信用评级公告

联合〔2021〕4647号

联合资信评估股份有限公司通过对梅溪湖投资（长沙）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持梅溪湖投资（长沙）有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“20梅溪湖债/20梅溪湖”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）:（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

梅溪湖投资（长沙）有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
梅溪湖投资（长沙）有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
湖南湘江新区发展集团有限公司	AAA_{pi}	稳定	AAA_{pi}	稳定
20梅溪湖债/20梅溪湖	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20梅溪湖债/20梅溪湖	14.00亿元	14.00亿元	2025/06/24

注："20梅溪湖债/20梅溪湖"到期兑付日按首个行权日测算；上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月23日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1－F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

梅溪湖投资（长沙）有限公司（以下简称"公司"）是湖南湘江新区（以下简称"湘江新区"）内梅溪湖国际新城片区的唯一的土地整理和运营开发主体。跟踪期内，长沙市和湘江新区经济保持增长，公司外部发展环境良好；公司业务保持区域专营优势，并持续获得财政补贴等外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称"联合资信"）也关注到，跟踪期内，公司资产流动性较弱、面临较大的短期偿债压力以及或有负债风险等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着长沙市和湘江新区经济的发展，公司有望持续获得有力的政府支持，公司未来经营规模或将保持稳定。

"20梅溪湖债/20梅溪湖"由湖南湘江新区发展集团有限公司（以下简称"湘江集团"）提供无条件全额不可撤销连带责任担保。经联合资信评定，湘江集团主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望稳定。湘江集团担保实力极强，其担保显著提升了"20梅溪湖债/20梅溪湖"本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持"20梅溪湖债/20梅溪湖"的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**2020年，长沙市和湘江新区分别实现地区生产总值12142.52亿元和2511.32亿元，按可比价计算，分别同比增长4.0%和4.0%。2020年，湘江新区固定资产投资总额同比增长6.4%；规模以上工业增加值同比增长5.1%。跟踪期内，长沙市和湘江新区经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **跟踪期内，公司业务保持区域专营优势。**跟踪期内，公司仍是梅溪湖国际新城片区唯一的土地整理和运营开发主体。
3. **跟踪期内，公司继续获得政府支持。**2020年，公司获得政府补贴0.15亿元。
4. **增信措施。**湘江集团对"20梅溪湖债/20梅溪湖"提供无条件全额不可撤销连带责任担保，显著增强了"20

担保方评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AAA_{pi}
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

程泽宇（登记编号：R0150220120042）

高志杰（登记编号：R0150220120076）

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

梅溪湖债/20 梅溪湖”的偿付安全性。

关注

1. **跟踪期内，公司资产流动性较弱。**截至 2020 年底，公司应收类款项和存货占资产总额 75.80%。公司资产流动性较弱。
2. **跟踪期内，公司面临较大的短期偿债压力。**截至 2020 年底，公司现金短期债务比 0.36 倍，公司面临较大的短期偿债压力。
3. **跟踪期内，公司面临一定或有负债风险。**截至 2020 年底，公司对外担保余额为 20.18 亿元，担保比率为 21.12%，被担保企业主要是当地国有企业，目前经营情况正常，公司面临一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	5.61	12.35	2.36
资产总额（亿元）	221.87	243.06	247.04
所有者权益（亿元）	93.92	96.74	95.54
短期债务（亿元）	10.80	12.24	6.53
长期债务（亿元）	35.15	31.89	28.75
全部债务（亿元）	45.95	44.13	35.28
营业收入（亿元）	13.53	13.99	13.92
利润总额（亿元）	2.82	7.48	3.61
EBITDA（亿元）	2.86	7.98	4.30
经营性净现金流（亿元）	-2.71	13.47	3.23
营业利润率（%）	5.68	-10.59	28.82
净资产收益率（%）	2.69	5.23	3.68
资产负债率（%）	57.67	60.20	61.33
全部债务资本化比率（%）	32.85	31.33	26.97
流动比率（%）	217.66	194.61	180.10
经营现金流动负债比（%）	-3.46	13.68	3.03
现金短期债务比（倍）	0.52	1.01	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.66	1.73	1.08
全部债务/EBITDA（倍）	16.07	5.53	8.20
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	213.99	219.07	222.67
所有者权益（亿元）	88.93	88.91	88.02
全部债务（亿元）	39.06	30.77	19.77
营业收入（亿元）	13.18	13.30	13.17
利润总额（亿元）	1.92	4.88	3.86
资产负债率（%）	58.44	59.42	60.47
全部债务资本化比率（%）	30.52	25.71	18.34
流动比率（%）	211.95	189.83	180.80
经营现金流动负债比（%）	-4.47	26.09	1.36

注：本报告合并口径其他应付款中付息项已纳入短期债务核算；长期应付款中付息项已纳入长期债务核算。

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 梅溪湖债/20 梅溪湖	AAA	AA+	稳定	2020/05/29	许狄龙 徐佳	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由梅溪湖投资（长沙）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

梅溪湖投资（长沙）有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于梅溪湖投资（长沙）有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，湖南湘江新区发展集团有限公司（以下简称“湘江集团”）为公司唯一股东，长沙市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“长沙市国资委”）为公司实际控制人。截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本仍为 50.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，仍为湘江新区内梅溪湖国际新城片区的唯一的土地整理和运营开发主体。截至 2020 年底，公司本部内设 13 个职能部室，包括综合管理部、人力资源部、运营管理部、财务管理部、招标采购部、成本管理部、规划设计部、工程建设部和综合治理办公室等；公司合并范围内有子公司 5 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 247.04 亿元，所有者权益 95.54 亿元（其中少数股东权益 108.25 万元）；2020 年，公司实现营业收入 13.92 亿元，利润总额 3.61 亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市岳麓区天顶街道环湖路 1177 号方茂苑第十三栋（湘江集团大厦）第 30、31 楼；法定代表人：胡斌。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信所评存续债券包括“20 梅溪湖债/20 梅溪湖”，债券余额 14.00 亿元，详情见表 1。

表 1　截至 2021 年 5 月底公司存续债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 梅溪湖债/20 梅溪湖	14.00	14.00	2020/06/24	5+2

资料来源：联合资信整理

“20 梅溪湖债/20 梅溪湖”，募集资金 14.00 亿元，期限 7 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至 2021 年 6 月 22 日，尚未到付息日。

募集资金全部用于梅溪湖雷锋科技城保障性住房项目（以下简称“保障房项目”或“募投项目”）建设。募投项目拟建设期为 3 年，自 2015 年 8 月起至 2018 年 7 月，由于规划调整实际建设进度晚于计划，实际于 2019 年 3 月开工建设，跟踪期内尚未完工；截至 2020 年底已完成投资 14.01 亿元，雷锋村地块保障房项目和桥头铺地块村保障房项目已完成建设任务并交房，已完成投资共计 10.36 亿元，累计实现收入 5.35 亿元；坪山村保障房项目累计已完成投资 3.65 亿元。截至 2021 年 5 月底，募集资金已全部使用完毕。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策

1　文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017－2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；

固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型

基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，长沙市和湘江新区经济保持增长，为公司发展提供良好的外部环境。

（1）长沙市

根据《长沙市 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，长沙市实现地区生产总值 12142.52 亿元，按可比价计算，同比增长 4.0%。分产业看，第一产业增加值 423.46 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 4739.27 亿元，增长 5.0%；第三产业增加值 6979.79 亿元，增长 3.3%。第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 2.7%、50.7%和 46.6%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 3.5%、39.0%和 57.5%。

2020 年，长沙市规模以上工业增加值增长 5.1%；全年固定资产投资比上年增长 6.2%。其中，民间投资增长 2.9%。分投资方向看，工业投资增长 3.9%，民生工程投资增长 15.2%，基础设施投资增长 4.5%，高新技术产业投资增长 24.5%。

（2）湖南湘江新区

2020 年，湘江新区实现地区生产总值 2511.32 亿元，按可比价计算，同比增长 4.0%。其中，第一产业实现增加值 62.57 亿元，第二产业 1114.24 亿元，第三产业 1334.52 亿元，同比变动率分别为 3.2%、4.4%和 3.7%；固定资产投资总额同比增长 6.4%；规模以上工业增加值同比增长 5.1%；商品房销售额和社会消费品零售总额分别为 971.71 亿元和 1157.24 亿元，同比变动率分别为-0.9%和-2.0%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司唯一股东仍为湘江集团，实际控制人仍为长沙市国资委。截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司业务保持区域专营优势。

跟踪期内，公司仍是梅溪湖国际新城片区唯一的土地整理和运营开发主体，负责运营和开发的梅溪湖国际新城系湘江新区核心区域，承担土地整理与开发、基础设施建设和安置房建设等职能，在梅溪湖国际新城片区内保持专营优势。

3. 外部支持

跟踪期内，长沙市一般公共预算收入小幅增长，财政自给能力较好；公司继续获得一定的政府补贴。

根据长沙市财政局公布的数据，2020 年，长沙市完成一般公共预算收入 1100.09 亿元，增长 3.00%；完成政府性基金预算收入 1093.41 亿元，比上年增加 234.20 亿元，增长 27.26%。完

成一般公共预算支出 1480.24 亿元，比上年增加 54.26 亿元，增长 3.81%，财政自给率 74.32%，财政自给能力较好。完成政府性基金预算支出 1328.58 亿元，增长 40.45%。截至 2020 年底，长沙市政府债务余额 2222.48 亿元。

2020 年，公司继续获得政府补贴 0.15 亿元，计入“其他收益”。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司无已结清和未结清不良信贷，信贷履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91430104694038635Y），截至 2021 年 4 月 25 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，信用记录良好。

截至 2021 年 6 月 21 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七. 管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化。

八. 经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入基本保持稳定，营业收入构成未发生变化。得益于土地开发业务毛利率上升，公司综合毛利率大幅增长并由负转正。

2020 年，公司实现营业收入 13.92 亿元，较上年基本保持稳定。其中，土地开发收入 12.88 亿元，占比 92.53%，其他业务收入占比 7.47%。公司营业收入构成未发生明显变化。

毛利率方面，公司土地开发收入毛利率大幅增长并由负转正，主要系 2020 年出让梅溪湖一期协议外项目土地，确认土地出让收入 5.40 亿元，该部分土地存在溢价，故毛利率增长明显。得益于土地开发业务毛利率上升，公司综合毛利率较上年增至 25.10%。

表 4 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发收入	13.18	94.23	-15.73	12.88	92.53	23.52
其他业务收入	0.81	5.77	94.51	1.04	7.47	92.71
合计	**13.99**	**100.00**	**-9.36**	**13.92**	**100.00**	**25.10**

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）梅溪湖片区开发

跟踪期内，公司仍通过自主或合作开发的形式承担梅溪湖片区的土地整理与开发、基础设施建设和安置房建设等。梅溪湖一期协议内项目、高新区东方红路南段片区项目、梅溪湖一期协议外项目均已完工，并完成大部分土地出让；梅溪湖二期项目仍在开发中。

梅溪湖片区开发业务主要由湘江新区管委会根据《长沙市总体规划（2003－2020）》（2014 年修订）并结合湘江新区自身发展情况，对梅溪湖国际新城区做出规划后，由公司承担梅溪湖片区开发职能，收益主要来自于片区内的土地一级开发业务，土地达到出让条件后经由“招拍挂”方式进行出让，公司按照相应协议约定获得收益分成。

公司承接的开发项目包括梅溪湖一期协议内项目、高新区东方红路南段片区项目、梅溪湖一期协议外项目、梅溪湖二期项目、公益性项目和自建项目。截至 2020 年底，梅溪湖一期协议内项目、高新区东方红路南段片区项目、梅溪湖一期协议外项目均已完工，并完成大部分土地

出让；梅溪湖二期项目正在开发中。

表 5　2020 年公司项目收入情况（单位：亿元）

项　目	2020 年收入	累计收入	累计收到回款	合作方名称
梅西湖一期协议内项目	0.80	8.68（土地增值收益）	--	中国金茂、上海金茂
高新区东方红路南段片区项目	--	11.44	19.28	高新区土储中心
梅溪湖二期项目	6.68	35.68	93.61	兴茂公司和长沙兴茂
梅西湖一期协议外项目	5.40	26.94	35.91	上号金茂
合　计	**12.88**	**82.74**	**148.80**	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

梅溪湖一期协议内项目

跟踪期内，公司仍与湘江新区管委会、中国金茂（集团）有限公司（以下简称“中国金茂”）和上海金茂经济开发有限公司（以下简称“上海金茂”）四方共同开发梅溪湖一期协议内约 11452.00 亩的土地。中国金茂主要负责投入拆迁安置金和土地整理金、上海金茂负责工程具体实施、公司仍主要负责梅溪湖一期协议内片区前期建设项目的开发，办理片区开发建设相关的批复性文件，并负责开发完成后对项目进行维护和保修。开发完成后，公司获得土地增值收益的 4.8%，中国金茂和上海金茂获得土地增值收益的 92.00%，其余增值收益由管委会获得。同时，公司仍受高新区土地储备分中心（以下简称“高新区土储中心”）委托，负责建设梅溪湖保障性住房一期和梅溪湖保障性住房二期，用于安置项目片区内住户（募投项目）。

截至 2020 年底，梅溪湖一期协议内项目可供出让土地面积 4064.59 亩，公司实际已完成土地出让 3993.51 亩，待出让面积 71.08 亩，累计收到土地出让增值收益 8.68 亿元；公司已于 2011－2013 年陆续收到前期建设项目成本返还 27.28 亿元。截至 2020 年底，前期建设项目已基本完工，并结转成本。收入确认方面，梅溪湖一期协议内项目收入包括土地出让增值收益和前期建设项目收入（按照湘江新区管委会验收情况结转收入）。2020 年，公司梅溪湖一期协议内项目实现收入 0.80 亿元，全部为土地增值收益。

高新区东方红路南段片区项目

跟踪期内，公司仍与高新区土储中心合作开发高新区东方红路南段片区项目内约 1021.31 亩的土地，由高新区土储中心提供土地，公司负责投入全部开发资金（土地结转后由湘江新区管委会返还土地开发成本）。截至 2020 年底已投入 8.51 亿元，预计后续还需投入 0.89 亿元。

截至 2020 年底，高新区东方红路南段片区项目可供出让土地面积 692.25 亩，公司实际已完成土地出让 684.95 亩，待出让面积为 7.30 亩。收入确认方面，高新区东方红路南段片区项目按照完工百分比法进行收入确认，截至 2020 年底，公司累计确认收入 11.44 亿元，累计收到回款 19.28 亿元。

梅溪湖二期项目

因受到土地利用规划、控制性详细规划及产业定位调整等因素的影响，跟踪期内，公司与北京兴茂置业有限公司（以下简称“兴茂公司”）和长沙兴茂投资有限公司（以下简称“长沙兴茂”）签订的《梅溪湖国际服务和科技创新城（二期）开发协议》仍处于终止状态。协议终止期间，仍由公司独立开发梅溪湖二期项目，土地出让后，公司获得土地成本返还并享受土地增值的 60%。

截至 2020 年底，梅溪湖二期项目内可供出让土地面积为 4910.00 亩，已实际出让 1363.43 亩，待出让面积为 3546.57 亩；项目已投入 158.83 亿元，其中兴茂公司已投入 41.51 亿元，公司投入 117.32 亿元。收入确认方面，2020 年，公司实现梅溪湖二期项目收入 6.68 亿元。截至 2020 年底，公司累计确认收入 35.68 亿元，累计收到回款 93.61 亿元（含兴茂公司投入 41.51

亿元）。

梅溪湖一期协议外项目

梅溪湖一期协议外项目可供出让土地共计794.25 亩，分为两部分进行开发投资。其中，569.66 亩可供出让土地由公司独立投资开发，土地出让后，公司得到成本返还并获取 60%的土地增值收益；剩余可供出让土地由公司和上海金茂进行共同开发并共享收益。

截至 2020 年底，梅溪湖一期协议外项目土地已全部完成出让。该项目计划总投资 31.48 亿元，累计已完成投资 22.94 亿元；2020 年实现项目收入 5.40 亿元，累计确认营业收入 26.94 亿元，累计收到回款 35.91 亿元。

公益性项目

跟踪期内，公司仍承担梅溪湖片区内部分公益性项目的建设，建设资金由湘江新区管委会划拨至公司，计入公司“专项应付款”，项目工程款计入“存货-开发成本”。

截至 2020 年底，公司承担的公益性项目计划总投资 12.50 亿元，已完成投资 8.96 亿元；已收到政府划入的专项资金 9.75 亿元，其中项目建设资金 8.81 亿元，国有资本收益返还 0.94 亿元。

（2）产业投资

公司通过参股形式参与了金融、房地产等领域的投资。跟踪期内，公司投资收益为负。

金融股权方面，公司出资 2.57 亿元参股湖南株洲珠江农村商业银行股份有限公司和湖南临湘农村商业银行股份有限公司，持股比例分别为 15.00%和 10.00%；实业投资方面，公司主要以货币形式出资，通过参股形式与其他公司进行合作，并按照持股比例获取投资收益或股东分红。截至 2020 年底，公司产业投资总额 4.90 亿元。

表 6　截至 2020 年底公司产业投资情况（单位：%、亿元）

公司名称	类别	持股比例	计划出资额	已出资额	合作方名称
长沙绿地梅溪湖置业有限公司	实业股权	30.00	1.35	1.20	绿地地产集团长沙置业有限公司
祥源梅溪湖文化旅游发展有限公司	实业股权	30.00	0.30	0.30	祥源凤凰旅游发展有限公司
长沙和拓房地产开发有限公司	实业股权	30.00	0.06	0.06	重庆潇湘实业有限公司
湖南中交梅溪湖综合管廊开发有限公司	实业股权	10.00	0.32	0.32	中交隧道工程局
长沙梅溪湖金悦置业有限公司	实业股权	30.00	0.45	0.45	长沙金茂置业有限公司
湖南株洲珠江农村商业银行股份有限公司	金融股权	15.00	2.13	2.13	--
湖南临湘农村商业银行股份有限公司	金融股权	10.00	0.44	0.44	--
合计	--	--	**5.05**	**4.90**	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2020 年，公司取得投资收益-3826.24 万元；同期获得分红 2376.48 万元。

表 7　公司产业投资取得投资收益和股东分红情况（单位：万元）

公司名称	2019 年		2020 年	
	投资收益	股东分红	投资收益	股东分红
长沙绿地梅溪湖置业有限公司	-48.56	0.00	-983.77	0.00
祥源梅溪湖文化旅游发展有限公司	-65.06	0.00	-2228.43	0.00
长沙和拓房地产开发有限公司	-6.12	0.00	-1300.09	0.00
湖南中交梅溪湖综合管廊开发有限公司	-4.38	0.00	34.80	0.00
长沙梅溪湖金悦置业有限公司	359.61	1200.00	-632.27	1200.00
湖南株洲珠江农村商业银行股份有限公司	1333.67	240.00	1418.39	900.00
湖南临湘农村商业银行股份有限公司	524.20	540.00	-134.87	276.48
合计	**2093.36**	**1980.00**	**-3826.24**	**2376.48**

注：长沙绿地梅溪湖置业有限公司的投资收益不包括公司出售其股权取得的投资收益
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入有所增长，为公司收入和利润形成补充，其他业务毛利率变动不大。

公司资产运营及物业租赁业务主要由子公司湖南梅溪湖国际广场置业有限公司负责，通过将三栋写字楼进行出租收取租金，以及对梅溪湖国际新城进行维护收取物业管理费用，上述收入为公司收入和利润形成一定补充。跟踪期内，公司其他业务毛利率变动不大。

3. 未来发展

公司当前业务主要是依靠湘江新区管委会对梅溪湖片区的规划进行，业务运营自主性不强；目前投资开发的建设项目主要依靠自有资金投资，存在一定融资压力。近年来，梅溪湖国际新城片区土地出让单价上涨快，公司目前可供出让土地面积大，若按目前土地出让单价来看，未来土地出让收入可观。

此外，公司基于梅溪湖片区丰富的开发经验，积极向梅溪湖片区西部和南部进行拓展。

伴随湘江新区的发展，作为核心区域的梅溪湖片区也将快速发展，公司未来将以梅溪湖片区土地开发为依托，承接除土地开发外更多的优质项目，并延伸自身业务板块，形成多元发展的业务格局。

九. 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2020年，公司出资设立了3家子公司，注销了1家子公司。截至2020年底，公司合并范围内共5家子公司。跟踪期内，公司合并范围变动涉及子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有增长，资产结构基本稳定。公司应收类款项和存货占比仍大。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 247.04 亿元，较上年底增长 1.64%大。其中，流动资产占 77.92%，非流动资产占 22.08%。公司资产以流动资产为主。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.35	5.08	2.36	0.96
其他应收款	42.19	17.36	29.56	11.97
存货	135.01	55.55	157.01	63.56
流动资产	**191.73**	**78.88**	**192.50**	**77.92**
长期股权投资	7.64	3.14	7.27	2.94
投资性房地产	21.36	8.79	46.26	18.72
在建工程	21.97	9.04	0.66	0.27
非流动资产	**51.32**	**21.12**	**54.54**	**22.08**
资产总额	**243.06**	**100.00**	**247.04**	**100.00**

注：尾差系四舍五入所致；其他应收款不包括应收利息和应收股利。
资料来源：根据公司审计报告整理

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 192.50 亿元，较上年底增长 0.40%，较上年底变化不大。公司流动资产主要由其他应收款和存货构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 2.36 亿元，较上年底下降 80.85%，主要系提前偿还长期债务所致。其中受限资金 502.97 万元，为保函保证金。

截至 2020 年底，公司应收账款 0.68 亿元，较上年底增长 5.10%，主要为应收项目建设款，其中应收湖南湘江新区管理委员会 0.60 亿元[3]，账龄 5 年，占应收账款的 88.24%，集中度较高。

截至 2020 年底，公司其他应收款 29.56 亿元，较上年底下降 29.93%，主要系收回与湘江集团的往来款所致。公司采用账龄分析法计提坏账准备 204.55 万元，计提比例为 0.07%。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内的占 67.00%，1~2 年的占 0.47%，2~3 年的占 0.04%，5 年以上的占 32.49%。前 5 名合计金额占其他应收款的 96.48%，集中度很高，主要为与湘江集团的往来款（占 64.31%），回收风险不大，但对公司资金形成一定占用。

表 9　截至 2020 年底其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

往来单位	金额	款项性质	占其他应收款比例	账龄
湖南湘江新区发展集团有限公司	19.01	往来款	64.31	1 年以内，1～2 年及 3～4 年
长沙梅溪湖金晟置业有限公司	5.01	往来款	16.95	1 年以内，1～2 年及 3～4 年
湖南正湘置业有限公司[4]	2.63	项目合作款	8.90	1 年以内，1～2 年
长沙和拓房地产开发有限公司	1.30	项目合作款	4.40	1 年以内，1～2 年
湖南梦想置业开发有限公司	0.57	往来款	1.93	1 年以内，1～2 年
合　计	**28.52**	**--**	**96.48**	**--**

注：合计差异系四舍五入造成
资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司存货 157.01 亿元，较上年底增长 16.29%，主要系项目开发成本增长所致。其中，项目开发成本 157.01 亿元，主要为梅溪湖片区一期协议内、一期协议外和梅溪湖二期的开发成本。公司存货未计提跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 54.54 亿元，较上年底增长 6.27%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 7.27 亿元，较上年底下降 4.86%，主要系权益法下确认的投资损益有所减少所致。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 46.26 亿元，较上年底增长 116.59%，主要系在建工程中文化艺术中心工程项目达到可使用状态后转入本科目所致。

截至 2020 年底，公司在建工程 0.66 亿元，较上年底下降 96.99%，主要系文化艺术中心工程建成转出所致。该项目计划总投资 27.59 亿元，已完成投资 21.94 亿元；已收到湘江新区管委会的财政拨款 22.00 亿元。

截至 2020 年底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）占资产总额的比重为 12.24%，应收类款项主要为应收政府单位及国有企业的项目建设款、往来款及保证金等，回收期限存在不确定性；此外，公司存货规模较大。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 21.42 亿元，为受限投资性房地产和少量货币资金（保证金），占资产总额比重为 8.67%，公司受限资产规模一般。

3.　资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益略有下降，构成变动不大，公司所有者权益稳定性尚可，权益质量较好。

截至 2020 年底，公司所有者权益 95.54 亿元，较上年底略有下降 1.25%，较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司实收资本 50.00 亿元，较上年底无变化。

截至 2020 年底，公司资本公积 29.94 亿元，较上年底增加 0.12 亿元，主要系按照长沙市国资委要求，本期公司将 2017 年国有资本经营预

[3] 应收湘江新区管委会 0.60 亿元系因为梅溪湖片区内一个单体项目，截止 2020 年底，资金仍未到位，故公司将此笔资金记在应收账款。

[4] 湖南正湘置业有限公司已被法院列为失信被执行企业，与其的其他应收款系为了响应政府维稳，先行垫资替政府承接，后续会逐步收回这笔款项。

算支出资金所形成的未分配利润 0.12 亿元转增资本公积所致。

截至 2020 年底，公司未分配利润 13.56 亿元，较上年底下降 11.31%，主要系提取法定盈余公积、股东分配和转增资本公积所致。

在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 52.34%、31.34%和 14.20%。所有者权益结构稳定性尚可，权益质量较好。

表10　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	50.00	51.68	50.00	52.34
资本公积	29.82	30.82	29.94	31.34
盈余公积	1.63	1.69	2.02	2.11
未分配利润	15.30	15.81	13.56	14.20
所有者权益合计	**96.74**	**100.00**	**95.54**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，仍以长期债务为主，公司整体债务负担较轻，短期偿债压力较大，集中兑付压力不大。

截至 2020 年底，公司负债总额 151.50 亿元，较上年底增长 3.55%，主要系应付账款、其他应付款和应付债券增长所致。其中，流动负债占 70.55%，非流动负债占 29.45%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 11　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	7.67	5.24	9.81	6.48
预收款项	76.44	52.24	78.02	51.50
其他应付款	0.92	0.63	13.49	8.91
一年内到期的非流动负债	10.78	7.37	0.39	0.25
流动负债	**98.52**	**67.34**	**106.88**	**70.55**
长期借款	19.44	13.29	2.40	1.58
应付债券	12.45	8.51	26.35	17.39
专项应付款	11.41	7.80	11.30	7.46
非流动负债	**47.79**	**32.66**	**44.62**	**29.45**
负债总额	**146.31**	**100.00**	**151.50**	**100.00**

注：其他应付款不含应付利息和应付股利；
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司流动负债 106.88 亿元，较上年底增长 8.49%，主要系应付账款、预收款项和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 3.00 亿元，较上年底增长 455.56%，全部为保证借款。

截至 2020 年底，公司应付账款 9.81 亿元，较上年底增长 28.02%，主要系应付工程设备款增长所致。

截至 2020 年底，公司预收款项 78.02 亿元，较上年底增长 2.06%，较上年底变化不大。主要为预收长沙兴茂项目合作款以及预收土地返还款。

截至 2020 年底，公司其他应付款 13.49 亿

元，较上年底增长 1371.92%，主要系新增与湘江集团的往来款所致。公司其他应付款欠款金额前 5 名占比 93.46%，包括与湘江集团往来款 6.74 亿元、与湖南华年文化旅游投资有限公司往来款 5.00 亿元等；账龄在 1 年内的其他应付款为 13.11 亿元，账龄偏短。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 0.39 亿元，较上年底下降 96.43%,全部为一年内到期的长期借款。

截至 2020 年底，公司非流动负债 44.62 亿元，较上年底下降 6.64%，主要系长期借款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 2.40 亿元，较上年底下降 87.66%，主要系公司优化债务结构，提前偿还长期借款所致。公司长期借款全部为信用借款。

截至 2020 年底，公司应付债券 26.35 亿元，较上年底增长 111.74%，主要系发行“20 梅溪湖债/20 梅溪湖”所致。

截至 2020 年底，公司专项应付款 11.30 亿元，较上年底下降 0.94%，较上年底变化不大，系政府划拨的公益性专项资金。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 35.28 亿元，较上年底下降 20.05%。债务结构方面，短期债务占 18.51%，长期债务占 81.49%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 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 61.33%、26.97%和 23.13%，较上年底分别提高 1.13 个百分点、下降 4.36 个百分点和下降 1.66 个百分点。公司债务负担较轻。

从有息债务期限结构看，2021 年、2022 年、2023 年、2024 年、2025 年及以后，公司到期有息债务规模分别为 6.53 亿元、0.26 亿元、4.98 亿元、0.28 亿元和 23.23 亿元，公司集中兑付压力一般。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业利润率涨幅明显，期间费用控制能力强，盈利能力强。

2020 年，公司实现营业收入 13.92 亿元，同比下降 0.50%；同期，营业成本 9.72 亿元，同比下降 36.44%，高于营业收入降幅；受营业成本下降影响，公司营业利润率为 28.82%，同比提高 39.41 个百分点。

2020 年，公司费用总额为 0.80 亿元，同比增长 2.72%，同比变化不大，主要由管理费用和财务费用构成。2020 年，公司期间费用率为 5.75%，同比提高 0.18 个百分点，公司期间费用控制能力强。

2020 年，公司实现投资收益 0.23 亿元，同比下降 97.61%，主要系 2019 年公司出售了子公司绿地梅溪湖置业 70%的股权取得了较大金额的投资收益，本期无处置长期股权投资收益；公司其他收益和营业外收入分别为 0.15 亿元和 0.05 亿元，主要为政府补贴；2020 年，公司利润总额 3.61 亿元，同比下降 51.79%，主要系本期未产生投资净收益所致。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.16%、3.68%，同比分别下降 0.77 个和下降 1.55 个百分点。跟踪期内，公司盈利能力强。

5. 现金流分析

2020 年，由于公司进一步大力投入梅溪湖片区的开发，公司经营活动现金流净流入规模有所缩减；公司收现质量好。公司投资活动规模较小。公司筹资活动现金净流出且金额进一步扩大，公司面临较大的筹资压力。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入量为 65.48 亿元，同比增长 9.82%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.14 亿元，为收到的财政项目回款；收到其他与经营活动有关的现金规模较大，为 51.34 亿元，主要系往来款增长所致。经营活动现金流出量为 62.25 亿元，同比增长 34.87%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 32.66 亿元，同比增长 91.42%，主要系 2020 年公司加大梅溪湖片区开发力度，项目投入增加所致；支付其他与经营活动有关

的现金 28.63 亿元，主要为往来款。2020 年，公司经营活动现金流仍为净流入，但规模有所缩减，为 3.23 亿元。从收入实现质量指标看，公司现金收入比为 101.62%，收现质量好。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入量为 7.30 亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金 6.13 亿元，主要为项目合作款。公司投资活动现金流出量规模较小，为 2.26 亿元，同比下降 75.33%。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 1.72 亿元。2020 年，公司投资活动现金流仍为净流入，且规模有所增大，为 5.04 亿元。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，取得借款收到的现金同比增长 394.62%。同期，公司筹资活动现金流出 37.54 亿元，主要为偿还借款本金及利息支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金流仍为净流出，且金额扩大，为-17.74 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力均较弱，并面临一定或有负债风险；公司间接融资渠道亟待拓宽。考虑到公司的区域地位及湘江集团和新区政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2020 年底公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 180.10%和 33.20%，较上年底分别下降 14.51 个百分点和下降 24.37 个百分点；经营现金流动负债比为 3.03%。截至 2020 年底，公司现金短期债务比 0.36 倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2020 年公司 EBITDA 下降至 4.30 亿元，构成上以利润总额为主（占 90%以上）。公司全部债务/EBITDA 倍数增长至 8.20 倍，EBITDA 利息倍数降至 1.08 倍，公司长期偿债能力较弱。

截至 2020 年底，公司对外担保余额为 20.18 亿元，担保比率为 21.12%，被担保企业主要是当地国有企业，目前经营情况正常，公司存在一定或有负债风险。

截至 2020 年底，公司获得的各银行授信总额为 41.10 亿元，已使用授信额度 37.10 亿元，尚未使用额度为 4.00 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司资产和营业收入主要来源于母公司，母公司整体债务负担较轻。

母公司财务方面，截至 2020 年底，母公司资产总额 222.67 亿元，较上年底增长 1.64%，较上年底变化不大。其中，流动资产 191.37 亿元(占比 85.94%)，非流动资产 31.31 亿元(占比 14.06%)，资产构成以流动资产为主。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成；非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。母公司资产总额占合并报表资产总额的 90.14%，占比高。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 88.02 亿元，较上年底下降 1.00%，主要系未分配利润下降所致。母公司所有者权益占合并口径报表所有者权益的 92.13%，占比高。

截至 2020 年底，母公司负债总额 134.66 亿元，较上年底增长 3.45%。其中，流动负债 105.85 亿元（占比 78.60%），非流动负债 28.81 亿元（占比 21.40%），母公司仍以流动负债为主。截至 2020 年底，母公司全部债务 19.77 亿元。其中，短期债务占 17.12%、长期债务占 82.88%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 18.34%和 15.70%，母公司债务负担较轻。

2020 年，母公司营业收入为 13.17 亿元，同比下降 0.97%，占合并报表营业收入的 94.61%；母公司利润总额为 3.86 亿元，同比下降 20.92%，占合并报表利润总额 106.93%。同期，母公司投资收益为 0.56 亿元。

十. 存续期内债券偿还能力分析

截至2021年5月底，公司存续债券26.24亿元，本年度无剩余到期债券余额。公司经营活动现金流入量对未来代偿债券本金峰值保障能

力较强，公司将于2025年面临一定的兑付压力。

截至2021年5月底，公司存续债券余额26.24亿元，其中，公司本年度无剩余到期债券余额，2025年将达到存续债券代偿本金峰值14.00亿元[5]。截至2020年底，公司非受限现金类资产2.31亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为65.48亿元、3.23亿元和4.30亿元。公司经营活动现金流入量对公司未来代偿债券本金峰值保障能力较强，经营活动现金流量净额和EBITDA对公司未来代偿债券本金峰值保障能力弱，公司将于2025年面临一定的兑付压力。公司对存续债券保障情况如下表：

表 12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	14.00
现金类资产/本年度剩余到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.68
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.23
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.31

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2020年底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用最新一期年报（2020年）数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一. 增信措施

根据湘江集团出具的《湖南湘江新区发展集团有限公司担保函》（以下简称“《担保函》”），湘江集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

保证范围包括本期债券本金，以及与本期债券有关的所有应付利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律规定应由担保人支付的费用。保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起二年。如本期债券分期发行，各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期后两年止。公司在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

1. 担保方主体长期信用风险分析

担保方主体概况

湘江集团是湘江新区管委会根据长政办函〔2016〕57号文件于2016年4月出资设立的国有独资公司。截至2020年底，湘江集团注册资本360.00亿元，实收资本246.68亿元。根据《湖南省划转部分国有资本充实社保基金实施办法的通知》（湘政发〔2020〕9号），长沙市国资委将持有湘江集团10%的股权无偿划转至湖南省国有投资经营有限公司（以下简称“湖南国投”）持有并进行专户管理。截至2020年底，长沙市国资委持有湘江集团90.00%的股权，湖南国投持有湘江集团10.00%的股权。截至2020年底，湘江集团的实际控制人仍为长沙市国资委。

湘江集团经营范围：城市公共基础设施项目投资建设运营和管理；生态保护与环境治理；土地管理服务；工程管理服务；广告服务；物业管理；产业投资；文化旅游资源投资与管理；医疗健康产业投资与管理；产业平台投资与管理；城镇资源投资与管理；智能制造产业投资与管理；科技研发产业投资与管理；酒店管理；商业管理；企业总部管理；金融服务（不得从事吸收存款、集资收款、受托贷款、发行票据、发放贷款等国家金融监管及财政信用业务）；创业投资；股权投资；资产管理；资本投资服务。（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 2020 年底，湘江集团资产总额 874.82 亿元，所有者权益 283.78 亿元（其中少数股东权益 12.21 亿元）；2020 年，湘江集团实现营业收入 61.87 亿元，利润总额 8.76 亿元。

经营分析

湘江集团作为湘江新区重要的开发建设主体，承担了湘江新区内梅溪湖片区、大王山片区和岳麓山国家大学科技城（以下简称“大学科技城片区”）三大片区的开发及相关基础设施建设

[5] 若公司于 2025 年选择不续期“20 梅溪湖债/20 梅溪湖”，且投资者于同年选择回售“20 梅溪湖债/20 梅溪湖”，公司将于 2025 年集中偿付上述存续债券本金峰值 14.00 亿元。

任务。

2018－2020 年，湘江集团分别实现营业收入 17.30 亿元、45.59 亿元和 61.87 亿元，主要来自于土地一级开发业务。除梅溪湖片区土地开发收入外，大王山片区土地开发收入分别为 0.95 亿元、17.48 亿元和 10.96 亿元，受出让面积及出让单价波动影响较大。2020 年，湘江集团实现资产运营及服务收入 21.85 亿元，同比增长 112.34%，主要来自新成立深圳市中盈通供应链管理有限公司从事电子原器件等供应链业务收入；房地产开发收入 9.82 亿元，主要为梦想新天地商品房项目达到收入确认条件。

综合毛利率方面，2018－2020年，湘江集团综合毛利率波动增长。其中，土地一级开发毛利率分别为4.72%、-2.00%和18.88%，主要由于梅溪湖二期项目收入成本确认方式变更所致。

表 13　湘江集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	14.10	81.50	4.72	30.66	67.25	-2.00	23.84	38.53	18.88
资产运营及服务	1.52	8.79	36.96	10.29	22.58	11.35	21.85	35.32	5.21
管理费	1.53	8.84	41.79	0.32	0.71	18.43	0.39	0.63	-3.39
房地产开发	0.00	0.00	0.00	3.89	8.54	27.72	9.82	15.87	15.88
其他	0.14	0.81	20.55	0.42	0.93	48.64	5.97	9.65	71.87
合计	**17.30**	**100.00**	**10.97**	**45.59**	**100.00**	**4.17**	**61.87**	**100.00**	**18.55**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

湘江集团土地开发业务收益分成比例较为稳定，目前已开发尚未出让的土地较为充足；同时联合资信关注到，受政府规划、产业提升、成本变化等因素的影响，湘江集团土地开发收入波动较大且业务毛利率有所下滑。

湘江集团作为湘江新区重要的开发建设主体，承担了湘江新区内梅溪湖片区、大王山片区和大学科技城片区三大片区的开发及相关基础设施建设任务，其中公司负责梅溪湖片区的开发，湘新投公司负责大王山片区的开发，科技城公司负责大学科技城片区的开发，大学科技城片区目前处于征地阶段，尚未拆迁。

大王山片区业务模式：湘江新区管委会赋予湖南湘江新区投资集团有限公司（以下简称“湘新投公司”）土地一级开发的职能，湘新投公司受托对大王山片区内的土地进行整理开发，包括征地、拆迁、规划设计、基础设施、公共配套设施和环境景观建设等。湘新投公司首先完成土地征用手续，委托岳麓区拆迁事务所对集体土地进行征迁，岳麓区征地办对国有土地上附着物进行拆除，再作路网及相关配套设施建设。在土地达到出让条件后，湘新投公司委托长沙市国土局土地交易中心进行招拍挂，取得的土地转让收入直接进入长沙市财政分局专户，长沙市财政分局扣除一定比例后，再将款项划拨至湘江新区财政分局，湘江新区财政分局将土地开发成本（含财务费用）和增值收益的 60%（根据长先管发〔2014〕18 号文件确定）返还湘新投公司。

湘江集团未提供截至 2020 年底大王山片区开发情况。截至 2019 年底，大王山片区开发面积合计 40892 亩，已完成开发面积 22980 亩，正在整理的土地面积 3567 亩；计划总投资 149.63 亿元，已完成投资 120.19 亿元。

土地出让方面，截至2019年底长沙市国土局土地交易中心累计出让湘新投公司整理大王山片区土地4409亩，其中2017－2019年分别为出让土地1125亩、184亩和462亩；同期，土地出让收入分别为17.56亿元、1.02亿元和25.99亿元；出让均价分别为156.07万元/亩、55.66万元/亩和562.23万元/亩，其中2018年出让均价大幅下降，主要系当期土地以协议价格出让，用于当地企

业工厂迁址，2019年出让均价大幅提升，主要系土地价格提升及出让土地主要为商住用地。

财务分析

（1）财务概况

联合资信通过公司获取了湘江集团 2018－2020 年度合并财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

（2）资产质量

近三年，湘江集团资产规模持续增长，构成以土地开发成本及基础设施建设成本为主，资产流动性较弱，资产质量一般。

2018－2020 年末，湘江集团资产规模持续增长，年均复合增长 19.11%。截至 2020 年底，湘江集团合并资产总额 874.82 亿元，较上年底增长 21.68%，主要系交易性金融资产、存货、可供出售金融资产、投资性房地产和固定资产增长所致。其中，流动资产占 76.75%，非流动资产占 23.25%。湘江集团资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

2018－2020 年末，湘江集团流动资产规模持续增长，年均复合增长 14.19%。截至 2020 年底，湘江集团流动资产 671.41 亿元，较上年底增长 16.95%，主要系交易性金融资产和存货增长所致。湘江集团流动资产主要由货币资金和存货构成。

截至 2020 年底，湘江集团货币资金 59.05 亿元，较上年底下降 20.42%，主要银行存款 58.75 亿元构成；其他货币资金 0.30 亿元，为湘江集团开具的保函保证金和票据保证金。

2018－2020 年末，湘江集团其他应收款波动下降，年均复合下降 4.11%。截至 2020 年底，湘江集团其他应收款 20.09 亿元，较上年底下降 43.44%，主要为收回部分项目合作款和往来款所致。按账龄分析法计提坏账准备 245.36 万元，计提比例 1.88%。主要包括应收湘潭九华经济区管理委员会的保证金 5.00 亿元、应收长沙江嵘置业有限公司的项目合作 2.81 亿元等。从集中度看，湘江集团其他应收款前五名欠款单位占比 64.47%，集中度一般。

2018－2020 年末，湘江集团存货波动增长，年均复合增长 10.32%。截至 2020 年底，湘江集团存货 531.27 亿元，较上年底增长 21.81%，主要由开发成本 530.51 亿元构成，包括土地开发成本和基础设施建设成本。

2018－2020 年末，湘江集团非流动资产规模持续增长，年均复合增长 41.39%。截至 2020 年底，湘江集团非流动资产 203.41 亿元，较上年底增长 40.42%，主要系可供出售金融资产、投资性房地产和固定资产增长所致。湘江集团非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。

2018－2020 年末，湘江集团可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 481.39%。截至 2020 年底，湘江集团可供出售金融资产 43.94 亿元，较上年底增长 500.96%，主要系可供出售债务工具大幅增长所致。

2018－2020 年末，湘江集团投资性房地产持续增长，年均复合增长 64.92%。截至 2020 年底，湘江集团投资性房地产 57.88 亿元，较上年底增长 108.81%，主要系本期将在建工程项目达到可使用状态后转入该科目所致，主要为文化艺术中心工程项目。

截至 2020 年底，湘江集团受限资产 46.47 亿元，受限比例 5.31%；其中受限货币资金、投资性房地产、无形资产、固定资产和在建工程分别为 0.30 亿元、27.85 亿元、5.03 亿元、4.93 亿元和 8.34 亿元。

（3）资本结构

近三年，湘江集团所有者权益持续增长，构成以实收资本为主，权益稳定性较好；债务规模持续增长，债务负担较重，面临较大的集中偿债压力。

2018－2020 年末，湘江集团所有者权益持续增长，年均复合增长 7.47%，主要来自于实收资本和未分配利润的增长；截至 2020 年底，湘江集团所有者权益较上年底增长 6.80%至 283.78 亿元，其中实收资本 246.68 亿元，较上年底增长 5.07%，主要系股东注资导致。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分

别占 86.93%、1.10%和 7.28%。所有者权益结构稳定性较好。

2018－2020 年末，湘江集团负债规模持续增长，年均复合增长 26.23%。流动负债和非流动负债均有所增加；截至 2020 年底，湘江集团负债总额 591.05 亿元，较上年底增长 30.40%，其中，流动负债占 38.05%，非流动负债占 61.95%。湘江集团负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2018－2020 年末，湘江集团流动负债持续增长，年均复合增长 31.30%；截至 2020 年底，湘江集团流动负债 224.90 亿元，较上年底增长 22.68%，主要系短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。湘江集团流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2020 年底，湘江集团短期借款 16.22 亿元，较上年底增长 175.38%，主要由 4.12 亿元的信用借款和 12.10 亿元的保证借款构成。截至 2020 年底，湘江集团应付账款 29.73 亿元，较上年底增长 17.76%，主要系应付项目工程款增长所致。截至 2020 年底，湘江集团预收款项 89.31 亿元，较上年底增长 2.99%，较上年底变化不大，由房屋预售款、预收长沙兴茂梅溪湖二期及一期协议外项目的合作款构成。截至 2020 年底，湘江集团其他应付款 26.47 亿元，较上年底增长 75.98%，主要系往来款增长所致。截至 2020 年底，湘江集团一年内到期的非流动负债 46.52 亿元，较上年底增长 12.87%，一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款、一年内到期的长期应付款和一年内到期的应付债券构成，2020 年年底余额分别为 19.60 亿元、3.85 亿元和 23.07 亿元。

2018－2020 年末，湘江集团非流动负债持续增长，年均复合增长 23.40%。截至 2020 年底，湘江集团非流动负债 366.15 亿元，较上年底增长 35.64%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。湘江集团非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2020 年底，湘江集团长期借款 122.11 亿元，较上年底增长 26.88%，主要来自保证借款和信用借款的大幅增长；保证借款、信用借款、质押借款、抵押借款的余额分别为 43.80 亿元、52.97 亿元、10.90 亿元和 14.44 亿元。截至 2020 年底，湘江集团应付债券 109.85 亿元，较上年底增长 27.94%，主要系本期新发行 1.00 亿元“20 湘江债券融资 01”、1.50 亿元“20 湘江债券融资 02”、2.00 亿元“20 湘江债券融资 03”、2.00 亿元“20 湘江债券融资 04”、3.00 亿元“20 湘江债券融资 05”、15.00 亿元“20 湘江新区 PPN001”、14.00 亿元“20 梅溪湖债/20 梅溪湖”和 10.00 亿元“20 湘江新发 MTN001”所致。截至 2020 年底，湘江集团长期应付款 52.55 亿元（不包含专项应付款），较上年底增长 33.59%，主要系应付湘江新区管委会财政局款项增长所致。长期应付款中其他借款系有息债务，纳入长期债务核算。

有息债务方面，2018－2020 年末，湘江集团全部债务持续增长，年均复合增长 14.59%。截至 2020 年底，湘江集团全部债务 304.91 亿元，较上年底增长 24.83%。债务结构方面，短期债务占 20.97%，长期债务占 79.03%，以长期债务为主。2018－2020 年末，湘江集团资产负债率不断增长，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动增长，截至 2020 年底上述指标分别为 67.56%、51.79%和 45.92%。湘江集团整体债务负担较重。

2021－2022 年，湘江集团到期需偿还的有息债务分别为 68.79 亿元和 71.15 亿元，一年内湘江集团面临较大的集中偿债压力。

（4）盈利能力

近三年，湘江集团营业收入持续增长，期间费用控制能力尚可，利润总额对财政补贴有一定依赖；湘江集团整体盈利能力强。

2018－2020 年，湘江集团营业收入持续增长，年均复合增长 89.12%；同期，营业成本持续增长，年均复合增长 80.89%；营业利润率分别为 10.27%、3.48%和 17.56%。

从期间费用看，2018－2020 年，湘江集团费用总额持续增长，年均复合增长 123.38%。

2020 年，湘江集团费用总额为 5.64 亿元，同比增长 45.72%。其中，销售费用为 1.10 亿元；管理费用为 2.18 亿元，主要为日常支持、人员工资等；财务费用为 2.24 亿元，主要系利息收入增加所致。2018－2020 年，湘江集团期间费用率分别为 6.54%、8.49%和 9.12%。湘江集团期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2018－2020 年，湘江集团其他收益分别为 1.73 亿元、0.26 亿元、1.11 亿元，主要为政府补贴；同期，湘江集团利润总额分别为 3.54 亿元、7.44 亿元、8.76 亿元，湘江集团利润总额对财政补贴有一定依赖。

从盈利指标看，2018－2020 年，湘江集团总资本收益率和净资产收益率逐年增长，2020 年分别为 1.62%和 2.46%。湘江集团整体盈利能力强。

（5）现金流分析

2020 年，湘江集团项目建设持续大幅投入，经营活动现金净流量由正转负；未来，随着项目建设的持续推进，湘江集团存在资本支出压力。

从经营活动来看，湘江集团经营活动主要为经营性收支和往来款为主。2018－2020 年，湘江集团经营活动现金流入分别为 55.46 亿元、93.03 亿元和 140.28 亿元，持续增长，年均复合增长 59.05%；同期，湘江集团经营活动现金流出分别为 78.60 亿元、52.96 亿元和 202.00 亿元，波动增长，年均复合增长 60.31%。2018－2020 年，湘江集团经营活动现金净额分别为-23.15 亿元、40.07 亿元和-61.71 亿元，2020 年由正转负。2018－2020 年，湘江集团现金收入比分别为 182.79%、133.14%和 142.34%，收入实现质量很好。

投资活动现金流方面，湘江集团投资活动现金流主要系自营项目建设支出、股权投资和购买理财产品支出的现金，呈较大规模净流出态势，2018－2020 年分别为-10.33 亿元、-30.48 亿元和-29.08 亿元。

筹资活动现金流方面，湘江集团筹资活动现金流入主要来源于股东注入资金、银行借款；筹资活动现金流出主要为偿还债务支出。2018－2020 年，湘江集团筹资活动净现金流分别为 47.61 亿元、19.23 亿元和 75.95 亿元。

（6）偿债能力

湘江集团短期偿债能力一般，长期偿债能力指标较弱，考虑到湘江集团能持续得到长沙市政府的大力支持，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018－2020 年末，湘江集团流动比率持续下降，速动比率波动增长。2020 年底分别为 298.54%和 62.31%，2020 年，湘江集团经营现金流动负债比由正转负，为-27.44%；2020 年，湘江集团经营活动现金净流量表现为净流出，对流动负债无保障能力。截至 2020 年底，湘江集团现金短期债务比为 1.38 倍。整体看，湘江集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018－2020 年，湘江集团 EBITDA 持续增长，分别为 3.67 亿元、9.46 亿元和 11.86 亿元。2018－2020 年，湘江集团 EBITDA 利息倍数分别为 0.33 倍、0.67 倍和 0.73 倍，持续增长，EBITDA 对利息的保障程度较弱；全部债务/EBITDA 分别为 63.26 倍、25.83 倍和 25.71 倍，不断下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，湘江集团长期债务偿债能力较弱。

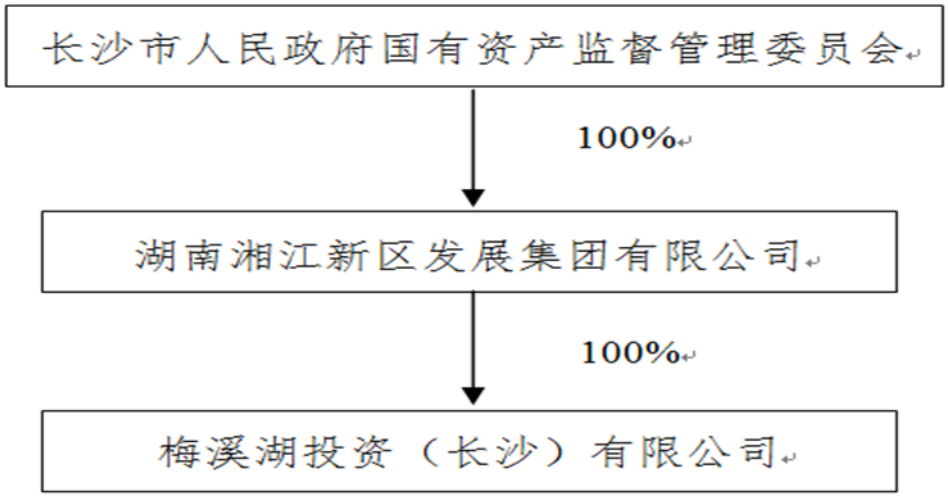
结论

经联合资信评定，湘江集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。湘江集团的担保有效提升了本期债券的偿付安全性。湘江集团担保实力极强，显著提升了“20 梅溪湖债/20 梅溪湖”本息偿还的安全性。

十二、结论

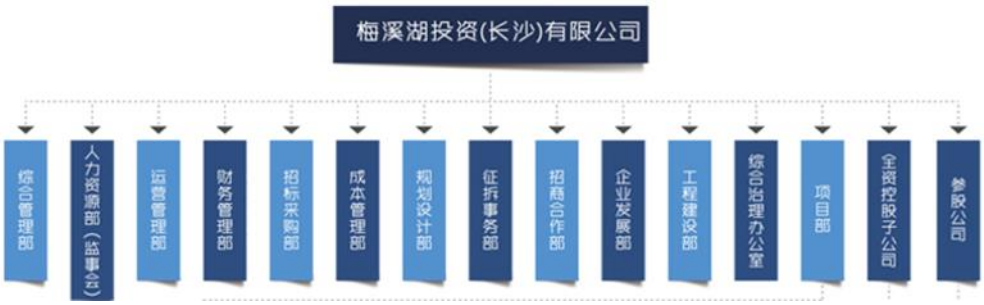
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“20 梅溪湖债/20 梅溪湖”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2020 年底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	经营范围
长沙象鼻窝林场有限公司	100.00	100.00	林木育种；休闲农业项目开发经营；苗木、花卉的种植；苗木销售；森林经营和管护；园林绿化工程服务；休闲旅游。
湖南梅溪湖国际广场置业有限公司	1000.00	100.00	自有房地产经营活动；房屋租赁；场地租赁；文化活动的组织与策划；会议及展览服务。
湖南梦想江湾房地产开发有限公司	1000.00	100.00	房地产开发经营；自有房地产经营活动；物业管理。
湘潭梅溪湖置业有限公司	1000.00	100.00	房地产开发经营；自有房地产经营活动；物业管理。
湖南梅溪湖新材科技服务有限公司	500.00	66.70	水泥稳定砂、砂浆复合料、建筑工程材料、建筑材料、透水混凝土、沥青混凝土、混凝土、铝合金模板、污水处理设备、水泥制品、玻璃盖板、建筑装饰材料、混凝土预制件、玻璃钢材料、环保材料销售。

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.61	12.35	2.36
资产总额（亿元）	221.87	243.06	247.04
所有者权益（亿元）	93.92	96.74	95.54
短期债务（亿元）	10.80	12.24	6.53
长期债务（亿元）	35.15	31.89	28.75
全部债务（亿元）	45.95	44.13	35.28
营业收入（亿元）	13.53	13.99	13.92
利润总额（亿元）	2.82	7.48	3.61
EBITDA（亿元）	2.86	7.98	4.30
经营性净现金流（亿元）	-2.71	13.47	3.23
财务指标			
销售债权周转次数（次）	10.49	22.20	20.93
存货周转次数（次）	0.10	0.11	0.07
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.06
现金收入比（%）	112.06	237.94	101.62
营业利润率（%）	5.68	-10.59	28.82
总资本收益率（%）	1.82	3.93	3.16
净资产收益率（%）	2.69	5.23	3.68
长期债务资本化比率（%）	27.23	24.79	23.13
全部债务资本化比率（%）	32.85	31.33	26.97
资产负债率（%）	57.67	60.20	61.33
流动比率（%）	217.66	194.61	180.10
速动比率（%）	40.70	57.57	33.20
经营现金流动负债比（%）	-3.46	13.68	3.03
现金短期债务比（倍）	0.52	1.01	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.66	1.73	1.08
全部债务/EBITDA（倍）	16.07	5.53	8.20

注：本报告合并口径其他应付款中付息项已纳入短期债务核算；长期应付款中付息项已纳入长期债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.30	11.51	1.64
资产总额（亿元）	213.99	219.07	222.67
所有者权益（亿元）	88.93	88.91	88.02
短期债务（亿元）	7.91	11.32	3.39
长期债务（亿元）	31.15	19.44	16.39
全部债务（亿元）	39.06	30.77	19.77
营业收入（亿元）	13.18	13.30	13.17
利润总额（亿元）	1.92	4.88	3.86
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-3.49	25.62	1.44
财务指标			
销售债权周转次数（次）	10.74	22.09	21.90
存货周转次数（次）	0.10	0.11	0.07
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.06
现金收入比（%）	112.25	245.02	100.64
营业利润率（%）	4.05	-14.90	24.81
总资本收益率（%）	1.49	2.62	3.58
净资产收益率（%）	2.15	3.53	4.38
长期债务资本化比率（%）	25.94	17.95	15.70
全部债务资本化比率（%）	30.52	25.71	18.34
资产负债率（%）	58.44	59.42	60.47
流动比率（%）	211.95	189.83	180.80
速动比率（%）	37.62	52.24	47.90
经营现金流动负债比（%）	-4.47	26.09	1.36
现金短期债务比（倍）	0.67	1.02	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1.因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；2.“/”代表未取得数据

附件 3-3 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	44.98	74.32	88.16
资产总额（亿元）	616.64	718.96	874.82
所有者权益（亿元）	245.72	265.70	283.78
短期债务（亿元）	33.50	47.22	63.95
长期债务（亿元）	198.72	197.03	240.96
全部债务（亿元）	232.22	244.25	304.91
营业收入（亿元）	17.30	45.59	61.87
利润总额（亿元）	3.54	7.44	8.76
EBITDA（亿元）	3.67	9.46	11.86
经营性净现金流（亿元）	-23.15	40.07	-61.71
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.14	4.07	3.40
存货周转次数（次）	0.07	0.10	0.10
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.08
现金收入比（%）	182.79	133.14	142.34
营业利润率（%）	10.27	3.48	17.56
总资本收益率（%）	0.68	1.28	1.62
净资产收益率（%）	1.31	1.75	2.46
长期债务资本化比率（%）	44.71	42.58	45.92
全部债务资本化比率（%）	48.59	47.90	51.79
资产负债率（%）	60.15	63.04	67.56
流动比率（%）	394.70	313.16	298.54
速动比率（%）	60.08	75.25	62.31
经营现金流动负债比（%）	-17.74	21.86	-27.44
现金短期债务比（倍）	1.34	1.57	1.38
EBITDA 利息倍数（倍）	0.33	0.67	0.73
全部债务/EBITDA（倍）	63.26	25.83	25.71

注：担保方长期应付款中付息项已纳入长期债务核算

资料来源：公司提供

附件 4　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/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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 5-1　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 5-2　公开评级信用等级设置及其含义

评级符号后标有“pi”表示该信用等级是联合资信使用已公开的财务资料或其它公开信息作为分析的依据，而主动给定的信用等级符号。这类评级所依据的资料不及委托评级全面，评级结果的客观性可能会受到影响。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
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务

附件 5-3 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。

附件 5-4 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。