

信用等级公告

联合〔2020〕823号

联合资信评估有限公司通过对梅溪湖投资（长沙）有限公司及其拟发行的 2020 年度公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定梅溪湖投资（长沙）有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，2020 年梅溪湖投资（长沙）有限公司的公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年五月二十九日



2020 年梅溪湖投资（长沙）有限公司

公司债券信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：14 亿元

本期债券期限：7 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目

评级时间：2020 年 5 月 29 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	C	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	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	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	2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				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”）重要的土地开发和城市综合运营平台。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司在外部环境、区域地位及政府支持等方面具备的突出优势。同时，联合资信关注到公司土地开发业务受政府规划和土地市场因素影响大及未来存在资本支出压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

湖南湘江新区发展集团有限公司（以下简称“湘江集团”）为公司拟发行的 2020 年公司债券（以下简称“本期债券”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，湘江集团的主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定，其担保可有效提高本期债券的偿付安全性。

随着当地经济持续发展，城镇化进程的不断推进，公司面临良好的发展机遇，业务持续推进，综合竞争力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 近年来，长沙市和湘江新区经济实力不断增强，公司外部发展环境良好。2019 年，长沙市和湘江新区分别实现地区生产总值 11574.22 亿元和 2467.96 亿元，地方一般公共预算收入（总计）分别为 1592.74 亿元和 75.89 亿元。
- 公司是湘江新区梅溪湖国际新城片区唯一的土地开发和运营主体，业务具有区域专营优势，持续得到湘江新区管理委员会及湘江集团在资金注入及财政补贴等多方面的支持。
- 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，其担保能有效提升本期债券的偿付安全性。

分析师：许狄龙 徐 佳

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

关注

1. 受政府规划及收入成本确认方式变更等因素影响，公司营业利润率大幅下滑，且由正转负；公司收入实现及回款受宏观调控、土地市场情况等因素的影响大。
2. 公司开发的梅溪湖二期项目合作协议中止，合作开发分成比例尚待明确；未来，公司片区开发仍有较大规模投资，存在资本支出压力。
3. 本期债券存续期内募投项目可实现的净收入无法覆盖债券本息，本期债券的还本付息有赖于公司自有现金流。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	7.88	5.61	12.35
资产总额(亿元)	203.28	221.87	243.06
所有者权益(亿元)	87.80	93.92	96.74
短期债务(亿元)	2.80	7.91	11.32
长期债务(亿元)	32.13	35.15	31.89
全部债务(亿元)	34.93	43.06	43.21
营业收入(亿元)	7.39	13.53	13.99
利润总额(亿元)	1.58	2.82	7.48
EBITDA(亿元)	1.96	2.86	7.98
经营性净现金流(亿元)	-5.71	-2.71	13.47
现金收入比(%)	22.57	112.06	237.94
营业利润率(%)	15.45	5.68	-10.59
净资产收益率(%)	1.79	2.69	5.23
资产负债率(%)	56.81	57.67	60.20
全部债务资本化比率(%)	28.46	31.44	30.88
流动比率(%)	232.28	217.66	194.61
速动比率(%)	38.24	40.70	57.57
经营现金流动负债比(%)	-8.12	-3.46	13.68
现金短期债务比(倍)	2.81	0.71	1.09
全部债务/EBITDA(倍)	17.78	15.06	5.42
EBITDA 利息倍数(倍)	0.59	1.42	1.73
公司本部			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	202.56	213.99	219.07
所有者权益(亿元)	88.64	88.93	88.91
全部债务(亿元)	34.65	43.06	30.76
营业收入(亿元)	7.07	13.18	13.30
利润总额(亿元)	1.93	1.87	4.88
资产负债率(%)	56.24	58.44	59.42
全部债务资本化比率(%)	28.11	32.62	25.71
流动比率(%)	231.85	211.95	189.83
经营现金流动负债比(%)	-8.47	-4.47	26.09

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020.04.08	赵传第、许狄龙、徐佳	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	--
AA ⁺	稳定	2018.07.30	顾喆彬、许狄龙、赵传第	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	--

注：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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

2020 年梅溪湖投资（长沙）有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

梅溪湖投资（长沙）有限公司（原名“长沙梅溪湖实业有限公司”，以下简称“公司”）系由湖南湘江新区管理委员会（原名“长沙大河西先导区管理委员会”，以下简称“湘江新区管委会”）授权湖南湘江新区土地储备（交易）中心（原名“长沙大河西先导区土地储备（交易）中心”，以下简称“土储中心”）于 2009 年 9 月出资设立的有限责任公司，初始注册资本 1.00 亿元。后经多次股权变更和增资，截至 2019 年底，公司注册资本 50.00 亿元，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“长沙市区国资委”）为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

公司经营范围：限以自有合法资金进行土地开发及投资，城市基础设施、环保工程的投资，城市运营投资，房地产开发、投资（不得从事股权投资、债权投资、短期财务性投资及面对特定对象开展受托资产管理等金融业务，不得从事吸收存款、集资收款、受托贷款、发放贷款等国家金融监管及财政信用业务）；城市基础设施建设施工，环保工程、污水处理工程、园林绿化工程的设计、施工；广告设计、制作、发布；机械设备租赁服务；建材销售；计算机软件和硬件的开发。

截至 2019 年底，公司内设综合管理部、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、征拆事务部、招商合作部、企业发展部、工程建设和综合治政办公室等 13 个职能部门（详见附件 1-2）；拥有纳入合并范围的子公司 3 家（详见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司资产总额 243.06 亿

元，所有者权益 96.74 亿元；2019 年，公司实现营业收入 13.99 亿元，利润总额 7.48 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。

二、本期债券概况及募投项目情况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2020 年梅溪湖投资（长沙）有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模 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。本期债券采用固定利率，按年付息，到期一次性还本。

本期债券由湘江集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途及募投项目情况

本期债券拟募集资金 14.00 亿元，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。

保障房项目位于长沙市梅溪湖西片区雷锋镇雷锋村、坪山村和桥头铺村三个地块。项目实施主体为公司本部。

根据《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目可行性研究报告》，雷锋村保障性住房项目总用地面积 9.62 万平方米，总建筑面积 24.40 万平方米，其中地上总建筑面积 21.33 万平方米，计划建设保障房 1798 套；坪山村保障性住房项目总用地面积 9.30 万平方米，总建筑面积 19.83 万平方米，其中地上总建筑面积 17.08 万平方米，计划建设保障房 1484 套；桥头铺村保障性住房项目总用地面积 19.15 万平方米，总建筑面积 30.75 万平方米，其中地上总建筑面

积 26.39 万平方米，计划建设保障房 2300 套。保障房项目计划总投资 23.41 亿元，募投项目建设资金来源于公司自有资金和债券募集资金，其中自有资金 9.41 亿元，占比 40.20%；债券募集资金 14.00 亿元，占比 59.80%。

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，计划完工日期为 2020 年 12 月。

募投项目收入主要来源于保障房销售收入、配套商业和停车场的出租收入等，根据《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目可行性研究报告》，项目在运营期内可实现营业收入合计 13.63 亿元，为项目总投资的 0.58 倍。

表1 保障房项目审批情况

审批部门	审批文件	文号
长沙市人民政府	《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设用地划拨红线（雷锋村地块）》	201505043CH
	《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设用地划拨红线（桥头铺村地块）》	201505046CH
	《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设用地划拨红线（坪山村地块）》	20131128081-1
长沙市发展和改革委员会	《关于梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目可行性研究报告调整的批复》	湘新发改函〔2017〕114号
	《关于梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目可行性研究报告的批复》	湘新发改函〔2014〕79号
	《关于梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目节能报告的审查意见》	湘新发改函〔2017〕105号
长沙市环境保护局	《关于梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目环境影响报告书的批复》	湘新环发〔2014〕44号
长沙市城乡规划局	《关于梅溪湖雷锋科技城（雷锋村）保障性住房建设项目建设用地的选址意见书》	湘新规选〔2014〕0025号
	《关于梅溪湖雷锋科技城（坪山村）保障性住房建设项目建设用地的选址意见书》	湘新规选〔2014〕0024号
	《关于梅溪湖雷锋科技城（桥头铺村）保障性住房建设项目建设用地的选址意见书》	湘新规选〔2014〕0026号
	《雷锋村建设用地规划许可证》	湘新划〔2015〕0037号
	《坪山村建设用地规划许可证》	湘新划〔2015〕0036号
	《桥头铺村建设用地规划许可证》	湘新划〔2015〕0035号
湘江新区信访维稳工作办公室	《关于梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目社会稳定风险评估备案的批复》	湘新信字〔2017〕1号

资料来源：公司提供

募投项目位于梅溪湖西片区，属于梅溪湖国际新城近年大力开发的范围。项目建设充分结合了湖南两型社会的发展与新型城镇化建设的需要，促进解决当地居民集中居住、就业、社会保障等民生问题。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下

滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016 - 2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016—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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发

展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3

个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政

策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元

的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高

赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，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。

行业监管与政策

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，

从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年

部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3 2019 年以来与城投债券相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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

经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

近年来，长沙市经济稳步发展，湘江新区作为国家级新区，依托区位和政策优势，经济保持较快发展，财政实力稳步增强，公司发展的外部环境良好。

(1) 长沙市

长沙市位于以长江三角洲城市群为核心的华东经济圈和以珠江三角洲城市群为核心的华南经济圈的结合部，作为“中部崛起”战略方针核心城市之一、长江中游地区重要的中心城市，长沙市区位优势突出。近年来，随着长江中游城市群、长江经济带、长（沙）株（洲）（湘）潭经济一体化等战略的实施，长沙市经济实现快速增长，城市化进程不断加快。

近年来，长沙市经济稳步发展，增速持续下滑，但仍高于全国平均水平。根据《长沙市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019

年，长沙市分别实现地区生产总值 10535.51 亿元、11003.41 亿元和 11574.22 亿元，同比分别增长 9.0%、8.5%和 8.1%。分产业看，2019 年长沙市第一产业实现增加值 359.69 亿元，增长 3.2%；第二产业实现增加值 4439.32 亿元，增长 8.0%；第三产业实现增加值 6775.21 亿元，增长 8.4%。第一、二、三产业分别拉动 GDP 增长 0.1、3.5、4.5 个百分点，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 1.2%、43.6%、55.2%。

固定资产投资方面，2017—2019 年长沙市固定资产投资额稳步增长，但增速不断下滑；2019 年，长沙市固定资产投资比上年增长 10.1%。全市计划总投资超过 5000 万元的在建项目（不含房地产开发）1535 个，完成投资占固定资产投资总额的 45.7%。

财政实力方面，根据《关于长沙市预算执行情况与预算草案的报告》，2017—2019 年长沙市一般公共预算收入稳步增长，2019 年完成 1592.74 亿元，增长 3.1%。其中，地方一般公共预算收入 950.23 亿元，增长 8.0%；完成政府性基金预算收入 821.49 亿元，增长 37.34%。截至 2019 年底，长沙市政府债务余额 1823.81 亿元，其中一般债务 610.72 亿元，专项债务 1213.09 亿元。

(2) 湖南湘江新区

湘江新区前身为 2008 年 6 月成立的长沙大河西先导区。2015 年 4 月，根据《国务院关于同意设立湖南湘江新区的批复》（国函〔2015〕66 号）和《国家发改委关于印发〈湖南湘江新区总体方案〉的通知》（发改地区〔2015〕924 号），国务院正式批复同意设立湘江新区，成为全国第 12 个、中国中部首个国家级新区。湘江新区位于长沙市湘江西岸，规划面积为 1200 平方公里，包括岳麓区、望城区和宁乡县部分区域，核心区域为岳麓区岳麓街道等 15 个街道，望城区喻家坡街道等 8 个街道以及宁乡县金洲镇，覆盖长沙高新技术产业开发区、宁乡经济技术开发区和望城经济技术开发区 3 个国家级园区，宁乡高新技术产业开发区和岳麓科技产

业园2个省级园区。

近年来，湘江新区一直保持较快的经济增长，地区生产总值由2010年的730.77亿元增长至2019年的2467.96亿元，年均复合增长14.48%。2019年，湘江新区第一产业实现增加值55.50亿元，第二产业1125.56亿元，第三产业1286.90亿元，同比变动率分别为-2.7%、9.7%和9.0%；固定资产投资总额2103.12亿元，同比增长12.3%；规模以上工业增加值778.60亿元，同比增长12.1%；商品房销售额和社会消费品零售总额分别为981.13亿元和925.80亿元，同比分别增长9.7%和12.7%。

近年来，湘江新区一般公共预算收入波动中有所下降，主要系债务转贷收入下降。2019年，湘江新区实现一般公共预算收入75.89亿元，同口径增长13.7%，主要为上级补助收入；政府性基金收入171.76亿元，增长48.0%，主要来自于国有土地使用权出让收入。截至2019年底，湘江新区政府债务90.03亿元，其中政府债券置换存量政府债务27.03亿元、一般债券23.00亿元、土地储备专项债券40.00亿元。

（3）梅溪湖国际新城

梅溪湖国际新城是湘江新区核心区域，是湘江新区重要的功能片区，规划定位为“国家级绿色低碳示范新区”和“长沙新城中心”，主体功能定位为国际服务和科技创新城。梅溪湖国际新城北倚枫林路，东临长沙市二环线，西至望雷大道，南接桃花岭、象鼻窝，开发面积约为32平方公里。以长沙三环线为界，分为一期项目和二期项目。其中三环线以东为一期项目，合计面积约17.70平方公里；三环线以西为二期项目，合计面积约14.30平方公里。梅溪湖国际新城产业布局以健康医疗和科技发展为主。未来，梅溪湖国际新城片区将被打造为“长沙未来城市中心”及“国际服务区、科技创新城”，对湘江新区及长沙市经济发展带来贡献。

五、基础素质分析

公司主要负责湘江新区内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业务，持续得到湘江新区管委会及湘江集团在资金、财政补贴等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至2019年底，公司注册资本50.00亿元，已全部实收到位；湘江集团为公司唯一股东，长沙市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

湘江集团是长沙市属国有独资企业，于2016年4月正式成立，系湘江新区基础设施建设、重要片区开发、现代产业体系构建等重要功能性平台；湘江集团拥有9家纳入合并范围子公司，其中公司负责梅溪湖国际新城的开发建设工作，湖南湘江新区投资集团有限公司（以下简称“湘新投公司”）负责大王山旅游度假区开发建设，长沙岳麓山国家大学科技城建设投资有限公司（以下简称“科技城公司”）、湖南湘江城市运营管理有限公司负责湘江新区城市公共资源运营、高端物业服务和智慧城市运营工作，湖南湘新水务环保投资建设有限公司系湘江新区水务、环保和新能源领域的重要功能性平台。

公司作为湘江集团下属重要子公司，系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，业务集中于公司本部。

总体看，湘江新区不同片区均由不同主体进行开发和运营，公司在梅溪湖国际新城片区内具有专营性和垄断优势。

3. 人员素质

截至2019年底，公司本部拥有高管人员10名；其中总经理1名、副总经理7名、财务

总监 1 名、总经理助理 1 名。

胡斌先生，1964 年 3 月出生，汉族，硕士研究生学历，高级工程师；曾就职于北京万通地产股份有限公司、北京万达房地产开发有限公司、北京高盛房地产开发有限公司、北京嘉铭房地产开发有限公司、大连海昌房地产集团有限公司、恒祥房地产开发有限公司、赛伯乐国际设计发展有限公司、湖南梦想置业开发有限公司；现任公司党委书记兼董事长。

黄勇先生，1968 年 6 月出生，汉族，大专学历；历任长沙市洪山管理局重点办公室副主任，公司副总经理、副总裁；现任公司总经理。

截至 2019 年底，公司共有在职员工 244 人；从文化程度看，本科及以上 161 人、大专及以下 83 人；从年龄构成看，30 岁以下 80 人、30~50 岁 157 人、50 岁以上 7 人。

总体看，公司高管人员具有较好的专业背景和管理经验，员工文化水平较高，年龄结构合理，能够满足目前经营的需要。

4. 外部支持

湘江新区是国务院和国家发改委明确支持的国家级重点开发区，根据《湖南湘江新区发展规划（2016—2025 年）》，湘江新区设立湘江新区建设发展专项资金，2016 至 2020 年，湖南省财政每年将安排一定数额的一般性转移支付资金，支持湘江新区重大基础设施和重大创新平台建设，促进新区加快发展；另一方面，湖南省财政在分配地方政府债券资金时，将对湘江新区给予重点支持，其相关专项资金将优先支持新区内符合条件的基础设施建设项目。公司开发经营的梅溪湖国际新城是湘江新区的核心区域，湘江新区获得的省政府支持在一定程度上对公司发展形成支撑。自公司成立以来，湘江新区管委会在资金注入、政府财政补贴等方面持续给予公司大力支持。

资金注入方面，2014 年，公司收到湘江新区管委会财政拨款 20.00 亿元，用于梅溪湖国际文化艺术中心专项建设；2015—2016 年，公

司共收到湘江新区管委会财政拨款 8.26 亿元，分别用于梅溪湖国际文化艺术中心、三环线隧道工程和龙王港流域水环境整治及水资源综合利用工程建设；2017 年，公司收到湘江集团投入资金 2.00 亿元；上述资金注入均计入“资本公积”。

财政补贴方面，2017—2019 年，公司分别收到政府财政补贴 0.15 亿元、1.07 亿元和 0.04 亿元，分别计入“营业外收入”或“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（授信机构版，报告编号：2020051115355094763831），截至 2020 年 5 月 11 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。

六、管理分析

公司建立了基本规范的法人治理结构和合理的管理架构，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定制定了《公司章程》，设立了董事会、监事会和管理层，形成了决策、监督和执行相分离的管理体系。公司不设股东会，由湘江集团直接行使股东职权。

公司设董事会，成员 6 人，其中 2 名由职工代表大会选举产生，其余由湘江集团委派。董事任期每届三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长 1 人，由董事选举产生。董事会对股东负责，执行股东的决定并向股东报告工作；决定公司的经营计划和投资方案；制定公司的年度财务预算方案、决算方案；制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制定公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方

案；制定公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；决定公司内部管理机构的设置；决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司总经理、财务负责人及其报酬事项等。

公司设监事会，由 5 名监事组成，职工代表大会民主选举 2 名。监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。监事会设主席 1 人。监事会负责检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督；对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正，向股东提出提案等。

公司设总经理 1 人，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，总经理负责公司的日常经营管理工作。

2. 管理水平

公司董事会及管理层不断完善公司管理架构，设置了综合管理部、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、征拆事务部、招商合作部、企业发展部、工程建设部和综合治理办公室等 13 个职能部门，并在财务、人力资源和业务管理方面建立了规范有效的管理制度。

财务管理方面，公司建立了健全完善的财务管理和内控制度，该制度旨在加强公司自身的内部监管力度，并提升信息披露的透明度和准确性，并能有效的控制资金成本，提高资金使用效率，形成科学、高效、标准化的财务管理体系制度。同时，公司对财务审批权限、资金管理制度和固定资产监管做出明确规定，完善了财务管理制度。

人力资源管理方面，公司建立了《员工培

训积分制管理办法》和《员工职业发展管理办法》。公司结合湘江集团的整体战略发展目标，通过对员工进行分层分级培训，持续为员工提供专业素质方面和职业化技能方面的教育支持。公司人力资源管理有效地实施了《薪酬管理办法》和《工作绩效考核办法》，为员工提供了同行业中具有竞争优势的职业发展环境。

业务管理方面，公司主营业务开展方面有详细的管理指导性文件，主要为公司在新城开发建设中，关于征地拆迁类、规划设计类、招商引资类、招标采购类、工程管理和成本管理等业务上的监督管理办法。此类监督管理办法为公司在开发建设中所遇到的问题提供了有效的参考和支持。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责梅溪湖国际新城片区的土地整理与开发业务，近年来，受政府规划、项目结算进度及收入成本确认方式变更影响，公司营业收入有所增长，但综合毛利率快速下滑，由正转负。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，分别为 7.39 亿元、13.53 亿元和 13.99 亿元；其中土地开发收入分别为 7.06 亿元、13.15 亿元和 13.18 亿元，受政府规划及项目结算进度等因素影响逐年增长，主要来自梅溪湖二期项目的收入。

综合毛利率方面，2017—2019 年公司综合毛利率快速下降，由正转负，分别为 16.39%、6.41%和-9.36%；其中土地开发业务毛利率分别为 17.44%、4.05%和-15.73%，逐年下降的主要原因系梅溪湖二期项目收入成本确认方式变更。

表 4 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发收入	7.06	95.52	17.44	13.15	97.21	4.05	13.18	94.23	-15.73
其他业务收入	0.33	4.48	-5.89	0.38	2.79	88.82	0.81	5.77	94.51

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
合计	7.39	100.00	16.39	13.53	100.00	6.41	13.99	100.00	-9.36

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 梅溪湖片区开发

公司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，以土地出让金返还、财政拨款等形式进行资金平衡。近年来，梅溪湖二期项目合作协议中止，合作开发分成比例尚待明确；未来，公司片区开发仍有较大规模投资，存在资本支出压力。

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 2019 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。

梅溪湖一期协议内项目

2011 年 1 月，公司与湘江新区管委会、中国金茂（集团）有限公司和上海金茂经济开发有限公司四方共同签署《梅溪湖国际服务与科技创新城（一期）开发协议》，共同开发梅溪湖一期协议内约 11452 亩的土地。根据协议约定，中国金茂（集团）有限公司主要负责投入拆迁安置金 85.19 亿元；上海金茂经济开发有限公司负责工程具体实施；公司主要负责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%。同时，协议中规定，公司负责前期建设项目的开发，包括梅

溪湖一期协议内片区的市政道路项目、桥梁工程项目和河道、湖泊利用项目等合计 41 项；完工后经湘江新区管委会验收确认收入，工程概算为 27.28 亿元，已完成全部投资。另外，公司受土储中心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，保障房项目分别于 2010 年和 2011 年开工，并已分别于 2014 年和 2015 年竣工，总投资为 6.67 亿元，高新区土储中心已将投资款项拨付给公司，计入“预收款项”。目前保障房项目已完工但暂未结转收入，计入“存货”。

截至 2019 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 3839.37 亩，待出让面积 225.22 亩，累计收到土地出让增值收益 7.88 亿元；公司已 2011—2013 年陆续收到前期建设项目成本返还 27.28 亿元。截至 2019 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）。2017—2019 年，公司梅溪湖一期协议内项目分别实现收入 0.82 亿元、0.48 亿元和 0.56 亿元，全部为土地增值收益。

高新区东方红路南段片区项目

2011 年 11 月，公司与高新区土储中心签订《高新区东方红路南段片区合作开发协议》，根据协议约定，高新区土储中心和公司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），并在片区完成拆迁和基础设施建设后，制定土地分期出让计划，土地增值收益由高新区土储中心和公司按

照 4:6 分成。项目总概算投入 12.26 亿元,于 2014 年开始动工,截至 2019 年底已投入 8.40 亿元,预计后续还需投入 1.00 亿元。

截至 2019 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,2017—2018 年分别实现收入 0.80 亿元和 0.20 亿元,2019 年未实现收入。截至 2019 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

2013 年 10 月,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签订《梅溪湖国际服务和科技创新城(二期)开发协议》,共同开发梅溪湖二期项目内总面积 16545 亩的土地,总投资为 382.67 亿元,协议约定公司与兴茂公司按 3:7 投入资金对土地进行投资开发,土地出让后,公司获得成本返还并享受土地增值的 18%。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,2017 年起合作开发协议中止;2020 年 3 月,新控制性详细规划获长沙市人民政府批复,但合作开发协议仍中止。开发协议中止后,公司独立投资开发梅溪湖二期项目,投资主要包括梅溪湖西片区征地拆迁及保障房等基础设施建设;同时,自开发协议中止时至今公司按照成本来确认收入,利润为零;同时,公司采用完工百分比法确认梅溪湖二期项目土地出让成本。

截至 2019 年底,梅溪湖二期项目内可供出让土地面积为 6501.78 亩,已实际出让 1966.77 亩,待出让面积为 4535.01 亩;项目已投入 184.45 亿元,其中兴茂公司已投入 41.51 亿元,公司投入 142.94 亿元。收入确认方面,2017—2019 年,公司分别实现梅溪湖二期项目收入 5.44 亿元、12.47 亿元和 9.84 亿元。截至 2019 年底,公司累计确认收入 29.00 亿元,累

计收到回款 40.08 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。

根据《长沙大河西先导区管理委员会主任办公会议纪要》(2013)21 号文规定,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。

2012 年 10 月,公司与湘江新区管委会、上海金茂经济开发有限公司签订《梅溪湖片区 A-24\26\35\36 地块土地一级整理之合作协议》,梅溪湖一期协议外项目剩余可供出让土地由公司和上海金茂经济开发有限公司进行共同开发,双方各负责投入开发成本的 50%;此外,公司负责目标地块的拆迁、前期工程建设、地块整理等挂牌入市前的具体实施工作。土地出让后,由上海金茂经济开发有限公司获得土地整理成本的 50%和土地增值的 50%作为投资回报。该项目已于 2015 年完工,土地尚未完成出让。

截至 2019 年底,该项目计划总投资 31.48 亿元,累计已完成投资 21.53 亿元;累计确认营业收入 21.34 亿元,累计收到回款 24.59 亿元。

公益性项目

公司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 2019 年底,公司承担的公益性项目计划总投资 13.29 亿元,已完成投资 9.25 亿元;已收到政府划入的专项资金 10.02 亿元,其中项目建设资金 9.15 亿元,国有资本收益返还 0.87 亿元;国有资本收益返还部分已于 2018 年转入“营业外收入”。

自建项目

公司承担梅溪湖片区内梅溪湖国际文化艺术中心的建设,该项目由湘江新区管委会直

接投资，建设成本已纳入长沙市政府预算，长沙市政府按照完工情况定期拨付资金，计入公司“资本公积”，项目工程款计入“在建工程”。

截至 2019 年底，项目计划总投资 27.59 亿元，已完成投资 21.48 亿元；已收到湘江新区管委会的财政拨款 22.00 亿元。目前，梅溪湖国际文化艺术中心已投入运营，由湘江集团其他子公司负责，公司未收取租金或承担费用。

(2) 产业投资

表 5 截至 2019 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	0.30	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	--	--	5.29	4.90	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2017—2019 年，公司分别取得投资收益 5811.87 万元、3687.57 万元和 2126.14 万元；同期，公司分别获得分红 5380.56 万元、3767.33 万元和 1980.00 万元。2019 年 7 月，公司与绿地地产集团长沙置业有限公司签订股权转让

公司通过参股形式参与了金融、房地产等领域的投资，可为公司带来一定的投资收益。

金融股权方面，2017 年公司出资 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。

协议，转让长沙梅溪湖酒店投资管理有限公司（现名称“长沙绿地梅溪湖置业有限公司”以下简称“绿地梅溪湖置业”）70.00%股权，取得投资收益 6.85 亿元。

表 6 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	2017 年		2018 年		2019 年	
	投资收益	股东分红	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	0.00	0.00	0.00	0.00	-15.79	0.00
祥源梅溪湖文化旅游发展有限公司	0.00	0.00	0.00	0.00	-65.06	0.00
长沙和拓房地产开发有限公司	0.00	0.00	0.00	0.00	-6.12	0.00
湖南中交梅溪湖综合管廊开发有限公司	0.00	0.00	-20.25	0.00	-4.38	0.00
长沙梅溪湖金悦置业有限公司	5359.47	5380.56	2526.39	3600.00	359.61	1200.00
湖南株洲珠江农村商业银行股份有限公司	0.00	0.00	909.61	0.00	1333.67	240.00
湖南临湘农村商业银行股份有限公司	452.40	0.00	271.82	167.33	524.20	540.00
合计	5811.87	5380.56	3687.57	3767.33	2126.14	1980.00

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的资料整理

(3) 其他业务

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。因写字楼属于高端地产，维护和管理成本较高，导致该业务2017年毛利率为负。2018年1月，公司改变会计核算方法，将投资性房地产后续计量模式由成本法转变为公允价值法，因不再计提累计折旧，公司资产运营及物业租赁业务成本大幅下降，毛利率大幅提升。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年度合并财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见

的审计结论。

截至2019年底，公司拥有纳入合并范围的子公司3家。2018年，公司合并范围减少两家子公司，系有偿转让长沙梅溪湖文化管理有限公司和湖南梅溪湖智城运营管理有限公司；2019年，公司合并范围减少四家子公司，其中将湖南梅溪湖新城医疗投资有限公司和湖南梅溪湖医疗投资有限公司无偿划拨至湘江集团，注销长沙山涧明月酒店管理有限公司，出让绿地梅溪湖置业70%股权；同期，公司合并范围增加一家子公司，系湘江集团注入的华捷保险代理有限责任公司。总体看，上述合并范围变化对公司财务数据影响有限，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额243.06亿元，所有者权益96.74亿元；2019年，公司实现营业收入13.99亿元，利润总额7.48亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模稳步增长，以梅溪湖片区开发成本为主，其变现情况受土地市场和当地土地出让指标影响存在一定的不确定性；同时其他应收款对公司资金形成一定占用；公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019年，公司资产规模稳定增长，年均复合增长9.35%，来自流动资产的增加；2019年底，公司资产总额为243.06亿元，较2018年底增长9.55%，构成以流动资产（占78.88%）为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	163.37	80.37	170.45	76.82	191.73	78.88
货币资金	7.88	3.88	5.61	2.53	12.35	5.08
其他应收款	14.59	7.18	24.52	11.05	42.34	17.42
存货	136.48	67.14	138.58	62.46	135.01	55.55
非流动资产	39.90	19.63	51.42	23.18	51.32	21.11
长期股权投资	3.74	1.84	3.72	1.68	7.64	3.14
投资性房地产	11.89	5.85	21.28	9.59	21.36	8.79

在建工程	19.64	9.66	22.20	10.01	21.97	9.04
资产总额	203.28	100.00	221.87	100.00	243.06	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司流动资产稳定增长，年均复合增长 8.33%，主要来自货币资金和往来款的增加；2019 年底，公司流动资产 191.73 亿元，较 2018 年底增长 12.49%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，分别占比 6.44%、22.08%和 70.42%。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 25.21%；2019 年底，公司货币资金 12.35 亿元，较 2018 年底增长 119.99%，主要系当年收到财政回款较多导致。从构成上看，2019 年底公司货币资金主要由银行存款（占 99.59%）构成。

2017—2019 年，公司其他应收款大幅增长，年均复合增长 70.35%；2019 年底，公司其他应收款 42.34 亿元，较 2018 年底增长 72.66%，主要系与湘江集团往来款的增加。公司其他应收款集中度很高，主要为与湘江集团的往来款（占 63.22%），回收风险不大，但对公司资金形成一定占用。

2017—2019 年，公司存货变化不大，2019 年底为 135.01 亿元，较 2018 年底下降 2.57%；其中，开发成本 134.96 亿元，主要为梅溪湖片区开发成本。

2017—2019 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 13.42%，主要来自投资性房地产的增加；2019 年底，公司非流动资产 51.32 亿元，较 2018 年底变化不大，主要由投资性房地产（占 41.61%）、在建工程（占 42.80%）和长期股权投资（占 14.88%）构成。

2017—2019 年，公司长期股权投资有所增长，年均复合增长 42.82%；2019 年底，公司长期股权投资 7.64 亿元，较 2018 年底增长 105.10%，系绿地梅溪湖置业出让后剩余 30%股权按公允价值入账和对祥源梅溪湖文化旅游发展有限公司等投资导致。

2017—2019 年，公司投资性房地产快速增

长，年均复合增长 33.99%，主要系计量方式由成本法转为公允价值法导致；2019 年底，公司投资性房地产 21.36 亿元，较上年底变化不大，主要为持有用于出租的写字楼。

2017—2019 年，公司在建工程有所增长，年均复合增长 5.77%，主要系项目持续投入所致；2019 年底，公司在建工程 21.97 亿元，较上年底变化不大，主要为梅溪湖国际文化艺术中心。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 21.92 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 9.02%。

3. 负债和所有者权益

近年来，公司所有者权益小幅增长，以实收资本和资本公积为主；公司负债规模持续增长，短期债务占比有所提高，整体债务负担较轻；未来，公司片区开发投资规模较大，存在资本支出压力。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益小幅增长，年均复合增长 4.97%；2019 年底，公司所有者权益较 2018 年底增长 3.01%至 96.74 亿元，主要由实收资本（占 51.68%）和资本公积（占 30.82%）构成。2017—2019 年，公司实收资本未发生变化，均为 50.00 亿元；同期，公司资本公积较为稳定，2019 年底为 29.82 亿元。

负债

2017—2019 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 12.56%；2019 年底，公司负债总额 146.31 亿元，较 2018 年底增长 14.35%，来自流动负债的增加。公司负债结构以流动负债为主，2019 年底占 67.34%。

2017—2019 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 18.35%，主要来自预收款项的增加；2019 年底，公司流动负债 98.52 亿元，较

2018 年底增长 25.81%，主要由应付账款（占 7.78%）、预收款项（占 77.59%）和一年内到期的非流动负债（占 10.95%）构成。

公司应付账款主要为暂估土地开发成本，近三年持续下降，年均复合下降 14.46%，2019 年底为 7.67 亿元，较 2018 年底下降 15.45%。

公司预收款项主要为预收长沙兴茂投资有限公司项目合作款和财政项目回款。2017—2019 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 20.17%；2019 年底，公司预收款项 76.44 亿元，较 2018 年底增长 39.54%。

2017—2019 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 47.56%，主要来自应付股利的减少。2019 年底，公司其他应付款较 2018 年底减少 83.30%至 1.05 亿元。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，年均复合增长 107.69%；2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.78 亿元，较 2018 年底增加 3.41 亿元，由一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款构成。

2017—2019 年，公司非流动负债小幅波动，2019 年底为 47.79 亿元，较 2018 年底下降 3.73%，主要系长期借款减少所致。2019 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 40.69%）、应付债券（占 26.04%）和长期应付款（占 23.87%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款有所波动，分别为 19.66 亿元、31.15 亿元和 19.44 亿元；2019 年底，公司长期借款由信用借款（占 20.57%）、保证借款（占 77.97%）和少量抵押借款构成。

2019 年底，公司应付债券为 12.45 亿元，系发行的中建投信托·梅溪湖一期财产权信托。

2017—2018 年，公司长期应付款分别为 12.48 亿元和 4.00 亿元，为委托土储中心取得的借款，本报告调整至长期债务计算。截至 2019 年底，公司长期应付款为零。

2017—2019 年，公司专项应付款较为稳定，

2019 年底为 11.41 亿元，系政府划拨的公益性项目专项资金。

有息债务方面，2017—2019 年公司全部债务逐年增长，年均复合增长 11.22%；2019 年底，公司全部债务 43.21 亿元，较 2018 年底变化不大。近年来，公司长期债务占比逐年下降，2019 年底为 73.80%，债务结构仍以长期债务为主。

表 8 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期债务	2.80	7.91	11.32
长期债务	32.13	35.15	31.89
全部债务	34.93	43.06	43.21
资产负债率	56.81	57.67	60.20
全部债务资本化比率	28.46	31.44	30.88
长期债务资本化比率	26.79	27.23	24.79

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

债务指标方面，2017—2019 年，公司资产负债率持续上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所波动，2019 年底分别为 60.20%、30.88%和 24.79%，较 2018 年底分别变化 2.53 个、-0.56 个和-2.44 个百分点。

从有息债务期限结构看，2020—2022 年公司需偿还的有息债务分别为 11.32 亿元、13.33 亿元和 7.34 亿元，到期期限分布较为分散。

4. 盈利能力

近年来，受政府规划、项目结算进度及收入成本确认方式变更影响，公司营业收入逐年增长，但营业利润率大幅下滑，利润实现对非经常性损益的依赖有所加重。

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 37.57%，2019 年为 13.99 亿元，同比变化不大；2017—2019 年，公司营业成本年均复合增长 57.34%，增幅大于营业收入；同期，公司营业利润率大幅下降，2019 年为 -10.59%，由正转负。

期间费用方面，公司期间费用规模较小，主要由财务费用和管理费用构成，2019 年为

0.78 亿元，同比增加 0.59 亿元，主要系利息支出增加所致。

非经常性损益方面，2017—2019 年公司投资收益分别为 0.59 亿元、0.37 亿元和 9.70 亿元，2019 年主要来自出售绿地梅溪湖置业 70% 股权取得的收益；2017—2019 年，公司其他收益和营业外收入主要为取得的政府财政补贴；同期，公司利润总额分别为 1.58 亿元、2.82 亿元和 7.48 亿元。

表 9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	7.39	13.53	13.99
期间费用	0.28	0.19	0.78
投资收益	0.59	0.37	9.70
其他收益	0.14	1.07	0.04
营业外收入	0.01	0.01	0.03
利润总额	1.58	2.82	7.48
营业利润率	15.45	5.68	-10.59
总资产收益率	1.30	1.85	3.95
净资产收益率	1.79	2.69	5.23

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，2017—2019 年公司总资本收益率和净资产收益率逐年上升，2019 年分别为 3.95% 和 5.23%，同比分别提高 2.10 个和 2.54 个百分点。

5. 现金流分析

近年来，公司持续大力投入梅溪湖片区的开发，2019 年受财政回款较多影响，公司经营活动现金净流量由负转正；未来公司的土地整理业务和在建项目投资规模较大，存在一定筹资压力。

经营活动方面，受往来款波动较大及政府回款较多等因素综合影响，2017—2019 年公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长 41.80%，2019 年为 59.63 亿元，同比增长 140.44%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 33.28 亿元，同比增加 18.12 亿元，主要为收到的财政项目回款；收到其他与经营活动有关的现金 26.35 亿元，主要为收到的往来款。

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流出量波动增长，年均复合增长 14.24%，2019 年为 46.15 亿元，同比增长 67.78%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 17.06 亿元，同比增长 39.83%，主要系在建项目投入增加所致；支付其他与经营活动有关的现金 26.38 亿元，主要为支付的往来款。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -5.71 亿元、-2.71 亿元和 13.47 亿元，受财政项目回款大幅增加影响，由负转正。

从收现质量看，2017—2019 年公司现金收入比分别为 22.57%、112.06% 和 237.94%，2017 年指标值较低的主要原因系当年业务款项已于以前年度预收，公司实际收现质量很高。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流入量发生额较小，2019 年为 10.00 亿元，主要为当年出售绿地梅溪湖置业 70% 股权取得的现金收入；2017—2019 年，公司投资活动现金流出量有所波动，分别为 9.98 亿元、3.29 亿元和 9.15 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金主要系投资建设梅溪湖国际文化艺术中心支付的款项；2017 年投资支付的现金 2.70 亿元，系投资联营企业支出；2019 年支付其他与投资活动有关的现金 7.84 亿元，系将资金拆出至联营企业。2017—2019 年，公司投资活动现金净流量分别为 -8.93 亿元、-2.92 亿元和 0.85 亿元。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入主要为通过银行借款及信托进行融资，近三年分别为 21.85 亿元、15.75 亿元和 16.45 亿元。同期，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 220.38%，2019 年为 24.44 亿元，同比增加 11.97 亿元，主要系偿还借款本金及利息支付的现金；2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 19.47 亿元、3.28 亿元和 -7.99 亿元。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	29.65	24.80	59.63

经营活动现金流出量	35.37	27.51	46.15
经营活动现金净流量	-5.71	-2.71	13.47
投资活动现金净流量	-8.93	-2.92	0.85
筹资活动现金净流量	19.47	3.28	-7.99
现金收入比	22.57	112.06	237.94
经营现金流流动负债比	-8.12	-3.46	13.68

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力较强，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。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率逐年下降，2019 年底为 194.61%，较 2018 年底下降 23.05 个百分点；同期，公司速动比率逐年上升，2019 年底为 57.57%，较 2018 年底上升 16.87 个百分点。2017—2018 年，公司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；2019 年，公司经营现金流流动负债比由负转正，为 13.68%。2019 年底，公司现金短期债务比为 1.09 倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年公司 EBITDA 快速增长，分别为 1.96 亿元、2.86 亿元和 7.98 亿元；全部债务/EBITDA 快速上升，分别为 17.78 倍、15.06 倍和 5.42 倍；EBITDA 利息倍数分别为 0.59 倍、1.42 倍和 1.73 倍，长期偿债能力较强。

截至 2019 年底，公司共获得金融机构授信 37.66 亿元和 0.18 亿美元，全部已使用完毕，间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 20.50 亿元，担保比率 21.19%，被担保方为湘江集团和湘新投公司，均为关联单位，或有负债风险可控。

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，母公司所有者权益稳定性较好，整体债务负担较轻。

2017—2019 年，母公司资产规模不断增长，2019 年底为 219.07 亿元。构成上，母公司资产以流动资产为主，其中其他应收款和存货占比较大；非流动资产主要由长期应收款和在建工程构成。

2017—2019 年，母公司所有者权益变化不大，2019 年底为 88.91 亿元，其中实收资本 50.00 亿元，资本公积 29.44 亿元，稳定性好。

2017—2019 年，母公司负债规模稳定增长，2019 年底为 130.16 亿元，主要是以预收款项为主的流动负债；母公司资产负债率 59.42%。

2017—2019 年，母公司营业收入逐年增长，分别为 7.07 亿元、13.18 亿元和 13.30 亿元；同期，母公司利润总额分别为 1.93 亿元、1.87 和 4.88 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为 14.00 亿元，相当于 2019 年底公司长期债务的 43.90%，全部债务的 32.40%，对公司现有债务影响较大。

2019 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 60.20%、30.88%和 24.79%；以公司 2019 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，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将分别上升至 62.36%、37.16%和 32.17%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行规模的 0.14 倍、0.20 倍和 0.57 倍，覆盖倍数较低；同期，公司经营现金流入量分别为本期债券拟发行规模的 2.12 倍、1.77 倍和 4.26 倍，覆盖程度较好。

3. 募投项目收益对本期债券的保障能力分析

根据《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设

项目可行性研究报告》，本期债券募投项目计划总投资 23.41 亿元，其中建设投资 22.42 亿元，建设期利息 0.99 亿元。募投项目计算期为 20 年，其中建设期 3 年，运营期 17 年。

经营收入

项目运营后的收入来源主要为保障房销售收入、地下车位和商铺出租收入。

(1) 销售收入

项目销售收入系保障房项目运营后保障性住房销售产生的收入。根据《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目可行性研究报告》的测算，保障住房按建筑面积每人 80 平方米，保障房购买的平均价格按 1200 元/平方米计算。公司经营保障房项目销售面积共计 588658 平方米，募投项目在本期债券存续期内可实现销售收入 70639.00 万元。

(2) 地下车位出租收入

保障房项目共有 2640 个地下车位可用于出租，参考周边小区车位出租均价 240 至 300 元/个·月，按照首年租金 200 元/个·月，债券存续期年增长 3%，租赁首年出租率 60%，第二年出租率 80%，以后年度出租率 90% 计算，募投项目在本期债券存续期内可实现地下车位出租收入 2772.00 万元。

(3) 配套商铺出租收入

项目共有商铺面积共计 40746 平方米，参考周边小区商铺租金均价 2 至 4 元/平方米·天；按照首年租金 1.8 元/平方米·天，存续期年增长 3%，租赁首年出租率 60%，第二年出租率 80%，以后年度出租率 90% 计算，募投项目在本期债券存续期内可实现配套商铺出租收入 11713.00 万元。

总体看，在本期债券存续期内，募投项目

预计可实现经营收入 8.51 亿元。

流转税金和经营成本

(1) 流转税金

根据国家及长沙市的有关税收政策，项目地下车位和商业出租按租金收入的 5% 缴纳增值税，按增值税的 7% 缴纳城市维护建设税，按增值税的 5% 缴纳教育费附加，按租金收入 12% 缴纳房产税。在本期债券存续期内，募投项目预计需缴纳增值税 724.00 万元，城市维护建设税 51.00 万元，教育费附加 36.00 万元，房产税 1738.00 万元。总体看，本期债券存续期内项目流转税金总计 2549.00 万元。

(2) 经营成本

经营成本系项目完工并正常运行后，需支付的工资及福利费、管理费用和其他费用。①工资及福利费：项目完工并正常运行后，需配置物业管理和服务人员 30 人，人均工资福利按 5 万元/年计算，在本期债券存续期内工资及福利费总计 797 万元；②管理费用：项目完工并正常运行后，项目后续日常维护费用，按出租收入的 2% 计算，在本期债券存续期内管理费用总计 290 万元；③其他费用：项目完工并正常运行后，项目后续发生的其他费用，包括业务、招待、学习等费用，按出租收入的 1.5% 计算，在本期债券存续期内管理费用总计 217 万元。总体看，本期债券存续期内项目经营成本总计 1304 万元。

假设投资者于第五年末不回售本期债券而选择持有至到期，债券利率以 6.00% 测算，本期债券存续期内本息共计 19.88 亿元。假设本期债券于 2020 年成功发行，在本期债券存续期内，募投项目预计可实现净收入 8.13 亿元，为本期债券本息金额的 0.41 倍。

表 11 本期债券募投项目收益测算情况表（单位：万元、倍）

项目	合计	债券存续期						
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
经营收入	85124.00	35319.00	14128.00	23178.00	2728.00	3161.00	3256.00	3354.00
销售收入	70639.00	35319.00	14128.00	21192.00	0.00	0.00	0.00	0.00
配套商业的出租收入	11713.00	0.00	0.00	1606.00	2206.00	2556.00	2633.00	2712.00
停车位的出租收入	2772.00	0.00	0.00	380.00	522.00	605.00	623.00	642.00

项目	合计	债券存续期						
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
流转税金	2549.00	0.00	0.00	350.00	480.00	556.00	573.00	590.00
增值税	724.00	0.00	0.00	99.00	136.00	158.00	163.00	168.00
城市维护建设税	51.00	0.00	0.00	7.00	10.00	11.00	11.00	12.00
教育费附加	36.00	0.00	0.00	5.00	7.00	8.00	8.00	8.00
房产税	1738.00	0.00	0.00	238.00	327.00	379.00	391.00	402.00
经营成本	1304.00	0.00	0.00	220.00	250.00	270.00	278.00	286.00
净收入	81271.00	35319.00	14128.00	22609.00	1998.00	2335.00	2405.00	2477.00
还本金额	140000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	140000.00
偿还利息金额	58800.00	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00
经营收入/还本金额	0.61	*	*	*	*	*	*	0.02
经营收入/还本付息金额	0.43	4.20	1.68	2.76	0.32	0.38	0.39	0.02
净收入/还本金额	0.58	*	*	*	*	*	*	0.02
净收入/还本付息金额	0.41	4.20	1.68	2.69	0.24	0.28	0.29	0.02

注：1. 假设投资者于第五年末不回售本期债券而选择持有至到期；2. 收益预测期限依据债券存续期进行相应调整；3. 尾差系四舍五入所致；4. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

资料来源：《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目可行性研究报告》

假设投资者于第五年末全部回售本期债券，则本期债券存续期内本息共计 18.20 亿元。假设本期债券于 2020 年成功发行，在本期债

券存续期内，募投项目预计可实现净收入 7.64 亿元，为本期债券本息合计的 0.42 倍。

表 12 本期债券募投项目收益测算情况表（单位：万元、倍）

项目	合计	债券存续期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
经营收入	78514.00	35319.00	14128.00	23178.00	2728.00	3161.00
净收入	76389.00	35319.00	14128.00	22609.00	1998.00	2335.00
还本金额	140000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	140000.00
偿还利息金额	42000.00	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00	8400.00
经营收入/还本金额	0.56	*	*	*	*	0.02
经营收入/还本付息金额	0.43	4.20	1.68	2.76	0.32	0.02
净收入/还本金额	0.55	*	*	*	*	0.02
净收入/还本付息金额	0.42	4.20	1.68	2.69	0.24	0.02

注：1. 假设投资者于第五年末全部回售本期债券；2. 收益预测期限依据债券存续期进行相应调整；3. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

资料来源：《梅溪湖雷锋科技城保障性住房建设项目可行性研究报告》

总体看，本期债券存续期内募投项目可实现的净收入无法覆盖本期债券本息，本期债券的还本付息有赖于公司自有现金流。

十、增信措施

1. 担保条款

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。

2. 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2019年底，湘江集团注册资本300.00亿元，实收资本234.78亿元，长沙市国资委为湘江集团唯一股东和实际控制人。

湘江集团经营范围：土地一、二级开发；城市基础设施建设及运营；产业平台建设投资及运营；文化旅游资源的开发及运营；健康产业的投资及运营；城市资源管理及运营；物业管理。（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2019年底，湘江集团资产总额718.96亿元，所有者权益265.70亿元（其中少数股东权益11.40亿元）；2019年，湘江集团实现营业收入45.59亿元，利润总额7.44亿元。

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任务。

2017—2019年，湘江集团分别实现营业收入21.94亿元、17.30亿元和45.59亿元，主要来自于土地一级开发业务，近三年分别实现收入19.96亿元、14.10亿元和30.66亿元，分别占比90.98%、81.50%和67.25%；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12.90亿元、0.95亿元和17.48亿元，受出让面积及出让单价波动影响较大。2019年，湘江集团实现资产运营及服务收入10.29亿元，同比增加8.77亿元，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3.89亿元，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，2017—2019年，湘江集团综合毛利率不断下降，分别为15.17%、10.97%和4.17%；其中，土地一级开发毛利率分别为13.46%、4.72%和-2.00%，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	2017 年			2018 年			2019 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	19.96	90.98	13.46	14.10	81.50	4.72	30.66	67.25	-2.00
资产运营及服务	0.80	3.65	8.61	1.52	8.79	36.96	10.29	22.58	11.35
管理费	1.12	5.10	46.28	1.53	8.84	41.79	0.32	0.71	18.43
房地产开发	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.89	8.54	27.72
其他	0.05	0.23	100.00	0.14	0.81	20.55	0.42	0.93	48.64
合计	21.94	100.00	15.17	17.30	100.00	10.97	45.59	100.00	4.17

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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。

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2017—2019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

近年来，湘江集团资产规模稳步增长，

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。

2017—2019年，湘江集团资产规模逐年增长，年均复合增长13.97%；2019年底，湘江集团资产总额较2018年底增长16.59%至718.96亿元，资产结构以流动资产（占79.85%）为主。

2017—2019年，湘江集团流动资产逐年增长，年均复合增长9.70%；2019年底，湘江集团流动资产较2018年底增长11.50%至574.10亿元。其中，存货436.16亿元，较2018年底变化不大，主要由土地开发成本和基础设施建设成本构成。2017—2019年，湘江集团非流动资产快速增长，年均复合增长37.61%；2019年底，湘江集团非流动资产144.86亿元，较2018年底增长42.36%，主要由长期股权投资、投资性房地产和在建工程构成，占比分别为18.16%、19.13%和46.09%。

截至2019年底，湘江集团受限资产34.62亿元，受限比例4.81%；其中受限货币资金、投资性房地产、无形资产和在建工程分别为0.57亿元、27.73亿元、0.87亿元和5.45亿元。

（3）负债及所有者权益

近年来，湘江集团所有者权益稳步增长，构成以实收资本为主，权益稳定性好；债务规模快速增长，债务负担有所加重。

2017—2019年，湘江集团所有者权益稳步增长，年均复合增长5.37%，主要来自于实收资本的增加；2019年底，湘江集团所有者权益较2018年底增长8.13%至265.70亿元，其中实收资本234.78亿元，较2018年底增长3.16%，主要系收到政府增资款导致。

2017—2019年，湘江集团负债规模快速增长，年均复合增长20.10%，流动负债和非流动负债均有所增加；2019年底，湘江集团负债总额较2018年底增长22.20%至453.26亿元，其中流动负债占比40.45%、非流动负债占比59.55%。

2017—2019年，湘江集团流动负债快速增

长, 年均复合增长率 35.65%; 2019 年底, 湘江集团流动负债 183.32 亿元, 较 2018 年底增长 40.53%。其中, 应付账款较 2018 年底增长 21.88%至 25.25 亿元, 主要系应付项目工程款的增加; 预收款项较 2018 年底增长 47.36%至 86.72 亿元, 由房屋预售款、预收长沙兴茂投资有限公司梅溪湖二期及一期协议外项目的合作款构成; 一年内到期的非流动负债 41.21 亿元, 较 2018 年底增长 33.10%。

2017—2019 年, 湘江集团非流动负债逐年增长, 年均复合增长 12.15%; 2019 年底, 湘江集团非流动负债 269.94 亿元, 较 2018 年底增长 12.25%。其中, 长期借款较 2018 年底下降 5.51%至 96.24 亿元, 由保证借款、质押借款和信用借款构成; 应付债券较 2018 年底增长 26.87%至 85.86 亿元, 系发行 11.50 亿元“19 湘江 01”、18.50 亿元“19 湘江 02”、5.00 亿元“19 湘江债权融资 01”和 4.00 亿元“19 湘江债权融资 02”等所致; 长期应付款较 2018 年底增长 22.79%至 77.32 亿元, 系收到政府拨付的项目专项资金增加。

有息债务方面, 2017—2019 年, 湘江集团全部债务逐年增长, 债务结构以长期债务为主; 2019 年底, 湘江集团全部债务为 268.65 亿元, 较 2018 年底增长 8.43%。2017—2019 年, 湘江集团资产负债率和全部债务资本化率呈上升趋势, 2019 年底分别为 63.04%和 50.28%, 较上年底分别提升 2.89 个和 0.07 个百分点; 2017—2019 年, 湘江集团长期债务资本化比率有所波动, 2019 年底为 45.46%, 较 2018 年底下降 1.12 个百分点。

2020—2022 年, 湘江集团到期需偿还的有息债务分别为 47.54 亿元、68.79 亿元和 71.15 亿元, 其中 2021—2022 年到期债务规模较大。

(4) 盈利能力

近年来, 受土地出让收入波动影响, 湘江集团营业收入波动较大, 利润总额中非经常性损益占比较高。

2017—2019 年, 湘江集团营业收入波动较

大, 2019 年为 45.59 亿元, 同比增长 163.51%, 主要系出让面积及出让单价波动较大、新增电子原器件等供应链业务及梦想新天地商品房项目达到收入确认条件等导致。2017—2019 年, 湘江集团营业成本年均复合增长 53.22%, 增幅略小于营业收入; 同期, 湘江集团营业利润率逐年下降, 分别为 14.64%、10.27%和 3.48%。

期间费用方面, 2017—2019 年, 湘江集团期间费用逐年增长, 年均复合增长 94.93%; 2019 年, 湘江集团期间费用 3.87 亿元, 同比增加 2.74 亿元。其中, 管理费用 1.77 亿元, 主要为日常支出、人员工资等; 财务费用 1.67 亿元, 同比增加 1.72 亿元, 主要系利息收入增加。2017—2019 年, 湘江集团期间费用占营业收入比重分别为 4.64%、6.54%和 8.49%。

非经常性损益方面, 2017—2019 年, 湘江集团收到的政府补助款项分别为 0.15 亿元、1.73 亿元和 2.19 亿元, 计入“营业外收入”“其他收益”或“递延收益”; 2019 年, 湘江集团确认投资收益 9.42 亿元, 主要系处置长沙绿地梅溪湖置业有限公司取得的投资收益。

从盈利指标看, 2017—2019 年, 湘江集团总资产收益率和净资产收益率逐年增长, 2019 年分别为 1.22%和 1.75%。

(5) 现金流分析

近年来, 湘江集团项目建设持续大幅投入, 但受 2019 年财政回款较多影响, 经营活动现金净流量由负转正; 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。

经营活动现金流方面, 2017—2019 年, 湘江集团经营活动净现金流分别为 -56.64 亿元、-23.15 亿元和 40.07 亿元, 由负转正。其中, 销售商品、提供劳务收到的现金分别为 17.53 亿元、31.62 亿元和 60.69 亿元, 现金收入比分别为 79.91%、182.79%和 133.14%, 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,2017—2019年分别为-21.07亿元、-10.33亿元和-30.48亿元。

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、银行借款和发行债券募集资金。2017—2019年,湘江集团筹资活动净现金流分别为68.95亿元、47.61亿元和19.23亿元。

(6) 偿债能力

湘江集团短期偿债能力较强,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,湘江集团近三年流动比率逐年下降,速动比率波动增长,2019年底分别为313.16%和75.25%;2017—2018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;2019年,湘江集团经营现金流动负债比由负转正,为21.86%。截至2019年底,湘江集团现金短期债务比为1.57倍。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年湘江集团EBITDA快速增长,分别为3.27亿元、3.67亿元和9.46亿元;全部债务/EBITDA大幅下降,分别为59.49倍、67.44倍和28.41倍。

截至2019年底,湘江集团获得的银行授信额度共计512.10亿元,其中未使用授信额度276.87亿元,间接融资渠道畅通。

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;湘江集团的担保能有效提升本期债券的偿付安全性。

十一、结论

近年来,长沙市经济持续发展,湘江新区作为中部地区首个国家级新区,区位优势突出,

政策支持力度大,近年来经济快速发展,财政收入稳定增长,公司发展的外部环境良好。

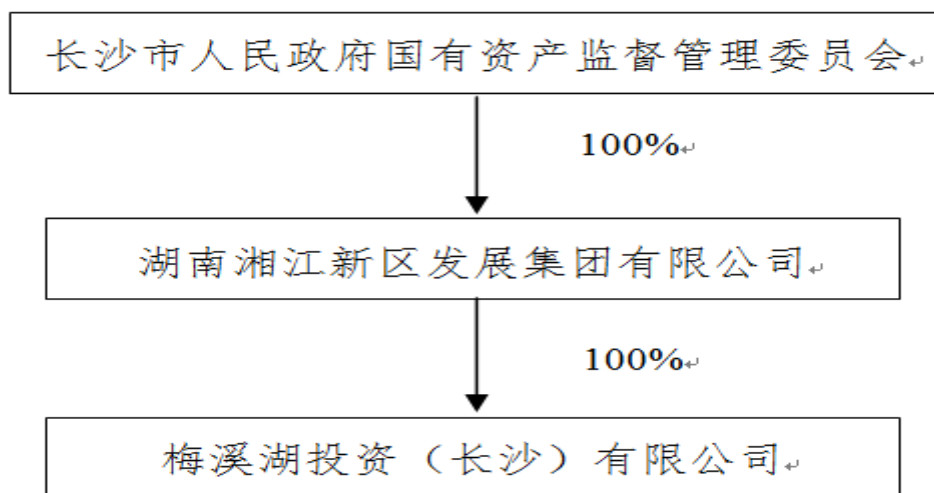
公司作为湘江新区重要的土地开发和城市运营的综合平台,业务发展在一定程度上受到湘江新区管委会和长沙市政府的影响,并持续得到湘江新区管理委员会及湘江集团在资金注入、财政补贴等方面的大力支持。

公司资产流动性较弱且整体资产质量一般,利润实现对非经常性损益的依赖有所加重;公司债务规模持续增长,整体债务负担较轻,但考虑到公司未来在土地开发整理等业务上的持续投入,未来债务规模或将增长。

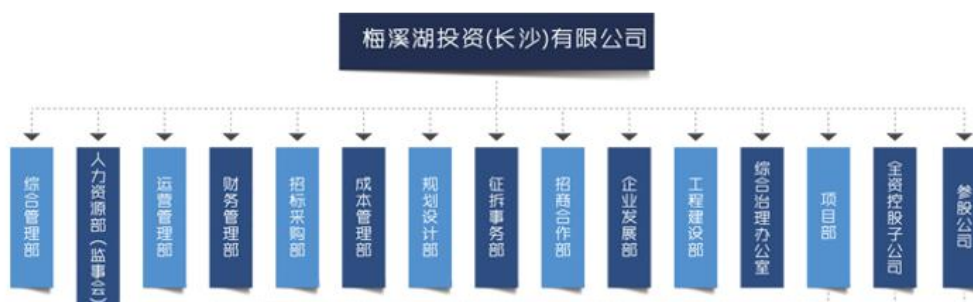
本期债券发行规模较大,债券存续期内募投项目可实现的净收入无法覆盖本期债券本息,本期债券的还本付息有赖于公司自有现金流。湘江集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,其担保能有效提升本期债券本息偿付的安全性。

综合评估,本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	经营范围
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；房地产投资；物业管理；房地产中介服务；房地产咨询服务；广告制作服务、发布服务、国内代理服务、设计。
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；旅游景区规划设计、开发、管理；停车场运营管理。
华捷保险代理有限责任公司	5000.00	100.00	代理销售保险产品；代理收取保险费；代理相关保险业务的损失查勘和理赔；中国保监会批准的其他业务。

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.88	5.61	12.35
资产总额(亿元)	203.28	221.87	243.06
所有者权益(亿元)	87.80	93.92	96.74
短期债务(亿元)	2.80	7.91	11.32
长期债务(亿元)	32.13	35.15	31.89
全部债务(亿元)	34.93	43.06	43.21
营业收入(亿元)	7.39	13.53	13.99
利润总额(亿元)	1.58	2.82	7.48
EBITDA(亿元)	1.96	2.86	7.98
经营性净现金流(亿元)	-5.71	-2.71	13.47
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.12	22.25	22.20
存货周转次数(次)	0.05	0.09	0.11
总资产周转次数(次)	0.04	0.06	0.06
现金收入比(%)	22.57	112.06	237.94
营业利润率(%)	15.45	5.68	-10.59
总资本收益率(%)	1.30	1.85	3.95
净资产收益率(%)	1.79	2.69	5.23
长期债务资本化比率(%)	26.79	27.23	24.79
全部债务资本化比率(%)	28.46	31.44	30.88
资产负债率(%)	56.81	57.67	60.20
流动比率(%)	232.28	217.66	194.61
速动比率(%)	38.24	40.70	57.57
经营现金流动负债比(%)	-8.12	-3.46	13.68
现金短期债务比(倍)	2.81	0.71	1.09
全部债务/EBITDA(倍)	17.78	15.06	5.42
EBITDA 利息倍数(倍)	0.59	1.42	1.73

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.08	5.30	11.51
资产总额(亿元)	202.56	213.99	219.07
所有者权益(亿元)	88.64	88.93	88.91
短期债务(亿元)	2.80	7.91	11.32
长期债务(亿元)	31.85	35.15	19.44
全部债务(亿元)	34.65	43.06	30.76
营业收入(亿元)	7.07	13.18	13.30
利润总额(亿元)	1.93	1.87	4.88
EBITDA(亿元)	1.94	1.88	4.96
经营性净现金流(亿元)	-5.92	-3.49	25.62
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.77	21.80	22.09
存货周转次数(次)	0.05	0.09	0.11
总资产周转次数(次)	0.04	0.06	0.06
现金收入比(%)	18.35	112.25	245.02
营业利润率(%)	17.73	4.05	-14.90
总资本收益率(%)	1.57	1.42	2.62
净资产收益率(%)	2.18	2.10	3.53
长期债务资本化比率(%)	26.44	28.33	17.95
全部债务资本化比率(%)	28.11	32.62	25.71
资产负债率(%)	56.24	58.44	59.42
流动比率(%)	231.85	211.95	189.83
速动比率(%)	39.54	37.62	52.24
经营现金流动负债比(%)	-8.47	-4.47	26.09
现金短期债务比(倍)	2.53	0.67	1.02
全部债务/EBITDA(倍)	17.88	22.96	6.20
EBITDA 利息倍数(倍)	1.72	0.94	1.20

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算

附件 2-3 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	30.78	44.98	74.32
资产总额(亿元)	553.54	616.64	718.96
所有者权益(亿元)	239.31	245.72	265.70
短期债务(亿元)	12.88	33.50	47.22
长期债务(亿元)	181.60	214.26	221.43
全部债务(亿元)	194.48	247.77	268.65
营业收入(亿元)	21.94	17.30	45.59
利润总额(亿元)	2.85	3.54	7.44
EBITDA(亿元)	3.27	3.67	9.46
经营性净现金流(亿元)	-56.64	-23.15	40.07
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.39	1.79	4.07
存货周转次数(次)	0.05	0.04	0.10
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.07
现金收入比(%)	79.91	182.79	133.14
营业利润率(%)	14.64	10.27	3.48
总资本收益率(%)	0.66	0.66	1.22
净资产收益率(%)	1.18	1.31	1.75
长期债务资本化比率(%)	43.14	46.58	45.46
全部债务资本化比率(%)	44.83	50.21	50.28
资产负债率(%)	56.77	60.15	63.04
流动比率(%)	478.81	394.70	313.16
速动比率(%)	72.48	60.08	75.25
经营现金流动负债比(%)	-56.85	-17.74	21.86
现金短期债务比(倍)	2.39	1.34	1.57
全部债务/EBITDA(倍)	59.49	67.44	28.41
EBITDA 利息倍数(倍)	0.42	0.19	0.70

注：其他应付款及长期应付款中有息部分已调整至有息债务计算

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/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%
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/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 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 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 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

联合资信评估有限公司关于 2020 年梅溪湖投资（长沙）有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

梅溪湖投资（长沙）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

梅溪湖投资（长沙）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对梅溪湖投资（长沙）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，梅溪湖投资（长沙）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梅溪湖投资（长沙）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现梅溪湖投资（长沙）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对梅溪湖投资（长沙）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如梅溪湖投资（长沙）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梅溪湖投资（长沙）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与梅溪湖投资（长沙）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。