

2014 年长沙先导土地开发建设有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2014年长沙先导土地开发建设有限公司¹公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【354】号 01

债券简称：14长沙土开债
/PR长土开

债券剩余规模：3.6亿元

债券到期日期：2021年03
月17日

债券偿还方式：附本金提前
偿还条款，每年付息一次，
分次还本，在债券存续期的
第3至第7个计息年度末分
别偿还债券发行总额的
20%

分析师

姓名：
王先宗 刘诗华

电话：
0755-82873175

邮箱：
wangxz@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司城投
公司信用评级方法，该评级
方法已披露于中证鹏元官
方网站。

中证鹏元资信评估股份有
限公司

地址：深圳市深南大道7008
号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：www.cspengyuan.com

本次跟踪评级结果 上次信用评级结果

本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020年6月19日	2019年6月17日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对湖南湘江新区投资集团有限公司（以下简称“湘新投公司”或“公司”）及其2014年3月17日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司发展的外部环境较好，土地开发收入持续性较好，跟踪期内公司持续获得一定程度的外部支持；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，存在较大的资金投资压力、债务压力及存在一定或有负债等风险因素。

正面：

- 公司发展的外部环境较好。长沙市近年来持续推进产业升级，工业增加值快速增长，湖南湘江新区为中部地区重要的战略新兴产业基地和制造业基地，经济保持较快发展。2019年长沙市实现地区生产总值11,574.22亿元，增速为8.1%，2018年湖南湘江新区实现地区生产总值2,300.00亿元，增速为10.5%，预计2019年经济增速为9.2%。区域经济实力的不断增强为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司待整理出让土地规模较大，收入持续性较好。截至2019年末，公司负责开发整理的大王山旅游度假区北片区待规划出让经营性用地40宗，面积合计3,147.90亩，计划总投资金额为149.63亿元，已投资127.58亿元，未来通过挂牌出让实现

¹ 公司曾用名“长沙先导土地开发建设有限公司”，2014年8月20日变更为现名。

收益，收入持续性较好。

- **公司继续获得一定程度的外部支持。**2019 年湖南湘江新区管理委员会财政局将拨付的项目建设资金及风险偿债资金转增公司资本公积 16.70 亿元以置换国土规划局收回的 5 宗土地价值（合计 15.60 亿元），同时公司收到政府补助 540 万元，在一定程度上提升了公司资本实力和利润水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司应收账款、存货、在建工程及无形资产账面价值合计 321.45 亿元，占总资产的 89.87%；期末受限的在建工程、投资性房地产、无形资产账面价值合计 11.39 亿元，占总资产的 3.18%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动回款程度一般，存在较大的资金投资压力。**公司收入主要来源于土地开发整理，相关款项支付进度受湖南湘江新区管委会财政局财政资金安排影响，回款时间及规模均存在较大不确定性。截至 2019 年末，公司募投项目、待整理出让土地及主要自营项目尚需投资 79.18 亿元，存在较大的资金投资压力。
- **公司有息债务占比较高，整体偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 99.39 亿元，占负债总额的 51.82%。根据公司有息债务偿还计划，2020-2022 年需偿付有息债务本息 19.12 亿元、31.38 亿元和 20.04 亿元，整体偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年 12 月末，公司对外担保余额 8.00 亿元，占 2019 年末净资产的比重为 4.82%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	3,576,594.63	3,390,699.95	3,076,474.92
所有者权益	1,658,395.57	1,652,552.07	1,473,024.05
有息债务	993,946.40	1,329,803.20	1,368,460.00
资产负债率	53.63%	51.26%	52.12%
现金短期债务比	1.04	0.30	0.30
营业收入	177,842.58	23,365.85	129,811.49
其他收益	540.00	6,506.56	0.00
利润总额	14,869.00	13,114.49	13,885.44
综合毛利率	8.59%	31.61%	11.54%
EBITDA	14,928.24	13,192.63	14,000.66
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.21	0.22
经营活动现金流净额	567,316.87	206,855.70	-354,865.18
收现比	0.84	6.63	0.30

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

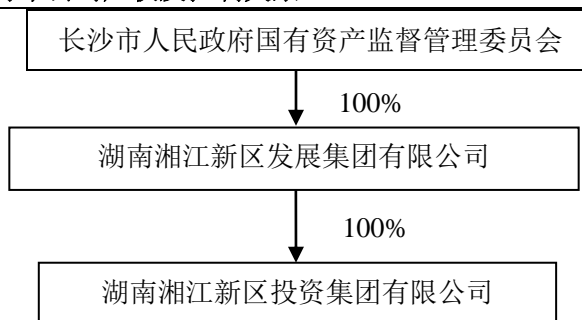
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年3月17日发行7年期18亿元公司债券，募集资金原计划用于湘江新区坪塘片区安置房建设项目。截至2020年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为31.31万元。

二、发行主体概况

截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为50.00亿元，较上年末未发生变化。公司控股股东仍为湖南湘江新区发展集团有限公司，实际控制人仍为长沙市人民政府国有资产监督管理委员会。截至2020年3月末，公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2020年3月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

截至2019年末，公司纳入合并范围公司共4家，较上年减少2家，原子公司湖南湘江智能科技创新中心有限公司、湖南湘江惠民置业有限公司分别因股权转让及工商登记注销不再纳入合并范围。根据公司2020年2月12日公司发布的公告，公司董高监人员发生变动，人员调整后，郑立新为公司董事，李智峰为公司副总经理，王佳余为公司财务总监，梁婷婷为公司职工监事。同时免去刘枫董事职务，免去蒋正良董事、总经理职务，免去安晓光副总经理职务，免去许峰、江海洋监事职务。根据公告，本次人事调整为股东根据业务发展进行的正常人事安排，不影响公司日常管理和生产经营。

表1 2019年不再纳入公司合并范围子公司情况（单位：万元）

公司名称	处置日净资产	处置日净利润	处置方式
湖南湘江智能科技创新中心有限公司	1,357.97	-76.71	股权转让
湖南湘江惠民置业有限公司	303.62	-0.82	注销

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施投资建设预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础上，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按

照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《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》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年长沙市继续推进产业升级，工业增加值快速增长，经济实力稳步提升

2019年长沙市继续开展“产业项目建设年”活动，通过优化营商环境、推动制造业高质量发展与培育新兴及优势产业链，经济实力进一步增强。2019年全市实现地区生产总值（GDP）11,574.22亿元，比上年增长8.1%，高于全国平均增速2个百分点。分产业看，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%。第一、二、三产业分别拉动GDP增长0.1、3.5、4.5个百分点，三次产业对GDP增长的贡献率分别为1.2%、43.6%、55.2%。按常住人口计算，2019年末长沙市人均GDP为137,879元，是全国平均水平的194.49%，经济发展水平较高。

2019年长沙市工业增加值增长9.0%，其中规模以上工业增加值增长9.1%。2019年长沙市紧盯现代产业发展，推动以智能制造为统领的产业转型升级，产业发展成效显著，全年机械产业链总产值突破2,000亿元，新增规模以上工业企业311家。重大项目支撑有力，新引进2亿元以上重大项目162个；三一智联重卡、中联智慧产业城等百亿级项目开工建设，格力大型中央空调、五矿国家新能源材料产业基地等战略性项目建成投产。2019年长沙市固定资产投资增速为10.1%，其中制造业投资同比增长78.9%；全年房地产开发投资1,668.40亿元，商品房销售面积2,334.86万平方米，下降2.2%；商品房销售额2,021.08亿元，增长3.6%。

2019年长沙市社会消费品零售总额为5,247.03亿元，同比增长10.1%，商品零售及餐饮收入同比分别增长10.1%和10.4%，夜间经济影响力全国位列第三，消费市场活跃程度较高；受益于“一带一路”区位优势，2019年长沙市全年进出口总额为289.87亿美元，同比增长56.4%，增速居全国省会城市首位。

表 2 长沙市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	11,574.22	8.1%	11,003.41	8.5%
第一产业增加值	359.69	3.2%	318.73	3.3%
第二产业增加值	4,439.32	8.0%	4,660.19	6.8%
第三产业增加值	6,775.21	8.4%	6,024.49	10.7%
工业增加值	-	9.0%	-	7.2%
固定资产投资	-	10.1%	-	11.5%
社会消费品零售总额	5,247.03	10.1%	4,765.04	9.9%
进出口总额（亿美元）	289.87	56.4%	193.80	36.8%
存款余额	21,048.45	12.95%	18,633.60	8.7%
贷款余额	21,248.71	15.52%	18,360.89	14.50%
人均 GDP（元）	137,879		134,933	
人均 GDP/全国人均 GDP	194.49%		208.73%	

注：“-”表述数据未公开披露。

资料来源：2018-2019年长沙市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据长沙市财政局发布的《关于2019年全市和市本级预算执行情况与2020年全市和市

本级预算草案的报告》，2019年长沙市实现公共财政收入950亿元，增长8%；实现政府性基金收入821.49亿元，增长37.34%。2019年长沙市全市公共财政支出为1,389.7亿元，增长6.84%，长沙市全市财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为68.37%。

湖南湘江新区区位优势优越，是中部地区重要的战略新兴产业基地和制造业基地，产业支撑和带动作用明显，经济保持较快发展

湖南湘江新区位于湖南省长沙市湘江西岸，系2015年经国务院批复设立的中部地区首个国家级新区，规划范围涵盖长沙市岳麓区全境，面积约1,200平方公里。其中，核心区面积约490平方公里，下属园区包括长沙高新技术产业开发区、宁乡经济技术开发区、望城经济技术开发区、岳麓科技产业园和宁乡高新技术产业开发区。湘江新区交通条件优越，在国家城镇化“两横三纵”战略格局中，位于长江横轴和京广纵轴的结合点，是我国东部沿海地区和中西部地区过渡带、长江开放经济带和沿海开放经济带结合部的核心区域。

近年来湖南湘江新区围绕“三区一高地”的战略定位，着力建设高端制造研发转化基地和创新创意产业聚集区、产城融合及城乡一体的新型城镇化示范区、全国“两型”社会建设引领区，打造长江经济带内陆开放高地，目前已经形成了先进装备制造、电子信息、生物医药、新能源与大节能环保、现代服务业等产业集群，是中部地区重要的战略新兴产业基地和制造业基地，产业支撑和带动作用明显。

2018年湖南湘江新区实现地区生产总值2,300亿元，同比增长10.5%；规模以上工业增加值增长10%，固定资产投资增长13.3%。根据湖南湘江新区2019年度总结会议，预计2019年地区生产总值同比增长9.2%，经济发展继续保持领跑态势，在19个国家级新区中位居前列；全年共签约项目136个，引进产业链项目116个，完成重大项目投资1,330亿元，60个重大项目实现签约。

根据《湖南湘江新区管理委员会2018年度财政决算》²，2018年湖南湘江新区实现财政总收入73.07亿元，其中上级补助收入56.28亿元，非税收入10.49亿元，上年结转结余6.29亿元；政府性基金收入总计146.26亿元，其中国有土地收益基金收入5.38亿元，国有土地使用权出让收入108.64亿元。2018年湖南湘江新区一般公共预算总支出为52.13亿元，政府性基金总支出146.46亿元，均为城乡社区支出。

四、经营与竞争

公司业务以旅游开发为核心，从事坪塘片区土地开发整理及市政基础设施建设任务。

² 数据来源：http://www.hnxjq.gov.cn/hnxjq/xxgk/xxgk_1/czxx/zfyjs/201909/t20190927_5486722.html

2019年公司实现营业收入17.78亿元，较上年同期大幅增长，主要系当期完成整理开发的土地出让规模增加所致。公司管理费收入来自于政府投资项目的代建管理服务收入，2019年公司实现管理费收入0.28亿元，较上年减少79.87%，主要系当期管理的代建项目投资规模减少所致。代建管理服务收费实行差额定律累进计费，2018年公司负责的代建管理的项目多处于投资前期阶段，代建费率较高，因此整体毛利率高于2019年。2019年公司综合毛利率为8.59%，较上年下降23.02个百分点，除代建管理费率降低外，主要系当期出让的部分土地拍卖价格较低所致。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
旅游开发土地整理项目	174,759.42	8.36%	9,508.25	14.04%
管理费收入	2,789.23	17.09%	13,857.61	43.66%
旅游开发管理服务项目	142.31	56.26%	0.00	-
主营业务收入	177,690.96	8.53%	23,365.85	31.61%
其他业务收入	151.63	79.93%	0.00	-
合计	177,842.58	8.59%	23,365.85	31.61%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司土地整理业务收入规模大幅增长，目前待整理出让土地规模较大，收入较有保障；但需持续投入的整理资金量较大，公司面临较大的资金压力

公司主要负责坪塘片区土地一级整理开发，对于坪塘片区土地的具体开发工作，公司首先完成土地征用手续，委托岳麓区征地办及岳麓区拆迁事务所对集体土地进行拆迁，长沙市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分局专户，长沙市财政分局再将款项划拨至湘江新区财政分局。根据长先管发【2014】18号文件，公司与湘江新区管委会按照6:4的比例分享土地出让收入的增值收益，公司将土地开发成本及出让增值收益的60%计入旅游开发土地整理收入。

根据湘江新区管委会的规定，宗地出让时，由国土规划部、财政分局与公司进行成本核算。经核定的宗地成本，由湘江新区财政分局拨付给公司。每年土地增值收入按具体宗地进行预结算，片区开发完成后进行总结算。宗地出让时，对宗地增值收入核算。公司于每年年末确认土地整理开发收入。2019年公司实现土地整理收入17.48亿元，主要系公司对已收储土地加快开发整理并于当期出让较多所致。2019年公司共完成待开发土地收储981亩，当年出让面积444.61亩，平均出让价格为582.61万元/亩。

表4 2018-2019年公司土地收储计划与实际完成情况（单位：亩、万元/亩）

项目	计划取得面积	实际取得面积	当年出让面积	平均出让价格
2019年	901	981	444.61	582.61
2018年	931	1,948	123.48	48.72

资料来源：公司提供

从土地摘牌对象来看，2019年公司出让的8宗土地中，C-P05-A1 4-1、B-P03-B20-2 分别由子公司长沙欢乐天街投资有限公司和公司以拍卖底价摘得；D-P09-B05-2、D-P09-B04-4、D-P09-B04、D-P09-B04-5地块由长沙恒大童世界旅游开发有限公司摘得，土地规划建设足球场及动植物园等文旅配套产业；B-P03-A12、B-P03-A17由厦门兆祁云房地产开发有限公司摘得，地块位于临江及地铁口附近，区位较好，成交价格较高。

表5 2019年公司土地开发业务明细（单位：公顷、万元）

土地编号	面积	用途	成交价格	地块位置
C-P05-A14-1	1.71	商业	5,180	坪塘街道，桐溪路与潇湘大道西线交汇处西南角
D-P09-B05-2、D-P09-B04-4、D-P09-B04、D-P09-B04-5	6.60	娱乐康体用地	14,010	坪塘街道，新学士路与长花路交汇处东南角
B-P03-B20-2	2.79	商住用地（R2B1，商住比1:9）	11,060	洋湖街道，东邻潇湘大道西线，南邻B-P03-B20-1地块，西邻坪塘中片优惠商品房一期，北邻星城
B-P03-A12、B-P03-A17	18.53	住宅用地	228,785	潇湘大道东线以西、联江路两厢
合计	29.64	-	259,035	-

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司大王山旅游度假区北片区待规划出让经营性用地40宗，面积合计3,147.90亩，计划总投资金额为149.63亿元，已累计完成投资127.58亿元，预计三年内完成整理出让。公司土地储备较为充足，未来通过挂牌出让实现收益，收入较有保障。但同时中证鹏元也注意到，公司需持续投入的整理资金量较大，公司面临较大的资金压力。

公司受托对政府投资项目进行代建管理，业务具有较好的持续性，但代建管理费的确受项目投资规模及建设进度影响，收入具有一定的波动性；自建项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力

公司对湘江新区管委会委托运营管理的代建项目提供前期实施、验收及后期结算、审计等阶段管理服务，承担控制项目投资、质量和工期的责任和风险，根据《关于印发湖南省政府投资项目代建管理服务收费标准的通知》（湘发改价服【2015】744号），对代建项目收取一定比例的代建服务费³，费用包括人员工资、差旅费、固定资产使用费、各项管理性质开支及应缴的各项税费。公司受托对政府投资的项目进行代建管理，由财政拨款付

³ 代建服务费=取费基数*费率*工程类别系数*代建阶段调整系数。

项目建设专项应付款。截至2019年末，公司主要代建管理项目总投资金额为92.36亿元，尚需投资66.13亿元，未来仍能给公司带来一定管理服务收入，业务持续性较好。但同时需关注代建管理费用的确认受项目投资规模及建设进度影响，收入具有一定的波动性。

表6 截至2019年末公司主要代建管理项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	已投资额
1	梅浦联络线	14.80	0.03
2	潇湘大道三段（含堤防工程）	24.35	9.70
3	长望路西延线（西二环-黄金大道）	14.74	4.69
4	麓景路南延工程（南接含浦大道）	13.60	6.68
5	湘府路（河西段）快速化改造	13.40	5.11
6	靳江河路	11.47	0.02
合计		92.36	26.23

资料来源：公司提供

本期债券募投项目为湘江新区坪塘片区安置房建设项目，具体分为坪塘南片保障性住房、坪塘集镇片保障性住房和坪塘北片保障性住房3个子项目。根据长沙市人民政府办公厅关于进一步加强被征地农民安置工作意见（长证办【2009】16号）及长沙市人民政府关于《征地补偿安置若干问题暂行规定》（长政发【2008】30号）有关政策规定，募投项目的收入由被征拆迁户的限价购房款和片区用以单位购房补贴两个部分组成。根据公司收入与成本平衡测算，项目估算总投资42.94亿元，通过回笼安置房款和用地单位购房款可回笼资金（收入）44.37亿元。截至2019年末，坪塘南片保障性住房已完成建设并转入销售，坪塘集镇片保障性住房和坪塘北片保障性住房仍有部分尚处建设阶段，募投项目建成部分累计已售97.32万平方米，剩余可售面积7.78万平方米。在会计处理上，募投项目销售金额不计收入⁴，其中坪塘南片保障性住房在收款的同时，冲减存货开发成本；坪塘集镇片保障性住房和坪塘北片保障性住房销售金额计入预收款项，相关投资仍挂在存货开发成本中。

表7 截至2019年本期债券募投项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资额	已售金额
坪塘南片保障性住房	17.37	17.37	5.52
坪塘集镇片保障性住房	17.69	12.93	5.04
坪塘北片保障性住房	19.28	11.52	3.86
合计	54.34	41.82	14.42

注：2013年募投项目投资总额由42.94亿元调整为54.34亿元，调整后的可行性研究报告已获长沙市发改委批复

资料来源：公司提供

公司负责大王山旅游度假区综合开发及基础设施建设，公司在建的湘江欢乐城为湖南

⁴ 公司保障房实现销售时尚不具备房地产开发资质，故销售金额暂未计入收入。

省首个世界级特大创新综合型产业项目，总投资金额120亿元，建设内容包括欢乐雪域、欢乐水寨、星级酒店、欢乐天街、海洋公园等，未来可为公司带来一定的运营收益。截至2019年末，本期债券募投项目及公司自营项目投资总额149.95亿元，尚需投资57.13亿元，存在较大的资金压力。

表8 截至2019年末公司主要自营类项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	已投资额
1	长沙市大王山旅游基础设施项目	15.62	1.50
2	湘江欢乐城—冰雪世界	32.03	26.32
3	湘江欢乐城—五星级酒店	13.12	6.53
4	湘江欢乐城—滨水商业街	10.15	5.73
5	湘江欢乐城—四星级酒店	6.19	5.30
6	湘江欢乐城-海洋公园	18.5	5.62
合计		95.61	51.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司继续获得一定程度的外部支持

2019年湖南湘江新区国土规划局将公司持有的5宗土地收回，减少土地账面价值15.60亿元。为弥补公司资本金减少带来的经营风险，湖南湘江新区管理委员会财政局将拨付的项目建设资金及风险偿债资金转增公司资本公积16.70亿元，用于置换减少的土地价值；根据湘新财【2019】273号文件，2019年公司收到政府拨付的海洋公园项目专项产业扶持资金540万元，计入其他收益。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年末公司合并范围子公司共4家，较上年减少2家，子公司情况详见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增长，整体流动性较弱

截至2019年末，公司总资产规模达357.66亿元，同比增长5.48%，主要系公司加大文旅项目开发投入所致。公司主要从事片区土地开发与整理，相关开发成本计入存货，故公

司流动资产占总资产比重较高。

截至2019年末，公司货币资金余额为13.81亿元，同比增长148.79%，主要系当期收到的控股股东调拨的往来款增加所致；期末货币资金不存在使用受限情况。2019年末应收账款账面价值为14.10亿元，同比增长274.64%，主要系本期土地整理收入结算较多所致，主要应收对象仍为湖南湘江新区管理委员会财政局，具体回款时间存在不确定性。公司预付账款主要系预付长沙市岳麓区征地服务中心(长沙市岳麓区征地办公室)等单位的土地购置款及房屋拆迁款，2019年末预付款项规模为1.55亿元，同比减少62.79%，系随着项目结算转入相应成本所致。公司其他应收款主要系与湖南湘江新区发展集团有限公司、长沙梅溪湖金晟置业有限公司等单位之间的往来款，波动规模较大；2019年末其他应收款规模为10.10亿元，同比减少51.47%。存货系公司最主要资产，主要包括土地开发成本及财政投资项目成本，其中土地开发投资177.81亿元，财政投资项目投资130.38亿元，已结转完工成本76.97亿元；2019年末存货账面价值为256.70亿元，较上年末变化不大，公司未对存货计提跌价准备。

截至2019年末，公司新增投资性房地产账面价值6.36亿元。根据开元资产评估有限公司于2020年3月17日出具的《湖南湘江新区文化旅游投资有限公司拟以公允价值模式计量的投资性房地产公允价值资产评估报告》(开元评报字〔2020〕151号)，湖南湘江新区文化旅游投资有限公司申报评估的投资性房地产为旅游服务中心及文正书院(由在建工程转入)，2019年12月31日账面价值为6.27亿元，公允价值评估值为6.36亿元。截至2019年末，公司在建工程账面价值为37.87亿元，同比增长32.24%，主要系公司持续推进自营产业类项目建设所致。公司无形资产主要由土地使用权构成，2019年末无形资产账面价值为12.78亿元，同比减少9.37%，主要原因系部分土地资产转入投资性房地产所致。

截至2019年末，公司应收账款、存货、在建工程及无形资产账面价值合计321.45亿元，占总资产的89.87%；期末受限的在建工程、投资性房地产、无形资产账面价值合计11.39亿元，占总资产的3.18%。公司存货集中变现难度较大，应收账款回收时间存在不确定性，整体资产流动性较弱。

表 9 公司主要资产构成情况 (单位: 万元)

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	138,125.90	3.86%	55,519.30	1.64%
应收账款	141,019.99	3.94%	37,641.45	1.11%
预付款项	15,451.96	0.43%	41,531.03	1.22%
其他应收款	100,970.77	2.82%	208,068.72	6.14%

存货	2,567,014.67	71.77%	2,594,820.74	76.53%
流动资产合计	2,988,755.68	83.56%	2,948,714.65	86.96%
投资性房地产	63,617.00	1.78%	0.00	0.00%
在建工程	378,671.58	10.59%	286,353.86	8.45%
无形资产	127,837.17	3.57%	141,055.87	4.16%
非流动资产合计	587,838.95	16.44%	441,985.30	13.04%
资产总计	3,576,594.63	100.00%	3,390,699.95	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入实现增长，但综合毛利率及政府补助对利润贡献程度明显降低，盈利能力提升有限

2019年公司实现营业收入17.78亿元，较上年大幅增长，主要系当期整理开发的土地出让规模较大所致。2019年经公司开整理并出让的土地共444.61亩，扣除相关税费后出让金返还公司，实现收入17.48亿元；当期出让的部分土地由公司及其子公司按拍卖底价摘得，土地开发整理业务毛利率由上年的14.04%降至8.36%。2019年公司实现代建项目管理服务费收入0.28亿元，较上年有所下滑，主要系当期管理的代建项目较少所致。代建项目管理服务费实行差额定律累进计费，随着项目投资进展，费率逐步降低，毛利率随之下降。2019年公司综合毛利率为8.95%，较上期下降幅度较大。2019年公司收到政府补助540万元，计入其他收益。

整体来看，跟踪期内，公司营业收入实现大幅增长，但受土地出让价格及代建费率下降，公司综合毛利率下降明显。同时，公司当期收到的政府补贴规模减少较多，对利润贡献程度较低，公司盈利能力提升有限。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	177,842.58	23,365.85
其他收益	540.00	6,506.56
营业利润	14,962.47	13,420.72
利润总额	14,869.00	13,114.49
综合毛利率	8.59%	31.61%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流入规模有所改善，土地开发及自营项目尚需投资规模较大，存在

较大资金投资压力

2019年公司营业收入大幅增长，主要来自于当期土地出让返还收入；相关款项支付进度受湖南湘江新区管委会财政局财政资金安排影响，回款时间及规模均存在较大不确定性，2019年收现比为0.84。2019年公司收到的其他与经营活动有关的现金流入规模为88.60亿元，主要来自于控股股东湘江发展集团往来资金及政府拨付的专项资金。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金流入规模为2.44亿元，主要来自于与其他公司之间的资金拆借款。2019年公司投资活动支出规模为14.13亿元，用于滨水商业街、冰雪世界、星级酒店及欢乐海洋公园等自营项目投入。2019年公司筹资活动现金净流出36.79亿元，主要系偿还银行长期借款以及“16湘江债”回售所致。截至2019年末，公司募投项目、待整理出让土地及主要自营项目尚需投资79.18亿元，存在较大资金投资压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.84	6.63
销售商品、提供劳务收到的现金	149,033.42	154,898.98
收到的其他与经营活动有关的现金	885,964.82	298,232.44
经营活动现金流入小计	1,034,998.24	453,131.42
购买商品、接受劳务支付的现金	184,534.45	179,267.13
支付的其他与经营活动有关的现金	269,403.78	59,885.77
经营活动现金流出小计	467,681.37	246,275.72
经营活动产生的现金流量净额	567,316.87	206,855.70
投资活动产生的现金流量净额	-116,780.59	-69,267.62
筹资活动产生的现金流量净额	-367,929.68	-111,862.82
现金及现金等价物净增加额	82,606.60	25,725.26

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务占比较高，整体偿债压力较大

公司承担湖南湘江新区较多的政府投资项目代建管理及土地开发整理业务，2019年获得的政府拨付的专项资金规模较大，计入专项应付款，年末债务规模同比上升10.36%。截至2019年末，公司所有者权益规模为165.84亿元，产权比率为115.67%，所有者权益对债务覆盖程度有所下降。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,918,199.06	1,738,147.88

所有者权益	1,658,395.57	1,652,552.07
产权比率	115.67%	105.18%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司短期借款余额为 1.00 亿元，为本期新增银行借款。公司应付账款主要系应付施工方工程款，2019 年末应付账款规模为 15.21 亿元，同比增长 36.60%，主要系应付自建项目湘江欢乐城文旅项目工程款增加所致。公司预收款项主要系本期募投项目的保障房销售回款，2019 年末预收款项规模为 9.94 亿元，同比增长 144.99 %。截至 2019 年末，公司其他应付款规模为 52.59 亿元，同比增长 158.06%，主要系公司发行的 30 亿元“16 湘江债”于本期启动回售，资金来源于股东湖南湘江新区发展投资集团有限公司发行的私募债券，导致公司与其之间的往来款规模增加所致。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券，2019 年末规模为 12.32 亿元。

截至 2019 年末，公司长期借款规模为 48.14 亿元，同比增长 16.68%，主要系本期融资需求增加，新增银行借款所致。截至 2019 年末，公司应付债券规模为 3.60 亿元，同比减少 90.32%，主要系“16 湘江债”回售所致。2019 年末公司长期应付款为 44.95 亿元，同比增长 21.54 %，包括专项应付款 10.61 亿元、政府借款 24.40 亿元及其他借款 9.93 亿元，其中政府借款主要为债务置换形成，其他借款为融资租赁款。公司其他非流动负债主要为教育建设资金，2019 年末为 4.00 亿元，较上年未发生变化。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	0.52%	0.00	0.00%
应付账款	152,433.73	7.95%	111,587.69	6.42%
预收款项	99,379.64	5.18%	40,565.52	2.33%
其他应付款	525,862.08	27.41%	203,772.80	11.72%
一年内到期的非流动负债	123,236.80	6.42%	187,856.80	10.81%
流动负债合计	911,180.77	47.50%	543,804.99	31.29%
长期借款	481,369.60	25.09%	412,566.40	23.74%
应付债券	36,000.00	1.88%	372,000.00	21.40%
长期应付款	449,458.32	23.43%	369,804.49	21.28%
其他非流动负债	39,972.00	2.08%	39,972.00	2.30%
非流动负债合计	1,007,018.29	52.50%	1,194,342.89	68.71%
负债合计	1,918,199.06	100.00%	1,738,147.88	100.00%
其中：有息债务	993,946.40	51.82%	1,329,803.20	76.51%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司有关债务偿付规模增加，期末有关债务规模为99.39亿元，同比下降25.26%，占负债总额的51.82%。整体来看，公司有关债务规模仍处较高水平。根据公司有关债务偿还计划，2020-2022年公司需分别偿还有关债务本息19.12亿元、31.38亿元和20.04亿元，还款较为集中。

表 14 2020-2022 年公司有关债务偿还计划表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
本金	132,697	264,615	169,933
利息	58,461	49,135	30,493
合计	191,158	313,750	200,426

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2019年公司债务水平整体上升，资产负债率提升至53.63%。考虑到公司经营活动尚需投资规模较大，未来项目持续投入将加剧现金流紧张程度，公司有关债务规模较大，存在较大债务压力。2019年公司盈利水平提升不大，EBITDA利息保障程度依旧较弱。公司有关债务规模较大，经营活动现金流对债务的覆盖情况较差。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	53.63%	51.26%
现金短期债务比	1.04	0.30
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.21
有关债务/EBITDA	66.58	100.80

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额为8.00亿元，是期末所有者权益的4.82%，被担保对象为湖南梦想置业开发有限公司和梅溪湖投资（长沙）有限公司，均为国有企业。上述担保均为设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表 16 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

	担保余额	担保到期日	是否有反担保
湖南梦想置业开发有限公司	5,000.00	2039.10	否
梅溪湖投资（长沙）有限公司	75,000.00	2022.03	否
合计	80,000.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2019年长沙市和湖南湘江新区经济增速较快，经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境；公司待整理出让土地规模较大，未来通过挂牌出让实现收益，收入持续性较好；2019年湖南湘江新区管理委员会财政局将拨付的项目建设资金及风险偿债资金转增公司资本公积，在一定程度上提升了资本实力和利润水平。

但中证鹏元同时关注到，公司应收账款、存货、在建工程及无形资产账面价值占总资产比重较高，资产流动性较弱；公司收入主要来源于土地开发整理，相关款项支付进度受湖南湘江新区管委会财政局财政资金安排影响，回款程度一般，募投项目、待整理出让土地及主要自营项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力；有息债务偿还较为集中，整体存在较大债务压力及公司存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	138,125.90	55,519.30	29,794.04
应收账款	141,019.99	37,641.45	125,173.90
预付款项	15,451.96	41,531.03	52,997.03
其他应收款	100,970.77	208,068.72	292,856.61
存货	2,567,014.67	2,594,820.74	2,214,924.60
流动资产合计	2,988,755.68	2,948,714.65	2,730,888.84
投资性房地产	63,617.00	0.00	0.00
在建工程	378,671.58	286,353.86	198,353.57
无形资产	127,837.17	141,055.87	144,779.35
非流动资产合计	587,838.95	441,985.30	345,586.08
资产总计	3,576,594.63	3,390,699.95	3,076,474.92
短期借款	10,000.00	0.00	0.00
应付账款	152,433.73	111,587.69	123,239.14
预收款项	99,379.64	40,565.52	10,000.00
其他应付款	525,862.08	203,772.80	31,658.02
一年内到期的非流动负债	123,236.80	187,856.80	74,500.00
流动负债合计	911,180.77	543,804.99	255,873.26
长期借款	481,369.60	412,566.40	84,000.00
应付债券	36,000.00	372,000.00	454,000.00
长期应付款	449,458.32	369,804.49	438,980.00
其他非流动负债	39,972.00	39,972.00	118,912.78
非流动负债合计	1,007,018.29	1,194,342.89	1,105,944.10
负债合计	1,918,199.06	1,738,147.88	1,361,817.36
有息债务	993,946.40	1,329,803.20	1,368,460.00
所有者权益	1,658,395.57	1,652,552.07	1,473,024.05
营业收入	177,842.58	23,365.85	129,811.49
营业利润	14,962.47	13,420.72	13,985.24
其他收益	540.00	6,506.56	0.00
净利润	14,650.63	13,114.49	13,816.27
经营活动产生的现金流量净额	567,316.87	206,855.70	-354,865.18
投资活动产生的现金流量净额	-116,780.59	-69,267.62	-67,476.83
筹资活动产生的现金流量净额	-367,929.68	-111,862.82	370,333.46
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	8.59%	31.61%	11.54%

收现比	0.84	6.63	0.30
产权比率	115.67%	105.18%	108.85%
资产负债率	53.63%	51.26%	52.12%
现金短期债务比	1.04	0.30	0.30
EBITDA（万元）	14,928.24	13,192.63	14,000.66
EBITDA 利息保障倍数	0.23	0.21	0.22
有息债务/EBITDA	66.58	100.80	97.74

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
长沙市大王山生态环境治理开发有限公司	50,000.00	100.00%	生态环境治理、土地开发
湖南大王山实业投资有限公司	5,000.00	100.00%	土地开发及投资
湖南湘江新区文化旅游投资有限公司	10,000.00	100.00%	旅游产业投资管理
湖南湘江新区未来智能科技发展有限公司	50,000.00	60.00%	房地产投资

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息债务}$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。