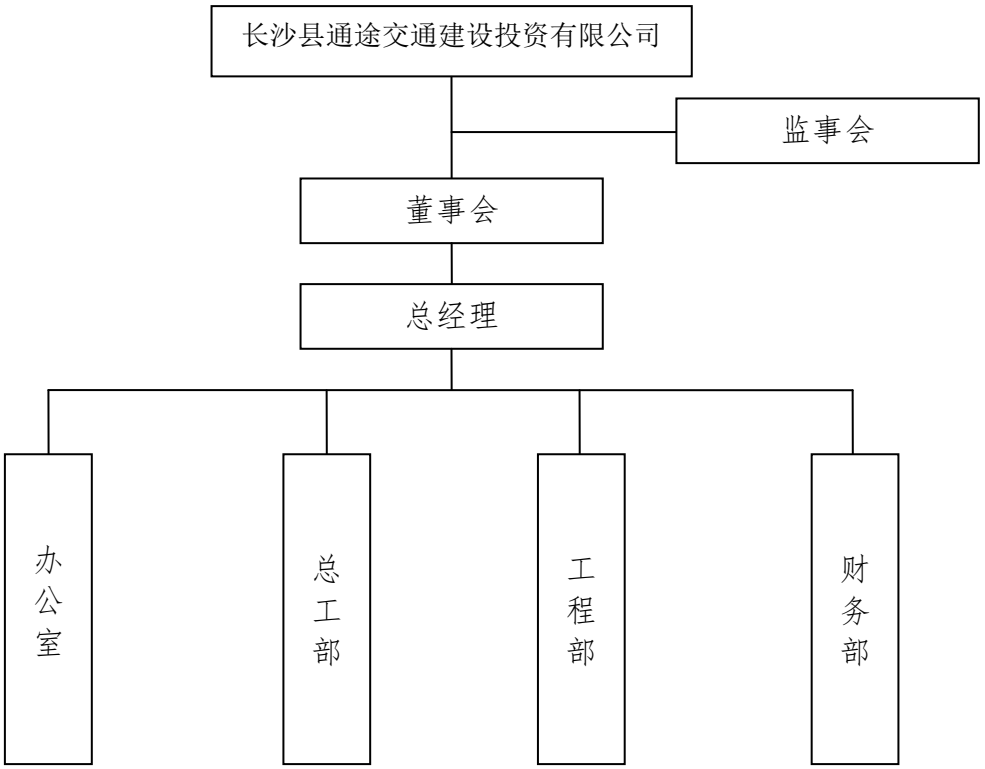
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“15长沙通途债/PR通途债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.89	4.04	1.87
资产总额(亿元)	60.47	74.34	75.08
所有者权益(亿元)	40.05	40.89	41.60
短期债务(亿元)	3.55	2.40	2.18
长期债务(亿元)	11.12	13.30	8.79
全部债务(亿元)	14.67	15.70	10.97
营业收入(亿元)	3.20	1.94	1.59
利润总额(亿元)	1.19	0.83	0.71
EBITDA(亿元)	1.75	1.67	1.62
经营性净现金流(亿元)	-8.62	3.65	3.45
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.09	0.04	0.03
总资产周转次数(次)	0.06	0.03	0.02
现金收入比(%)	83.31	215.77	288.71
营业利润率(%)	9.14	3.85	4.21
总资本收益率(%)	3.20	2.95	3.07
净资产收益率(%)	2.97	2.03	1.71
长期债务资本化比率(%)	21.74	24.55	17.45
全部债务资本化比率(%)	26.81	27.75	20.87
资产负债率(%)	33.77	45.00	44.60
流动比率(%)	396.18	256.36	220.67
速动比率(%)	9.80	20.30	17.26
经营现金流动负债比(%)	-92.66	18.11	13.97
EBITDA 利息倍数(倍)	3.12	1.99	1.79
全部债务/EBITDA(倍)	8.38	9.39	6.77

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。