

长沙麓山投资控股集团有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2021)010630】

**评级对象:** 长沙麓山投资控股集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)

**主体信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级时间:** 2021 年 5 月 10 日

**计划发行:** 不超过(含)15 亿元

**本期发行:** 不超过(含)6.9 亿元,两个

品种之间可全额双向互拨

**发行目的:** 偿还有息债务本金及利息

**存续期限:** 品种一:3 年

品种二:5 年

**偿还方式:** 每年付息一次,到期一次还本

**增级安排:** 无

## 主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	0.79	2.24	8.79
刚性债务	57.70	72.68	72.12
所有者权益	49.11	64.84	100.89
经营性现金净流入量	-14.61	-6.56	12.83
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	191.48	220.18	270.69
总负债	113.78	109.74	123.53
刚性债务	87.58	91.29	91.09
所有者权益	77.70	110.44	147.16
营业收入	7.28	10.77	12.92
净利润	2.84	3.15	3.16
经营性现金净流入量	-10.12	2.74	14.67
EBITDA	3.06	3.54	3.56
资产负债率[%]	59.42	49.84	45.64
长短期债务比[%]	431.14	76.34	98.49
营业利润率[%]	39.54	30.02	24.95
短期间性债务现金覆盖率[%]	42.12	7.13	27.17
营业收入现金率[%]	156.99	98.56	205.59
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.66	0.80	12.13
EBITDA/利息支出(倍)	0.51	0.68	0.69
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.04	0.04

注:发行人数据根据麓山投控经审计的 2018-2020 年财务数据整理、计算。

## 评级观点

### 主要优势:

- **外部环境良好。**岳麓区战略地位重要,生态、科教及空间等资源优势明显,近年来地区经济保持较快增长,可为麓山投控提供良好的外部环境。
- **业务地位突出。**麓山投控为长沙市岳麓区内最重要的基础设施投资建设主体,业务地位突出,2020 年 6 月经岳麓区人民政府批复同意将智谷公司 32% 股权无偿划至公司,使得公司业务地位进一步凸显。
- **资本实力逐年提升。**近年来,麓山投控获得当地政府在资产注入及股权划拨等方面的有力支持,促使公司资本实力逐年提升,负债经营程度逐步好转,股东权益对刚性债务的覆盖程度向好。
- **盈利能力稳步提高。**近年来,麓山投控营业收入及利润规模保持增长,且利润实现对政府补贴资金的依赖程度很低,自身盈利能力较往年显著提高。

### 主要风险:

- **即期债务偿付压力。**麓山投控刚性债务已积累至一定规模,且短期间性债务规模占比偏高,加之账面货币资金规模有限,公司面临一定的即期债务偿付压力。
- **资本支出压力。**麓山投控部分土地开发及保障房项目仍处于投资建设阶段,未来仍存在资金需求,面临的资本支出压力较大。
- **存货类资产变现存在不确定性。**麓山投控存货规模较大,后续随着各类项目的推进,以项目

张长琪  
陈威宇

分析师

张玉琪 zhangyq@shxsj.com

陈威宇 chenweiyu@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

建设成本及土地资产为主的存货将逐步变现，但该类资产较易受项目结算进度及土地市场波动影响，资产变现存在不确定性。

### ➤ 未来展望

通过对麓山投控及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA'主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA'信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 长沙麓山投资控股集团有限公司

### 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

长沙麓山投资控股集团有限公司（以下简称“麓山投控”、“该公司”或“公司”）原名为长沙市麓山城市建设投资有限责任公司，系由长沙市岳麓区人民政府出资组建的国有独资有限责任公司，初始注册资本为人民币 4000 万元，2002 年 2 月，长沙市岳麓区人民政府以货币方式向该公司增资人民币 3000 万元；公司于 2019 年 4 月更为现名，同时，长沙市岳麓区人民政府对公司增资 9.30 亿元；截至 2020 年末，公司注册资本为人民币 10.00 亿元，实收资本为 1.00 亿元，长沙市岳麓区人民政府为公司唯一股东及实际控制人。

该公司作为岳麓区重要的基础设施建设主体，主要从事岳麓区内城市基础设施建设、保障性住房建设及土地开发整理等业务，业务地位突出，可得到政府在资产注入、资金补贴及股权划拨等方面的有力支持。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司关于面向专业投资者公开发行公司债券的议案已获股东及董事会决议通过。本次债券计划发行总额不超过（含）15.00 亿元人民币，分期发行，本期为第一期，发行总额不超过 6.90 亿元；本期债券共设两个品种，两个品种之间可全额双向互拨，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一个品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%；其中品种一期限为 3 年，品种二期限为 5 年。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	长沙麓山投资控股集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
计划发行规模:	不超过（含）15 亿元人民币
本期发行规模:	不超过（含）6.90 亿元人民币，两个品种之间可全额双向互拨
本期债券期限:	品种一：3 年；品种二：5 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的

	兑付一起支付
增级安排:	无

资料来源：麓山投控

## (2) 募集资金用途

截至 2020 年末，该公司刚性债务余额为 91.09 亿元，其中短期刚性债务规模为 33.62 亿元。公司拟将本期债券募集资金用于偿还有息债务本金及利息，以优化公司债务结构。

# 业务

## 1. 外部环境

### (1) 宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活

动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017年至2018年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，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。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019年末，我国城镇化率为60.60%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城

投资企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018年3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。

### **(3) 区域经济环境**

岳麓区为长沙市下辖六区之一，位于“一带一部”核心区域，汇集国家级湖南湘江新区、全国两型社会综合配套改革试验区、国家自主创新示范区三大战略平台，战略地位重要，且生态、科教及空间等资源优势明显，带动当地土

**地市场行情上涨，近年来地区经济保持较快增长。**

岳麓区为长沙市下辖 6 区之一，位于长沙湘江西滨，下辖岳麓街道等 15 个街道，东与长沙市开福区、天心区隔湘江相望，南与湘潭县九华乡、龟头镇相连，西与宁乡县道林镇、花明楼镇、夏铎镇接壤，北与望城区白箬铺镇、黄金镇、星城镇毗邻，总面积为 552 平方公里，截至 2019 年末，岳麓区常住人口为 95.80 万人，比 2018 年末增加 6.50 万人。

岳麓区作为长沙市核心城区之一，在平台、生态、科教及空间等方面都具备一定优势。首先，岳麓区位于“一带一部”核心区域，汇集国家级湖南湘江新区、全国两型社会综合配套改革试验区、国家自主创新示范区三大战略平台，是长沙转型创新发展的“西引擎”，战略地位重要。其次，岳麓区全区森林覆盖率达 52%，区内拥有岳麓山国家 5A 级旅游景区、6000 亩洋湖湿地公园、3000 亩梅溪湖、1000 亩西湖、600 亩后湖，及橘子洲景区、巴溪洲水上公园等生态景观，生态环境良好，可带动区域内旅游产业获得一定发展。再次，岳麓区拥有国家、省、市文物保护单位 89 处，中南大学、湖南大学、湖南师大等 16 所高等院校坐落于此，集聚 32 位“两院”院士，各类科技人员约占全长沙市科技人员总数的 1/2，科教资源丰富。最后，随着长沙“沿江建设、跨江发展”战略的深入实施，“七桥二隧一地铁”的过江通道全面建成，湘江新区综合交通枢纽投入运营、“六横四纵”路网格局基本构建，岳麓区沟通南北、连接东西、辐射三湘的区位优势更加凸显。

重要的战略地位及较好的平台、生态、科教及空间优势等因素为岳麓区经济发展及产业转型升级提供一定机遇；同时，岳麓区为国家级新区湘江新区的核心区域，也是国家级长沙高新技术产业开发区核心区域所在地，近年来得益于功能区叠加行政区带来的产业集聚效应，岳麓区逐步打造形成现代金融、高端商贸、健康养老、文化旅游、检验检测、都市农业等六大主导产业格局，其中长沙银行、三湘银行、吉祥人寿全国总部及江海证券等多家金融机构相继入驻，金融产业集聚效应明显，成为全区重要支柱产业。近年来经济保持较快增长，2020 年岳麓区实现地区生产总值为 1360.00 亿元，同比增长 4.6%，其中，第一产业增加值 11.13 亿元，同比下降 0.1%；第二产业增加值 382.31 亿元，同比增长 6.0%；第三产业增加值 966.57 亿元，同比增长 3.8%。第一、二、三产业分别拉动地区生产总值 0.0、2.1、2.5 个百分点，三次产业对 GDP 的贡献率分别为 0.0%、46.0%、54.0%，三次产业结构为 0.8:28.1:71.1。

**图表 2. 2018 年以来岳麓区主要经济指标及增速（单位：亿元，%）**

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1120.23	10.0	1288.20	8.8	1360.00	4.6
人均生产总值（万元）	12.86	-	13.92	-	-	-
工业增加值	320.55	8.4	-	11.5	246.61	7.5
全社会固定资产投资	-	12.3	-	11.3	-	7.4

社会消费品零售总额	400.60	9.1	441.26	10.2	547.55	-0.2
进出口总额（亿美元）	2.30	31.9	4.24	70.6	8.1	43.0

资料来源：岳麓区 2018-2020 年国民经济和社会发展统计公报，长沙市岳麓区人民政府网站

工业经济方面，2020 年，岳麓区全年全部工业增加值为 246.61 亿元，同比增长 7.5%，其中规模以上工业实现增加值同比增长 8.0%。高新技术产业发展继续保持较好趋势，2020 年高新技术企业完成总产值 1616.72 亿元，同比增长 6.3%，实现增加值为 499.63 亿元，占地区生产总值的比重为 36.7%。

投资方面，2020 年岳麓区全年固定资产投资（不含农户）同比增长 7.4%，分经济类型看，国有投资下降 2.6%，非国有投资增长 10.2%；分投资方向看，民生工程投资增长 61.4%，生态环境投资下降 6.9%，高新技术产业投资下降 4.3%。2020 年，长沙市房地产调控政策依旧从严，但依托较好的区位、生态环境及科教资源等，岳麓区内房地产情况表现向好，全年房地产开发投资仍保持一定增幅，当年房地产开发投资为 495.26 亿元，同比增长 13.1%，全区实现商品房销售面积 493.03 万平方米，同比增长 2.0%，其中住宅销售面积为 434.43 万平方米，同比增长 9.6%；商品房销售额 574.42 亿元，同比增长 0.2%，其中住宅销售额为 501.84 亿元，同比增长 9.8%。同期，岳麓区实现社会消费品零售总额为 547.55 亿元，同比下降 0.2%，主要系受到新冠肺炎疫情冲击影响；全年进出口总额（海关口径）为 8.1 亿美元，同比增长 43.0%。

**图表 3. 2018-2020 年岳麓区主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）**

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	-	5.9	-	25.6	-	-
基础设施	-	-3.8	-	-19.0	-	-
房地产	-	1.0	438.07	22.0	495.26	13.1

资料来源：岳麓区 2018-2020 年国民经济和社会发展统计公报

近年来，岳麓区土地市场热情度较高，2018-2020 年，岳麓区分别成交土地面积分别为 314.16 万平方米、414.31 万平方米和 422.38 万平方米，成交总价分别为 202.29 亿元、253.54 亿元和 311.77 亿元，成交土地面积及总价均呈现逐年增长趋势。为保障刚性购房需求、坚持“房住不炒”、遏制投机炒房，长沙市近年来执行一系列房地产调控政策，岳麓区作为长沙市主要城区，受政策影响较大，2018-2020 年岳麓区成交土地平均溢价率分别为 4.90%、5.86% 和 7.63%。住宅用地为岳麓区土地出让收入的主要来源，2018 年以来住宅用地出让单价呈现波动，2018-2020 年分别为 14757.92 元/平方米、12259.18 元/平方米和 13262.11 元/平方米。

**图表 4. 2018 年以来岳麓区土地市场交易情况**

指标	2018 年	2019 年	2020 年
土地出让总面积（万平方米）	314.16	414.31	422.38
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	110.78	183.43	220.29
商业/办公用地出让面积（万平方米）	58.16	22.96	2.33

工业用地出让面积（万平方米）	131.45	201.31	192.95
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>202.29</b>	<b>253.54</b>	<b>311.77</b>
其中：住宅用地出让总价（亿元）	163.49	224.87	292.16
商业/办公用地出让总价（亿元）	26.28	14.90	3.59
工业用地出让总价（亿元）	8.56	12.37	13.90
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>6438.94</b>	<b>6119.57</b>	<b>7381.15</b>
其中：住宅用地出让均价（元/平方米）	14757.92	12259.18	13262.11
商业/办公用地出让均价（元/平方米）	4518.02	6488.59	15411.59
工业用地出让均价（元/平方米）	651.18	614.53	720.56

资料来源：CREIS 中指数据

## 2. 业务运营

该公司作为岳麓区内重要的基础设施投资建设主体，主要从事基础设施建设、土地开发整理及保障房开发建设等业务。近年来土地开发整理业务为公司收入及毛利核心来源，且盈利水平可观，但该业务易受项目建设周期及土地出让计划影响，存在不确定性；保障房销售业务受政府指导程度较高，近三年收入及盈利波动较大。公司部分土地及保障房项目尚处于投资建设阶段，未来面临较大的资本支出压力。

该公司作为长沙市岳麓区内重要的基础设施投资建设主体，主要从事基础设施建设、土地开发整理、保障房开发建设等业务。2018-2020 年，公司分别实现营业收入为 7.28 亿元、10.77 亿元和 12.92 亿元，保持逐年增加。从收入结构来看，公司营业收入主要由土地开发整理及保障房销售收入等构成，两类业务收入稳定性均相对较低。土地开发整理业务主要受项目整理周期及土地市场行情导致当地政府调整土地出让计划影响，2018-2020 年，公司分别确认土地开发整理业务收入为 6.38 亿元、6.13 亿元和 11.32 亿元。同期，保障房销售业务收入也出现一定幅度的波动，该类业务主要受保障房销售进度影响，2018-2020 年分别实现保障房销售收入为 0.60 亿元、4.04 亿元和 1.18 亿元。公司其他业务主要为租金收入和金融服务收入，规模较小，对公司整体收入贡献不大，近年来收入规模呈现一定波动。

图表 5. 2018 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>7.28</b>	<b>100.00</b>	<b>10.77</b>	<b>100.00</b>	<b>12.92</b>	<b>100.00</b>
土地开发整理	6.38	87.67	6.13	56.94	11.32	87.63
保障房销售	0.60	8.29	4.04	37.55	1.18	9.11
其他	0.29	4.04	0.59	5.51	0.42	3.25
<b>毛利率</b>		<b>35.05</b>		<b>35.90</b>		<b>23.53</b>
土地开发整理		34.66		51.79		23.40
保障房销售		30.16		8.65		24.67
其他		53.47		57.48		23.91

资料来源：麓山投控

## (1) 基础设施建设

基础设施建设业务采取委托代建模式，长沙市岳麓区人民政府授权该公司负责投资建设岳麓区相关基础设施项目，具体项目开展主体为公司子公司长沙麓山城市资源投资有限公司<sup>1</sup>（以下简称“麓山城资”），岳麓区财政局投资评审中心每年对公司代建项目工程成本进行评审，岳麓区政府根据投资评审中心审定的工程成本按照 8% 收益确认结算金额。截至 2020 年末，公司已完工基础设施建设项目均与政府签订委托代建协议，主要包含雷锋大道、观沙路等岳麓区内道路及白鹤小学、白马小学、栗山学校等多个项目；2018 年以来，由于公司将相关基础设施项目投资成本配套至片区开发土地成本中，故后续不再确认基础设施建设业务收入。

图 6. 截至 2020 年末公司主要在建基础设施类项目一览表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	建设周期（年-年）	已完成投资
望岳路北段（桐梓坡路-咸嘉湖路）	1.70	2016-2022	1.22
青山路（西二环-杜容路）	4.60	2016-2022	0.36
学士路（望江路-含浦大道）	3.30	2016-2022	1.51
后湖项目	10.88	2016-2022	5.51
黑臭水体整治	2.90	2016-2022	0.49
美丽乡村	4.00	2016-2022	3.58
岳麓区公共卫生中心	3.16	2016-2022	1.26
<b>合计</b>	<b>30.54</b>	<b>--</b>	<b>13.93</b>

资料来源：麓山投控

截至 2020 年末，该公司在建基础设施类项目均采取委托代建模式建设，且均纳入片区开发项目，预计总投资额为 30.54 亿元，已完成投资 13.93 亿元，未来尚需投资 16.61 亿元。在建项目中，后湖项目投资规模相对较大，概算总投资为 10.88 亿元，该项目为岳麓区目前重点开发项目，截至 2020 年末完成投资 5.51 亿元，其余项目主要为岳麓区内道路、黑臭水体整治及美丽乡村等项目。

## (2) 土地开发整理

该公司根据长沙市岳麓区人民政府授权对范围内的国有土地进行征地拆迁，以及场地平整、道路铺设、供水、供电、供气等基础设施建设。岳麓区政府将待开发土地划拨给公司，由公司根据岳麓区政府出具的土地资产划拨单向国土部门申请办理土地使用权证，同时公司根据岳麓区城市发展规划对持有的相应地块进行整治开发，土地整理完成后，由长沙市人民政府出具《建设用地批准单（收回）》收回该地块，并交由湘江新区土地储备（交易）中心进行公开招拍挂对外出让。地块成交后，受让方将土地出让金直接支付至长沙市财政局土地收入专户，长沙市财政局将资金拨付至湘江新区财政局，湘江新区财政局再按照规定扣除有关税费及上缴部分后将剩余款项返还至岳麓区财政局，岳麓

<sup>1</sup> 于 2020 年变更为现名，原名为长沙市麓山城乡投资发展有限公司。

区财政局按照土地开发整理成本加上一定比例的土地出让增值收益支付给公司作为回报。

该公司开发整理土地集中在长沙市岳麓区范围内。2018-2020 年，公司分别实现土地开发整理业务收入为 6.38 亿元、6.13 亿元和 11.32 亿元。2018 年以来，公司确认土地出让收入主要来自梅溪湖 C-17 地块、桐梓坡片区 C02-B32 地块、观沙岭 C05-D01/02 地块、A4 地块及桔州移民生产安置用地等；其中 A4 地块非政府划拨地，而是公司向岳麓街道办事处收购的土地，在政府收回前未办理产权证，岳麓区政府仍按上述模式与公司进行结算。此外，根据湖南湘江新区管委会专题会议纪要（2018 年第 62 次），长望路西延线（金星路以西）部分地块由湘江新区占用，公司相应结转拆迁等成本 1.74 亿元，同时将期间内获得的占地分摊资金 2.53 亿元于 2020 年确认为收入，收到回款 1.89 亿元。

**图表 7. 2018-2020 年公司整理土地出让情况（单位：亩、亿元）**

地块名称	规划用途	土地面积	投资金额	成交金额	确认收入	回款金额
梅溪湖 C-17 地块	商住用地	69.78	4.20	8.59	6.53	6.53
桐梓坡片区 C02-B32 地块	商住用地	37.14	2.96	6.40	5.99	4.40
观沙岭 C05-D01/02 地块	商住用地	41.49	2.24	4.23	3.06	2.66
A4 地块	商业用地	9.72	0.26	0.87	0.75	0.75
长望路西延线（金星路以西）地块	--	80.00	1.74	--	2.53	1.89
桔州移民生产安置用地	商住用地	59.03	4.42	7.18	4.98	4.49
<b>待出让地块合计</b>	--	<b>158.13</b>	<b>9.66</b>	<b>20.09</b>	<b>16.33</b>	<b>14.34</b>

资料来源：麓山投控

2016 年岳麓区启动桐梓坡、银盆南路、市属企业危房改造等棚户区改造项目，加快“城中村”改造进程，公司在岳麓区“两保用地”、“两安用地”等土地整理业务方面仍具有较大开发空间。

截至 2020 年末，该公司已开发完成待出让的地块共包含 5 宗，分别为洋湖 60 亩、金星地块、大学城新发展区东片 Y05-E14、40、42 地块（后湖 200 亩）、藕塘 325 亩和正圆棚改土地，土地面积总计 826.51 亩，截至 2020 年末该部分土地整理已投资金额为 19.21 亿元。

**图表 8. 截至 2020 年末待出让土地整理项目一览表（单位：亩、亿元）**

地块名称	类别	土地面积	已完成投资	拟回款期间
洋湖 60 亩	商业	62.94	1.60	2021-2022 年
金星地块	住宅	205.00	3.91	2021-2022 年
大学城新发展区东片 Y05-E14、40、42 地块（后湖 200 亩）	商业	154.15	4.51	2021-2022 年
藕塘 325 亩	商娱住	325.00	6.67	2021-2022 年
正圆棚改土地	住宅、教育用地	79.42	2.51	2021-2022 年
<b>待出让地块合计</b>	-	<b>826.51</b>	<b>19.21</b>	--

资料来源：麓山投控

截至 2020 年末，该公司在开发整理地块包含 7 宗，面积总计 1440.75 亩，总投资概算为 30.89 亿元，已完成投资为 7.67 亿元，尚需投入资金为 23.22 亿

元，主要采取滚动开发的模式整理相关地块；预计将在未来 5 年内逐步整理完成并出让。

**图表 9. 截至 2020 年末在开发土地整理项目一览表（单位：亩、亿元）**

地块名称	规划用途	土地面积	总投资	已投资	整理期间	拟回购期间
谷峰地块	安置用地	227.02	4.48	2.19	2013-2022	2021-2023
窑塘地块	住宅用地	17.85	0.39	0.19	2013-2022	2021-2022
尖山地块	城镇住宅、零售商业用地	187.97	4.17	1.55	2014-2022	2021-2022
望岳街道企业安置用地	安置用地	178.92	5.97	1.86	2016-2022	2022-2023
莲花镇地块	安置用地	430.00	6.57	1.33	2017-2023	2023-2024
青山花卉市场 227 亩	安置用地	227.00	4.72	0.30	2016-2022	2021-2024
荷塘坡安置用地	安置用地	171.99	4.59	0.26	2017-2022	2023-2026
<b>在开发地块合计</b>	--	<b>1440.75</b>	<b>30.89</b>	<b>7.67</b>	-	-

资料来源：麓山投控

截至 2020 年末，该公司尚有多宗待开发土地，土地类型均为划拨土地，土地面积合计为 988.83 亩，评估价值为 30.44 亿元，证载用途以安置用地为主，此外还有部分商住、科研用地。

### (3) 保障房销售

该公司接受岳麓区政府委托，负责岳麓区的安置房、棚户区改造等保障性住房项目建设。公司保障房开发建设业务由子公司岳麓新城和长沙市麓城置业有限责任公司（以下简称“麓城置业”）负责，岳麓新城和麓城置业均拥有房地产企业三级资质。公司根据岳麓区规划，对特定片区的城中村地块进行拆迁，根据安置需求建设一定数量的安置住房及配套商业设施；项目建设完成后，公司根据与拆迁户签订协议，将保障性住房按照政府指导价格定向销售给安置户，同时对于每个安置指标给予一定金额的安置户购房补贴，由岳麓区财政局直接拨付给公司。

**图表 10. 截至 2020 年末已完工保障房项目一览表（单位：亿元，万平方米）**

项目名称	项目位置	总投资	建筑面积	已售面积	累计销售金额
谷山乐园安置小区	银杉路以西、长望路以北、岳华路以东、北津城路以南	8.65	34.80	22.54	9.06
麓枫和苑（一、二期） <sup>2</sup>	麻园路以东、潇湘大道以西、天马路以南、湖大支路以北	12.62	46.88	28.59	10.89
<b>合计</b>	-	<b>21.27</b>	<b>81.68</b>	<b>51.13</b>	<b>19.95</b>

资料来源：麓山投控

该公司已完工保障房项目包括谷山乐园、麓枫和苑安置小区两个项目，两个项目是由子公司岳麓新城开发建设，而岳麓新城是于 2015 年经岳麓区政府无偿划转至公司，故 2015 年之前的安置房销售款未体现在公司合并报表范围内；2018-2020 年谷山乐园、麓枫和苑安置小区两个项目分别实现安置房及配套商铺销售收入为 0.60 亿元、0.34 亿元和 0.63 亿元；截至 2020 年末谷山乐园

<sup>2</sup> 麓枫和苑项目原名称为麓山景区安置小区。

和麓枫和苑安置小区累计销售金额达 19.95 亿元。

此外，截至 2020 年末，该公司在建安置房项目包含熊家湾小区、桔洲移民安置小区等共 6 个，在建安置房项目总建筑面积为 98.10 万平方米，总投资概算为 42.49 亿元，已完成投资 26.42 亿元，未来尚需投资 16.07 亿元。其中，2019 年以来，在建保障房项目岳麓区大学城片安置小区（惟盛园）和熊家湾安置小区开始分房，2019-2020 年，分别实现保障房销售收入 3.71 亿元和 0.54 亿元。

**图表 11. 截至 2020 年末公司主要在建安置房项目一览表（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	总投资	已投资	项目批文	建筑面积
熊家湾安置小区 <sup>3</sup>	6.53	4.66	长棚组项【2012】12 号	10.60
桔洲移民安置小区	3.00	1.35	岳发改投字【2013】3 号	17.00
啤酒厂棚改项目	4.50	4.33	岳发改投字【2015】75 号	7.04
岳麓区大学城片安置小区（惟盛园） <sup>4</sup>	9.00	5.18	岳发改投字【2016】51 号	27.65
国家大学科技城（东核）安置小区	12.00	9.90	岳发改投字【2017】92 号	22.59
谷峰安置小区（原“两院项目”）	7.46	1.00	岳发改投字【2018】155 号	13.22
<b>合计</b>	<b>42.49</b>	<b>26.42</b>	-	<b>98.10</b>

资料来源：麓山投控

截至 2020 年末，该公司拟建保障房主要包括藕塘村安置房和莲花物联港片区安置小区两个项目，预计合计总投资为 7.71 亿元，建筑面积合计为 29.00 万平方米。整体来看，公司在建及未来拟建保障房项目仍存在资金需求，公司面临一定的资本支出压力。

**图表 12. 截至 2020 年末拟建安置房项目一览表（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	预计总投资	建筑面积	预计工期（年-年）	相关批文
藕塘村安置房	4.85	18.00	2021-2023	岳发改投字[2018]221 号
莲花物联港片区安置小区	2.86	11.00	2021-2023	岳发改立字[2019]84 号
<b>合计</b>	<b>7.71</b>	<b>29.00</b>	-	-

资料来源：麓山投控

## 管理

该公司是岳麓区政府下属国有独资公司，受岳麓区政府管控力度大；公司股权结构清晰，且已形成了较为规范的法人治理结构，建立了较为完善的项目管理和财务管理制度，有助于经营管理的顺利进行。

<sup>3</sup> 熊家湾安置小区已实现部分分房，由于未全部完工，故列入在建项目。

<sup>4</sup> 岳麓区大学城片安置小区（惟盛园）项目部分建设完成实现销售，项目整体未竣工，故在该表中列示。

## 1. 产权关系与公司治理

### (1) 产权关系

截至 2020 年末，该公司注册资本为 10.00 亿元，实际认缴资本为人民币 1.00 亿元，长沙市岳麓区人民政府为公司唯一股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

### (2) 公司治理

该公司根据《公司法》等有关法律、行政法规及政府的有关政策，制订了《长沙麓山投资控股集团有限公司章程》，按照现代企业制度建立并完善法人治理结构。公司不设股东会，由岳麓区政府授权董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、成立、解散、增减注册资金由岳麓区政府决定。公司设立董事会，董事会每届任期三年，可以连任，董事会成员五人，设董事长一人，董事会成员由岳麓区政府委派或更换，但董事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生，董事长由岳麓区政府从董事会成员中指定，董事长为公司法定代表人。公司设监事会，监事会成员为五人，其中两人为职工代表，由职工代表大会选举产生，其余三人由岳麓区政府委派，监事会主席由岳麓区政府从监事会成员中指定。公司设总经理一名，任期三年，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。公司副总经理、财务负责人由总经理提名，董事会决定聘任或者解聘。

### (3) 主要关联方及关联交易

该公司通过下属子公司长沙麓山资产运营管理有限公司<sup>5</sup>（以下简称“麓山资产运营公司”）对长沙市医疗健康投资管理有限公司（以下简称“医疗投资公司”）持有股权比例为 1.61%，2020 年，公司为医疗投资公司提供项目建设服务，并获取项目建设管理费，2020 年关联交易发生额为 138.26 万元。公司与下属子公司之间存在关联互保，2020 年末涉及担保合计金额为 44.04 亿元。此外，2020 年末，公司存在一定规模的应收关联方款项，分别包括应收医疗投资公司 512.60 万元、应收长沙中建国际发展有限公司<sup>6</sup>443.87 万元及应收长沙市岳麓棚改投资有限责任公司<sup>7</sup>19.05 亿元。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

根据《关于印发《长沙麓山投资控股集团有限公司组织架构设置方案（试

<sup>5</sup> 于 2020 年更为现名，原名为长沙市岳麓国有资产经营管理有限责任公司。

<sup>6</sup> 该公司通过子公司岳麓新城对其持股比例 35.00%，实际控制人为中建国际投资集团有限公司。

<sup>7</sup> 该公司通过子公司麓城置业对其持股比例为 8.27%，经股权穿透，实际控制人为长沙市人民政府国有资产监督管理委员会。

行)》的通知》(长麓司发[2020]第 003 号), 该公司按照集团总部为“战略决策中心、资源配置中心、运营监管中心”, 子公司为“战略执行中心、业务中心、利润中心”的定位, 根据公司实际情况及转型发展需求, 设置党群人力部(董事会办公室)、纪检监察室、战略投资部、资产管理中心、项目管理部、金融融资部、综合管理部、财务管理部、审计法务部九个部室。各职能部门分工明确, 职责清晰, 公司组织架构详见附录二。

## (2) 管理制度及水平

该公司根据自身特点和管理需求, 在预算管理、财务管理、投融资管理、对外担保管理及子公司内部控制等方面制定了较为完善的内部管理制度。

预算管理方面, 该公司制定《长沙麓山投资控股集团有限公司预算管理办法》, 对预算管理机构职责、全面预算编制内容、全面预算管理程序进行了具体的规定和规范。

财务管理方面, 该公司根据相关法律法规制订了专门的《财务管理制度》、《预算管理办法》、《资金管理办法》、《融资管理制度》等, 在财务人员职责分工中将融资、会计核算、资金管理等职责相互分离、相互制约。

投融资管理方面, 该公司投资活动分为政府下达的作为年度建设任务的政府项目投资和以市场化方式实现利润最大化的对外经营性投资, 公司制定了对外投资活动管理制度进行规范和管控, 投资管理制度对公司项目投资管理的职责、审批决策程序、项目实施过程管理、资金管理、监督管理和责任追究等方面进行了具体规定。根据相关法律法规、规范性文件及公司章程的规定, 公司融资活动流程规定如下: 每年 12 月, 由各级子公司制定下一年度项目建设计划及资金需求计划, 统一归口至公司计划财务部, 并由计划财务部统计后上报至公司董事会, 经董事会批准同意公司下一年度整体资金计划及建设项目资金需求, 使融资工作与资金需求实现对接。

对外担保管理方面, 该公司原则上不向非控股二级单位及公司外其他单位提供担保。如确需对其提供担保, 由公司融资部发起任务对被担保人和担保项目进行审查, 并将审查结果提交公司董事会进行审议、审批。公司对下属全资、控股二级单位提供担保按照公司的担保管理制度相关规定执行。各下属全资、控股二级单位之间不允许私自提供担保, 确需相互提供担保的, 必须由融资申请单位向公司书面上报融资计划和担保申请, 同时抄送公司融资部对其融资及担保的合理性进行审议, 再向公司战略投资委员会申请审批。公司有业务需要时, 二级单位应当为公司提供担保。除公司下属全资、控股二级单位申请提供担保外, 被担保企业须提供相应的为公司所认可的反担保。

在对子公司资产、人员、财务的内部控制方面, 该公司对控股子公司的管理实行联系人制, 公司领导按分工联系, 职能部门按业务对口联系并明确具体的联系人。同时, 公司建立了重大信息报告制度, 要求子公司及时提供可能对公司产生重大影响的或公司要求的信息。按照法定程序和公司法人治理与经营

管理的实际需要，公司向子公司委派股东代表，推举董事、监事人选；推荐人员受聘担任子公司董事长、法定代表人、总经理及其他高级管理人员，以实现公司对子公司的有效控制和管理。为了充分发挥公司的总体资金优势，合理配置资源，提高资金使用效率，降低资金成本，规避资金风险，公司实行内部资金集中管理，对下属子公司资金进行实时监控，以及时了解资金存量和资金流向。

### (3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的公司本部及下属子公司岳麓新城、麓城置业及长沙市麓山城投土地开发有限责任公司（以下简称“麓山土地开发公司”）等的 2021 年 4 月的《企业信用报告》，公司本部存在已结清的关注类贷款记录，据国家开发银行股份有限公司湖南省分行出具说明，相关贷款划分为关注类原因系“宏观经济、市场、政策等外部因素的变化对公司的经营可能产生不利影响，并影响其偿债能力”，而非公司贷款本息偿还逾期造成，相关贷款还本付息正常。此外，公司本部及其他子公司不存在其他重大信用违约记录。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2021 年 4 月 26 日，未发现该公司及主要子公司存在重大不良记录。

## 3. 发展战略

该公司坚持“立足全区、服务全区”的工作理念，着力通过项目建设有效解决百姓出行、就学、住房等民生问题，着力提升城市形象，改善居住环境，助推岳麓区经济社会发展。公司按照“政府主导、市场运作、适度举债、超前建设”的思路，充分发挥融资建设职能，共修雷锋大道、咸嘉湖路、银杉路、望岳路等 46 条市政道路，通车里程 50 余公里，完成了白马小学、白鹤小学、谷山乐园、麓山景区（一期）等多个重点民生项目的建设，未来 3-5 年，公司将全力推进中南 148 项目、桔洲移民安置小区、后湖综合整治、桐梓坡大板房和白沙液及老咸嘉湖棚改等 22 个市、区重点项目开发建设工作，努力建设“四新岳麓”。

## 财务

近三年，该公司收入及利润实现情况尚可，对政府补贴资金的依赖程度很低，自身盈利能力较往年显著提高。同时，公司已积累一定规模的刚性债务，且短期债务规模偏大，加之账面货币资金规模有限，公司面临一定的即期偿付压力；但近年来公司获得政府在资产注入及股权划转等方面的有力支持，资本实力大幅提升，股东权益对刚性债务覆盖程度逐步提高。公司资产中以项目建设成本及土地为主的存货类资产变现易受项目结算进度及土地市场波动影响，

存在不确定性，资产流动性一般。

## 1. 公司财务质量

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018-2020 年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务数据执行财政部颁布的《企业会计准则》及其他相关规定。

2018 年末，该公司合并范围内共包含 10 家一级子公司，分别为麓城置业、麓山土地开发公司、长沙市麓湘城乡建设发展投资有限责任公司（以下简称“麓湘城建”）、麓山资产运营公司、长沙长银岳麓投资合伙企业（有限合伙）、岳麓新城、麓山城资、长沙市麓山城改投资有限公司（以下简称“麓山城改”）、长沙市城中村改造基金合伙企业（有限合伙）<sup>8</sup>及长沙市麓山兴湘城市建设开发有限公司。2019 年末，公司纳入合并范围内的一级子公司较 2018 年末减少 1 家，主要为公司分别于 2019 年 9 月和 2019 年 11 月注销子公司长沙市麓山兴湘城市建设开发有限公司和子公司长沙长银岳麓投资合伙企业（有限合伙）；同时，公司于 2019 年 10 月新设立子公司湖南麓山先导能源有限公司（以下简称“先导能源公司”），注册资本为 0.40 亿元，公司与长沙先导城市资源投资有限公司<sup>9</sup>分别持股 51%和 49%，主要负责岳麓区范围内的部分加油站的建设与运营等。2020 年，公司清算注销两家子公司，分别为麓山城改和长沙市城中村改造基金合伙企业（有限合伙）；先导能源公司成为公司二级子公司，由子公司麓山城资控股；新设三家子公司长沙麓山楷林物业服务有限公司、长沙麓创房地产有限公司和长沙市麓顺房地产有限公司。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

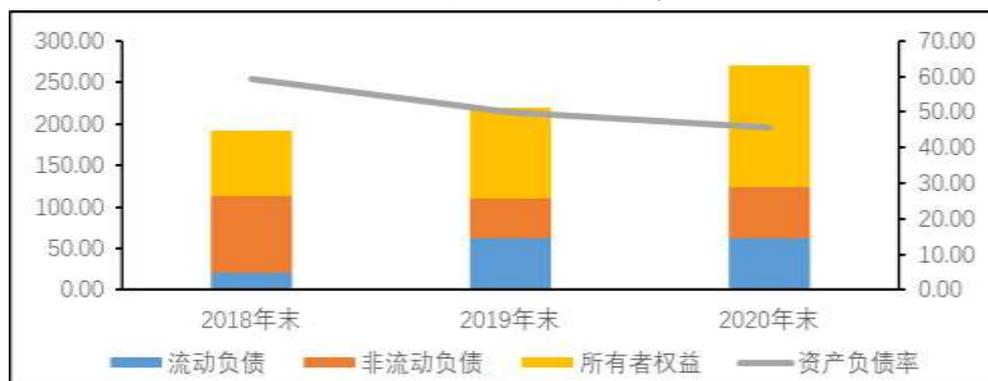
#### A. 债务结构

该公司通过债务融资方式进行项目投资建设，近年来总负债规模有所波动，2018-2020 年末公司总负债分别为 113.78 亿元、109.74 亿元和 123.53 亿元，其中 2019 年末总负债同比下降 3.54%，原因为部分项目完工形成长期资产，获得的专项资金相应转为权益进入资本公积所致。同期末公司资产负债率分别为 59.42%、49.84%和 45.64%，财务杠杆呈持续下降趋势，负债经营程度逐步好转。

<sup>8</sup> 平安信托为长沙市城中村改造基金合伙企业（有限合伙）财务投资者，不参与企业经营决策，该公司为企业实际控制人。

<sup>9</sup> 长沙先导城市资源投资有限公司由长沙先导投资控股集团有限公司全资控股，实际控制人可追溯至长沙市人民政府国有资产监督管理委员会。

图 13. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元，%）



资料来源：麓山投控

从债务期限结构来看，2018-2020 年末，该公司非流动负债占负债总额的比重分别为 81.17%、43.29% 和 49.62%，其中 2019 年末以来非流动负债占比断崖式下降原因主要为公司较大规模的银行贷款及债券将于一年内集中到期，相应调至流动负债相关科目所致；2020 年随着即期债务的逐步偿付，非流动负债占比有所上升。同期末，公司长短期债务比分别为 431.14%、76.34% 和 98.49%，2018 整体债务结构与项目投资匹配度较好，但随着公司债务集中到期，2019 年末以来债务期限结构调整幅度较大，2020 年末长短期债务比较上年末提高 22.15 个百分点，整体债务结构有待优化。

从债务构成来看，2020 年末，该公司负债主要包括刚性债务、应付账款、预收账款、其他应付款和专项应付款，五者在负债总额中占比分别为 73.74%、7.28%、10.61%、4.48% 和 3.09%。近年来，公司应付账款规模逐年小幅上升，主要为基础设施建设、土地整理等项目尚未结算形成的应付工程款，2020 年末应付账款余额较上年末增长 47.34% 为 8.99 亿元，其中应付工程款占比为 84.14%。2018-2020 年末，公司预收账款规模增幅较快，预收账款一般以安置房款为主；其中 2019 年末预收账款规模较上年末大幅增长 122.79% 至 5.84 亿元，主要系预收房款规模大幅增加及预收的因湘江新区占用公司地块形成的占地分摊资金大幅增加所致；2020 年继续较上年末大幅增长 124.15% 至 13.10 亿元，主要系增加岳麓区财政局预付的土地结算款 8.71 亿元。近年来公司其他应付款规模逐年增加，2020 年末其他应付款规模较上年末增长 43.83% 至 5.53 亿元，主要是公司与当地政府平台之间的往来款及保证金。专项应付款主要为公司就负责基础设施建设项目获得的专项资金，2019 年末余额为 1.92 亿元，较上年末大幅减少 86.85%，主要原因为岳麓山国家大学科技城核心区 PPP 项目和麓山南路综合整治项目拆迁工作完成，形成长期资产，对应的专项应付款 14.5 亿元转入资本公积；2020 年末专项应付款较上年末增长 98.96% 至 3.82 亿元，主要当年新增获得园区建设专项债券资金 1.85 亿元。

## B. 刚性债务

该公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，借款主体涵盖公司本部、子公司麓湘城建、麓城置业、岳麓新城和麓山资产运营公司。2018-2020 年末，公司刚性债务规模分别为 87.58 亿元、91.29 亿元和 91.09 亿元，保持稳

定；其中短期刚性债务占比分别为 11.21%、50.06%和 36.90%，2019 年末即期刚性债务规模攀升，2020 年末随着债务逐步到期偿还，公司即期债务压力有一定缓解，但仍然存在。

**图表 14. 截至 2021 年 4 月 25 日公司存续债券概况（单位：亿元，%）**

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	待偿本金余额
20 麓山投资	2.42	3 年	4.25	2020 年 4 月	2.42
20 麓山投资 MTN001A	1.50	3+2 年	3.78	2020 年 4 月	1.50
20 麓山投资 MTN001B	2.00	5 年	4.34	2020 年 4 月	2.00
20 麓山投资 PPN001	4.00	3 年	4.39	2020 年 6 月	4.00
20 麓山投资 MTN002	8.80	3 年	4.00	2020 年 9 月	8.80
21 麓山投资 MTN001	6.20	3 年	4.20	2021 年 3 月	6.20
21 麓山投资 SCP001	7.50	270 天	3.40	2021 年 3 月	7.50
<b>合计</b>	<b>32.42</b>	--	--	--	<b>32.42</b>

资料来源：麓山投控

2020 年末，该公司刚性债务中，银行借款和应付债券余额分别为 58.51 亿元和 31.87 亿元。银行借款以保证借款和信用借款为主；从承债主体来看，以公司本部、麓湘城建、麓城置业、岳麓新城和麓山资产运营公司为主体的银行借款余额分别约为 39.57 亿元、7.00 亿元、1.98 亿元、8.97 亿元和 1.00 亿元，银行借款集中在公司本部；资金成本介于 4.235%-6.5%之间。债券发行方面，公司本部自 2014 年起涉足债券市场融资，截至 2021 年 4 月 25 日，公司存续债券待偿还余额合计为 32.42 亿元。

### C. 或有负债

截至 2020 年末，该公司共包含 1 笔对外担保，即对湖南智谷投资发展集团有限公司（以下简称“智谷公司”）于 2020 年 10 月发行的“20 智谷 01”，该债券发行规模为 8 亿元，期限为 3 年，由公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。智谷公司为长沙岳麓高新区的最重要的基础设施项目投资和建设主体，经营范围包括配套设施建设及土地整理、资产运营和产业投资，未来发展定位为集投资、建设、运营与服务为一体的新型城市综合发展运营商；由公司持股 32%，实控人为长沙岳麓高新区管理委员会。此外，公司不存在其他对外担保事项，或有风险可控。

### (2) 现金流分析

该公司主要负责长沙市岳麓区内土地整理开发及市政基础设施项目建设，前期建设资金投入较大，后期通过土地出让或岳麓区政府支付代建项目款实现经营活动现金流入，公司经营性现金流受项目建设周期、土地市场行情及岳麓区政府对项目验收进度影响。2018-2020 年，公司经营性净现金流分别为-10.12 亿元、2.74 亿元和 14.67 亿元，其中 2018 年为净流出，主要是公司从事的业务建设环节多、工程周期长且处于前期投资开发阶段所致；2019 年公司项目建设投资节奏较往年放缓，加之其他与经营活动有关的现金往来规模减少，使

得当年经营活动产生的现金流量呈小幅净流入；2020 年得益于公司收到较大规模的土地整理项目回款，当年经营性现金流情况较好。2018-2020 年，公司营业收入现金率分别为 156.99%、98.56%和 205.59%，近三年整体现金回收能力较好。

2018-2020 年，该公司投资活动主要体现为投资理财产品、向其他企业进行有息的资金拆借活动等，投资活动产生的现金流量净额分别为-0.60 亿元、-2.02 亿元和-3.60 亿元。筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入和流出金额大致相当，分别为 33.84 亿元和 33.85 亿元，较以前年度融资规模收缩，经营活动和投资活动产生的资金缺口依赖前期沉淀资金得以补充；近两年，得益于经营活动现金回笼情况较好，公司现金流对筹资依赖不大；2018-2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.01 亿元、-1.60 亿元和-5.19 亿元。

**图表 15. 公司现金流情况（单位：亿元）**

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
现金及现金等价物净增加额	-10.72	-0.88	5.88
经营活动产生的现金流量净额	-10.12	2.74	14.67
投资活动产生的现金流量净额	-0.60	-2.02	-3.60
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	-1.60	-5.19

资料来源：麓山投控

2018-2020 年，该公司 EBITDA 分别为 3.07 亿元、3.54 亿元和 3.56 亿元，逐年增长，同期利润总额在 EBITDA 中占比分别达 93.96%、91.41%和 90.84%。但公司 EBITDA 规模整体偏小，近年来对利息支出覆盖倍数均不足 1 倍，同时由于公司刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务覆盖程度也很低。此外，近年来公司经营性现金流及非筹资性现金流对公司债务的保障程度存在逐年好转趋势，但整体对债务的有效保障仍然有限。

**图表 16. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.51	0.68	0.69
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.04	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-46.84	6.54	23.57
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-11.95	3.06	16.08
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-49.61	1.71	17.77
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-12.66	0.80	12.13

资料来源：麓山投控

### (3) 资产质量分析

2018-2020 年末，该公司所有者权益分别为 77.70 亿元、110.44 亿元和 147.16 亿元，所有者权益规模逐年增加，增量主要来自资本公积和未分配利润，2018-2020 年末，公司资本公积分别较上年末增长 18.40%、50.43%和 37.54%。其中 2019 年公司收到政府划拨七宗土地，评估价值为 20.20 亿元，岳麓山国

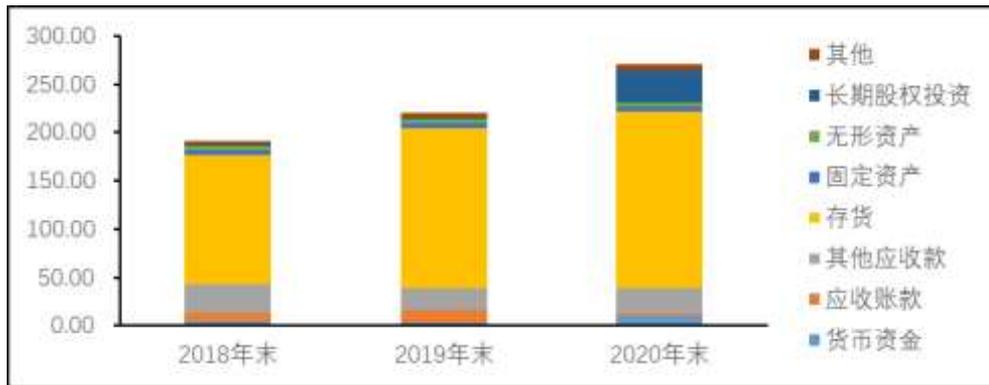
家大学科技城核心区 PPP 项目和麓山南路综合整治项目拆迁工作完成形成长期资产，对应专项应付款 14.5 亿元转入资本公积，同时湖南湘江新区管理委员会国土规划局收回四宗划拨土地，评估价值约 5.36 亿元；2020 年 6 月，经长沙市岳麓区人民政府批复决定将智谷公司 32% 股权注入公司，增加资本公积 30.34 亿元；同时由于划拨土地调整，调增资本公积 2.57 亿元，综合使得期末所有者权益较上年末大幅增长，促使公司资本实力得到大幅提升。2019 年股东岳麓区人民政府对公司增资 0.30 亿元，截至 2020 年末，公司实收资本为 1.00 亿元。2018-2020 年末，公司未分配利润分别为 15.82 亿元、18.89 亿元和 21.89 亿元，保持增长。从权益资本结构的稳定性来看，2018-2020 年末，公司实收资本和资本公积合计占期末净资产的比重分别为 76.94%、81.38% 和 83.74%，权益资本稳定性尚可。

2018-2020 年末，该公司资产总额分别为 191.48 亿元、220.18 亿元和 270.69 亿元，以流动资产为主，其中流动资产占比分别达 93.30%、93.37% 和 82.47%。

2020 年末，该公司流动资产合计为 223.25 亿元，以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，四者在流动资产中占比分别为 4.09%、1.20%、12.00% 和 82.01%。当年末，货币资金余额为 9.13 亿元，大部分为银行存款，公司近年来现金比率及短期刚性债务现金覆盖率等指标弱化趋势明显，2020 年末现金比率和短期刚性债务现金覆盖率指标值有所回升，分别为 14.67% 和 27.17%，但由于公司账面货币资金有限，对债务覆盖程度仍显不足。公司应收账款规模波动较大，2020 年末余额为 2.69 亿元，较上年末大幅下降 79.47%，主要系对岳麓区财政局等政府部门的工程款项逐步收回，期末应收对象仍以政府性款项为主。其他应收款规模有所波动，主要为公司与政府部门及关联方之间的往来款，2020 年末其他应收款余额为 26.79 亿元，其中应收长沙市岳麓棚改投资有限责任公司<sup>10</sup>、长沙市岳麓区财政局和长沙市岳麓区水利局往来款规模分别为 19.05 亿元、4.32 亿元和 0.80 亿元，部分款项账龄较长，但考虑到交易对手方为长沙市国有企业单位及政府部门，资金回收风险可控，但仍然形成一定的资金占用压力；此外对长沙市岳麓区观沙岭街道办事处和长沙市岳麓区西湖街道办事处的借款余额分别为 0.84 亿元和 0.55 亿元，其中分别计提坏账准备 0.04 亿元和 0.03 亿元，资金回收存在较大风险，但考虑到资金规模有限，对公司影响不大。近年来，随着公司项目建设的持续投入，同时项目建设周期长，但结算进度较慢，存货规模逐年大幅增长，2020 年末存货规模继续较上年末大幅增长 10.82% 至 183.09 亿元，增量主要来自安置房等开发产品；期末存货中包含开发产品 28.90 亿元、开发成本 154.09 亿元，开发成本主要由基础设施工程建设项目、安置房建设项目、土地整理开发等构成，2020 年末账面价值分别为 46.42 亿元、13.82 亿元和 93.85 亿元，该部分资产变现易受土地市场波动及项目结算进度影响，存在不确定性。

<sup>10</sup> 为长沙市下辖国有企业，往来款主要用于白沙液街和老咸嘉湖两厢改造项目。

图表 17. 2018-2020 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：麓山投控

2018-2020 年末，该公司非流动资产规模逐年增加，截至 2020 年末，非流动资产余额为 47.45 亿元，在总资产中占比为 17.53%。非流动资产主要由固定资产、无形资产和长期股权投资构成。2020 年末固定资产为 5.43 亿元，主要由房屋建筑物构成。公司无形资产规模稳定，2020 年末为 3.92 亿元，全部为土地使用权；期末长期股权投资较上年末增加较多，主要系 2020 年 6 月，长沙市岳麓区人民政府批复决定将智谷公司 32% 股权注入公司，使得长期股权投资较上年末增加 31.07 亿元。

#### （4）流动性/短期因素

2018-2020 年末，该公司流动比率均保持在 300% 以上，指标表现较好，由于 2019 年以来公司较大规模的刚性债务于一周内到期，使得 2019-2020 年末速动比率降至 64.86% 和 64.52%。同时，考虑到公司存货变现受政府土地出让计划及项目结算进度影响不确定性较大，及其他应收款中部分往来款项账龄较长，存在一定资金占用压力等因素，公司整体资产流动性一般。此外，从现金比率及短期刚性债务现金覆盖率等指标来看，近三年公司账面货币资金等现金类资产规模有限，现金比率持续较低，同时公司一年内到期的短期刚性债务逐规模偏大，货币资金等现金类资产对短期刚性债务的覆盖程度表现不佳；2020 年末，公司账面储备货币资金规模有所增加，使得现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别较上年末有所提升，但由于短期刚性债务规模仍然处于较大规模，该指标表现仍然较差，分别为 14.67% 和 27.17%。

图表 18. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率（%）	833.99	330.35	358.70
速动比率（%）	208.08	64.86	64.52
现金比率（%）	19.31	5.23	14.67
短期刚性债务现金覆盖率（%）	42.12	7.13	27.17

资料来源：麓山投控

截至 2020 年末，该公司受限资产合计账面价值为 4.80 亿元，为子公司岳麓新城将岳麓区大学城片安置小区建设项目抵押融资所致，贷款到期日为 2021

年6月30日。

### 3. 公司盈利能力

该公司毛利主要来自土地开发整理和保障房销售业务，2018-2020年，综合毛利分别为2.55亿元、3.87亿元和3.04亿元，其中土地开整理发业务实现毛利占比分别为86.70%、82.13%和87.14%，该业务盈利能力较强，同期毛利率分别为34.66%、51.79%和23.40%；保障房销售业务受政府指导程度较高，近三年毛利率呈现一定程度的波动，分别为30.16%、8.65%和24.67%。

该公司期间费用主要包括管理费用，由于公司的项目贷款利息大部分进行资本化处理，财务费用规模很小，2018年以来持续为负，故整体期间费用规模较小，2018-2020年，公司期间费用率分别为3.21%、3.11%和4.38%，处于较低水平；同期，公司资本化利息支出分别为5.99亿元、5.22亿元和5.12亿元。近年来公司利润总额对政府补贴的依赖程度逐年下降，2018-2020年分别获得政府补贴收入为0.61亿元、0.00亿元和0.11亿元。同期，公司利润总额分别为2.88亿元、3.24亿元和3.23亿元；净利润分别为2.84亿元、3.15亿元和3.16亿元。

该公司资产获利能力较低，2018-2020年，总资产报酬率分别为1.62%、1.57%和1.32%，逐年下降；同期净资产收益率水平分别为3.97%、3.35%和2.45%。整体来看，公司资产获利能力有待继续提升。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司作为长沙市岳麓区内重要的基础设施投资建设主体，业务开展具有一定垄断性；2018年以来在土地开发业务带动下综合毛利率维持较高水平。近三年公司收入及利润实现情况尚可，对政府补贴资金依赖度很低，自身盈利能力较往年显著提高。同时，公司刚性债务积累至一定规模，且短期债务占比偏高，加之账面货币资金规模很小，公司面临一定的即期偿付压力。但受益于当地政府给予资产注入、股权划转等方面的有力支持，公司资本实力大幅提升，负债经营程度逐步好转，股东权益对刚性债务的覆盖程度逐年提高。

### 2. 外部支持因素

该公司作为长沙市岳麓区内重要的基础设施投资建设主体，近年来陆续获得股东在土地资产注入、资金补助及股权划转等方面的有力支持。在土地资产注入方面，2018-2020年，长沙市岳麓区人民政府分别向公司注入土地资产及房屋资产11.11亿元、20.20亿元和3.78亿元。在资金补助方面，2018年，公司分别获得基础设施建设补助0.60亿元和长沙市文化产业示范园区奖

金 50 万元；2020 年，公司共计获得各类奖励资金 0.11 亿元。股权划拨方面，经长沙市岳麓区人民政府批复同意将智谷公司 32% 股权无偿划转至公司；使得公司资本实力进一步夯实。此外，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，有一定的通过间接融资渠道融资的能力，截至 2021 年 3 月末，公司获得各家银行等金融机构授信额度为 179.14 亿元，尚未使用额度为 89.98 亿元。

## 本期债券偿付保障分析

该公司是长沙市岳麓区内重要的基础设施投资建设主体，业务地位突出，近年来自身盈利能力较往年显著提高；同时，公司能够获得岳麓区政府在资产划转、资金补贴及股权划拨等方面的有力支持，可为偿债能力提供一定保障。此外，本期债券募集资金拟用于偿还公司存量债务，有助于公司调整债务结构，以进一步控制债务风险。

## 评级结论

该公司唯一股东及实际控制人为岳麓区人民政府。公司已建立相应的法人治理结构及制度，能够基本满足公司日常经营管理需要。

岳麓区战略地位重要，生态、科教及空间等资源优势明显，带动当地土地市场行情上涨，近年来经济水平保持较快增长，可为该公司发展提供良好的外部环境。公司作为长沙市岳麓区内重要的基础设施投资建设主体，业务开展具有一定垄断性，地位突出。得益于当地土地市场行情向好，土地开发整理业务为公司营业收入及毛利的主要来源，并带动公司综合毛利率保持较高水平；保障房销售业务由于受政府指导程度较高，近三年盈利有所波动；公司土地开发及保障房建设业务未来仍存在资金需求，面临较大的资本支出压力。近三年公司收入和利润实现情况尚可，且对政府补贴资金的依赖度很低，自身盈利能力较往年显著提高。同时，公司刚性债务已积累至一定规模，且短期债务占比偏高，加之账面货币资金有限，公司面临一定的即期债务偿付压力。但得益于公司获得当地政府在资产注入、资金补贴及股权划拨等方面的有力支持，公司资本实力大幅提升，负债经营程度逐步好转，股东权益对刚性债务覆盖程度逐年提高，本期债券偿付安全性很强。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

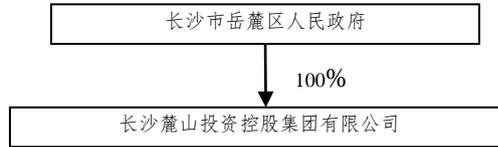
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

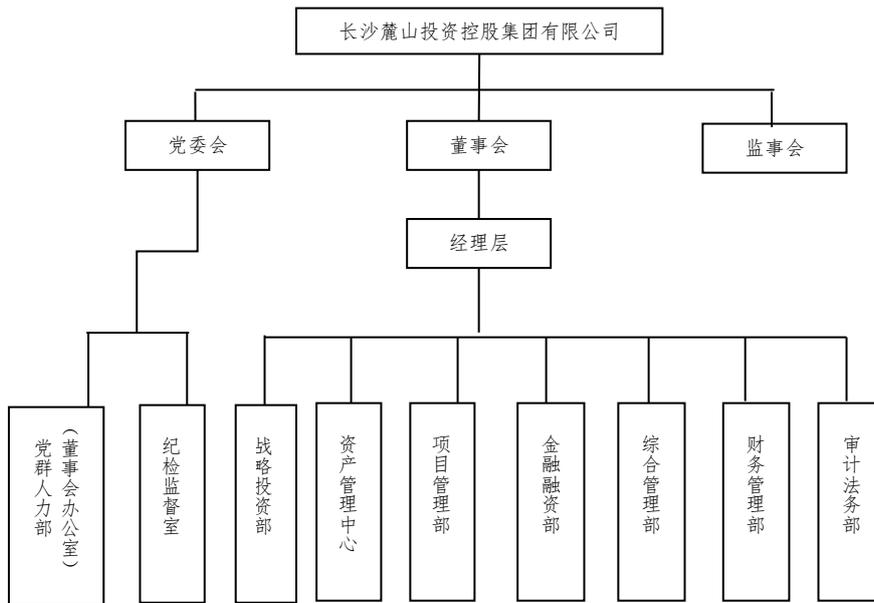
公司股权结构图



注：根据麓山投控提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据麓山投控提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入 量(亿元)	
长沙麓山投资控股集团有限公司	麓山投控	-	基础设施建设投资、土地整理及房地产开发经营等	72.12	100.89	3.18	1.52	12.83	公司本部
长沙市麓城置业有限责任公司	麓城置业	100.00	土地整理、复垦，城乡基础设施建设，房地产开发经营等	1.98	4.90	0.35	0.02	2.72	单体口径
长沙市麓山城投土地开发有限责任公司	麓山土地 开发公司	100.00	土地建设、城市基础设施建设投资及土地整理	0.00	12.05	0.00	0.00	0.00	单体口径
长沙麓山资产运营管理有限公司	麓山资产 运营公司	100.00	负责政府授权范围内国有资产的经营运作，资产收购、企业资产重组、旧城改造、土地整理以及城乡基础设施建设投资	1.00	4.13	0.11	0.02	0.18	单体口径
长沙市岳麓新城保障房屋建设开发有限责任公司	岳麓新城	100.00	保障房屋建设；房地产开发经营；土地整理等	8.98	28.64	1.29	0.22	-2.60	单体口径
长沙麓山城市资源投资有限公司	麓山城资	100.00	城乡基础设施建设投资，土地整理等	0.00	1.24	0.00	-0.01	0.17	单体口径

注：根据麓山投控提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	191.48	220.18	270.69
货币资金 [亿元]	4.14	3.26	9.13
刚性债务[亿元]	87.58	92.29	91.09
所有者权益 [亿元]	77.70	110.44	147.16
营业收入[亿元]	7.28	10.77	12.92
净利润 [亿元]	2.84	3.15	3.16
EBITDA[亿元]	3.06	3.54	3.56
经营性现金净流入量[亿元]	-10.12	2.74	14.67
投资性现金净流入量[亿元]	-0.60	-2.02	-3.60
资产负债率[%]	59.42	49.84	45.64
长短期债务比[%]	431.14	76.34	98.49
权益资本与刚性债务比率[%]	88.72	120.98	161.55
流动比率[%]	833.99	330.35	358.70
速动比率 [%]	208.08	64.86	64.52
现金比率[%]	19.31	5.23	14.67
短期刚性债务现金覆盖率[%]	42.12	7.13	27.17
利息保障倍数[倍]	0.48	0.62	0.63
有形净值债务率[%]	154.20	103.02	86.26
担保比率[%]	—	—	5.44
毛利率[%]	35.05	35.90	23.53
营业利润率[%]	39.54	30.02	24.95
总资产报酬率[%]	1.62	1.57	1.32
净资产收益率[%]	3.97	3.35	2.45
净资产收益率*[%]	4.01	3.37	2.45
营业收入现金率[%]	156.99	98.56	205.59
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-46.84	6.54	23.57
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.95	3.06	16.08
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-49.61	1.71	17.77
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.66	0.80	12.13
EBITDA/利息支出[倍]	0.51	0.68	0.69
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04

注：表中数据依据麓山投控经审计的 2018-2020 年度财务数据整理、计算。

**附录五：**
**各项财务指标的计算公式**

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。