

信用等级通知书

东方金诚债评 [2014]024 号

长沙市麓山城市建设投资有限责任公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA；同时对贵公司拟发行的“长沙市麓山城市建设投资有限责任公司 2014 年公司债券”的信用状况进行了综合分析，评定“长沙市麓山城市建设投资有限责任公司 2014 年公司债券”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一四年二月二十四日



信用等级公告

东方金诚债评 [2014]024 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对长沙市麓山城市建设投资有限责任公司和其拟发行的“长沙市麓山城市建设投资有限责任公司 2014 年公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定长沙市麓山城市建设投资有限责任公司主体信用等级为 AA，“长沙市麓山城市建设投资有限责任公司 2014 年公司债券”信用等级为 AA。

特此公告

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一四年二月二十四日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与长沙市麓山城市建设投资有限责任公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与长沙市麓山城市建设投资有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因长沙市麓山城市建设投资有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由长沙市麓山城市建设投资有限责任公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 长沙市麓山城市建设投资有限责任公司 2014 年公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司
2014年2月24日



长沙市麓山城市建设投资有限责任公司

2014年公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本期债券信用等级：AA
 本期债券发行额度：6 亿元
 本期债券期限：7 年
 偿还方式：每年付息一次，
 分次还本

评级时间

2014 年 2 月 24 日

评级小组负责人

徐承远

评级小组成员

彭梅秀 于玺

邮箱：

gongyong@goldencredit.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市海淀区西直门北大
 街 54 号伊泰大厦 5 层
 100082

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对长沙市麓山城市建设投资有限责任公司（以下简称“麓山城投”或“公司”）所处地区的经济和财政状况、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为近年来在长沙市经济发展的带动下，岳麓区经济快速发展，经济实力 and 财政实力较强；公司是岳麓区重要的基础设施建设投融资主体，主营业务专营优势显著，在资金注入和财政补贴等方面获得了长沙市政府以及岳麓区政府的有力支持。东方金诚也关注到岳麓区财政收入对上级转移支付依赖较大，财政自给率较低；公司收入大部分来自于土地出让金返还，易受国家宏观调控和房地产市场波动的影响；公司未来承建的基础设施及土地开发整理项目较多，面临一定的筹资压力。

东方金诚评定麓山城投主体信用等级为 AA，评级展望稳定。基于对公司主体信用以及本期公司债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期公司债券的信用等级为 AA，该级别反映了本期公司债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

主要数据和指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额（万元）	282879.18	343259.21	429567.04
所有者权益（万元）	87270.79	137722.24	165463.99
全部债务（万元）	83550.00	100650.00	154250.00
主营业务收入（万元）	25544.75	26036.01	64902.28
利润总额（万元）	6400.87	7903.73	7491.59
EBITDA（万元）	9703.33	11454.24	11190.37
主营业务利润率（%）	7.52	10.17	11.97
净资产收益率（%）	7.33	5.74	4.53
资产负债率（%）	69.15	59.88	61.48
全部债务资本化比率（%）	48.91	42.22	48.25
流动比率（%）	153.48	230.17	241.08
全部债务/EBITDA（倍）	8.61	8.79	13.78
EBITDA 利息倍数（倍）	4.48	4.80	4.49
EBITDA/本期摊还额度（倍）	0.81	0.95	0.93

注：表中数据来源于 2010 年~2012 年经审计的公司合并财务报表，本期债券采取分期偿还方式，本期摊还额度为本期债券当年摊还金额，即 12000 万元。

评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA
本期债券发行额度：6 亿元
本期债券期限：7 年
偿还方式：每年付息一次，
分次还本

评级时间

2014 年 2 月 24 日

评级小组负责人

徐承远

评级小组成员

彭梅秀 于玺

邮箱：

gongyong@goldencredit.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市海淀区西直门北大

街 54 号伊泰大厦 5 层

100082

优势

- 近年来，在长沙市大河西先导区经济发展战略的带动下，岳麓区以高端制造、电子信息、新能源和新材料、生物医药和文化创意为重点发展产业，经济实力较强；
- 作为长沙市重点发展区域，近三年岳麓区财政收入逐年增加，长沙市政府对岳麓区财政的支持力度较大，岳麓区综合财政实力较强；
- 公司是岳麓区重要的基础设施建设投融资主体，主营业务专营优势显著，获得了长沙市及岳麓区政府的有力支持。

关注

- 岳麓区财政收入对上级转移支付依赖较大，财政自给率较低，未来上级转移支付的变动将对财政收入的稳定性产生一定的影响；
- 公司收入大部分来自于土地出让金返还，易受国家宏观调控和房地产市场波动的影响；
- 公司未来承建的基础设施及土地开发整理项目较多，面临一定的筹资压力。

主体概况

长沙市麓山城市建设投资有限责任公司（以下简称“麓山城投”或“公司”）是经长沙市人民政府批准，长沙市岳麓区人民政府以无形资产出资 4000 万元，于 2001 年 9 月成立的国有独资公司，初始注册资本 4000 万元。2002 年 1 月 28 日，长沙市岳麓区人民政府以货币形式新增注册资本 3000 万元。截至 2012 年末，公司注册资本为 7000 万元，实际控制人为长沙市岳麓区人民政府。

公司是岳麓区重要的城市基础设施建设投融资和土地开发整理的主体，主营业务包括城市基础设施建设投融资，土地整理与开发以及棚户区改造和经济适用房小区建设等。

截至 2012 年末，公司拥有长沙市麓湘房地产开发有限责任公司（以下简称“麓湘房产”）和长沙市麓山城投土地开发有限责任公司（以下简称“土地开发公司”）2 家全资子公司。公司还参股了长沙麓城置业有限责任公司（以下简称“麓城置业”）和长沙市麓山城乡投资发展有限公司（以下简称“麓山城乡”）2 家企业。

表 1：公司下属企业情况

单位：万元、%

公司名称	成立日期	经营范围	注册资本	持股比例	是否并表
长沙市麓湘房地产开发有限责任公司	2012 年 11 月	房地产开发、经营	5000	100	是
长沙市麓山城投土地开发有限责任公司	2010 年 1 月	土地建设和土地整理	1000	100	是
长沙麓城置业有限责任公司	2010 年	房地产开发和棚户区改造建设	10000	20	否
长沙市麓山城乡投资发展有限公司	2011 年	城乡基础设施建设投资；土地整理	5000	40	否

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2012 年末，公司资产总额 429567.04 万元，负债总额 264103.05 万元，所有者权益 165463.99 万元，资产负债率 61.48%；2012 年，公司实现主营业务收入 64902.28 万元，利润总额 7491.59 万元。

本期债券及募集资金用途

本期债券概况

麓山城投拟公开发行 2014 年公司债券（以下简称“本期债券”），发行总额为 6 亿元。本期债券为 7 年期固定利率债券，在债券存续期内固定不变。本期债券计息方式采用单利按年计息，不计复利；还本付息方式为每年付息一次，分次还本。本期债券从第三个计息年度开始偿还本金，第三至第七个计息年度末分别按照本期

债券发行总额 20%的比例偿还债券本金。本期债券存续期后五年利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自其兑付日起不另计利息。

募集资金用途

本期债券募集资金 6 亿元，全部用于长株潭两型社会岳麓区道路畅通及配套设施建设工程项目（以下简称“本项目”）。

本项目位于长沙市岳麓区，包括 20 条主干路、次干路和支路，以及相关给水工程、排水工程、绿化景观工程、亮化工程、交通设施、电力、通信、燃气工程的建设；总投资 151236.00 万元，包括工程费用、工程建设其他费用、预备费和建设期利息，拟使用募集资金 60000 万元，占总投资的比例为 39.67%。本项目于 2011 年 8 月开工，截至 2013 年 3 月末已完成投资额 55000 万元。

本项目已分别经长沙市环境保护局《关于〈长株潭两型社会岳麓区道路畅通及配套设施建设工程项目环境影响报告书〉的批复》（长环管复[2011]62 号）、长沙市国土资源局《关于长株潭两型社会岳麓区道路畅通及配套设施建设工程项目用地的预审意见》（长先国土资预审字[2011]162 号）和长沙市发展与改革委员会《关于长株潭两型社会岳麓区道路畅通及配套设施建设工程项目申请报告的批复》（长发改[2011]953 号）文件批准建设。

宏观经济与政策环境

宏观经济

2013 年中国实现国内生产总值（GDP）568845 亿元，同比增长 7.7%；同比增速与 2012 年相同，超过了 7.5%的年度目标。其中，一季度增长 7.7%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.8%，四季度增长 7.7%。综合来看，2013 年中国经济增长放缓的趋势有所企稳，但企稳回升的基础仍需巩固。

2013 年中国工业生产增势较为平稳，全国规模以上工业增加值同比增长 9.7%。但在出口市场总体需求没有明显改善的环境下，国内经济结构调整带来的工业去库存仍在延续，部分行业产能过剩问题日益严重。至 2013 年 12 月末，全国工业品出厂价格指数（PPI）已连续 22 个月同比负增长。

2013 年中国固定资产投资增速有所放缓，全国固定资产投资为 436528 亿元，同比名义增长 19.6%，比 2012 年回落 1.1 个百分点。虽然 2013 年全国房地产开发投资同比增长 19.8%，比 2012 年增加了 3.6 个百分点，但中国房地产市场价格仍然高企、调控政策依然从紧，未来房地产投资增长可能有所回落。

2013 年中国社会消费品零售总额平稳增长，比上年名义增长 13.1%；全年出口总额为 22100 亿美元，同比增长 7.9%，同比增速与 2012 年相同。

政策环境

中国经济的结构调整是一个渐进的过程，在低增长的环境下将面临更多阻力。2013年下半年以来，“稳增长基础上调结构、促改革”的中央经济政策发展思路越来越明确，中央政府陆续出台了关于棚户区改造、铁路和城市基础设施投资、设立上海自由贸易区、土地流转试点以及促进节能环保和光伏产业发展等政策措施。预计未来中央政府将继续实施积极的财政政策，加快产业结构调整升级、推进新型城镇化和促进基础设施建设的相关政策将陆续出台。

由于国际主要发达经济体宽松货币政策带来的输入性通胀以及资源价格、房地产价格、劳动力成本上涨等因素尚未消除，中国通货膨胀的压力依然存在。2013年12月末，中国广义货币(M2)余额为110.65万亿元，同比增长13.6%；全年全国居民消费价格总水平同比上涨2.6%。预计未来一年内中央银行显著放松货币政策的可能性较低。

考虑到2013年以来中央和地方政府税收收入增长已经明显放缓，地方政府土地出让收入的增长空间有限，中央和地方财政收入已难以支撑基础设施建设投资增速进一步提高；预计未来基础设施建设投资将引入多元的融资渠道，同时，中央政府也将加快促进建立房地产市场健康发展的长效机制，以维持投资增长在较高的水平。

综合以上分析，预计2014年中国将继续推进积极的财政政策，宏观经济总体保持平稳运行，物价保持在合理区间，为产业结构调整和体制改革提供适宜的宏观经济环境。

行业及区域经济环境

行业分析

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，对于改善人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率具有重要作用，具有资金投入大、公益性强、收益低等特点。

近年来，我国城市基础设施建设发展较快，部分地区城市基础设施条件有了很大的改善，促进了地方经济的发展。但总体来看，我国城市基础设施仍存在总量不足、标准不高、运行管理粗放等问题。为加快城市基础设施转型升级，全面提升城市基础设施水平，2013年9月，国务院发布了《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》，要求优先加强供水、供气、供热、电力、通信、公共交通、物流配送、防灾避险等与民生密切相关的基础设施建设，加强老旧基础设施改造。加强城市基础设施建设，有利于推动经济结构调整和发展方式转变，拉动投资和消费增长，扩大就业。

过去三十余年间，我国的城市化进程稳步推进，城市化水平自 1978 年改革之初的 17.9% 逐年提高至 2012 年末的 52.6%，城镇人口首次超过农村人口，我国进入了以城市社会发展为主的新阶段。但与发达国家 70% 以上的城市化水平相比，差距依旧很大，在未来很长一段时间内我国城市化及基础设施建设发展仍有较大空间。

城市基础设施建设所需资金规模巨大，近年来城市基础设施建设资金的来源已从单一的财政投资向多层次、多渠道转变。除了银行贷款外，地方政府融资平台还通过债券、信托等直接融资工具为基础设施建设筹集资金。中央国债登记托管结算有限责任公司登记托管的数据显示，2012 年银行间债券市场发行的地方政府融资平台类债券（包括中期票据和企业债）达 6367.9 亿元，同比增长 148%；发行量占银行间市场当年发行总量的比例达 11%，较 2011 年上升 7 个百分点。2013 年 1~7 月，地方政府融资平台类债券（包括短期融资券、中期票据、企业债、非公开定向债务融资工具和资产支持票据等）共发行 410 只，发行规模为 5278.50 亿元，同比增长 33.97%。

总体来看，在我国未来城市化发展过程中，城市基础设施建设将面临较大的发展机遇，地方政府平台公司在加强和改进城市基础设施建设中将继续发挥着重要作用。

地区经济

地区概况

1. 长沙市

长沙市是湖南省省会，位于中国中南部的长江以南地区，湖南省东部湘江下游长浏盆地西缘，既是内陆通向两广、东部沿海及西南边陲的枢纽地带，又是长江经济带和华南经济圈的结合部，同时还是京珠高铁和沪昆高铁的交汇点。长沙市总面积约为 1.18 万平方公里，其中长沙市城区面积 1938 平方公里；常住人口 714.66 万人。截至 2012 年末，长沙市辖六区二县一市：芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区、望城区、长沙县、宁乡县和浏阳市；共辖 82 个街道、95 个镇、14 个乡。作为支撑沿海沿江开发地区的后方基地、促进内地和西部开发的先导城市，长沙市已成为我国中部地区的中心城市之一，发挥着承东启西、联南接北的重要作用，综合实力居于全国前列。

2. 岳麓区

岳麓区是长沙市重点发展城区之一，1996 年 4 月经国务院和省人民政府批准设立，是国家资源节约型、环境友好型“两型社会”建设试点政策实施后确立的首个城区。岳麓区位于长沙湘江西滨，与长沙市中心区隔江相望，是长沙市的西部门户，辖 11 个街道办事处、1 个乡、5 个镇，2 个景区管理处、1 个科技产业园，总

面积 552 平方公里，常住人口 80 万。

地区经济

1. 长沙市

作为湖南省省会城市，近年来长沙市经济保持快速发展。2012 年长沙市实现地区生产总值（GDP）6399.91 亿元，同比增长 13%；GDP 排名全省第一，居全国省会城市第 7 位。按常住人口计算，人均 GDP 为 89903 元，比上年增长 12.1%，居全国省会城市第 3 位。

表 2：湖南省部分城市 2012 年经济指标

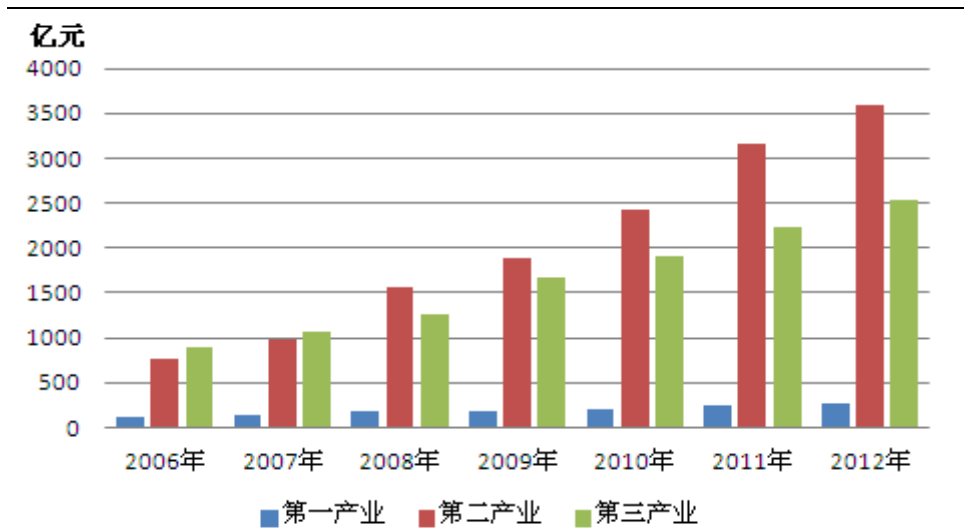
单位：亿元

地区名称	GDP	固定资产投资	工业增加值	一般公共预算收入	财政总收入
长沙市	6399.91	4011.96	2309.62	490.65	796.58
岳阳市	2199.92	1168.11	1109.96	90.48	230.65
常德市	2038.50	956.70	917.00	106.70	148.60
衡阳市	1957.70	1072.38	803.88	133.38	185.36
株洲市	1759.40	1150.50	951.90	135.40	213.80
郴州市	1517.30	1098.40	819.00	119.70	182.00
湘潭市	1282.35	893.86	667.38	84.78	122.28
邵阳市	1028.41	761.61	348.70	53.66	85.04
益阳市	1020.30	625.14	383.10	43.87	75.01
娄底市	1002.65	581.91	504.83	51.83	88.59
湘西州	397.70	232.40	133.00	28.30	47.90
张家界市	338.99	170.09	70.39	22.62	32.20

资料来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，长沙市工业经济不断发展，第二产业占比不断增加，三次产业结构由 2006 年的 6.9:43.3:49.8 调整为 2012 年的 4.3: 56.1: 39.6，第一产业与第三产业占比进一步减少，第二产业占比明显上升，第二产业是长沙市经济发展的主要推动力。2012 年长沙市第一产业实现增加值 272.31 亿元，增长 4.0%；第二产业实现增加值 3592.52 亿元，比上年增长 14.5%，其中工业实现增加值 3051.94 亿元，比上年增长 15.7%；第三产业实现增加值 2535.08 亿元，比上年增长 12.0%。

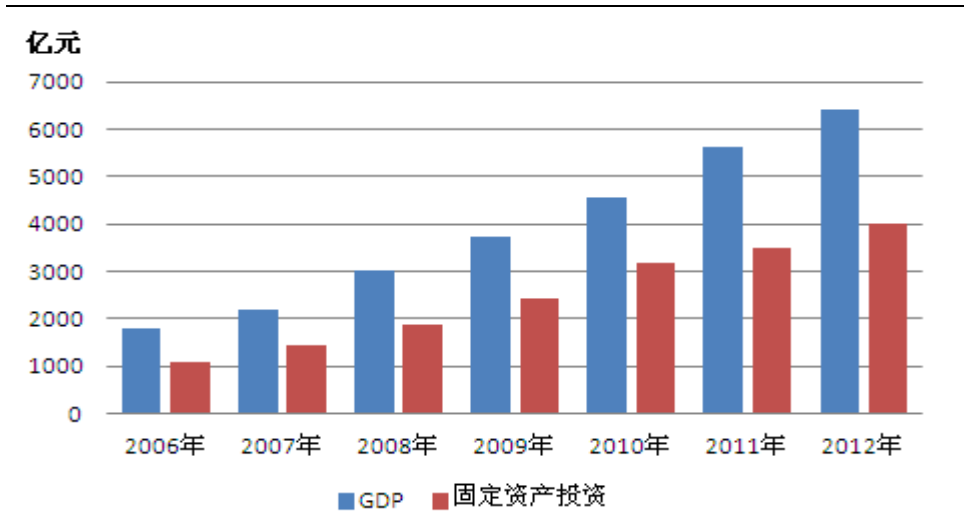
图 1：长沙市三次产业结构情况



资料来源：长沙市统计局，东方金诚整理

2012年，长沙市完成固定资产投资4011.96亿元，较2011年增长20.30%；分产业来看，第一产业完成投资（不含水利建设投资）71.55亿元，较2011年增长35.8%；第二产业完成投资1193.60亿元，较2011年增长25.5%，其中工业投资1162.75亿元，较2011年增长23.7%；第三产业完成投资2746.81亿元，较2011年增长17.8%。高新技术产业投资233.80亿元，较2011年增长117.4%。全年基础设施建设完成投资717.75亿元，较2011年增长14.2%。

图 2：长沙市 GDP 和固定资产投资情况

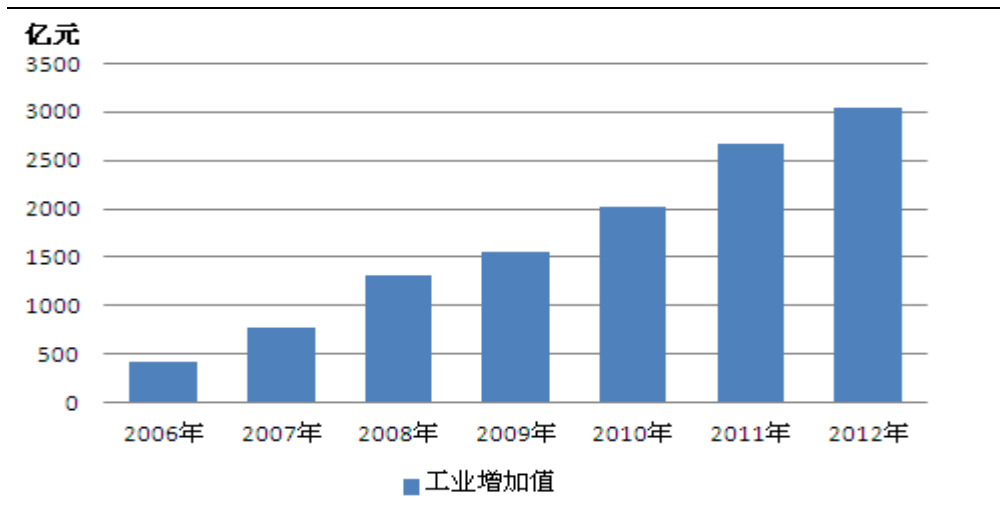


资料来源：长沙市统计局，东方金诚整理

长沙市工业经济基础良好，是中南地区工业经济发展较好的城市之一。近年来规模以上工业增加值以及规模以上工业总产值逐年增加，2012年重工业增加值占规模工业增加值的比重达57.6%。目前，长沙市已建成四个国家级开发区：国家级浏阳经济技术开发区（原长沙国家生物产业基地），长沙经济技术开发区，长沙高

新技术产业开发区，宁乡经济技术开发区。长沙市工业集群集聚效应明显，具备产业链长、配套企业多、科技含量高等优势，已形成工程机械、中成药、生物医药、新材料、汽车及零部件等六大产业集群。2011年，长沙六大产业集群工业增加值达 897.00 亿元，同比增长 29.0%，占全市规模以上工业增加值的比例为 44.5%。

图 3：长沙市工业增加值情况



资料来源：长沙市统计局，东方金诚整理

总体来看，近年来长沙市以工业经济为主，经济快速发展，主导产业对经济的带动作用明显，经济实力很强。

2. 岳麓区

在长沙市大河西先导区的发展战略带动下，近年来，岳麓区经济快速发展，地区生产总值在全市各区县排名中游。

为了促进中部地区城市群的经济的发展，2007年12月14日，国家发改委正式批准长沙、株洲、湘潭（以下简称“长株潭”）城市群为全国资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验区（以下简称“两型社会试验区”）。2008年6月长沙市政府设立大河西先导区（以下简称“先导区”）作为建设两型社会试验区。先导区的规划面积为 1200 平方公里，范围包括岳麓区、高新区、望城区部分乡镇以及宁乡县部分乡镇，其中岳麓区为重点发展区域。

图 4：长沙市大河西先导区规划图



资料来源：公开资料，东方金诚整理

自成立以来，先导区以高新区、宁乡经开区、望城经开区和岳麓科技园为重点，引入工业项目 700 多个；先后完成了水电和科教文卫等配套设施项目 41 个。作为先导区的重点发展及建设区域，岳麓区以岳麓科技园作为重点，积极引进项目；开工建设了世茂滨江五星级酒店、奥克斯商业综合体、民生银行总部、国际会展中心等一批标志性项目，初步形成了滨江商务商业中心、梅溪湖国际服务区和岳麓山风景名胜三大服务业平台。

表 3：长沙市各区县经济指标

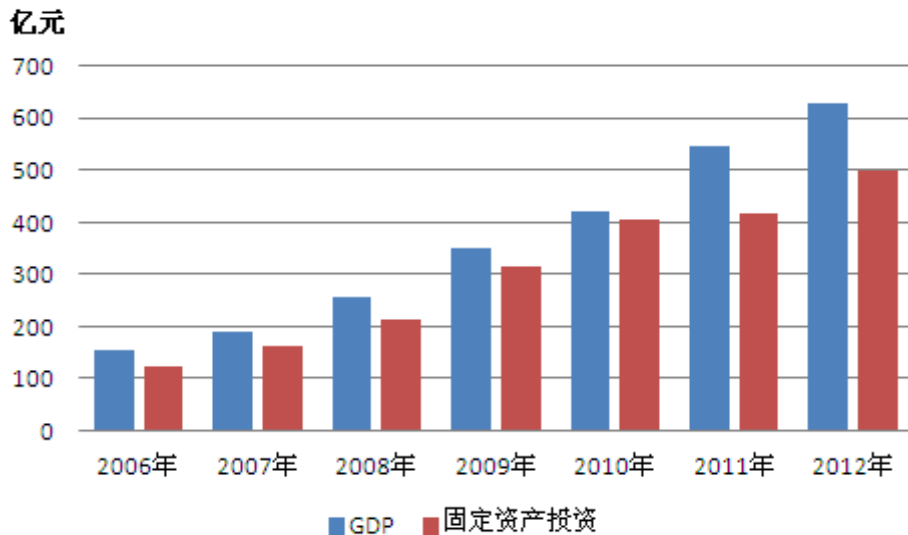
单位：亿元

地区名称	GDP	固定资产投资	工业增加值	一般预算收入	财政收入
雨花区	1168.84	432.42	652.01	32.56	92.05
长沙县	880.09	488.29	557.34	53.50	119.21
浏阳市	811.13	435.99	521.26	24.73	46.77
芙蓉区	798.03	248.68	105.97	30.13	77.67
宁乡县	732.50	492.34	451.73	24.49	40.81
岳麓区	631.61	476.10	322.30	18.58	41.69
开福区	532.17	407.65	79.02	26.74	70.55
天心区	528.06	570.40	139.60	25.86	65.63
望城区	374.88	336.24	222.68	22.86	37.50
长沙市	6399.91	4011.96	2309.62	490.65	796.58

资料来源：岳麓区财政局，东方金诚整理

2006年~2012年，岳麓区GDP由154.20亿元增长至631.61亿元，年均复合增长率为16.3%。2012年，按常住人口计算，岳麓区城镇居民人均可支配收入30289元，同比增长15.7%；农村居民人均可支配收入13650元，同比增长16.6%。岳麓区固定资产投资由2006年的123.04亿元增加至2012年的476.10亿元。

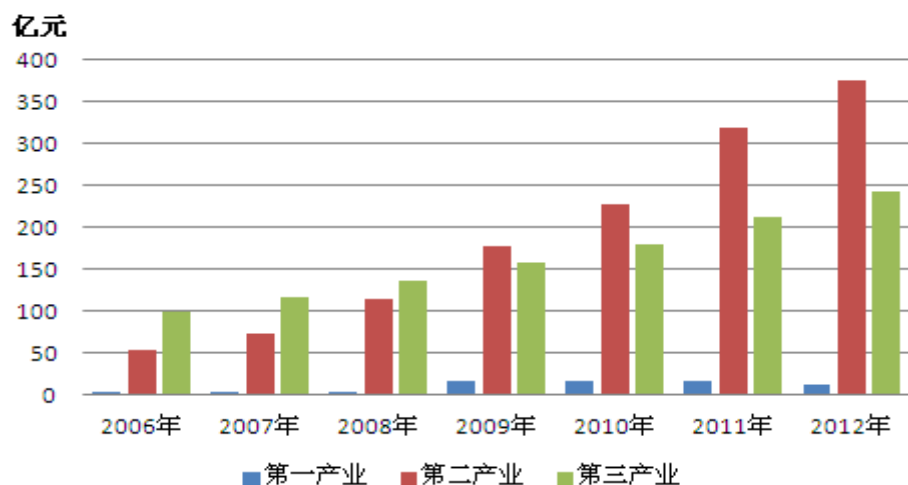
图5：岳麓区GDP和固定资产投资情况



资料来源：岳麓区统计局，东方金诚整理

从产业结构来看，第二产业是岳麓区经济中占比最大的产业，对GDP增长贡献最大。2012年岳麓区第一产业增加值17.66亿元，同比增长0.9%；第二产业增加值371.80亿元，同比增长17.0%；第三产业增加值242.15亿元，同比增长12.5%。在第二产业的推动下，岳麓区的经济结构不断改善，三次产业比重由2006年的1.7:34.9:63.4调整为2012年的1.9:59.5:38.6。

图6：岳麓区三次产业结构情况



资料来源：岳麓区统计局，东方金诚整理

近年来岳麓区工业增加值逐年增加，2012 年岳麓区实现工业增加值 322.30 亿元，同比增长 18.90%，其中规模以上工业实现增加值 301.93 亿元，同比增长 19.20%。在规模以上工业企业中重工业增加值占比较大，其中重工业增加值 298.27 亿元，同比增长 19.50%；轻工业增加值 3.66 亿元，同比增长 1.40%。在先导区经济发展战略的带动下，岳麓区将高端制造、电子信息、新能源和新材料、生物医药和文化创意产业作为五大重点高新技术产业，2012 年岳麓科技产业园已获批国家科技成果转化基地和省级工业集中区，引进了联东 U 谷等产业项目入园。2012 年岳麓区新增私营企业 1344 家，其中规模以上工业企业 4 家；年纳税 500 万元以上的企业增至 118 家。

在工业经济的带动下，岳麓区城市基础设施项目建设规模也不断扩大。2012 年岳麓区开工的重点项目 214 个，完成建设投资 217 亿元；竣工坪塘大道等道路 20 条，新增通车里程 43 公里；新建农村公路 60 公里，竣工水利工程 674 处；完成洋湖湿地、西湖文化园、施家港水上公园、梅岭公园和桃花岭景区等城市公共休憩区的建设，其中梅溪湖新城获评全国绿色生态示范城区。

总体来看，在长沙市大河西先导区经济发展战略的带动下，岳麓区以高端制造、电子信息、新能源和新材料、生物医药和文化创意为重点发展产业，经济增长迅速，经济实力较强。

财政状况

长沙市

随着经济的发展，近年来长沙市的财政实力不断增强。2010 年~2012 年，长沙市地方财政总收入分别为 506.32 亿元、688.95 亿元和 796.58 亿元，其中 2012 年较 2011 年增长 15.16%；一般预算收入分别为 314.28 亿元、425.78 亿元和 490.65 亿元。

2012 年长沙市本级一般预算收入为 227.15 亿元，其中，税收收入 151.92 亿元，较 2011 年增加 17.46 亿元，增长 12.99%；非税收入 75.23 亿元，较 2011 年增加 8.82 亿元，增长 13.28%；长沙市本级政府性基金收入 177.67 亿元，较 2011 年增加 14.11 亿元，增长 3.56%。

长沙市财政一般预算支出也不断增长，2010 年~2012 年，财政一般预算支出分别为 403.33 亿元、520.89 亿元和 616.59 亿元。2012 年长沙市本级一般预算支出 238.40 亿元，较 2011 年增加 22.90 亿元，增长 10.63%，其中，一般公共服务支出 16.30 亿元、教育支出 30.40 亿元、社会保障和就业支出 21.10 亿元、医疗卫生支出 7.20 亿元，四项支出占一般预算支出的 31.46%。除刚性支出外，一般预算支出占比较大的还有公共安全 18.60 亿元、城乡社区事务 82.83 亿元和资源勘探电

力信息等事务 10.60 亿元。

总体来看，长沙市财政收入不断增长，财政收支基本平衡，财政实力很强。

岳麓区

财政收入

随着经济的快速发展，岳麓区财政收入逐年增长，2010 年~2012 年，岳麓区财政收入分别为 25.12 亿元、33.06 亿元和 41.69 亿元。

岳麓区财政收入以一般预算收入和上级补助收入为主，政府性基金收入和预算外收入占比相对较小。2010 年~2012 年，岳麓区一般预算收入和上级补助收入增长较快，其中一般预算收入年均复合增长率为 26.78%；上级补助收入年均复合增长率为 19.69%；政府基金收入和预算外收入也均有所增长。

表 4：岳麓区财政收入情况

单位：亿元

项目	2010 年	2011 年	2012 年
一般预算收入	11.56	14.35	18.58
其中：税收收入	8.73	11.38	14.06
非税收入	2.83	2.97	4.52
政府性基金收入	0.31	0.83	1.49
上级补助收入	12.62	16.68	18.08
其中：返还性收入	1.44	1.44	4.82
财力性转移支付	6.16	6.17	7.08
专项转移支付	5.02	9.07	6.18
预算外收入	0.63	1.20	3.54
财政收入	25.12	33.06	41.69

资料来源：岳麓区财政局，东方金诚整理

2010 年~2012 年，岳麓区一般预算收入占财政收入的比例分别为 46.02%、43.41%和 44.57%，其中税收收入规模逐年递增，占一般预算收入的比例分别为 75.52%、79.30%和 75.67%。从税收结构上看，岳麓区税收收入以营业税和增值税为主；岳麓区非税收入主要为非经营性国有资产收入。

近年来岳麓区政府性基金收入的规模和占比较小，2012 年为 1.49 亿元，全部为新增建设用地有偿使用费收入。

2010 年~2012 年，岳麓区上级补助收入占地方财政收入的比例分别为 50.24%、50.45%和 43.37%，上级补助收入是岳麓区财政收入的重要组成部分。近年来，为了促进两型社会试验区的发展，中央和省政府在三农、基础设施建设和社会保障等方面给予了岳麓区较大力度的专项转移支付支持。

总体来看，随着区域经济的快速发展，岳麓区财政收入逐年增长，上级政府补助收入较高，财政实力较强。

财政支出

随着财政收入的不增长,岳麓区财政支出规模不断扩大。2010年~2012年,岳麓区财政支出分别为21.82亿元、25.88亿元和29.13亿元。岳麓区财政支出以一般公共预算支出为主,政府性基金支出、上解上级支出和预算外支出占比较小。2010年~2012年,岳麓区一般公共预算支出逐年增加,年均复合增长率为19.26%;政府性基金支出逐年递减;上解上级支出略有上升;预算外支出则逐年减少。

表 5: 岳麓区财政支出情况

单位: 亿元

项目	2010年	2011年	2012年
一般公共预算支出	19.69	24.66	28.09
其中: 一般公共服务	4.85	6.07	8.09
教育	3.00	4.09	6.71
社会保障和就业	2.52	3.19	2.80
医疗卫生	1.40	1.68	1.91
政府性基金支出	0.20	0.20	0.18
上解上级支出	0.24	0.23	0.33
其中: 专项上解支出	0.15	0.13	0.23
预算外支出	1.68	0.80	0.53
总计	21.82	25.88	29.13

资料来源: 岳麓区财政局, 东方金诚整理

2010年~2012年,岳麓区一般公共预算支出中刚性支出¹分别为11.77亿元、15.03亿元和19.52亿元,占一般公共预算支出的比例分别为59.78%、60.94%和69.48%。刚性支出中教育和一般公共服务支出与教育支出占比较大。

岳麓区财政收入对上级补助收入的依赖性较高,其财政自给率较低,2010年~2012年,岳麓区财政自给率分别为58.71%、58.19%和66.14%。

总体来看,岳麓区近年来财政支出不断增长,财政收入对上级补助收入的依赖性较高,财政自给率较低。

政府债务

2010年~2012年末,岳麓区政府债务余额逐年上升,分别为18.06亿元、20.83亿元和36.17亿元,全部为财政承担偿还责任的融资平台公司借款。岳麓区债务率较高,2012年末为86.76%。

¹刚性支出包括: 一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生4项支出。

表 6：岳麓区债务情况

项目	2010 年末	2011 年末	2012 年末
地方政府债务余额（亿元）	18.06	20.83	36.17
债务率 ² （%）	71.89	63.01	86.76

资料来源：岳麓区财政局，东方金诚整理

综合以上地区经济、财政及政府债务的分析，尽管岳麓区财政收入对债务的保障程度不高，但考虑到岳麓区经济发展迅速，大河西先导区战略对岳麓区经济的带动作用，以及长沙市政府对岳麓区财政的支持力度较大，东方金诚认为，岳麓区未来经济实力与财政实力将不断增强，偿债能力很强。

业务运营

经营概况

公司主营岳麓区内基础设施建设及土地整理与开发。2010 年~2012 年，公司主营业务收入呈波动增长态势，分别为 25544.75 万元、26036.01 万元和 64902.28 万元，其中，土地开发及整理收入占比分别为 58.72%、0%和 78.27%；基础设施建设收入占比分别为 41.28%、100%和 21.73%。

表 7：公司主营业务收入及成本构成情况

单位：万元

项目	2010 年		2011 年		2012 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
土地开发及整理	15000.00	12545.37	0.00	0.00	50801.50	44578.47
基础设施建设	10544.75	9690.33	26036.01	23231.61	14100.78	12462.15
总计	25544.75	22235.69	26036.01	23231.61	64902.28	57040.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司近三年毛利率分别为 12.95%、10.77%和 12.11%，其中 2010 年、2012 年土地开发及整理毛利率分别为 16.36%和 12.25%；近三年基础设施建设毛利率分别为 8.01%、10.77%和 11.62%。

²债务率=地方政府债务余额/地方综合财力*100%；地方综合财力=一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外收入。

表 8：公司主营业务毛利率情况

单位：%

项目	2010 年	2011 年	2012 年
土地开发及整理	16.36	-	12.25
基础设施建设	8.01	10.77	11.26
综合毛利率	12.95	10.77	12.11

资料来源：公司提供，东方金诚整理

基础设施建设

公司是岳麓区重要的基础设施建设投融资主体，具体负责区内道路、桥梁及相关配套设施等公益性项目建设的投融资工作。公司承担的市政道路建设项目均与岳麓区人民政府签订了 BT 协议。

随着岳麓区城市建设步伐的加快，公司承担的市政建设项目不断增加，自 2006 年以来，公司共修建市政道路 44 条，通车里程为 48.18 公里，总投资金额 214278.79 万元。其中主要道路有雷锋西大道、谷丰路南段、长望路、岳华路北段、丰顺路和谷丰路北段等，投资金额分别为 10121.15 万元、7212.64 万元、8808 万元、7600 万元、6170.31 万元和 7900.60 万元。

2012 年，公司完成了雷锋西大道、彩虹路、后湖路延长线以及金谷路等 6 条道路项目竣工工作，其中，金谷路工程投资金额为 1900 万元，于 2012 年 8 月完工；彩虹路投资金额为 1240 万元，于 2012 年 8 月完工；雷锋西大道工程投资金额为 10121.2 万元，于 2012 年 9 月完工；后湖路延长线工程投资金额为 2430 万元，于 2012 年 12 月完工。

截至 2012 年末，公司在建项目主要为雷锋大道拓改工程，投资概算约为 19712.23 万元，已累计完成投资 11735.68 万元。雷锋大道设计为城市 1 级次干道，长 4.5 千米，路幅宽 33~40 米，建设内容为道路、排水、亮化、绿化和交通设施等。公司分别委托长沙市岳麓山建筑工程公司、湖南天顶建筑工程有限公司、湖南省西城建设有限公司进行施工，按施工进度支付施工款。公司其他在建项目还包括本次募投项目中的部分道路建设项目。

公司未来拟建项目仍以市政道路及相关配套设施建设为主，主要项目包括在本次募投项目中。

总体来看，公司承担了岳麓区内主要市政道路及相关基础设施的建设，具有很强的专营优势；公司在建和拟建基础设施建设项目较多，未来存在一定的资本支出压力。

土地开发及整理

公司经长沙市岳麓区人民政府授权，对岳麓区范围内的国有土地进行征地拆迁

和土地开发整理。

公司土地开发整理运作模式为整理成型—土地储备中心招拍挂—收回土地成本及收益，即公司整理开发的土地经土地储备中心出售后，由政府收取土地出让金，再根据岳麓区政府出具的[2011]7号文，区政府授权区财政局确定土地出让金返还标准及金额等具体事宜，返还金额不得低于公司土地成本，以保证公司土地收益的实现。

受房地产市场波动、项目周期较长和政府对于土地出让收入返还标准及金额确认滞后等因素的影响，近三年公司该业务收入波动较大，分别为15000万元、0万元和50801.50万元。公司成立至今，整理开发了梅溪湖片区C-12、13、16地块，该地块于2012年7月实现挂牌出让，成交总价为78931万元，当年确认收入为50801.50万元。该宗地出让总面积为130588.59平方米，规划用途为商业和住宅用地。

公司拥有一定的土地资源储备，未来面临一定的开发整理支出压力。截至2012年末，公司的土地使用权面积共计986271.87平方米，合计账面价值为118661.65万元，取得方式为划拨和出让，用途分为住宅用地、工业用地和陵园用地。公司拥有的土地资源均已办理国有土地使用权证。

表9：截至2012年末公司拥有土地情况

土地证号	面积 (m ²)	取得方式	土地用途	账面价值 (万元)	是否抵押	土地位置
长先导国用(2012)第XD001号	49422.61	划拨	住宅用地	23766.17	是	岳麓区观沙岭
长先导国用(2011)第XD084776号	59255.09	划拨	住宅用地	24099.12	否	岳麓区望岳街道
长先导国用(2011)第XD067866号	29426.28	划拨	住宅用地	10691.87	是	岳麓区望岳街道藕塘村
长先导国用(2011)第XD067867号	27991.72	划拨	住宅用地	10170.63	是	岳麓区望岳街道
长先导国用(2011)第XD67868号	27137.61	划拨	住宅用地	9236.13	是	岳麓区望岳街道藕塘村
长先导国用(2010)第XD050604号	7940.02	划拨	住宅用地	1538.05	是	岳麓区岳麓大道
长国用(2007)第016485号	131147.91	划拨	办公用地	15175.68	否	岳麓区窑塘村
长国用(2004)第000521号	481118.40	划拨	陵园用地	4276.00	否	望月街道办事处谷峰村
长国用(2009)第068128号	43548.77	出让	工业用地	4965.85	是	岳麓区窑塘村
长国用(2009)第068129号	31944.50	出让	工业用地	3642.62	是	岳麓区窑塘村

长国用（2009）第 068130 号	95057.05	出让	工业用地	10839.32	是	岳麓区窑塘村
长国用（2009）第 048399 号	2281.91	出让	工业用地	260.21	是	岳麓区窑塘村
合计	986271.87	-	-	118661.65	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司具有岳麓区范围内的土地开发及整理职能，拥有一定的土地资源储备，未来面临一定的开发整理支出压力；同时土地出让易受国家宏观调控及房地产市场波动的影响，公司收入具有一定不确定性。

政府支持

作为岳麓区内重要的基础设施建设投融资主体，公司专营优势显著，在资产注入和财政补贴等方面获得了岳麓区政府的有力支持。

资金注入方面，岳麓区人民政府以货币方式公司增资 3000 万元，公司注册资本增加至 7000 万元；土地资产注入方面，近三年岳麓区政府将价值 8.24 亿元，面积合计为 526.79 亩的土地划拨给公司；公司净资产规模不断扩大。

在财政补贴方面，近三年公司收到岳麓区财政局拨付的专项补贴收入分别为 8232.80 万元、9506.00 万元和 4500.00 万元。

总体来看，近年来公司业务发展得到了岳麓区政府的有力支持，未来将继续保持基础设施建设领域的专营地位，岳麓区政府对公司仍将保持很强的支持力度。

企业管理

产权结构

截至 2012 年末，公司注册资本为 7000 万元，股东和实际控制人均为长沙市岳麓区人民政府。

治理结构

公司作为岳麓区人民政府出资并直接管理的国有独资公司，不设股东会，岳麓区人民政府行使公司章程中规定的股东权利并履行相关义务。公司设立了董事会、监事会和经营管理机构。决策机构、监督机构以及经营管理层按照工作规则各司其职，各负其责。

董事会是公司的权力机构和决策机构，董事会由五名董事组成。董事每届任期三年，可以连任。董事会设董事长一名，由岳麓区人民政府从董事会成员中指定。监事会为外派监事会，由五名监事组成，由出资人委派，监事每届任期三年，任期届满可连续委派一届。

公司设总经理一名，任期三年，由出资人任命、解聘或由董事会聘任、解聘。总经理对董事会负责，负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案以及决定聘任或者解聘应由政府任命以外的其他管理人员等。

管理水平

根据自身定位、业务特点及业务需要，公司本部设立了办公室、融资财务部、规划报建部、开发招商部、工程建设部、成本控制部和征地拆迁部 7 个部门。公司部门设置较为简单，各部门分别制订了部门职责和岗位职责。

在财务管理方面，公司制定了《公司内部财务会计制度》，对财务会计机构的安排、人员的职责、收支管理、费用管理以及会计核算等工作等做了详细的规定。

结合基础设施建设项目的实际情况，公司制定了《公司建设项目管理办法》，对建设项目的审批流程、项目进度、项目质量、项目的预算控制以及项目的监管措施进行了详尽的规定。

在投融资方面，公司每年编制年度投融资计划，严格执行投资、融资决策流程，努力提高资金的运营效率，以保证公司资金安全。

财务分析

财务质量

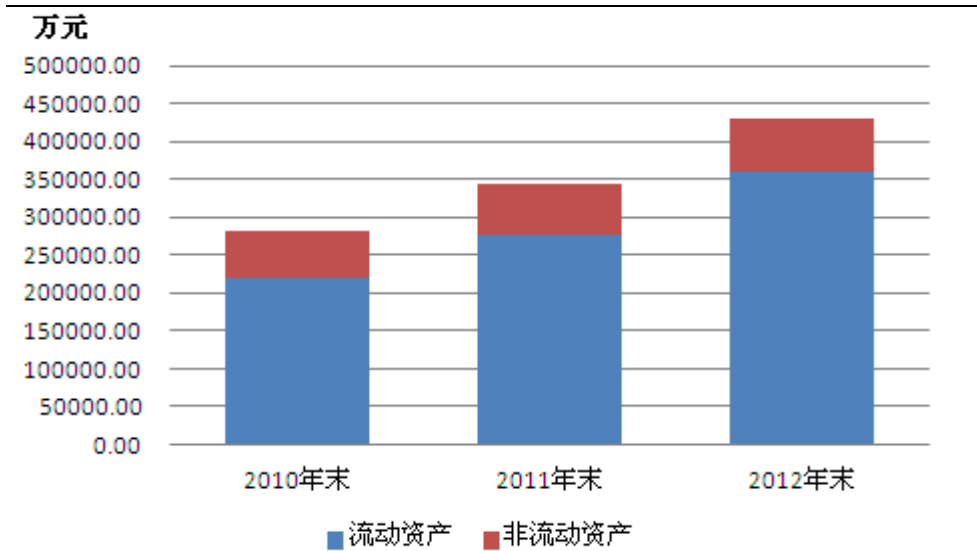
公司提供了 2010 年~2012 年合并财务报表。2010 年~2012 年财务数据均经华普天健会计师事务所（北京）有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

报表合并范围包括公司下属两家子公司，长沙市麓山城投土地开发有限责任公司和长沙市麓湘房地产开发有限责任公司。

资产构成与资产质量

2010 年~2012 年末，公司资产总额保持增长，年均复合增长率为 23.23%。截至 2012 年末，公司资产总额 429567.04 万元，其中流动资产为 359812.24 万元，非流动资产为 69754.79 万元。2010 年~2012 年末，公司流动资产占总资产的比例分别为 77.29%、80.66%和 83.76%；非流动资产占总资产的比例分别为 22.71%、19.34%和 16.24%。

图 7：2010 年~2012 年末公司资产构成情况

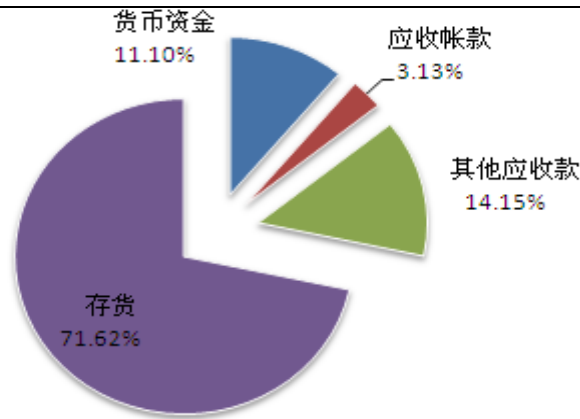


资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

1. 流动资产

2010 年~2012 年末，公司流动资产从 218644.06 万元增长至 359812.24 万元，年均复合增长率为 28.28%。公司近三年来流动资产结构总体变化不大，主要由存货、其他应收款和货币资金等构成。截至 2012 年末，公司流动资产中占比较大的项目依次为存货、其他应收款和货币资金，合计占流动资产总额的比重达 96.87%。

图 8：2012 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司存货全部为开发成本，主要由土地使用权和市政交通道路及配套设施建设项目构成，流动性较差。2010 年~2012 年末，公司存货年均复合增长率为 16.82%，截至 2012 年末，公司存货净额为 257710.65 万元，较 2011 年变化不大。2012 年公司存货除账面价值为 97671.92 万元的土地使用权之外，其他均为在建和已完工的市政交通道路及配套设施项目。

公司其他应收款主要为公司与其他单位的往来款。2010年~2012年末,公司的其他应收款年均复合增长率为113.98%,其中2012年较2011年增长395.64%,主要是应收岳麓区财政局往来款项增加所致。截至2012年末,公司其他应收款净额为50916.47万元,其中账龄1年以内的占86.15%,账龄在3年以上的占比13.78%,公司已经按照账龄分析法计提坏账准备371.79万元;其他应收款金额前五名单位合计占比94.21%。总体来看,公司其他应收款主要对象为岳麓区财政局,形成呆坏账的可能性较小,但存在一定的流动性风险。

2010年~2012年末,公司货币资金持续增长,年均复合增长率为89.71%。截至2012年末,公司货币资金余额为39936.73万元,其中现金、银行存款和其他货币资金分别占比0.01%、82.09%和17.90%。

2010年~2012年末,公司应收账款波动增长,分别为7600.00万元、2850.00万元和11248.39万元,其中,2012年末较2011年末增加274.95%,主要是公司对岳麓区财政局的应收账款增加所致。截至2012年末,公司应收账款账龄全部为1年以内,回收风险较低,但存在一定的流动性风险。

总体来看,公司流动资产规模不断扩大,其中存货、其他应收款和应收账款占比较高,流动资产总体变现能力较差。

2. 非流动资产

近三年公司非流动资产有所增长,年均复合增长率为4.21%。截至2012年末,公司非流动资产合计69754.79万元,以固定资产、在建工程和无形资产为主,占非流动资产比例分别为43.28%、16.82%和30.09%。

公司的固定资产主要为房屋建筑物、运输工具和电子设备及用具。近年来公司固定资产规模变化不大,2010年~2012年末,公司固定资产净额分别为31311.93万元、31338.94万元和30189.23万元。

公司的在建工程为雷锋大道拓改工程项目。2012年末公司在建工程年末余额为11735.68万元,较2011年末增加26.05%,主要是雷锋大道拓改工程项目账面价值增加所致。

公司无形资产主要为土地使用权。2010年~2012年末,公司无形资产分别为20989.73万元、20989.73万元和20989.73万元。

总体来看,公司资产以流动资产为主,而流动资产中存货、其他应收款和应收账款占比较大,资产流动性较差。

资本结构

1、所有者权益

2010年~2012年末,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长率为37.69%,主要为资本公积和未分配利润增加所致。

2010年~2012年末,岳麓区人民政府向公司及子公司土地开发公司投入的资

本金以及划拨的土地使用权等资产使得公司资本公积逐年增加，资本公积由 2010 年末的 71710.63 万元上升至 2012 年末的 134508.50 万元。同时，未分配利润由 2010 年末的 7704.15 万元上升至 2012 年末的 21559.94 万元。

2、负债

2010 年~2012 年末，公司负债总额有所增长，年均复合增长率为 16.20%，主要为近年来短期借款、其他应付款、一年内到期的长期负债和长期借款增长所致。截至 2012 年末，公司负债总额 264103.05 万元，其中流动负债和非流动负债占比分别为 56.51%和 43.49%。

2010 年~2012 年末，公司流动负债有所波动，分别为 142458.40 万元、120286.97 万元和 149253.05 万元。截至 2012 年末，公司流动负债中短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的长期负债占比分别为 9.65%、12.92%、18.94%、41.96%和 13.40%。

2010 年~2012 年末，公司短期借款分别为 5000.00 万元、9000.00 万元和 14400.00 万元，年均复合增长率 69.71%。截至 2012 年末，公司短期借款为抵押借款和质押借款，分别为 12400 万元和 2000 万元。

2010 年~2012 年末，公司应付账款分别为 18720.69 万元、16222.69 万元和 19290.74 万元，主要为公司应付给施工单位的工程款。截至 2012 年末，公司应付账款账龄在 1 年以内的占比 17.34%；账龄在 3 年以上的占比 82.66%。

2010 年~2012 年末，公司预收账款分别为 27257.20 万元、28266.26 万元和 28266.26 万元，主要为公司预收的部分工程款和土地出让金。截至 2012 年末，公司预收账款账龄在 1~2 年的占比为 5.69%；账龄在 2~3 年的占比 34.16%和账龄在 3 年以上的占比 60.15%。

2010 年~2012 年末，公司其他应付款分别为 66364.96 万元、60671.45 万元和 62626.12 万元。截至 2012 年末，公司其他应付款金额较大的为岳麓区财政局的往来款，主要是岳麓区政府借给公司用于市政道路及配套项目及土地开发整理的款项。

2010 年~2012 年末，公司一年内到期的长期负债 25400.00 万元、6400.00 万元和 20000.00 万元。截至 2012 年末，公司一年内到期的长期负债全部为抵押借款。

2010 年~2012 年末，公司非流动负债大幅增加，年均复合增长率为 47.00%。非流动负债全部为长期借款。截至 2012 年末，公司长期借款 114850.00 万元，其中信用借款、抵押借款和质押借款分别 20000.00 万元、44300.00 万元和 50550.00 万元，长期借款主要用于公司的市政道路及配套项目及土地开发整理。

2010 年~2012 年末，公司总债务逐年增长，由 2010 年末的 83550 万元提高至 2012 年末的 149250 万元，其中 2012 年较 2011 年增长 48.29%，增幅较大，主要受当期长期借款和短期借款增加的影响；2012 年末公司短期债务为 34400 万元，占

全部债务的比重为 23.05%；长期债务为 114850 万元，占全部债务的比重为 76.95%。随着未来市政道路及配套设施项目以及土地开发整理的推进，预计公司债务规模将进一步增加。

表 10：公司债务结构情况

指标	2010 年末	2011 年末	2012 年末
短期债务（万元）	30400.00	15400.00	34400.00
长期债务（万元）	53150.00	85250.00	114850.00
全部债务（万元）	83550.00	100650.00	149250.00
短期债务占全部债务比重（%）	36.39	15.30	23.05
长期债务占全部债务比重（%）	63.61	84.70	76.95

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2010 年~2012 年末，资产负债率由 2010 年末的 69.15% 下降至 2012 年末的 61.48%；全部债务资本化比率有所波动，近三年分别为 48.91%、42.22% 和 48.25%，长期债务资本化比率逐年上升，分别为 37.85%、38.23% 和 40.97%。

表 11：公司债务指标情况

指标	2010 年末	2011 年末	2012 年末
资产负债率（%）	69.15	59.88	61.48
长期债务资本化比率（%）	37.85	38.23	40.97
全部债务资本化比率（%）	48.91	42.22	48.25

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

本期债券公司计划募集资金 6 亿元 将用于长株潭两型社会岳麓区道路畅通及配套设施建设工程项目。本期债券发行金额是公司 2012 年末全部债务和负债总额的 0.39 倍和 0.23 倍。本期债券发行后，以公司 2012 年末的财务数据为基础，公司的负债总额将上升至 324103.05 万元，资产负债率将上升至 66.20%，全部债务资本化比率上升至 56.42%，债务负担有所加重。在本期债券存续期内，2017 年至 2021 年每年分别按照本期债券发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金，分次还本的方式有利于降低公司到期债务集中偿还风险。

以公司 2012 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券摊还额度的保护倍数分别为 0.93 倍、9.26 倍、-0.34 倍和 -0.71 倍。

表 12: 本期债券偿债能力指标

单位: 倍

偿债指标	2010 年	2011 年	2012 年
EBITDA/本期摊还额度	0.81	0.95	0.93
经营活动现金流入量/本期摊还额度	4.43	4.93	9.26
经营活动现金净流量/本期摊还额度	0.00	-0.40	-0.34
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.26	-0.55	-0.71

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

公司与兴业银行股份有限公司长沙分行(以下简称“兴业银行长沙支行”)签订了《流动性贷款支持协议》。根据《流动性贷款支持协议》, 兴业银行长沙支行承诺在本期债券存续期内, 当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时, 经兴业银行长沙支行内部审批同意并符合兴业银行长沙支行内部规章制度的前提下, 兴业银行长沙支行承诺在每次付息和本金兑付首日前五个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款, 该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息。

总体来看, 公司近年来有息债务规模不断增长, 随着公司基础设施建设及土地开发整理项目的增多, 预计未来资本支出将进一步增多, 筹资压力将有所加大。

盈利能力

2010 年~2012 年, 公司主营业务收入稳步增长, 年均复合增长 59.40%。公司主营业务收入主要来自土地出让金返还和基础设施项目建设, 2012 年, 公司实现主营业务收入 64902.28 万元, 其中土地出让和基础设施建设占比分别为 78.27%和 21.73%。

2010 年~2012 年, 公司主营业务利润率分别为 7.52%、10.17%和 11.97%。

表 13: 公司盈利能力情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入(万元)	25544.75	26036.01	64902.28
主营业务成本(万元)	22235.69	23231.61	57040.63
利润总额(万元)	6400.87	7903.73	7491.59
净利润(万元)	6400.87	7903.73	7491.59
主营业务利润率(%)	7.52	10.17	11.97
总资产收益率(%)	5.02	4.32	3.12
净资产收益率(%)	7.33	5.74	4.53

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

近年来公司期间费用规模呈上升态势。2010 年~2012 年, 期间费用分别为 3877.54 万元、4373.27 万元和 4890.36 万元, 期间费用占主营业务收入的比率分别为 15.18%、16.80%和 7.53%, 比重有所下降。

表 14：2010 年~2012 年公司期间费用情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年
销售费用（万元）	0.00	0.00	0.00
管理费用（万元）	1761.36	2092.77	2450.36
财务费用（万元）	2116.18	2280.51	2440.00
期间费用（万元）	3877.54	4373.27	4890.36
期间费用占主营业务收入的比率（%）	15.18	16.80	7.53

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2010 年~2012 年，公司收到岳麓区财政局拨付的用于基础设施建设的专项补贴收入分别为 8232.80 万元、9506.00 万元和 4500.00 万元。

公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降态势，其中，总资本收益率分别为 5.02%、4.32%和 3.12%；净资产收益率分别为 7.33%、5.74%和 4.53%。

总体来看，公司利润对财政补贴的依赖性较大，盈利能力较弱。

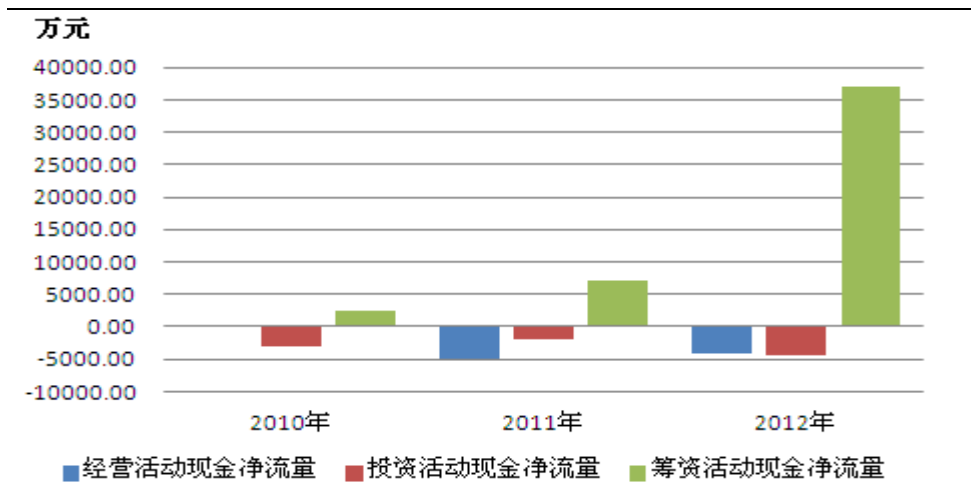
现金流

2010 年~2012 年，公司经营性净现金流状况较差，经营活动产生的现金净流量分别为 31.11 万元、-4824.46 万元和-4078.03 万元。2010 年~2012 年，公司基础设施建设以及土地出让收入逐年增加，同期的收到的其他与经营相关的现金也逐年增加，2010 年~2012 年，经营活动产生的现金流入分别为 53112.34 万元、59172.30 万元和 111123.37 万元。公司基础设施建设以及土地开发整理成本分别为 27980.58 万元、44774.82 万元和 34329.29 万元，经营活动产生的现金流出分别为 53081.23 万元、63996.77 万元和 115201.40 万元。

2010 年~2012 年，公司投资活动现金流全部为净流出，2012 年购建固定资产所支付的现金较 2011 年有较大增长。2010 年~2012 年公司投资活动现金流量净额分别为-3153.29 万元、-1823.01 万元和-4467.75 万元。

2010 年~2012 年，公司筹资活动现金流入全部为取得借款所收到的现金；公司筹资活动现金流出主要由偿还债务所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金构成。2010 年~2012 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2522.46 万元、7075.53 万元和 36957.98 万元。受基础设施建设和土地开发整理支出较大影响，公司筹资活动现金流表现为净流入，且规模大幅增加。

图 9：2010 年~2012 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

总体来看，公司近年来现金流总体状况较差，对外部筹资的依赖较大。

偿债能力

近年来，公司有息债务规模不断增长，长期债务占比较大。公司资产流动性较差，现金流对债务的保障能力较弱。考虑到公司基础设施建设投融资业务的专营地位以及岳麓区政府对公司的支持力度，公司的偿债能力很大程度上取决于岳麓区政府的偿债能力，鉴于岳麓区政府具有较强的经济实力和很强的偿债能力，东方金诚认为，公司偿债能力很强。

抗风险能力

基于对岳麓区地区经济和财政实力、地方政府对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

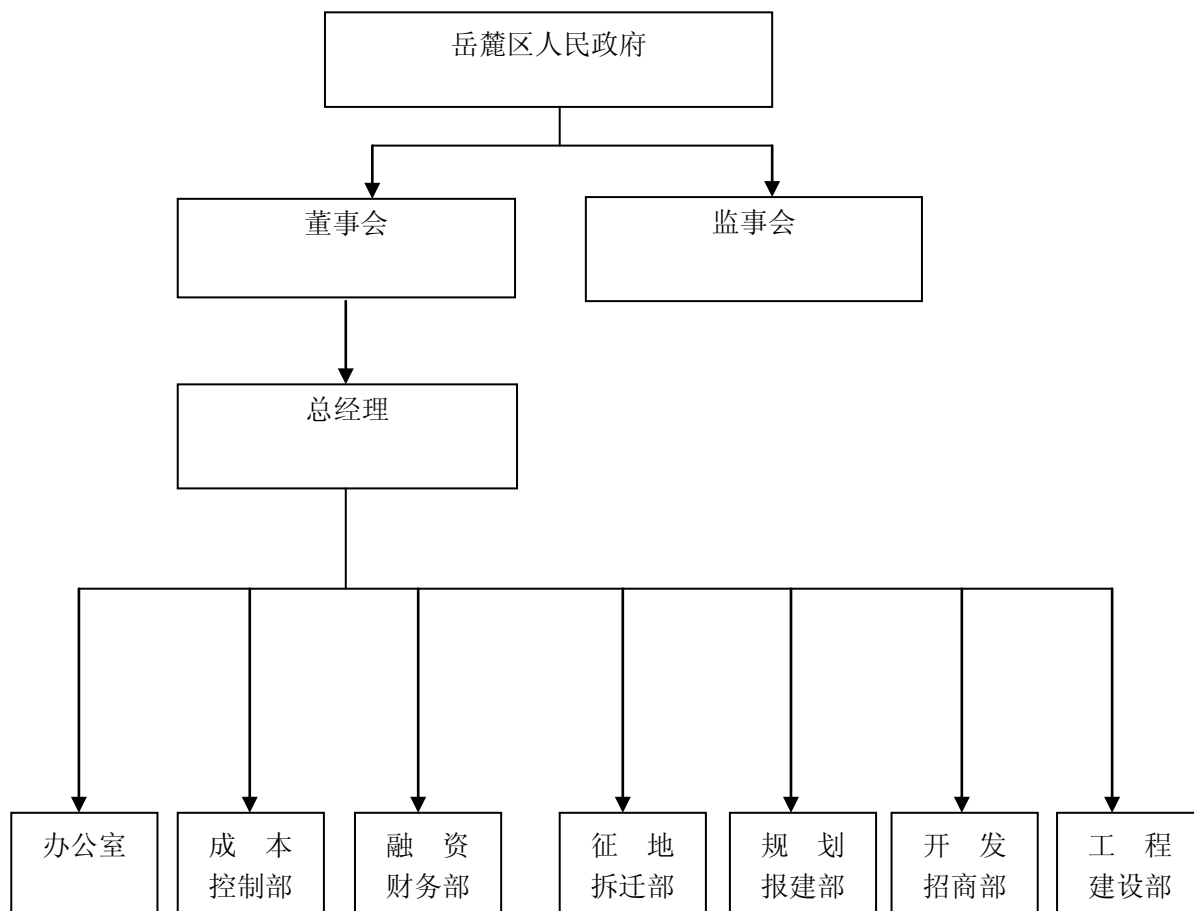
综合评价

近年来，在长沙市大河西先导区经济发展战略的带动下，岳麓区以高端制造、电子信息、新能源和新材料、生物医药和文化创意为重点发展产业，经济增长迅速，经济实力较强；作为长沙市重点发展区域，近三年岳麓区财政收入逐年增加，长沙市政府对岳麓区财政的支持力度较大，岳麓区综合财政实力较强；公司是岳麓区重要的基础设施建设投融资主体，主营业务专营优势显著，获得了长沙市及岳麓区政府的有力支持。同时东方金诚也关注到岳麓区财政收入对上级转移支付依赖较大，财政自给率较低，未来上级转移支付的变动将对财政收入的稳定性产生一定的影响；公司收入大部分来自于土地出让金返还，易受国家宏观调控和房地产市场波动的影响；公司未来承建的基础设施及土地开发整理项目较多，面临一定的筹资压力。兴

业银行长沙支行的流动性支持也为本期债券还本付息提供了一定保障。

综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2013 年末公司组织结构图



附件二：公司合并资产负债表（单位：万元）

项目名称	2010 年末	2011 年末	2012 年末
流动资产：			
货币资金	11096.49	11524.54	39936.73
应收股利	-	-	-
应收利息	-	-	-
应收帐款	7600.00	2850.00	11248.39
减：坏帐准备	-	-	-
应收帐款净额	7600.00	2850.00	11248.39
其他应收款	11119.78	10272.90	50916.47
减：坏帐准备	-	-	-
其他应收款净额	11119.78	10272.90	50916.47
预付帐款	-	-	-
应收补贴款	-	-	-
存货	188827.79	252222.98	257710.65
减：存货跌价准备	-	-	-
存货净额	188827.79	252222.98	257710.65
待摊费用	-	-	-
一年内到期的长期债券投资	-	-	-
其他流动资产	-	-	-
流动资产合计	218644.06	276870.42	359812.24
长期股权投资	4612.81	4636.69	6755.38
长期债权投资	-	-	-
减：长期投资减值准备	-	-	-
长期投资合计	4612.81	4636.69	6755.38
其中：合并差价	-	-	-
固定资产原价	35381.35	36541.97	36568.60
减：累计折旧	4069.42	5203.03	6379.37
固定资产净值	31311.93	31338.94	30189.23
减：固定资产减值准备	-	-	-
固定资产净额	31311.93	31338.94	30189.23
工程物资	-	-	-
在建工程	7320.66	9310.41	11735.68

其他	-	-	-
固定资产合计	38632.58	40649.35	41924.91
无形资产	20989.73	20989.73	20989.73
递延资产	-	-	-
其中：开办费	-	-	-
长期待摊费用	-	113.02	84.76
无形资产及递延资产合计	20989.73	21102.75	21074.50
其他长期资产	-	-	-
递延税款借项	-	-	-
资产总计	282879.18	343259.21	429567.04

附件二：公司合并资产负债表 (续表)(单位:万元)

项目名称	2010 年末	2011 年末	2012 年末
流动负债：			
短期借款	5000.00	9000.00	14400.00
应付票据	-	-	5000.00
应付帐款	18720.69	16222.69	19290.74
应付工资	-	-	-
应付福利费	-	-	-
预收帐款	27257.20	28266.26	28266.26
应交税金	-349.24	-331.95	-377.86
其他应付款	66364.96	60671.45	62626.12
其他应交款	64.78	58.51	47.78
预计负债	-	-	-
一年内到期的长期负债	25400.00	6400.00	20000.00
其他流动负债	-	-	-
流动负债合计	142458.40	120286.97	149253.05
长期借款	53150.00	85250.00	114850.00
长期应付款	-	-	-
专项应付款	-	-	-
其他长期负债	-	-	-
长期负债合计	53150.00	85250.00	114850.00
递延税款贷项	-	-	-
负债合计	195608.40	205536.97	264103.05
少数股东权益	-	-	-
实收资本（或股本）	7000.00	7000.00	7000.00
减：已归还投资	-	-	-
实收资本（或股本）净额	7000.00	7000.00	7000.00
资本公积	71710.63	114258.35	134508.50
盈余公积	856.02	1646.39	2395.55
其中：法定公益金	-	-	-
未分配利润	7704.15	14817.51	21559.94
股东权益合计	87270.79	137722.24	165463.99
负债与股东权益合计	282879.18	343259.21	429567.04

附件三：公司合并利润表（单位：万元）

项目名称	2010年	2011年	2012年
一、主营业务收入	25544.75	26036.01	64902.28
减：主营业务成本	22235.69	23231.61	57040.63
主营业务税金及附加	1388.43	157.05	91.76
二、主营业务利润	1920.63	2647.35	7769.89
加：其他业务利润	119.95	119.58	119.58
减：销售费用	-	-	-
管理费用	1761.36	2092.77	2450.36
财务费用	2116.18	2280.51	2440.00
三、营业利润	-1836.96	-1606.35	2999.10
加：投资收益	5.03	4.08	-0.51
补贴收入	8232.80	9506.00	4500.00
营业外收入	-	-	-
减：营业外支出	-	-	7.00
四、利润总额	6400.87	7903.73	7491.59
减：所得税	-	-	-
少数股东收益	-	-	-
五、净利润	6400.87	7903.73	7491.59
加：年初未分配利润	1943.36	7704.15	14817.51
盈余公积转入数	-	-	-
六、可供分配的利润	8344.23	15607.88	22309.10
减：提取法定公积金	640.09	790.37	749.16
提取法定公益金	-	-	-
职工奖励基金	-	-	-
七、可供股东分配的利润	7704.15	14817.51	21559.94
减：已分配优先股股利	-	-	-
转作股份的普通股股利	-	-	-
八、未分配利润	7704.15	14817.51	21559.94

附件四：公司合并现金流量表（单位：万元）

项目名称	2010年	2011年	2012年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	27765.66	32045.06	56653.89
收到的其他与经营活动有关的现金	25346.68	27127.24	54469.48
经营活动现金流入小计	53112.34	59172.30	111123.37
购买商品、接受劳务支付的现金	27980.58	44774.82	34329.29
支付给职工以及为职工支付的现金	325.07	480.89	633.62
支付的各项税费	52.20	1464.30	471.22
支付的其他与经营活动有关的现金	24723.38	17276.75	79767.27
经营活动现金流出小计	53081.23	63996.77	115201.40
经营活动产生的现金流量净额	31.11	-4824.46	-4078.03
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	-	-	-
取得投资收益所收到的现金	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	-	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	-
投资活动现金流入小计	-	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	3153.29	1823.01	2467.75
投资所支付的现金	-	-	2000.00
支付的其他与投资有关的现金	-	-	-
投资活动现金流出小计	3153.29	1823.01	4467.75
投资活动产生的现金流量净额	-3153.29	-1823.01	-4467.75
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	-	-	-
借款所收到的现金	44900.00	50900.00	83300.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	-	-
筹资活动现金流入小计	44900.00	50900.00	83300.00
偿还债务所支付的现金	36500.00	33800.00	34700.00
分配优先股利润或偿付利息所支付的现金	5877.54	10024.47	11642.02
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	-
筹资活动现金流出小计	42377.54	43824.47	46342.02
筹资活动产生的现金流量净额	2522.46	7075.53	36957.98
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-
五、现金和现金等价物净增加额	-599.71	428.05	28412.20

附件五：公司合并现金流量表附表（单位：万元）

将净利润调节为经营活动现金流量	2010年	2011年	2012年
1、净利润	6400.87	7903.73	7491.59
少数股东收益	-	-	-
计提的资产减值准备	593.79	-347.99	-4.64
固定资产折旧	1134.97	1133.60	1176.34
无形资产摊销	-	-	-
长期待摊费用摊销	-	28.25	28.25
待摊费用的减少	-	-	-
预提费用的增加	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	-	2.35
固定资产报废损失	-	-	-
财务费用	2167.49	2388.64	2494.09
投资损失	-5.03	-4.08	0.51
递延税款贷项	-	-	-
存货的减少	-4778.50	-13231.44	23791.21
经营性应收项目的减少	-17198.88	10913.62	-63146.68
经营性应付项目的增加	11716.40	-13608.80	24088.94
其他	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	31.11	-4824.46	-4078.03
2、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	11096.49	11524.54	39936.73
减：现金的期初余额	11696.20	11096.49	11524.54
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	-599.71	428.05	28412.20

附件六：公司主要财务指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
盈利能力			
主营业务利润率(%)	7.52	10.17	11.97
总资产收益率(%)	5.02	4.32	3.12
净资产收益率(%)	7.33	5.74	4.53
偿债能力			
资产负债率(%)	69.15	59.88	61.48
长期债务资本化比率(%)	37.85	38.23	40.97
全部债务资本化比率(%)	48.91	42.22	48.25
流动比率(%)	153.48	230.17	241.08
速动比率(%)	20.93	20.49	68.41
经营现金流流动负债比(%)	0.02	-4.01	-2.73
EBITDA 利息倍数(倍)	4.48	4.80	4.49
全部债务/EBITDA(倍)	8.61	8.79	13.78
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-3.74	-6.60	-5.54
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-144.05	-278.29	-342.63
经营效率			
销售债权周转次数(次)	6.72	4.98	9.21
存货周转次数(次)	0.24	0.11	0.22
总资产周转次数(次)	0.18	0.08	0.17
现金收入比(%)	108.69	123.08	87.29
增长指标			
资产总额年平均增长率(%)	-	-	23.23
主营业务收入年平均增长率(%)	-	-	59.40
利润总额年平均增长率(%)	-	-	8.19
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期摊还额度(倍)	0.81	0.95	0.93
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.43	4.93	9.26
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-	-0.40	-0.34
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.26	-0.55	-0.71

附件七：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的有息债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据：增长率 = $(\text{本} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ (2) n年数据：增长率 = $[(\text{本} / \text{前}n\text{年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA} / \text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件八：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

关于长沙市麓山城市建设投资有限责任公司 2014年公司债券的跟踪评级安排

根据主管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在长沙市麓山城市建设投资有限责任公司 2014 年公司债券的存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

长沙市麓山城市建设投资有限责任公司应按东方金诚跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。长沙市麓山城市建设投资有限责任公司如发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知东方金诚并提供有关资料。

东方金诚将密切关注长沙市麓山城市建设投资有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现长沙市麓山城市建设投资有限责任公司出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，东方金诚将及时评估其对信用等级产生的影响，确认调整或不调整长沙市麓山城市建设投资有限责任公司主体及债券信用等级。

如长沙市麓山城市建设投资有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，东方金诚将根据有关情况进行分析，必要时可撤销信用等级，直至长沙市麓山城市建设投资有限责任公司提供相关资料。

东方金诚的跟踪评级报告及评级结果将按监管部门要求进行披露。

东方金诚国际信用评估有限公司

2014年2月24日

