

# 长沙先导投资控股集团有限公司 2021 年公司债券 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：鄢 红 hyan@ccxi.com.cn

项目组成员：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

朱航园 hyzhu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 06 月 27 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1357号

## 长沙先导投资控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 先导 01”、“21 先导 02”和“21 先导 03”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

**评级观点：**中诚信国际维持长沙先导投资控股集团有限公司（以下简称“长沙先导”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 先导 01”、“21 先导 02”和“21 先导 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了长沙市及湘江新区持续增强的经济实力为公司提供了有利的外部发展环境；公司地位重要，获得了各级政府的大力支持以及债务规模持续缩减，财务杠杆得到一定程度的压降等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司主营业务受政策调控及房地产市场景气影响较大，公司收入及经营性业务利润或将持续承压；资产流动性偏弱以及短债占比偏高，面临一定的短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

长沙先导（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	694.41	717.42	713.30	703.25
所有者权益合计（亿元）	253.53	273.78	270.67	272.01
总负债（亿元）	440.88	443.63	442.64	431.24
总债务（亿元）	361.35	352.25	291.05	276.58
营业总收入（亿元）	170.52	186.40	204.88	42.10
经营性业务利润（亿元）	5.25	7.90	4.03	1.40
净利润（亿元）	6.18	6.65	7.00	1.27
EBITDA（亿元）	10.06	13.75	15.33	--
经营活动净现金流（亿元）	16.91	19.98	18.54	1.04
收现比（X）	0.76	0.71	0.86	0.90
营业毛利率（%）	6.87	8.42	7.50	8.83
应收类款项/总资产（%）	7.82	7.73	5.39	4.68
资产负债率（%）	63.49	61.84	62.05	61.32
总资本化比率（%）	58.77	56.27	51.81	50.42
总债务/EBITDA（X）	35.91	25.62	18.98	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.48	0.81	0.87	--

注：中诚信国际根据公司 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司 2022 年一季度财务报表未经审计，且公司未提供为 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

### 正面

■ **区域经济财政实力持续增强，为公司发展提供了有利的外部环境。**长沙市作为湖南省省会城市，现代产业发展向好，湘江新区系中部首个国家级新区，产业布局渐趋完善，经济持续发展；持续增长的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **公司地位重要，获得了股东的大力支持。**2020 年公司控股股东由长沙市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“长沙市国资委”）变更为长沙城投集团，实际控制人仍为长沙市国资委，同时，公司作为湘江新区重要的开发建设主体以及长沙市四家投资类国有企业之一，地位重要，获得了来自省级、市级、湖南湘江新区管委会等各级政府的资金和政策支持。

### 同行业比较

2021 年部分同区域基础设施投融资企业主要指标对比表（亿元、%）

公司名称	资产总额	所有者权益	资产负债率	总负债	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
长沙先导	713.30	270.67	62.05	442.64	204.88	7.00	18.54
长沙城投	1,676.18	784.23	53.21	891.95	126.77	9.68	21.27
长沙轨道	1,704.28	700.04	58.92	1,004.24	54.29	2.55	39.34
湘江新区发展	959.39	361.83	62.29	597.56	100.02	8.49	15.00

注：“长沙城投”为“长沙市城市建设投资开发集团有限公司”简称，“长沙轨道”为“长沙市轨道交通集团有限公司”简称，“湘江新区发展”为“湖南湘江新区发展集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 先导 01	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2021/04/26~2024/04/26	--
21 先导 02	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2021/04/26~2028/04/26	--
21 先导 03	AAA	AAA	2021/07/30	15.00	15.00	2021/08/20~2026/08/20	--

■ **跟踪期内，公司债务规模实现缩减，财务杠杆得到一定程度的压降。**截至 2022 年 3 月末，公司总债务为 276.54 亿元，债务规模较 2020 年末已大幅缩减 75.68 亿元，其中短期债务及长期债务分别减少 39.42 亿元和 36.26 亿元，同期末总资本化比率下降至 50.42%。2021 年以来公司债务规模显著缩减，财务杠杆水平得到一定程度的压降。

### 关注

■ **主营业务受政策调控及房地产市场景气影响较大，跟踪期内公司土地开发整理业务收入继续下滑，公司收入及经营性业务利润或将持续承压。**公司土地开发整理业务、片区配套基础设施建设业务以及房地产销售业务均与当地房地产调控政策及市场景气度高度相关。近年来公司土地类业务的收入规模持续下滑，值得关注的是，2021 年下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，公司主营业务收入及经营性业务利润或将持续承压。

■ **资产流动性偏弱。**公司资产主要由土地开发整理业务项下的土地资产和开发成本、房地产项目投入、租赁物业以及各类对外股权投资等构成，资产变现能力不强、流动性整体偏弱。

■ **短债占比偏高，仍面临一定的短期偿债压力。**公司总债务缩减背景下，短期债务压力仍未得到根本性缓释，截至 2022 年 3 月末，公司短期债务达 116.61 亿元，短期债务/总债务为 0.42 倍，货币资金/短期债务仅为 0.32 倍，公司短债占比偏高，货币资金对短期债务的覆盖能力较弱，公司面临一定的短期偿债压力。

### 评级展望

中诚信国际认为，长沙先导投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东支持意愿减弱等；公司重要业务或资产被划转；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性大幅减少等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

根据公司于 2022 年 4 月 29 日发布的《长沙先导投资控股集团有限公司公司债券 2021 年年度报告》及相关债项募集说明书，“21 先导 01”和“21 先导 02”募集资金合计 25.00 亿元，扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债券；“21 先导 03”募集资金为 15.00 亿元，扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债券；截至 2021 年 4 月末，上述债项募集资金已全部使用完毕。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末

持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并

未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

### 长沙市经济持续增长，产业发展向好；财政实力较强，政府债务压力总体可控

长沙市是湖南省省会，其经济生产总值约占全省的 30%，远高于湖南省其他 13 个市（州），是湖南省的政治、经济、文化中心和我国长江以南地区最重要的中心城市之一。长沙市下辖 6 区（芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、望城区、雨花区）、3 县（县级市）（长沙县、宁乡市和浏阳市），辖区总面积 1.18 万平方公里。2020 年末，长沙市常住人口为 1,006.08 万人。

**经济发展水平：**近年来，长沙市经济持续增长，且增速高于湖南省和全国平均水平，但近年来增速有所下滑。2019~2021 年，长沙市分别实现地区生产总值（GDP）11,574.22 亿元、12,142.52 亿元和 13,270.70 亿元，同比分别增长 8.1%、4.0% 和 7.50%。2021 年第一产业实现增加值 425.56 亿元，增长 9.1%；第二产业实现增加值 5,251.30 亿元，增长 5.2%；第三产业实现增加值 7,593.85 亿元，增长 8.9%。长沙市形成了智能装备制造、电子信息、新材料、生物制药、食品等主要产业，现代产业发展

向好，规模以上工业增加值增速位居全国省会城市前列。长沙建有长沙南站、长沙站、长沙西站（在建）、黄花机场等，拥有便利的区域交通条件。国家及湖南省出台多项政策推动长株潭一体化，持续利好长沙市经济社会发展。

近年来长沙市一般公共预算收入稳步增长，2019~2021 分别实现 950.23 亿元、1,100.09 亿元和 1,188.31 亿元。同期，长沙市财政平衡率分别为 68.38%、74.32% 和 77.00%，近三年财政自给情况持续改善。2019~2021 年，长沙市分别实现政府性基金收入 821.49 亿元、1,093.41 亿元和 1,120 亿元，随着地价的持续攀升及土地出让规模的增加呈快速上升趋势。截至 2021 年末，长沙市政府债务余额为 2,554.82 亿元，市本级政府债务余额为 1,297.70 亿元，政府债务压力总体可控。

表 1：2021 年中部地区主要省会城市经济及财政概况

地区	GDP (亿元)	GDP 增速 (%)	一般公共预算收入 (亿元)
武汉市	17,716.76	12.20	1,578.65
长沙市	13,270.70	7.50	1,188.31
郑州市	12,691.02	4.70	1,223.63
合肥市	11,412.80	9.20	844.20
南昌市	6,650.53	8.70	484.80

资料来源：各省会城市人民政府官网，中诚信国际整理

长沙市作为湖南省省会城市，目前仍处于重大战略机遇期。在湖南省省委、省政府高度重视和支持省会城市高质量发展的背景下，长沙市将继续发挥示范引领、辐射带动作用，22 条产业链持续壮大，重大项目作用逐步显现，智能制造和现代服务业“双轮驱动”基础不断强化，经济社会平稳运行的支撑更加有力。

### 湘江新区为中部地区首个国家级新区，战略定位高、政策支持力度大；2020 年湘江新区新拓湘阴县和湘潭九华新片区

**新区概况：**前身为 2008 年成立的长沙大河西先导区。2015 年，国务院正式批复同意设立湖南湘江新区，成为中国第 12 个、中部地区首个国家级新区，战略定位为“三区一高地”，即高端制造研发

转化基地和创新创业产业聚集区，产城融合、城乡一体的新型城镇化示范区，全国“两型”社会建设引领区，长江经济带内陆开放高地。

湘江新区位于湖南省长沙市湘江西岸，包括岳麓区全境，高新区全境，望城区 8 个街镇，宁乡市 5 个街镇，覆盖长沙高新技术产业开发区、宁乡经济技术开发区和望城经济技术开发区 3 个国家级园区，宁乡高新技术产业开发区和岳麓科技产业园 2 个省级园区，面积 1,200 平方公里。2020 年 10 月，省政府办公厅出台《关于支持湘江新区深化改革创新加快推动高质量发展的实施意见》（湘政办发[2020]39 号），发布湘江新区 12 项重点任务，明确布局建设湘阴、湘潭九华新片区。

**经济发展水平：**2016 年，湘江新区获批成为全国首批、湖南唯一的国家级“双创”示范基地；长沙市人民政府授权湘江新区实施 44 项市级经济管理权限；湘江新区管委会出台一系列扶持政策以支持湘江新区产业发展与创新创业。2019~2021 年，湘江新区分别实现 GDP2,665.33 亿元、2,511.32 亿元和 3,674.20 亿元，同比分别增长 9.2%、4.0%和 8.4%。其中 2021 年，第一产业增加值 131.8 亿元，增速 7.6%；第二产业增加值 1,676.5 亿元，增速 7.7%；第三产业增加值 1,865.9 亿元，增速 9.2%。

**未来发展机遇：**为推进长株潭一体化，湘江新区与央企中化学南方建设投资有限公司达成战略合作框架协议，合作推进新区九华兴隆湖片区、长沙高铁西站产业新城片区及新区湘阴虞公港片区的开发。新区九华片区的兴隆湖片区是长株潭融城的桥头堡，定位为“湘江湾智慧生态新城”，着力建设长株潭融城发展“科创+服务”先行试验区，引领产城人文生态融合高品质发展示范区和打造华中城市群高技术和高净值人才宜居宜学集聚高地。同时，商业地产香港铜锣湾集团签约新区，整合利用大王山、洋湖、梅溪湖及湘阴新片区的商业文旅资源，推动新区商业地产和文旅产业的升级和创新。加上华润桐梓坡综合体等城市开发项目，新区南北

融城的城市品质和商业价值都将得到新的提升。未来湘江新区将以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，聚焦“一城五基地、五区四小镇”，实施“三高四新”战略。

### 跟踪期内公司产权结构及公司治理均未发生重大变化

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 100.00 亿元，控股股东为长沙城发集团（持股 90%），实际控制人为长沙市国资委。

公司已建立了由出资人、董事会、监事和经理层组成的相对健全的法人治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。2021 年以来，公司产权结构及公司治理均未发生重大变化。

### 跟踪期内，受政府规划及房地产行业景气下行影响，公司土地开发及出让业务收入规模继续缩减；但同时，随着高铁西城片区的开发推进，该业务发展尚有较大空间

公司土地开发及出让业务主要由湘江新投、滨江新城公司、月亮岛新投、洋湖建设以及高铁西城公司负责，目前公司主要负责开发洋湖片区、滨江片区和湘江新城片区（月亮岛文旅新城）等区域，在这些区域内具有垄断地位。公司土地开发及出让业务主要包括自有土地开发和受托土地一级开发。自有土地开发方面，公司利用自有资金对公司名下自有土地进行前期开发，并对区域内道路工程、绿化工程、给水工程、供电工程及管网工程等配套设施进行建设，整理完毕后土地交由长沙市国土资源局进行“招拍挂”，土地成交后，竞得人与长沙市国土资源局签订土地出让合同，湖南湘江新区财政局将土地开发及出让收入补偿公司。受托土地一级开发方面，湘江新区管委会委托公司对指定区域进行开发，公司不拥有该区域的国有土地使用权，公司利用自有资金在政府委托开发的土地上进行开发投入，产生开发成本，并对区域内道路工程、

绿化工程、给水工程、供电工程及管网工程等配套设施进行建设。整理后的土地交由长沙市国土资源局“招拍挂”，土地成交后，竞得人与长沙市国土资源局签订土地出让合同，湖南湘江新区财政局将土地开发及出让收入补偿公司。

此外，根据长沙市长府阅[2018]58号文件决定，同意设立高铁西城规划区并授权湘江新区管委会为高铁西城片区开发主体，片区规划总面积约30.05平方公里。其中，长沙高铁西产城融合示范区作为长沙高铁西城片区的起步区，面积为12.52平方公里，由湘江新区、望城区、长沙城发集团合作开发建设。长沙高铁西城将通过“一站、两轴、两心、多廊、多组团”的空间结构实现“生态、站城、产城”三融合，以“科技创新、智慧互联、现代服务业”为支柱产业，以“两轴”、“两心”为载体打造成为产城融合发展示范区、智慧运营活力新城、智造创新研发高地、立足中部的国家级协同创新枢纽。主要开发内容包括三部分：一是铁路站场站房，总投资约32亿元，由铁路部门负责建设；二是围绕站场站房开通所必须的基础设施和公共设施配套，总

投资约60亿元，采用PPP方式建设；三是产城融合片区开发，在三方（湘江新区、望城区、长沙城发集团）协议的框架下开展工作，其中公司作为长沙城发集团的出资代表方，已于2020年5月与长沙市望城区城市建设投资集团有限公司共同出资设立长沙高铁西城建设投资有限公司（以下简称“高铁西城公司”），公司持股60%。

受房地产调控政策和房地产行业景气下行影响，近年来公司土地整理业务营业收入和毛利持续下滑。2021年，公司实现土地整理业务收入20.15亿元，较2020年下降29.31亿元，该业务毛利同比下降1.56亿元至1.56亿元。截至2022年3月末，公司重点整理的项目主要包括滨江片区、洋湖片区、高铁西城片区等区域，计划总投资896.82亿元，累计已投资552.20亿元，剩余可出让面积达8,351.51亩。公司剩余可出让土地主要位于高铁西城公司负责的高铁西城片区，该片区剩余可出让面积达6,355.00亩，占公司总体剩余可出让面积的76.04%。

表 2：截至 2022 年 3 月末公司主要整理的土地项目情况（亿元、亩）

项目片区	计划总投资	已投资	已出让面积	剩余可出让面积
滨江片区	221.70	217.88	2,207.10	583.30
洋湖片区	255.00	226.86	3,784.00	1,400.88
高铁西城片区	343.32	23.39	241.00	6,355.00
湘江新城片区	76.80	84.07	1,586.17	12.33
<b>合计</b>	<b>896.82</b>	<b>552.20</b>	<b>7,818.27</b>	<b>8,351.51</b>

注：湘江新城片区为月亮岛文旅新城区域。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从公司2022年土地出让计划来看，公司主要供地区域仍为洋湖片区，公司2022年预计出让土地466.05亩，预计获得土地出让收入43.36亿元，其中洋湖片区预计出让土地面积和预计获得土地出让收入分别为314.65亩和30.84亿元；湘江新城片区仅余12.33亩可出让土地，短期内无出让计划。

表 3：公司 2022 年土地出让计划

项目片区	2022 年	
滨江片区	出让计划（亩）	83.40
	出让价格（万元/亩）	1,155.00
	预计收入（亿元）	9.80

洋湖片区	出让计划（亩）	314.65
	出让价格（万元/亩）	980.14
	预计收入（亿元）	30.84
高铁西城片区	出让计划（亩）	68.00
	出让价格（万元/亩）	400.00
	预计收入（亿元）	2.72
湘江新城片区	出让计划（亩）	--
	出让价格（万元/亩）	--
	预计收入（亿元）	--
<b>预计面积合计（亩）</b>		<b>466.05</b>
<b>预计收入合计（亿元）</b>		<b>43.36</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司土地区位条件较好，但房地产



行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续，公司收入实现仍有较大不确定性。中诚信国际将对公司土地上市拍卖结果和土地开发整理业务的持续推进情况保持密切关注。

### 公司承建的基础设施项目主要通过土地开发收入实现资金平衡，目前尚有一定规模在建及拟建项目，存在一定的资本支出压力

公司基础设施建设项目主要包括两类，一类项目建设通过土地开发收入实现资金平衡，另一类项目通过政府财政资金实现平衡。公司目前主要推进洋湖、滨江新城两大片区建设，基础设施项目以上述第一类为主。对于片区开发以外的市政项目，政

府以财政资金逐年投入进行资金平衡，主要通过补贴资金、注册资金、资本公积注入、补贴还本付息等途径对公司进行资金支持。

截至 2022 年 3 月末，公司在建及拟建的基础设施项目主要为片区内的配套设施项目，包括路网工程、公园、学校、安置房等，计划总投资 104.18 亿元，已完成投资 35.95 亿元，尚需投资 68.23 亿元，存在一定的资本支出压力。地方财政对基础设施建设项目的投入能力和公司片区开发范围内基建项目的资金平衡均与长沙市土地出让市场行情高度关联，中诚信国际将对公司各类基础设施建设项目的资本支出安排和项目推进情况保持关注。

表 4：截至 2022 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

在建项目名称	计划建设周期	计划总投资额	已完成投资
北津城路（银杉路-潇湘大道）	2021-2022	0.27	0.15
银松路	2018~2020	0.58	0.56
洋湖公交首末站	2021-2023	0.51	0.20
洋湖再生水厂（三期）	2021-2023	5.90	2.95
洋湖再生水厂三期配套人工湿地项目（洋湖湿地公园科普基地项目）	2021-2023	2.13	1.86
长沙高铁西站综合客运枢纽	2021-2025	10.12	5.66
长沙高铁西站产业新城一期项目市政综合配套工程（ppp 项目）	2021-2024	20.08	9.82
长沙高铁西站基础设施与公共服务配套项目包（ppp 项目）	2021-2025	8.36	4.41
长沙高铁西城市政配套项目	2021-2025	5.16	1.13
月亮岛水利整改工程	2022-2023	2.70	0.01
洋湖安置保障房	2020~2023	6.66	4.36
三汉矶小学	2021-2023	2.18	0.62
连塘中小学	2021-2022	2.20	1.62
湖南大学附属中、小学	2021~2022	4.00	2.60
合计	--	70.85	35.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）

拟建项目名称	预计总投资	资金来源及平衡方式
潇湘大道（北津城段）北延道路工程	9.05	财政资金
湖南金融中心环境整治工程	6.00	财政资金
洋湖片区城市环境整治工程（一期、二期）二标	0.90	财政资金、片区成本
郝家坪小学	1.80	片区成本
长沙高铁西市民文化活动中心及配套公共基础设施建设项目	15.58	片区成本、专项债资金
合计	33.33	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司房地产开发业务稳步推进，收入保持增长趋势，在建项目投资规模较大，易受政策调控及行业景气情况影响，需关注产业入驻及未来项目租售情况

公司房地产开发业务主要由子公司长沙先导的子公司长沙城发恒伟置业有限公司（原名为长沙先导恒伟房地产开发有限公司，以下简称“恒伟置业”）负责投资运营，业务模式为自主商业开发模式。恒伟置业拥有房地产开发二级资质，目前开发的商业地产项目主要在长沙市湘江新区范围内。

2019~2021年及2022年1~3月,恒伟置业分别实现房地产销售收入14.09亿元、15.83亿元、23.09亿元和7.20亿元,保持增长趋势。

2021年,公司新增完工湘江财富金融中心,目前在售已完工的房地产项目主要为西雅韵、湘江时代和湘江财富金融中心,截至2022年3月末,累计销售合同金额为54.47亿元,实现回款53.66亿元。在售已完工项目中,除新增完工项目湘江财富金融中心外,其他项目销售进度均已接近尾声;湘江财富金融中心项目地处湖南金融中心核心位置,区位条件很好。

在建项目方面,截至2022年3月末,公司在建的房地产项目为洋湖人才公寓、东风映1897、北城首府、时光印象、洋湖映等,合计总投资152.43亿元,已投资91.80亿元。同期末,公司主要在**建在售项目**为洋湖人才公寓、东风映1897、时光印象

等,累计销售合同金额为72.92亿元,已回款59.31亿元。除北城首府和洋湖映项目外,公司主要在建在售项目的销售进度已超过50%。

拟建项目方面,截至2022年3月末,公司拟建房地产项目为西城花园和会展四期项目,西城花园项目建设面积为44.82万平方米,预计总投资43.57亿元,该项目购地总价款为12.11亿元,同期末已支付6.62亿元;会展四期项目建设面积为34.20万平方米,预计总投资37.95亿元,同期末累计已完成投资13.53亿元,其购地总价款为12.99亿元。

整体来看,近年来公司房地产业务实现了较大幅度的营收增长,项目储备相对充足,在售及拟开发物业规模较大。房地产业务易受政策调控及行业景气情况影响,2021年下半年以来,各地房地产市场去化显著放缓,中诚信国际将对公司房地产业务的去化情况和项目推进情况保持持续关注。

**表 6: 截至 2022 年 3 月末公司在建房地产项目情况 (平方米、亿元)**

项目名称	运营主体	类型	区域位置	建筑面积	总投资	已投资	预计开发时间
洋湖人才公寓	恒伟地产	住宅、公寓、写字楼	岳麓区	292,768.99	27.00	18.65	2019~2022
东风映 1897	恒伟地产	住宅、公寓	芙蓉区	144,760.00	16.10	11.25	2021~2023
北城首府	恒伟地产	住宅	开福区	202,531.85	10.00	5.63	2020~2023
时光印象	恒伟地产	住宅、公寓、写字楼	岳麓区	661,262.00	48.27	29.23	2019~2025
滨江服务公寓	恒伟地产	公寓、商业	岳麓区	19,451.34	1.85	0.70	2022~2024
洋湖映	恒伟地产	住宅、公寓、写字楼	岳麓区	478,335.93	49.21	26.34	2021~2024
<b>合计</b>	--	--	--	<b>1,799,110.11</b>	<b>152.43</b>	<b>91.80</b>	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

**表 7: 截至 2022 年 3 月末公司主要房地产项目销售情况 (平方米、亿元)**

项目名称	项目状态	可销售面积	已销售面积	销售进度	已销售合同金额	回款金额
西雅韵	已完工	62,217.56	61,074.36	98%	6.96	6.96
湘江时代	已完工	134,026.75	125,123.37	93%	16.17	16.15
湘江财富金融中心	已完工	295,136.26	155,848.64	52.8%	31.34	30.55
<b>在售已完工项目小计</b>		<b>491,380.57</b>	<b>342,046.37</b>	--	<b>54.47</b>	<b>53.66</b>
洋湖人才公寓	在建	206,198.67	108,266.41	52.5%	14.06	13.01
东风 1897	在建	111,431.92	60,975.76	54.72%	9.41	8.83
北城首府	在建	145,180.25	47,164.12	32.49%	3.95	2.65
时光印象	在建	504,757	368,400	72.98%	37.02	29.95
洋湖映	在建	360,002.8	58,125.06	16.14%	8.48	4.87
<b>在售在建项目小计</b>		<b>1,327,570.64</b>	<b>642,931.35</b>	--	<b>72.92</b>	<b>59.31</b>
<b>合计</b>	--	<b>1,818,951.21</b>	<b>984,977.72</b>	--	<b>127.39</b>	<b>112.97</b>

注:1、公司部分项目总投资有所调整;2、截至2022年3月末,新奥佳园项目已完成全部销售,表内未列示。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

**表 8: 截至 2022 年 3 月末公司主要拟建房地产项目情况**

项目名称	建筑面积	预计总投资	累计已完成投资	购地总价款	项目周期
------	------	-------	---------	-------	------

西城花园	448,200	43.57	6.62	12.11	2022~2028
会展花园	342,000	37.95	13.53	12.99	2022~2026
<b>合计</b>	<b>790,200</b>	<b>81.52</b>	<b>20.15</b>	<b>25.10</b>	<b>--</b>

注：1、项目预计总投资为投拓阶段根据经济测算数据预估，后续将涉及调整；2、根据土地出让合同，西城花园项目仍有约 50% 土地出让金将于 2022 年 6 月末前缴纳完成。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 2021 年国际油价单边上行带动成品油批发贸易规模大幅扩张，使得商品销售成为公司最大的收入来源；同时，燃油销售业务经营稳定，跟踪期内暂无其他能源板块子公司提级划转事项，但仍需关注长沙城发集团能源相关业务整合对公司相关业务的影响

公司商品销售业务包括国际贸易和燃油销售业务。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现商品销售收入 48.43 亿元、113.99 亿元和 153.50 亿元，2021 年该板块收入占公司营业收入的比重已上升至 74.92%，近年来商品销售收入增长很快，已成为公司主要的收入构成部分。

**国际贸易：**公司国际贸易业务由长沙先导的子公司湖南先导国际贸易有限公司（以下简称“先导国贸”）运营。该公司是在湖南省商务厅支持下于 2018 年 3 月由公司全额出资成立，注册资本 10 亿元，主要业务包括贸易代理、自营外贸以及投资并购等，旨在通过整合各类资源，为省内外贸企业提供采购执行、物流服务、分销执行、融资结算、商检报关等一体化服务，解决企业融资难、规模小、成本高的痛点，逐步降低企业的运营成本，带动大批外贸企业落户湖南，实现湖南进出口数据及财税收入双增长，从而推动湖南开放型经济高质量发展。

先导国贸业务模式分为自营业务以及代理业务，目前以代理业务为主，即先导国贸与下游委托方签订代理总协议，约定双方权利及义务，代理下游委托方进行国内或进出口贸易。先导国贸接到下游委托方的委采单后，根据委采单的指令与上游供应商签订《采购合同》。上游采购分为国内采购和国外采购两种情况，其中国内采购使用电汇、银票等结算方式，国外采购采用电汇、信用证、托收等结

算方式。下游委托方根据自身需求在双方约定的时间内完成回款提货。结算时先导国贸根据下游客户信用情况，进行现结和赊销两种方式结算，同时根据销售合同及货转凭据确认收入并结转成本。

先导国贸代理产品种类较多，其中主要为肉品及生鲜、橡胶、有色金属、建筑材料等，销售分布在全国各个省份，客户集中度一般，而近年来随着采购规模增加，逐渐降低了供应商的采购集中度。同时，由于先导国贸采用根据订单预先收取客户订金，再采购商品，因此降低了货物积压与保存等相关贸易风险。2019~2021 年，国际贸易业务收入分别为 48.43 亿元、87.78 亿元和 105.40 亿元，毛利率分别为 1.42%、1.36% 和 1.75%。其中，2021 年签订购销合同 3,517 笔，贸易额（已签约合同金额）约 213.08 亿元人民币，完成进出口贸易额为 7.93 亿美元。

**表 9：2021 年国际贸易上下游签订合同金额（含税）前五名情况（万元）**

单位名称	采购合同额	交易内容
MAINLAND GROUP (HONG KONG) COMPANY LIMITED	76,125.65	进口货物
EXPRESS WELL RESOURCES PTE.LTD	71,610.90	进口货物
OPEN MINERAL AG	46,902.46	进口货物
湖南宝山有色金属矿业有限责任公司	29,443.04	采购货物
VAN LOI KON TUM JOINT STOCK COMPANY	28,530.59	进口货物
<b>合计</b>	<b>252,612.64</b>	<b>-</b>
单位名称	销售合同额	交易内容
浙江卧龙矿业有限公司	117,204.41	货物销售
湖南新联益国际贸易有限公司	102,484.19	货物销售
上海锦燧国际贸易有限公司	87,163.14	货物销售
中科联（北京）国际贸易有限公司	65,775.19	货物销售
四环国际贸易有限公司	57,390.20	货物销售
<b>合计</b>	<b>430,017.13</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**燃油销售：**公司燃油销售业务由先导城资和子公司湖南先导能源有限公司（以下简称“先导能

源”)运营,通过成品油批发贸易和零售等获取收入。

成品油零售方面,先导能源前身系公司于2018年4月全资收购的新化湘中石油化工销售有限责任公司(以下简称“新化湘中石油”),公司加油站相关业务主要涉及区域为原新化湘中石油业务覆盖范围。截至2022年3月末,公司共运营26座加油站,出租25座加油站(经营油站主要在长沙,出租油站分布在湖南省8个市州),1座油库(改造中);同时开展与大型央企的互采互供、罐区用油等全面战略合作,规划全省油库战略布局,积极推动铁路、水路油库布点。其中,杉山油库占地面积约200.00亩,油库库容量9.80万立方米,拥有经铁道部批准的铁路专用线0.92公里以及能够收发成品油的站台3座、装卸油栈桥3座,可以装卸44个槽车。公司成品油零售业务主要依托公司运营和租用的加油站资源及油库布点,近年来运营较为平稳。

公司能源相关业务主要涉及区域为原新化湘中石油业务覆盖范围,尚未形成新的业务区域。同时,公司控股股东长沙城发集团按照“主业归核、资本归集、产业归类”的原则,围绕“3+2”平台(即城市建设、城市运营、城市更新和产业投资、金融控股平台)开展内部重组整合工作,目前已涉及到能源相关业务整合,2020年6月,公司能源板块子公司长沙先导城市资源投资有限公司(以下简称“先导城资”)已划转至长沙城发集团,2020年6月至今暂无其他能源板块子公司划转事项,中诚信

国际将对能源相关业务的整合情况保持关注。

**公司积极推动产业及金融投资,目前已涉及银行、影视、文化旅游等多个产业,能为公司带来一定的投资收益,是公司利润的重要组成部分**

**产业及金融投资:**根据《长沙市平台公司转型和国有资本优化布局行动方案》(长办发[2018]22号),金融投资板块是公司以两型产业为主体,城市建设运营和资本运作为两翼发展的三大板块之一。

公司金融投资板块原由公司本部、子公司湖南先导融资担保有限公司(以下简称“先导融资担保”)和长沙先导产业投资有限公司(以下简称“先导产投”)运营,其中,先导融资担保于2019年2月在岳麓区注册成立,主要经营范围为贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等,已于2021年4月划转至长沙市财政局。先导产投全权负责公司的产业投资、创业投资、基金管理及金融控股等业务,遵循“市场化运作、专业化管理”的原则,大力拓展文化旅游、医疗健康、节能环保、新能源等产业,同时积极关注湘江新区重点布局的智能制造、智慧城市等相关新兴产业,专注于产业投资、基金管理和资产管理,通过现金分红和项目退出方式获取收益。

2021年及2022年1~3月,公司产业投资业务收入分别为3.29亿元和0.67亿元。截至2022年3月末,先导产投及公司本部主要投资项目42个,总投资金额115.02亿元,投资区域以湖南地区为主

**表 10: 截至 2022 年 3 月末公司主要投资项目情况 (万元、%)**

被投资单位	投资成本	持股比例	经营范围
湖南湘江新区农村商业银行股份有限公司	2,169.00	8.61	银行金融
长沙市信息基础设施建设投资发展有限公司	2,450.00	49.00	信息技术
中节能先导城市节能有限公司	4,000.00	40.00	能源供应
湖南机场股份有限公司	110,500.00	13.81	机场服务
财信吉祥人寿保险股份有限公司	51,605.84	14.90	人寿保险
湖南长株潭广联生猪交易市场有限公司	3,200.00	17.39	生猪收购、屠宰
湖南中车智行科技有限公司	8,000.00	20.00	智轨电车的研发、制造、销售
长沙市液化石油气发展有限公司	617.65	20.00	瓶装燃气(液化石油气)经营
长沙农村商业银行股份有限公司	100,000.00	10.00	银行金融
湖南湘潭天易农村商业银行股份有限公司	32,000.00	20.00	银行金融
湖南岳阳农村商业银行股份有限公司	22,200.00	20.00	银行金融

湖南汨罗农村商业银行股份有限公司	16,920.00	30.00	银行金融
湖南临湘农村商业银行股份有限公司	13,320.00	30.00	银行金融
湖南湘江时代融资租赁有限公司	13,214.08	40.63	融资租赁
湖南军信环保股份有限公司	5,000.00	0.53	战略配售
湖南空港实业股份有限公司	9,223.86	12.48	机场服务
湖南雪峰山生态文化旅游有限责任公司	6,510.00	11.64	文化旅游开发
华声在线股份有限公司	4,572.00	3.44	信息服务产业
湖南天择先导文化传媒产业投资基金企业（有限合伙）	4,500.00	30.00	金融投资
湖南阿波罗智行科技有限公司	3,500.00	35.00	公共服务
湖南星辰在线新媒体有限公司	3,260.00	49.00	影视文化产业
湖南文化旅游投资基金企业（有限合伙）（一期）	10,000.00	11.25	文化旅游产业投资
湖南文化旅游投资基金企业（有限合伙）（二期）	13,500.00	10.36	文化旅游产业投资
湖南文化旅游投资基金企业（有限合伙）（三期）	7,960.00	9.84	文化旅游产业投资
珠海大靖臻泰化工投资企业（有限合伙）	3,000.00	13.72	化工产业投资
长沙湘盈导汽车产业基金合伙企业（有限合伙）	3,000.00	48.31	汽车产业投资
珠海臻泰大靖创新投资企业（有限合伙）	2,112.00	32.05	创新投资
株洲市国创瑞盈投资合伙企业（有限合伙）	4,997.24	33.33	资本投资
长沙先导雪峰山文旅产业投资基金企业（有限合伙）	1,000.00	16.39	金融投资
长沙中盈先导一号股权投资合伙企业（有限合伙）	15,000.00	60.00	股权和产业投资
湖南盛中红色影视文化产业基金合伙企业（有限合伙）	600.00	33.33	股权投资管理
湖南盛中私募股权基金管理有限公司	300.00	30.00	金融投资
长沙先导硅谷天堂创业投资有限公司	167.50	25.00	企业管理咨询服务
中广天择传媒股份有限公司	1,610.07	1.21	广播电视节目制作
长沙鑫龙中盈私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	3,000.00	27.15	股权投资及相关咨询服务
长沙中盈先导股权投资合伙企业（有限合伙）	4,770.00	55.00	股权投资及相关咨询服务
长沙城通投资合伙企业（有限合伙）	2,000.00	66.67	股权投资及相关咨询服务
长沙领新产业投资合伙企业（有限合伙）	120,000.00	24.00	金融投资
长沙先导高芯投资合伙企业（有限合伙）	350,500.00	70.03	金融投资
长沙聚汇星企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	30,000.00	20.00	金融投资
湖南云瓴产业投资合伙企业（有限合伙）	10,000.00	33.34	金融投资
长沙长高半导体产业投资基金合伙企业（有限合伙）	150,000.00	25.86	股权投资
<b>合计</b>	<b>1,150,279.24</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**污水处理：**公司污水处理业务由子公司湖南先导洋湖再生水有限公司（以下简称“洋湖再生水公司”）运营。洋湖再生水公司主营业务为再生水项目、污水处理项目和中水供应设施及管网的投资、建设、运营管理，同时也承接水环境治理业务以及水环境处理技术的输出。

洋湖再生水厂系由洋湖再生水公司建设、投资、运营，厂区位于洋湖大道以南、靳江河以东，纳污范围包括洋湖、含浦及大王山北部片区，总纳污面积约 46 平方公里，总服务人口约 50 万人，总占地面积 406 亩（其中厂区 186 亩、人工湿地 220 亩），总规划规模 30 万吨/日。一期项目规模为 4 万吨/日，占地约 200 亩，采用“MSBR+人工湿地+紫

外消毒”生态组合工艺，出水执行优于一级 A 排放标准，于 2012 年 8 月建成投入运行。2018 年 8 月启动一期提标改造工程，2020 年 12 月完成提标改造，出水优于地表水准 IV 类水质。二期项目规模 8 万吨/日，采用“新型 MSBR+微絮凝过滤+紫外消毒”工艺，2018 年 9 月建成投运。三期项目规模 10 万吨/日，采用“新型 MSBR+高效沉淀池+反硝化深床滤池+人工湿地+紫外消毒”工艺，计划在 2022 年底前建成投运。

洋湖再生水厂出水，一部分作为洋湖湿地公园景观环境用水，一部分出水自流进入洋湖中水回用示范项目的中水厂，经再加工后，可用于市政绿化、道路清扫、公共建筑冲厕、建筑施工等用水。盈利

模式：由长沙市财政以 2.0394 元/吨的商业运营水价，根据湘江新区住建环保局核定的实际污水处理量，按季度支付。现水厂一、二期已进入满负荷运营，日处理水量约 12 万吨。2019~2021 年及 2022 年一季度，洋湖再生水公司的污水处理收入分别为 0.63 亿元、0.72 亿元、0.82 亿元和 0.20 亿元。

中诚信国际认为，公司作为湘江新区重要的城市运营商之一，近年来立足于土地开发及基础设施建设业务，稳步推进公司业务转型，业务多元化成果初显。公司土地资源丰富，随着土地的陆续出让，能为公司带来稳定的现金流入，同时高铁西城片区开发保证了公司城市运营板块业务的持续性；公司业务多元化发展已涉及房地产、燃油销售、国际贸易、污水处理等，保持稳步发展，逐渐成为公司重要的收入来源；产业及金融投资尚处于发展初期，投资收益规模尚小，但能为公司利润形成补充。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2019 年~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，均采用期末数。公司各期财务报告均按新会计准则编制。

合并范围变化方面，2021 年，公司注销的子公司为长沙市岳麓区先导国际贸易有限公司。同期，公司纳入合并范围的新设子公司包括湖南城发智慧维通科技有限公司、长沙城发恒世置业有限公司、长沙城发恒晟置业有限公司和长沙城发恒城置业有限公司。同期，公司划出的子公司为湖南先导融资担保有限公司，失去控制权的子公司为：长沙先导高芯投资合伙企业（有限合伙）。

**跟踪期内，公司营业毛利率有所回落，但受益于营业收入快速增长，公司利润总额保持增长趋势，经营性业务利润及投资收益是其主要构成**

公司营业收入主要包括土地开发及出让、房地产销售、商品销售、资产运营及其他等，近年来国际贸易业务规模扩张，带动公司营业收入逐年增长，营业毛利率在较低水平波动。分板块看，**土地开发及出让业务**受城市规划、片区供地节奏和土地市场行情影响较大，近年来营收规模持续下滑，该业务未来的营收表现仍取决于房地产市场景气情况及高铁西城片区的整体开发进度；受主管部门对一级土地出让政策性限价及公司各地块投入成本差异影响，公司土地业务毛利率水平较低且波动较大。**房地产销售**方面，受益各项目的持续交付，近年来公司房地产销售收入稳步增长，各期毛利率随着不同客群定位的项目交付呈现显著波动；完工在售物业的区位条件和去化情况均较好，主要在在建在售项目的销售进度已过半，但受制于房市整体景气低迷，公司物业去化或将承压。**国际贸易及油品销售**营收扩张迅速，已成为公司最重要的收入来源之一，但随着微利的成品油批发业务占比扩大，该业务对公司盈利的贡献较为有限。公司资产运营及其他业务<sup>1</sup>板块包含广告、物业管理等，整体运营平稳，丰富了公司收入来源。2022 年 1~3 月，公司实现营业收入总收入 42.10 亿元，主要为商品销售收入和房地产销售收入，营业毛利率为 8.83%。

表 11：近年来公司各业务毛利率情况（%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
土地开发及出让	69.52	49.46	20.15	--
房地产销售	14.09	15.83	23.09	7.20
商品销售	48.43	113.99	153.50	33.11
资产运营及其他	37.27	6.38	6.69	1.53
其他业务	1.20	0.74	1.44	0.26
<b>合计</b>	<b>170.52</b>	<b>186.40</b>	<b>204.88</b>	<b>42.10</b>
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
土地开发及出让	3.69	6.30	7.73	--
房地产销售	11.22	32.43	19.57	24.94
商品销售	1.42	2.44	2.43	1.91
资产运营及其他	15.89	65.25	70.72	74.18
其他业务	79.77	69.40	57.01	59.98
<b>合计</b>	<b>6.87</b>	<b>8.42</b>	<b>7.50</b>	<b>8.83</b>

注：1、2021 年其他业务收入含水费及污水处理收入；2、2019 年资产运营及其他收入中含先导能源的成品油批发及零售收入，2020 年起该

<sup>1</sup> 自 2020 年起，公司将先导能源的成品油批发及零售收入由资产运营及其他板块纳入商品销售板块统计，故当期资产运营及其他收入较上年大幅减少。

项收入纳入商品销售板块统计；3、由于四舍五入，合计数与加总数存在差异

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来公司营业收入逐年增长，公司管理费用实现仍逐年下降，债务规模亦逐年缩减，但2020年以来公司财务费用规模显著上升，叠加贸易业务规模扩张下销售费用逐年增长，公司期间费用合计和期间费用率均呈持续攀升趋势。整体看来，公司期间费用率仍处于相对较低水平。

经营性业务利润是公司利润总额的主要来源，投资收益对利润总额形成一定补充。2019~2021年，公司利润总额逐年增加，其中经营性业务利润分别为5.25亿元、7.90亿元和4.03亿元，2021年受营业毛利率下滑及期间费用上升影响，经营性业务利润显著下滑。公司投资收益主要来源于先声产投所投资项目的分红以及项目退出收益等，近年来有所波动，2021年公司投资收益上升至3.95亿元，主要来自公司持有湖南省内若干农商行股份、参股房地产项目公司在权益法下确认的投资收益，以及其他权益工具投资持有期间的分红。2022年1~3月，公司利润总额为1.47亿元，其中经营性业务利润为1.40亿元。

公司将土地整理开发业务经营回款计入收回投资收到的现金和销售商品、提供劳务收到的现金，近年来有所滞后，同时随着公司贸易业务收入占比提升，公司收现比指标呈现波动趋势，但2019~2021年均小1。

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
财务费用	1.87	3.22	5.86	0.37
管理费用	3.27	2.87	2.46	0.40
销售费用	1.02	1.56	1.89	0.45
期间费用合计	6.27	7.72	10.27	1.23
营业总收入	170.52	186.40	204.88	42.10
营业毛利率（%）	6.87	8.42	7.50	8.83
期间费用率（%）	3.67	4.14	5.01	2.92
经营性业务利润	5.25	7.90	4.03	1.40
投资收益	1.22	0.55	3.95	0.07
利润总额	7.05	8.15	8.75	1.47
收现比（X）	0.76	0.71	0.86	0.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内公司总资产规模小幅缩减，其中以土地资产、开发成本为主的存货占比较高，资产流动性较弱；同时，公司总债务及总资本化比率逐年下降，但短期债务占比仍偏高，债务结构有待改善**

跟踪期内公司总资产规模小幅缩减，以流动资产为主，近年来流动资产在总资产中的占比保持在70%以上。

公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，近年来随着利润积累以及少数股东权益变动而逐年增加。公司实收资本保持稳定，2020年部分子公司无偿划转至长沙城发集团以及公司收购少数股东股权，使得资本公积减少3.09亿元，同期由于留存利润转资本公积11.77亿元，从而推动当期末资本公积同比增加8.75亿元至141.81亿元；2021年末公司资本公积较上年末减少1.01亿元，主要系公司留存利润转增资本公积1.81亿元，同时因长沙市土地调拨减少资本公积2.86亿元。

近年来公司债务规模及总资本化比率持续下降，截至2022年3月末，总债务及总资本化比率分别为276.58亿元和50.42%。但随着公司产业投资及国际贸易业务规模扩张，短期债务占总债务的比重整体有所上升，截至2022年3月末，短期债务/总债务为0.42倍，公司债务结构有待改善。

公司资产以存货、货币资金、应收类款项、长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产为主。从资产流动性来看，公司存货主要由公司开发完成待挂牌交易的土地资产、在开发土地及项目开发成本构成，截至2021年末，公司存货中土地资产及已完成开发的成本合计为277.20亿元，其变现能力受当地政策及市场影响较大；此外，公司持有的长期股权投资、其他权益工具投资和投资性房地产投资回收周期相对较长。整体来看，公司资产流动性较弱。从资产收益性来看，公司存货中的土地开发成本为其带来了较大规模的收入和现金流，但2021年下半年以来，房企投资热情及投资能力双双回落，公司土地相关开发投入的资金回笼和收益实

现面临较大压力；投资性房地产系子公司长沙先导资产经营管理有限公司购入的用于出租的经营性房地产以及控股子公司长沙综合交通枢纽建设投资有限公司原用于出售的房产转为出租，能带来一定的租金收入；此外，公司拥有一定规模的可其他权益工具投资和长期股权投资，能够为公司带来一定规模的投资收益。

截至 2022 年 3 月末，公司应收类款项余额为 32.88 亿元，占当期末总资产的 4.68%，比例较小并保持逐年缩减趋势。其中，应收账款的应收对象主要为湖南湘江时代供应链管理有限公司、湖南四建贸易有限公司、冀中宏远国际贸易有限公司等，2021 年以来由于湘江新区管理委员会财政局及长沙市望城区滨水新城管理委员会等政府单位及其派出机构的回款而大幅减小。其他应收款对象主要包括长沙市轨道交通集团有限公司、长沙市麓山城市建设投资有限责任公司、长沙公共资源交易中心等同区域国有企业及政府部门，以及长沙恒德卓伯根投资有限公司、长沙江嵘置业有限公司等参股公司。

**表 13：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	694.41	717.42	713.30	703.25
所有者权益合计	253.53	273.78	270.67	272.01
总债务	361.35	352.25	291.05	276.58
短期债务	133.47	156.03	124.16	116.61
长期债务	227.88	196.22	166.88	159.97
短期债务/总债务 (X)	0.37	0.44	0.43	0.42
总资本化比率 (%)	58.77	56.27	51.81	50.42
存货	395.58	391.52	399.73	401.16
货币资金	60.66	46.46	49.32	37.75
长期股权投资	42.59	30.08	30.27	30.63
投资性房地产	37.02	36.97	37.97	38.83
可供出售金融资产	17.94	85.72	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	57.75	57.75
其他非流动金融资产	0.00	0.00	34.48	35.38
实收资本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	133.06	141.81	140.80	140.80
未分配利润	16.10	10.70	17.45	18.72
少数股东权益	0.90	17.19	1.89	1.91
应收类款项/总资产 (%)	7.82	7.73	5.39	4.68

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司经营活动净现金流保持正流入，但**

**各偿债指标偏弱；同时，公司货币资金无法覆盖短期债务，公司仍面临一定的短期偿债压力**

公司经营活动现金流主要来源于土地开发增值收益返还、房地产开发及资产运营业务，近年来经营活动净现金流呈现波动态势，但均呈净流入状态。公司投资活动现金流入主要来源于前期垫付的土地开发成本补偿，投资活动现金流出主要系公司基础设施建设、土地开发及股权投资等，其中 2020 年及 2021 年投资活动现金净流出较多，主要系产业及金融板块投资支出规模较大所致。近年来公司偿还债务支出逐年增加，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，筹资活动现金流持续呈净流出状态，近年来公司净融资规模持续为负，债务规模逐年缩减。

公司 EBITDA 逐年增长，经营活动净现金流持续净流入，随着公司债务规模的缩减，近年来 EBITDA 及经营活动净现金流对总债务的覆盖能力趋向改善，但仍处较弱水平。此外，截至 2022 年 3 月末，公司短期债务为 116.61 亿元，主要为公司一年内到期的长期借款和应付债券，同期末货币资金/短期债务为 0.32 倍，公司仍面临一定的短期偿债压力。2022 年 4~12 月、2022 年及 2023 年，公司到期债务分别为 106.27 亿元、64.71 亿元和 66.61 亿元，公司债务期限较短，近三年偿债压力均较大，公司整体本息偿付安排仍需依赖长沙城发集团整体的资金调配。

**表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
销售商品、提供劳务收到的现金	130.27	131.75	176.86	37.82
经营活动净现金流	16.91	19.98	18.54	1.04
投资活动净现金流	2.21	-14.82	-10.36	0.02
筹资活动净现金流	-24.23	-19.50	-5.31	-12.63
EBITDA	10.06	13.75	15.33	--
总债务/EBITDA	35.91	25.62	18.98	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.48	0.81	0.87	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.81	1.18	1.06	0.65
货币资金/短期债务	0.45	0.30	0.40	0.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司受限资产及对外担保金额均较小，保有一定的备用流动性**



截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 4.94 亿元，均为股权质押，受限资产占总资产的比例很小。

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 5.39 亿元，占同期末净资产的比例很小；被担保企业主要为中节能先导城市节能有限公司及长沙长房恒伟房地产开发有限公司。

截至 2022 年 3 月末，公司获得的银行授信共计 423.63 亿元，尚未使用的额度为 254.82 亿元，有一定的备用流动性。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 27 日，近五年公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

## 外部支持

**公司是长沙市重要的基础设施建设主体和湘江新区范围内城市资源的综合运营商，可持续获得长沙市政府及股东在资金、资产和政策等多方面的支持**

长沙市作为湖南省省会城市，现代产业发展向好，经济财政实力很强且持续增长，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

公司是长沙市湘江新区范围内城市资源的综合运营商。同时，根据长沙市人民政府办公厅《长沙市平台公司转型和国有资本优化布局行动方案》（长办发[2018]22 号），公司是长沙市四家投资类国有企业之一，主要以股权管理、产业投资、资本运作等方式从事国有资本投资的企业。此外，根据长沙市政府规划，公司将增加金融控股平台建设主业，整合归集长沙市级金融类国有股权，成为长沙市综合性金融控股平台，区域地位显著。

从历史获得支持情况来看，资本注入方面，长沙市政府除每年按照章程规定按时足额缴纳现金出资外，还将所持有的吉祥人寿、湖南机场的股权以及土地等优质资产逐步注入公司。

资金支持方面，公司自成立起，获得来自中央、

省级、市级、湖南湘江新区管委会等各级政府的资金支持，包括公司从长沙市政府和湖南湘江新区管委会直接收到针对公司重大项目的多种形式财政资金；湖南湘江新区管委会代表湖南省政府向公司提供财政资金以及中央政府提供的财政资金等；其中，2019~2021 年，公司获得的各项财政补助分别为 1.00 亿元、0.89 亿元和 0.64 亿元。

此外，为支持公司发展，长沙市政府出台了较多文件，对公司发展予以支持。

**表 15：近年来公司获得的主要政策支持情况**

支持性文件	文件内容
长府阅[2013]223 号	长沙市政府同意将城区湘江以西区域的新建加油（气）站资源注入公司，为公司能源产业业务发展提供了政策支持。
湘新管发[2016]25 号	湖南省政府将湖南金融中心定位为湘江新区范围内，湖南金融中心是湖南省唯一的省级金融中心，按照政府主导、全业态集聚的要求推进规划建设和运营，将建设成为立足湖南、辐射中西部的区域性金融中心；湖南金融中心位于公司基础设施建设和土地开发业务区域范围内，能够有效带动区域发展。
湘发[2016]12 号	
长府阅[2018]58 号	长沙市政府同意高铁西城片区开发建设，高铁西城片区规划总面积 35 平方公里，其中核心区用地面积 12.38 平方公里，预计总投资 350 亿元；湘江新区管委会为高铁西城片区开发主体，同时委托公司负责高铁西城站场配套设施项目具体建设，并由公司作为 PPP 产业新城开发项目的政府出资代表，为公司发展带来新的空间。
长办发[2018]22 号	为补齐长沙市本级金融业态短板，长沙市国资委支持公司将增加金融控股平台建设主业，整合归集市本级金融类国有股权，打造全牌照、全产业链、多元化支撑的综合性金融控股平台，为建设湖南金融中心提供支撑。

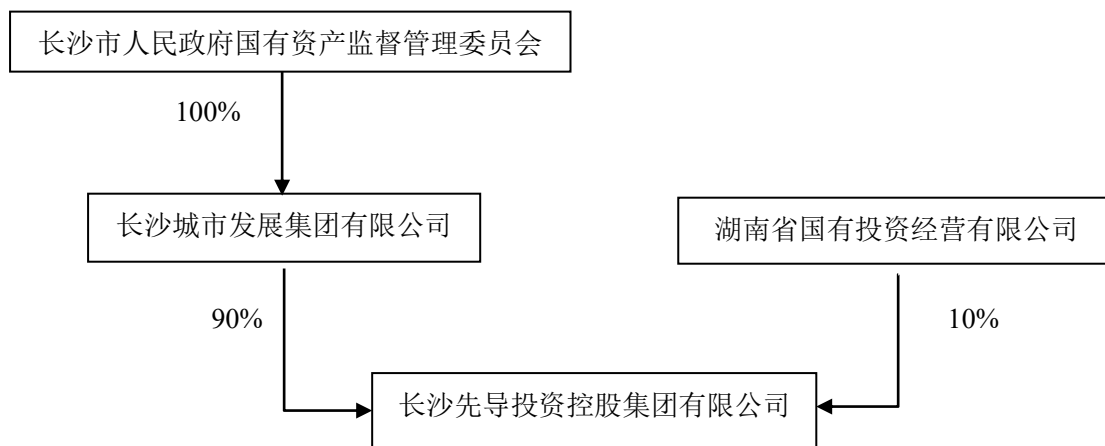
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**中诚信国际认为**，鉴于长沙市很强的经济实力、湘江新区重要的职能以及公司在长沙市及湘江新区的重要地位，预计公司将继续获得股东的大力支持。

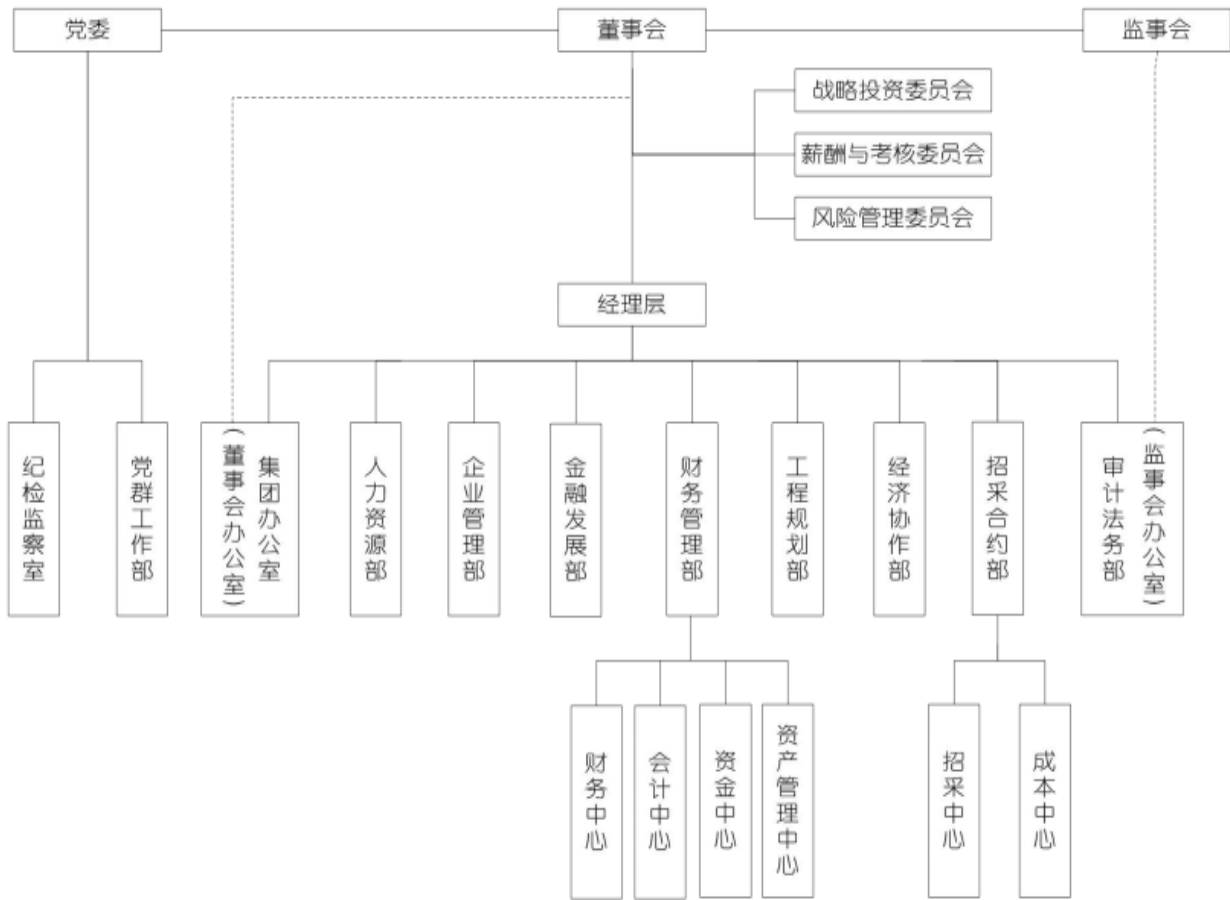
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持长沙先导投资控股集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 先导 01”、“21 先导 02”和“21 先导 03”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：长沙先导投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



全称	简称	股比
长沙湘江新城投资有限公司	湘江新投	100%
长沙市滨江新城建设开发有限责任公司	滨江新城公司	100%
长沙月亮岛文旅新城投资有限公司	月亮岛新投	100%
长沙先导洋湖建设投资有限公司	洋湖建设	100%
长沙先导酒店投资有限公司	先导酒店	100%
长沙高铁西城建设投资有限公司	高铁西城公司	60%
长沙城发恒伟置业有限公司	恒伟置业	100%
湖南先导能源有限公司	先导能源	100%
湖南先导国际贸易有限公司	先导国贸	100%
长沙先导洋湖再生水有限公司	洋湖再生水公司	100%
长沙先导产业投资有限公司	先导产投	100%



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：长沙先导投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	606,623.68	464,569.11	493,237.04	377,531.73
应收账款	247,080.40	261,418.94	68,845.26	60,445.11
其他应收款	294,600.86	291,169.88	313,895.86	266,905.64
存货	3,955,780.32	3,915,223.04	3,997,303.00	4,011,629.41
长期投资	605,283.43	1,157,980.64	1,225,736.33	1,238,357.88
在建工程	93,038.11	70,100.75	107,037.51	121,672.03
无形资产	30,348.50	17,601.96	16,440.39	16,266.82
总资产	6,944,086.88	7,174,167.42	7,133,046.07	7,032,515.39
其他应付款	324,222.29	284,749.42	779,887.23	730,903.60
短期债务	1,334,727.31	1,560,283.03	1,241,648.30	1,166,122.72
长期债务	2,278,800.94	1,962,245.12	1,668,841.91	1,599,652.31
总债务	3,613,528.25	3,522,528.15	2,910,490.21	2,765,775.03
总负债	4,408,804.18	4,436,327.21	4,426,358.16	4,312,384.19
费用化利息支出	19,371.26	45,593.36	55,932.59	3,560.32
资本化利息支出	188,327.03	123,715.05	119,664.96	12,293.07
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	8,967.20	171,865.78	18,890.67	19,130.92
所有者权益合计	2,535,282.70	2,737,840.21	2,706,687.91	2,720,131.20
营业总收入	1,705,182.64	1,863,958.89	2,048,781.61	421,022.08
经营性业务利润	52,466.36	79,031.15	40,341.70	13,971.86
投资收益	12,225.19	5,515.27	39,512.22	700.00
净利润	61,828.03	66,517.88	70,007.57	12,677.91
EBIT	89,893.28	127,088.41	143,420.75	18,283.38
EBITDA	100,618.51	137,517.80	153,314.51	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,302,725.14	1,317,538.61	1,768,621.99	378,217.76
收到其他与经营活动有关的现金	350,416.10	266,956.68	599,202.65	54,167.83
购买商品、接受劳务支付的现金	1,122,064.69	1,078,426.55	1,596,819.88	377,744.06
支付其他与经营活动有关的现金	295,921.99	239,721.82	478,585.84	24,314.63
吸收投资收到的现金	1,407.00	160,800.00	1,940.00	200.00
资本支出	48,843.33	41,234.96	79,658.14	33,119.17
经营活动产生现金净流量	169,148.32	199,797.16	185,357.17	10,354.09
投资活动产生现金净流量	22,092.48	-148,165.58	-103,590.89	220.31
筹资活动产生现金净流量	-242,272.06	-194,952.21	-53,117.16	-126,340.89
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	6.87	8.42	7.50	8.83
期间费用率（%）	3.67	4.14	5.01	2.92
应收类款项/总资产（%）	7.82	7.73	5.39	4.68
收现比（X）	0.76	0.71	0.86	0.90
总资产收益率（%）	1.32	1.80	2.00	--
资产负债率（%）	63.49	61.84	62.05	61.32
总资本化比率（%）	58.77	56.27	51.81	50.42
短期债务/总债务（X）	0.37	0.44	0.43	0.42
FFO/总债务（X）	0.02	0.03	0.03	--
FFO 利息倍数（X）	0.37	0.71	0.55	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	0.81	1.18	1.06	--
总债务/EBITDA（X）	35.91	25.62	18.98	--
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.09	0.12	--
货币资金/短期债务（X）	0.45	0.30	0.40	0.32
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.48	0.81	0.87	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、已将各期租赁负债调整至长期债务科目；3、公司各年度财务报表均按新会计准则编制，均为各期报表期末数；4、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，故部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。