跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1856 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“14长沙土开MTN001”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十九日

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中期票据跟踪评级报告

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：2016 年 7 月 29 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.05	4.34	34.17	33.34
资产总额(亿元)	153.88	180.94	261.71	265.07
所有者权益合计(亿元)	98.60	121.12	126.69	126.96
长期债务(亿元)	20.60	28.68	91.45	94.30
全部债务(亿元)	20.60	40.36	95.00	99.70
营业收入 (亿元)	6.76	11.71	6.85	0.31
利润总额 (亿元)	2.76	2.12	1.11	0.27
EBITDA(亿元)	2.77	2.13	1.30	--
经营性净现金流(亿元)	-8.54	-20.82	-22.01	-2.78
营业利润率(%)	7.46	4.20	8.85	92.10
净资产收益率(%)	2.80	1.75	0.88	--
资产负债率(%)	28.33	35.91	51.59	52.10
全部债务资本化比率(%)	17.28	24.99	42.85	43.99
流动比率(%)	672.85	481.15	958.53	956.25
全部债务/EBITDA(倍)	7.43	18.97	72.84	--
经营现金流动负债比(%)	-37.34	-57.54	-86.91	--

注：1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 长期应付款中有息债务部分已计入长期债务。

分析师

周海涵　王 治
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），作为湖南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，跟踪期内，湖南湘江新区经济与财政实力稳步增强，公司获得的各项政府支持较为稳定。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，公司营业收入显著下降，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，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 长沙土开MTN001” AA^+的信用等级。

优势

1. 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 2015 年认缴注册资本 5.00 亿元，政府资金支持 13.02 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（原长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年湘江新区管委会向公司增资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。2015年，湘江新区管理委员会向公司增资5.00亿元。截至2016年3月底，公司注册资本50.00亿元，实收资本35.50亿元（剩余14.50亿元将于2016年10月前认缴到位）。2016年5月，湘江新区管委会将其持有公司100%的股权划转至湖南湘江新区发展集团有限公司（以下简称“湘新发公司”），将由湘新发公司出资50亿元人民币足额认缴公司注册资本。截至目前，湖南湘江新区管委会仍为公司实际控制人。

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2016年3月底，公司拥有5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（工会办）、监察审计室（监事会办公室）共17个职能部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 261.71 亿元，所有者权益合计为 126.69 亿元。2015 年，公司实现营业收入 6.85 亿元，利润总额 1.11 亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为265.07亿元，所有者权益合计126.96亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入0.31亿元，利润总额0.27亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25

年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相对于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

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。近些年，全国各地区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51.28万亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。截至2014年，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。

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建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时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。

2．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，客观上为湘江新区构建了一个良好的区域发展环境。

根据《长沙市2015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）8510.13亿元，比上年增长9.9%。分产业看，第一产业实现增加值341.78亿元，增长3.6%；第二产业实现增加值4478.20亿元，增长8.8%，其中工业实现增加值3745.03亿元，增长8.8%；第三产业实现增加值3690.15亿元，增长12.1%。第一、二、三次产业分别拉动GDP增长0.1个、5.0个、4.8个百分点，三次产业对GDP增长的贡献率分别为1.1%、50.3%、48.6%。按常住人口计算，人均GDP达115443元，比上年增长8.4%。三次产业结构调整为4.0：52.6：43.4。全部工业增加值占GDP的比重达44.0%。全市非公有制经济实现增加值5488.38亿元，占GDP的比重达64.5%。

长沙市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%。

长沙市全年财政总收入1113.48亿元，同口径增长11.0%，其中公共财政预算收入718.95亿元，同口径增长13.6%。公共财政预算支出922.06亿元，增长14.9%。

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。

3．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，2015 年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建设，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。

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，2015年湘江新区地区生产总值3013.62亿元，同比增长39.90%；实现规模以上工业增加值1646.12亿元，同比增长72.02%。

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。

4. 湖南湘江新区财政情况

2015年5月24日，湘江新区正式成为国家级新区，财政进入独立核算筹划阶段，因此湘江新区2015年财政数据较往年不具可比性。

随着经济的快速发展，推动了湘江新区财政收入的快速增长。2015年湘江新区实现财政收入217.32亿元，较上年增长7%。2015年湘江新区政府性基金收入为80.32亿元，政府性基金收入占财政收入的比重为36.96%。考虑到房地产市场持续低迷，且短期内较难出现回暖现象，湘江新区政府性基金收入存在下滑的可能，湘江新区财政收入可能面临一定的波动性。2015年湘江新区上级补助收入49.65亿元，湘江新区持续受到长沙市财政局大力支持。

表1 湖南湘江新区财政情况（单位：亿元）

科目	2015年
财政收入	217.32
1、上级补助收入	49.65
其中：一般性转移支付收入	47.94
专项转移支付收入	1.72
2、政府性基金收入	80.32
一般预算支出	29.64

资料来源：公司提供

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 2016 年 3 月底注册资本 50 亿，实收资本 35.50 亿元，湖南湘江新区管委会为公司实际控制人。

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责任公司，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工作。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）资本注入

公司 2015 年度收到湘江新区管理委员会认缴的注册资本 5.00 亿元，其中长沙湘安联合会计师事务所审验 3.00 亿元，并出局了天湘安验字[2016]第 0124-1 号验资报告；湖南永大德缘彩虹会计师事务所审验 2.00 亿元，并出具湘德验字[2015]第 2001 号验资报告。2015 年，公司共收到湘江新区财政局拨入 5.00 亿元资金（计入“实收资本”），在吸收投资收到的现金中反映，截至 2016 年 5 月底，共收到实收资本 35.50 亿元。

（2）资金支持

2015 年，公司获得地方政府资金支持共计 18.02 亿元，分别为注册资本金 5.00 亿元，片区维护费 0.10 亿元，土地成本返还 2.69 亿元，项目建设资金 10.23 亿元。

2016 年 1~3 月，公司获得地方政府的资金支持共计 0.47 亿元，全部为获得的产业扶持资金。

总体看，近年来湘江新区当地政府在资本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，公司管理体制、管理人员、管理制度等方面无重大变化。

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，公司经营模式变更为开发增值收益返还模式。

跟踪期内，公司业务性质未发生重大变动，但公司对业务类型进行了更为细致的划分。公司以旅游开发为核心业务，围绕旅游产业进行生态治理、市政配套设施建设及保障房建设等业务，目前公司营业收入主要来自旅游开发土地整理及代建、生态治理、市政配套项目。2015年，公司实现营业收入68517.47万元，同比下降40.90%。受土地市场及公司土地整理开发计划影响，2015年公司土地出让规模较小且暂未全部确认收入，导致土地整理业务及营业收入较上年大幅下降；2015年综合毛利率为9.02%，较2014年上升了5.82个百分点，主要

[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”）。

是由于占比较大的土地整理项目毛利率上升较多。

2016年1~3月，公司营业收入较少，为289.24万元，主要系公司于每年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，2016年一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：万元、%）

分行业	2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旅游开发土地整理项目	74825.91	0.37	26407.27	9.51	--	--
旅游开发园区代建项目	28016.28	7.41	26951.88	7.41	--	--
生态治理项目	7337.52	7.41	7204.95	7.41	--	-
市政配套项目	5330.88	7.41	6356.60	7.41	--	--
旅游开发管理服务项目	416.70	99.47	1596.77	41.94	289.24	17.01
合计	**115927.27**	**3.20**	**68517.47**	**9.02**	**289.24**	**17.01**

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、公共配套设施和环境景观建设等，并将整理后的土地交由市政府统一招标拍卖。

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。

2013年的土地一级开发业务的会计处理方式为：土地的前期开发整理由公司承担，相关成本记入存货。完成土地挂牌出让交易后，先导区财政分局将土地开发成本返还，公司同时结转前期开发成本，按土地开发成本的108%确认收入，计入“主营业务收入”科目。自2013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2014~2015年土地开发转让收入板块毛利率较低。

2015年公司开发土地共出让3宗，面积合

计105.8亩，成交价款合计4.43亿元，扣除财政提留及管委会分成部分公司合计确认收入2.64亿元。目前坪塘片区尚处于初步开发阶段，基础设施尚不完善，根据公司对坪塘片区的规划，土地整理后待片区基础设施建设完善再行对外出让，目前土地市场需求不强，成交价相对较低，公司土地出让意愿不强；网挂号为坪塘P04-C20-李兴林的出让土地由于摘牌方暂未按期缴纳50%的资金款项，公司未予以确认收入。受以上两方面因素影响，造成2015年土地整理收入较上年下降64.71%。不同于上年大部分出让土地由子公司摘牌成交，2015年3宗出让土地均由公司非关联企业摘牌，土地出让完全以市场化模式运作，使公司土地整理开发业务毛利率较上年提升较多，达到9.51%。

2015年，公司取得土地开发转让收入2.64亿元，总出让土地面积合计105.8亩。

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）
2013年	2980	3250	--	--
2014年	2650	2210	545	400
2015年	1225	1308	105.8	171
2016年3月	410	--	--	--

资料来源：公司提供

公司土地资源较为丰富。2013~2015年，公司实际收储土地面积分别为3250亩、2210亩和1308亩。截至2016年3月底，公司已开发待出让土地2000余亩。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，参考目前土地出让均价（285.5万元/亩），土地开发收入仍将是公司未来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湘江新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，公司与湘江新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：湘江新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《湖南湘江新区投资集团有限公司资金计划》，并交付湘江新区管委会。公司根据项目计划安排相应的融资，湘江新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。

2015年，公司基础设施建设业务实现收入

4.05亿元，较2014年基本保持稳定；其中，旅游开发园区代建项目确认收入2.70亿元，生态治理项目确认收入0.72亿元，市政配套项目0.64亿元。该板块业务收入是2015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，2016年1~3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176.14亿元，截至2016年3月底，已完成投资48.86亿元。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。2016~2018年，公司将面临总计约127.28亿元的投资需求，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2016年3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2016年3月底投资	未来投资计划	
				2016年4~12月	2017年
坪塘中片保障性住房	2014-2017	18612	71738	44978	50163
坪塘南片保障性住房	2014-2017	45000	133959	23029	5193
坪塘北片保障性住房	2015-2017	20000	25116	21000	35000
保障性住房配套项目	2015-2016	11334	57223	5538	4363
冰雪世界	2014-2017	31345	89795	246205	80000
五星级酒店	2015-2017	9341			
商业步行街及四星级酒店	2015-2017	35044			
配套道路及公共广场、公园	2014-2016	12000			
湘军文化园	2015-2017	600	17958	8658	0
大王山旅游度假区服务中心项目（一期）	2015-2017	20368	30310	11640	0
湘江西岸堤防整治工程	2015-2017	10140	17406	2594	0

清风南路	2015-2016	8470	5000	1200	0
巡抚西路	2015-2017	110000	3025	789	0
荷叶路		10000	790	3510	0
虹山路	2014-2016	49766	1145	860	3451
蓝山路	2014-2016	25000	0	200	10731
白庭路	2014-2016	5808	0	100	41900
连塘路	2014-2016	2000	50	981	0
义渡路	2014-2016	18612	600	620	7850
靳江河路	2014-2017	45000	0	0	45000
洋湖南路	2016-2017	20000	100	10	6230
潇湘大道西线	2016-2016	11334	1058	8875	0
潇湘大道三段	2015-2017	31345	277	23	69700
新学士路	2015-2017	9341	530	9970	18484
山泉路	2016-2018	35044	200	2100	16312
坪塘大道三期	2015-2017	12000	22227	22773	0
巴溪大道	2016-2017	600	900	5100	14000
清风路	2016-2017	20368	0	11334	0
红桥中学（南雅实验中学）	2014-2017	10140	2320	29025	0
坪塘中心小学	2014-2017	8,470	572	8769	0
坪塘中学	2015-2017	110000	187	34857	0
红桥变及其配线工程	2015-2016	10000	1130	10870	0
公交车停车场	2014-2017	49766	93	507	0
联江公园一期	2015-2017	25000	344	9956	10068
大王山片区道路绿化提质工程	2015-2017	5808	9	4891	5240
岳麓区第三小学	2014-2016	2000	110	8360	0
欢乐丛林（一期）	2015-2017	18612	254	21848	87898
湘江女神公园	2015-2017	45000	232	500	9268
桐溪水乡	2015-2017	20000	1151	18849	20000
桐溪湖	2015-2016	11334	2766	6868	15366
三环线绿带	2015-2017	31345	50	2950	2808
片区万伏电缆敷设	2016-2017	9341	0	1000	1000
合计	**--**	**1761410**	**488625**	**591337**	**560025**

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2016年3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 2015 年度审计报告，公司提供的2016 年一季度财务数据未经审计。

2015 年，公司新投资设立 1 家全资子公司，长沙欢乐天街投资有限公司，注册资本19601.40 万元。由于新增子公司资产规模较小，对合并范围的影响较小，财务数据可比性强。公司财务报表采用新会计准则编制。2016 年1~3 月公司合并范围无变化。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 261.71 亿元，所有者权益合计为 126.69 亿元。2015 年，公司实现营业收入 6.85 亿元，利润总额 1.11 亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为265.07亿元，所有者权益合计126.96亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入0.31亿元，利润总额0.27亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 6.85 亿元，同比下降 41.51%，主要由于 2015 年公司土地开发收入减少所致；同期营业成本也快速下降，同比下降 44.45%；公司营业利润率为 8.85%，较上年大幅增长，系营业成本的跌幅大于营业收入的跌幅所致。

公司期间费用主要体现为管理费用，2015 年期间费用 553.34 万元，同比下降 26.24%，减少主要来自管理费用的减少；其中财务费用-6.93 万元。2015 年，公司期间费用占营业收入的比重为 0.81%，较 2014 年有所增长。2015 年公司营业利润有所增长，实现营业利润 5510.86 万元，较 2014 年增长 31.97%。

2015 年公司营业外收入为 0.56 亿元，全部为公司收到的长沙市财政局湘江新区分局拨付的财政补贴。受益于营业外收入的实现，2015 年公司实现利润总额 1.11 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，公司总资本收益率为 3.11%，较 2014 年有所增长；净资产收益率为 0.88%，较 2014 年大幅下降。受公司经营职能所限，公司总资本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。

2016 年 1~3 月，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，公司该板块尚未确认收入；2016 年一季度公司未收到政府补助；实现利润总额为 0.27 亿元。

整体看，公司土地开发及出让规模有所下降，经营业务盈利能力趋于稳定，期间费用呈下降态势，营业利润较上年有所增长，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，2015 年公司经营活动现金流入较 2014 年下降 19.16%，为 12.51 亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.96 亿元，同比大幅下降 35.92%，主要系旅游开发土地整理项目收入较上期大幅减少所致；收到的其他与经营活动有关的现金为 8.55 亿元，同比下降 8.04%，主要为收到政府拨付的补贴收入 0.56 亿元、收到的工程保证金 1.80 亿元及收到的往来款 6.75 亿元等。2015 年，公司经营获现能力有所增长，但仍处于较低水平，2015 年现金收入比为 57.76%，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，收入实现质量有所增长。经营活动现金流出方面，2015 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 32.63 亿元，同比下降 6.06%，主要系土地开发整理及基础设施项目建设支出；2015 年公司支付其他与经营活动有关的现金 1.25 亿元，同比下降 10.04%，主要系公司与地方财政局的往来款和保证金等。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为-22.01 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；2015 年，公司投资活动现金净流出额为 8.81 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、取得借款收到的现金和发行债券收到的现金为主。2015 年吸收投资收到现金 5.00 亿元，系公司 2015 年度收到湘江新区管理委员会认缴的注册资本 5.00 亿元；2015 年公司取得借款收到的现金 33.00 亿元；2015 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金 43.00 亿元，主要系公司收到湘江新区土地储

备（交易）中心的借款；筹资活动现金流入为81.00 亿元。筹资活动现金流出主要为支付其他与筹资活动有关的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2015 年公司筹资活动现金流量净额为 60.66 亿元，同比上升 176.19%。

2016 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 0.03 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 4.44 亿元，主要为财收到棚改置换资金 3.52 亿元；同期，购买商品、接受劳务支付的现金 6.18 亿元，主要为土地一级开发投资。公司经营活动现金流量净额-2.78 亿元；投资活动现金流表现为净流出-0.77 亿元；筹资活动现金流入 6.45 亿元，全部为取得借款收到的现金，公司筹资活动现金流量表现为净流入 2.72 亿元。

总体来看，跟踪期内，由于财政拨入回购资金减少，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；公司无投资活动现金流入；筹资活动现金流净额呈快速增长趋势，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 2015 年底，公司资产总额为 261.71 亿元，同比增长 44.64%，主要来自货币资金、存货、在建工程和无形资产的增长。从资产结构来看，流动资产占 92.77%，非流动资产占 7.23%，公司资产仍基本为流动资产。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产合计 242.79 亿元，同比增长 39.44%，主要由货币资金（占 14.07%）、应收账款（占 1.93%）、预付款项（占 1.42%）、存货（占 81.15%）及其他应收款（占 1.43%）构成。

截至2015年底，公司货币资金为34.17亿元，同比增长688.13%，主要为银行存款。

截至2015年底，公司预付款项为3.45亿元，同比增长19.88%。从账龄来看，1年以内的占82.01%，1~2年的占4.85%，2~3年的占6.70%，3年以上的占6.44%。

2015年，公司新增应收账款4.69亿元，全部为应收湘江新区财政分局的土地返还款等，账龄1年以内。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 3.46 亿元，同比增长 80.39%，主要为与湘江新区土地储备（交易）中心的往来款及与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非关联方企业的垫付购房款。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%。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 86.70%，其他应收款集中度高。

截至2015年底，公司存货197.03亿元，同比增长19.42%，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118.72亿元。公司存货未计提跌价准备。截至2015年底，存货账面余额中有账面价值为26.14亿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2015年底，抵押的具体明细如下：

表 5　截至 2015 年底土地抵押情况（单位：亿元）

土地编号	债权方	用途	担保借款金额
长国用（2011）第110565 号	建设银行长沙金星支行	保障性住房	4.50
长国用（2011）第110572 号	中国银行长沙市麓谷支行	保障性住房	4.00
长国用（2012）融005 号	招商银行长沙分行	土地整理及前期开发	0.80
长国用（2012）融006 号	招商银行长沙分行	土地整理及前期开发	
长国用（2012）融007 号	招商银行长沙分行	土地整理及前期开发	
长国用（2012）第021708 号	招商银行长沙支行	土地整理及前期开发	
长国用（2012）融004 号	招商银行长沙支行	土地整理及前期开发	3.20
长先导国用（2012）第融 025 号	招商银行长沙支行	土地整理及前期开发	
长国用（2012）融002 号	中国农业银行岳麓支行	保障性住房	4.50
合计	--	--	**17.00**

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司非流动资产 18.92 亿元，主要为在建工程和无形资产。其中，2015 年，公司新增在建工程 8.08 亿元，主要是公司在建的商业和旅游及配套设施的建设项目。2015 年，公司新增无形资产 10.81 亿元，主要为公司于 2015 年购置的土地使用权。

截至2016年3月底，公司流动资产245.46亿元，较2015年底增长1.10%，流动资产构成较2015年底变化不大。

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成本，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 2015 年底，公司所有者权益合计 126.69 亿元，同比增长 4.60%，主要系公司 2015 年度收到湘江新区管理委员会认缴的注册资本 5.00 亿元所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中实收资本占 28.02%、资本公积占 61.84%、盈余公积占 1.05%、未分配利润占 9.08%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 126.96 亿元，较 2015 年底增长 0.22%。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 2015 年底，公司负债总额 135.02 亿元，同比增长 107.80%，主要系其他应付款、长期借款等负债增加所致。从负债结构看，流动负债占 18.76%，非流动负债占 81.24%。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债 25.33 亿元，同比减少 30.01%，主要系其他应付款、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 38.05%）、预收款项（占 34.51%）、应付利息（占 4.62%）、其他应付款（占 8.18%）和一年内到期的非流动负债（占 14.02%）构成。

截至 2015 年底，公司应付账款 9.64 亿元，同比增长 84.09%，主要为应付工程款；预收款项 8.74 亿元，同比增长 28.07%，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 2.07 亿元，同比下降 81.78%，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 3.55 亿元，较上年底大幅减少。

截至 2015 年底，公司非流动负债 109.69 亿元，同比增长 281.03%，主要系 2015 年公司长期借款、长期应付款和其他非流动负债大幅增长所致。截至 2015 年底，公司长期借款为 36.75 亿元，全部为抵押、保证借款；2015 年，公司新增长期应付款 36.69 亿元，主要为 30.70 亿元委托借款及 5.99 亿元政府借款（委托借款及政府借款计入长期债务）；新增其他非流动负债 16.64 亿元，构成为 5.00 亿元风险偿债基金、3.00 亿元教育建设资金和 8.61 亿元土地储备资金。

从债务结构看，截至 2015 年底，公司有息债务合计 95.00 亿元，较 2014 年底增加 54.64 亿元；其中短期债务占比 3.74%，长期债务占比 96.26%。2015 年公司资产负债率 51.59%，同比增长 15.68 个百分点；全部债务资本化比率 42.85%，同比增长 17.86 个百分点；长期债务资本化比率 41.92%，同比增长 22.78 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 2016 年 3 月底，公司负债总额 138.11 亿元，较 2015 年底增长 2.29%；主要由于长期借款的增长所致。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占 18.59%和 81.41%，较 2015 年底变化不大；公司全部债务 99.70 亿元，较 2015 年底增长 4.95%。截至 2016 年 3 月底，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较 2015 年底均有所上升，分别为 52.10%、43.99%和 42.62%；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 2015 年流动比率和速动比率均大幅增长，分别为958.53%和 180.66%；截至 2016 年 3 月底，上述两项指标分别为 956.25%和 182.56%，较 2015 年底变化不大。2015 年，公司经营现金流动负债比为-86.91%。考虑到公司短期债务规模较小，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2015 年公司 EBITDA 为 1.30 亿元，同比下降 38.70%，全部债务/EBITDA 倍数为 72.84 倍，长期偿债能力较上年大幅下降。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 2016 年 5 月底，公司合并范围无对外担保。

截至 2016 年 5 月底，公司获得授信总额 162.39 亿元，已使用 31.00 亿元，尚有 131.39 亿元额度未使用，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 2016 年 6 月 13 日，公司无不良信贷信息记录，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。

7. 存续期内债券偿债能力分析

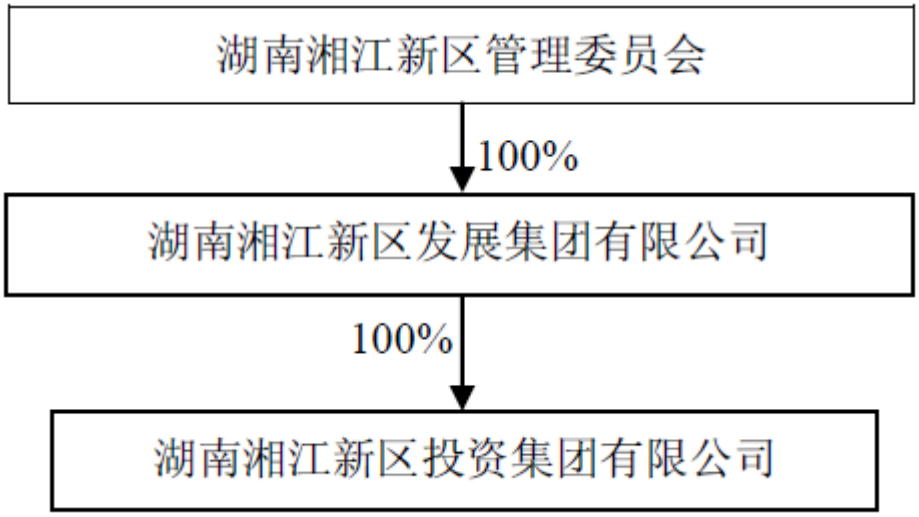
2015年，公司经营活动现金流入规模较大，但公司基建项目前期支付成本较多，公司经营活动产生的现金流量净额为负。公司经营活动现金流入量及EBITDA分别为12.51亿元和1.30亿元，分别为“14长沙土开MTN001”本金的12.51倍和1.30倍。公司经营活动现金流入量对“14长沙土开MTN001”的覆盖程度好，EBITDA对“14长沙土开MTN001”的覆盖程度较好。

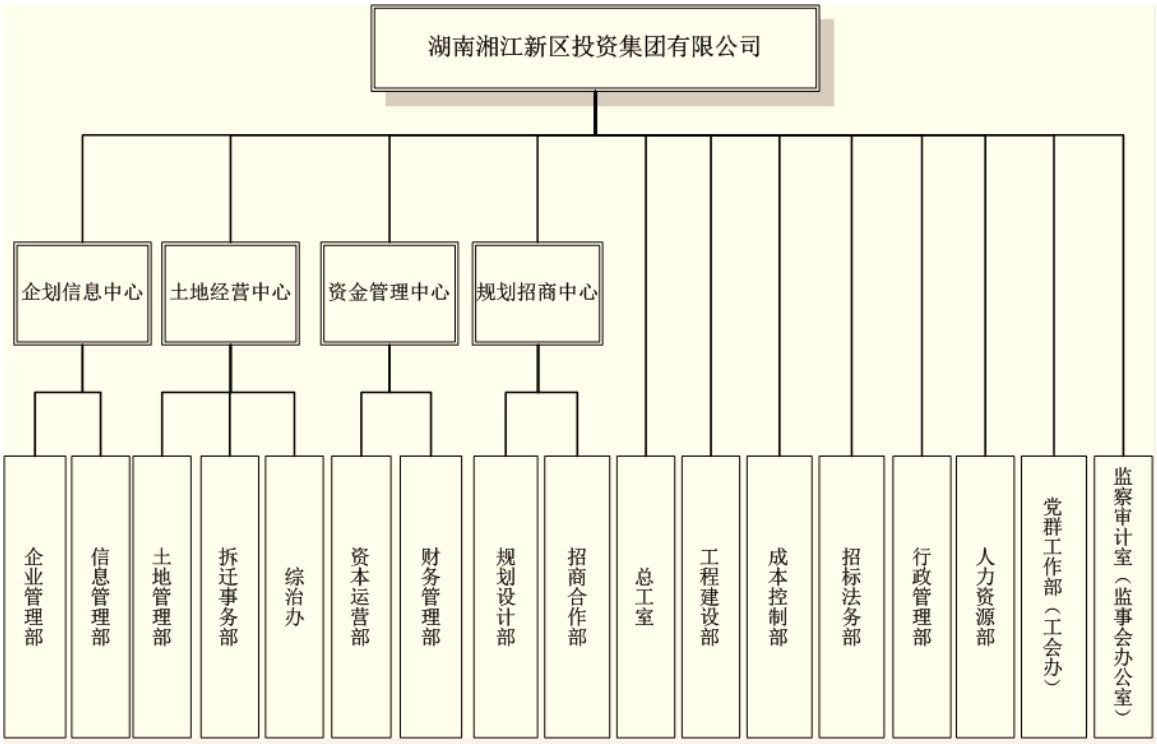
总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对“14 长沙土开 MTN001”的覆盖程度好，EBITDA 对“14 长沙土开 MTN001”的覆盖程度较好。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级AA^+，评级展望为稳定，并维持“14长沙土开MTN001”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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.05	4.34	34.17	33.34
资产总额(亿元)	153.88	180.94	261.71	265.07
所有者权益(亿元)	98.60	121.12	126.69	126.96
短期债务(亿元)	0.00	11.68	3.55	5.40
长期债务(亿元)	20.60	28.68	91.45	94.30
全部债务(亿元)	20.60	40.36	95.00	99.70
营业收入(亿元)	6.76	11.71	6.85	0.31
利润总额(亿元)	2.76	2.12	1.11	0.27
EBITDA(亿元)	2.77	2.13	1.30	--
经营性净现金流(亿元)	-8.54	-20.82	-22.01	-2.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.27	23.00	2.92	--
存货周转次数(次)	0.09	0.07	0.03	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.03	--
现金收入比(%)	324.64	52.72	57.76	--
营业利润率(%)	7.46	4.20	8.85	92.10
总资本收益率(%)	2.32	2.56	3.11	--
净资产收益率(%)	2.80	1.75	0.88	--
长期债务资本化比率(%)	17.28	19.15	41.92	42.62
全部债务资本化比率(%)	17.28	24.99	42.85	43.99
资产负债率(%)	28.33	35.91	51.59	52.10
流动比率(%)	672.85	481.15	958.53	956.25
速动比率(%)	47.06	25.22	180.66	182.56
经营现金流动负债比(%)	-37.34	-57.54	-86.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.43	18.97	72.84	--

注：1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 长期应付款中有息债务部分已计入长期债务。

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　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。