

信用等级公告

联合〔2020〕2118号

梅溪湖投资（长沙）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2020 年公司债券进行了主动评级，确定：

梅溪湖投资（长沙）有限公司主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为“稳定”

梅溪湖投资（长沙）有限公司拟发行的 2020 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2020 年梅溪湖投资（长沙）有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AA₊_{pi}

评级展望：稳定

担保方主体信用等级：AAA_{pi}

发行规模：14 亿元

债券期限：7（5+2）年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

担保方：湖南湘江新区发展集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保
证担保

评级时间：2020 年 7 月 3 日

分析师

张婧茜 登记编号（R0040218040014）

郭雄飞 登记编号（R0040220010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对梅溪湖投资（长沙）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为湖南湘江新区（以下简称“湘江新区”）梅溪湖国际新城片区唯一的土地整理和运营开发主体，在外部环境、区域地位及外部支持方面具备的突出优势。同时，联合评级也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、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。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由湖南湘江新区发展集团有限公司（以下简称“湘江集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券的偿付安全性。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**长沙市和湘江新区经济保持较快增长，为公司创造了良好的外部发展环境。

2. **公司业务专营性优势明显，获得了有力的外部支持。**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方面的有力支持。

3. **增信措施。**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。

关注

1. 公司土地开发业务受政府规划、账务处理变更和土地市场因素影响大。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. 公司存在资本支出的压力。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，存在资本支出的压力。

3. 募投项目预计净收入无法覆盖本期债券本息。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：

发行主体

项目	2017 年	2018 年	2019 年
公司合并口径			
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
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
营业利润率（%）	15.45	5.68	-10.59
净资产收益率（%）	1.81	2.79	5.30
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（倍）	2.32	2.18	1.95
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	1.42	0.46
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.14	0.20	0.57

公司本部（母公司）

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	30.77
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（倍）	2.32	2.12	1.90

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年
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
营业收入（亿元）	21.94	17.30	45.59
利润总额（亿元）	2.85	3.54	7.44
资产负债率（%）	56.77	60.15	63.04

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司和担保方长期应付款中有息债务纳入其长期债务核算

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



张青芳 郭彬飞

联合信用评级有限公司

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，公司注册资本及实收资本均为 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“长沙市国资委”）为公司实际控制人（股权结构见附件 1-1）。

公司业务范围为梅溪湖国际新城片区的土地整理与开发、基础设施建设、安置房建设、产业投资和物业租赁等。

截至 2019 年底，公司设综合管理部、人力资源部、运营管理部、财务管理部等 13 个职能部门（见附件 1-2）；拥有纳入合并范围的子公司 3 家（见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 243.06 亿元，负债合计 146.31 亿元，所有者权益 96.74 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年，公司实现营业收入 13.99 亿元，净利润 5.06 亿元，全部为归属于母公司净利润；经营活动产生的现金流量净额 13.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.30 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、本期债券及募投项目概况

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 年底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“募投项目”）建设。

募投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 1,798 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 1,484 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 2,300 套。募投项目计划总投资 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；截至2019年底已完成投资11.31亿元，雷锋村地块保障房项目和桥头铺村保障房项目已完成建设任务并交房，已完成投资共计10.24亿元，累计实现收入5.17亿元；坪山村保障房项目累计已完成投资1.07亿元。本期债券募集资金拟置换前期用于项目投资举借的银行贷款。

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 募投项目审批情况

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、行业及区域经济分析

1. 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。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，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。

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到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 2 2019 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交通的融合发展
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合规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：联合评级整理

(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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，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。

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。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，中央已经提出要加强 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. 区域经济及财政情况

长沙市经济增长较快，湘江新区作为国家级新区，经济保持较快增长，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。

长沙市经济增长较快，且高于全国平均水平。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 10,535.51 亿元、11,003.41 亿元和 11,574.22 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 4,439.32 亿元，增长 8.0%；第三产业实现增加值 6,775.21 亿元，增长 8.4%。

固定资产投资方面，2017—2019 年长沙市固定资产投资额快速增长；2019 年，长沙市固定资产投资较上年增长 10.1%。全市计划总投资超过 5,000 万元的在建项目（不含房地产开发）1,535 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 1,592.74 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%。

（2）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 1,200 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，湘江新区保持较快的经济增速，地区生产总值由 2010 年的 730.77 亿元增长至 2019 年

的 2,467.96 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 1,125.56 亿元，第三产业 1,286.90 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 2,103.12 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保持较快增长。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。

（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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要负责湘江新区内梅溪湖国际新城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，在梅溪湖国际新城片区内具有区域专营优势。

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主体；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主体。

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，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。

2. 人员素质

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。

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，本科及以上学历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。

3. 外部支持

公司持续得到湘江新区管委会及湘江集团在资金注入、财政补贴等方面的有力支持。

湘江新区是国务院和国家发改委明确支持的国家级新区，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；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、财政补贴等方面持续给予公司有力的支持。

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”。

五、公司管理

公司建立了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。

1. 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. 管理体制

公司董事会及管理层不断完善公司管理架构，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的内部监管力度，并提升信息披露的透明度和准确性，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，为员工提供专业素质方面和职业化技能方面的教育支持。公司人力资源管理按照《薪酬管理办法》和《工作绩效考核办法》执行。

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，主要为公司开展业务中，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。

六、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，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。其中，土地开发收入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。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

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
合计	7.39	100.00	16.39	13.53	100.00	6.41	13.99	100.00	-9.36

资料来源：公司提供

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。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。

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。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“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（以下简称“金茂集团”）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11,452亩的土地。根据协议约定，金茂集团主要负责投入拆迁安置金85.19亿元；上海金茂负责工程具体实施；公司主要负责办理片区开发建设相关的批复性文件，并在开发完成后负责项目维护和保修。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4,064.59亩，公司实际已完成土地出让3,839.37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；公司已于2011—2013年陆续收到前期建设项目成本返还27.28亿元。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1,021.31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（以下简称“兴茂投资”）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 16,545 亩的土地，计划总投资为 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，主要投资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，按照成本来确认收入。

截至 2019 年底，梅溪湖二期项目内可供出让土地面积为 6,501.78 亩，已实际出让 1,966.77 亩，待出让面积为 4,535.01 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”，公司支付的项目工程款计入“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财政预算，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，湘江集团其他子公司负责运营管理，公司未收取租金或承担费用。

（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，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。

表 4 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	中交隧道工程局有限公司
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
湖南株洲湘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：联合评级根据公司提供的资料整理

2017—2019 年，公司分别取得投资收益 5,811.87 万元、3,687.57 万元和 2,126.14 万元；同期，公司分别获得分红 5,380.56 万元、3,767.33 万元和 1,980.00 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 5 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	5,359.47	5,380.56	2,526.39	3,600.00	359.61	1,200.00
湖南株洲湘江农村商业银行股份有限公司	0.00	0.00	909.61	0.00	1,333.67	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	5,811.87	5,380.56	3,687.57	3,767.33	2,126.14	1,980.00

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：联合评级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。

七、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。公司财务报表采用最新的会计准则进行编制，会计政策变化对公司财务数据影响不大。

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 2 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 4 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转至湘江集团，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 70.00% 股权；2019 年，公司合并范围增加 1 家子公司，系湘江集团注入的华捷保险代理有限责任公司（以下简称“华捷保险”）。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。

2. 资产质量

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。截至 2019 年底，公司资产总额为 243.06 亿元，较 2018 年底增长 9.55%，构成以流动资产为主。

表 6 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		年均复合增长率
	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	8.33
货币资金	7.88	3.87	5.61	2.53	12.35	5.08	25.21
其他应收款	14.59	7.18	24.52	11.05	42.34	17.42	70.35
存货	136.48	67.14	138.58	62.46	135.01	55.55	-0.54
非流动资产	39.90	19.63	51.42	23.18	51.32	21.12	13.42
长期股权投资	3.74	1.84	3.72	1.68	7.64	3.14	42.82
投资性房地产	11.89	5.85	21.28	9.59	21.36	8.79	33.99
在建工程	19.64	9.66	22.20	10.01	21.97	9.04	5.77
资产总额	203.28	100.00	221.87	100.00	243.06	100.00	9.35

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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。截至 2019 年底，公司流动资产 191.73 亿元，较 2018 年底增长 12.49%。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 25.21%。截至 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所致。从构成上看，截至

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%。截至 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所致。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。截至 2019 年底，公司非流动资产 51.32 亿元，较 2018 年底变化不大。

2017—2019 年，公司长期股权投资呈波动增长趋势，年均复合增长 42.82%。截至 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所致。

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所致。截至 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，公司在建工程呈波动增长趋势，年均复合增长 5.77%，主要系项目持续投入所致。截至 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. 负债及所有者权益

公司负债规模持续增长，债务结构较为合理，但短期债务占比有所提高，整体债务负担较轻。

2017—2019 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 12.56%。截至 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。

表7 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		年均复合增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	70.34	60.91	78.31	61.20	98.52	67.34	18.35
应付账款	10.48	9.07	9.07	7.09	7.67	5.24	-14.46
预收款项	52.94	45.84	54.78	42.81	76.44	52.24	20.17
其他应付款	3.82	3.31	6.29	4.91	1.05	0.72	-47.56
一年内到期的非流动负债	2.50	2.16	7.37	5.76	10.78	7.37	107.69
非流动负债	45.14	39.09	49.64	38.80	47.79	32.66	2.89
长期借款	19.66	17.02	31.15	24.35	19.44	13.29	-0.55
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	12.45	8.51	--
长期应付款	12.48	10.80	4.00	3.12	0.00	0.00	-100.00
专项应付款	11.06	9.57	10.67	8.34	11.41	7.80	1.58
负债总额	115.48	100.00	127.95	100.00	146.31	100.00	12.56

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 18.35%。截至 2019 年底，公司流动负

债 98.52 亿元，较 2018 年底增长 25.81%。

公司应付账款主要为应付工程款，近三年持续下降，年均复合下降 14.46%，截至 2019 年底，应付账款 7.67 亿元，较 2018 年底下降 15.45%。

公司预收款项主要为预收兴茂投资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%。截至 2019 年底，公司预收款项 76.44 亿元，较 2018 年底增长 39.54%，其中预收兴茂投资项目合作款 48.15 亿元。

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。截至 2019 年底，公司其他应付款较 2018 年底下降 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%。截至 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，截至 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。

2017—2019 年，公司长期借款有所波动。截至 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。

截至 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，公司无长期应付款。

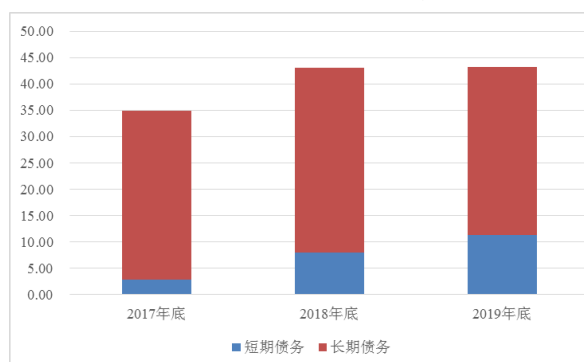
2017—2019 年，公司专项应付款较为稳定，截至 2019 年底为 11.41 亿元，系政府划拨的公益性项目专项资金。

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%。截至 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。

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 年底分别增加 2.53 个百分点、减少 0.56 个百分点和减少 2.44 个百分点。

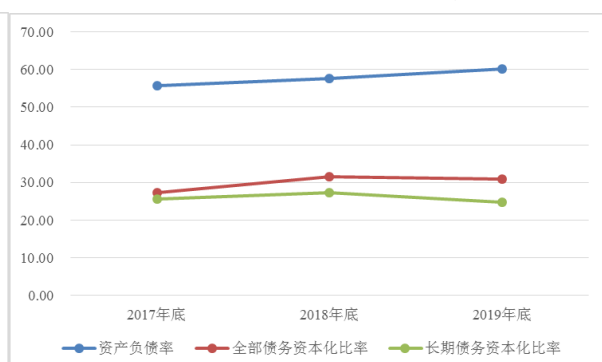
从有息债务期限结构看，2020—2022 年公司需偿还的有息债务分别为 11.32 亿元、13.33 亿元和 7.34 亿元，期限分布较为分散。

图 1 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

图 2 公司负债及债务水平分析（单位：%）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

公司所有者权益小幅增长，以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性尚可。

2017—2019 年，公司所有者权益小幅增长，年均复合增长 4.97%。截至 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。截至 2018 年底，公司资本公积 29.70 亿元，较上年底减少 0.46 亿元，主要系收购少数股东权益支付价格与享有的净资产差额调减公司资本公积所致。截至 2019 年底，公司资本公积 29.81 亿元，较上年底增加 0.12 亿元，主要系湘江集团向公司注入华捷保险所致。公司所有者权益稳定性尚可。

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，公司整体盈利能力较强。

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。

表 8 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率
营业收入	7.39	13.53	13.99	37.57
营业成本	6.18	12.66	15.30	57.34
费用总额	0.28	0.19	0.78	68.28
投资收益	0.59	0.37	9.70	306.58
其他收益	0.14	1.07	0.04	-44.84
营业外收入	0.01	0.01	0.03	50.38
利润总额	1.58	2.82	7.48	117.51
营业利润率	15.45	5.68	-10.59	--
总资本收益率	1.42	1.96	3.99	--
净资产收益率	1.81	2.79	5.30	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 3.72%、1.40%和 5.57%，考虑到公司资本化利息规模较大，公司费用控制能力一般。

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 年投资收益主要来自出售绿地梅溪湖置业 70%股权取得的收益，不具有持续性；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，公司利润实现对非经常性损益的依赖有所加重。同期，公司利润总额分别为 1.58 亿元、2.82 亿元和 7.48 亿元。

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 3.99%和 5.30%，较上年分别增加 2.03 个百分点和 2.51 个百分点。公司整理盈利能力较强。

5. 现金流

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。

表9 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率
销售商品、提供劳务收到的现金	1.67	15.16	33.28	346.70
收到其他与经营活动有关的现金	27.99	9.64	26.35	-2.97
购买商品、接受劳务支付的现金	19.65	12.20	17.06	-6.82
支付其他与经营活动有关的现金	15.24	14.76	26.38	31.56
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	9.61	--
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7.23	3.23	1.22	-58.88
支付其他与投资活动有关的现金	0.05	0.06	7.84	1193.91
发行债券收到的现金	0.00	0.00	12.45	--
取得借款收到的现金	19.85	15.75	4.00	-55.11
偿还债务支付的现金	1.20	7.71	16.18	267.13
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1.18	4.29	8.20	163.49
经营活动产生的现金流量净额	-5.71	-2.71	13.47	--
投资活动产生的现金流量净额	-8.93	-2.92	0.85	--
筹资活动产生的现金流量净额	19.47	3.28	-7.99	--
现金收入比	22.57	112.06	237.94	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，考虑到公司的区域地位及湘江新区管委会和湘江集团的持续支持，公司整体偿债能力很强。

表 10 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标			
流动比率	2.32	2.18	1.95
速动比率	0.38	0.41	0.58
现金短期债务比	2.81	0.71	1.09
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.59	1.42	0.46
EBITDA 全部债务比	0.06	0.07	0.18

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率逐年下降，速动比率逐年上升，现金短期债务比波动下降。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 分别为 1.96 亿元、2.86 亿元和 7.98 亿元，2019 年，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 5.93%）和利润总额（占 93.81%）构成。公司 EBITDA 全部债务比逐年提高；EBITDA 利息倍数分别为 0.59 倍、1.42 倍和 0.46 倍，长期偿债能力一般。

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，均为公司关联方，经营情况正常，或有负债风险可控。

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。

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，母公司对子公司管控力度较强，所有者权益稳定性较强，整体债务负担较轻。

公司主营业务主要由母公司运营，母公司对子公司管控力度较强。

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，稳定性较强。

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；母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.42%和 25.71%。

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。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

截至 2019 年底，公司债务总额 43.21 亿元，本期债券发行规模（14.00 亿元）相当于 2019 年底

公司全部债务的 32.40%，本期债券的发行对公司现有债务规模影响较大。

以 2019 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 60.20%、30.88% 和 24.79% 上升至 62.36%、37.16% 和 32.17%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 7.98 亿元，为本期债券发行额度（14.00 亿元）的 0.57 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 59.63 亿元，为本期债券发行额度（14.00 亿元）的 4.26 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度较高。

3. 募投项目收益对本期债券的保障能力分析

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。

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。

（1）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。

销售收入

项目销售收入系募投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 1,200 元/平方米计算。募投项目销售面积共计 588,658 平方米，募投项目在本期债券存续期内可实现销售收入 70,639.00 万元。

地下车位出租收入

募投项目共有 2,640 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 2,772.00 万元。

配套商铺出租收入

项目共有商铺面积共计 40,746 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 1.80 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 11,713.00 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。

（2）流转税金和经营成本

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 1,738.00 万元。总体看，本期债券存续期内项目流转税金总计 2,549.00 万元。

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 1,304 万元。

假设投资者于第五年底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	85,124.00	35,319.00	14,128.00	23,178.00	2,728.00	3,161.00	3,256.00	3,354.00
销售收入	70,639.00	35,319.00	14,128.00	21,192.00	0.00	0.00	0.00	0.00
配套商业的出租收入	11,713.00	0.00	0.00	1,606.00	2,206.00	2,556.00	2,633.00	2,712.00
停车位的出租收入	2,772.00	0.00	0.00	380.00	522.00	605.00	623.00	642.00
流转税金	2,549.00	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	1,738.00	0.00	0.00	238.00	327.00	379.00	391.00	402.00
经营成本	1,304.00	0.00	0.00	220.00	250.00	270.00	278.00	286.00
净收入	81,271.00	35,319.00	14,128.00	22,609.00	1,998.00	2,335.00	2,405.00	2,477.00
还本金额	140,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	140,000.00
偿还利息金额	58,800.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00
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底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底全部回售本期债券，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	78,514.00	35,319.00	14,128.00	23,178.00	2,728.00	3,161.00
净收入	76,389.00	35,319.00	14,128.00	22,609.00	1,998.00	2,335.00

还本金额	140,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	140,000.00
偿还利息金额	42,000.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00	8,400.00
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底全部回售本期债券；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》

截至 2019 年底，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，累计实现收入 5.17 亿元，基本与收益预测相符。

九、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》，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. 担保方分析

（1）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，公司合并资产总额 718.96 亿元，负债合计 453.26 亿元，所有者权益 265.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 254.30 亿元。2019 年，公司实现营业收入 45.59 亿元，净利润 4.64 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额 40.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.79 亿元。

（2）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，主要来自新成立的深圳市中盈通供应链管理有限公司的电子

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：联合评级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；同时联合评级关注到，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，长沙市岳麓区征地办公室对国有土地上附着物进行拆除，再进行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 40,892 亩，已完成开发面积 22,980 亩，正在整理的土地面积 3,567 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 4,409 亩，其中 2017—2019 年分别为出让土地 1,125 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。

（3）外部支持

湘江集团在资金注入和财政补贴方面持续得到有力的外部支持。

资金注入方面，2017—2019 年，湘江集团分别收到湘江新区管理委员会财政局拨付的资本金

10.08 亿元、6.44 亿元和 7.18 亿元。同时，自 2016 年起，湖南省财政每年安排 5 亿元的转移支付资金至湘江新区，用以支持区内重大基础设施和重大创新平台建设，而湘江新区则根据湘江集团承接项目情况予以拨付，2017—2018 年湘江集团均收到相关资金 2.50 亿元。财政补贴方面，2017—2019 年，湘江集团分别收到政府补助 0.15 亿元、1.73 亿元和 0.25 亿元。

（4）财务分析

财务概况

湘江集团 2017—2019 年度合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。

资产质量

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%。截至 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%。截至 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%。截至 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。

负债及所有者权益

湘江集团债务规模快速增长，债务负担有所加重；所有者权益稳步增长，权益稳定性强。

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。截至 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%。截至 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、预收兴茂投资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%。截至 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。截至 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。

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所致。

盈利能力

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，整体盈利能力一般。

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收入及梦想新天地商品房项目达到收入确认条件等所致。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，湘江集团期间费用收入比分别为 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，主要系处置绿地梅溪湖置业取得的投资收益。湘江集团利润实现对非经常性损益的依赖有所加重。

从盈利指标看，2017—2019 年，湘江集团总资本收益率和净资产收益率逐年增长，2019 年分别为 1.27%和 1.81%。湘江集团整体盈利能力一般。

现金流分析

受湘江集团项目建设投入下降和 2019 年回款较多影响，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%，收入实现质量很高。

投资活动现金流方面，湘江集团投资活动现金流入主要为赎回理财产品、取得资金拆借款等形成，投资活动现金流出主要为自营项目建设支出、股权投资和购买理财产品支出的现金。湘江集团投资活动现金流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。

偿债能力

湘江集团短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱，考虑到湘江集团能持续得到有力的外部支持，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 3.13 倍和 0.75 倍。截至 2019 年底，湘江集团现金短期债务比为 1.57 倍。湘江集团短期偿债能力较强。

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；湘江集团 EBITDA 利息倍数分别为 0.42 倍、0.19 倍和 0.70 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.02 倍、0.01 倍和 0.04 倍。湘江集团长期偿债能力较弱。

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。

经联合评级评定，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、综合评价

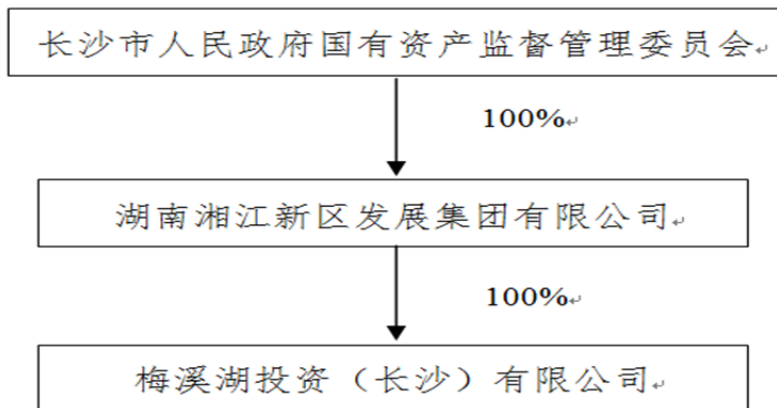
公司作为湘江新区梅溪湖国际新城片区唯一的土地整理和运营开发主体，在外部环境、区域地位及外部支持方面具备的突出优势。同时，联合评级也关注到公司土地开发业务受政府规划和土地市场因素影响大、未来存在资本支出压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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，有效提升了本期债券的偿付安全性。

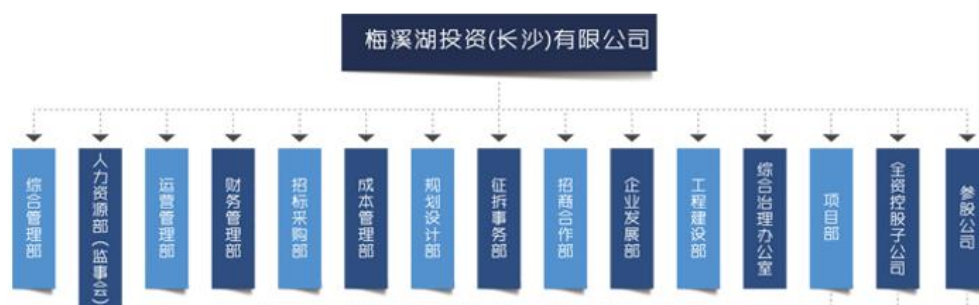
基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 梅溪湖投资（长沙）有限公司 股权结构图（截至 2019 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 梅溪湖投资（长沙）有限公司 组织结构图（截至 2019 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 梅溪湖投资（长沙）有限公司 合并范围内子公司情况（截至 2019 年底）

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	1,000.00	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。
华捷保险代理有限公司	5,000.00	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 梅溪湖投资（长沙）有限公司 主要财务指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
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
应收账款周转次数（次）	5.75	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
现金收入比率（%）	22.57	112.06	237.94
总资本收益率（%）	1.42	1.96	3.99
净资产收益率（%）	1.81	2.79	5.30
营业利润率（%）	15.45	5.68	-10.59
费用收入比（%）	3.72	1.40	5.57
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
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	1.42	0.46
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	0.18
流动比率（倍）	2.32	2.18	1.95
速动比率（倍）	0.38	0.41	0.58
现金短期债务比（倍）	2.81	0.71	1.09
经营现金流动负债比率（%）	-8.12	-3.46	13.68
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.14	0.20	0.57

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算

附件 2-2 梅溪湖投资（长沙）有限公司
主要财务指标（母公司/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
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	30.77
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	1.87	4.96
经营性净现金流（亿元）	-5.92	-3.49	25.62
应收账款周转次数（次）	5.77	21.80	22.09
存货周转次数（次）	/	/	/
总资产周转次数（次）	0.04	0.06	0.06
现金收入比率（%）	18.35	112.25	245.02
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	2.20	2.10	3.53
营业利润率（%）	17.73	4.05	-14.90
费用收入比（%）	1.32	0.52	1.63
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
长期债务资本化比率（%）	26.44	28.33	17.95
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.04	0.16
流动比率（倍）	2.32	2.12	1.90
速动比率（倍）	0.40	0.38	0.52
现金短期债务比（倍）	2.53	0.67	1.02
经营现金流动负债比率（%）	-8.47	-4.47	26.09

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将母公司长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3. 因母公司资本化利息不可得，故部分指标未计算

附件 2-3 湖南湘江新区发展集团有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
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
应收账款周转次数（次）	1.40	1.79	4.09
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
现金收入比率（%）	79.91	182.79	133.14
总资本收益率（%）	0.73	0.70	1.27
净资产收益率（%）	1.22	1.33	1.81
营业利润率（%）	14.64	10.27	3.48
费用收入比（%）	4.64	6.54	8.49
资产负债率（%）	56.77	60.15	63.04
全部债务资本化比率（%）	44.83	50.21	50.28
长期债务资本化比率（%）	43.14	46.58	45.46
EBITDA 利息倍数（倍）	0.42	0.19	0.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.01	0.04
流动比率（倍）	4.79	3.95	3.13
速动比率（倍）	0.72	0.60	0.75
现金短期债务比（倍）	2.39	1.34	1.57
经营现金流动负债比率（%）	-56.85	-17.74	21.86

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将湘江集团长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。