

信用等级公告

联合[2015] 2423 号

联合资信评估有限公司通过对郴州市百福投资集团有限公司及其拟发行的 2016 年郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

郴州市百福投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

2016 年郴州市百福投资集团有限公司

养老产业专项债券的信用等级为

AA

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一五年十一月三十日

2016年郴州市百福投资集团有限公司 养老产业专项债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 14.90 亿元

本期债券期限: 10 年

偿还方式: 按年付息; 在本期债券存续期的第 3 至第 6 年末, 每年按照发行总额 10% 的比例偿还本金, 第 7 至 10 年末, 每年按照发行总额 15% 的比例偿还本金

发行目的: 用于项目建设和补充流动资金

评级时间: 2015 年 11 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
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
长期债务(亿元)	3.56	4.11	24.16
全部债务(亿元)	3.56	4.11	28.33
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	19.58
流动比率(%)	799.11	695.08	1252.70
全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.71	10.35
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.15	0.16	0.18

分析师

过国艳 张依

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对郴州市百福投资集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了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, 得到郴州市和北湖区两级政府的大力支持。联合资信同时注意到, 公司资产流动性偏弱、收入实现质量有待提高等因素给公司经营带来不利影响。

随着公司承建的项目的逐步竣工结算, 公司未来收入和利润水平有望提升。未来公司经营前景良好, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置提前分期偿还条款, 一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。基于对公司主体长期信用状况及本期专项债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期专项债券到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 近三年来, 郴州市经济持续快速发展, 财政实力不断增强, 为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是郴州市重要的基础设施建设和土地开发整理主体, 在土地资产注入、财政资金补助、税收优惠等方面得到郴州市和北湖区两级政府的大力支持。
3. 公司是郴州市重金属污染治理主体之一, 重金属污染治理业务重要性突出, 政府支持力度较大。

关注

1. 公司存货主要由土地资产构成, 资产流动性较弱, 整体资产质量一般。
2. 公司现金收入实现质量较差且稳定性弱,

同时公司项目建设处于规模投入阶段，导致公司经营活动现金流量净额波动较大，未来随着项目不断投入，公司对外融资压力将大幅上升。

3. 本期债券发行规模大，对公司现有债务影响大。本期债券偿付依赖募投项目预期收益，预期收益的实现在一定程度上将受当地经济发展水平、老年人消费能力及观念影响，收益的实现存在一定不确定性。
4. 募投项目未来形成现金流和每年需偿付债券本息尚未实现完全匹配，需要公司协调日常经营资金来保证本期债券的如期偿付。

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）与郴州市百福投资集团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集团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集团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集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016年郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债券信用等级自本期专项债发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

郴州市百福投资集团有限公司（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“郴州市百福投资集团有限公司”。

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。2015 年 1 月 13 日，公司名称更名为现名。

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；建材销售。

截至 2014 年底，公司下设综合管理部、财务资产部、融资部和工程管理部等职能部门。2014 年度，公司合并范围内新增 2 家子公司；截至 2014 年底，公司纳入合并范围的有 4 家子公司和 1 家孙公司。

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。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2016 年郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债券（以下简称“本期债券”），发行金额为 14.90 亿元，债券期限 10 年期。本期债券按年付息，分期偿还本金，在本期债券存续期的第 3 至第 6 年末，每年按照发行总额 10% 的比例偿还本金，第 7 至 10 年末，每年按照发行总额 15% 的比例偿还本金。

2. 募投项目概况

本期债券拟募集资金 14.90 亿元，其中 12.00 亿元用于郴州市百福综合养老产业项目，2.90 亿元用于补充流动资金。

（1）项目整体概况

本期债券的募投项目为郴州市百福综合养老产业项目，项目具体情况如下：

项目位于郴州市北湖区。项目建设内容为：项目集城乡基本养老、中端养老公寓、高端养老疗养为一体，为北湖区和郴州市老年人提供养老、体检、康复、疗养、住院于一体的现代化养老服务。项目整体可提供养老床位 2720 张，康复养老床位 300 张，城区养老公寓 1200 套，高端养老疗养套房 800 间。建设内容主要包括主体建安工程及配套的给排水、供电、绿化、道路等附属工程。

项目总用地面积 513.92 亩，总建筑面积 40.17 万平方米，其中收购改造面积 11.12 万平方米，新建 29.05 万平方米。其中：

1) 乡镇养老中心用地 233.82 亩，总建筑

面积 4.66 万平方米，包括收购改造面积 2.76 万平方米，新建 1.9 万平方米，设置养老床位 740 个。

2) 城区养老中心用地 118.6 亩，总建筑面积 9.31 万平方米，包括收购改造面积 5.51 万平方米，新建 3.8 万平方米，设置养老床位 1980 个。

3) 百福养老公寓用地 95 亩，整体新建 17.1 万平方米，其中：地上建筑 14.16 万平方米，包括养老公寓 7.96 万平方米，老年康复医院 2.4 万平方米，图书馆和老年大学 0.8 万平方米，老年餐饮和活动中心 0.8 万平方米，家属探亲楼 1 万平方米（客房 200 间），配套商业 1.2 万平方米；地下车库 2.94 万平方米（地下车位 920 个）。项目设置养老公寓 1200 套，养老康复医疗床位 300 张。

4) 龙女温泉养老疗养中心用地 66.5 亩，总建筑面积 9.1 万平方米，包括收购改造面积 2.85 万平方米，新建地上 4.85 万平方米，包括温泉疗养中心 4.8 万平方米，餐饮活动中心 1.4

万平方米，家属探亲楼 1.5 万平方米（客房 300 间）；地下车库 1.4 万平方米（地下车位 400 个），设置养老疗养套房 800 间。

项目总投资为 17.83 亿元，拟使用债券募集资金 12.00 亿元，建设单位自筹 5.83 亿元。

(2) 项目的建设意义

目前，郴州市养老床位均远低于《湖南省关于加快推进养老服务业发展的意见》（湘政发〔2014〕22 号）提出的实现养老床位数达到每千名老年人 35 张以上目标。项目建成后，将在一定程度上缓解郴州市的养老需求。同时，为加快郴州养老服务体系建立健全、大力推进老年社会福利事业发展、提高老年人生活质量、推动经济社会持续健康发展发挥积极作用。

(3) 项目审批情况

项目符合国家产业政策方向，已经通过了相关主管部门的审批，具体批复文件如表 1 所示：

表 1 郴州市百福综合养老产业项目审批表

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	郴州市发展和改革委员会《关于郴州市百福综合养老产业项目可行性研究报告的批复》	郴发改批【2015】37 号	2015 年 9 月 2 日
2	郴州市发展和改革委员会《关于郴州市百福综合养老产业项目节能评估报告书的批复》	郴发改发【2015】144 号	2015 年 9 月 1 日
3	郴州市环境保护局《郴州市百福综合养老产业项目环境影响报告表审批意见》	郴环审表【2015】47 号	2015 年 8 月 16 日
4	郴州市国土资源局《关于郴州市百福综合养老产业项目用地预审意见》	郴国土资预审字【2015】153 号	2015 年 8 月 18 日
5	郴州市规划局北湖分局《建设项目选址意见书》	郴规北（选）【2015】T2 号	2015 年 8 月 5 日

资料来源：公司提供

(4) 项目收益

项目收入包括四大部分：一是乡镇养老中心收入，二是城区养老中心收入，三是百福养老公寓收入，四是龙女温泉养老疗养中心收入。

乡镇养老中心收入

乡镇养老中心收入包含养老服务收入和当地财政补助收入。其中养老服务收入系根据《北湖区 2014 年国民经济和社会发展统计公

报》显示，2014 年北湖区农村居民人均可支配收入 15644 元，根据初步调查，乡镇老年人对价格较为敏感，养老收费在 700-900 元/月基本可以接受。本项目乡镇养老人均收费暂定为 840 元/人/月（含床位费 300 元，护理费 300 元，伙食费 240 元）。当地财政补助收入包括建设补贴和运营补贴两部分。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发〔2015〕4 号）规定，“对两区新

建的民办养老机构，经考评验收合格的，市财政按每张床位 3000 元的标准一次性给予资助”，项目根据当年开设的床位数计算财政建设补贴。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发〔2015〕4 号）规定，“每收住一名本市户籍 60 岁以上老人，给予每月 50 元的运营补贴”，本项目根据当年入住的人数计算运营补贴。

城区养老中心收入

城区养老中心收入包括养老中心服务收入、日间照料中心服务收入及当地财政补助收入。其中养老中心服务收入根据《北湖区 2014 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2014 年北湖区城镇居民人均可支配收入 25842 元。通过调查城区郴江敬老院，其收费为生活自理（60 岁以上）1360 元/月，半自理（70 岁以上）1460 元/月，包含房费、水电费、生活费，提供搞卫生、送饭送水服务。根据初步调查，城区老年人对养老更关注所提供的服务，收费在 1300-1600 元/月基本可以接受。本项目城区养老人均收费暂定为 1500 元/人/月（含床位费 450 元，护理费 600 元，伙食费 450 元）。

日间照料中心服务收入系对日间家里无人照料能够“走出去”的老年人，提供所需服务，包括就餐、看护、休息等，为老年人提供健身锻炼、康复保健和应急救助等服务，并为老年人提供学习、娱乐、聊天和文体活动等活动。参照一般日照中心费用标准：早餐 3 元、午餐 9 元、服务费 400 元/月，共计 760 元/月。

当地财政补助收入包括建设补贴和运营补贴两部分。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发〔2015〕4 号）规定，“对两区新建的民办养老机构，经考评验收合格的，市财政按每张床位 3000 元的标准一次性给予资助”，本项目根据当年开设的床位数计算财政建设补贴。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发〔2015〕4 号）规定，“每收住一名本市户籍 60 岁以上老人，给予每月

50 元的运营补贴”，本项目根据当年入住的人数计算运营补贴。

百福养老公寓收入

养老公寓收入包括出租收入、销售收入、经营收入和财政补助收入。

出租收入：项目开发的养老公寓、配套商业、配套服务中心、地下车位均可用于出租。通过同地段物业市场调查，相关租金预计为：养老公寓，20 元/平方米/月；配套商业，50 元/平方米/月；配套服务中心，35 元/平方米/月；地下车位，200 元/个/月。

销售收入：项目开发的配套商业部分用于销售，当年未销售的商业用于出租。根据市场调查，商业销售单价按 15000 元/平方米计算。

经营收入包括养老护理收入，探亲家属住宿及餐饮收入和养老康复医疗合作经营收入。养老护理收入，按当年入住养老公寓 30% 计算养老护理收入，单价为 1500 元/人/月；探亲家属住宿及餐饮收入，探亲家属楼设置 200 间，人均消费按 200 元/人/天计算。

养老康复医疗合作经营收入，百福养老公寓建设 2.4 万平方米的老年康复医院，设置康复床位 300 张，计划与郴州市第三人民医院合作经营。目前，郴州市第三人民医院开设 900 张床位，年营业收入逾 7 亿元，年利润逾 2 亿元。项目开设床位 300 张，参照郴州市第三人民医院收益水平，年营业收入逾 2 亿元，年利润逾 6000 万元，按 5:5 利润分成，年合作经营收入 3000 万元。

当地财政补助收入包括建设补贴和运营补贴两部分，根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发〔2015〕4 号）规定，“对两区新建的民办养老机构，经考评验收合格的，市财政按每张床位 3000 元的标准一次性给予资助”，本项目根据当年开设的床位数计算财政建设补贴。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发〔2015〕4 号）规定，“每收住一名本市户籍 60 岁以上老人，给予每月

50 元的运营补贴”，本项目根据当年入住的人数计算运营补贴。

龙女温泉养老疗养中心收入

龙女温泉养老疗养中心收入包括养老住宿收入、养老餐饮收入、养老其他配套收入和探亲家属住宿及餐饮收入。

养老住宿收入，该中心养老客房 800 间，考虑养老中心推向市场需一定的市场培育周期，建成后第一年按 358 元/间/天计算，未来

年限将保持一定的收费增长；养老餐饮收入，根据养老住宿人数计算年餐饮接待人数，人均消费按 100-150 元/人/天计算；养老其他配套收入，包括温泉疗养、棋牌娱乐、健身运动等，按养老餐饮人数的 40% 计，人均消费按 80-100 元/人/次计算；探亲家属住宿及餐饮收入，探亲家属楼设置 300 间，人均消费按 300 元/人/天计算。

表 2 郴州市百福综合养老产业项目收益和现金流测算表(单位: 万元)

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	880	1598	16886	23223	29987	34011	34632	32382	32382	32382
乡镇养老中心收入	202	360	519	677	834	790	790	790	790	790
城区养老中心收入	678	1238	1795	2355	2914	2795	2795	2795	2795	2795
百福老年公寓			7631	8479	9365	10163	10006	7756	7756	7756
龙女温泉养老疗养中心			6941	11712	16874	20263	21041	21041	21041	21041
回收固定资产余值										138651
现金流入	880	1598	16886	23223	29987	34011	34632	32382	32382	171033
总成本费用	276	512	6689	22102	23577	23726	23024	20653	19393	18133
税金及附加			792	1104	1436	1666	1705	1580	1580	1580
利润总额	604	1086	9405	17	4974	8619	9903	10149	11409	12669
所得税			941	2	498	862	990	1015	1141	1267
税后利润	604	1086	8464	15	4476	7757	8913	9134	10268	11402

资料来源：联合资信根据《郴州市百福综合养老产业项目可行性研究报告》整理

(5) 项目进度情况

本项目建设工期 36 个月，项目正在做初步设计、土地平整等前期准备工作，预计将于 2019 年完工。

3、本期募投项目专项分析预测

总体看，由预测表可看出，该项目在运营期内收入主要来源于城区养老中心收入、百福老年公寓及龙女温泉养老疗养中心收入。整体看该项目预计在本期债券存续期内能够实现合计收入约 23.84 亿元，税后利润合计 6.21 亿元。整体项目收入能够覆盖本期债券募集资金 14.90 亿元。但联合资信也关注到，本期募投项目预期收益的实现在一定程度上将受当地

经济发展水平、老年人消费能力及观念影响而存在一定不确定性。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 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許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、

隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43号文》）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务

来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014 年全年，全国固定资产投资总额完成 512761 万亿元，比上年名义增长 15.3%，扣除

价格因素，实际增长 14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502005 亿元，增长 15.7%；农户投资 10756 亿元，增长 2.0%。东部地区投资 206454 亿元，比上年增长 15.4%；中部地区投资 124112 亿元，增长 17.6%；西部地区投资 129171 亿元，增长 17.2%；东北地区投资 46096 亿元，增长 2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 11983 亿元，比上年增长 33.9%；第二产业投资 208107 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 281915 亿元，增长 16.8%。

截至 2014 年，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。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，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。

(4) 区域经济环境

郴州市位于湖南省东南部，享有“林中之城，创享之都”的美称，山地丘陵面积占总面积的 75%，别名“福城”，为国家级湘南承接产业转移示范区，现辖 1 市 2 区 8 县，总面积 1.94 万平方公里，总人口约 460 万。

郴州资源丰富。素有“中国有色金属之乡”、“中国银都”、“南方重点林区”、“湖南能源基地”之称。现已探明的矿产资源有 7 类 70 多种，其中铋、钨、微晶石墨的储量居全国之首，钨、铅锌会储量分别居全国第三、第四位，矿产资源潜在价值 2656 亿元，人均占用量位居全省第一。全市煤炭储量 11 亿吨，是华南能源的重要供应地；水能蕴藏量 170 万千瓦，是联合国小水电基地之一。森林覆盖率 62%，是湖南重要的林产区。郴州是香港农产品供应基地之一，临武鸭、桂阳烟、东江鱼、裕湘面等农副产品主享誉海内外。全市境内有色金属矿品种齐全，64 种有色金属矿中已发现矿产品 40 多种，全市主要有色金属探明储量达 600 多万吨，占湖南省总储量的三分之二，享有“中国有色金属之乡”的美誉。

郴州是湖南对接粤港澳的“南大门”，拥有两座中国优秀旅游城市的地级市，处于“华南经济圈”、“珠三角经济圈”多重辐射地区，具有重要的战略交通枢纽地位。交通成为“十一五”郴州综合实力提升最显著的标志：高速公路跨越式发展，五年新开工厦蓉、衡武、宜凤、岳汝 4 条高速公路 470.76 公里，郴州全市通车和在建高速公路里程达

572.76 公里，实现县县通高速公路或半小时内上高速公路，形成了半小时和 1 小时交通经济圈。以高速公路为标志，郴州市交通已全面开启高速时代。郴州拥有郴州站及郴州西站，其中郴州站是全国铁路客运特等站，是湖南进入广东最后一个大站，郴州站平均每日接发 120 多趟旅客列车。郴州西站，是应武广高铁而新建的现代化大型火车站，主要接发武广沿线高铁列车。郴州境内有京广铁路贯穿全境，另有四条地方铁路呈枝状向东、西南侧展开。

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，按可比价计算，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 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 3 2012~2014 年郴州市全口径地方财力情况表（单位：万元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
(一) 地方一般公共预算收入	1196761	1465411	1716878
其中：税收收入	625766	717239	763433
非税收入	570995	748172	953445
(二) 转移支付和税收返还收入	1279278	1536990	1742234
1. 一般性转移支付	659831	734748	792205
2. 专项转移支付收入	524639	705161	848284
3. 税收返还收入	94808	97081	101745

(三) 国有土地使用权出让收入	401074	424766	665487
1. 国有土地使用权出让金	374916	422384	663046
2. 国有土地收益基金	517	2094	2182
3. 农业土地开发资金	181	288	259
4. 新增建设用地上缴使用费	25460	--	--
(四) 预算外财政专户收入	37676	37598	35600
地方可控财力	2914789	3464765	4160199

资料来源：郴州市财政局

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4 截至2014年底，郴州市全口径地方政府债务情况（单位：万元）

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、新增建设用地上缴使用费	
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

(5) 北湖区经济和财力概况

北湖区位于湖南省东南，郴州市的中心城区，东北与苏仙区相连，南与宜章县和临武县

接壤，西与桂阳县毗邻；下辖7个街道、4个镇、4个乡、1个市经济开发区，总面积826.8平方公里，总人口36.11万；北湖区享有世界

“石墨之都”的美称。

交通运输方面，铁路京广复线、武深高铁线过境，其中京广线境内长 6.8 千米、武深高铁线境内长 21.36 千米。京珠、厦蓉高速公路过境，京珠高速公路境内长 3.97 千米、厦蓉高速公路境内长 18.63 千米。

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，郴州市和北湖区经济快速发展，为公司提供良好的外部条件。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司由北湖国资中心于2009年12月4日出资成立；2012年8月9日，北湖国资中心将持有公司51%的国有股权划转给郴州市国资委。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土壤治理一期等9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

截至2014年底，公司共有高层管理人员7人。

公司董事长马军先生，1964年出生，中共党员，本科学历。曾任原郴州市财委干事；北湖区政府办干事、副主任；北湖区建设局局长；北湖区统计局局长；北湖区政府工党组成员，政府办主任；现任公司董事长。

公司总经理首建明先生，1973年出生，中共党员，本科。曾任北湖区鲁塘镇工作任计生办主任；北湖区芙蓉乡民政助理员、司法所长、副乡长；北湖区石盖塘镇工作副镇长；北湖区市郊乡任政法委书记；北湖区委统战部副部长；北湖区政府办副主任（兼）、北湖区城投中心常务副主任；现任公司董事、兼总经理。

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。

总体来看，公司高管有较丰富的管理经验，公司人员构成合理，能够满足日常的工作需要。

4. 外部支持

基于公司特殊的经营职能，公司获得政府大力支持，主要体现在以下方面：

资本金注入

北湖国资中心分别于 2012 年 6 月、2014 年 7 月以货币形式对公司增资 4000 万元、25000 万元，分别经郴州金华会计师事务所出具郴金会【2012】验字第 076 号《验资报告》和湖南金华会计师事务所有限责任公司出具湘金会师【2014】验字第 016 号《验资报告》

审验；截至 2014 年底，公司注册资本 44000 万元，实收资本 44000 万元。

资产注入

2010 年以来，地方政府对公司持续进行土地注入，有助于公司资产规模和所有者权益规模持续的扩大。2010 年以来，公司累计获得北湖区政府注入土地资产的评估价值共计 112.30 亿元；同时，根据北湖区政府出具确认注入公司经营性土地资产评估结果的批复文件，2010~2012 年和 2014 年度各年注入土地资产评估价值中的 1 亿元、2 亿元、2.5 亿元和 3 亿元用于支付北湖区财政局应付公司的代建基础设施工程款，其余在公司资本公积科目反映，见下表。未来公司仍有望持续获得经营性资产注入。

表 5 近年公司获得土地资产注入概况

入账时间	国土权证号	使用权面积（亩）	地类（用途）	使用权类型	入账价值（万元）	政策文件名称
2010 年	郴国用 2010 第 0321 号	95.72	商服用地	出让	13483.69	北湖区人民政府《关于将经营性土地资产注入区交通建设投资有限公司的通知》（北政发[2010]2 号）
	郴国用 2010 第 0358 号	119.19	商服用地	出让	16790.53	
	郴国用 2010 第 0369 号	263.78	商服用地	出让	23828.08	
	郴国用 2010 第 0561 号	463.35	商服用地	出让	85782.64	
	郴国用 2010 第 0771 号	195.76	商住用地	出让	24548.74	
	郴国用 2010 第 0772 号	99.69	商住用地	出让	14315.05	
	小计	1237.49			178748.73	
2011 年	郴国用 2011 第 0516 号	897.02	商住用地	出让	58366.17	北湖区人民政府《关于将经营性土地资产注入区交通建设投资有限公司的通知》（北政发[2011]3 号）
	郴国用 2011 第 0728 号	916.56	商住用地	出让	59637.89	
	郴国用 2011 第 0729 号	779.72	商住用地	出让	50733.94	
	小计	2593.30			168738.00	
2012 年	郴国用 2012 第 0517 号	165.94	商服用地	出让	14459.34	北湖区人民政府《关于将经营性土地资产注入区交通建设投资有限公司的通知》（北政发[2012]3 号）
	郴国用 2012 第 0652 号	149.64	商服用地	出让	17168.52	
	郴国用 2012 第 0653 号	375.96	商服用地	出让	37295.08	
	郴国用 2012 第 0671 号	135.58	商服用地	出让	23555.63	
	郴国用 2012 第 0682 号	350.53	商服用地	出让	39119.54	
	郴国用 2012 第 0683 号	368.80	商服用地	出让	41158.47	
	郴国用 2012 第 0684 号	157.27	商服用地	出让	20098.98	
	小计	1703.72			192855.56	
2014 年	郴北国用 2014 第 0052 号	283.84	商服用地	出让	28346.20	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集团有限公司的通知》（北政发[2014]122 号
	郴北国用 2014 第 0063 号	1195.2	商服用地	出让	138962.44	
	郴北国用 2014 第 0072 号	1669.5	商服用地	出让	190991.66	
	郴北国用 2014 第 0078 号	267.13	商服用地	出让	112350.43	
	郴北国用 2014 第 0085 号	466.35	商服用地	出让	52794.89	
	郴北国用 2014 第 0095 号	257.58	商服用地	出让	59294.92	
	小计	4139.6			582740.54	
	合计	9674.11			1123082.83	

资料来源：公司提供

承建项目支持

根据北湖区政府《关于区交投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），公司土地整理开发业务，工程款项包括项目建设期内按区财政投资评审中心确认的年度投资额、管理费和资金占用费（管理费和资金占用费合计为年度投资额的20%）；依据各项目年度完成情况，以现金或有效资产等合理方式支付工程款项，各公司如有财政拨款或财政借款，工程款项直接从财政给予各公司的拨款和财政借款中抵付。

2012年10月，郴州市人民政府、北湖区人民政府与公司签订《郴州市北湖区基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目委托代建协议书》，市区两级政府授权公司对北湖区基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目进行投资、融资和施工建设。郴州市人民政府及北湖区人民政府应支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并按照不低于上述投资成本的20%支付管理服务费。工程建设收入（包括成本返还和管理服务费）由郴州市人民政府和北湖区人民政府各支付50%，其中公司当年支付的项目成本，市区两级政府每年按照相同比例，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%，管理服务费需当年全部支付。郴州市及北湖区两级政府对承建项目支持力度大。

应收款项保障

根据《郴州市人民政府关于应付郴州市百福投资集团有限公司款项情况的说明》（郴政函【2015】94号），截至2014年底，郴州市北湖区财政局和郴州市北湖区下属有关单位欠公司款项合计金额为13.95亿元，其中应收账款账面价值12.64亿元，其他应收款账面价值1.31亿元。

郴州市政府安排北湖区政府将郴州大道

北湖段华塘镇境内沿线两厢划定为道路扩建工程筹资专项用地等6宗共计1487.66亩土地未来出让净收益用于支付剩余的款项；上述6宗土地出让后预计可获得净收益15.70亿元，郴州市将于2015~2017年将土地出让净收益15.70亿元（若未来实现土地出让收益大于欠款合计数13.95亿元，则偿还实际欠款金额）逐年拨付给公司，其中2015年~2017年分别为5.23亿元、6.59亿元和3.88亿元，如果未来土地市场发生波动，相关土地不能按照上述计划出让，市政府将安排北湖区政府根据实际情况，安排其他资金拨付。

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。2012年~2014年公司分别获得财政补贴8995.00万元、7052.64万元和9675.92万元，同期子公司万利建设分别获得2300.00万元、5000.00万元和3020.29万元。

税收优惠

根据郴州市北湖区人民政府（北政函（2010）2号）《关于区交通建设投资有限公司及所属子公司有关税收优惠政策的通知》，本公司及子公司取得的土地开发整理收入和政府委托建设项目收入免征营业税、城建税、教育费附加、印花税；对本公司及子公司所收到的财政补贴收入、土地开发整理和政府委托建设项目所获取的净收益免征企业所得税。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》及有关法律、法规的规定，公司由郴州市国资委、郴州市北湖区国资中心共同出资设立。公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。

公司设董事会，成员为 13 人，其中职工代表董事 3 人。非职工代表董事由股东会选举产生，职工代表董事由公司职工代表大会民主选举产生。公司设董事长一人，由董事会选举产生。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。

公司设监事会，成员 5 人，其中职工代表监事 2 人，非职工代表监事由股东会选举产生；职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。

2. 管理水平

根据有关法律、行政法规等，公司制定了制度汇编，制度主要涵盖财务管理制度、资金管理等方面。

财务管理

公司财务部职责包括建立健全并严格执行公司财务管理的各项规章制度，定期分析反映财务计划和财务纪律执行情况。负责编制财务计划，全面实施预算管理、严格执行财务审批报帐程序。按财政双控要求，集中管理，统一调度；在政府部门、公司董事会及总经理的授权范围内，由公司分管财务的副总经理审批支付，超授权范围的支付按审批权限逐级报政府部门领导审批。

子公司管理

公司以股东或控制人的身份行使对子公

司的重大事项监督管理，通过委派股东代表、委派董事、委派监事、委派财务总监等办法实现对子公司的治理监控。子公司对外投资项目须经办公会议和董事会决策，并按公司规定管理权限批准后才能组织实施，未违反上述程序的项目不得对外投资。

综合看，公司法人治理结构完善，内部组织结构合理，管理制度比较健全。

七、经营分析

1. 经营分析

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。

2012~2014 年，公司主营业务收入分别为 6.95 亿元、7.42 亿元和 8.25 亿元，呈逐年增加趋势，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%）。

毛利率方面，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。

表 6 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。

公司工程项目建设的模式：根据郴州市北湖区人民政府【2010】3号和郴州市人民政府、北湖区人民政府与公司签订《郴州市北湖区基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目委托代建协议书》文件，公司负责北湖区和郴州市中心城区的城市基础设施建设和土地整理业务，公司通过自有资金和项目贷款进行项目前期投资建设，对其所承建项目政府按年度进行审计，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（按照成本加成20%管理费用）确认当年公司工程建设收入，同时结转营业成本。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。

账务处理方面：公司在项目建设投入款项在“存货-开发成本”科目体现，根据年度结算金额确认收入并结转成本，公司收到的代建款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”，尚未收回的款项体现在“应收账款”或者“长期应收账款”科目。

近三年公司的工程建设业务分别确认收入为3.98亿元、4.23亿元和2.86亿元，其中2012和2013年度主要投入并结算的项目系南岭大道南段提质改造工程项目和郴资桂大道北湖段改扩建工程项目；2014年度公司主要投入并结算的项目为南岭大道南段提质改造工程项目、凤凰大道工程及郴资桂大道北湖段改扩建工程。

回款方面，2012~2014年公司实际收到工程建设和土地开发款项分别为2.12亿元、6.06亿元、5.50亿元，另2012年度根据北湖区人民政府出具确认注入公司性土地资产评估结果的批复文件，北湖区人民政府2012年注入土地资产评估价值中的2.50亿元用于支付北湖区财政局应付的代建工程款。2014年公司收到回款中包含工

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）。整体来看，受政府拨付资金进度影响，公司两大业务板块收入现金实现质量较弱。

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。公司土地开发业务运作模式和账务处理方式与工程建设类似。

2012~2013 年公司土地开发与整理收入逐年增长，金额分别为 2.97 亿元、3.19 亿元及 5.39 亿元。2012 年度和 2013 年度投入并结算的项目主要系万华汽车城项目、汇景新城项目、鲁塘镇土地复垦工程及万华机电市场等项目。2014 年公司完成土地开发与整理项目大幅增长，主要投入并结算的项目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。回款方面，2014 年度土地整理业务收到回款 1.67 亿元。

2. 公司在建及拟建项目情况

截至 2014 年底，公司主要在建及拟建项目系 X090 线郴桂公路北湖段工程、凤凰大道工程、北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理工程等项目、西河治理及风光带建设工程等项目，合计总投资金额为 37.29 亿元，截至 2014 年底已投入金额为 7.38 亿元，未来需投入金额为 29.42 亿元，整体看，公司未来外部融资压力较大。

表 7 截至 2014 年底, 公司主要在建及拟建项目情况 (单位: 万元; %)

项目名称	项目建设内容	总投资	建设周期	工程完工进度	已投资	未来需投入资金
在建项目						
X090 线郴桂公路北湖段工程	基础设施建设	17788	24 月	62.32	11093	6700
凤凰大道工程	基础设施建设	4200	12 月	40.48	1700	2500
高壁综合大市场项目	土地整理开发	9000	3 年	65	5888	3100
万华汽车城项目	土地整理开发	28000	3 年	95	27210	800
北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理工程	湘江流域重金属污染综合治理	44550	18 月	66	17999.99	26000
郴州市南岭大道提质改造工程建设项目	基础设施建设	94533	18 月	64	7359.76	87000
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	湘江流域重金属污染综合治理	43212.3	23 月	20		40000
郴州市北湖区海泉水厂周边遗留尾矿治理项目	湘江流域重金属污染综合治理	43903.21	33 月	14	2500	40000
合计		285186.51			73750.75	206500
拟建项目						
S212 华塘大道、花坪大道、黎家洞至小埠公路	基础设施建设	35000	24 月	0	0	35000
五星大道工程	基础设施建设	22000	18 月	0	0	22000
福泉大道工程	基础设施建设	8000	18 月	0	0	8000
西河治理及风光带建设工程	水利、道路、绿化工程	22700	12 月	0	0	22700
小计		87700			0	87700
合计		372886.51			73750.75	294200

资料来源: 公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司已提供经中审华寅五洲会计师事务所(特殊普通合伙)审计的 2012~2014 年三年连审的标准无保留意见审计报告。

从合并报表范围看, 2011 年公司合并报告范围内仅有 1 家子公司郴州市万利建设投资有限公司; 公司分别于 2012 年 9 月、2013 年 7 月, 出资设立郴州市北湖区道达房地产开发有限公司、郴州市柳毅山庄温泉酒店有限公司, 注册资本分别为 1200 万元和 30 万元。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 5 万元设立全资子公司郴州龙女物业管理有限公司。截至 2014 年底公司共拥有 4 家子公司、1 家孙公司, 均为全资拥有。公司合并范围有所变化, 但考虑

到合并公司规模较小对财务可比性影响较小, 以下分析基于 2012~2014 年的财务数据。

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。

2. 资产质量

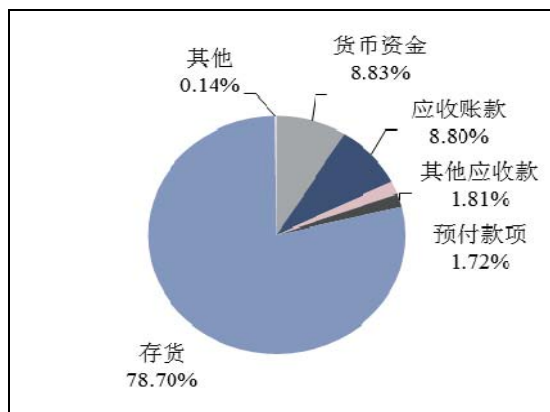
2012~2014 年, 公司资产总额快速增长, 年均复合增长 49.28%。截至 2014 年底, 公司资产总额为 151.97 亿元, 主要由应收账款和存货构成, 符合公司主要从事基础设施投资、融资与建设的运营特点。其中, 流动资产占比 94.55%, 同比略有下降。

2012~2014 年, 公司流动资产呈快速增长趋势, 年均复合增长 45.17%。截至 2014 年底, 公司流动资产为 143.69 亿元, 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。

流动资产

图1 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年公司货币资金快速增长，年均复合增长304.48%，主要由于公司2014年发行的企业债券到账所致。截至2014年底，公司货币资金12.68亿元，其中无受限资金。

2012~2014年公司应收账款波动增长，年均复合增长4.68%。截至2014年底，公司应收账款为12.65亿元，主要为应收郴州市北湖区财政局工程建设项目价款（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），占比99.95%，由于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。其他款项按信用风险特征组合计提坏账准备1.00%。受工程建设资金拨付进度缓于公司工程建设收入确认进度影响，公司应收账款规模持续增长，资金营运压力大。

根据《郴州市人民政府关于应付郴州市百福投资集团有限公司款项情况的说明》（郴政函【2015】94号），截至2014年底，郴州市北湖区财政局和郴州市北湖区下属有关单位欠公司款项合计金额为13.95亿元，其中应收账款账面价值12.64亿元，其他应收款账面价值1.31亿元。

郴州市政府安排北湖区政府将郴州大道北湖段华塘镇境内沿线两厢划定为道路扩建

工程筹资专项用地等6宗共计1487.66亩土地未来出让净收益用于支付剩余的款项；上述6宗土地出让后预计可获得净收益15.70亿元，郴州市将于2015~2017年将土地出让净收益15.70亿元（若未来实现土地出让收益大于欠款合计数13.95亿元，则偿还实际欠款金额）逐年拨付给公司，其中2015年~2017年分别为5.23亿元、6.59亿元和3.88亿元，如果未来土地市场发生波动，相关土地不能按照上述计划出让，市政府将安排北湖区政府根据实际情况，安排其他资金拨付。

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，公司预付账款为2.47亿元，主要为预付项目工程款，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%。

公司其他应收款近三年呈波动增长趋势，年均复合增长30.00%。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。从账龄看，1年以内占58.74%，1~2年的占5.55%，2~3年的占4.76%，3~4年的占10.73%，4~5年的占5.75%，5年以上占14.47%。公司计提坏账准备金额为262.53万元，计提比例1%。

表8 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

2012~2014年，公司存货快速增长，年均复合增长44.41%。截至2014年，公司存货

113.08 亿元，其中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。2013 年公司以招拍挂方式购入工业用地 380 亩，账面价值 0.59 亿元；2014 年根据关于将《北湖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），郴州市北湖区人民政府向公司注入 4139.61 亩经营性土地资产，账面价值 58.27 亿元。上述土地均为出让地并已办理国有土地使用权证。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产分别为 62.35 万元、145.04 万元和 8.28 亿元，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。2014 年，公司在建工程 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工程款项。

总体来看，随着公司业务规模扩大以及政府土地资产的注入，近年来公司资产增长迅速；公司应收款项及存货规模占流动资产比例较大，对资金占用较大；资产流动性仍较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，随着资本公积的增加，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 44.00%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 116.34 亿元，同比增长 92.29%。所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 3.78%、89.93%、0.57% 和 5.72%。

2012~2014 年，公司实收资本有所增长，三年分别为 1.90 亿元、1.90 亿元和 4.40 亿元。

2014 年根据文件名北湖国资中心对公司货币增资 2.50 亿元，湖南金华会计师事务所有限责任公司已出具湘金会师【2014】验字第 016 号《验资报告》验证。

2012~2014 年，公司资本公积快速增长，三年分别为 49.35 亿元、49.35 亿元和 104.63 亿元。2014 年公司资本公积大幅增长主要为根据北政发【2014】122 号及北政函【2014】123 号注入公司经营性土地资产形成资本公积 55.27 亿元。

总体看，近三年公司整体权益增长较快，其中 2014 年度公司获得货币增资及注入土地资产，权益规模大幅增加，同时公司所有者权益中资本公积占比较大，权益稳定性较好。

负债

2012~2014 年，公司负债快速增长，年均复合增长 71.67%，主要是新增应付债券和长期借款所致。截至 2014 年底，公司负债合计 35.63 亿元。负债结构中流动负债占 26.58%，较上年下降 36.99 个百分点，非流动负债占 73.42%，公司负债结构从以流动负债为主变为以非流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 15.95%，截至 2014 年底，公司流动负债合计 11.47 亿元，主要由其他应付款（占 62.04%）、一年内到期的非流动负债（占比 18.57%）应付账款（占 13.35%）和短期借款（占 4.14%）构成。

截至 2014 年底，公司短期借款 0.48 亿元，全部为子公司郴州万利建设投资有限公司以购买的银行结构化存款质押取得的借款。

2012~2014 年，公司应付账款波动下降，三年分别为 3.63 亿元、3.92 亿元和 1.53 亿元，主要是应付项目工程款，随着项目的推进，部分工程款已结算。

表 9 账龄超过 1 年的重要应付账款

单位名称	金额(万元)
郴州市苏仙市政建设有限公司	14407.34

新宏基房地产公司（南岭大道工程一标）	242.08
永州市第四工程有限责任公司	169.24
郴州市宏兴建筑有限公司	167.15
湖南中为建设有限公司	136.22
合计	15122.03

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司其他应付款持续增长，三年分别为4.85亿元、6.51亿元和7.00，主要为应付土地款、施工单位缴存的保证金和有关项目前期开发费用等。

表10 公司其他应付款前五名（单位：万元，%）

单位名称	金额	占比
郴州市第三人民医院	15700.00	22.42
郴州市第一人民医院	8018.15	11.45
郴州市鹏峰汽车产业园管理有限公司	6570.62	9.38
郴州三和有色金属有限公司	6000.00	8.57
郴州达康房地产开发有限公司	3000.00	4.28
合计	39288.77	56.11

资料来源：公司审计报告

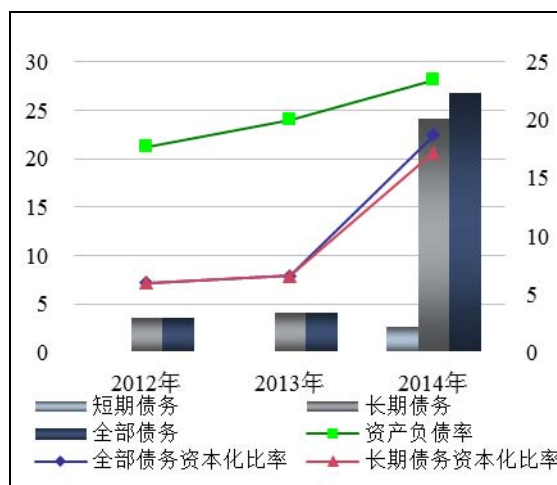
截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债2.13亿元，系一年内到期的长期借款调整至该科目所致。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长160.61%，截至2014年底，公司非流动负债合计24.16亿元，主要是应付债券和长期借款的增加所致。

2012~2014年，公司长期借款快速增长，年均复合增长33.49%。截至2014年底，公司长期借款合计6.34亿元，其中抵押借款占比66.42%，质押借款占比17.86%，信用借款占比8.69%，保证借款占比7.02%。

截至2014年底，公司应付债券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。

图2 近三年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

公司负债中有息债务占比较高；2012~2014年，由于一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券的增加，公司全部债务规模持续扩张，年均复合增长182.23%。截至2014年底，公司全部债务余额28.33亿元，其中短期债务占14.74%，长期债务占85.26%；公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率呈上升趋势，分别为17.20%、19.58%和23.45%，较上年分别上升10.62个百分点、13.00个百分点和3.43个百分点，但整体债务负担仍处于较轻水平。

总体看，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，但整体负债水平低，债务负担较轻。未来随着公司业务不断推进，对外融资规模将快速上升，未来债务负担将有所加重。

4. 盈利能力

公司主营业务收入主要由工程建设收入和土地开发与整理收入构成。2012~2014年，公司主营业务收入保持稳定增长，年均复合增长8.84%。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。

近三年，公司营业成本年均复合增长8.91%，增长幅度略高于主营业务收入增长。

由于公司工程建设业务和土地开发整理业务由公司由政府部分约定收益水平，公司营业利润率基本保持稳定，2012~2014 年公司营业利润率分别为 17.04%、16.99%和 16.94%。

2012~2014 年，公司期间费用分别为 645.63 万元、2077.31 万元和 4766.87 万元，主要由于财务费用中的利息支出大幅上升所致。2012~2014 年公司期间费用占营业收入比例分别为 0.92%、2.78%和 5.74%；公司期间费用控制能力有待提高。

图 3 2012~2014 年公司指标情况



资料来源：公司审计报告

公司营业外收入主要由政府补助构成，2012~2014 年公司营业外收入分别为 1.13 亿元、1.21 亿元和 1.27 亿元，其中获得的政府补助占比分别为 100.00%、99.72%和 99.85%。

2012~2014 年，公司利润总额年均复合减少 1.39%，主要由于公司期间费用大幅上升所致。2014 年公司实现利润总额 2.19 亿元；但公司财政补助对利润的贡献较大。

从盈利指标来看，近三年公司总资本收益率和净资产收益率基本波动下降，三年均值分别为 2.85%和 2.91%，2014 年公司总资本收益率、净资产收益率分别为 1.89%和 1.88%，2014 年都主要因政府注入大量土地资产，公司资产规模大幅上升导致盈利指标下降。

总体来看，公司收入和利润规模保持稳定

增长，但整体盈利能力较弱，期间费用控制能力有待提高。

5. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014 年，公司销售商品提供劳务收到的现金分别为 2.18 亿元、6.11 亿元和 5.55 亿元；同期，公司现金收入比分别为 31.07%、81.85%和 66.91%，其中 2012 年公司获得北湖区政府以注入土地资产形式支付的工程款导致现金收入比偏低，整体公司现金收入质量有待提高。2012~2014 年公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 2.96 亿元、3.01 亿元和 1.43 亿元，主要是和其他单位往来款和收到财政性补贴。2012~2014 年公司经营活动现金流出主要为购买商品接收劳务收到的现金，三年分别 6.53 亿元、6.24 亿元和 11.37 亿元，2014 年较上年大幅增长主要系支付以前年度工程款所致。2012~2014 年公司经营活动现金流量净额分别为-1.54 亿元、2.79 亿元和-5.27 亿元。总体看，公司现金收入实现质量较低且稳定性弱，同时公司项目建设处于规模投入阶段，导致公司经营活动现金流量净额波动较大。

投资活动方面，公司目前投资活动产生现金流入极小，2012~2014 年公司投资活动现金流出量分别为 62.60 万元、37.57 万元和 82688.78 万元，2014 年的投资活动流出主要系支付募投项目工程款和购买银行到期理财产品支付款项。同期，公司投资活动现金流净额分别为-62.60 万元、-36.69 万元和-82688.78 万元。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入分别为 1.40 亿元、0.75 亿元和 25.74 亿元，2014 年公司筹资活动现金流入大幅增长主要是由于发行债券募集到位资金及银行借款增加；同期，公司筹资活动现金流出分别为 0.93 亿元、0.46 亿元和 3.36 亿元，主要是分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分

别为 0.47 亿元、0.29 亿元和 2.24 亿元。

筹资活动方面，2012~2014 年公司吸收投资收到的现金分别为 1.44 亿元、0.40 亿元和 0.00 亿元，全部为公司收到的资本金；同期，公司取得借款收到的现金分别为 0.14 亿元、1.00 亿元和 0.75 亿元；近三年筹资活动现金流出现规模较小，公司筹资活动现金流量净额分别为 1.42 亿元、0.47 亿元和 0.29 亿元。

总体来看，公司现金收入实现质量较低且稳定性弱，同时公司项目建设处于规模投入阶段，导致公司经营活动现金流量净额波动较大，未来随着项目不断投入，公司对外融资压力将大幅上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年受土地资产注入和货币增资的影响，2012~2014 年公司的流动比率和速动比率波动上升，三年均值分别为 994.69% 和 218.02%，2014 年分别为 1252.70% 和 266.82%。2012~2014 年公司经营现金流流动负债比分别为 -18.03%、26.56% 和 -45.97%。总体看，虽然公司流动比率很高，但是流动资产以土地资产为主，变现能力差，但考虑到公司短期债务规模较小，同时现金类资产较为充裕，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 2.25 亿元、2.40 亿元和 2.74 亿元；近三年公司全部债务/EBITDA 分别为 1.58 倍、1.71 倍和 10.35 倍。2014 年公司 EBITDA 长期债务保障能力大幅下降，主要系有息债务规模由于“14 郴州百福债/14 郴百福”发行而大幅上升。考虑到政府对公司支持力度大，未来随着公司承建项目的完工，公司收入及利润规模有望持续增长，公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年底，公司为郴州市槐海投资开发有限责任公司提供连带责任保证担保，担保金额 20000 万元；郴州市槐海服务发展有限责任公司 6000 万元连带责任保证担保；公司为郴

州市第三人民医院提供 9000 万元的连带责任保证担保，公司对外担保比率为 3.01%，对外担保比率较低。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。

7. 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 2016 年 2 月 23 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。

8. 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。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行额度为 14.90 亿元，占 2014 年底公司长期债务和全部债务的 61.68% 和 52.59%，对公司现有债务影响较大。

2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 23.45%、19.58% 和 17.20%；本期债券发行后，上述指标较分别上升至 30.28%、27.09% 和 25.13%。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 5.13 亿元、9.12 亿元和 6.99 亿元，分别为本期债券本金的 0.34 倍、0.61 倍和 0.47 倍。2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 2.25 亿元、2.40 亿元和 2.74 亿元，分别为本期

债券本金的 0.15 倍、0.16 倍和 0.18 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券本金保障能力较弱。

本期债券募集资金 14.90 亿元，债券期限为 10 年，在本期债券存续期的第 3 至第 6 年末，每年按照发行总额 10% 的比例偿还本金，第 7 至 10 年末，每年按照发行总额 15% 的比例偿还本金。以分期偿付金额最大（即本期债券本金的 15%，2.24 亿元）测算，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期待偿付最大金额的 2.30 倍、4.08 倍和 3.13 倍；同期公司 EBITDA 对分期待偿付最大金额的保障倍数分别为 1.01 倍、1.07 倍和 1.22 倍。

同时考虑到，公司 2014 年 8 月发行 18 亿元“14 郴州百福债/14 郴百福”，存续期第三年到第七年分期偿还 20% 本金，每年偿还本金额为 3.60 亿元；本期债券发行后自存续期内第 3 至第 6 年末每年分期偿还债券发行总额的 10%，即 1.49 亿元，公司自 2019 年~2022 年达到上述两期债券分期偿付本金合计峰值，为 5.09 亿元。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期峰值的 1.01 倍、1.79 倍和 1.37 倍；同期公司 EBITDA 为峰值的 0.44 倍、0.47 倍和 0.54 倍，公司经营活动现金流入量对待偿还本金峰值的保障程度一般，EBITDA 对待偿还本金峰值保障能力较弱。

同时，考虑到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。同时本期债券募投项目自身有一定体量的运营收入，为本期债券偿还提供保障。

总体看，公司经营活动现金流入量对待偿还本金峰值的保障程度一般，EBITDA 对待偿还本金峰值保障能力较弱。但考虑到政府安排土地出让净收益返还保障项目建设收益对“14 郴州百福债/14 郴百福”具有较强的保障能力，

同时本期债券募投项目的运营收入能够覆盖本期拟发债券本息，整体看来，公司存续期内及拟发企业债券本息偿付的安全性高。

3. 项目现金流对本期债券偿还能力

本期债券还本付息的资金来源于四大部分：一是乡镇养老中心收入，二是城区养老中心收入，三是百福养老公寓收入，四是龙女温泉养老疗养中心收入。

假定本期债券于 2016 年发行，发行期限 10 年，2017 年开始偿还利息，2019 年至 2026 年分期偿还本金，以债券利率 7.00% 来测算，本期债券需偿还的本息合计为 22.09 亿元。本期债券于 2017 年开始偿还利息，2019 年至 2026 年分期偿还本金。2017 年和 2018 年需偿付利息金额均为 1.04 亿元，根据测算，项目 2017~2018 年现金流入量对当年应付利息的覆盖程度较差。2019 年至 2026 年，项目公司需要分期偿付本期债券本金和利息，每年募投项目的现金流对各期应偿付的本金覆盖倍数在 0.69 倍~7.21 倍之间，募投项目现金流对当年本息偿还覆盖程度一般，同时联合资信关注募投项目未来形成现金流和每年需偿付债券本息尚未实现完全匹配，需要公司协调日常经营资金来保证本期债券的如期偿付。

表 11 项目预测现金流对本息覆盖情况

(单位：亿元、倍)

	当年偿还本金	当年偿付利息	本息合计	现金流入量对本息偿还覆盖倍数
2017 年	--	1.04	1.04	0.08
2018 年	--	1.04	1.04	0.15
2019 年	1.49	1.04	2.53	0.67
2020 年	1.49	0.94	2.43	0.96
2021 年	1.49	0.83	2.32	1.29
2022 年	1.49	0.73	2.22	1.53
2023 年	2.24	0.63	2.87	1.21
2024 年	2.24	0.47	2.71	1.19
2025 年	2.24	0.31	2.55	1.27
2026 年	2.24	0.16	2.40	7.13
合计	14.92	7.19	22.11	1.71

资料来源：联合资信根据《郴州市百福综合养老产业项目可行性研究报告》整理

注：1.利息以7%年化利率测；。

2.合计数与发行额度不匹配系四舍五入所致。

十、债权保护条款分析

1. 专项债券资金账户监管

偿债资金专用监管方面，公司聘请郴州农村商业银行股份有限公司为本期债券偿债资金监管银行，并与该行签订了本期债券《偿债资金专项账户监管协议》，开立了偿债资金专项账户。偿债资金专项账户专项用于偿付本期债券本息，该账户资金来源为公司日常经营所产生的现金流和项目经营现金流等。

在本期债券存续期内，公司应于年度付息日、本金兑付日前第 10 个工作日将当年应付本息存入专户。在本期债券存续期内，在每年兑付日前 10 个工作日内，如专户内资金数额不足以支付当期本息，监管银行应在 1 个工作日内书面通知公司；公司在接到通知后，将通过出售短期投资和票据，使用银行贷款，出售存货或其他流动资产以获得足额资金来弥补差额；专户账户未能完全补足前，公司将暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施，调减或暂缓发放高级管理人员的奖金，以确保本期债券当期应付本息能够完全偿付。

募集资金监管方面，为保证全体债券持有人的最大利益，确保募集资金被规范使用，公司制定了《募集资金管理制度》，并与郴州农村商业银行股份有限公司、长沙银行股份有限公司郴州分行、中国光大银行股份有限公司郴州分行、交通银行股份有限公司郴州五岭支行、华融湘江银行股份有限公司郴州分行签订了《募集资金专项账户监管协议》，聘请上述五家银行担任本期债券募集资金监管银行。协议中对募集资金的存储、支取、监管职责等方面进行了约定，以切实保证本期债券募集资金的规范使用。

2. 债券受托管理

为保护债券持有人的利益，公司与郴州农

村商业银行股份有限公司签订《受托管理协议》对违约事项及处理措施进行了约定，并制定了严厉的违约处理措施，以有效避免违约情况出现，确保债券持有人利益。具体约定如下：

(1) 根据《受托管理协议》，公司的违约事项包括：①在本期债券到期、加速清偿或回购时，公司未能偿付到期应付本金；②公司未能偿付本期债券的到期利息，且该违约持续超过 30 天仍未解除；③公司不履行或违反本协议第四条的规定，在其资产、财产或股份上设定质押权利，出售其所有或实质性的资产；④公司不履行或违反本协议项下的任何承诺（上述①②③项违约情形除外）将实质影响公司对本期债券的还本付息义务，且经受托管理人书面通知，或经单独或合并持有本期未偿还债券本金总额 25% 以上的债券持有人书面通知，该违约持续 30 个连续工作日仍未解除；⑤公司丧失清偿能力、被法院指定接管人或已开始相关的诉讼程序。

(2) 处理措施包括以下内容：①如果本协议项下的违约事件发生且一直持续 30 日仍未解除，单独或合并持有本期未偿还债券本金总额 50% 以上（不含 50%，下同）的债券持有人可通过债券持有人会议决议，以书面方式通知公司，宣布所有本期未偿还债券的本金和相应利息，立即到期应付。②在宣布加速清偿后，如果公司在不违反适用法律规定的前提下采取了以下救济措施：①向受托管理人提供保证金，且保证金数额足以支付以下各项金额的总和：(i) 受托管理人及其代理人 and 顾问的合理赔偿、费用和开支；(ii) 所有迟付的利息；(iii) 所有到期应付的本金；(iv) 适用法律允许范围内就迟延履行计算的复利；或②相关的违约事件已得到救济或被豁免；或③债券持有人会议同意的其他措施，单独或合并持有本期未偿还债券本金总额 50% 以上的债券持有人可通过债券持有人会议决议，以书面通知公司豁免其违约行为，并取消加速清偿的决定。③如果发生违约事件且一直持续 30 个连续工

作日仍未解除，受托管理人可根据单独或合并持有本期未偿还债券本金总额 50% 以上的债券持有人通过的债券持有人会议决议，依法采取任何可行的法律救济方式回收本期未偿还债券的本金和利息。

整体看，公司签订的上述协议能够有效保证本期债券募集资金按照约定方式使用、保障投资人权益以及顺利进行资金归集和偿付。

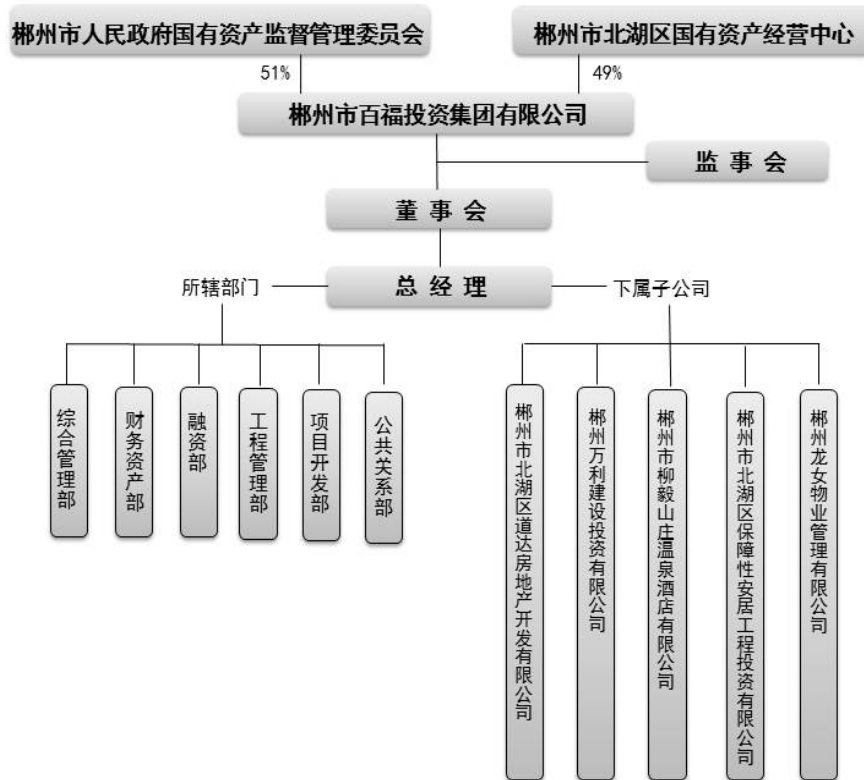
十一、 结论

公司作为郴州市基础设施建设、土地开发整理及郴州市重金属污染治理的实施主体，得到了郴州市和北湖区两级政府在资本金注入、土地资产注入、税收优惠等多方面的大力支持。同时，郴州市经济持续快速发展，财政实力稳步增强，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

近年来公司资产规模保持稳定增长，但资产流动性偏弱，应收账款金额较大，收入实现质量有待提高，经营活动净现金流波动较大。随着公司业务不断拓展，投资项目资金需求增大，未来融资压力将进一步上升。

本期债券采取分期偿还本金的发行方式。公司设置了专项偿债资金账户用以保障本息的按期偿还；基于对公司主体长期信用和本期专项债券偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期专项债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

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	24.16
全部债务(亿元)	3.56	4.11	28.33
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)	0.10	0.11	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	17.20
全部债务资本化比率(%)	5.96	6.58	19.58
资产负债率(%)	17.73	20.02	23.45
流动比率(%)	799.11	695.08	1252.70
速动比率(%)	163.56	172.98	266.82
经营现金流动负债比(%)	-18.03	26.56	-55.68
全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.71	10.35
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.34	0.61	0.47
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.10	0.19	-0.35
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.15	0.16	0.18

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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。

联合资信评估有限公司关于 2016年郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债券 的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期专项债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

郴州市百福投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。郴州市百福投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，郴州市百福投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注郴州市百福投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现郴州市百福投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如郴州市百福投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送郴州市百福投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。


联合资信评估有限公司
二零一五年十一月三十日