

信用等级公告

联合[2015] 627 号

联合资信评估有限公司通过对长沙县通途公路建设投资有限公司及其拟发行的 2015 年度 7 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

长沙县通途公路建设投资有限公司
主体长期信用等级为

AA

长沙县通途公路建设投资有限公司
2015 年度 7 亿元公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月二十二日



长沙县通途公路建设投资有限公司

2015 年度 7 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 7 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期第 3~7 个计息年度末每年偿还 20% 本金

发行目的: 用于道路基础设施项目建设

评级时间: 2015 年 5 月 22 日

财务数据

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额(亿元) | 41.64 | 47.73 | 55.57 |
| 所有者权益(亿元) | 31.85 | 36.90 | 38.86 |
| 长期债务(亿元) | 1.35 | 1.05 | 3.45 |
| 全部债务(亿元) | 2.65 | 1.35 | 5.52 |
| 营业收入(亿元) | 2.36 | 10.10 | 7.22 |
| 利润总额(亿元) | 1.88 | 3.35 | 1.96 |
| EBITDA(亿元) | 1.97 | 3.47 | 2.52 |
| 经营性净现金流(亿元) | -0.46 | 0.21 | -3.94 |
| 营业利润率(%) | 16.77 | 16.69 | 16.70 |
| 净资产收益率(%) | 5.90 | 9.07 | 5.05 |
| 资产负债率(%) | 23.51 | 22.70 | 30.06 |
| 全部债务资本化比率(%) | 7.68 | 3.53 | 12.43 |
| 流动比率(%) | 411.51 | 319.64 | 246.38 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 1.35 | 0.39 | 2.19 |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 0.28 | 0.50 | 0.36 |

分析师

黄静雯 杜蜀萍 熊睿哲

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对长沙县通途公路建设投资有限公司(以下简称“通途建设”或“公司”)的评级反映了公司作为长沙县重要的道路基础设施投资建设管理主体,得到了长沙县政府在资本金和资产注入、财政补贴、税收优惠政策等方面的有力支持。同时,联合资信关注到公司未来五年项目投资额大且建设道路具有很强公益性特征,公司资金回笼对土地出让收益返还依赖性强,但受宏观经济及土地市场行情等影响,土地出让收入具有一定的不确定性等因素对公司经营发展可能带来不利影响。

未来伴随着城镇化进程的推动、长沙县的经济进一步增长,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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置的本金分期等额偿还条款,将在一定程度上降低本期债券本息的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用和本期公司债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 长沙县经济持续增长、财政收入水平快速提高,为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是长沙县重要的道路基础设施投资建设管理主体,县政府在资本和资产注入、财政补贴、税收优惠政策等方面给予了有力支持。
3. 本期债券设置本金分期等额偿还条款,将在一定程度上降低本期债券本息的集中偿付压力。

关注

1. 长沙县政府债务负担重。
2. 公司未来投资规模大，面临一定的资金压力。
3. 公司货币资金规模很小；受政府注入土地和项目回购的影响，存货和长期应收款占比较大，且存货中已抵押土地资产占比较高、长期应收款回收时间长，公司资产流动性弱。
4. 本期债券的偿债资金来源之一为土地出让收入，相关出让收益返还的实现存在一定的不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与长沙县通途公路建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与长沙县通途公路建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因长沙县通途公路建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由长沙县通途公路建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、长沙县通途公路建设投资有限公司 2015 年度 7 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

长沙县通途公路建设投资有限公司（以下简称“公司”或“通途建设”）系根据长沙县人民政府（以下简称“县政府”）《长沙县人民政府关于同意成立长沙县公路建设开发总公司的批复》（长县政函[2003]26号）于2003年5月19日成立的国有独资公司。根据2003年4月15日长沙县工商行政管理局《企业名称预先核准通知书》（（长县）名称预核[2003]第041号），公司名称被核准为长沙县通途公路建设投资有限公司。公司初始由长沙县政府以土地使用权出资3000万元，由湖南鹏程有限责任会计师事务所审验并出具了湘鹏程星验字（2003）第042号《验资报告》。2013年12月19日，长沙县政府以货币形式对公司增资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》，增资后公司注册资本变更为13000万元。2013年12月26日，长沙县政府以货币资金3000万元对公司原土地使用权出资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》。截至2014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（见附件1-1）。

公司经营范围：城镇化基础设施建设的投资、开发、管理；国家法律法规政策允许的土地开发；资产管理；货运代理、信息配载；仓

储服务（不含危险品）。（以上不含前置许可的审批项目，涉及行政许可的凭许可证经营）。

截至2014年底，公司设有办公室、总工程师室、工程部和财务部4个职能部门（见附件1-2）；公司合并范围内无子公司。

截至2014年底，公司资产总额55.57亿元，所有者权益38.86亿元；2014年，公司实现营业收入7.22亿元，实现利润总额1.96亿元。

公司注册地址：长沙县星沙镇潇湘路38号；法定代表人：毛建。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2015年发行7亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为7年。本期债券采用固定利率，单利按年付息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券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。

本期债券无担保。

2. 募集资金用途

公司发行本期债券所募集资金7亿元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（见表1）。项目的资金平衡主要来源于项目配套土地开发整理后的出让金收益返还（见表10）。

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 | 募集资金安排占项目总投资比例 | 截至2014年底已投资额 | 截至2014年底已投资比例 |
|-------------|-----------|------------|----------------|--------------|---------------|
| 黄江大道道路工程项目 | 115466.03 | 45000.00 | 38.97 | 17306.00 | 14.99 |
| 空港城大道道路工程项目 | 81222.26 | 25000.00 | 30.78 | 2500.00 | 3.08 |
| 合计 | 196688.29 | 70000.00 | 35.59 | 19806.00 | 10.07 |

资料来源：公司提供

3. 本期债券募投项目概况

（1）黄江大道道路工程项目

项目建设概况

黄江大道道路工程项目总体走向为东西

向，起于黄兴大桥东桥头，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，全长 15.4km。该项目为主路双向 4 车道，辅路双向 2 车道，路幅宽度 38m，主路设计车速 60km/h，辅路设计车速 40km/h，按城市道路标准实施，沥青混凝土路面。全线路基土石方 1171330m³，沥青混凝土路面机动车道 297086m²，辅道 171024m²，人行道 65230m²，桥梁 45m/2 座，涵洞 32 道，平面交叉 25 处。建设周期为 24 个月。

项目批复情况

该项目已于 2014 年 1 月 15 日经《长沙县发展和改革局关于黄江大道道路工程可行性研究报告的批复》（长县发改投[2014]40 号）批复。

2013 年 12 月 27 日，经长沙县环境保护局《关于长沙县通途公路建设投资有限公司黄江大道道路工程项目环境影响报告书的批复》（长县环审[2013]742 号）批复。

项目用地批复：①用地预审意见，2014 年 1 月 13 日，长沙县国土资源局出具《长沙县国土资源局关于黄江大道道路工程项目用地预审意见》（长县国土资预审字[2014]2 号），同意用地预审。该项目拟用地总面积 90.73 公顷，基本符合工地建设用地控制指标。②建设项目选址意见书，2014 年 1 月 10 日，长沙县城乡规划局出具了《建设项目选址意见书》（长规选第 2014-01 号），同意项目选址。

项目实施进度与资金使用计划

该项目总投资为 115466.03 万元，将由公司通过银行贷款和自筹解决；本期债券募集资金拟投入 45000 万元。

该项目于 2014 年 1 月开工，预计于 2015 年年底完工，建设工期为 2 年。截至 2014 年年底，项目已经完成总投资 17306.00 万元，占总投资额的 14.99%。

项目经济效益与意义

根据《黄江大道道路工程可行性研究报告》测算，该项目国民经济内部收益率为 11.98%，大于社会折现率 8%，具有较强的抗风险能力。项目在保证一定经济效益的同时，将更多彰显社会效益。

由于黄兴镇独特的区位优势，其发展迅速，黄江公路、泉沿公路、黄兴大桥交通量增长迅速，道路两侧开发较快，已满足不了经济发展的需要。当地政府已经规划对黄江公路、黄兴大桥按城市道路标准进行改造，将黄江公路扩建为 38.0m 的城市主干道。将黄江公路按城市道路拓宽改造，既是完善区域路网结构的需要，又是交通量发展的需要。该项目的建设，是黄兴镇加快城市化进程，实现以城促乡，城乡统筹发展的需要。

（2）空港城大道道路工程项目

项目建设概况

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，主线设计车速为 60km/h，辅路设计车速 40km/h，按城市道路标准实施，采用沥青砼路面，管道集中排水。全线路基土方 1102875m³，车行道面积 309616m²，人行道 67706m²，桥梁 40m²座。建设周期为 24 个月。

项目批复情况

该项目已于 2013 年 9 月 6 日经《长沙县发展和改革局关于空港城大道道路工程可行性研究报告的批复》（长县发改投[2013]242 号）批复。

2013 年 8 月 23 日，经长沙县环境保护局《关于长沙县通途公路建设投资有限公司空港城大道道路工程项目环境影响报告书的批复》（长县环审[2013]706 号）批复。

项目用地批复：①用地预审意见，2013 年 8 月 28 日，长沙县国土资源局出具《长沙县国土资源局关于空港城大道道路工程项目用地预审意见》（长县国土资预审字[2013]21 号），同意用地预审。该项目拟用地总面积

47.46 公顷，基本符合工地建设用地控制指标。

②建设项目选址意见书，2013 年 8 月 26 日，长沙县城乡规划局出具了《建设项目选址意见书》（长规选第 2013-13 号），同意项目选址。

项目实施进度与资金使用计划

该项目总投资为 81222.26 万元，将由公司通过银行贷款和自筹解决；本期债券募集资金拟投入 25000 万元。

该项目于 2014 年 2 月开工，预计于 2015 年年底完工，建设工期为 2 年。截至 2014 年年底，已经完成总投资 2500.00 万元，占总投资额的 3.08%。

项目经济效益与意义

根据《空港城大道道路工程可行性研究报告》测算，该项目国民经济内部收益率为 10.21%，大于社会折现率 8%，具有较强的抗风险能力。项目在保证一定经济效益的同时，将更多彰显社会效益。

空港城大道是长沙空港城临空经济开发区中骨架路网布局中的南北向纵向干道之一。随着长沙市建设“两型社会”的步伐，加快长沙空港城的开发与建设，完善临空经济开发区内路网和市政配套设施，加速建设空港城大道十分必要：一是满足长沙临空经济开发区总体规划的需求，二是满足空港城区域地块发展的需求。三是完善长沙县新城骨架路网的需求，四是满足长沙临空区域交通量发展的需求，五是改善长沙县城市环境、美化城市景观的需求。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务

业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一

定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）

要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查

及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]140 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

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。

（1）长沙县经济发展状况

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。全县总面积 1997 平方公里，共辖 18 个镇，5 个街道，228 个村，41 个居委会，常住人口 97.9 万。长永高速、机场高速、绕城高速、株黄高速、省道 S103 线横穿县境，107 国道、京港澳高速、省道 S207 线和武广铁路纵贯南北，国际空港长沙黄花国际机场座落于境内，县城距长沙黄花国际机场、长沙火车站、湘江码头均约 8 公里，交通便利。县域内形成以“九纵十二横”为骨干的道路交通网络，公路通车总里程达 4000 多公里。2020 年前实施的长沙地铁 2A 线将连接星沙-马坡岭城市东次中心和武广新长沙站。

长沙县始终坚持“南工北农”的发展布局，坚持“兴工强县”的发展理念，坚持“产城融合”的发展方向，以新型工业化带动新型城镇化和农业现代化，县域南北功能分区基本形成，建立了 22 个乡镇（街道）“3568”的分类发展模式。长沙县已在中国中小城市综合实力百强排名中位列第 8 名，在 2014 年第十四届全国县域经济基本竞争力百强排名中位列第 9 名，连续六年稳居中部第一。

根据《2014 年长沙县国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014 年长沙县全县实现地区生产总值（GDP）1100.6 亿元，按可比价计算，比上年增长 11%。从产业结构上来看，第一产业实现增加值 71.3 亿元，增长 6.1%；第二产业实现增加值 782.2 亿元，增长 10.9%，其中，工业实现增加值 682.7 亿元，增长 10.9%；第三产业实现增加值 247.1 亿元，增长 12.5%。三次产业结构由上年的 6.7：71.3：22.0 调整为 6.5：71.1：22.4。三次产业分别拉动 GDP

增长 0.3、7.9、2.7 个百分点。

长沙县经济的增长拉动了长沙县财政实力的增强。2014 年全县实现财政总收入 207.22 亿元，比上年增长 15.12%。财政支出平稳增长，民生支出保障有力。2014 年完成地方财政预算支出 187.28 亿元，增长 32.72%。

2014 年长沙县投资总量保持较快增长。全县完成固定资产投资（不含农户）761.9 亿元，比上年增长 17.2%。第一、二、三产业分别完成投资 29.7 亿元、261.1 亿元、359.2 亿元，固定资产投资在三次产业中的比重由 2013 年的 4.6：40.2：55.2 调整为 2.3：41.1：56.6。全县计划总投资超过 5000 万元的在建项目（不含房地产项目）448 个，2014 年完成投资 372.7 亿元，占固定资产投资总额的 48.9%。全县房地产开发投资 180.4 亿元，比上年增长 23.6%；全县商品房屋销售面积 323.4 万平方米，下降 3.8%。

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。

（2）长沙县财政实力

2014 年长沙县实现财政总收入 207.22 亿元，近三年复合增长 17.39%；2014 年长沙县地方可控财力 175.64 亿元，其中地方一般预算收入 74.11 亿元（包括税收收入 55.52 亿元），占地方可控财力的 42.19%，近三年复合增长 17.70%，基金收入 69.41 亿元（包括土地出让金 66.74 亿元），占地方可控财力的 39.52%，近三年复合增长 47.21%。2014 年长沙县获得上级补助收入 31.43 亿元，近三年复合增长 13.17%。

总体看，长沙县财政收入主要来源于一般预算收入、土地出让金收入和上级补助，同时，非税收入占一般预算收入比例较高、土地出让金收入占财政收入比例高，对财政收入稳定性产生一定影响。随着长沙县经济快速发展，其税收收入和土地出让金收入快速稳定增长，长沙县财政实力将稳步增强，公司外部发展环境向好。

表 2 长沙县 2012~2014 年地方财政收支表 (单位: 亿元、%)

| 科目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 变动率 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 财政总收入 | 150.38 | 180.01 | 207.22 | 17.39 |
| 一般预算收入 | 53.50 | 64.98 | 74.11 | 17.70 |
| 其中：税收收入 | 37.48 | 48.25 | 55.52 | 21.71 |
| 非税收入 | 16.02 | 16.73 | 18.56 | 7.64 |
| 基金收入 | 32.03 | 53.38 | 69.41 | 47.21 |
| 其中：土地出让金 | 29.93 | 50.23 | 66.74 | 49.33 |
| 其他 | 2.10 | 3.15 | 2.67 | 12.76 |
| 上级补助收入 | 24.54 | 26.51 | 31.43 | 13.17 |
| 其中：返还性收入 | 8.15 | 7.33 | 8.45 | 1.82 |
| 一般性转移支付 | 5.33 | 5.68 | 5.77 | 4.05 |
| 专项转移支付 | 11.06 | 13.50 | 17.21 | 24.74 |
| 预算外财政专户资金 | 0.51 | 0.64 | 0.69 | 16.32 |
| 地方可控财力 | 110.58 | 145.51 | 175.64 | 26.03 |
| 财政总支出 | 104.99 | 141.11 | 187.28 | 33.56 |
| 其中：一般预算支出 | 78.86 | 91.42 | 103.98 | 14.83 |
| 基金支出 | 25.63 | 49.04 | 83.28 | 80.26 |
| 预算外支出 | 0.51 | 0.64 | 0.69 | 16.32 |
| 财政当年结余 | 5.58 | 4.40 | 4.02 | -15.12 |

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 2014 年底，长沙县政府直接债务余额为 152.52 亿元，以国内金融机构借款为主；担保债务余额为 19.39 亿元，主要由政府担保的国内金融机构借款构成。截至 2014 年底，

长沙县政府全部债务余额 162.22 亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%），债务率为 90.54%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），债务负担重。

表 3 截至 2014 年底长沙县地方政府债务情况（单位：亿元）

| 地方财力（2014 年度） | 金额 | 地方债务（截止 2014 年底） | 金额 |
|----------------------------|---------|-----------------------|-----------|
| （一）地方一般预算收入 | 741063 | （一）直接债务余额 | 1525230 |
| 1. 税收收入 | 555179 | 1. 外国政府贷款 | |
| 2. 非税收入 | 185884 | 2. 国际金融组织贷款 | 3330 |
| （二）转移支付和税收返还收入 | 314337 | 3. 国债转贷资金 | |
| 1. 一般性转移支付收入 | 57718 | 4. 解决地方金融风险专项借款 | |
| 2. 专项转移支付收入 | 172094 | 5. 国内金融机构借款 | 1042452 |
| 3. 税收返还收入 | 84525 | （1）政府直接借款 | |
| （三）国有土地使用权出让收入 | 694082 | （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 | 658891 | 6. 债券融资 | 279600 |
| 2. 国有土地收益基金 | 6877 | 7. 其他（村级及其他单位借款） | 199848 |
| 3. 农业土地开发资金 | 1675 | （二）担保债务余额 | 193851 |
| 4. 其他 | 26639 | 1. 政府担保的国内金融机构借款 | 192696 |
| （四）预算外财政专户收入 | 6892 | 2. 政府担保的融资平台债券融资 | |
| （五）上年结余 | 35321 | 3. 其他 | 1155 |
| 地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四） | 1791695 | 地方政府债务余额=（一）+（二）×50% | 1622155.5 |
| 债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100% | | | 90.54% |

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，系统口径差异导致。

（3）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是长沙县“十二五”发展的重点。

未来，长沙县将加大以下方面工作力度：

①在促进经济转型升级上切实加大力度，包括加快园区品质提升、加快产业做优做强、加快企业创新创造。②在城乡规划建设管理上切实提升品质，包括加快完善功能配套、全面加强城镇管理、大力建设美丽乡村。③在项目招商建设上切实加快进度，包括坚持招大引强选优、切实加强项目筹备、突出破解项目瓶颈等。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系国有独资企业，截至 2014 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

公司是长沙县重要的道路基础设施建设管理主体，负责对全县范围内（以城区外围为主）新建和改造公路项目的投融资、修改与开发。

目前，长沙县有 4 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、长沙县农村环境建设投资有限公司及长沙县星沙水利建设投资有限公司，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、产业定位等方面侧重有所区别。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 2014 年底，公司已建设完成 S207 项目、开元东路项目、黄兴大道北延线项目和黄兴大道南延线项目，同时正在黄江大道道路工程项目、空港城大道道路工程项目、洞株线项目和开元东路东延线项目。

综上所述，公司是长沙县道路基础设施新建和改造项目的指定承接单位及重要的建设管理主体，在长沙县的该领域具有主导地位。

3. 人员素质

目前公司高管人员包括董事长兼总经理、副总经理等合计 7 人。

公司董事长兼总经理毛建先生，45 岁，房地产与住宅管理专业大专学历，中共党员，湖南长沙人。历任星沙路桥建设有限公司施工与管理副经理，长沙经济技术开发区管委会施工与管理负责人，长沙县交通运输局副局长、党组成员，长沙县公路建设投（融）资管理中心主任。现任公司董事长兼总经理。

公司副总经理柳杨先生，40 岁，本科学历，中共党员，湖南长沙人。历任长沙县国土资源局建设用地科副科长、规划耕保科副科长，长沙县国土资源局矿产资源科科长，长沙县土地储备中心副主任，长沙县公路建设投（融）资管理中心副主任。现任公司职工董事、副总经理、财务负责人。

截至 2014 年底，公司在职工 15 人。从

文化程度来看，本科及以上学历人员 12 人，占 80.00%，大专及以下学历人员 3 人，占 20.00%；从年龄分布来看，50 岁以上人员 2 人，占 13.33%，30~50 岁人员 12 人，占 80%，30 岁以下人员 1 人，占 6.67%。

整体看，公司高管人员具有长期的政府工作背景和丰富的路桥行业经验，且全体职工整体素质较好，可满足公司日常经营管理的需要，但人员数量较少，未来随着投资业务量的增加，现有人员不尽满足业务增长的需要。

4. 资金来源和政府支持

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) 资本金注入

公司初始注册资本金为 3000 万元，全部由长沙县政府出资；2013 年 12 月长沙县政府以货币形式对公司增资 10000 万元，并以货币资金 3000 万元对公司原土地使用权出资 3000 万元进行置换。截至 2014 年底，公司注册资本为 13000 万元，全部为货币出资。

表4 公司注册资本变动情况

| 出资人 | 认缴情况(单位:万元) | | |
|-------------|-------------|------------|---------------------|
| | 出资数额 | 出资时间 | 出资方式 |
| 长沙县 人民政府 | 3000.00 | 2003.5.19 | 土地所有权 |
| | 10000.00 | 2013.12.19 | 货币资金 |
| | 3000.00 | 2013.12.26 | 用货币资金置换原 土地使用权出资 |

资料来源：公司提供

(2) 资产注入

2008~2012 年，长沙县政府多次向公司划转土地资产（见表 5），分别计入“存货”和“资本公积”科目。截至 2014 年底，公司共获得政府划转的 11 宗地块，其评估价值合计 26.51 亿元（其中已抵押土地账面价值为 20.98 亿元，占比 79.14%）。公司对上述土地的未来开发经营规划待定。

表 5 长沙县政府拨入公司土地资产情况 (单位: 亩、万元)

| 年度 | 土地使用权证号 | 位置 | 土地用途 | 面积 | 评估价值 | 使用权类型 | 是否抵押 |
|-----------|-------------------|---------------------|-------|---------------|------------------|-------|------|
| 2008 年 | 长国用(2008)第 0355 号 | 长沙县暮云工业园 | 商业、住宅 | 137.69 | 14898.17 | 出让 | 是 |
| | 长国用(2008)第 0356 号 | 长沙县暮云工业园 | 商业、住宅 | 76.29 | 8254.25 | 出让 | 是 |
| | 长国用(2008)第 0354 号 | 长沙县暮云工业园 | 商业、住宅 | 122.06 | 13207 | 出让 | 否 |
| 2010 年 | 长国用(2010)第 2723 号 | 星沙街道办事处板仓北路 | 商业、住宅 | 16.2 | 9337.33 | 出让 | 是 |
| | 长国用(2010)第 2724 号 | 星沙街道办事处板仓北路 | 商业、住宅 | 1.07 | 604.29 | 出让 | 否 |
| 2011 年 | 长国用(2011)第 4933 号 | 星沙开元东路北、龙塘路东 | 商业 | 75.98 | 30481.77 | 出让 | 是 |
| 2012 年 | 长国用(2012)第 0593 号 | 长沙县暮云镇芙蓉南路西、南北干道东 | 商业、住宅 | 83.6 | 24309.43 | 出让 | 是 |
| | 长国用(2012)第 0594 号 | 长沙县暮云镇高云村、西湖村 | 商业、住宅 | 287.82 | 82720.76 | 出让 | 是 |
| | 长国用(2012)第 0595 号 | 长沙县黄花镇大路村 | 商业、住宅 | 116.74 | 28654.80 | 出让 | 否 |
| | 长国用(2012)第 0596 号 | 长沙县黄花镇大路村 | 商业、住宅 | 52.22 | 12817.41 | 出让 | 否 |
| | 长国用(2012)第 4146 号 | 湘龙街道办事处湘龙路以北、规划道路以西 | 商业、住宅 | 82.83 | 39839.43 | 出让 | 是 |
| 合计 | | | | 1052.5 | 265124.64 | | |

资料来源: 公司提供

(3) 财政补贴

长沙县政府及相关政府单位不断给予公司财政补贴, 均用于长沙县基础设施建设项目。2012~2013 年, 公司分别获得 1.27 亿元和 1.25 亿元, 体现在“营业外收入”科目。

根据《市长办公会议纪要》(长沙市人民政府办公厅[2012]1 号), 洞株公路长沙段的初步设计、施工图设计和施工总承包由长沙市交通运输局负责组织, 但其建设按属地原则划分责任, 雨花区段由雨花区人民政府负责建设, 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。

(4) 税收优惠

根据长县政函【2011】32 号《长沙县人民政府关于长沙县通途公路建设投资有限公司相关税费的意见》, 公司作为县政府重要的融资平台, 主要承担代县政府进行县域内道路等基础设施建设和投融资的职能, 为加大基础设施建设投资力度, 缓解公司资金压力, 现明确公司取得的道路等基础设施建设收入免交各项税费、公司自财政取得的各项补贴收入免交有关税费、公司其他经营行为所涉及的纳税义务按照现行法规执行, 上述意见如因不符合有关税收规定导致公司需补缴税金及罚款等, 由县财政资金承担。长沙县政府对公司的税收优

惠支持为其业务发展起到了积极支持作用。

(5) 偿债保证支持

黄江大道道路工程项目和空港城大道道路工程项目总投资 196688.29 万元, 项目的融资还款来源于这两个项目配套土地开发整理后的出让金返还收益。根据《长沙县人民政府关于长沙县通途公路建设投资有限公司建设黄江大道道路工程和空港城大道道路工程项目土地平衡措施的说明》(长县政函【2014】6 号), 长沙县政府决定将已办理完成征收手续的三宗土地交予公司整理(面积合计约 1397.18 亩, 长沙县城乡规划局已出具土地红线图), 并计划于 2014-2015 年完成约 395.78 亩土地的开发整理, 2016-2017 年完成约 597.13 亩土地的开发整理, 2018-2019 年完成约 404.27 亩土地的开发整理, 所开发土地计划于整理完成后即实现出让。土地出让收益将在扣除相关政策性资金后, 综合按土地成交价的 91.8% 逐步于 2015 至 2021 年分期拨付至公司作为土地开发整理收入。

(6) 项目回购

公司承担长沙县道路基础设施建设职能, 目前 S207 项目、开元东路项目、黄兴大道北延线项目和黄兴大道南延线项目已建成通车, 四个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。

总体看, 长沙县人民政府在增资、资产注入、财政补贴和债务偿还等多方面均给予了公

司较大的支持力度。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》和有关法律、法规，结合公司的实际情况，开展公司治理工作。公司不设股东会，由长沙县人民政府依照公司法行使股东会职权。公司设董事会，其成员为5人，其中职工代表1人；非职工代表董事由长沙县人民政府委派，职工代表董事由公司职工代表大会民主选举产生；公司设董事长1人，由长沙县人民政府从董事会成员中指定。公司设经理1人，由董事长兼任。公司设监事会，其成员为5人，其中职工代表2人，非职工代表监事由长沙县人民政府委派产生，职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生；监事会设主席一名，由长沙县人民政府从监事会成员中指定。

2. 管理水平

财务管理制度

对于重大财务事项，实行董事会集体决策原则，并以决议的方式记录在案，根据《公司章程》需要出资人批准的，交由出资人批准。

公司的资金管理业务必须经过公司财务机构负责人、主管会计工作负责人等审批后才能执行。资金管理业务包括资金调度，资金计划、控制及融资业务，下设专门出纳，负责银行结算业务和现金收付业务。资金的保管、记录与盘点清查岗位实行分离，现金收支、保管由专职出纳人员负责办理，非出纳人员不得经手现金；出纳人员不得兼管稽核、会计档案保管和收入、支出、费用、债权债务账目的登记工作；每月末由会计主管、出纳人员共同盘点现金，签字确认现金盘点表。资金的支付审批、复核与执行岗位实行分离，资金的支付审批按照公司资金审批权限管理程序执行，经会计人员审核、会计主管审批后，由出纳人员据以执

行支付。

项目资金管理制度

公司实行董事会领导下的分级授权管理体系，各部门按照制度规定的授权及职责，履行项目资金管理权责。根据公司全面预算管理的要求，公司于每年末按照公司整体发展规划和下一年度经营计划做好公司下一年度整体的项目资金预算，公司应根据自身的实际情况做好本单位项目资金预算，公司的项目资金预算应与公司的整体项目资金预算保持一致。为提高公司经营效益，公司除应按年度编制项目资金预算外，还应逐月编列项目资金预算表上报，由公司统筹计划使用。项目资金预算的编制及审批：（一）每年末，各部门须根据项目资金预算和生产经营状况，编制下一年度的《年度项目资金预算计划》，并于每个财务年度的最后一月报送财务部并报审批。（二）财务部根据生产经营计划及财务预算，本着“量入为出，收支平衡”的原则，结合实际回款情况，根据项目资金支出的用途，审批各部门年度可使用项目资金的额度。（三）对于投资类或生产经营类的项目资金支出，先审核业务的内容是否在投资计划或生产经营计划的范围内，再由公司财务部根据公司项目资金状况审批可使用项目资金额度。（四）在实际对外付款时，将参照本月的实际项目资金状况，批复用款。

投融资管理制度

投融资决策主要是指公司投、融资及资产项目的管理决策，包括：对内投资、对外投资、对外融资、重大资产重组事项等。公司分别规范了上述各方面的决策程序、相关的审批权限。

对外担保制度

公司对外担保实行统一管理，未经公司董事会或股东批准，公司不得对外提供担保，不得相互提供担保。公司对外担保总额不得超过最近一个会计年度合并会计报表净资产的50%。公司财务部应根据申请担保人提供的基本资料进行调查，就申请担保人的资格、资信、

履约能力、财务状况、担保合同条款、担保风险等进行全面评估审查。公司应向董事会或股东提供评审报告，对于董事会或股东要求申请担保人提供的其他资料，应当向申请担保人索取。公司对外担保金额不超过公司最近一期经审计的净资产 5% 的，由董事会审批；超出此比例的，必须于事前经董事会审议批准（董事会审议担保事项时，必须经三分之二以上的董事同意）或提请股东审议批准。董事会审议担保事项前，应当要求申请担保人提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力，对方不能提供的，应上报股东，由股东做出决定或拒绝为其担保。申请担保人提供的反担保，必须与需担保的数额相对应。申请担保人设定反担保的财产为法律、法规禁止流通或不可转让的财产的，应当拒绝担保。当发现被担保人债务到期后十五个工作日未履行还款义务，或是被担保人破产、清算、债权人主张担保人履行担保义务等情况时，公司应及时了解被担保人的债务偿还情况。

固定资产管理制度

公司建立固定资产清查制度，清查分年中清查和年末清查，由管理部门和财务部共同执行。固定资产的清查应填制“固定资产盘点明细表”，详细反应所盘点的固定资产的实有数，并与固定资产账面数核对，做到账务、实物和固定资产卡片相核对一致。若有盘盈或盘亏，须编报“固定资产盘盈盘亏报告表”，列出原因和责任，报部门负责人、财务部和总经理批

准后，财务部进行相应的账务调整。管理部门对台账和固定资产卡片内容进行更新。固定资产的购置由需要部门填写购置申请，并报财务部、总经理审批。小型资产和低值易耗品的购置可实施简单程序，但也必须履行事前计划和审批程序。

总体看，公司法人治理结构较为健全的，机构设置合理；同时建立了一整套管理制度和较好的管理机制，可满足公司日常经营管理的需要。

七、经营分析

1. 经营现状

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广告租赁收入。2012~2014 年，公司道路建设项目回购收入波动较大（见表 6），系长沙县财政局于 2012 年回购开元东路项目 2.36 亿元、于 2013 年回购黄兴大道北延线项目 10.10 亿元、于 2014 年回购黄兴大道南延线项目 7.22 亿元，且公司将各项目应回购款项分别确认为当年的主营业务收入。上述回购款由项目竣工决算总成本及加成 20.00% 毛利两部分组成，故公司主营业务毛利率稳定在 16.67% 的水平。

表 6 2012~2014 年公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

| 业务类型 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 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 | 2.36 | 100.00 | 16.67 | 10.10 | 100.00 | 16.67 | 7.22 | 100.00 | 16.67 |

资料来源：审计报告

截至 2014 年底，公司投资建设已完工的道路工程有：省道 S207、开元东路、黄兴大道北延线和黄兴大道南延线。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和黄兴大道南延线项目

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）。上述四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% 毛利润、截至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

四个项目的竣工决算总价分别为 36554.88 万元、19645.05 万元、84136.64 万元和 60147.43 万元，回购资金总额分别为 62994.70 万元、33696.60 万元、146041.41 万元和 109911.00 万元（具体回购安排见表 7）。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% 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 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 2014 年底，公司已收到 S207 项目回购款 21322.20 万元、开元东路项目回购款 7683.60 万元和黄兴大道北延线项目回购款 10260.10 万元。

表 7 已完工项目回购资金安排（单位：万元）

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| S207 | 7107.40 | 7107.40 | 7107.40 | 8334.50 |
| 开元东路 | | 3841.80 | 3841.80 | 4335.50 |
| 黄兴大道北延线 | | | 10260.10 | 19397.33 |
| 黄兴大道南延线 | | | | 6200.00 |
| 小计 | 7107.40 | 10949.20 | 21209.30 | 38267.33 |
| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
| S207 | 8334.50 | 8334.50 | 8334.50 | 8334.50 |
| 开元东路 | 4335.50 | 4335.50 | 4335.50 | 4335.50 |
| 黄兴大道北延线 | 19397.33 | 19397.33 | 19397.33 | 19397.33 |
| 黄兴大道南延线 | 6200.00 | 6200.00 | 18262.20 | 18262.20 |
| 小计 | 38267.33 | 38267.33 | 50329.53 | 50329.53 |
| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 合计 |
| S207 | | | | 62994.70 |
| 开元东路 | 4335.50 | | | 33696.60 |
| 黄兴大道北延线 | 19397.33 | 19397.33 | | 146041.41 |
| 黄兴大道南延线 | 18262.20 | 18262.20 | 18262.20 | 109911.00 |
| 小计 | 41995.03 | 37659.53 | 18262.20 | 352643.71 |

资料来源：公司提供

注：回购资金含未回款部分的利息收入；2012-2014 年回购资金均已到账。

公司其他业务收入占比极小，主要源于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。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。

2. 在建项目

目前在建项目有洞株线项目、开元大道东延线项目、黄江大道道路工程项目和空港城大道道路工程项目（见表 8），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）及《关于长沙洞井铺至株洲荷塘区公路长沙段工程（长沙县段）项目委托代建及回购协议》，长沙县人民政府将于洞株线项目、开元大道东延线项目竣工决算后，由县人民政府委托县财政局进行项目回购；回购金额包括竣工决算报告确认的工程成本、合理的成本加成以及利息补偿。

长沙洞井铺至株洲荷塘区公路长沙段工程（长沙县段）项目起自长沙市雨花区洪塘村，经泥鳅塘、杉木冲、团田、跳马涧、马家冲，止于长沙与株洲两市交界处的谭家山，顺接洞株路株洲段，全长 12.208 公里（占洞株公路长沙段工程全长 89.11%）采用一级公路标准建设，设计速度采用 80 公里/小时，路基宽度 28 米，路面宽度 24.5 米，车道宽度 4×3.75 米，桥涵设计汽车荷载采用公路-I 级。该项目总投资为 37102 万元，项目建设资金主要由公司通过银行贷款等融资和自筹解决。该项目已于 2014 年 1 月开工，预计于 2015 年年底完工，建设工期为 2 年。截至 2014 年底，该项目已经完成总投资 17920 万元，占总投资额的 47.26%。

开元大道东延线起点位于长沙县 S207 线春华大桥南端 K78+798.857 处，与开元大道相接，自起点往东经州上屋跨捞刀河，再经岭上屋，至厚余塘接永盛大道。线路途经长沙县春华镇春华山村、武塘村，全长 4.475 公里。全线采用二级公路标准建设，路基宽 15 米，设计时速为 60km/h，沥青砼路面，设计荷载为公路-II 级。于 2009 年 12 月 28 日由二十三冶建

设集团有限公司负责施工。该项目总投资 9882 万元；截至 2014 年底，已完成投资 9882 万元，工程已处于收尾阶段。

上述两个项目将于 2015 年完工，同时公司将完成其剩余投资 20000 万元。

黄江大道和空港城大道项目均为本期债券募投项目，项目资金平衡主要来源于项目配套土地开发整理后的出让金收益返还（见表 10）。

表 8 截至 2014 年底公司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 2014 年底完成投资情况 | 项目进展安排 | 计划投资额 | | |
|-------------|------------------|------------|------------|------------------|-------------------------------------|---------------|-----------------|--------|
| | | 贷款 | 自筹 | | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
| 洞株线项目 | 37102.00 | 40% | 60% | 17920 | 2015 年年底基本通车。 | 19182 | -- | -- |
| 开元大道东延线 | 9882.00 | 40% | 60% | 9882 | 工程已处于收尾阶段 | -- | -- | -- |
| 黄江大道道路工程项目 | 115466.03 | 40% | 60% | 17306 | 2015 年完成路基工程部分，2016 年建成通车。 | 80000 | 18160.03 | |
| 空港城大道道路工程项目 | 81222.26 | 40% | 60% | 2500 | 2016 年上半年完成路基工程部分，2016 年 10 月份建成通车。 | 40000 | 40990.26 | |
| 小计 | 243672.29 | 40% | 60% | 47608 | | 139182 | 59150.29 | |
| 拟建项目名称 | 总投资 | 资金筹措方案 | | | 项目进展安排 | 计划投资额 | | |
| | | 贷款 | 自筹 | | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
| S207 线南延 | 62869 | 40% | 60% | | | 30000 | 32869 | |
| 合计 | 306541.29 | 40% | 60% | 47608 | | 169182 | 92019.29 | -- |

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司在未来几年将抓住长沙县经济快速发展的机遇，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，实现自我发展、自主经营，完善市场化运作模式。同时，公司将不断优化企业治理结构，提高管理效率，降低运营成本，积极研究国家的宏观经济政策和产业政策，根据经济环境及时调整运营策略，保持公司持续健康发展态势。

总体看，未来计划投资项目的投资规模大，公司前期自筹资金压力大，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，联合资信将重点关注长沙县政府对回购资金的拨付和相关

土地出让情况。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

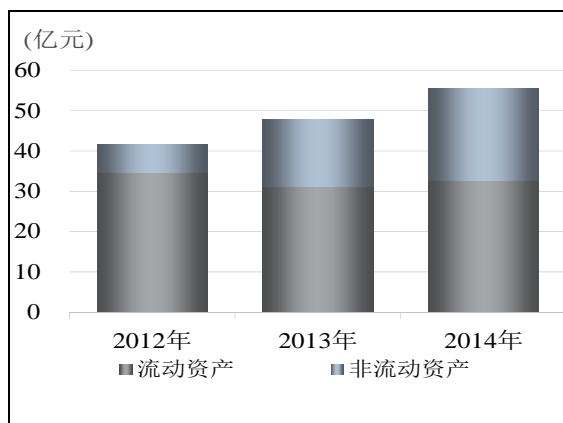
公司提供的 2012~2014 年度连审审计报告已经利安达会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2012~2014 年公司业务构成无变化，财务数据具有较强的可比性。

截至 2014 年底，公司资产总额 55.57 亿元，所有者权益 38.86 亿元；2014 年，公司实现营业收入 7.22 亿元，实现利润总额 1.96 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 15.51%，主要系长期应收款增长所致。截至 2014 年底，公司资产总额 55.57 亿元，其中流动资产占 58.77%，非流动资产占 41.23%。受存货规模较大影响，公司资产结构以流动资产为主。

图1 2012~2014年底公司资产构成

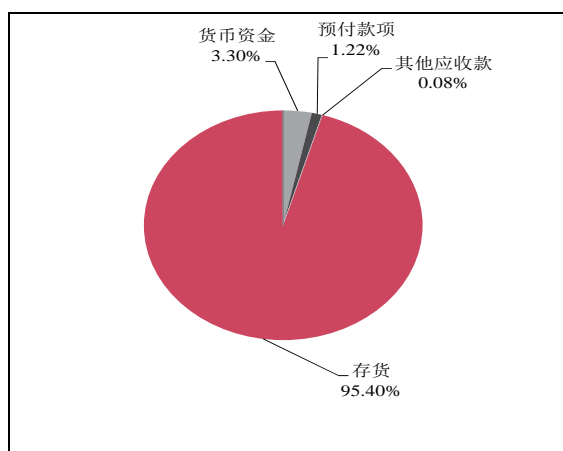


资料来源：审计报告

流动资产

2012~2014年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降3.03%，主要由存货变化所致。截至2014年底，公司流动资产合计32.66亿元，主要由存货和货币资金构成，还有少量的预付款项和其他应收款。

图2 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014年，公司货币资金规模波动增长，年均复合增长33.04%。截至2014年底，公司货币资金为1.08亿元，其中银行存款占99.99%，不存在受限资金。

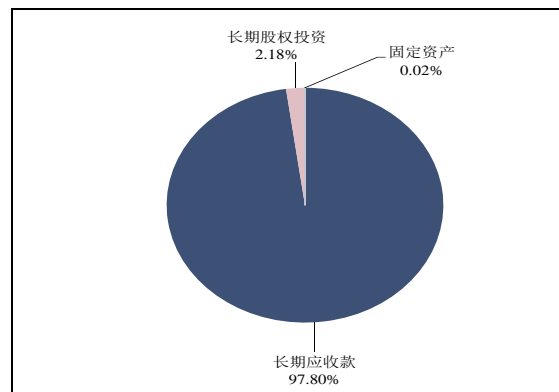
2012~2014年，公司存货波动中有所下降，年均复合下降4.18%，主要系新开工项目新增存货及部分项目完工转结致存货减少的两方面综合影响所致。截至2014年底，公司存货合计31.16亿元，较2013年底增长4.31%。

截至2014年底，公司存货由两方面构成：工程项目和开发土地；其中工程项目主要包含在建的开元大道东延线项目、洞株线项目和黄兴大道南延线项目等，合计4.64亿元；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26.51亿元（其中已抵押土地账面价值占比79.14%）。目前，公司存货未计提跌价准备。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长82.07%，系长期应收款增长所致。截至2014年底，公司非流动资产22.91亿元，较上年增长39.21%，由长期应收款（占97.80%）、长期股权投资（占2.18%）和固定资产（占0.02%）构成。

图3 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014年，公司长期应收款年均复合增长87.01%，系公司新增已完工项目的应收政府回购款。截至2014年底，公司长期应收款22.40亿元，分别由应收S207项目回购款3.28亿元、开元东路项目回购款1.97亿元、黄兴大道北延线项目回购款9.93亿元和黄兴大道南延线项目回购款7.22亿元构成。

2012~2014年，公司长期股权投资未发生变化，即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投资5000.00万元。

总体看，近年公司资产规模保持快速增长，资产构成以流动资产为主，但货币资金规

模很小；受政府注入土地和项目回购的影响，存货和长期应收款占比较大，土地资产中已抵押比例较高，公司资产流动性弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益年均复合增长10.45%，主要系实收资本和未分配利润快速增长所致。截至2014年底，公司所有者权益38.86亿元，其中，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为3.35%、75.06%和19.44%。截至2014年底，公司实收资本13000.00万元，2013年长沙县政府以货币形式对公司增资导致公司新增实收资本10000.00万元。2012~2014年，公司资本公积年均复合增长1.22%；截至2012年底，公司资本公积284685.02万元，较上年新增188341.83万元，全部系长沙县政府划转给公司土地资产所致；截至2013年底，公司资本公积291683.52万元，较上年新增6998.50万元，系《关于同意将部分财政拨款转为财政补贴的批复》（长县财函字【2013】28号）将长沙县财政及相关政府单位2013年拨付给公司的政府资金中的6998.50万元作为资本公积处理；2014年，公司资本公积无变化。2012~2014年，公司未分配利润年均复合增长64.96%，截至2014年底未分配利润为75528.60万元。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2012~2014年，公司负债规模快速增长，年均复合增长30.62%，主要系短期借款、应付账款和长期借款增长所致。截至2014年底，公司负债合计16.71亿元，其中流动负债13.26亿元，占79.35%，非流动负债3.45亿元，占20.65%，公司负债结构以流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债较快增长，年均复合增长25.32%，主要由短期借款、其他应付款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。截至2014年底，公司流动负债13.26

亿元，较上年增长35.46%，主要系应付账款和短期借款增长所致。

2012~2014年，公司应付账款较快增长，年均复合增长130.28%。截至2014年底，公司应付账款2.96亿元，较上年大幅增长108.65%，主要为应付工程建设款，账龄在1年以内为2.27亿元（占76.87%），账龄在1年以上的为0.68亿元（占23.13%）。

2012~2014年，公司其他应付款稳步增长，年均复合增长11.82%。截至2014年底，公司其他应付款8.23亿元，较上年增长2.03%；从账龄看，1年以内的占27.94%、1~2年的占53.82%，2~3年的占18.23%，公司3年以上的其他应付账款很少。

表9 截至2014年底公司主要其他应付账款

| 单位名称 | 金额(亿元) | 内容 |
|--------------|--------|-----|
| 中铁中南投资发展有限公司 | 3.15 | 往来款 |
| 长沙县国土局 | 1.81 | 往来款 |
| 长沙星城建设投资有限公司 | 1.50 | 往来款 |
| 合计 | 6.46 | |

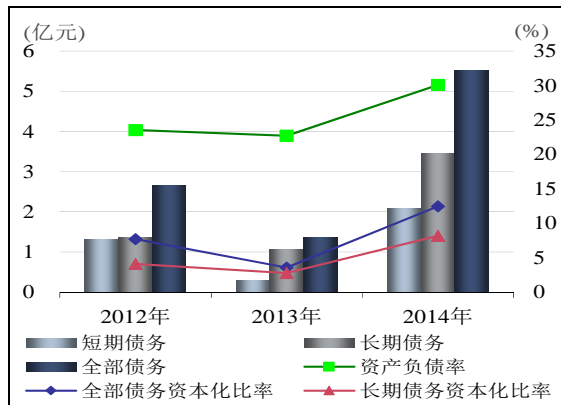
资料来源：审计报告

2014年公司短期借款1.47亿元，全部系新增信托借款。

公司非流动负债全部为长期借款。2012~2014年，公司长期借款波动增长，年均复合增长59.86%；截至2014年底，公司长期借款3.45亿元，其中保证借款500.00万元，抵押借款3.40亿元。

有息债务方面，2012~2014年，公司有息债务规模波动增长。截至2014年底，公司全部债务5.52亿元，包括短期债务2.07亿元和长期债务3.45亿元。2012~2014年，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整体呈现波动上升趋势，三年加权平均值分别为26.54%、8.81%和5.72%，2014年底分别为30.06%、12.43%和8.15%。目前，公司有息债务负担轻。

图4 2012~2014年底公司债务指标



资料来源：审计报告

总体看，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，近年公司债务负担呈现波动增长趋势；随着公司承接建设更多道路项目，未来公司债务负担将持续上升，但目前公司整体债务压力较小，未来债务压力仍然可控。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入波动增长，年均复合增长74.90%，三年分别实现2.36亿元、10.10亿元和7.22亿元，主要是完工道路项目回购款，其他业务收入极少。由于公司营业收入确认模式固定，2012~2014年，公司营业成本波动趋势与营业收入相似，年均复合增长74.98%，故公司三年营业利润率变化不大，分别为16.77%、16.69%和16.70%。

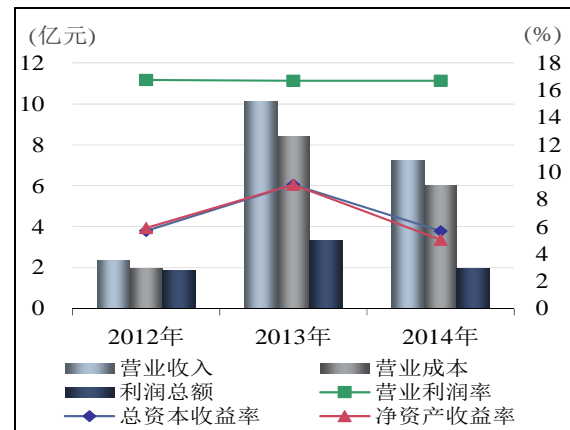
期间费用方面，2012~2014年，由于公司将部分利息支出资本化以及利息收入较多使得公司财务费用为负值，同时管理费用很少，因而公司期间费用金额为负数。

公司营业外收入全部为政府补贴收入，2012~2014年分别为1.27亿元、1.25亿元和0元，对利润总额的贡献率分别为67.49%、37.38%和0。

从盈利指标看，2012~2014年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈现波动下降趋势，三年加权平均值分别为6.71%和6.43%。

2014年公司净利润的下降使得上述两项指标下降至5.69%和5.05%，较上年分别下降3.39个百分点和4.02个百分点。公司整体盈利能力较弱。

图5 2012~2014年公司盈利指标



资料来源：审计报告

总体看，公司营业收入受项目回购金额影响较大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014年公司经营活动现金流入波动中有所下降，分别为2.47亿元、3.31亿元和2.26亿元。受公司实际收到回购资金的影响，近三年销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长；2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金2.12亿元。近三年收到其他与经营活动有关的现金波动下降，主要系2014年公司没有财政补贴资金收入；2014年，公司收到其他与经营活动有关的现金0.14亿元。2012~2014年，公司经营活动现金流出分别为2.93亿元、3.11亿元和6.21亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2014年，公司购买商品、接受劳务支付的现金6.16亿元。2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.46亿元、0.21亿元和-3.94亿元。

从收入实现质量看，2012~2014年，公司现金收入比较低，分别为30.24%、10.88%和29.41%，由于公司将项目回购款一次性确认收

入，而政府将按年支付回购资金，存在滞后性，故公司收现质量较差。

投资活动方面，2012~2014年，公司无投资活动现金流入，有少量的投资活动现金流出且全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，公司投资活动产生的现金流量净额较小，分别为-1.17万元、-6.37万元和-2.92万元。

筹资活动方面，2012~2014年，公司筹资活动现金流入分别为1.00亿元（取得借款收到的现金）、2.00亿元（其中，1.30亿元为长沙县政府以货币形式对公司增资1.00亿元和用货币资金0.30亿元置换公司原土地使用权，剩余0.70亿元为长沙县财政及相关政府单位2013年拨付给公司作为资本公积注入款）和4.47亿元（取得借款收到的现金）；筹资活动现金流出包括公司偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.63亿元、0.42亿元和3.79亿元。

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，公司的收现质量较差。此外，公司投资活动规模极小，筹资活动净流量较小。未来，公司将不断投入建设道路项目，其对外部融资需求会有所上升；考虑到回购资金的逐年到账，预计公司收现质量会有所好转。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率持续下降，分别为411.51%、319.64%和246.38%。2014年，由于流动负债增长较快，公司流动比率下降幅度较大。而受公司存货规模较大影响，公司速动比率处于较低水平，分别为9.45%、14.39%和11.33%。2012~2014年，公司经营性现金流动负债比分别为-5.49%、2.10%和-29.76%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力弱。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，2012~2014年，公司EBITDA分别为1.97亿元、3.47亿元和2.52亿元；公司全部债务/EBITDA三年分别为1.35倍、0.39倍和2.19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，但考虑到公司以后每年有稳定的现金流入（包括项目回购款和土地出让收益返还等）以及较大规模的土地资产，公司长期偿债能力较强。

或有负债方面，截至2014年底，公司对外担保总额1.51亿元，担保比率为3.89%，对外担保比率低。

截至2014年底，公司获得中国农业发展银行授信额度为1.35亿元，已全部使用完毕。总体看，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

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2015年4月14日，公司无未结清不良信贷信息；由于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，故公司存在已结清关注类贷款8笔，合计7500万元。

8. 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、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为7.00亿元，是2014年底公司长期债务的202.90%，是全部债务的

126.88%，对公司现有债务规模及债务结构影响很大。

截至 2014 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 30.06%、12.43%和 8.15%。以公司 2014 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至 37.89%、24.36%和 21.19%。本期债券的发行使得公司债务负担明显提升，但仍保持在适宜的范围之内。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券设立提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度分别偿还债券本金的 20%。根据本期债券的分期还款安排，本期债券发行后第 3~7 个计息年度末，公司每年需偿还债券本金 1.40 亿元。2012~2014 年，公司 EBITDA 值分别为 1.97 亿元、3.47 亿元和 2.52 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.28 倍、0.50 倍和 0.36 倍；2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量分别为 2.47 亿元、3.31 亿元和 2.26 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.35 倍、0.47 倍和 0.32 倍；2012~2014 年经营活动现金流量净额为-0.46 亿元、0.21 亿元和-3.94 亿元，2012 年和 2014 年公司经营活动现金流量净额为负值，对本期债券本息不具备保障能力。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，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。

3. 本期债券偿债资金来源

黄江大道道路工程项目和空港城大道道路工程项目投资额合计 196688.29 万元，项目建成后的经济效益主要来源于项目配套土地开发整理后的出让金收益返还。

根据《长沙县人民政府关于长沙县通途公路建设投资有限公司建设黄江大道道路工程

和空港城大道道路工程项目土地平衡措施的说明》（长县政函【2014】6 号），长沙县政府将已办理完成征收手续的三宗土地（合计面积 1397.18 亩，规划用途为商业住宅用地，其中地块一面积约 395.78 亩、地块二面积约 597.13 亩、地块三面积约 404.27 亩）交予公司整理，三宗土地位于长沙县暮云镇和黄兴镇；计划应在 2014~2015 年完成土地一的开发整理，2016~2017 年完成土地二的开发整理，2018~2019 年完成土地三的开发整理，并将所开发土地在整理完成后立即出让。长沙县财政将按上述三宗土地成交价的 60%直接拨付至公司；另 40%部分从中扣除 20.5%政策性资金（10%“廉租住房保障基金”、2%“农田水利建设资金”、4%“国有土地出让业务费”和 4.5%“农土资金”）后返还给公司，即长沙县政府将上述三宗土地的土地出让价的 91.8%逐步于 2015 至 2021 年分期拨付至公司作为土地开发整理收入（见表 10），用于支持上述项目的建设。上述三宗土地已获得红线图，土地红线外已达到“五通”，仅红线内场地尚未全部平整到位，后期土地开发成本由公司支付，但开发平整成本较低，预计每亩仅为 1-2 万元。由于公司没有土地收储职能，上述三宗土地不在公司账上，但后期公司投入的开发成本将计入公司的存货科目。上述三宗土地经整理后以商住用途进行出让，将为公司增加土地开发整理业务收入合计约 199931.75 万元（净收益），足以覆盖上述募投项目的总投资，从而保证本期债券本息的按时偿付。

近期，长沙县黄兴镇商住用地的成交价格 在 131-145 万元/亩范围内，长沙县暮云镇商住用地的成交价格在 112-145 万元/亩范围内，而公司对 2015~2021 年土地出让收益返还预测的土地成交价格为 155.88 万元/亩，此预测较为合理。

表 10 公司土地整理收益 (单位: 万元)

| 年度 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 合计 |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 返还收益 | 11571.61 | 11990.59 | 41243.29 | 37504.44 | 35022.53 | 32540.62 | 30058.67 | 199931.75 |

资料来源: 公司提供

表 11 近期长沙县黄兴镇和暮云镇出让地块情况 (单位: 万元/亩)

| 挂牌编号 | 成交时间 | 宗地位置 | 规划用途 | 容积率 | 成交价格 |
|------------------|------------|------------|---------------|-------------|--------|
| 长沙县国土网挂[2013]13号 | 2013.5.7 | 长沙县黄兴镇黄兴新村 | 批发零售用地(加油站用地) | 0.8≤FAR<1.0 | 124.20 |
| 长沙县国土网挂[2013]23号 | 2013.6.27 | 长沙县黄兴镇黄兴新村 | 商业住宅 | 1.0<FAR≤3.5 | 142.19 |
| 长沙县国土网挂[2013]30号 | 2013.6.28 | 长沙县黄兴镇黄兴新村 | 商业住宅 | 1.0<FAR≤3.5 | 145.31 |
| 长沙县国土网挂[2013]31号 | 2013.6.28 | 长沙县黄兴镇黄兴新村 | 商业住宅 | 1.0<FAR≤3.5 | 131.14 |
| 长沙县国土网挂[2013]68号 | 2013.12.24 | 长沙县暮云镇高云村 | 商业住宅 | 1.0<FAR≤2.5 | 127.47 |
| 长沙县国土网挂[2013]76号 | 2013.12.24 | 暮云镇中意二路 | 商业住宅 | 1.0<FAR≤2.8 | 112.11 |
| 长沙县国土网挂[2013]96号 | 2014.1.28 | 暮云镇高云村 | 商业住宅 | 1.0<FAR≤2.5 | 128.17 |
| 长沙县国土网挂[2013]95号 | 2014.4.3 | 暮云镇高云村 | 商业住宅 | 1.0<FAR≤2.5 | 145.53 |

资料来源: 公司提供

综上,长沙县政府回购资金和三宗土地整理收益返还作为偿债资金来覆盖本期债券本息,本期债券本金分期偿付安排、与偿债资金匹配情况分别见表 12、表 13。

表 12 本期债券本金分期偿付安排 (单位: 亿元)

| 存续期年度 | 应付本金 | 应付利息 | 应付本息合计 |
|-------|------|------|--------|
| 2016 | -- | 0.56 | 0.56 |
| 2017 | -- | 0.56 | 0.56 |
| 2018 | 1.40 | 0.56 | 1.96 |
| 2019 | 1.40 | 0.45 | 1.85 |
| 2020 | 1.40 | 0.34 | 1.74 |
| 2021 | 1.40 | 0.22 | 1.62 |
| 2022 | 1.40 | 0.11 | 1.51 |
| 合计 | 7.00 | 2.80 | 9.80 |

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

注: 年利率按 8% 测算

表 13 本期债券本息分期偿付与偿债资金匹配情况 (单位: 万元)

| 存续期年度 | 应付本息合计 | 偿债资金 | 对本息覆盖倍数 |
|-------|----------|-----------|---------|
| 2015 | -- | 11571.61 | -- |
| 2016 | 5600.00 | 11990.59 | 2.14 |
| 2017 | 5600.00 | 41243.29 | 7.36 |
| 2018 | 19600.00 | 37504.44 | 1.91 |
| 2019 | 18480.00 | 35022.53 | 1.90 |
| 2020 | 17360.00 | 32540.62 | 1.87 |
| 2021 | 16240.00 | 30058.67 | 1.85 |
| 2022 | 15120.00 | -- | -- |
| 合计 | 98000.00 | 199931.75 | 2.04 |

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

注: 年利率按 8% 测算

本期债券拟于 2015 年发行, 2016~2022 年为本期债券对应还本付息周期; 土地出让计划及出让净收益的返还将于 2015~2021 年底前完成, 可满足第二年本期债券还本付息的资金需求, 出现一定时间上的错配, 需要公司合理安排偿债资金。总体看, 根据长沙县政府就募投项目与公司签署的投资回购协议和长沙县政府出具的相关土地整理开发通知, 项目回购款和土地出让收益返还对本期债券偿还的覆盖程度尚可。但是, 土地出让的价格、进度受宏观环境、政策及城市规划影响波动性较大, 未来土地出让收益存在一定的不确定性。联合资信将密切关注政府支付相关回购资金以及上述三宗土地未来的出让情况。

十、债权保护条款分析

为维护本期债券投资者的权益, 公司与中信银行股份有限公司长沙分行 (以下简称“中信银行长沙分行”或“资金监管人”) 分别签署了《长沙县通途公路建设投资有限公司公司债券募集资金账户及资金监管协议》(以下简称“《募集资金监管协议》”)、《长沙县通途公

路建设投资有限公司公司债券之偿债账户及资金监管协议》（以下简称“《偿债资金监管协议》”）、《长沙县通途公路建设投资有限公司公司债券债权代理协议》（以下简称“《债权代理协议》”）和《长沙县通途公路建设投资有限公司公司债券流动性资金支持协议》（以下简称“《流动性支持协议》”）。

根据募集资金监管协议，公司将在中信银行长沙分行开立募集资金使用专项账户。公司针对本期债券募集资金设立的专项账户，并严格按照《长沙县通途公路建设投资有限公司公司债券募集说明书》（以下简称“《募集说明书》”）所陈述的资金用途使用本期债券的募集资金。

根据偿债资金监管协议，为了保证及时偿还到期债券本息，公司将在中信银行长沙分行开立偿债基金账户，用于偿债基金的接收、存储及划转。偿债基金只能以银行存款或银行协定存款的方式存放，并且仅可用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金。公司应在本期债券的付息日或兑付日（T日）前15个工作日（T-15工作日），按照《募集说明书》中确定的还本付息金额向偿债账户中划入当期偿债资金。

根据债权代理协议，为维护本期债券全体债券持有人的利益，公司聘请中信银行长沙分行作为公司发行的本期债券的债权代理人。债权代理人代表债券持有人监督公司依据法律、法规和《募集说明书》的规定享有各项权利、承担各项义务，按期支付本期企业债券的本金和利息。若公司未按《募集说明书》的规定及公司与登记托管机构的约定将到期的本期债券利息和/或本金划入登记托管机构指定的账户时，债权代理人应在得知该情形出现之日起的2个工作日内如实报告债券持有人。

联合资信关注到，上述协议中未明确信息通知条款，若公司未按《募集说明书》的规定及公司与登记托管机构的约定将到期的本期债券利息和/或本金划入登记托管机构指定的

账户时，本期债券主承销商、评级机构、投资者等中介机构及相关方可能无法及时获取相关信息。

根据流动性支持协议，当公司对本期债券本息偿付后发生资金流动性不足时，中信银行长沙分行根据公司申请，在国家法律法规和内部信贷政策及规章制度允许的情形下，按照银行内部规定程序进行评审，经银行相关信审机构审批同意给予公司不超过其当年应偿还本息总额的短期贷款额度，在公司每次将本期债券本息兑付资金划入偿债资金监管账户后3个工作日，且在公司的授信申请符合银行提供授信的全部条件后，将短期贷款资金拨付到公司结算账户中（具体金额以公司申请为准）。该资金仅用于补充公司为偿付本期债券本息而带来的营运资金缺口。中信银行长沙分行以上承诺不应视为中信银行长沙分行对公司的行为提供保证或其他形式的担保。

总体看，募集资金专项账户和偿债资金专项账户的监管、债权代理人的监督以及银行流动性贷款支持，能够在一定程度上加强本期债券本息偿还的安全性，对本期债券有一定的保障作用。

十一、 结论

长沙县通途公路建设投资有限公司是长沙县重要的道路基础设施投资建设管理主体，得到了长沙县政府在资本和资产注入、财政补贴、税收优惠政策等方面的有力支持。近年来，长沙县经济持续增长、财政收入水平快速提高，为公司发展创造了良好的外部环境。

近年公司资产规模保持稳定增长，资产构成以流动资产为主，存货和长期应收款占比较大，且存货中已抵押土地资产占比较高、长期应收款回收时间长，公司资产流动性弱；所有者权益以政府划转土地为主，其稳定性较好；负债以流动负债中的其他应付款为主，近年公司有息债务负担波动上升；随着公司承接建设

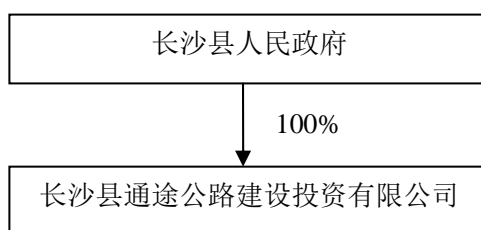
更多道路项目，未来公司债务负担仍有上升趋势；利润总额对政府财政补贴依赖较强，公司整体盈利能力较弱。

公司项目建设资金回笼对政府财政依赖程度高，未来大规模投资将增加公司资金和债务压力，但考虑到长沙县政府和相关政府单位对公司支持明确，本期债券募投的道路建设项目未来将由财政资金或土地出让收益来保障项目建设的资金投入和到期债务的还本付息等因素，总体来看，公司主体信用风险低。

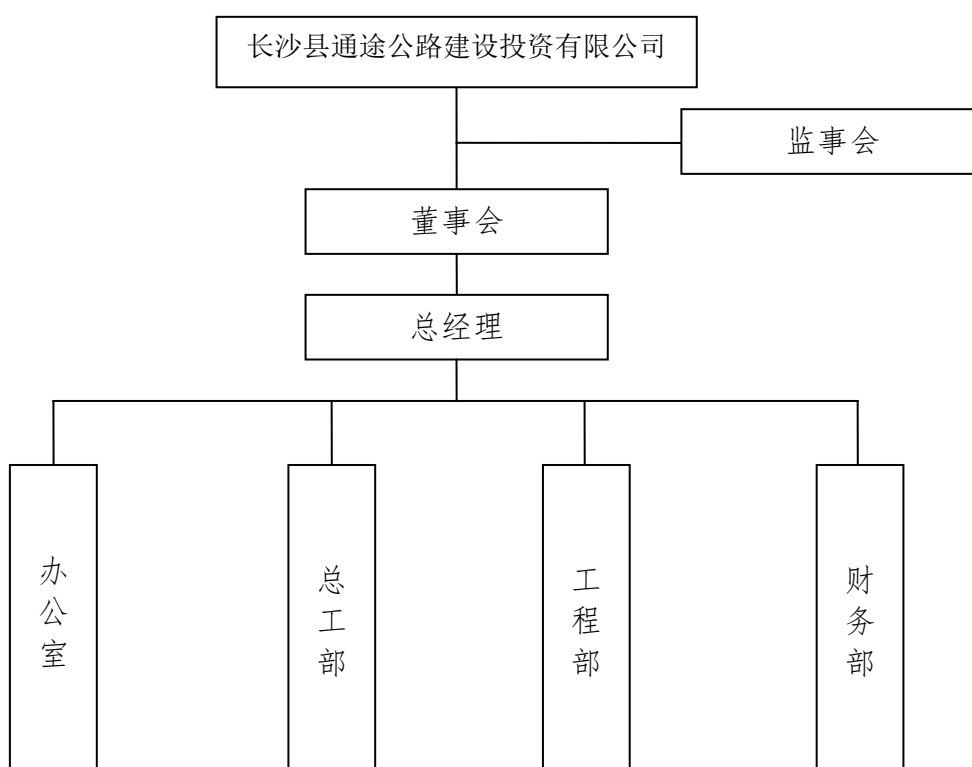
本期债券的发行对现有债务影响大，本期债券的偿付对政府回购款与土地出让收益返还依赖程度高。但本期债券设置的分期等额偿还条款将在一定程度上降低本期债券本息的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1-1 截至 2014 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2014 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产(亿元) | 0.61 | 1.24 | 1.08 |
| 资产总额(亿元) | 41.64 | 47.73 | 55.57 |
| 所有者权益(亿元) | 31.85 | 36.90 | 38.86 |
| 短期债务(亿元) | 1.30 | 0.30 | 2.07 |
| 长期债务(亿元) | 1.35 | 1.05 | 3.45 |
| 全部债务(亿元) | 2.65 | 1.35 | 5.52 |
| 营业收入(亿元) | 2.36 | 10.10 | 7.22 |
| 利润总额(亿元) | 1.88 | 3.35 | 1.96 |
| EBITDA(亿元) | 1.97 | 3.47 | 2.52 |
| 经营性净现金流(亿元) | -0.46 | 0.21 | -3.94 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数(次) | -- | -- | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.08 | 0.26 | 0.20 |
| 总资产周转次数(次) | 0.08 | 0.23 | 0.14 |
| 现金收入比(%) | 30.24 | 10.88 | 29.41 |
| 营业利润率(%) | 16.77 | 16.69 | 16.70 |
| 总资本收益率(%) | 5.70 | 9.08 | 5.69 |
| 净资产收益率(%) | 5.90 | 9.07 | 5.05 |
| 长期债务资本化比率(%) | 4.07 | 2.77 | 8.15 |
| 全部债务资本化比率(%) | 7.68 | 3.53 | 12.43 |
| 资产负债率(%) | 23.51 | 22.70 | 30.06 |
| 流动比率(%) | 411.51 | 319.64 | 246.38 |
| 速动比率(%) | 9.45 | 14.39 | 11.33 |
| 经营现金流动负债比(%) | -5.49 | 2.10 | -29.76 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 1.35 | 0.39 | 2.19 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数(倍) | 0.35 | 0.47 | 0.32 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数(倍) | -0.07 | 0.03 | -0.56 |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 0.28 | 0.50 | 0.36 |

附件3 有关计算指标的计算公式（新准则）

| 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/营业收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+费用化利息支出)/(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% |
| 本期债券偿债能力 | |
| EBITDA/本期发债额度 | EBITDA/本期发债额度 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额 |

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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 长沙县通途公路建设投资有限公司 2015年度7亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

长沙县通途公路建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。长沙县通途公路建设投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，长沙县通途公路建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注长沙县通途公路建设投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现长沙县通途公路建设投资有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如长沙县通途公路建设投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送长沙县通途公路建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

