



# 长沙先导投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行人公司债券 (第一期) 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20240575D-01

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注评级对象的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素的重大变化，对本期债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccx.com.cn](http://www.ccx.com.cn)）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后 3 个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 7 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 3 月 7 日

<b>发行人</b>	长沙先导投资控股集团有限公司	
<b>本期债项评级结果</b>	长沙先导投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）	AAA
	长沙先导投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）	AAA

<b>发行要素</b>	本期债券发行金额不超过 24.52 亿元（含），分为两个品种，品种一期限为 10 年，附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 10 年。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券募集资金拟用于偿还公司债券。	
-------------	--	--

<b>评级观点</b>	中诚信国际认为长沙市经济财政实力持续增强，潜在的支持能力很强；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”或“发行人”）是长沙市湘江新区范围内城市资源的综合运营商和长沙市重要的产业投资主体，近年来获得了长沙市政府及股东长沙城市发展集团有限公司（以下简称“长沙城发”）的有力支持，长沙市政府对公司的支持意愿较强，区域地位重要。此外，公司债务规模整体呈缩减态势。同时，需关注公司土地开发业务受市场和政策影响较大，资产质量一般以及面临一定的短期债务压力等因素对其经营及信用状况造成的影响。	
-------------	---	--

<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>区域经济财政实力持续增强。</b>长沙市作为湖南省省会城市，现代产业发展向好，经济财政实力持续增强；且湘江新区管控范围扩大，为公司发展提供了良好的外部环境。</li><li>■ <b>公司地位重要，获得了政府及股东的有力支持。</b>公司是长沙市湘江新区重要的开发建设主体和长沙市重要的产业投资主体，是长沙城发的核心子公司，地位重要，获得了来自省、市及湘江新区管委会等各级政府部门以及股东长沙城发的有力支持。</li><li>■ <b>公司业务多元化发展。</b>公司立足于土地开发及基础设施建设业务，稳步推进房地产销售、商品销售、资产运营、污水处理等多元化业务发展，业务竞争力很强。</li></ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>土地开发业务受市场和政策影响较大。</b>土地开发业务是公司重要收入来源，但该业务易受房地产市场及相关政策影响，近年来该业务收入呈波动态势，未来亦存在不确定性。</li><li>■ <b>资产质量一般。</b>公司资产中以土地资产和开发成本为主的存货占比较高，资产流动性一般；此外，公司持有的其他权益工具投资及长期股权投资等形成的投资收益规模尚小且呈波动态势，整体来看，公司资产质量一般。</li><li>■ <b>面临一定的短期债务压力。</b>近年来公司短期债务占总债务比重虽持续下降，但仍保持较大规模，截至2023年9月末，公司短期债务为96.28亿元，同期末，公司可用货币资金对短期债务的覆盖能力有限，公司面临一定的短期债务压力。</li></ul>		

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：朱航园 hyzhu@ccxi.com.cn

张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

长沙先导（合并口径）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
资产总计（亿元）	720.31	713.33	694.61	730.31
经调整的所有者权益合计（亿元）	275.90	270.58	264.78	274.66
负债合计（亿元）	444.41	442.76	429.83	455.65
总债务（亿元）	356.40	291.05	287.79	304.32
营业总收入（亿元）	186.40	204.88	250.48	194.82
经营性业务利润（亿元）	7.90	4.03	5.69	4.98
净利润（亿元）	6.65	7.00	7.18	6.10
EBITDA（亿元）	13.85	15.34	15.41	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	19.98	18.54	13.50	3.13
总资本化比率（%）	56.37	51.82	52.08	52.56
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.82	0.87	1.28	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年三季度财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司长期应付款中的带息债务计入长期债务；3、财务报告按照新会计准则编制，分析时 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数，2023 年三季度财务数据为财务报表期末数；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 发行人概况

长沙先导投资控股集团有限公司成立于 2008 年 7 月 11 日，成立时注册资本 100.00 亿元。截至 2023 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 100.00 亿元，长沙城发及湖南省国有投资经营有限公司（以下简称“湖南省国投”）分别持有公司 90.00%及 10.00%的股权，公司实际控制人为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”）。公司是长沙市湘江新区范围内城市资源的综合运营商，亦是长沙城发的核心子公司，负责区域内的土地开发及出让、房地产销售、资产运营和产业投资等业务。

表 1：截至 2022 年末公司重要子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2022 年末			2022 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
长沙市滨江新城建设开发有限责任公司	滨江公司	100.00	185.14	133.33	27.98	8.51	0.23
长沙先导洋湖建设投资有限公司	洋湖建投	100.00	88.93	78.02	12.27	22.49	1.24
湖南先导能源有限公司	先导能源	100.00	20.73	3.98	80.80	59.26	0.41
湖南先导国际贸易有限公司	先导国贸	100.00	45.64	6.80	85.10	125.28	0.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

### 发行条款

本期债券发行金额为不超过 24.52 亿元（含 24.52 亿元）。本期债券分为两个品种，品种一期限为 10 年，附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 10 年。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，每年付息一次，不计复利，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债券。

## 发行人信用质量分析概述

### 区域环境

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。截至 2022 年末，长沙市常住人口为 1,042.06 万人。

近年来，长沙市以智能装备制造、电子信息、新材料、生物制药、食品等为主要产业，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；同时，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。2022 年，长沙市实现地区生产总值(GDP)为 13,966.11 亿元，经济总量在全省 14 个地市（州）中排名第一，增速为 4.50%；分产业看，第一产业增加值 451.30 亿元，同比增长 3.6%；第二产业增加值 5,589.58 亿元，同比增长 6.2%；第

三产业增加值 7,925.24 亿元，同比增长 3.4%。同年，长沙市人均地区生产总值为 13.40 万元，亦居省内首位。2023 年，长沙市实现地区生产总值(GDP)为 14,331.98 亿元，同比增长 4.8%。

表 2：2022 年湖南省下属地市（州）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
湖南全省	48,670.37	-	7.37	-	3,101.80	-
<b>长沙市</b>	<b>13,966.11</b>	<b>1</b>	<b>13.40</b>	<b>1</b>	<b>1,201.80</b>	<b>1</b>
岳阳市	4,710.67	2	9.39	3	185.04	5
常德市	4,274.50	3	8.20	5	209.65	2
衡阳市	4,089.69	4	6.22	7	194.97	3
株洲市	3,616.80	5	9.34	4	190.88	4
郴州市	2,980.49	6	6.43	6	175.31	6
湘潭市	2,697.54	7	9.98	2	127.43	9
邵阳市	2,599.18	8	4.05	12	127.97	8
永州市	2,410.28	9	4.69	10	158.58	7
益阳市	2,108.02	10	5.56	8	100.12	11
娄底市	1,929.50	11	5.13	9	91.71	12
怀化市	1,877.64	12	4.15	11	119.56	10
湘西州	817.53	13	3.32	14	74.59	13
张家界市	592.39	14	3.94	13	35.39	14

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

持续增长的经济生产总值带动长沙市财政实力稳步提升，其中一般公共预算收入逐年增长且税收收入占比相对稳定。从收支结构上看，长沙市财政自给能力不断改善，但地方综合财力对土地出让和上级补助收入较为依赖。2022 年，长沙市实现地方一般公共预算收入 1,201.80 亿元，同比增长 1.13%，剔除减免缓退税等不可比因素影响，同口径增长 8%；受到房地产市场下行的影响，长沙市 2022 年政府性基金收入为 1,065.25 亿元，同比下降 14.53%。再融资环境方面，截至 2022 年末，长沙市显性债务率<sup>1</sup>为 107.13%，目前已突破国际 100%警戒标准，但在全省位于较低水平，债务风险整体可控。2023 年，长沙市实现地方一般公共预算收入 1,227.07 亿元，同比增长 2.1%，剔除增值税留抵退税等因素影响，同口径增长 7.03%，但政府性基金收入持续下降。此外，长沙市内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，直融市场较为活跃，整体再融资环境较好。

表 3：近年来长沙市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023
GDP（亿元）	12,142.52	13,270.70	13,966.11	14,331.98
GDP 增速(%)	4.0	7.5	4.5	4.8
人均 GDP（万元）	12.08	12.96	13.40	--
固定资产投资增速(%)	6.2	8.2	5.1	-6.8
一般公共预算收入（亿元）	1,100.09	1,188.31	1,201.80	1,227.07
政府性基金收入（亿元）	1,093.41	1,246.31	1,065.25	902.38
税收收入占比(%)	73.36	74.04	70.97	--
公共财政平衡率(%)	74.32	77.08	77.61	75.43

注：1、2023 年长沙市部分经济财政数据尚未公布；2、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%，公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：长沙市人民政府官网，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 显性债务率=地方债务余额/当年政府综合财力\*100%。

湖南湘江新区位于湖南省长沙市湘江西岸，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意产业聚集区，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。

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；2022 年 10 月，长沙市人民政府赋予湖南湘江新区第一批市级经济社会管理权限 789 项，由湘江新区管委会独立行使；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。2022 年，湘江新区把先进制造业作为高质量发展的“压舱石”，智能制造装备和工程机械等产业集群优势凸显，新材料、电子信息、生物医药等支柱产业集群产值分别增长 56.7%、8.4%、12.4%，高技术制造业总产值增长 46.7%，制造业增加值占 GDP 比重达 36.5%。2022 年，湘江新区实现 GDP4,282.30 亿元，增长率为 5.0%，经济总量在全国国家级新区中位居第六，其中第一产业增加值 154.3 亿元，增速 2.6%；第二产业增加值 2,079.0 亿元，增速 6.5%；第三产业增加值 2,049.0 亿元，增速 3.7%。

2022 年 6 月，湖南省委、省政府作出湖南湘江新区、长沙高新区<sup>2</sup>、岳麓区<sup>3</sup>“三区融合”的决定，实行“区政合一”的运行模式，湖南湘江新区体制机制改革后具体分为直管区域、托管区域和统筹区域。其中，直管区域包括岳麓区全境，托管区域包括望城区白箬铺镇、白马街道、雷锋街道、金山桥街道和黄金园街道，统筹区域包括宁乡经开区、望城经开区、宁乡高新区、湘江新区规划范围内的宁乡和望城其他区域以及岳阳湘阴片区、湘潭九华片区。新区直管区和托管区合称为直属区，直属区总面积达 790 平方公里、常住人口超 210 万人，形成与统筹区协同发展的新格局。湘江新区管委会对直属区的经济发展、财政收支和人事任命等事项进行一体化管理，统筹区作为湘江新区的政策协同区，新区管委会只对其进行产业布局等宏观层面的协调，具体的经济发展、财政收支、社会管理事务主要由各属地政府负责。从财政收支的统计范围来看，目前湘江新区的财政收入和支出范围仅包含直属区，统筹区的财政收支不纳入湘江新区的统计范围。

2022 年，湘江新区税收收入占比达到 86.50%，一般公共预算收入质量较高，同时财政自给能力强。另外，政府性基金收入是地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，具有一定波动性。再融资环境方面，截至 2022 年末，湘江新区政府债务余额为 345.81 亿元，地方政府显性债务余额持续增长，但显性债务率尚未突破国际 100%警戒线标准，债务压力整体可控；区域内城投企业主要通过银行借款和发行债券等渠道融资，直融市场融资渠道较为畅通，区域内发债主体未出现债务违约事件，债券市场发行利差在省内处于相对较低水平，整体再融资环境尚可。

<sup>2</sup> 长沙高新区创建于 1988 年，1991 年获首批国家级高新区，规划总面积 140 平方公里，托管麓谷、雷锋、东方红、白马 4 个街道；园区形成了先进装备制造、新一代信息技术（移动互联网）、新能源与节能环保的“两主一特”产业聚集区和新材料、生物医药与健康、现代服务业等优势产业集群，移动互联网、航空航天、信息安全、增材制造、新能源装备、先进储能材料、军民融合、文化创意、绿色节能、人工智能、区块链等新兴产业正加速集聚。2021 年，长沙高新区实现一般公共预算收入 6.20 亿元，一般公共预算支出 79.25 亿元，财政平衡率为 7.82%；同期，长沙高新区实现政府性基金收入 75.08 亿元、上级补助收入 86.34 亿元；截至 2021 年末，长沙高新区政府债务余额为 119.42 亿元。

<sup>3</sup> 岳麓区位于长沙湘江西滨，辖 15 个街道、2 个镇、2 个景区管理处、1 个高新技术产业开发区，157 个村、社区，总面积 552 平方公里。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。2022 年，岳麓区实现 GDP1,562.12 亿元，增速为 4.7%；同期，全区实现一般公共预算收入 74.97 亿元，其中税收收入为 62.23 亿元，一般公共预算支出 90.99 亿元，财政平衡率为 82.39%；同期，岳麓区实现政府性基金收入 21.02 亿元；截至 2022 年末，岳麓区政府债务余额为 78.27 亿元。

表 4：近年来湖南湘江新区经济财政实力概况

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	2,511.32	3,674.21	4,282.30
GDP 增速（%）	4.0	8.4	5.0
人均 GDP（万元）	9.97	10.89	--
固定资产投资增速（%）	6.4	9.9	7.9
一般公共预算收入 <sup>4</sup> （亿元）	12.46	6.23	237.00
政府性基金收入（亿元）	204.04	162.28	264.00
税收收入占比（%）	0.00	0.00	86.50
上级补助收入（亿元）	84.44	82.87	--
一般公共预算支出（亿元）	62.29	55.64	213.21
公共财政平衡率（%）	20.00	11.20	111.16

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%，公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；2、2022 年的数据均为三区合并后的经济财政数据；3、因 2022 年末湘江新区常住人口数据尚未反馈，故湘江新区管委会暂无法提供 2022 年人均 GDP 数据；4、2022 年上级补助收入已纳入一般预算收入统计；5、自 2021 年起，湘江新区 GDP 数据包含湘阴新片区、九华新片区数据。

资料来源：湘江新区官网、湘江新区管委会提供，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，公司业务风险很低。公司是长沙市核心区域湘江新区重要的城市运营商，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，业务呈多元化发展，业务竞争力很强；同时，公司各项业务运营稳定，土地开发、基础设施建设、房地产销售等板块在建及储备项目较为充足，业务稳定性和可持续性较强。公司还是长沙市重要的产业投资主体，近年来保持了较大的在投资产规模，并获取了一定的投资收益，但其中部分投资项目的公允价值波动对公司其他综合收益造成一定影响。值得注意的是，公司开发项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力，且土地开发出让及房地产销售受房地产市场及政策影响较大，后续收入实现存在一定不确定性，需持续关注公司后续经营情况。

表 5：2020~2022 年及 2023 年 1~9 月公司营业收入、毛利率构成及投资收益情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发及出让	49.46	26.53	6.30	20.15	9.84	7.73	30.74	12.27	5.64	16.21	8.32	3.22
房地产销售	15.83	8.49	32.43	23.09	11.27	19.57	26.95	10.76	19.36	24.79	12.72	11.63
商品销售	113.99	61.15	2.44	153.50	74.92	2.43	184.28	73.57	2.09	146.72	75.31	1.70
资产运营及其他	6.38	3.42	65.25	6.69	3.26	70.72	7.14	2.85	66.29	6.06	3.11	78.63
其他业务	0.74	0.40	69.40	1.44	0.70	57.01	1.38	0.55	56.52	1.04	0.53	44.65
营业收入/毛利率合计	186.40	100.00	8.42	204.88	100.00	7.50	250.48	100.00	6.51	194.82	100.00	5.71
投资收益			0.55			3.95			2.89			1.98

注：1、公司其他业务收入包括水费及污水处理收入等；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 土地开发及出让板块

2022 年以来公司土地开发及出让业务收入有所回升，储备项目仍较为充足，剩余可出让土地面积较大，整体业务稳定性及可持续性较强；但该业务受房地产调控政策及市场变化影响较大，需持

<sup>4</sup> 2020~2021 年，湖南湘江新区预算是长沙市本级预算的组成部分，湘江新区的一般预算收入为纯非税收收入，税收收入由长沙市本级先征后返，以上级补助收入的形式返还给湘江新区；2022 年，湖南湘江新区、长沙高新区和岳麓区实行“区政合一”的运行模式，当年的一般预算收入包含原湘江新区、岳麓区和长沙高新区的数据，统计口径较往年有所变化。



### 续关注公司后续土地出让及项目推进情况。

公司土地开发及出让业务主要由长沙湘江新城投资有限公司、滨江公司、长沙月亮岛文旅新城投资有限公司、洋湖建投以及长沙高铁西城建设投资有限公司（以下简称“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。

2022 年以来，公司土地开发及出让业务的运营模式未发生变化，仍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，整理完毕后将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）协议的框架下开展工作，其中公司作为长沙城发的出资代表方，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高铁西城公司，公司持股 60%。

从业务开展来看，土地开发出让业务仍是公司主要收入来源之一，2022 年公司土地开发出让收入有所回升，但仍未达到 2020 年水平。同时，受主管部门对于一级土地出让政策性限价、近年来公司出让的土地性质及地块区域位置有所差异、以及受土地市场波动等因素影响，公司土地开发出让业务毛利率同比小幅回落。截至 2023 年 9 月末，公司在整理的土地开发项目规模较大，剩余可出让的土地较为充足，其中高铁西城片区剩余可以出让土地规模较大，随着该片区的开发推进，未来可为公司收入提供有力支撑。整体来看，公司业务可持续性较强，但土地出让受房地产市场及当地土地相关政策影响较大，2022 年房地产行业整体低迷，房地产开发投资及土地投资探底，未来随着支持政策的持续发力，行业基本面或将持续修复，但公司收入实现仍有较大不确定性，需持续关注公司未来土地挂牌出让及项目推进情况。

**表 6：截至 2023 年 9 月末公司主要整理的土地项目情况（亩）**

项目片区	可出让总面积	已出让面积	剩余可出让面积
洋湖片区	5,185.00	4,521.26	663.74
滨江片区	2,790.40	2,295.70	494.70
湘江新城片区	1,599.00	1,533.27	65.73
高铁西城片区	6,596.00	195.94	6,400.06
其他	324.87	324.87	0.00
<b>合计</b>	<b>16,495.27</b>	<b>8,871.04</b>	<b>7,624.23</b>

注：部分项目数据经测算后有所调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 基础设施建设板块

公司尚有一定规模的在建及拟建项目，仍有一定的投资压力；同时，该业务资金平衡主要依靠地方财政资金，需对项目建设支出以及后续资金平衡情况保持持续关注。

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 2023 年 3 月末，公司尚有一定规模的在建及拟建基础设施建设项目，但仍面临一定的资本支出压力。同时，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 7：截至 2023 年 3 月末公司主要在建的市政项目情况（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
洋湖公交首末站	2021-2023	0.51	0.57
洋湖再生水厂（三期）	2021-2023	5.90	5.45
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	2.06
长沙高铁西站综合客运枢纽	2021-2025	10.12	8.45
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	36.79	18.20
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	8.82	7.41
长沙高铁西城市政配套项目	2021-2025	9.14	2.28
月亮岛水利整改工程	2022-2023	7.50	2.82
洋湖安置保障房	2020~2023	6.66	6.56
三汊矶小学	2021-2023	2.18	1.99
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>89.75</b>	<b>55.79</b>

注：部分项目总投资经测算后有所调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 8：截至 2023 年 3 月末拟建的市政项目情况（亿元）**

拟建项目名称	预计总投资	资金来源及资金平衡方式
竹塘学校	3.00	片区成本
桐梓坡路拓改	1.52	财政资金
滨江片区地下管网整改修复工程	0.80	财政资金
西江小学（二期）	1.90	拟通过片区成本
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
<b>合计</b>	<b>22.80</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 房地产销售板块

公司房地产销售业务收入持续增长，在售项目量较大，但该业务易受政策调控及行业景气情况影响，需关注公司待售物业后续去化情况和项目推进情况。

公司房地产开发业务主要由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“恒伟地产”）运营，业务模式为自主商业开发模式。恒伟地产拥有房地产开发一级资质，其开发的商业地产项目分布在长沙市城区范围内，主要集中于湘江新区内，部分为促进湘江新区金融服务业发展相关的省市重大项目。

从业务开展来看，近年来公司房地产业务发展较快，销售收入保持增长趋势，2022 年公司收入确认主要来源于洋湖映、湘江财富金融中心及西中心等项目，上述项目 2022 年去化情况尚可。同时，受房地产市场行情和当年交付项目盈利水平差异的影响，近年来房地产销售业务毛利率呈下行态势。截至 2023 年 9 月末，公司在建房地产项目规模较大，项目储备较为充足，但后续面临较大的投资压力。同期末，公司在售的已完工及在建项目整体销售进度接近 50%，且已销售部分回款情况较好。项目及土地储备方面，2022 年以来，公司通过招拍挂共取得土地约 200 亩，土地总价款为 30.94 亿元，仍保持一定的购地节奏。未来随着公司房地产项目销售进度逐步推进，会为公司带来一定现金流入，但房地产业务易受政策调控及行业景气情况影响，近两年来各地房地产市场去化显著放缓，随着相关政策的持续发力，未来房地产行情或有所改善，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 9：截至 2023 年 9 月末公司主要在建房地产项目情况（亿元）

项目名称	类型	区域位置	总投资	已投资	预计开发时间
东风映 1897	住宅、公寓	开福区	16.10	14.87	2021-2024
时光印象	住宅、公寓、写字楼	岳麓区	48.27	36.69	2019-2025
滨江服务公寓	公寓、商业	岳麓区	1.85	1.31	2022-2024
洋湖映	住宅、公寓、写字楼	岳麓区	49.21	36.59	2021-2024
西宸之光	住宅、商业	望城区	43.57	20.31	2022-2028
君樾洋湖	住宅、商业	岳麓区	51.35	26.33	2023-2028
合计	--	--	210.35	136.10	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2023 年 9 月末公司主要房地产项目销售情况（亿元、%、万平方米）

项目名称	项目状态	已销售合同金额	回款金额	销售进度	可销售面积	已销售面积
西雅韵	已完工	6.96	6.96	98.00	6.22	6.11
湘江时代	已完工	16.17	16.15	93.00	13.40	12.51
湘江财富金融中心	已完工	33.92	33.92	58.25	29.51	17.19
洋湖人才公寓	已完工	15.70	15.08	57.00	20.62	11.82
东风映 1897	在建	10.30	9.87	59.00	11.14	6.48
时光印象	在建	39.34	37.43	77.21	50.48	38.97
洋湖映	在建	30.28	29.86	57.58	36.19	20.84
西宸之光	在建	1.75	1.65	5.00	41.23	2.04
君樾洋湖	在建	1.93	1.36	4.30	25.90	1.12
合计	--	156.35	152.28	509.34	234.69	117.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 商品销售板块

公司商品销售包含国际贸易和燃油销售，近年来快速扩张，系公司主要收入来源，但该业务毛利

率很低，对公司利润增长贡献有限，需关注贸易品种及燃油价格周期性波动对该业务的影响。

公司商品销售业务包括国际贸易和燃油销售业务，其中国际贸易业务由子公司先导国贸运营；燃油销售业务由子公司先导能源运营。

**国际贸易：**先导国贸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，主要业务包括自营外贸、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。

先导国贸经营产品种类较多，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。2020~2022 年及 2023 年 1~9 月，国际贸易业务收入分别为 87.78 亿元、105.40 亿元、125.28 亿元及 94.61 亿元，保持逐年扩张。其中，2022 年签订购销合同 4,653 笔，贸易额（已签约合同金额）约 308.40 亿元人民币，完成进出口贸易额为 10.10 亿美元。国际贸易业务是公司商品销售板块收入的主要构成，但该业务毛利率很低，近年来保持在 1%左右，该业务盈利水平较低。

表 11：2023 年 1~9 月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
MRI TRADING AG	43,553.27	进口货物
MAINLAND GROUP (HONG KONG) COMPANY LIMITED	46,279.60	进口货物
VAN LOI KON TUM JOINT STOCK COMPANY	39,723.07	进口货物
EXPRESS WELL RESOURCES PTE.LTD	61,049.42	进口货物
先进科技（香港）有限公司	55,271.85	进口货物
<b>合计</b>	<b>245,877.22</b>	<b>-</b>
单位名称	销售合同额	交易内容
上海锦燧国际贸易有限公司	60,063.40	货物销售
湖南新联益国际贸易有限公司	55,851.56	货物销售
中科联（北京）国际贸易有限公司	59,811.84	货物销售
卧龙矿业（上海）有限公司	66,902.96	货物销售
厦门国贸铜泽贸易有限公司	60,174.16	货物销售
<b>合计</b>	<b>302,803.92</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**燃油销售：**先导能源通过成品油批发贸易和零售等获取收入。成品油零售方面，先导能源前身系长沙先导于 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 2023 年 9 月末，公司共运营 15 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 个州市），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。2022 年公司燃油销售板块收入持续增长，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亦较为有限。

## 资产运营及其他业务板块

公司资产运营及其他业务包括产业及金融投资、污水处理等，丰富了公司收入来源，近年来合计收入持续增长。

**产业投资：**公司产业投资板块<sup>5</sup>主要由公司本部及子公司长沙先导产业投资有限公司（以下简称“先导产投”）运营。先导产投全权负责公司的产业投资、创业投资、基金管理、金融控股等业务。业务方面，先导产投遵循“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。2022 年及 2023 年 1~9 月，公司产业投资业务收入分别为 3.18 亿元和 2.62 亿元，运营情况稳定。截至 2023 年 3 月末，先导产投及公司本部主要投资项目 43 个，总投资金额 99.48 亿元，投资区域以湖南地区为主，但其中长沙先导高芯投资合伙企业（有限合伙）及长沙领新基金产业投资合伙企业（有限合伙）的公允价值下降较多，对公司的其他综合收益造成较大影响。

表 12：截至 2023 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
湖南军信环保股份有限公司	5,000.00	0.53	股权投资
长沙集芯投资合伙企业（有限合伙）-产投部分	1,000.00	0.33	金融投资
长沙福芯产业投资合伙企业（有限合伙）-产投部分	1,000.00	0.67	金融投资
长沙领新产业投资合伙企业（有限合伙）-产投部分	40,000.00	8.00	金融投资
南京国调国信智芯股权投资合伙企业（有限合伙）	4,869.95	1.49	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
长沙中盈先导创新投资合伙企业（有限合伙）	8,000.00	32.26	创新投资
长沙先进储能产业投资基金合伙企业（有限合伙）	1,300.00	30.00	金融投资
长沙先导高芯投资合伙企业（有限合伙）-先导部分	300,000.00	59.94	金融投资
长沙先导高芯投资合伙企业（有限合伙）-产投部分	50,500.00	10.09	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
长沙农村商业银行股份有限公司	94,567.15	10.00	银行金融
湖南机场股份有限公司	62,500	12.5	机场服务
吉祥人寿保险股份有限公司	74,958.03	14.90	人寿保险
湖南湘潭天易农村商业银行股份有限公司	27,632.00	20.00	银行金融
湖南岳阳农村商业银行股份有限公司	21,798.00	20.00	银行金融
湖南汨罗农村商业银行股份有限公司	16,056.00	30.00	银行金融
湖南临湘农村商业银行股份有限公司	12,764.56	24.00	银行金融
湖南湘江时代融资租赁有限公司	13,214.08	40.625	融资租赁
湖南文化旅游投资基金企业（有限合伙）（一期）	7,792.64	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）	2,228.48	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）	7,467.87	9.84	文化旅游产业投资
湖南空港实业股份有限公司	6,149.23	12.48	机场服务
湖南机场物流股份有限公司	3,074.62	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	10.81	文化旅游开发
华声在线股份有限公司	4,572.00	3.00	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	3,260.41	49.00	影视文化产业
珠海大靖臻泰化工投资企业（有限合伙）	5,267.10	20.59	化工产业投资

<sup>5</sup> 公司原子公司湖南先导融资担保有限公司已于 2021 年 4 月划转至长沙市财政局，该公司于 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。

长沙湘盈导汽车产业基金合伙企业（有限合伙）	2,770.45	48.31	汽车产业投资
珠海臻泰大靖创新投资企业（有限合伙）	1,869.68	32.05	创新投资
株洲市国创瑞盈投资合伙企业（有限合伙）	4,291.84	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
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（控股）	1,225.00	24.50	信息技术
湖南盛中红色影视文化产业基金合伙企业（有限合伙）	1,012.00	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	27.50	25.00	企业管理咨询服务
中广天择传媒股份有限公司（原名长广天择）	922.96	0.69	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	27.14	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
<b>合计</b>	<b>994,840.55</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**污水处理：**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综合运营。

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。2019 年 12 月正式启动一期提标改造工程，2021 年 12 月完成提标改造并通过竣工验收，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，已于 2023 年 5 月通过环保验收，进入试运行阶段。

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生态新城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。

## 财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平。公司经调整的所有者权益规模保持较大规模，具备较强的资本实力；同时，财务杠杆处于合理水平，资本结构较为合理；但公司资产流动性一般，收益性较弱，资产质量一般；此外，EBITDA 对利息的保障能力有所提升，2022 年偿债指标表现尚可。

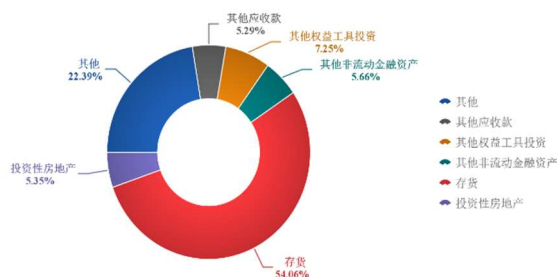
## 资本实力与结构

公司资产中存货占比较大，资产流动性一般，收益性较弱；公司经调整的所有者权益小幅波动，但仍保持较大规模，资本实力较强；公司债务规模整体呈下降态势，但短债占比仍偏高；同时，公司 2024 年债务到期规模较大，面临一定的短期债务压力。

公司作为长沙市湘江新区范围内城市资源的综合运营商和长沙市重要的产业投资主体，主要承担

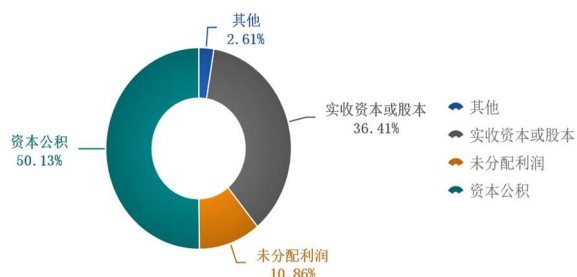
了区域内大量土地开发及基础设施建设任务，并以股权管理、产业投资、资本运作等方式从事国有资本投资。公司资产主要由上述业务形成的存货、投资性房地产及长期投资为主，其中存货占比很高，导致公司资产呈现以流动资产为主的资产结构，近年来流动资产在总资产中的占比均在 70%左右，公司资产结构较为稳定。具体来看，公司存货主要由公司开发完成待挂牌交易的土地资产、在开发土地及项目开发成本构成，占公司资产的比重超过 50%，截至 2023 年 9 月末，公司存货中土地资产及已完成开发的成本合计为 240.09 亿元，可为公司带来较大规模的收入和现金流入，但其变现能力受当地政策及市场影响较大。长期股权投资、其他权益工具投资及其他非流动金融资产主要由公司产业及金融投资业务产生，能够为公司带来一定规模的投资收益，但规模尚小且呈波动态势。投资性房地产系子公司长沙先导资产管理集团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，但投资回收周期相对较长。整体来看，公司资产流动性一般，收益性较弱。

图 1：截至 2023 年 9 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 9 月末公司权益分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2020~2022 年逐年小幅下降。其中，公司实收资本保持稳定，2022 年资本公积小幅下降；同时因公司投资的长沙先导高芯投资合伙企业（有限合伙）及长沙领新基金产业投资合伙企业（有限合伙）等公司当期公允价值下降较多，导致其他综合收益由正转负。此外，公司未分配利润持续累积，上述事项共同作用下，2022 年公司经调整的所有者权益同比下降 5.80 亿元；2023 年 1~9 月，公司未分配利润持续累积推动当期经调整的所有者权益小幅增长。公司经调整的所有者权益整体保持较大规模，资本实力较强。2020~2022 年公司总债务规模逐年下降，但 2023 年 9 月末有所回升，财务杠杆率整体保持稳定，且处于较为合理水平。鉴于公司在建及拟建项目仍有较大资金需求，未来债务杠杆水平或将有所提升。公司债务以银行借款及债券融资为主，同时公司有一定规模的非标借款。整体来看，公司融资渠道较为多元，资本市场融资渠道通畅。债务结构方面，公司当前债务保持以长期为主，2022 年以来公司的债务期限结构得到进一步改善，但截至 2023 年 9 月末，公司短债占比仍超过 30%，短债占比依然偏高。从到期债务分布来看，公司 2024 年到期债务规模较大，当期偿债压力大，需关注公司后续偿债安排。

表 13：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
总资产	720.31	713.33	694.61	730.31
经调整的所有者权益合计	275.90	270.58	264.78	274.66
总债务	356.40	291.05	287.79	304.32
短期债务占比	44.92	42.66	32.57	31.64

资产负债率	61.70	62.07	61.88	62.39
总资本化比率	56.37	51.82	52.08	52.56

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 14：截至 2023 年 9 月末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	融资金额	2023 年 10~12 月	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后
银行借款	118.91	13.33	40.10	30.56	24.05	10.87
债券融资	115.86	0.00	27.55	15.00	15.00	58.31
非标融资	48.00	0.00	15.00	0.00	0.00	33.00
其他	17.00	0.00	9.00	0.00	0.00	8.00
合计	299.77	13.33	91.65	45.56	39.05	110.18

注：1、公司部分非标借款计入了长期借款，故上表中银行借款合计数与审计报告存在差异；2、其他主要为政府专项债；3、到期债务分布不包含应付票据以及债券利息。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 偿债能力

近年来公司营业收入快速增长，但业务回款较为滞后，经营活动现金净流入规模有所下降；公司各项偿债指标表现尚可，但业务开展及投资活动较依赖于外部融资和股东往来支持，需关注公司偿债安排及长沙城发整体的资金调配。

公司业务呈多元化发展，营业收入主要来源于国际贸易业务、燃油销售业务及土地开发及出让业务。2022 年，公司各项业务收入均有不同程度增长，但其中增幅较大的贸易业务和土地开发出让业务毛利率均较低，对公司利润总额增长的贡献有限。收现比方面，公司土地开发及出让回款部分计入经营活动现金流，部分计入投资活动现金流，近年来业务回款较为滞后，收现比指标小于 1。

公司经营活动现金流主要系土地开发、房地产开发、国际贸易业务及往来款产生的现金流入及流出，近年来经营活动净现金流均呈净流入状态。其中，2022 年公司业务类现金流入基本覆盖业务类现金流出，当期经营活动现金主要依靠往来款流入补充，经营活动净流入规模持续下降；2023 年 1~9 月，当期经营活动保持小幅净流入。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，近年来均呈净流出。2022 年公司投资力度有所加大，受益于当期土地开发成本补偿回款规模亦有所回升，整体投资活动现金流缺口有所缩减；2023 年 1~9 月，公司投资力度不减，但当期收到的土地开发成本补偿规模尚小，投资活动现金流净流出规模较大。公司筹资活动现金流入主要为外部融资和长沙城发的往来资金，2022 年以来公司筹资力度加大，筹资活动现金流入有所增加，此外近年来公司债务本息偿还保持较大规模，2022 年筹资活动现金流持续净流出；2023 年 1~9 月因债务偿还规模尚小，当期筹资活动现金流呈净流入。除外部融资外，公司还获得母公司长沙城发给予的往来款支持，以保障业务的持续发展。未来，随着债务的陆续到期以及建设项目的不断推进，公司仍将有较大融资需求，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资政策变化对公司的影响。

2022 年，公司 EBITDA 保持稳定，当期利息支出随着总债务的下降而减少，推动 EBITDA 利息保障倍数增至 1 以上，当期 EBITDA 可以有效覆盖利息支出。同时，受益于利息支出减少，当期经营活动现金流对利息支出覆盖能力有所回升。整体来看，公司各项偿债指标表现尚可。此外，



截至 2023 年 9 月末，公司可用货币资金无法覆盖短期债务，公司整体本息偿付安排仍需依赖外部融资和长沙城发整体的资金调配。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
经营活动产生的现金流量净额	19.98	18.54	13.50	3.13
收现比	0.71	0.86	0.86	0.84
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.18	1.06	1.12	--
EBITDA	13.85	15.34	15.41	--
EBITDA 利息保障倍数	0.82	0.87	1.28	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限资产方面，截至 2023 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计 4.93 亿元，占当期末总资产的 0.68%，规模较小，受限资产包括股权质押 3.62 亿元、固定资产抵押 1.22 亿元及货币资金 0.09 亿元。

或有负债方面，截至 2023 年 9 月末，公司对外担保余额为 9.18 亿元，占同期末经调整的所有者权益的 3.34%，担保比例较小。被担保对象均为公司的关联方，代偿风险可控。

表 16：截至 2023 年 9 月末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保单位	是否关联方	担保余额
1	中节能先导城市节能有限公司	是	11,800.00
2	长沙长房恒伟房地产开发有限公司	是	80,000.00
	合计	--	91,800.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2024 年 2 月，公司本部无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

## 假设与预测<sup>6</sup>

发行人未来预测情况较最新主体报告无变化。

## 调整项

发行人其他调整因素较最新主体报告无变化。

## 外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

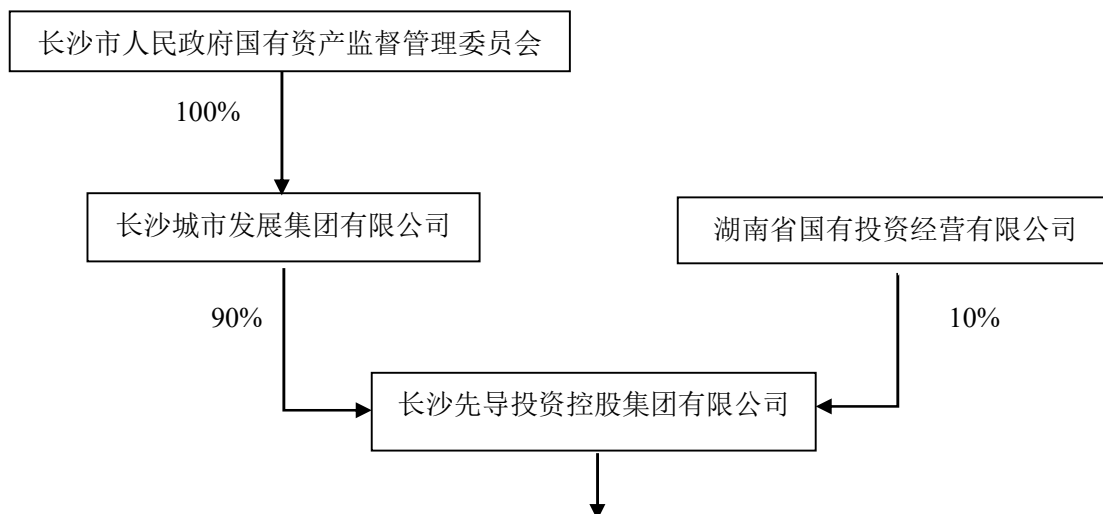
## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定“长沙先导投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”的债项信用等级为 **AAA**；“长沙先导投资控股集团有限公司 2024

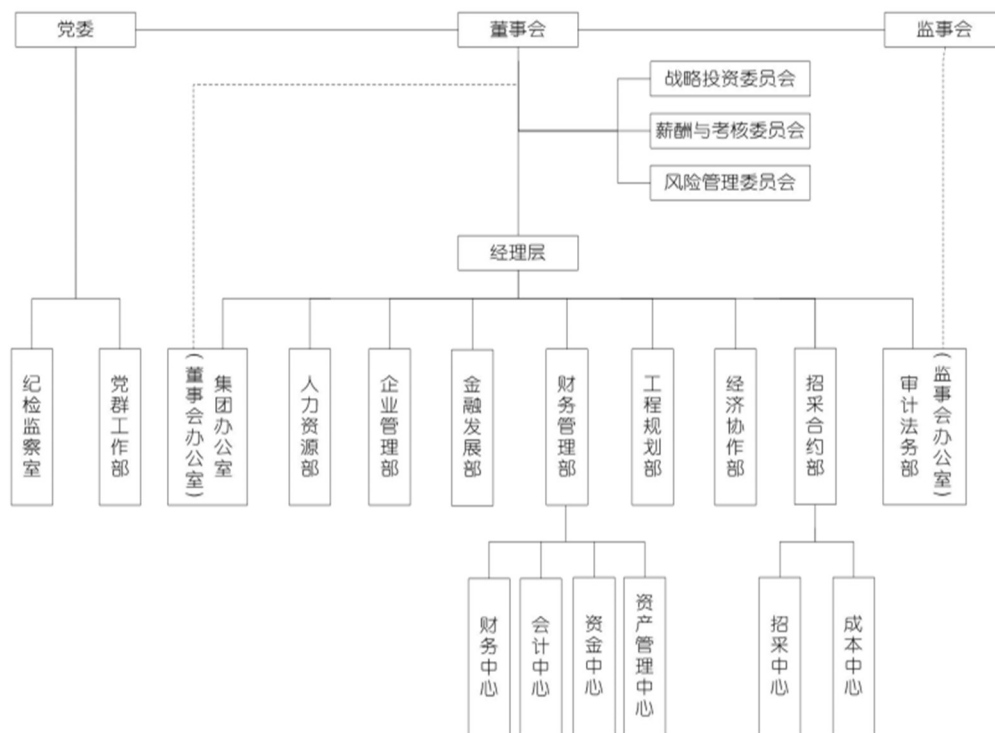
<sup>6</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”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 2023 年 9 月末）



序号	主要子公司名称	注册资本（万元）	持股比例
1	长沙湘江新城投资有限公司	100,000.00	100%
2	长沙市滨江新城建设开发有限责任公司	55,425.04	100%
3	长沙月亮岛文旅新城投资有限公司	118,000.00	100%
4	长沙先导洋湖建设投资有限公司	571,500.00	100%
5	长沙先导酒店投资有限公司	20,000.00	100%
6	长沙高铁西城建设投资有限公司	20,000.00	60%
7	长沙城发恒伟置业有限公司	120,000.00	100%
8	湖南先导能源有限公司	20,000.00	100%
9	湖南先导国际贸易有限公司	100,000.00	100%
10	湖南先导洋湖再生水有限公司	10,000.00	100%
11	长沙先导产业投资有限公司	50,000.00	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)	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
货币资金	464,569.11	493,257.18	343,559.04	325,027.09
非受限货币资金	464,569.11	493,257.18	343,418.85	324,138.79
应收账款	261,418.94	68,846.65	74,315.81	183,898.47
其他应收款	291,169.88	313,895.86	226,152.71	386,699.30
存货	3,915,223.04	3,997,303.00	3,874,345.58	3,947,950.06
长期投资	1,233,990.33	1,225,736.33	1,194,223.45	1,243,691.33
在建工程	70,100.75	107,037.51	208,383.71	208,980.17
无形资产	17,601.96	16,440.39	15,998.40	25,996.00
资产总计	7,203,090.06	7,133,332.84	6,946,127.50	7,303,139.55
其他应付款	244,085.64	780,101.19	691,272.53	904,818.82
短期债务	1,600,966.28	1,241,648.30	937,475.11	962,830.37
长期债务	1,962,988.73	1,668,841.91	1,940,429.91	2,080,368.70
总债务	3,563,955.01	2,910,490.21	2,877,905.01	3,043,199.07
负债合计	4,444,130.18	4,427,562.09	4,298,291.69	4,556,547.23
利息支出	169,308.40	175,597.55	120,713.01	--
经调整的所有者权益合计	2,758,959.88	2,705,770.74	2,647,835.81	2,746,592.32
营业总收入	1,863,958.89	2,048,781.61	2,504,833.59	1,948,171.24
经营性业务利润	79,031.15	40,341.74	56,948.97	49,756.04
其他收益	8,404.34	6,406.88	5,904.90	4,628.02
投资收益	5,515.27	39,512.22	28,928.96	19,824.00
营业外收入	508.87	1,424.15	671.25	306.54
净利润	66,517.88	70,010.84	71,797.81	60,971.01
EBIT	128,024.21	143,100.82	145,215.98	--
EBITDA	138,453.60	153,448.47	154,082.43	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,317,538.61	1,768,621.99	2,144,789.00	1,641,938.39
收到其他与经营活动有关的现金	266,956.68	599,239.68	237,880.41	91,078.41
购买商品、接受劳务支付的现金	1,078,426.55	1,596,819.88	2,130,106.60	1,574,760.36
支付其他与经营活动有关的现金	239,721.82	478,607.04	62,009.31	40,754.82
吸收投资收到的现金	160,800.00	1,940.00	1,000.00	200.00
资本支出	41,234.96	79,658.14	33,175.84	11,160.97
经营活动产生的现金流量净额	199,797.16	185,373.01	134,990.91	31,269.89
投资活动产生的现金流量净额	-148,165.58	-103,590.89	-33,073.74	-396,256.69
筹资活动产生的现金流量净额	-194,952.21	-53,117.16	-252,277.66	346,008.86
现金及现金等价物净增加额	-143,285.75	28,683.76	-149,838.33	-19,280.06
财务指标	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
营业毛利率(%)	8.42	7.50	6.51	5.71
期间费用率(%)	4.14	5.01	3.57	2.80
应收类款项占比(%)	7.70	5.39	4.34	7.81
收现比(X)	0.71	0.86	0.86	0.84
资产负债率(%)	61.70	62.07	61.88	62.39
总资本化比率(%)	56.37	51.82	52.08	52.56
短期债务/总债务(%)	44.92	42.66	32.57	31.64
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.18	1.06	1.12	--
总债务/EBITDA(X)	25.74	18.97	18.68	--
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.12	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.82	0.87	1.28	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年三季度财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司长期应付款中的带息债务计入长期债务；3、财务报告按照新会计准则编制，分析时 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数，2023 年三季度财务数据为财务报表期末数；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

### 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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn