

跟踪评级公告

联合[2015]916号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持郴州市百福投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“14郴州百福债/14郴百福”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

郴州市百福投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA	评级展望: 稳定
上次评级结果: AA	评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 郴州百福债/14 郴百福	18 亿元	2014/8/28-2021/8/28	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	0.78	3.85	12.68
资产总额(亿元)	68.20	72.99	151.97
所有者权益(亿元)	56.11	58.38	116.34
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.61
全部债务(亿元)	3.56	4.11	26.76
营业收入(亿元)	7.01	7.47	8.30
利润总额(亿元)	2.25	2.27	2.19
EBITDA(亿元)	2.25	2.40	2.74
经营性净现金流(亿元)	-1.54	2.79	-5.27
营业利润率(%)	17.04	16.99	16.94
净资产收益率(%)	4.01	3.89	1.88
资产负债率(%)	17.73	20.02	23.45
全部债务资本化比率(%)	5.96	6.58	18.70
流动比率(%)	799.11	695.08	1517.25
全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.71	9.78
经营现金流流动负债比(%)	-18.03	26.56	-55.68

分析师

杜蜀萍 常楚笛 车驰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内,郴州市区域经济快速发展,财政实力不断增强;郴州市百福投资有限公司(以下简称“公司”)作为郴州市基础设施建设、土地整理开发及重金属污染治理的实施主体,继续获得政府在资金和资产注入方面的大力支持,资产规模持续增大、营业收入保持增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司经营净现流出规模较大、资产流动性弱、资金周转压力大等给公司信用水平带来不利影响。随着郴州市经济持续发展、基础设施建设不断推进,公司经营前景良好。

“14 郴州百福债/14 郴百福”设置分期偿还本金安排,公司经营活动现金流入量对分期偿还本金金额保障程度较强;同时,公司以其拥有的土地使用权为债券的本息偿付提供抵押担保,该期债券本息不能偿付的风险很低。

综合考虑,联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,并维持“14 郴州百福债/14 郴百福”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,郴州市和北湖区经济保持稳定增长,财政实力稳步增强。
2. 跟踪期内,公司继续获得政府在货币资金注入、土地资产注入等方面的大力支持。
3. 公司以其拥有的土地使用权为存续债券提供抵押担保,有效保障债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司土地资产中已用于抵押的规模较大,整体资产流动性较弱。
2. 跟踪期内,公司经营活动净现金流大幅下滑,收入实现质量下降;应收账款规模较大,资金营运压力大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与郴州市百福投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与郴州市百福投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因郴州市百福投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由郴州市百福投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于郴州市百福投资有限公司主体长期信用及存续期内的“14 郴州百福债/14 郴百福”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

郴州市百福投资有限公司（以下简称“公司”）原名郴州市北湖区交通建设投资有限公司，系由郴州市北湖区人民政府批准，于 2009 年 12 月 4 日由郴州市北湖区国有资产经营中心（以下简称“北湖国资中心”）出资成立，设立时注册资本为人民币 3000 万元。北湖国资中心于 2011 年 10 月、2012 年 6 月分别对公司增资 12000 万元、4000 万元，出资方式均为货币出资；郴州金华会计师事务所于 2012 年 6 月 22 日出具郴金会[2012]验字第 076 号《验资报告》验证，公司实收资本 19000 万元。

2012 年 8 月 9 日，根据郴政办函[2012]308 号文件，北湖国资中心将持有公司 51% 的国有股权划转给郴州市国有资产监督管理委员会（以下简称“郴州市国资委”）。2013 年 11 月 20 日，公司名称由“郴州市北湖区交通建设投资有限公司”更名为现名。

2014 年 7 月，北湖国资中心对公司货币增资 25000 万元；2014 年 11 月，根据公司股东会决议，将北湖区国资中心持有部分股权划转至郴州市国资委。截至 2014 年底，公司注册资本 44000 万元，实收资本 44000 万元；公司股东为郴州市国资委和北湖国资中心，持股比例分别为 51% 和 49%，公司实际控制人系郴州市国资委。

公司经营范围：交通、旅游项目及相关产业的投资、融资、资产管理；房地产开发；土地开发与整理；城市基础设施投资、开发、经营及咨询服务；环境治理投资。

截至 2014 年底，公司下设办公室、工程部、金融财务部和综合协调部等职能部门。2014 年

度，公司合并范围内新增 2 家子公司；截至 2014 年底，公司下属共拥有 5 家全资子公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 151.97 亿元，所有者权益合计为 116.34 亿元；2014 年公司实现营业收入 8.30 亿元，利润总额 2.19 亿元。

公司住所：郴州市北湖区骆仙西区；法定代表人：马军。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般

公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

2014 年全年，全国固定资产投资总额完成 51.28 万亿元，比上年增长 15.3%。其中电水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资 4.63 万亿元，同比增长 23.6%。截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济环境

(1) 郴州市经济和财力概况

近年来郴州市经济发展稳中有进，根据《2014年郴州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014年郴州市地区生产总值

1872.6亿元，比上年增长10.9%。其中，第一产业增加值181.2亿元，增长4.7%；第二产业增加值1064.1亿元，增长11.5%；第三产业增加值627.3亿元，增长11.5%。三次产业比重调整为9.7:56.8:33.5。

随着经济的持续发展，郴州市财政收入也呈较快增长态势。郴州市全口径一般公共预算收入240.4亿元，比上年增长11.2%。地方财政收入171.69亿元，增长17.2%，其中税收收入76.3亿元、增长6.4%，非税收入95.3亿元、增长27.4%。

郴州市地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，郴州市全口径地方政府债务余额为266.06亿元，主要为直接债务（占比89.29%）；郴州市政府债务率为63.95%。郴州市地方政府债务总体水平一般。

表1 郴州市全口径地方政府债务及综合财力情况

地方债务（截至2014年底）	金额（万元）	地方财力（2014年度）	金额（万元）
（一）直接债务余额	2375720	（一）地方一般公共预算收入	1716878
1、外国政府贷款		1、税收收入	763433
2、国际金融组织贷款	6035	2、非税收入	953445
3、国债转贷资金	2271	（二）转移支付和税收返还收入	1742234
4、农业综合开发借款	375	1、一般性转移支付收入	792205
5、解决地方金融风险专项借款	4246	2、专项转移支付收入	848284
6、国内金融机构借款	941834	3、税收返还收入	101745
（1）政府直接借款	225373	（三）国有土地使用权出让收入	665487
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	716461	1、国有土地使用权出让金	663046
7、债券融资	131500	2、国有土地收益基金	2182
（1）中央代发地方政府债券	131500	3、农业土地开发资金	259
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		4、新增建设用地有偿使用费	
8、粮食企业亏损挂账	31802	（四）预算外财政专户收入	35600
9、向单位、个人借款	37753		
10、拖欠工资和工程款	1040112		
11、其他	179792		
（二）担保债务余额	569667		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融机构借款	5130		
3、政府担保的国内金融机构借款	132828		

4、政府担保的融资平台债券融资	410000		
5、政府担保向单位、个人借款	8789		
6、其他	12920		
地方政府债务余额=(一)+(二)*50%	2660554	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	4160199
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		63.95%	

资料来源：郴州市财政局

(2) 北湖区经济和财力概况

根据《北湖区2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年北湖区实现生产总值296.01亿元，按可比价计算，比上年增长10.9%；其中第一产业增加值9.55亿元，比上年增长4.8%；第二产业增加值105.61亿元，比上年增长10.1%；第三产业增加值180.85亿元，比上年增长11.9%；三次产业结构由上年的3.2: 36.8: 59.9发展为3.2: 35.7: 61.1。

2014年，北湖区固定资产投资273.43亿元，比上年增长22.5%，其中第一产业投资2.26亿元，下降8.6%；第二产业投资86.41亿元，增长32.0%；第三产业投资184.76亿元，增长21.1%。

北湖区公共财政收入17.94亿元，比上年增长13.1%，其中地方财政收入14.25亿元，比上年增长17.2%，税收收入4.82亿元，增长8.6%，非税收收入9.43亿元，增长22.2%。

总体看，跟踪期内，郴州市和北湖区经济稳定发展，财政收入保持稳定增长，为公司提供良好的外部条件。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司股东为郴州市国资委和北湖国资中心，持股比例分别为51%和49%，公司实际控制人系郴州市国资委。

2. 区域地位

公司作为郴州市政府定位的市级城市基础设施建设主体之一，业务范围涵盖基础设施投资、融资与建设；土地开发与整理，环境污染防治，保障性住房建设。目前公司是郴州市

城市基础设施投资、建设、运营核心企业，是郴州市北湖区和城市中心区的基础设施建设及投融资主体。郴州市政府对公司的职能定位明确，业务区域垄断性强。

根据国务院批准的《湘江流域重金属污染治理实施方案》要求和湖南省政府的相关部署，郴州市政府决定实施区域内湘江流域重金属污染治理工程，全面启动北湖区重金属污染治理土壤治理一期等10个重金属污染治理项目，并决定由公司作为郴州市湘江流域重金属污染治理项目的投资主体，全面负责项目实施与管理工作。

总体看，公司作为郴州市重要基础设施建设投融资主体，郴州市政府对公司的职能定位明确，业务区域垄断性强。同时公司作为湘江重金属污染治理工程投资主体，投资污染治理项目受中国各级政府支持，业务独特性和重要性突出。

3. 人员素质

跟踪期内，公司董事长、总经理等高管人员未发生变化。

截至2014年底，公司拥有在职人员141人，从学历构成来看，本科及以上学历人员占55%，大专学历人员占37%，高中及中专学历人员占8%；从年龄结构看，30岁及以下人员占16%，30~50岁员工占65%，50岁及以上人员占19%。公司员工整体素质较高，年龄结构合理。

4. 外部支持

资本金注入

2014年7月，北湖国资中心对公司货币增资25000万元；截至2014年底，公司注册资本44000

万元，实收资本44000万元。

土地资产注入

根据北湖区政府《关于将我区经营性土地资产注入郴州市百福投资有限公司的通知》(北政发[2014]122号)及北湖区政府《关于确认注入郴州市百福投资有限公司经营性土地资产评估结果的批复》(北政函[2014]123号),公司2014年获得注入6宗4139.61亩(土地均为出让地,用途为商服用地),经评估土地资产价值58.27亿元,其中3.00亿元用于支付公司代建基础设施工程款,其余55.27亿元增加公司资本公积。

政府补助

为加快北湖区城市基础设施建设,确保建设资金需求,北湖区财政局持续给予公司及子公司万利建设财政补贴。2014年,公司本部获得财政补贴9675.92万元,子公司万利建设获得3020.29万元。

六、管理分析

表2 近三年公司主营业务收入构成(单位:万元、%)

项目	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	39778.89	57.26	16.67	42250.21	56.96	16.67	28607.87	34.69	16.67
土地开发与整理	29693.02	42.74	16.67	31925.91	43.04	16.67	53852.30	65.31	16.67
合计	69471.91	100.00	16.67	74176.12	100.00	16.67	82460.17	100.00	16.67

资料来源:公司提供

工程建设业务

公司主要负责北湖区和郴州市中心城区的城市基础设施建设,是北湖区重要基础设施建设及投融资主体;目前,公司还承担了湘江环境综合治理任务,是郴州市专项治理工作重要建设、治理和投融资企业。近年,公司主要通过承建政府基础设施建设项目的运作模式开展城市基础设施建设业务。公司负责项目的建设 and 投融资管理,公司工程建设项目产生成本时计入存货;年底政府对公司投资项目进行审计,确定公司当期投资完成额,并按照经审计额度和具体项目协议比例确认当年公司工程建设收入(根据郴州市北湖区人民政府《关于区交投

跟踪期内,公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是郴州市北湖区主要投融资主体,负责北湖区基础设施建设及土地开发与整理,近年公司收入主要由从事基础设施建设业务产生的工程建设收入和土地开发整理产生的劳务收入构成。2014年公司主营业务收入8.25亿元,同比增长11.17%,收入构成变为以土地开发整理为主(占比65.31%)。公司与北湖区政府签订的工程建设和土地整理业务均按照工程建设投入成本加成20%的方式,故公司各主营业务的毛利率均为16.67%。公司拥有的客房出租等形成少量其他业务收入,2014年实现收入524.10万元。

公司及子公司代建市政项目及土地开发整理项目有关事宜的决定》(北政发[2010]3号),确定项目协议比例为20%),同时结转存货中的市政项目建设成本。回款方面,约定5年内支付完毕,其中第一年累计不低于20%、第二年累计不低于40%、第三年累计不低于60%、第四年累计不低于80%,管理服务需当年全部支付。

公司工程建设收入中包含了对项目融资成本的补偿。受政府拨付资金进度影响,公司该类业务收入现金实现质量较弱。2014年,公司主要投入建设的项目为南岭大道南段提质改造工程、凤凰大道工程、郴资桂大道北湖段改扩建工程;2014年公司实现基础设施建设业

务收入2.86亿元，与上年相比有所下降。回款方面，2014年公司收到工程建设项目回款3.88亿元（含政府承诺于2014年度支付公司的应付公司款项3.29亿元）。

土地开发与整理业务

公司是政府授权承担北湖区土地开发与整理的业务主体。根据北湖区政府《关于委托区交通建设投资有限公司做好土地开发、整理相关工作的函》（北政函[2010]66号），公司负责北湖区内土地前期开发整理工作及郴州大道沿线两厢9800亩土地的开发整理工作。子公司万利建投方面，根据北湖区政府《关于委托郴州万利建设投资有限公司做好土地开发、整理相关工作的函》（北政函[2009]2号），万利建投负责西区土地前期开发整理工作。

2014年公司完成土地开发与整理项目大幅增长，主要完成包括人民医院康复中心、高壁综合大市场和龙女景区民俗文化园等项目；2014年公司实现土地开发整理业务收入5.39亿

元，同比增长68.68%；回款方面，2014年度土地整理业务收到回款1.67亿元。

2. 在建及拟建项目情况

公司在建的项目为已发行债券“14郴州百福债/14郴百福”的募投项目，募投项目总投资额34.40亿元，需融资解决投资资金占比较大，公司未来债务负担将呈加重趋势。拟建项目包括S212线、西河综合治理、五星大道项目，拟建项目总投资5.7亿元。

八、募集资金使用情况

公司于2014年月发行了“14郴州百福债/14郴百福”，发行金额为18亿元，募集资金全部用于用于8个郴州市湘江流域重金属污染治理项目和1个郴州市政基础设施项目；截至2014年底，募集资金已使用2.79亿元，下表中第2、第4个项目完成投资计入在建工程科目，第9个项目完成投资已结转收入。

表3 “14郴州百福债/14郴百福”募投项目情况（单位：万元、%）

序号	项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例	截至2014年底项目完工比例	截至2014年底使用募集资金
1	北湖区芙蓉矿区重金属尾矿库综合治理工程	30000.29	15000.00	50.00	15.00	
2	北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理工程	44550.00	24000.00	53.87	66.00	17999.99
3	郴州市北湖区同心河综合整治工程	41913.61	22000.00	52.49	20.00	
4	郴州市北湖区海泉水厂周边历史遗留尾矿治理项目	43903.21	24000.00	54.67	14.00	2500.00
5	原新田岭矿区白石岭村下海南组、小溪村坦水岭组全体搬迁项目	9007.23	4000.00	44.41	10.00	
6	四清水库集中饮用水源地周边区域重金属污染综合治理工程	27076.95	14000.00	51.70	15.00	
7	关闭稀贵公司遗留含镉、砷废渣治理工程	9768.28	4000.00	40.95	10.00	
8	同心河流域（桐梓坪、郴嘉铁路、八达玻璃）周边遗留重金属污染治理工程	43212.30	23000.00	53.23	20.00	
9	郴州市南岭大道提质改造工程建设项目	94533.00	50000.00	52.89	64.00	7359.76
总计		343964.87	180000.00	52.33	--	27859.75

资料来源：公司提供。

九、财务分析

公司提供的2011~2013年三年连审财务报告及2014年度财务报告均经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了

标准无保留意见的审计报告。

合并报表范围方面，跟踪期内，公司于2014年1月15日出资设立全资子公司郴州市北湖区保障性安居工程投资有限公司（出资15000万元）。子公司郴州市柳毅山庄温泉酒店有限公司

于2014年9月出资设立全资子公司郴州龙女物业管理有限公司（出资5万元），纳入合并财务报表范围。

截至2014年底，公司合并资产总额为151.97亿元，所有者权益合计为116.34亿元；2014年公司实现营业收入8.30亿元，利润总额2.19亿元。

1. 盈利能力

公司收入主要来源于工程建设收入和土地开发与整理收入。跟踪期内，公司营业收入保持增长趋势，2014年公司实现营业收入8.30亿元，同比增长11.12%，主要是土地开发整理业务收入增长；同期公司营业成本增长11.20%，营业利润率保持稳定，2014年为16.94%。

期间费用方面，2014年公司期间费用为4766.87万元，占营业收入比重为5.74%，比上年增长2.96个百分点；其中财务费用占比80.32%，增长212.07%。

2014年公司营业外收入为1.27亿元，主要由政府补助构成（占比99.85%）；同期公司实现利润总额2.19亿元，比上年小幅下降；总体看，公司利润总额对政府补助依赖程度仍然较高。

从盈利指标来看，2014年公司整体盈利指标值均有所下降，总资本收益率、净资产收益率分别为2.30%和1.88%，分别比上年下降1.53和2.01个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入保持增长趋势，但盈利能力仍然较弱，公司利润总额对政府补助的依赖度提高。

2. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金为5.55亿元，主要为土地整理业务收到的现金。2014年公司现金收入比为66.91%，比上年下降18.26%，收入实现质量有待提升。2014年收到其他与经营活动有关现金1.43亿元，主要是公司收到的政府

补贴款以及往来款项。2014年公司购买商品、接受劳务支付的现金为11.37亿元，主要是土地整理和基础设施建设支出（其中2.39亿元支付以前年度工程款、2.46亿元预付工程款，6.52亿元已通过存货结转收入）；同期，公司经营活动产生的现金流量净额为-5.27亿元。

投资活动方面，2014年公司投资活动现金流主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金7.29亿元，主要是支付募投项目工程款；同期，投资支付的现金0.98亿元，主要是购买银行到期理财产品支付款项；投资活动现金流量净额为-8.27亿元。筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入25.74亿元，主要是发行债券募集到位资金及银行借款；公司筹资活动现金流量净额为22.37亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金收入质量有所下降，基建项目现金支出大幅增加，筹资活动现金流入大幅上升；公司在建及拟建项目投资规模较大，仍存在较大资金需求。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，受益于土地资产注入，公司资产规模快速增长；截至2014年底，公司资产总额151.97亿元，同比增长108.21%；其中流动资产占94.55%，占比进一步提升；公司资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至2014年底，公司流动资产为143.69亿元，同比增长96.91%，主要由货币资金（占比8.83%）、应收账款（8.80%）、其他应收款（占比1.81%）和存货（占比78.70%）构成。

截至2014年底，公司货币资金12.68亿元，同比上升229.40%，无保证金等受限制存款。

截至2014年底，公司应收账款为12.65亿元，同比增长下降1.94%，主要为应收郴州市北湖区财政局工程建设项目价款（占比99.95%，根据郴州市财政结算政策，应收市级财政款项统一至区级财政口径）。公司应收账款

主要为欠款方为郴州市北湖区财政局，不能回收的风险较低，相关款项未计提坏账准备。

随着公司工程项目推进，公司预付账款规模不断扩大，截至 2014 年底，公司预付账款 2.47 亿元，比上年大幅增加；主要预付账款单位包括北湖区干线公路改造开发公司、郴州市财政局、北湖区廉租住房项目建设指挥部和新宏基房地房公司等，合计占比为 99.72%。

截至 2014 年底，公司其他应收款账面价值为 2.60 亿元，比上年增加 87.92%，主要系新增与郴州市槐海投资开发有限公司往来款 0.63 亿元及高壁大市场项目指挥部的拆迁往来款 0.45 亿元。公司计提坏账准备金额为 12.27 万元，占其他应收款总额的 0.47%，整体看，期末其他应收款坏账占比较低，款项不能回收风险较低。

表 4 公司其他应收款前 5 名情况

单位名称	金额（万元）
郴州是槐海投资开发有限责任公司	6250.00
郴州市北湖区工业园	6000.00
高壁大市场项目指挥部	4450.00
郴州市翰鼎实业有限公司	2100.00
龙女寺遗留问题专门工作组办公室	1683.80
合计	20483.80

资料来源：公司提供

截至 2014 年底公司存货 113.08 亿元，同比增长 106.31%，主要为新增土地资产 58.27 亿元；2014 年底，公司土地资产资产账面余额 112.90 亿元，用于存续期债券抵押增信的土地账面价值为 31.95 亿元，另有 0.59 亿元土地已经用于抵押贷款。

截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 8.28 亿元，较上年大幅增长，主要由持有至到期投资、长期应收款、在建工程构成。

截至 2014 年底，公司持有至到期投资 0.98 亿元，全部为银行结构化存款；截至 2014 年底，公司长期应收款 5.23 亿元，主要为湘江流域重金属污染治理及其配套设施项目款（因工程回

收期长，计入该科目）。截至 2014 年底，在建工程为 2.05 亿元，为建设北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理与海泉水长周边历史遗留尾矿治理两个项目的投入。

总体看，跟踪期内，随着公司业务规模扩大，以及政府注入的土地资产，公司资产规模快速增长；公司应收款项及存货规模仍占流动资产比例较大，对资金占用较大；资产流动性仍然较弱，整体资产质量一般。

所有者权益

所有者权益方面，截至 2014 年底，公司所有者权益 116.34 亿元，同比增长 92.29%，主要是资本公积增加所致；所有者权益中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 3.78%、89.93% 和 5.72%。

截至 2014 年底，公司实收资本 44000 万元，新增为公司获得的货币增资 2.5 亿元。

截至 2014 年底，公司资本公积为 104.63 亿元，同比增长 112.00%，新增为根据北政发[2014]122 号及北政函[2014]123 号注入公司经营土地资产形成资本公积 55.27 亿元。

整体看，跟踪期内，公司获得货币增资及注入土地资产，权益规模大幅增加，权益质量较好。

负债

负债方面，截至 2014 年底，公司负债合计 35.63 亿元，同比增加 143.84%，主要是新增应付债券和长期借款所致；负债结构中流动负债占 26.58%，非流动负债占 73.42%，非流动负债占比较高。

流动负债方面，截至 2014 年底，公司流动负债合计 9.47 亿元，比上年有所减少；流动负债主要由其他应付款（占 73.94%）、应付账款（占 16.17%）、短期借款（占 5.02%）构成。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 7.00 亿元，同比增长 20.20%，主要为与其他单位的往来款项等。

非流动负债方面，截至 2014 年底，公司非流动负债合计 26.16 亿元，同比增加 533.99%，

主要是应付债券和长期借款的增加所致。

截至2014年底，长期借款为8.34亿元，同比增加102.73%，主要新增为房产与土地抵押借款3.66亿元。

截至2014年底，公司新增应付债券17.82亿元，系公司于2014年8月成功发行的“14郴州百福债/14郴百福”募集到账资金。

有息债务方面，随着公司成功发行债券，债务规模大幅上升，截至2014年底，公司全部债务为26.76亿元；2014年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为23.45%、18.70%和18.36%，各项债务指标均较快上升，但整体债务负担仍处于适宜水平。

图1 公司债务情况分析



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，随着公司业务的推进及融资资金到位，公司债务规模大幅增长，债务负担明显上升，但仍处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014年底，受土地资产注入影响，公司流动比率和速动比率快速增长，分别为1517.25%和323.17%；公司经营现金流动负债比为-55.68%。整体看，由于流动资产中流动性较弱的存货占比较高，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2014年度公司EBITDA为2.74亿元，同比增长14.0%；受长期债务大幅增长影响，2014年公司全部债务/EBITDA为9.78倍，长期偿债指标大幅弱化。考虑公司承

担基础设施建设项目规模较大，获得政府支持力度较大，公司整体偿债能力一般。

截至2015年5月底，公司为郴州市槐海投资开发有限责任公司和郴州市第三人民医院提供连带责任保证担保，担保金额分别为6000万元和11000万元，担保比率为1.46%。被担保企业和单位均为国有性质，截至目前运转正常，公司或有债务风险小。

截至2014年底，公司共获银行授信10.23亿元，已全部使用完毕；公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1043100200081700A），截至2015年5月24日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及郴州市北湖区区域经济及财力状况、郴州市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续债券偿债能力分析

1. 债券偿债能力

2012~2014年度公司经营活动现金流入量均值为7.26亿元，2014年为6.99亿元，分别为公司已发行的“14郴州百福债/14郴百福”本金18亿元的0.40倍和0.39倍；考虑到存续期债券分期偿还本金，每年偿还本金额为3.60亿元，2014年度现金流入量为每年偿还本金的1.94倍；2012~2014年公司EBITDA均值为2.54亿元，2014年为2.74亿元，分别为存续期债券本金的0.14倍和0.15倍，分别为每年待偿还本金的0.71倍和0.76倍。

同时，考虑郴州市政府已安排将北湖区保和镇万华岩片区等地重金属污染治理项目周边

9宗共4890.98亩土地未来开发整理收益拨付给公司，用于保障“14 郴州百福债/14 郴百福”募投项目建设收益，未来出让收益返还可有效保障存续期企业债券本息偿付的安全性。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券每年待偿还本金的保障能力较弱；但考虑政府安排土地出让净收益返还保障项目建设收益，有效提升存续期企业债券本息偿付的安全性。

2. 担保情况

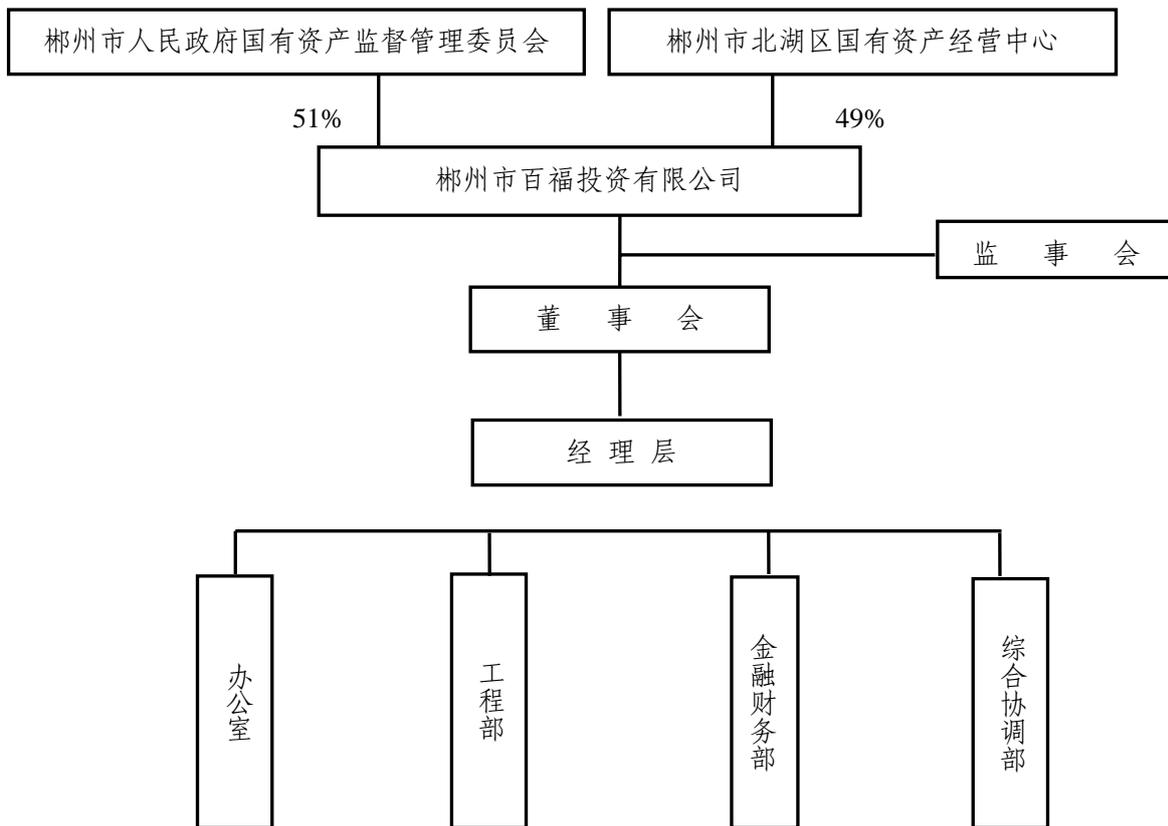
公司以其持有的9宗土地使用权为“14 郴州百福债/14 郴百福”提供抵押担保；经深圳市广衡房地产和土地估价有限公司评估，9宗抵押土地使用权面积共计3244.66亩，评估的价值为人民币442709.67万元，比2013年11月的评估结果增值0.46%，评估基准日为2015年6月10日，有效期以估价基准日起壹年为宜（广衡土（估）字[2015]第032号土地估价报告）。

在“14 郴州百福债/14 郴百福”存续期内，公司应保证抵押比不低于2倍。抵押比是指抵押资产价值总额与该期债券未偿还本金及一年未偿还债券利息（发行利率为6.54%）和的比例；截至目前，抵押资产的抵押比为2.31；已抵押土地有效地提升“14 郴州百福债/14 郴百福”本息偿付的安全性。

十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14 郴州百福债/14 郴百福”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.78	3.85	12.68
资产总额(亿元)	68.20	72.99	151.97
所有者权益(亿元)	56.11	58.38	116.34
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.61
长期债务(亿元)	3.56	4.11	26.16
全部债务(亿元)	3.56	4.11	26.76
营业收入(亿元)	7.01	7.47	8.30
利润总额(亿元)	2.25	2.27	2.19
EBITDA(亿元)	2.25	2.40	2.74
经营性净现金流(亿元)	-1.54	2.79	-5.27
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.69	0.61	0.65
存货周转次数(次)	0.13	0.11	0.08
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.07
现金收入比(%)	31.07	81.85	66.91
营业利润率(%)	17.04	16.99	16.94
总资本收益率(%)	3.77	3.83	2.30
净资产收益率(%)	4.01	3.89	1.88
长期债务资本化比率(%)	5.96	6.58	18.36
全部债务资本化比率(%)	5.96	6.58	18.70
资产负债率(%)	17.73	20.02	23.45
流动比率(%)	799.11	695.08	1517.25
速动比率(%)	163.56	172.98	323.17
经营现金流动负债比(%)	-18.03	26.56	-55.68
EBITDA 利息倍数(倍)	--	19.15	2.48
全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.71	9.78

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。