信用等级公告

联合〔2019〕1239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

二〇一九年六月十二日

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
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

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：2019 年 6 月 12 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	4.04	1.87	0.64
资产总额(亿元)	74.34	75.08	74.55
所有者权益(亿元)	40.89	41.60	42.27
短期债务(亿元)	2.40	2.18	1.52
长期债务(亿元)	13.30	8.79	10.22
全部债务(亿元)	15.70	10.97	11.74
营业收入(亿元)	1.94	1.59	1.53
利润总额 (亿元)	0.83	0.71	0.67
EBITDA(亿元)	1.67	1.62	1.48
经营性净现金流(亿元)	3.65	3.45	-1.24
营业利润率(%)	3.85	4.21	4.02
净资产收益率(%)	2.03	1.71	1.59
资产负债率(%)	45.00	44.60	43.30
全部债务资本化比率(%)	27.75	20.87	21.74
流动比率(%)	256.36	220.67	262.93
全部债务/EBITDA(倍)	9.39	6.77	7.92
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	1.79	1.84
经营现金流动负债比(%)	18.11	13.97	-5.60

分析师： 李海宸 唐 嵩

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公司持续支持。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进，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。

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方面具有区域垄断地位，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，按照联合资信评估有限公司（以下简称“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。截至 2018 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唯一股东和实际控制人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 74.55 亿元，所有者权益 42.27 亿元；2018 年，公司实现营业收入 1.53 亿元，利润总额 0.67 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：李勇。

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，截至评级报告出具日，该债券余额 5.60 亿元。募集资金已按照募集资金用途全部使用完毕

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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物

价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快

速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据2014年《43号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发【2018】101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2　2018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
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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发【2018】101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办【2019】6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金【2019】	严格按要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，

	10 号）	或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

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。

《2018 年长沙县国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2018 年长沙县实现地区生产总值（GDP）1509.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.6%。其中，第一产业增加值 64.00 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 930.1 亿元，增长 9.8%；第三产业增加值 515.2 亿元，增长 10%；三次产业结构为 4.2：61.6：34.2。按平均常住人口计算，人均生产总值达到 14.2 万元。

2018 年长沙县固定资产投资持续增长，全年固定资产投资比上年增长 15.3%。2018 年，长沙县交通运输稳定发展，年末公路通车里程达到 6236.7 公里。全年公路客运量 5027 万人，旅客周转量 36138 万人公里；公路货运量 2219.2 万吨，货物周转量 116042.3 万吨公里；行政村客运（公交）班线通达率实现 100%。

2018 年，长沙县财税收入稳步增长，全年实现财政总收入 356.40 亿元，比上年增长 24.7%；一般公共预算收入 240.40 亿元，增长 7.1%；税收收入 220.8 亿元，增长 4.2%。

总体看，跟踪期内长沙县经济发展持续增长，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

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。2018 年，公司获得基础设施建设项目财政补贴 0.67 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》（机构信用代码：G1043012100078640R），截止 2019 年 5 月 23 日，公司本部无未结清不良信贷信息；公司本部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

2018 年 11 月，根据股东长沙县人民政府《关于变更长沙县通途交通建设投资有限公司董事会、监事会相关成员的批复》（长县政函〔2018〕174 号），公司董监高成员进行调整，董事长、法定代表人、总经理由毛建变更为李勇。

李勇先生，1973 年 8 月生。1999—1993 年，湖南武警总队特警支队服役；1994—2001 年，长沙县榔梨、黄花、金井、江背交管站工作；2001—2011 年，历任榔梨、江背交管站站长；2011 年 4 月至 2015 年 10 月，长沙县交通运输局规划建设科科长；2015 年 11 月至 2018 年 8 月，借调至长沙县通途公司筹备组工作；现任公司法定代表人、董事长、总经理。

除上述高管人员变化外，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，公司主营业务收入主要为代建政府工程项目和场地租赁收入。

表 3　2016~2018 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建政府工程项目	1.94	4.64	1.58	5.06	1.52	5.23

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。

2018 年，公司结转黄江大道-交通职院段建设收入 1.52 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 5.23%。

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、黄江大道市场群段和黄江大道交通职院段项目。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。2018 年，公司收到回购款 3.73 亿元，截至 2018 年底，公司累计收到回购款 24.01 亿元。公司实际回款进度慢于完工项目回购资金回购安排。

表 4　公司已完工项目回购资金安排情况（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 年底，公司在建项目和拟建项目各 5 个。

截至 2018 年底，公司在建项目总投资合计 17.12 亿元，公司已完成投资 12.91 亿元，未来仍需投资 4.21 亿元。公司拟建项目合计总投资 15.34 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。

表 5　截至 2018 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		已完成投资	项目进展安排	未来尚需投资额		
		贷款	自筹			2019 年	2020 年	2021 年
黄江公路（干杉马营墩至岳汝高速江背互通）	58843.75	58843.75	--	56843.75	2019 年完成全部工程，完成扫尾工作	2000.00	--	--
G107 青山铺—南粉墙公路	36213.00	--	36213.00	34213.00	2020 年完成全部工程，完成扫尾工作	2000.00	--	--
浔龙河公交站及配套设施	8000.00	--	8000.00	1080.37	2019 年完成公交站房区、车辆停放区、服务区等配套设施，支付一期工程款，启动二期加油站等配套设施	6919.63	--	--
黄兴市场群 4+1	38452.58	--	38452.58	36452.58	支付剩余建设资金	2000.00	--	--
X024 青山铺至开慧联络线（即 S319-G107 联络线）公路工程	29695.00	--	29695.00	500.00	完成前期手续和土地报批工作，启动建设	4000.00	13000.00	12000.00
小计	**171204.33**	**58843.75**	**112360.58**	**129089.70**	**--**	**16919.63**	**13000.00**	**12000.00**
拟建项目名称	**总投资**	**资金筹措方案**		**已完成投资**	**项目进展安排**			**未来尚需投资**
		贷款	**自筹**					
S319 金井至东八线公路工程	31700.00	--	31700.00	--	2019 年完善前期手续和土地报批工作			31700.00
S323 高桥至东八线公路工程	31200.00	--	31200.00	--	2019 年完善前期手续和土地报批工作			31200.00
G107 调规公路东延至 S207	19600.00	--	19600.00	--	2019 年完善前期手续和土地报批工作			19600.00
金江公路	42826.00	--	42826.00	--	2019 年启动前期手续办理工作			42826.00
田汉大道南延线(花	28122.00	--	28122.00	--	2019 年启动前期手续办理工作			28122.00

果公路)						
小计	**153448.00**	**--**	**153448.00**	**--**	**--**	**153448.00**
合计	**324652.33**	**58843.75**	**265808.58**	**129089.70**	**--**	**--**

资料来源：公司提供

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2018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2018年底，公司合并资产总额74.55亿元，所有者权益42.27亿元；2018年，公司实现营业收入1.53亿元，利润总额0.67亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额74.55亿元，同比下降0.71%，其中流动资产占77.81%，非流动资产占22.19%，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	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.87	2.49	0.64	0.86
存货	50.23	66.90	54.58	73.21
流动资产	**54.50**	**72.58**	**58.01**	**77.81**
长期应收款	19.22	25.60	15.18	20.36
非流动资产	**20.59**	**27.42**	**16.54**	**22.19**
资产总额	**75.08**	**100.00**	**74.55**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年底，公司流动资产58.01亿元，同比增长6.46%，主要系公司承接工程项目量增加导致存货增长所致。

2018年底，公司货币资金为0.64亿元，同比下降65.62%，主要系偿还借款所致，公司货币资金不存在受限情况。公司其他应收款为2.79亿元，主要为与长沙县运通建设开发有限公司的业务往来款。公司存货54.58亿元，同比增长8.64%，主要系工程项目投入增加所致；其中工程项目合计26.88亿元；开发土地合计27.70亿元（全部为未用于抵押的出让用地）。

2018年底，公司非流动资产16.54亿元，同比下降19.67%；其中长期应收款15.18亿元，同比下降21.03%，主要系收到政府代建工程回购款所致；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有所下降，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，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

2018年底，公司所有者权益42.27亿元，同比增长1.62%，全部来自未分配利润的增长；公司所有者权益由实收资本（占3.08%）、资本公积（占69.02%）、盈余公积（占2.77%）和未分配利润（占25.63%）构成。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债合计32.28亿元，同比下降3.59%。受益于公司调整债务结构，公司流动负债占比下降至68.35%，非流动负债占比上升至31.65%，公司负债结构仍以流动负债为主。

2018年底，公司流动负债22.06亿元，同比下降10.66%，主要系应付账款和其他应付款下降所致。

2018年底，公司其他应付款（不含应付利

息、应付股利）18.52 亿元，同比下降 11.05%，主要系结算部分往来款所致；一年内到期的非流动负债为 1.52 亿元，同比下降 30.28%，由“PR 通途债/15 长沙通途债”将于 2019 年 6 月需偿还的部分本金 1.40 亿元和一年内到期的长期借款 0.12 亿元构成。

公司非流动负债全部由长期借款和应付债券构成。2018 年底，公司长期借款 6.05 亿元，同比增长 87.01%；公司应付债券 4.17 亿元，全部为公司“15 长沙通途债/PR 通途债”待偿还本息。

有息债务方面，2018 年底，公司全部债务 11.74 亿元，同比增长 7.00%；其中短期债务 1.52 亿元，长期债务 10.22 亿元。2018 年底，公司资产负债率较上年底有所下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，以上比率分别为 43.30%、21.74%和 19.47%，较上年分别下降 1.30 个、上升 0.87 个和 2.02 个百分点。公司有息债务负担较轻。

表7　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
短期债务	2.18	1.52
长期债务	8.79	10.22
全部债务	10.97	11.74
资产负债率	44.60	43.30
长期债务资本化比率	17.45	19.47
全部债务资本化比率	20.87	21.74

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内，公司有息债务有所增大；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

2018年，公司营业收入1.53亿元，同比下降3.45%；公司营业利润率为4.02%，较2017年底下降0.19个百分点。2018年，公司期间费用为0.05亿元，期间费用占营业收入比重为3.30%，公司期间费用整体较低。2018年公司营业外收入为政府补助0.67亿元，占利润总额的100.00%。2018年公司实现利润总额0.67亿元。

从盈利指标看，2018年公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.74%和1.59%。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，2018年公司经营活动现金流入8.35亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金3.73亿元；收到其他与经营活动有关的现金4.61亿元。2018年，公司经营活动现金流出为9.58亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金（4.39亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（5.12亿元）构成。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额-1.24亿元。

从收入实现质量看，2018年公司现金收入比为243.82%，主要系当期收到项目回款良好所致。

2018年，公司未发生投资活动，投资活动产生的现金流入和流出均为零。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入全部为取得借款收到的现金2.70亿元；筹资活动现金流出包括偿还债务支付的现金1.95亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金0.75亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额由负转正，为65.42万元。

表8　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	18.07	8.35
经营活动现金流出量	14.62	9.58
经营活动产生的现金流量净额	3.45	-1.24
投资活动产生的现金流量净额	-0.01	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-4.00	0.01
现金收入比	288.71	243.82

资料来源：联合资信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出。未来随着公司道路基础设施建设项目持续投资，公司存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年底公司流动比率和速动比率分别为262.93%、15.58%。2018年经营性现金流动负债比为-5.60%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债无保障能力。公司流动资产以存货为主，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，2018年，公司EBITDA为1.48亿元；公司全部债务/EBITDA为7.92倍，EBITDA利息倍数为1.84倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年底，公司无对外担保。

截至2018年底，公司获得银行授信总额为6.05亿元，已全部使用完毕。总体看，公司间接融资渠道亟需拓宽。

总体看，综合考虑到公司在长沙县交通基础设施建设领域的地位及政府持续对公司的支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产合计74.54亿元，占合并口径99.99%。母公司所有者权益合计42.25亿元，占合并口径99.95%。2018年，母公司实现营业收入1.52亿元，利润总额0.67亿元。

十、存续期内债券偿债能力分析

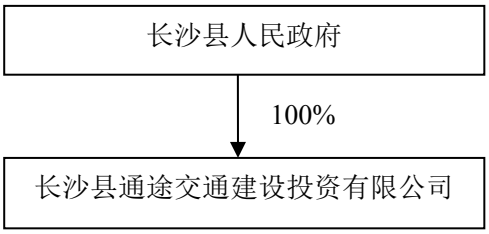
截至目前，公司待偿还债券为“15 长沙通途债/PR 通途债”，待偿还本金余额 5.60 亿元，根据该债券分期偿付条款，公司将于债券存续后五年每年偿付 20%本金（1.40 亿元）。2018 年，公司 EBITDA 为 1.48 亿元，为债券剩余本金的 0.26 倍，为分期偿付本金的 1.06 倍。2018 年，经营活动产生的现金流入量为 8.35 亿元，为债券剩余本金的 1.49 倍，为分期偿付金额的 5.96 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券剩余本金有一定保障能力。

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。

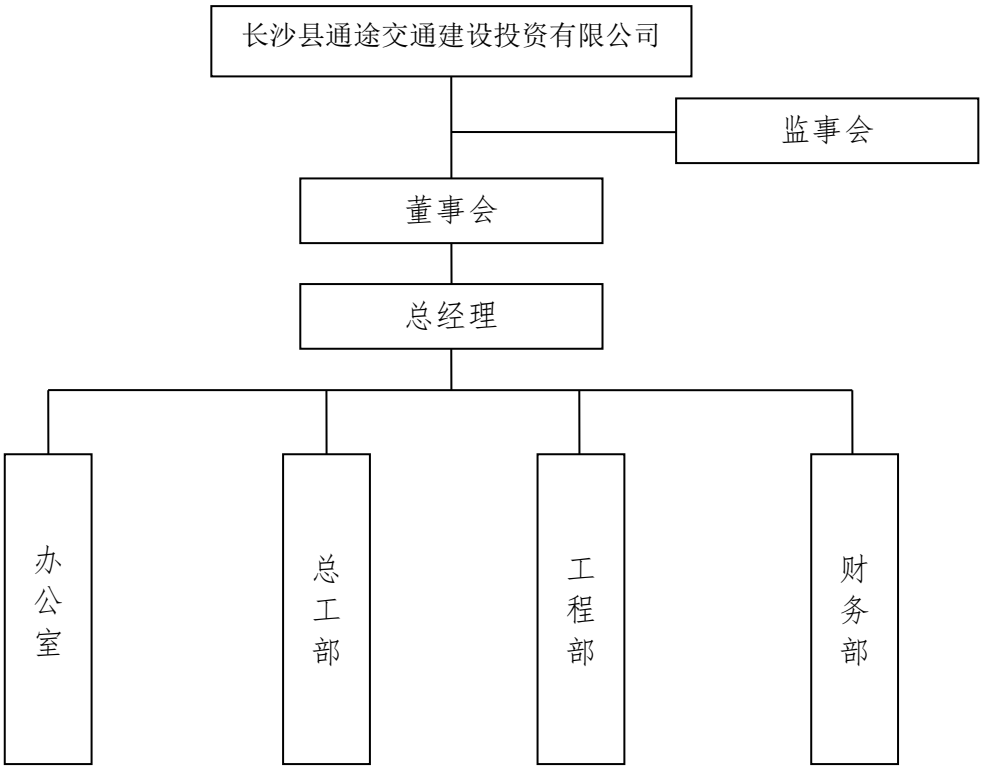
十一、结论

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 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.04	1.87	0.64
资产总额(亿元)	74.34	75.08	74.55
所有者权益(亿元)	40.89	41.60	42.27
短期债务(亿元)	2.40	2.18	1.52
长期债务(亿元)	13.30	8.79	10.22
全部债务(亿元)	15.70	10.97	11.74
营业收入(亿元)	1.94	1.59	1.53
利润总额(亿元)	0.83	0.71	0.67
EBITDA(亿元)	1.67	1.62	1.48
经营性净现金流(亿元)	3.65	3.45	-1.24
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.04	0.03	0.03
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02
现金收入比(%)	215.77	288.71	243.82
营业利润率(%)	3.85	4.21	4.02
总资本收益率(%)	2.95	3.07	2.74
净资产收益率(%)	2.03	1.71	1.59
长期债务资本化比率(%)	24.55	17.45	19.47
全部债务资本化比率(%)	27.75	20.87	21.74
资产负债率(%)	45.00	44.60	43.30
流动比率(%)	256.36	220.67	262.93
速动比率(%)	20.30	17.26	15.58
经营现金流动负债比(%)	18.11	13.97	-5.60
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	1.79	1.84
全部债务/EBITDA(倍)	9.39	6.77	7.92

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	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　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。

附件 4-3　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	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