

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 2455 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定调整湖南湘江新区投资集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，调整“14长沙土开MTN001”为AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

湖南湘江新区投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
14 长沙土开 MTN001	1 亿元	2014/5/23- 2019/5/23	AA ⁺	AA

跟踪评级时间：2015 年 12 月 4 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	7.40	6.05	4.34	19.57
资产总额(亿元)	130.39	153.88	180.94	223.05
所有者权益合计(亿元)	95.84	98.60	121.12	123.02
长期债务(亿元)	26.09	20.60	28.68	34.44
全部债务(亿元)	26.09	32.28	35.20	34.44
营业收入 (亿元)	5.30	6.76	11.71	2.16
利润总额 (亿元)	2.36	2.76	2.12	0.15
EBITDA(亿元)	2.37	2.77	2.13	--
经营性净现金流(亿元)	-30.85	-8.54	-20.82	-17.17
营业利润率(%)	7.44	7.46	4.20	7.57
净资产收益率(%)	2.46	2.80	1.75	--
资产负债率(%)	26.50	35.92	33.06	44.85
全部债务资本化比率(%)	21.40	24.66	22.52	21.87
流动比率(%)	1570.39	445.37	561.13	744.62
全部债务/EBITDA(倍)	11.02	11.64	16.55	--
经营现金流流动负债比(%)	-371.65	-24.71	-67.11	--

注：公司 2015 年三季度财务数据未经审计。

分析师

于芷崧 周海涵
 lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

湖南湘江新区投资集团有限公司（以下简称“公司”，原长沙先导土地开发建设有限公司），作为长沙市湘江新区土地一级开发整理与基础设施建设投融资的重要运营主体。联合资信关注到，跟踪期内，湖南湘江新区挂牌为第 12 个国家级新区，享受副省级行政区的权限和待遇，新区经济与财政实力稳步增强。同时，跟踪期内，公司获得的各项政府支持较为稳定，营业收入规模平稳增长。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司土地开发收入的实现易受政府规划等外部因素影响，以及随着坪塘片区土地一级开发整理以及基础设施建设业务的开展，公司外部融资压力将显著上升等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

长先管阅[2011]23 号及长先管发[2014]18 号文件明确了按照公司坪塘区土地开发增值收入的 60%与基础设施建设成本的 8%作为公司固定回报，公司将有望获得较为稳定的现金回流，对存续期债券的偿付起到较好的补充。

综合考虑，联合资信调整湖南湘江新区投资集团的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并调整“14长沙土开MTN001”的信用等级为AA⁺。

优势

1. 湘江新区于 2015 年 4 月挂牌为第 12 个国家级新区、中部第一个国家级新区；长沙市和湘江新区经济与财政实力的稳步增强为公司提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在资本注入、资金支持等方面得到政府的大力支持，其中认缴注册资本 20.50 亿元，政府资金支持 11.05 亿元。
3. 公司以坪塘片区土地开发增值收入的 60%与城市基础设施建设投入的 8%作为固定收益，可获得较为稳定的收入及利润。

4. 公司可用于开发的土地资源较为丰富。

关注

1. 公司一级土地开发业务易受宏观经济及政府规划等外部因素影响，一级土地开发收入存在波动。
2. 公司对财政补贴与土地划拨依赖性较强。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续扩大；随着坪塘片区土地一级开发整理以及基础设施建设业务的开展，公司外部融资仍存在一定压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与湖南湘江新区投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湖南湘江新区投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因湖南湘江新区投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湖南湘江新区投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于湖南湘江新区投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

湖南湘江新区投资集团有限公司（原沙先导土地开发建设有限公司）是2009年2月26日由长沙市大河西先导区土地储备（交易）中心（以下简称“土储中心”）出资设立的国有企业，初始注册资本5亿元。2011年8月，原股东土储中心向公司增资5亿，注册资本变更为10亿元。2011年9月，经长沙大河西先导区管理委员会文件核准，土储中心将公司全部股权划拨给长沙市大河西先导区管理委员会（以下简称“先导区管委会”），公司股东变更为先导区管委会。2014年10月，根据湖南省人民政府出具的《关于长沙大河西先导区更名为湘江新区的批复》（湘政函[2014]64号），长沙市大河西先导区更名为长沙市湘江新区，先导区管委会更名为湘江新区管委会，新区按原方式运作，2014年湘江新区管理委员会向公司增资20.50亿元。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），长沙市湘江新区认定为国家级新区，更名为湖南湘江新区。截至2015年9月底，公司注册资本50.00亿元，实收资本32.50亿元，湖南湘江新区管委会为公司唯一出资人和实际控制人。

公司作为湖南湘江新区管委会授权从事土地开发整理及配套基础设施建设的主要经营实体，经营范围为：实业投资、土地开发投资、市政道路建设投资、公共设施建设投资；保障性住房建设投资。

截至2015年9月底，公司拥有4家全资、控股子公司。公司目前下设企业管理部、信息管理部、土地管理部、拆迁事务部、综治办、资本运营部、财务管理部、规划设计部、招商合

作部、总工室、工程建设部、成本控制部、招标法务部、行政管理部、人力资源部、党群工作部、监察审计室共17个职能部门。

截至2014年底，公司合并资产总额为180.94亿元，所有者权益合计为121.12亿元。2014年，公司实现营业收入11.71亿元，利润总额2.12亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额为223.05亿元，所有者权益合计123.02亿元。2015年1~9月，公司实现营业收入2.16亿元，利润总额0.15亿元。

公司注册地址：长沙市潇湘南路二段168号；法定代表人：蒋奕。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

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

502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

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

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任

务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014 年全年，全国固定资产投资总额完成 512761 亿元，比上年名义增长 15.3%，扣除价格因素，实际增长 14.7%。其中，固定资产投资（不

含农户) 502005亿元, 增长15.7%; 农户投资10756亿元, 增长2.0%。东部地区投资206454亿元, 比上年增长15.4%; 中部地区投资124112亿元, 增长17.6%; 西部地区投资129171亿元, 增长17.2%; 东北地区投资46096亿元, 增长2.7%。在固定资产投资(不含农户)中, 第一产业投资11983亿元, 比上年增长33.9%; 第二产业投资208107亿元, 增长13.2%; 第三产业投资281915亿元, 增长16.8%。

截至2014年底, 中国城镇化率为54.77%, 较上年提高1.04个百分点, 未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则, 遵循城市发展客观规律, 以大城市为依托, 以中小城市为重点, 逐步成辐射作用大的城市群, 促进大中小城市和小城镇协调发展, 是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看, 基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证, 是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件, 全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体, 承担着政府投资融资功能, 将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权, 拓宽平台企业的融资渠道, 为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 行业政策

20世纪90年代末期以来, 国家为推动城市基础设施建设领域的改革, 出台了一系列相关政策, 主要着眼于确立企业的投资主体地位, 支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年, 在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下, 城市基础设施建设投资速度猛增, 造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升, 2010年以来, 为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险, 国家相继出台了一系列清理及监管政策, 严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号, 通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月, 银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路, 以降旧控新为重点, 以风险缓释为目标, 继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底, 国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文, 支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用, 创新点在于银行的引入, 一方面银行提供贷债统一授信, 为棚改债的偿还提供了备用信用支持; 另一方面银行作为综合融资协调人, 在债券存续期内通过动态长效监控, 强化包括贷债在内的整体债务风险管理, 为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境, 迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次, 《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策, 对国家鼓励的项目继续进行信贷支持, 这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

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

政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预【2014】351号,以下简称《351号文》),《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43号文》及《351号文》的出台,对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日,国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发[2015]40号),为确保融资平台公司在在建项目后续融资,化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

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

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

3. 区域经济概况

2004年起,中央提出“中部崛起”的战略方针。作为中部核心城市之一,长沙是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。长沙在立足中部的大好势头下实现与长三角和珠三角的交通互连、产业互补、市场流通以及资源共享。近年来,随着长沙市经济的高速增长以及长(沙)、株(洲)、(湘)潭经济一体化进程的不断加快,客观上为经开区构建了一个良好的区域发展环境。

根据《长沙市2014年国民经济和社会发展统计公报》经初步核算,全年实现地区生产总值(GDP)7824.81亿元,比上年增长10.5%。分产业看,第一产业实现增加值318.04亿元,增长4.5%;第二产业实现增加值4245.68亿元,增长11.4%,其中工业实现增加值3574.93亿元,增长11.4%;第三产业实现增加值3261.09亿元,增长9.7%。第一、二、三次产业分别拉动GDP增长0.2、6.4、3.9个百分点,三次产业对GDP增长的贡献率分别为1.5%、61.1%、37.4%。按常住人口计算,人均GDP达107683元,比上年增长9.2%。三次产业结构调整为4.0: 54.3: 41.7。全部工业增加值占GDP的比重达45.7%。全市非公有制经济实现增加值4979.21亿元,占GDP的比重达63.6%。

全年完成固定资产投资5435.75亿元,比上年增长18.3%。全市计划总投资超过5000万元的在建项目2211个,全年完成投资2371.05亿元,占固定资产投资总额的43.6%。

全年财政总收入1003.08亿元,同口径增长13.5%,其中公共财政预算收入632.80亿元,同口径增长17.9%。公共财政预算支出802.40亿元,增长14.3%。

跟踪期内,长沙市区域经济实力和财政实力有所增强,为公司发展提供了良好的外部环境,公司业务发展前景良好。

4. 湖南湘江新区及坪塘示范区发展情况 湖南湘江新区

公司作为湘江新区基础设施投资建设和一级土地开发整理的主体机构，湘江新区的发展情况在一定程度上决定着公司的竞争实力。

2014 年长沙大河西先导区更名为湘江新区，后经国务院批复同意设立湖南湘江新区，享受副省级行政区的权限和待遇，成为全国第十二个、中部第一个国家级新区。湘江新区涵盖长沙市岳麓区、望城区和宁乡县部分区域，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，面积为 490 平方公里。

近几年，湘江新区通过对滨江新城、梅西湖、洋湖湿地等重大项目的大规模投资推动了长沙市河西城市的快速发展；通过对区域内各园区的投资建设及产业扶持，形成了装备制造、电子信息、新材料、新能源及节能环保、医药、食品加工等优势产业集群。

根据湘江新区总计规划方案，未来湘江新区要发展成为高端制造研发转化基地和创新创意产业集聚区。加快骨干道路建设，实现坪塘大道等 8 条道路建成通车；加大配套设施建设力度，启动雷锋配水厂主体工程、二水厂扩容工程建设，完成龙王港、洋湖等输变电工程和燃气次高压管线工程；加快生态修复和环境保护，提升环境承载功能。规划指出突出重点片区发展：推进大王山旅游度假区、梅溪湖、滨江新城、洋湖垸等片区建设，加快滨江新城商业综合体、梅溪湖国际文化中心、洋湖垸城市中心广场等重大项目建设；建成梅溪湖湖泊工程、“两山一湖”二期整治工程等重点项目，启动麓谷新区、高星片区、滨水新区建设。

坪塘示范区

坪塘示范区位于国家级湖南湘江新区最南端，东临湘江，南接湘潭九华工业园，西与岳麓科技产业园相邻，北接洋湖总部经济区，总面积约 99.46 平方公里。

坪塘示范区位于“两型社会”试验区长株

潭城市群的中心位置，是长株潭融城发展的重要支点和平台。南距沪昆高铁湘潭九华站仅 10 公里，东距武广高铁长沙南站仅 13 公里，距离黄花国际机场仅 30 分钟车程，具有地铁三号线、长益常、长岳及长潭城际轻轨等交通优势。区内路网连通绕城高速、京珠西线、上瑞高速等高速路网通全国，更有湘江水运特色交通条件。

未来，根据湘坪塘示范区总计规划方案，示范区将充分利用区域内山（大王山、莲花山）、水（湘江、桐溪港、观音湖等）、洲（巴溪洲）等自然禀赋和工业矿坑遗址，以及曾国藩墓园、桐溪寺等历史文化资源，积极发展旅游休闲、文化创意、现代农业等两型引领性产业，对促进地方经济结构调整和产业转型升级具有重要意义。

5. 湖南湘江新区财政情况

随着经济的快速发展，推动了湘江新区收入的快速增长。2014 年湘江新区本级可支配财力为 278.01 亿元，同比增长 44.43%。

从 2014 年湘江新区可支配财力构成看，公共财政预算收入和政府性基金收入仍是湘江新区财政收入的主要来源。2014 年湘江新区本级口径公共财政预算收入为 44.85 亿元，同比增长 17.45%，其中税收收入为 35.74 亿元，同比增长 21.50%。

随着湘江新区城市的扩张及产业的聚集，湘江新区经济快速发展，2014 年湘江新区地区生产总值 2154.05 亿元，同比增长 11.50%；实现规模以上工业增加值 956.96 亿元，同比增长 12%。

表1 湖南湘江新区财政情况（单位：万元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
本级可支配财力	1389015	1924894	2780111
1、公共财政预算收入	308425	381896	448544
其中：税收收入	235072	294167	357412
非税收入	73353	82729	91132
2、专项转移支付收入	56054	255	1380

3、上年结余	68008	190843	-13791
4、政府性基金收入	956528	1351900	2343978
政府性债务余额	260900	214000	389908

资料来源：公司提供

政府债务负担方面，截至2014年底，湘江新区地方政府债务余额38.99亿元，债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力×100%）为14.02%。总体来看，湘江新区地方政府债务负担较轻。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资有限责任公司，截至2015年9月底注册资本50亿，实收资本32.50亿元，湖南湘江新区管委会为公司唯一出资人和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是隶属于湖南湘江新区管委会的国有独资有限公司，承担着湘江新区坪塘生态提质示范区¹（以下简称“坪塘片区”）土地开发整理及配套基础设施建设。坪塘片区是长沙市“十大重点建设片区”之一和湘江新区重点开发的四大片区之一，经济基础相对较为发达，位于长株潭的交界处，属于湘江新区核心区范围，区位优势明显。

作为湘江新区管委会授权开发建设大王山片区的唯一主体，公司在坪塘片区的土地开发整理及配套基础设施投资建设方面具有垄断地位，受当地政府支持力度较大。公司已开工及规划中的项目主要包括：大王山片区的保障性住房及配套项目建设、湘军文化园工程、大王山旅游度假区及其服务中心项目以及冰雪世界建设等，未来随着坪塘片区基础设施的完善，将极大的提升该地区的竞争力及吸引

力。

3. 政府支持

跟踪期内，政府对公司的支持方式主要体现在以下几个方面：

（1）资产注入

公司2014年度收到湘江新区管理委员会认缴的注册资本20.50亿元，其中天健会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所审验2亿元，并由其出具了天健湘验[2014]7号验资报告；湖南德缘彩虹有限责任会计师事务所审验18.5亿元，并由其出具湘德验字[2014]第3001号、[2014]第4001号、[2014]第5001号、[2014]第5002号、[2014]第7001号、[2014]第9001号、[2014]第9002号、[2014]第9003号、[2014]第10001号、[2014]第12001号验资报告。2014~2015年9月底公司共收到湘江新区财政局拨入22.50亿元资金（计入“实收资本”），在吸收投资收到的现金中反映。

（2）资金支持

2014年，公司获得地方政府资金支持共计31.55亿元，分别为注册资本金20.50亿元，产业发展基金1.00亿元，风险偿债基金2.00亿元，土地储备资金7.00亿元，项目建设资金1.05亿元。上述资金中，除土地储备资金和计入营业外收入的政府补贴反映在“其他与经营活动有关现金”中，其他资金均反映在“销售商品提供劳务收到的现金”中。

2015年1~9月，公司获得地方政府的资金支持共计10.18亿元，分别为注册资本金2.00亿元和建设资金8.18亿元。

总体看，近年来湘江新区当地政府在机制、资产注入与资金支持等方面均给予了公司持续有力的支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司财务总监变更为叶英杰。

公司法人治理结构、管理制度等其他方面无重大变化。

¹ 湘江新区坪塘生态提质示范区也称为湖南湘江新区大王山旅游度假区（以下简称“大王山片区”）。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营以土地一级开发整理及配套基础设施建设为主。2012~2013年，公司经营模式为开发成本固定回报模式，自2014年起，公司经营模式有所转变，变为开发增值收益返还模式。

2014年，公司实现营业收入11.71亿元，较上年增长73.30%，主要为基础设施回购项目收入和土地开发转让收入。从毛利率来看，

由于2014年土地开发转让业务盈利模式变化，2014年土地出让增值收益较低，土地整治板块毛利润大幅下降，且基础设施回购业务毛利率较低，公司整体业务毛利率降幅较大，公司整体毛利率为4.21%，较2013减少3.25个百分点。

2015年1~9月，公司营业收入较低，为2.16万元，主要系公司于每年12月依据工程计量情况与财政确认基础设施回购收入，2015年三季度公司基础设施建设业务未确认收入所致。

表2 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

分行业	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发转让收入	0.28	5.22	8.00	--	--	--	7.60	64.91	1.97
管理费用收入	--	--	--	--	--	--	0.04	0.36	99.47
基础设施回购项目收入	5.03	94.78	7.41	6.76	100.00	7.46	4.07	34.73	7.41
合计	5.30	100.00	7.44	6.76	100.00	7.46	11.71	100.00	4.21

资料来源：公司提供

2. 土地开发业务

湖南湘江新区管委会赋予公司进行城市建设土地一级开发的职能，公司对湘江新区管委会划拨的土地进行整理开发，包括征地、拆迁、规划设计、基础设施、配套设施和景观建设等，并将整理后的土地交由市政府统一招标采购。

2011年11月，根据长先管阅[2011]23号文件，先导区管委会明确了公司作为坪塘片区的土地一级开发商，对坪塘片区土地开发成本计提8%作为公司固定回报。根据该文件，公司土地一级开发业务的盈利模式发生变化。公司将不再享有先导区管委会返还的土地出让增值收益，而主要以收取固定比例（8%）的管理费用形式对坪塘片区进行土地一级开发。2014年3月，根据长先管发[2014]18号文件，公司土地一级开发业务的盈利模式再次发生改变，由收取固定比例的管理费用形式变为以土

地出让增值收益的60%返还公司作为公司的土地一级开发收入。

2012~2013年的土地一级开发业务的会计处理方式：先导区管委会作为股东增资将土地划拨至公司，公司根据先导区管委会出具的相关《关于划拨土地使用权的通知》，将相应土地的土地使用权按在长沙市国资委备案的资产评估机构的评估结果计入资本公积；土地的前期开发整理由公司承担，相关成本记入存货。公司收到先导区财政分局土地开发成本返还时，结转前期开发成本，包括注入到公司的土地存货和土地前期开发整理成本；同时按土地开发成本的108%确认收入，计入“主营业务收入”科目。自2014年以后，公司收到先导区财政分局土地开发成本返还，同时收到先导区财政土地增值收益的60%，作为公司土地一级开发的收入，计入“主营业务收入”科目。

坪塘片区总面积约68.66平方公里，按照规

划，核心区达30余平方公里，相关建设分三块：①芙蓉山庄由湖南省政府投资建设；②市政基础设施中的道路、会议会展中心由先导区管委会投资建设；③2012~2019年，坪塘片区北片区17.75平方公里区域范围，由公司负责开发建设（土地一级开发及区域内市政基础设施建设）。具体开发流程：公司完成土地征用手续后，委托岳麓区拆迁事务所对集体土地进行征迁，岳麓区征收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，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局专户，长沙市财政局再将款项划拨至先导区财政分局，先导区财政分局将土地开发成本（含财务费用）和增值收益的60%返还公司。由于近年来公司出让土地全部为招商引资用地，导致2012~2014年土地转让收入板块毛利率较低。

2014年，公司取得土地开发转让收入7.60亿元，总出让土地面积合计545.29亩，出让成交价10.84亿元。

表3 公司土地收储计划与实际完成情况

项目	计划取得面积(亩)	实际取得面积(亩)	当年出让面积(亩)	平均出让价格(万元/亩)
2012年	2450	3104	11	680
2013年	2980	3250	--	--
2014年	2650	2210	545	400
2015年9月	1860	1986	331	350

资料来源：公司提供

公司土地资源较为丰富。2012~2014年，公司实际收储土地面积分别为3140亩、3250亩和2210亩。截至2015年9月底，公司实际拥有可开发并出让的储备土地2504亩，按照目前土地出让均价400万/亩测算，上述储备土地价值合计100.16亿元。未来，公司享有固定比例的土地开发回报率，且由于其拥有的可开发土地面积较大，公司有计划于2015年出让约500亩

左右土地，参考目前土地出让均价，土地开发收入预期会成为公司2015年收入的重要组成部分。

总体看，公司目前主要承担坪塘片区的开发工作，是坪塘区土地一级开发和城市基础设施建设的实施主体，其承担的坪塘片区基础设施建设项目则主要通过与先导区管委会签订回购协议实现营业收入。随着经营模式的改变，公司土地开发的收益率被锁定，业务利润率大幅下降，但在一定程度上降低了土地市场变化带来的不稳定性。同时考虑到长沙市制定的土地出让计划，公司未来的土地出让收入可能出现增长。

3. 基础设施建设业务

自2012年起，公司主要承担坪塘生态提质示范区（坪塘片区）开发工作，是坪塘片区城市基础设施建设的实施主体。为进一步完善投融资运营体制，公司与先导区管委会就该板块项目签订了回购协议，还将根据每年财政资金状况给予适当补贴，从一定程度上保障了公司未来现金流入的稳定性。

协议主要内容为：长沙大河西先导区管委会对公司负责融资并建设的基础设施建设项目，包括潇湘大道二期、巴溪洲保护利用岸坡防护工程、督抚路道路工程、花溪路道路工程、巡抚路道路工程、坪塘大道南延线、坪塘大道南延线配套工程、湘江西岸堤防整治工程（道路、堤防、景观工程）、清风南路道路工程项目执行财政回购。

该板块具体的业务模式为：公司每年10月将次年基础设施建设项目及资金需求列于《长沙先导土地开发建设有限公司资金计划》，并交付先导区管委会。公司根据项目计划安排相应的融资，先导区管委会审核资金计划之后，将回购款列入财政预算，并印发相关文件，按照项目建设进度和财政资金状况将项目回购款项拨付于公司。对于已完工项目，公司在项目竣工后即时结转成本并确认收入；对于未完

工项目，公司在每一个会计年度末按照项目进度结转成本并确认收入。根据回购协议，基础设施建设项目最终的回购价格为工程建设费用审定结算值的108%，以最终财务决算为准；决算审计前暂按财政批复的总概算作为回购价目，结算审计完成后按审定结算值进行调整。

2014年，公司基础设施建设业务实现收入4.07亿元，较2013年有所下降，均为道路、堤防、景观工程等基础设施建设项目回购收入。该板块业务收入是2014年公司营业收入的重要来源；业务毛利率为7.41%。因公司于每年6月及12月依据工程计量情况与财政确认基础设施回购收入，2015年1~9月公司基础设施建设业务未确认收入。

4. 未来发展

公司作为湘江新区管委会授权从事土地开发整理及配套基础设施建设的主要经营实体，将紧密围绕建设“中部最美新城”的要求，拓宽融资渠道，加快大合区现代化建设。公司将通过拉通“三纵五横”打造湘江新区道路骨架网络，“三纵”是指山泉路、坪塘大道南延线、潇湘大道；“五横”是指莲坪路、清风南路、巡抚路、督抚路、新学士路，形成道路骨架网络。未来三年内，公司将通过“三大板块、四大项目”的开发，打造坪塘生态修复提质示范区，“三大板块”是指坪塘生态修复提质示范工程板块、大王山旅游度假区核心区板块、芙蓉山

庄板块；“四大项目”是指坪塘生态修复提质示范工程、曾国藩墓区园林修复工程、文正书院和精品酒店、巴溪洲水上公园，初步形成大王山旅游度假区雏形。

到2020年，公司所开发的大王山旅游度假区全面建成，将形成以湘江欢乐城和华谊兄弟（长沙）电影文化城为核心的都市旅游度假区，以湘军文化园（由湘军文化广场、桐溪寺、曾国藩墓园、湘军文化博物馆、文正书院和伏龙山公园组成）、大王山森林公园、矿山复绿公园为核心的人文生态体育休闲区和以观音湖文旅城为核心的文化创意产业聚集区。届时，度假区日最大接待游客量超过10万人次，直接创造超过5万个就业岗位，年纳税超过10亿元。将大大提升长沙乃至湖南深度旅游、文化旅游的品质，有效实现彻底淘汰落后产能，促进产业升级的战略目标。

公司目前在建、拟建项目主要分布在市政设施建设及保障房建设等项目，项目总投资159.94亿元，截至2015年9月底，已完成投资60.71亿元。资金来源主要为公司未来营业收入、财政拨款与外部融资，其中财政资金按照项目进度分批到位。2015~2017年，公司将面临总计约94.74亿元的投资需求，仅仅依靠公司自身的盈利能力和现金流难以维持上述资金需求，需要通过对外融资解决资金缺口，未来公司资金需求将保持高位，有一定的融资压力。截至2015年9月底，公司主要在建项目如下表所示：

表4 公司在建项目及未来主要投资情况（单位：万元）

项目名称	建设期	计划总投资	截至2015年9月底投资	未来投资计划		
				2015年	2016年	2017年
坪塘中片保障性住房	2013-2017	166879	60876	52000	48000	28454
坪塘南片保障性住房	2012-2016	162181	110136	58000	30252	0
坪塘北片保障性住房	2014-2017	192773	52300	53000	62000	49443
保障性住房配套项目	2012-2017	67124	48098	12130	5800	4363
巴溪洲水上公园	2013-2015	72,000	72000	5433	0	0
冰雪世界	2014-2017	160,000	95149	35000	62000	30857

五星级酒店	2014-2017	78,000		25000	28000	25000
商业步行街	2014-2017	75,000		25000	25000	25000
配套道路及公共广场、公园	2014-2017	56000		18000	28000	10000
坪塘监狱整体搬迁新建项目	2012-2015	16000	15021	2703	0	0
湘军文化园	2013-2015	30911	20689	12339	0	0
文正书院	2013-2015	23000	9264	19905	0	0
大王山旅游度假区服务中心项目 (一期)	2013-2016	48100	28800	24000	4278	0
巴溪洲水上公园俱乐部	2013-2015	5349	5349	1254	0	0
湘西西岸堤防整治工程	2014-2016	29759	18398	12000	6564	0
清风南路	2014-2015	6200	4583	2777	0	0
联江路	2014-2016	7500	4974	2700	2082	0
石门塘路	2014-2015	3800	3800	3391	0	0
巡抚西路	2014-2016	3550	3550	2100	1157	0
荷叶路	2014-2016	4300	1800	1800	2197	0
虹山路	2014-2017	5510	1000	1500	1800	2138
蓝山路	2014-2017	10320	300	850	5400	4070
白庭路	2015-2017	42000	500	600	24000	17400
连塘路	2015-2016	1216	50	800	379	0
义渡路	2014-2016	6000	600	2500	3450	0
靳江河路	2015-2017	45000	0	850	24000	20150
洋湖南路	2015-2017	6340	100	950	2300	3070
潇湘大道西线	2014-2016	26000	9000	12000	13887	0
潇湘大道三段	2015-2017	37057	200	950	18000	18107
新学土路	2015-2017	35000	600	1500	16000	17447
山泉路	2015-2017	19500	200	1620	8500	9380
坪塘大道三期	2015-2017	48000	30000	10247	18000	15740
巴溪大道	2015-2017	22000	900	1780	12000	8210
桐溪港水系	2015-2017	20000	0	1800	12000	5803
石门塘景区环境整治工程	2014-2016	5600	5600	2200	765	0
红桥中学	2014-2016	16000	1800	8500	6977	0
坪塘中心小学	2014-2016	3500	300	900	2600	0
坪塘中学	2014-2016	13000	300	3000	10000	0
连山小学	2014-2016		0	0	0	0
220KVA 红桥变电站	2014-2016	8000	600	4000	4000	0
公交车停车场	2014-2016	600	30	600	0	0
联江公园一期	2014-2016	20368.95	200	300	12000	8069
合计	--	1599438	607067	425979	501388	302701

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

“14长沙土开MTN001”募集资金1亿元，为五年期固定利率，无担保。募集资金全部用于置换银行贷款。截至2015年9月底，资金已全部按规定用途使用完毕。

九、财务分析

公司财务分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年度审计报告，公司提供的 2015 年三季度财务数据未经审计。

2014 年度及 2015 年 1~9 月公司审计报告合并范围无变化，可比性强。公司财务报表采用新会计准则编制。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 180.94 亿元，所有者权益合计为 121.12 亿元。2014 年，公司实现营业收入 11.71 亿元，利润总额 2.12 亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额为 223.05亿元，所有者权益合计123.02亿元。2015 年1~9月，公司实现营业收入2.16亿元，利润总额0.15亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 11.71 亿元，同比上升 73.30%，主要由于 2014 年公司新增 7.60 亿元土地开发收入所致，其余主要为基础设施回购收入；同期营业成本也保持快速增长；公司营业利润率为 4.20%，较去年大幅下降，系营业成本大幅增长所致。

公司期间费用主要体现为管理费用，2014 年期间费用 750.21 万元，同比增长 3.70%，与去年相比基本保持稳定，主要来自管理费用的增长；其中财务费用 4.03 万元，主要系银行手续费。2014 年，公司期间费用占营业收入的比重为 0.64%，较 2013 年有所下降。2014 年公司营业利润有所下降，实现营业利润 4175.72 万元，较 2013 年下降 3.32%。

2014 年公司营业外收入为 1.70 亿元，全部为政府补助收入，具体为根据长沙市财政局湘江新区分局出具的《关于拨付产业发展资金的通知》获得的政府补助 1.00 亿元和《关于拨付土地综合整理资金的通知》获得的政府补助 0.70 亿元。受益于营业外收入的实现，2014 年公司实现利润总额 2.12 亿元，公司利润对于财政补贴的依赖性较大。

从主要盈利指标来看，公司总资产收益率为 2.65%，净资产收益率为 1.75%，均较 2013 年均有所下降。受公司经营职能所限，公司总资产收益率及净资产收益率较低，但与公司所属行业经营特征相符合。

2015 年 1~9 月，因公司于每年 12 月依据工程计量情况与财政确认基础设施回购收入，公司该板块尚未确认收入；2015 年三季度公司未收到政府补助；实现利润总额为 0.15 亿元。

整体看，公司土地开发及出让规模有所增长，经营业务盈利能力趋于稳定，期间费用基本保持稳定，营业利润较去年有所下降，利润总额主要源于湘江新区管委会给予公司的补贴收入，公司整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年公司经营活动现金流入较 2013 年下降 41.17%，为 15.47 亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金为 6.18 亿元，同比大幅下降 71.86%，主要系财政预先拨入的基础设施建设项目回购资金减少所致；收到的其他与经营活动有关的现金为 9.30 亿元，同比增长 113.38%，主要为收到政府拨付的补贴收入 1.70 亿元、先导区土地储备中心的土地储备资金 6.63 亿元等。2014 年，公司经营获现能力快速下降，2014 年现金收入比为 52.72%，主要系当年政府基础设施回购资金和土地成本返还金额较小所致，收入实现质量有所下降。经营活动现金流出方面，2014 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 34.74 亿元，同比增长 7.82%，主要系土地开发整理及基础

设施项目建设支出；2014 年公司支付其他与经营活动有关的现金 1.39 亿元，同比大幅下降 43.60%，主要系公司与地方财政局的往来款和保证金等。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为-20.82 亿元。

投资活动方面，跟踪期内公司无投资活动现金流入，公司投资活动现金流出均体现为购建固定资产、无形资产等支付的现金；2014 年，公司投资活动现金净流出额为 2.85 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入以吸收投资收到的现金和发行债券收到的现金为主。2014 年吸收投资 20.50 亿元，系公司 2014 年度收到湘江新区管理委员会认缴的注册资本 20.50 亿元；2014 年公司发行债券收到现金 19.00 亿元，系公司于 2014 年 3 月和 5 月分别发行的 18 亿元企业债券（“14 长沙土开债”）和 1 亿元中期票据（“14 长沙土开 MTN001”）；筹资活动现金流入为 39.50 亿元。筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2014 年公司筹资活动现金净额为 21.96 亿元，同比上升 205.62%。

2015 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 8.21 亿元，主要为预收财政拨款入项目建设回购资金；收到其他与经营活动有关的现金 2.10 亿元，主要为财政拨入土地储备资金；同期，购买商品、接受劳务支付的现金 22.58 亿元，主要为土地一级开发投资；支付其他与经营活动有关的现金 4.56 亿元，主要为退付的保证金、购房款等。公司经营活动现金流量净额-17.17 亿元；投资活动现金流表现为净流出-4.21 万元；筹资活动现金流入 42.02 元，主要为吸收投资收到的现金（2.00 亿注册资本到账）和取得借款收到的现金 40.02 亿元，公司筹资活动现金流量表现为净流入 36.61 亿元。

总体来看，跟踪期内，由于财政拨款入回购资金减少，公司经营活动现金流入量快速下降，对经营活动现金流情况有一定影响；公司

无投资活动；筹资活动现金流净额呈波动增长趋势，债务负担及偿债压力有所上升。公司未来投资规模较大，对外融资需求上升。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额为 180.94 亿元，同比增长 17.59%，主要来自预付账款、其他应收款、存货和其他非流动资产的增长。从资产结构来看，流动资产占 96.23%，非流动资产占 3.77%，公司资产仍基本为流动资产。

流动资产方面，截至 2014 年底，公司流动资产合计 174.12 亿元，同比增长 13.18%，主要由货币资金（占 2.49%）、预付款项（占 1.65%）、存货（占 94.76%）及其他应收款（占 1.10%）构成。

截至2014年底，公司货币资金为4.34亿元，同比下降28.31%，主要为银行存款；公司2014 年底无应收账款。

截至2014年底，公司预付款项为2.87亿元，同比增长34.42%。从账龄来看，1年以内的占 75.64%，1~2年的占16.63%，2~3年的占7.71%，3年以上的占0.02%。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 1.92 亿元，同比增长 23.33%，主要为拆迁安置户垫付购房款。从账龄来看，公司其他应收款账龄时间较短，基本全部在 1~2 年以内；具体为与非关联方长沙市浩基房地产开发有限公司、湖南诚兴投资置业有限公司等的往来款。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的 89.69%，其他应收款集中度高。

截至2014年底，公司存货164.99亿元，同比增长15.32%，主要由于土地开发成本投入增加所致。存货构成主要为政府划拨土地78.31 亿元和土地开发成本86.68亿元。公司存货未计提跌价准备。截至2014年底，存货账面余额中有账面价值为24.99亿元的土地已用于长期借款合同的抵押担保，抵押比率尚可。截至2014

年底，抵押的具体明细如下：

表5 截至2014年底土地抵押情况（单位：亿元）

土地编号	债权方	用途	金额
长国用（2012）融002号	农业银行岳麓支行	商业、住宅	2.05
长国用（2012）第021708号	北京银行长沙支行	土地整理及前期开发	3.86
长国用（2011）第110565号	建设银行长沙金星支行	土地整理及前期开发	4.85
长国用（2011）第110572号	中国银行长沙支行	保障性住房	6.07
长国用（2012）第002678号	北京银行长沙支行	土地整理及前期开发	7.75
长国用（2012）融005号	招商银行长沙支行	土地整理及前期开发	0.33
长国用（2012）融006号	招商银行长沙支行	土地整理及前期开发	0.03
长国用（2012）融007号	招商银行长沙支行	土地整理及前期开发	0.05
合计	--	--	24.99

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司非流动资产6.82亿元，主要为固定资产和其他非流动资产。其中公司固定资产0.03亿元，构成主要以运输工具、办公设备为主。2014年底，公司非流动资产6.78亿元，全部为预付土地购置款。

截至2015年9月底，公司流动资产212.03亿元，较2014年底增长21.77%，其中，货币资金为19.57亿元，较2014年底增长351.44%，主要由于公司2015年取得借款所收到的资金到账所致；其他应收款1.91亿元，较2014年底减少0.25%；存货184.71亿元，较2014年底增长11.95%。

整体看，跟踪期内，公司资产总额稳步增长，流动资产占比较高。公司资产主要为存货，存货中主要为土地开发产品，土地储备丰富，但部分土地处于抵押状态，资产变现能力不强，整体资产质量一般。

负债及所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计121.12亿元，同比增长12.42%，主要系公司2014年度收到湘江新区管理委员会认缴的注册资本20.50亿元所致。截至2014年底，公司所有者权益中实收资本占25.18%、资本公积占64.69%、盈余公积占1.03%、未分配利润占9.10%。

截至2015年9月底，公司所有者权益为123.02亿元，较2014年底增长1.57%。所有者权益结构未发生明显变动，所有者权益稳定性良好。

截至2014年底，公司负债总额59.82亿元，同比增长8.22%，主要系其他应付款、应付债券等负债增加所致。从负债结构看，流动负债占51.87%，非流动负债占48.13%。

流动负债方面，截至2014年底，公司流动负债31.03亿元，同比减少10.16%，主要系预收账款、一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由应付账款（占16.87%）、预收款项（占22.00%）、应付利息（占3.49%）、其他应付款（占36.63%）和一年内到期的非流动负债（占21.01%）构成。

截至2014年底，公司应付账款5.24亿元，同比增长10.40%，主要为应付工程款；预收款项6.83亿元，较上年大幅减少，全部为预收长沙市财政局湘江新区分局项目款；其他应付款为11.37亿元，同比增长139.89%，较上年大幅增长，主要为收到先导区土地储备中心的往来款项；一年内到期的非流动负债6.52亿元，较上年大幅减少。

截至2014年底，公司非流动负债28.79亿元，同比增长38.86%，主要系2014年公司新增应付债券19.00亿元。截至2014年底，公司长期借款为9.68亿元，全部为抵押借款；专项应付款为0.11亿元，为先导区展示馆专项款。

从债务结构看，截至2014年底，公司有息债务合计35.20亿元，较2013年底增加2.92亿元；其中短期债务占比18.52%，长期债务占比

81.48%。2014 年公司资产负债率 33.06%，同比减少 2.86 个百分点；全部债务资本化比率 22.52%，同比下降 2.14 个百分点；长期债务资本化比率 19.15%，同比增长 1.87 个百分点。尽管公司债务负担有所加重，但在行业内仍然处于较低水平。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额 100.04 亿元，较 2014 年底增长 67.23%，主要源于长期应付款和长期借款的增长；公司新增长期应付款 37.02 亿元，具体为应付湘江新区土地储备中心土地贷款资金；长期借款 15.44 亿元，较 2014 年底大幅增加 5.76 亿元，由于 2014 年年报审计时，事务所对长期借款进行重分类，一年内到期的长期借款 6.52 亿元计入一年内到期的非流动负债科目中，2015 年三季度报表中计入长期借款科目。2015 年长期借款实际减少 0.76 亿元，系公司偿还长期借款所致。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占 28.46%和 71.54%，非流动负债占比大幅上升；公司全部债务 34.44 亿元，较 2014 年底减少 2.16%，全部为长期债务。截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率和长期债务资本化比率较 2014 年底有所上升，全部债务资本化比率有所下降，分别为 44.85%、21.87%和 21.87%；公司债务负担有所上升。

总体看，跟踪期内公司负债总额有所增长；有息债务有所增加，构成以长期债务为主，债务负担持续加重，但仍处合理水平。

4. 偿债能力

从公司短期偿债能力看，公司 2014 年速动比率出现下降，为 29.42%，流动比率有所上升，为 561.13%；截至 2015 年 9 月底，上述两项指标分别为 95.94%和 744.62%，较 2014 年底有所回升。截至 2014 年底，公司经营现金流流动负债比为-67.11%。截至 2015 年 9 月底，公司无短期债务，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2014 年公司 EBITDA 为 2.13 亿元，同比下降 23.26%，全部债务

/EBITDA 倍数分别为 16.55 倍，长期偿债能力较上年有所下降。考虑到政府对公司在资产注入、资金支持等方面的大力支持，公司整体偿债能力较好。

截至 2014 年底，公司存续期内债券总额为 19 亿元，具体为 2014 年 5 月发行的 1 亿元中期票据（即“14 长沙土开 MTN001”）及 2014 年 3 月发行的 18 亿元企业债（即“14 长沙土开债”）。由于“14 长沙土开 MTN001”存续期 5 年，在 2019 年偿付本金（1 亿元）；“14 长沙土开债”存续期 7 年，在存续期的第 3~7 年每年偿还本金的 20%，2019 年需偿付 3.6 亿元，即 2019 年公司需集中偿付 4.6 亿元。2013~2014 年公司 EBITDA 值分别为 2.77 亿元和 2.13 亿元，分别为“14 长沙土开 MTN001”的 2.77 倍和 2.13 倍；2013~2014 年公司 EBITDA 值分别为 2019 年公司所需偿还存续期债券本金的 0.60 倍和 0.46 倍，EBITDA 值对存续期债券的覆盖能力弱。

2013~2014 年公司经营活动的现金流入量分别为 26.30 亿元和 15.47 亿元，分别为“14 长沙土开 MTN001”的 26.30 倍和 15.47 倍；分别为 2019 年公司所需偿还存续期债券本金的 5.72 倍和 3.36 倍，对存续期债券的覆盖程度尚可；2014 年公司经营活动现金流量净额为 -20.82 亿元，经营活动现金流量净额对存续期债券不具备保障能力。此外，湘江新区管委会明确规定对坪塘片区内土地开发增值收入的 60%及基础设施建设支出计提 8%作为公司固定回报，预计公司未来可获得较为稳定持续的 land 开发与基础设施建设收益，未来土地开发与基础设施建设的固定回报对存续期债券将起到一定保障作用。

截至 2015 年 9 月底，公司合并范围无对外担保。

截至 2015 年 9 月底，公司获得授信总额 142.70 亿元，已使用 54.47 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2015 年 11 月 16 日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G10430104009748603），截至 2015 年 11 月 16 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

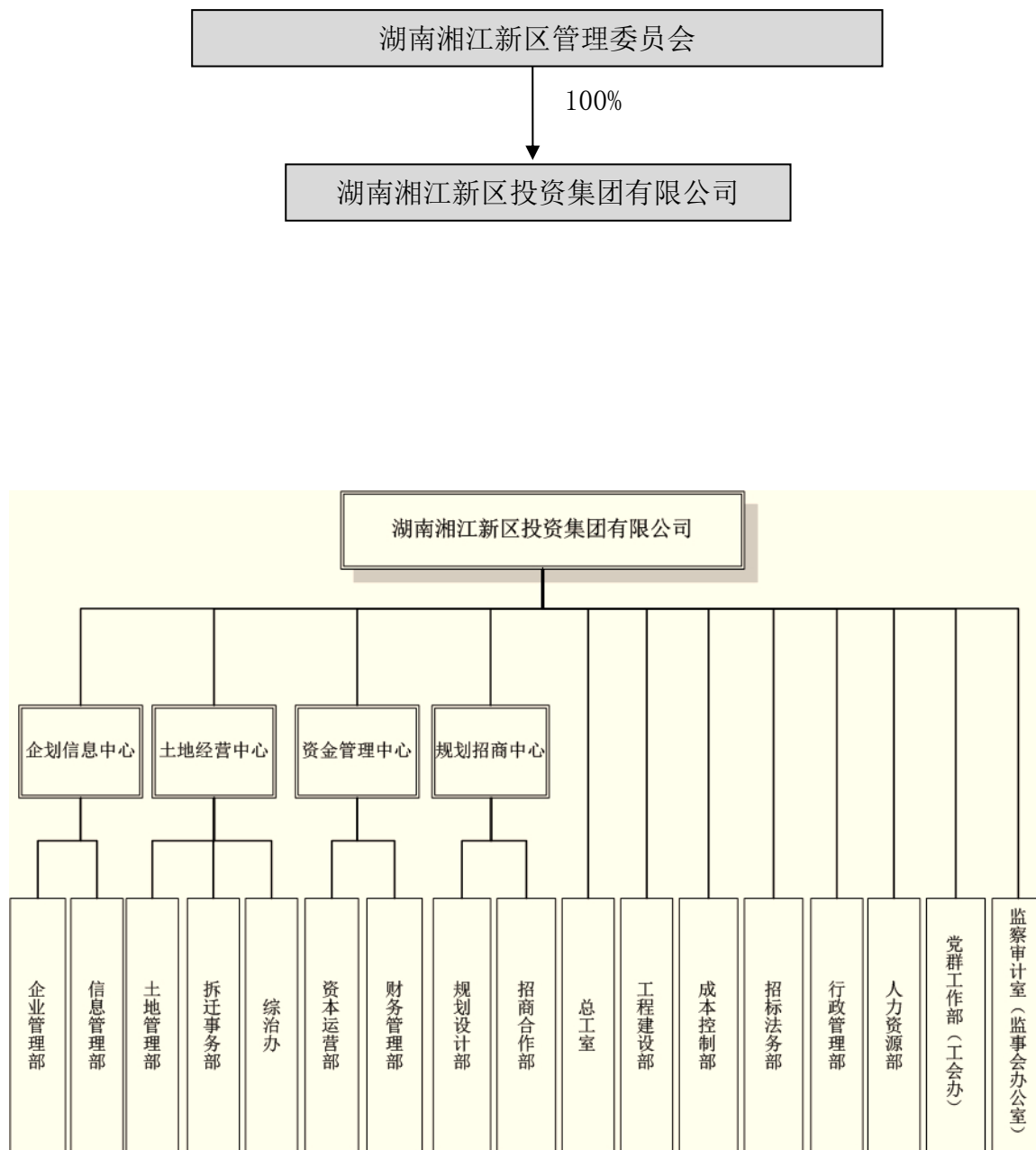
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营与财务状况，以及所处区域发展与财力水平的综合分析，并考虑到湘江新区政府对于公司在资金与土地划拨等方面的各项支持，公司整体抗风险能力较好。

十、结论

综合考虑，联合资信调整湖南湘江新区投资集团有限公司的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并调整“14长沙土开MTN001”为AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.40	6.05	4.34	19.57
资产总额(亿元)	130.39	153.88	180.94	223.05
所有者权益(亿元)	95.84	98.60	121.12	123.02
短期债务(亿元)	0.00	11.68	6.52	0.00
长期债务(亿元)	26.09	20.60	28.68	34.44
全部债务(亿元)	26.09	32.28	35.20	34.44
营业收入(亿元)	5.30	6.76	11.71	2.16
利润总额(亿元)	2.36	2.76	2.12	0.15
EBITDA(亿元)	2.37	2.77	2.13	--
经营性净现金流(亿元)	-30.85	-8.54	-20.82	-17.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.88	2.46	23.00	--
存货周转次数(次)	0.05	0.05	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.07	--
现金收入比(%)	119.99	324.64	52.72	--
营业利润率(%)	7.44	7.46	4.20	7.57
总资本收益率(%)	3.35	3.66	2.65	--
净资产收益率(%)	2.46	2.80	1.75	--
长期债务资本化比率(%)	21.40	17.28	19.15	21.87
全部债务资本化比率(%)	21.40	24.66	22.52	21.87
资产负债率(%)	26.50	35.92	33.06	44.85
流动比率(%)	1570.39	445.37	561.13	744.62
速动比率(%)	156.16	31.15	29.42	95.94
经营现金流动负债比(%)	-371.65	-24.71	-67.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.02	11.64	16.55	--

注：公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计。

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	
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%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。