

信用等级公告

联合[2008] 261 号

联合资信评估有限公司通过对怀化市城市建设投资有限公司
2009 年度 13 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

怀化市城市建设投资有限公司
2009 年度 13 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年八月二十九日



怀化市城市建设投资有限公司

2009 年度 13 亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: A⁺

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA

本期公司债券发行额度: 13 亿元

本期公司债券存续期限: 10 年

评级时间: 2008 年 8 月 29 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额(亿元)	11.97	18.69	61.10
所有者权益(亿元)	6.49	11.63	50.38
长期债务(亿元)	2.39	3.37	5.24
全部债务(亿元)	2.39	3.37	5.24
主营业务收入(亿元)	2.15	1.36	4.89
净利润(亿元)	0.87	0.66	1.70
EBITDA(亿元)	1.05	0.93	2.09
经营性净现金流(亿元)	0.33	0.44	0.63
主营业务利润率(%)	33.29	37.73	31.40
净资产收益率(%)	13.34	5.69	3.38
资产负债率(%)	45.79	37.77	17.54
全部债务资本化比率(%)	26.93	22.48	9.41
流动比率(%)	545.08	669.50	1681.02
全部债务/EBITDA(倍)	2.28	3.63	2.51
EBITDA 利息倍数(倍)	5.79	3.51	5.48
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.08	0.07	0.16

分析师

李慧鹏

电话 010-85679696-8881

邮箱 lihp@lianheratings.com.cn

孙 炜

电话 010-85679696-8870

邮箱 sunwei@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

怀化市城市建设投资发展有限公司(以下简称“公司”或“怀化城建”)是怀化市城市基础设施建设投融资平台和土地一级开发的垄断企业。联合资信评估有限公司(下称“联合资信”)的评级结果充分反映了公司在土地储备、政府支持、城市土地开发和经营等方面的优势地位;同时也关注到区域经济发展水平不高、公司经营模式单一、收入规模小、收入实现质量差等不利因素对公司的不利影响。总体来看,联合资信认为,公司信用风险较小。

未来公司投资支出较大,债务规模将上升,但公司土地储备充足,未来随着怀化市城市化进程的推进,土地升值将继续提升公司的抗风险能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

怀化市政府承诺在公司不能为本期债券还本付息时,对募集资金所投资项目予以回购;本期债券由公司抵押的价值 30.63 亿元土地作为担保,为债券本金总额的 2.36 倍,上述措施将增强本期债券偿付的安全性。综合看,本期债券到期不能还本付息的风险很小。

优势

1. 怀化市城市化水平的不断提高为公司创造了良好的外部环境。
2. 怀化市政府对公司的扶植力度较强,近年相继出台资产划拨、税收优惠等政策支持公司发展。
3. 公司垄断了怀化市城市土地一级开发与出让业务,土地出让金全额返还公司,为公司持续发展提供有力支持。
4. 公司土地储备规模大,发展基础好。
5. 公司以与政府签订项目回购协议和自有土地作为抵押的双重保障措施,增强了本期

债券偿付的安全性。

关注

1. 怀化市整体经济发展水平不高，政府财力较弱。
2. 公司经营业务较为单一，以土地开发和出让为主，土地变现周期对公司经营影响较大。
3. 公司收入规模小，受土地出让收入返还效率的影响，收入实现质量较差。
4. 公司未来投资支出大，债务规模将增加。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与怀化市城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与怀化市城市建设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。
- 联合资信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，未因怀化市城市建设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。
- 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怀化市城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 怀化市城市建设投资有限公司 2009 年度 13 亿元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；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

怀化城市建设投资有限公司（下称“公司”或“怀化城建”）系经由怀化市人民政府怀政办函[1999]21号文件批准，于2000年4月注册成立的国有独资有限责任公司，截至2007年底，公司注册资本3.6亿元。

公司根据怀化市政府要求，会同有关部门制订城市基础设施具体项目和土地利用规划；并承担怀化市基础设施和重大社会发展项目的建设任务；开发经营政府配置给公司的土地资源。公司是怀化市城市基础设施建设的投融资平台，垄断了怀化市土地一级市场的开发经营业务。

公司自成立以来，先后建设完成了怀化市天星东路、湖天北路、湖天南路等城市道路建设以及怀化旧城改造等项目，在完善城市基础设施建设的同时，也壮大了公司自身实力。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设综合管理部、经营管理部、财务管理部、技术部、征地拆迁部等常设职能部门，并针对具体承建项目成立了若干临时项目组，公司无下属子公司。

截至2007年底，公司（合并）资产总额610955.12万元，所有者权益503816.71万元；2007年公司实现主营业务收入48904.15万元，净利润17006.79万元。

公司注册地址：怀化市鹤城区红星路125号；法定代表人：易贵长。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2009年发行人民币债券13亿元，债券期限为10年。本期债券每年付息一次，分次还本，自第6年即2015年起至2019年每年偿还本金2.6亿元，均占本期债券发行额的20%，利息随本金的兑付一起支付。

本期债券设有发行人上调票面利率触发条

款，在本期债券存续期的第五个付息日，若届时中国人民银行规定的一年期人民币定期存款基准利率高于本期债券发行首日的一年期人民币定期存款基准利率，公司应相应上调本期债券票面利率，上调幅度为本期债券存续期第五个付息日中国人民银行规定的一年期人民币定期存款基准利率与本期债券发行首日一年期人民币定期存款基准利率之差，上调后的票面利率在本期债券存续期的后五年固定不变。

本期债券采用与政府签订项目代建回购合同和土地使用权抵押担保的方式增强偿付安全性。公司与怀化市政府签署回购合同，当公司偿债基金帐户余额在本息兑付日前的第15个工作日无法足额偿付本期债券当年应付本息时，怀化市政府应在本息支付日前的5个工作日之内完成回购，当年回购金额应确保公司按期足额偿付本期债券当年应付本息。当公司和怀化市人民政府回购均不能按期足额偿付本期债券当年应付本息30个工作日后，由债权代理人对公司用于抵押担保的资产，即土地总面积4162168.31平方米，有效面积3840382.59平方米，总价值306328.09万元（评估基准日：2008年6月16日）的土地使用权进行处置以清偿债务。

2. 本期债券投资项目情况

本期债券募集资金13亿元人民币，将全部用于怀化市城市环境综合治理工程项目和怀化市城市路网建设工程项目。两个项目总投资28.86亿元，募集资金占项目总投资额的45.05%。

（1）怀化市城市路网建设工程项目

该项目经湖南省发展和改革委员会以湘发改投资[2008]717号文批准。该项目位于怀化市西北部的紫东片区和东南部的江秀片区，项目包含紫东片区路网（紫东路、府前路、顺天路）、江秀片区路网（正清路、江秀路、云集路、花溪路）、环城路和湖天大道等9条道路，于2008年6月开工，预计2010年6月底建成。项目总

投资 19.00 亿元。

该项目于 2008 年 6 月启动，预计 2010 年 6 月底建成。经项目可行性研究报告测算，项目总投资 19.00 亿元，总投资利润率为 22.57%，财务内部收益率 14.91%，投资回收期 4.12 年。项目资金来源于公司自有资金以及本期债券募集资金和银行贷款等其他债务融资。

(2) 怀化市城市环境综合治理工程项目

该项目经湖南省发展和改革委员会以湘发改投资[2008]718 号文批准，项目包括怀化市太平溪、舞水河综合治理工程，太平溪综合治理工程包含太平溪相关道路工程、堤防工程、排污工程和绿化工程等分项工程；舞水河综合治理工程包含道路工程、堤防工程和绿化工程等分项工程，于 2008 年 7 月动工，预计 2010 年 6 月底建成，项目总投资 9.86 亿元。

该项目总投资 9.86 亿元，总投资利润率 26.54%，财务内部收益率 17.22%，投资回收期 4.01 年。该项目于 2008 年 7 月启动，预计 2010 年 6 月底建成。项目资金来源于公司自有资金以及本期债券募集资金和银行贷款等其他债务融资。

三、经营环境

公司是怀化市城市基础设施建设投融资平台，垄断了城市土地一级市场的开发经营业务。怀化市的经济发展水平、财政收入水平、城市建设投资规划和融资环境都将对公司经营活动产生较大影响。

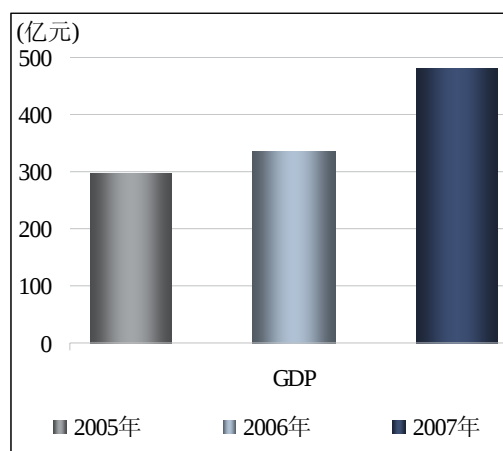
1. 区域经济环境

怀化市位于中国湖南省西南部，是湘、鄂、川、黔、桂五省（区）的结合部，国土面积约 2.76 万平方公里，人口 471 万，其中少数民族人口 156 万，占总人口的 33%。怀化素有“黔滇门户、全楚咽喉”之称，为东部地区经济技术向西辐射和西部地区物资向东流转的必经之地，开发潜力和区位优势明显。同时，怀化市

周边 400 公里以内无大中城市，其经济辐射面可达湘、鄂、川、黔、桂五省边区的 44 个县市，约 9 万平方公里、1500 万人口的广大地区，为这一区域的商流物流中心。

近年怀化市经济保持稳步增长态势，国民生产总值（GDP）从 1997 年的 160.05 亿元增加到 2007 年的 408.30 亿元，增长 1.55 倍，年均增长 9.8%。全市人均生产总值由 1997 年的 3453 元增加到 2007 年的 8971 元，10 年间实现了由温饱型阶段向初级小康阶段的迈进。

图 1 2005 年~2007 年怀化市 GDP 增长情况



数据来源：怀化市统计局

从经济结构来看，怀化市三次产业结构由 1997 年的 38.2:23.7:38.1 转变为 2007 年的 23.6:33.2:43.2，产业顺序由“一三二”调整为“三二一”，现代工商业已经完全超过了传统农业，成为占优势地位的主导产业。

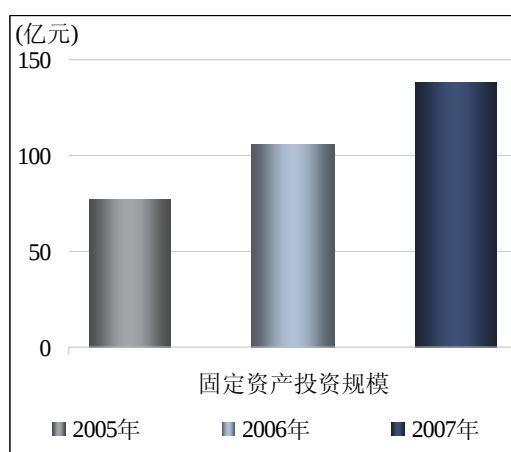
从工业化和城市化进程来看，怀化市工业化率由 1997 年的 20.8% 提高到 2007 年的 29.3%，即将迈入 30% 的初级工业化阶段。以怀化工业园和怀化经济开发区建设以及泰格林纸 40 万吨纸浆和汇源 20 万吨浓缩果汁等项目为标志的新型工业化取得重大进展，电力、矿业、林产、食品、医药、轻纺、化工、建材等产业初具规模。怀化市城镇化率由 1997 年的 16.6% 提高到 2007 年的 33.1%，市区建成面积扩大到 40 平方公里，市区人口增加到 42 万，城区生产总值达到 88 亿元，城市化进程不断加快。

从财政实力来看，怀化市财政收入近年稳步增长，2007 年地方财政收入 26.43 亿元，近 10 年年均增长 9.7%，其中一般预算收入 17.21 亿元，年均增长 8.5%。

2. 城市建设

伴随着城市化进程的加快，怀化市城市建设投资规模持续高速增长，1997 年~2007 年，怀化市全社会固定资产投资完成额由 22.18 亿元增加到 146.72 亿元，增长 5.6 倍，年均增长 20.8%。

图 2 2005 年~2007 年怀化市固定资产投资情况



数据来源：怀化市统计局

2005 年~2007 年三年间，怀化市固定资产投资增速明显加快，年均增速均在 30%以上，一批事关国计民生的重点项目相继落成，芷江机场开通了北京、广州、长沙三条航线，邵怀、怀新高速公路建成通车，结束了怀化没有空中航线和高速公路的历史。渝怀铁路建成通车，怀化火车站完成改造，站前广场正在改建，铁路枢纽的地位进一步得到巩固。怀化市城市基础设施明显改善，天星东路、湖天南路、环城路、舞水二桥、湖天北路以及金海广场、五溪文化广场、香洲广场、天星广场等相继开工或建成，启动了太平溪综合治理工程、医疗废弃物处理站、第二垃圾处理场、城市污水处理厂等环保工程，怀化市城市形象和城市化规模都得到明显提升。

2007 年，怀化市共完成固定资产投资 146.72 亿元，其中，城镇以上完成固定资产投资 138.74 亿元，同比增长 31.5%，市区建成面积扩大到 40 平方公里，新增城市绿地 648 公顷。在城镇以上固定资产投资中，更新改造投资 41.70 亿元，增长 52.2%；房地产开发投资 15.58 亿元，增长 24.6%。

3. 未来发展

怀化市政府 2006 年编制的城市发展战略规划和城市总体规划(2007 年~2020 年)提出，未来城市发展战略目标为：服务于湘、桂、黔、渝、鄂五省（市、区）边区的中心城市；功能完善、山水生态、文明和谐的现代宜居城市。并明确了“环境优化、文化开放；结构重组、扩容提质；组合城镇、强化中心；对接四极、辐射周边”的战略步骤。

根据怀化市城市战略规划，预计至 2013 年，怀化城区面积达 50 平方公里，人口规模约为 50 万人，至 2020 年，远期怀化城区人口规模约为 65 万人。战略规划认为，怀化应通过“经济建设”和“城市建设”两条腿走路，确定“内外兼修”两手抓战略思想，对外建设“区域中心”，对内建设“宜居城市”。

总体来看，怀化市处于西部大开发的前沿地区，交通便利，区位优势明显，近年来经济增长势头较好，工业化和城市化进程不断加快，但整体经济发展水平不高，政府财力偏弱。

四、基础素质分析

1. 公司竞争力

公司是怀化市城市基础设施建设投融资平台，垄断了怀化市城市土地一级市场的开发经营业务。公司成立后，怀化市政府通过配置和划拨等形式向公司注入土地 30000 亩，已经到位 12720 亩，部分已完成开发出让，截至 2007 年底，公司尚有土地储备近 10700 亩（2007 年经怀化大地土地评估有限公司评估，面积 7.13

平方公里，折合为 10700 亩），以商住、商服用地为主。

2. 政府支持

根据《怀化市人民政府关于市城建投资公司开发土地有关税费问题处理的通知》（怀政函[1999]17 号文件），公司享有以下政策支持：

（1）土地配置与开发

公司可开发经营的土地范围包括：公司投资建设的城市道路两旁可开发土地；怀化市政府以其他形式直接投资建设的城市道路两旁可开发的土地；怀化市政府依法收回使用权的国有土地；怀化市政府指令由公司开发经营的其他土地。根据怀化市政府提出的“一个池子蓄水、一个龙头放水”的土地经营政策，即土地开发和出让由公司负责，土地储备由土地储备中心负责，公司完全控制了怀化市土地一级供应市场。

根据《怀化市人民政府关于做大做强市城建投资公司的意见》（怀政发[2007]9 号）的规定，怀化市实行公司与市土地储备中心工作捆绑，由公司全面负责怀化市土地储备整治的土地经营模式。土地储备中心是目前怀化市全部土地交易核算和资金结算平台，捆绑工作有利于提高公司土地开发和出让效率。

（2）土地出让金全额返还

土地出让金方面，在开发经营土地出让和转让时，公司享受政府一级市场权利，土地出让时由国土部门办理出让手续，国土部门只收取工本费；土地出让金全额返还公司，属财政收取部分，由怀化市财政作为专项支出，全额划拨给公司，在“主营业务收入”科目反映。

（3）税费减免

公司所建项目，属省以上重点工程的，按国家规定减免有关税费，其它项目享有的税费优惠包括：免收新菜地开发基金；新增建设用地上有使用费返还部分全额返还给公司；耕地占用税、国有土地出让转让契税收入以财政专项支出的形式，作为项目资本金全额拨给公司

使用；测绘费、土地评估费、发证费只收取工本费。以上税费返还以政府补贴形式划给公司，在“营业外收入”科目反映。近年补贴情况见表 1。

表 1 2005 年～2007 年公司获得政府补贴情况

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
政府补贴（万元）	1541.91	1800.36	2135.58

数据来源：公司提供

（4）资产划拨

根据《怀化市人民政府关于明确城市建设投资公司经营资本的通知》（怀政函[1999]6 号文件），怀化市政府将钟坡风景名胜区、迎丰公园、怀化市规划的道路、广场、广告经营权、自来水公司城市供水管网经营权和城区规划土地存量资产划入怀化城建。

综合看，公司自成立以来，得到了怀化市政府在土地配置、出让金返还、税收减免、资产注入等多方面的政策支持，支持力度较大。

3. 人员素质

公司本部现有高层管理人员 6 人，均具有大学本科及以上学历，其中具有研究生学历的 1 人，具有大学学历的 5 人。公司董事长兼总经理易贵长先生，现年 45 岁，硕士研究生学历，高级经济师，历任靖州县县长助理、副县长、共青团怀化地委副书记、怀化地区建委主任、市建委主任、市建设局局长等职，2008 年 4 月起担任公司董事长兼总经理，现为怀化市政府党组成员。

截至 2007 年底，公司在职职工 152 人，其中具有初、中、高级职称的人员占总人数的 56.41%。按文化程度分，本科及以上学历的人员占 35.7%，大专占 48.2%，高中中专占 12.1%，初中及以下占 4%。综合看，公司员工的整体文化素质较高，高层管理人员具有丰富的政府工作背景，管理能力和管理水平较高。

五、管理体制

1. 治理结构

公司为国有独资公司，依据《公司法》及怀化市人民政府有关文件要求（怀政办函[1999]21号），设立董事会、监事会和经理层。董事会是公司的决策机构，由怀化市发改委、财政局、建设局、国土局等部门领导组成，均由怀化市委市政府任命；经理层行使董事会授予的职权，总经理、副总经理均由怀化市委、市政府任免、提名和管理。

2. 内部管理

公司内部设有综合管理部、财务部、经营管理部、技术部、征地拆迁部以及若干项目部等职能部门，能够满足公司日常管理需要，确保公司重大决策权、合理监控权和高层人事权。

公司于2000年起逐步制订并完善了《怀化市城市建设投资有限公司管理规章汇编》，在财务与资金管理、工程项目管理、投资经营与资产管理、特许经营权管理、人力资源管理、文秘行政及后勤管理等方面建立了一整套较详细的管理制度体系，基本上实现了按制度办事、以制度管人。

资金管理方面，财务部是公司资金管理的职能部门。在内部资金使用的控制上，公司实行资金集中管理，公司在资金使用上控制能力较强。

投资管理方面，经营管理部是公司投资管理的职能部门，主要负责公司本部投资项目的策划、论证与监管，以及各工程项目的审查、登记和监控。公司的投资管理实行审批制和备案制相结合的方式。公司作为政府投资主体，行使自主的投资决策权，同时也要接受怀化市政府的指导和监督，所投资的项目要符合怀化市政府及发展改革部门确定的投资方针和产业政策。

项目管理方面，公司制订有完善的工程项目管理制度，根据实际开展的工程项目，组织

和建立相应的工程项目部，实行项目立项、审批、实施、验收的全阶段管理。

综合看，公司法人治理结构完善，管理机制健全，怀化市政府对公司控制力度较大。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主要业务为怀化市城市基础设施建设和土地开发，根据怀化市政府要求，制定土地开发规划，通过征地、拆迁和基础设施建设实现“五通一平”（即通路、通电、通讯、供水、排水和土地平整），完成土地的一级开发，将“生地”变为“熟地”，而后通过土地出让收回投资，实现土地增值并进行滚动开发。

2005年~2007年，公司主营业务收入全部来自于土地出让收入，2007年，公司共实现主营业务收入48904.15万元，主营业务利润15177.12万元。

2. 土地开发

公司土地主要来自于政府无偿划拨，根据怀化市政府要求，制定土地开发规划，掌握城市土地开发和出让进度，2005年~2007年，公司土地开发面积持续增长，截至2007年底，公司共有已开发可出让熟地10700亩。公司土地开发成本主要包括征地费、拆迁安置补偿费、“五通一平”及其他基建项目的投入，2005年~2007年，随着公司征地成本和基建项目投入的增加，土地开发投入逐年增长。

表2 2005年~2007年公司土地开发情况

项 目	2005年	2006年	2007年
开发面积（亩）	871.47	1028.25	3976.64
开发总投入（万元）	8710.49	16233.32	63469.53
其中：征地费用	3171.42	3664.50	20589.83
拆迁费用	2162.00	2628.44	3747.25
五通一平	3377.07	9940.38	39132.44
平均开发投入（万元/亩）	10.00	15.79	15.96

数据来源：公司提供

注：因公司土地出让和开发进度存在差异，因此主营业务成本仅反映所出让土地的开发成本，并不反应当年开发总投入。

基础设施建设方面，为提高怀化市城市建设水平及土地出让价值，公司 2005 年~2007 年先后投资建设了天星东路、湖天北路、湖天南路等城市道路，并完成了对怀化市的旧城改造。

伴随土地开发力度的逐年加大，公司在城市基础设施建设领域的投资也随之增长，2005 年~2007 年，公司在各类基础设施项目方面的投资近 6 亿元。

表 3 2005 年~2007 年公司城市基础设施建设投入情况

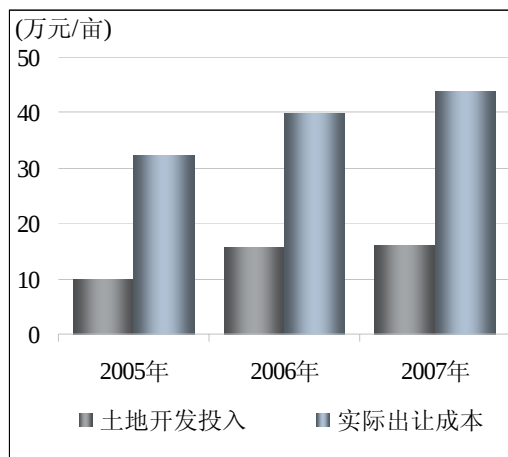
投资项目（万元）	投资额度	自有资金	2005 年	2006 年	2007 年	项目进展
天星东路	33900	27600	6000	10000	17000	完工通车
湖天北路	21000	7350		1000	6500	在建
湖天南路	8000	1600	3000	5000		完工通车
旧城改造	5000	1000		4000	1000	完工
总计	67900	37550	9000	20000	24500	

资料来源：公司提供

3. 土地出让

土地出让方面，公司根据所制定的城市土地开发规划，结合土地开发进度和自身资金状况，将所开发的土地通过怀化市地产交易所挂牌，采用“招拍挂”方式出让，所获得的土地出让金依据怀政函[1999]17 号文件，由怀化市财政全额返还给公司。公司土地出让收入的实现情况受政府财政结算周期的影响较大。

图 3 2005 年~2007 年公司土地出让成本



资料来源：公司提供

出让成本核算方面，由于公司土地开发和出让进度存在一定差异，因此土地出让成本仅反映当年所出让土地的开发成本，并不反映当年总开发投入。公司土地出让成本的核算内容主要包括：（1）所出让土地的征地、拆迁、“五通一平”等历史成本；（2）除“五通”外，对

所出让地块各类市政设施项目建设方面投入的摊销；（3）公司办理土地出让手续时所需交纳的其他费用。因此，计算出的平均出让成本要明显高于当年在土地开发方面的投入。

从图 3 中可见，公司土地实际出让成本与土地开发投入差额部分较大，主要为基础设施建设方面的投资。公司对基础设施的大力投入能够提升土地品位，从而提高土地出让价格，该部分成本能够转嫁到下游。

2005 年~2007 年，公司共通过“招拍挂”方式出让土地 1404 亩，其中 2007 年共出让 758 亩，实现主营业务收入 48904.15 万元。2005 年~2007 年，公司土地平均出让价格逐年增长，2007 年为 64.51 万元/亩，较 2005 年增长 29.93%，预计未来随着怀化市城市化进程的不断深入，以及基础设施的逐步完善，公司土地出让价格有望持续上升。

表 4 2005 年~2007 年公司土地出让情况

指标	2005 年	2006 年	2007 年
出让面积（亩）	433	213	758
主营业务收入（万元）	21548.07	13572.09	48904.15
主营业务成本（万元）	14050.73	8451.057	33145.5
主营业务利润（万元）	7173.03	5121.032	15177.12
平均出让价格（万元/亩）	49.65	63.85	64.51
平均出让成本（万元/亩）	32.45	39.68	43.73
平均利润（万元/亩）	17.20	24.17	20.78

资料来源：公司提供

2005 年~2007 年，公司三年土地出让平均利润为 20.72 万元/亩，尽管近年公司土地平均开发成本逐年上升，基础设施项目投资也不断增加，但由于土地出让均价持续增长，公司仍保有较为稳定的利润空间，2007 年公司土地出让平均利润为 20.78 万元/亩。预计未来公司土地出让均价仍会保持增长，但由于基础设施项目投资规模较大，获利能力可能受到阶段性影响。

土地出让进度方面，受怀化市城市化进程和基础设施完善程度的制约，公司土地出让速度明显落后于土地开发增长速度，从而在一定程度上制约了公司的收入规模和滚动开发的能力。未来随着怀化市城市化进程的推进，以及市区规划面积的扩大，公司土地出让规模将持续增长。

总体看，公司土地开发快速增长，储备规模较大，出让利润比较稳定，但出让进度相对缓慢，制约了公司收入规模的增长。预计未来随着怀化市城市化水平的提高，公司土地出让收入有望持续增长，但受基础设施项目大规模投资和土地出让进度的制约，公司获利能力可能受到阶段性影响。

4. 经营效率

2005 年~2007 年，存货周转次数、总资产周转次数加权平均值分别为 0.12 次和 0.12 次，考虑到公司业务特点，存货和总资产周转情况尚可。但受财政土地出让收入返还效率和房地产企业欠款的影响，公司应收账款规模较大，2007 年底应收账款占全年主营业务收入的 56.91%。2005 年~2007 年，公司销售债权周

转次数加权平均值为 2.14 次，周转效率低。

5. 未来预测

公司未来计划投资怀化市城市道路网建设工程项目和怀化市环境综合治理工程项目，两个项目总投资 28.86 亿元，预计 2010 年建成。以上两个项目完成可为公司增加 11805 亩可供出让的“熟地”，进一步增加公司土地储备规模。

表 5 为公司未来 3 年的经营指标预测，由于投资规模较大，公司将通过扩大土地出让规模、增加银行借款、发行企业债券等方式筹措资金。由于土地出让规模扩大，2008 年开始公司收入有望出现大幅增长。公司债务规模也将明显上升，2008 年，预计公司长期债务将较 2007 年增长近 20 亿元，主要来自于本期公司债券的发行和银行借款的增加，2009 年和 2010 年，由于收入规模的大幅增长能够支付投资支出所需资金，公司债务负担将有所回落。资产增长方面，尽管未来投资规模较大，但自 2009 年开始资金来源以存量土地出让为主，公司资产总额增长相对缓慢。

综合看，公司未来投资支出较大，需要增加土地出让和银行借款以满足项目资金安排，收入和债务规模都将大幅上升，但资产负债率和全部债务资本化比率仍处于较低水平。但联合资信认为，公司土地出让进度受怀化市城市化水平和基础设施建设进程影响较大，存在不确定性，按照 2005 年~2007 年土地出让情况估算，公司收入预测值实现难度很大。若公司不能按计划实现土地出让，可能增加外部筹资压力，债务负担可能进一步加重，公司对未来经营预测过于乐观。

表 5 2008 年~2010 年公司主要经营指标预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E
计划投资	--	74259	158404	126156
预计主营业务收入	48904	102013	212817	208094
预计短期债务余额	0	10000	10000	0
预计长期债务余额	52350	247450	220250	212550

预计所有者权益	503817	529008	560748	624500
预计资产总额	610955	857450	900320	954400
指标 (%)	2007 年	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E
资产负债率	17.54	38.30	37.72	34.57
全部债务资本化比率	9.41	32.74	29.11	25.39

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2005 年~2007 年财务报表经中兴华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2007 年底，公司（合并）资产总额 610955.12 万元，所有者权益 503816.71 万元；2007 年公司实现主营业务收入 48904.15 万元，净利润 17006.79 万元。

表 6 土地资产对公司财务的影响

(1) 主要涉及影响的财务科目				
项目 (万元)	2005 年	2006 年	2007 年	变动率
资产				
存货	77390.34	125750.94	489576.96	151.52
流动资产	119644.39	186799.08	610854.69	125.96
资产合计	119725.34	186860.22	610955.12	125.90
负债所有者权益				
实收资本	36000.00	36000.00	36000.00	--
资本公积	52491.61	97260.75	467786.67	198.52
所有者权益	64900.49	116284.00	503816.71	178.62
(2) 对资产结构的影响				
项目 (%)	2005 年	2006 年	2007 年	平均值
流动资产	99.93	99.97	99.98	99.06
非流动资产	0.07	0.03	0.02	0.04
(3) 主要涉及影响的财务指标				
项目 (%)	2005 年	2006 年	2007 年	平均值
资产负债率	45.79	37.77	17.54	33.70
全部债务资本化比率	26.93	47.15	9.41	27.83
长期债务资本化比率	26.93	22.48	9.41	19.61
流动比率	545.08	669.50	1681.02	965.20
速动比率	192.50	218.80	333.75	248.35
净资产收益率	13.34	5.69	3.38	7.47

资料来源：公司报表

2007 年，怀化市政府将价值 369710.91 万元的土地资产注入公司，导致 2007 年底公司

资产和净资产规模、资产结构以及负债比率、盈利能力以及短期支付能力等相关财务指标出现显著变化（见表 6）。

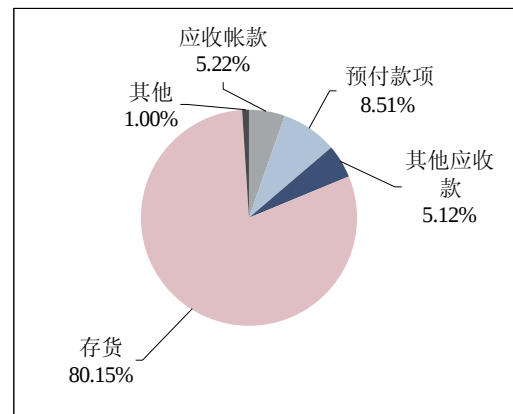
公司 2007 年财务报表与 2005 年、2006 年可比性较差，以下主要分析 2007 年合并报表。

2. 资产质量

受土地资产注入的影响，2005 年~2007 年公司资产总额增长快速，截至 2007 年底，公司资产总额 610955.12 万元，其中流动资产占 99.98%；非流动资产占 0.02%。

截至 2007 年底，公司流动资产合计 610854.69 万元，占比较大的主要为预付帐款（8.51%）和存货（80.15%）。

图 4 2007 年底公司流动资产结构



资料来源：公司财务报表

截至 2007 年底，公司存货合计 489576.96 万元，其中已完工尚未出售的基础设施项目（因基础设施建设成本是公司土地开发的重要组成部分，故该部分投入计入存货）占 20.21%，土地储备占 79.79%。2007 年，怀化市政府将湖天区刘塘路储备用地（[2007]政国土

字第1240号)等5.57平方公里土地划拨给公司使用,以商住和商服用地为主,根据邵阳南方会计师事务所和湖南世纪龙会计师事务所的评估结论,以上地块总价值36.97亿元,从而使公司资本公积和存货均出现大幅增长。以2005年~2007年公司土地出让平均价格估算,公司存量土地存在一定的升值空间。

截至2007年底,公司预付账款52010.18万元,占流动资产的8.51%。从帐龄分布看,1年以内的占0.58%,1至2年占99.42%。主要为公司进行基础设施建设所产生的预付款。

表7 2007年公司新注入土地评估情况

评估机构	土地划拨单号	用地面积 (平方公里)	评估 价格 (亿元)	评估 基准日
邵阳南方会计师事务所	(2007)市政土知字第03号	0.58	3.46	2007年8月16日
	(2007)政国土字第738号	0.23	1.49	2007年6月22日
	(2007)市政土知字第05号、 (2007)市政土知字第07号	3.33	22.43	2007年9月21日
湖南世纪龙会计师事务所	(2007)政国土字第1240号、 (2007)政国土字第1450号、 (2007)政国土字第1451号	1.42	9.59	2007年12月25日
合计		5.57	36.97	

资料来源:公司提供

截至2007年底,公司应收账款27830.43万元,占流动资产的5.22%,占2007年主营业务收入的56.91%。从帐龄分布看,1年以内的占71.67%,1至2年占28.33%,主要为房地产企业的欠款和财政部门尚未返还的土地出让金,根据怀化市政府对公司的支持政策,土地出让金回收风险较小;部分房地产企业欠款帐龄较长,存在不能回收的风险,但公司并未计提坏账准备。

公司非流动资产占比很小,2005年~2007年分别为0.07%、0.03%和0.02%。非流动资产全部为固定资产。

公司资产构成以存货为主,符合公司业务特点;公司土地储备规模较大,存在一定升值空间,为公司持续经营提供有力保障。整体看,公司资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

由于土地资产的注入,2007年公司所有者权益大幅增长。截至2007年底,公司的所有者权益合计503816.71万元,较2006年底增加387532.70万元,其中369710.91万元为划拨土地转入资本公积,其余来自未分配利润的增长。截至2007年底,公司所有者权益结构以实收资本(占7.15%)和资本公积(占92.85%)为主。公司所有者权益的稳定性较好。

2005年~2007年,公司负债总额年均复合增长39.79%,以非流动负债为主。截至2007年底公司负债合计107138.42万元,其中流动负债占39.53%,非流动负债占60.47%。

2005年~2007年,公司流动负债年均增长28.67%,主要来自2007年非有息债务的增长。2007年底公司流动负债合计为36338.42万元,其中应付账款占11.84%;其他应付款占88.12%。截至2007年底,公司其他应付款为32021.49万元,其中履约保证金占11.87%,其余多为建筑施工企业的垫资。

2005年~2007年,公司非流动负债年均增长46.75%,来自长期借款和长期应付款。2007年底公司非流动负债合计为70800.00万元,其中长期借款占73.94%;长期应付款占26.06%。

2005年~2007年,公司长期借款年均复合增长47.92%。截至2007年底,公司长期借款余额为352350.00万元,主要为国家开发银行借款,借款期限以15年为主,借款利率从5.76%~6.12%。

2005年~2007年,公司债务负担持续处于低水平,资产负债比率和全部债务资本化比率加权平均值分别为29.26%和18.64%。由于土地资产的注入,2007年公司债务指标快速下降,截至2007年底,资产负债比率和全部债务资本

化比率分别为17.54%和9.41%。总体看，公司债务负担轻。

4. 盈利能力

公司主营业务收入规模小，但增速较快，2005年~2007年年均复合增长率为51.05%，2007年公司实现主营业务收入48904.15万元，全部为土地出让收入。

2005年~2007年公司主营业务利润率持续保持在30%以上，处于较高水平。公司三项费用控制较好，由于公司利息支出均为市政建设项目贷款利息，计入投资支出，利润表中并未反映，故财务费用持续为负。受收入规模影响，公司营业利润规模较小，此外，公司获得的怀化市财政补贴收入也逐年增长，成为公司净利润的重要组成部分。

表8 2005年~2007年公司盈利情况

项 目(万元)	2005 年	2006 年	2007 年
主营业务利润	7173.03	5121.032	15177.12
营业利润	7116.40	4814.01	14886.00
补贴收入	1541.91	1800.36	2135.58
净利润	8658.31	6614.37	17006.79
指 标(%)	2005 年	2006 年	2007 年
主营业务利润率	33.29	37.73	31.03
净资产收益率	13.34	5.69	3.38
总资产收益率	9.75	4.41	3.06

资料来源：公司财务报表

近年公司主营业务利润率保持高水平，财政补贴收入逐年增长，但由于收入规模偏小，以及2007年资产规模迅速扩大的影响，2005年~2007年公司净资产收益率、总资产收益率持续下滑，2007年分别为3.38%和3.06%。总体看，公司盈利能力尚可。

5. 现金流

经营活动方面，2005年~2007年，公司现金收入比加权平均值为70.40%，受土地出让金返还和房地产项目欠款的影响，公司收入实现质量较差。公司收到其他与经营活动有关的现金流入规模较大，且增长迅速，主要为部分土地出让金返还和施工企业缴纳的保证金。2005

年~2007年经营活动现金流入规模不断增加，2007年公司经营活动现金流入26395.31万元，经营活动现金流量净额6267.21万元。

投资活动方面，2005年~2007年，公司投资活动净流出规模大幅增加，经营性现金净流量无法覆盖，导致2005年~2007年筹资活动前现金持续为负，2007年筹资活动前现金净流量为-15966.69万元，公司对外筹资压力大。

筹资活动方面，公司筹资活动资金流入以银行借款为主，筹资活动的资金流出以偿还银行贷款为主，2005年~2007年由于投资支出增加，公司筹资活动资金净流入规模不断上升，2007年达到18625.00万元。

总体看，公司经营活动现金流规模受土地出让金返还效率影响较大，不够稳定，实现质量较差，近年公司投资支出增加，导致外部筹资压力上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2005年~2007年公司流动比率指标波动较大，因土地资产的注入导致2007年流动资产快速上涨。截至2007年底，公司流动比率、速动比率分别为1681.02%和333.75%。公司流动负债中其他应收款占比大，多为建筑施工企业的垫资，流动资产以存货为主。2005年~2007年经营性现金流动负债比率持续处于低水平，2007年为17.25%。公司短期偿债能力较强，但易受存量土地变现周期影响。

从长期支付能力看，2005年~2007年公司EBITDA规模大幅增加，2007年达到20850.19万元。2005年~2007年，EBITDA利息倍数加权平均值为4.95倍，EBITDA对利息覆盖程度尚可；全部债务/EBITDA有所波动，加权平均值为2.80倍，2007年为2.51倍，EBITDA对全部债务的保障能力较强。2005年~2007年公司筹资活动前现金流量净额持续为负值，对全部债务和利息不具备保障能力。综合看，尽管公司收入和利润规模较小，但由于债务负担较轻，

公司对现有债务保护能力较强。

截至2008年5月底,公司共获得国家开发银行、中国建设银行等银行累计授信总额10.70亿元,未使用额度3.24亿元,间接融资渠道畅通。

截至2007年底,公司无对外担保。

八、本期债券偿还能力分析

公司计划于2009年发行13亿元公司债券,以公司2007年底财务数据为基准,不考虑其他因素,本期债券发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率模拟值分别32.00%和26.58%,公司债务压力仍处于较低水平。

2005年~2007年,公司经营活动产生的现金流入量分别为本期拟发行企业债券额度的0.13倍、0.22倍、0.39倍;经营性净现金流分别为本期拟发行企业债券额度的0.03倍、0.03倍、0.05倍,公司经营活动产生的现金流净额对本期企业债券覆盖程度很低。2005年~2007年,公司EBITDA分别为本期拟发行企业债券的0.08倍、0.07倍、0.16倍,EBITDA对本期企业债券保障程度较很弱。

公司计划自2015年开始分次偿还本期债券本金,每年偿还2.6亿元,预计未来随着公司土地出让收入的增加,能够为本期债券偿付提供保护。

联合资信认为,受公司土地出让进度所限,近年经营性指标对本期企业债券保障能力表现较弱,但公司土地储备规模较大,具备升值空间,未来变现力度加大有望提高公司对本期债券的偿付能力。

九、债权保护条款分析

公司与怀化市政府签署回购合同,当公司偿债基金帐户余额在本息兑付日前的第15个工作日无法足额偿付本期债券当期应付本息时,怀化市政府应在本息支付日前的5个工作

日之内完成回购,当年回购金额应确保公司按期足额偿付本期债券当年应付本息。当公司和怀化市政府回购均不能按期足额支付本期债券当年应付本息30个工作日后,由债权代理人对抵押资产进行处置以清偿债务。

1. 土地抵押

(1) 抵押资产

公司以其拥有的五项地块共43宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保,土地总面积4162168.31平方米,经具有A级土地评估资质的湖南新星土地估价有限公司评估(评估基准日:2008年6月16日),有效面积3840382.59平方米,总价值306328.09万元,基本情况如下:侗城文化城地块商服用地共16宗,总面积1560497.26平方米,总价值96126.64万元;环城公路地块商住用地共4宗,总面积417129.63平方米,总价值35720.36万元;首钢怀化农场地块商住用地共17宗,总面积1461714.11平方米,总价值131469.29万元;城北、城东、城西物流园商服用地共3宗,总面积183118平方米,总价值16610.24万元;沿河路地块商住用地共3宗,总面积为217923.59平方米,总价值26401.58万元(抵押资产明细见附件5)。

以上地块总价值30.63亿元,为本期债券本金总额13亿元的2.36倍。

公司已出具《土地使用权抵押承诺函》,承诺合法、完整地拥有用于抵押土地的使用权,并在本期债券发行完毕后的10个工作日内办理抵押资产登记手续。怀化市国土资源局已就用于抵押的43宗国有土地出具了权属证明,证明这43宗国有土地使用权可以用于为本期债券提供抵押担保。公司已与债权代理人签署《公司债券资产抵押合同》,该合同将于本期债券发行首日生效。

(2) 资产评估

公司用于抵押的有效面积3840382.59平方米土地经具有A级土地评估资质的湖南新

星土地估价有限公司（下称“新星公司”）评估，并于 2008 年 7 月 15 日出具了湘新星土估字（2008）第 0731 号、0732 号、0733 号、0734 号、0735 号评估报告。

评估时点：2008 年 6 月 16 日。

评估作业时间：2008 年 6 月 16 日～2008 年 7 月 15 日

评估目的：为公司发行企业债券确定抵押资产价格提供价值参考依据。

评估原则：本项评估主要遵循合法及最有效使用原则、替代原则、需求与供给原则、变动原则、协调原则、综合分析的原则、多种评估方法相结合原则。

评估方法：根据《城镇土地估价规程》（以下简称《规程》），通行的估价方法有市场比较法、收益还原法、假设开发法（剩余法）、成本逼近法、基准地价系数修正法等，本次评估主要采用了基准地价系数修正法和成本逼近法。①基准地价系数修正法指在求取一宗待估土地的价格时，依据待估宗地所处地区的土地级别基准地价水平，参照待估宗地所处土地级别的各种修正因素说明，确定区域因素、个别因素、估价基准日、容积率与建筑密度、使用年期、开发程度等修正系数，修正得出待估宗地地价的一种方法。②成本逼近法是以土地取得费、税费、土地开发所耗各项费用之和为主要依据，再加上一定的利润、利息和土地增值收益来确定土地价格的估价方法。其计算公式为：土地价格=土地取得费+税费+土地开发费+投资利息+投资利润+土地增值收益。由于待估宗地均位于怀化市规划城区，怀化市规划城区已建立完整的基准地价体系可供使用，故可采用以上两种估价方法评估土地价值。

（3）发行方案

①债权代理人。公司与恒泰证券股份有限公司（下称“恒泰证券”）签订了《2008 年怀化市城市建设投资有限公司公司债券债权代理协议书》（下称“债权代理协议”），聘请恒泰证券为本期公司债券的债权代理人，在本期

债券存续期限内，债权代理人将作为代表维护债券持有人的最大利益，所有认购本期债券的债券持有人视作同意恒泰证券作为本期债券的债权代理人，且视作同意债权代理协议项下的相关规定。

②抵押方案。根据公司与恒泰证券签订的《公司债券资产抵押合同》，公司在本期债券发行完毕后的 10 个工作日内办理抵押资产登记手续，抵押资产担保的范围为本期债券应当偿付的本金及利息、违约金、损失赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。在本期债券存续期内，公司聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值每年进行跟踪评估，评估基准日为本期债券当年付息日，评估报告出具时间为本期债券当年付息日后 30 个工作日之内。若抵押资产的价值与本期债券未偿还本金总额的比率（下称“抵押比率”）低于 2，公司应在抵押资产评估报告出具日后 30 个工作日内追加抵押资产，以使抵押比率不低于 2；本期债券存续期间，抵押资产的评估价值超过本期债券未偿还本金总额的 2 倍时，公司有权选择解除超过 2 倍部分的抵押资产；本期债券存续期间，公司可根据需要对抵押资产进行置换，但必须保证在置换后抵押资产的评估价值不低于本期债券未偿还本金余额的 2 倍。

本期债券存续期内，若出现下述五种情况之一的，债权代理人应在获知该事项起的 10 个工作日内向债券持有人公告发行人违约事实，并召集债券持有人大会。经债券持有人大会表决通过，债权代理人可启动抵押资产处置方案，以加速清偿本期债券本息，并向债券持有人支付违约金（违约金=未偿还本息金额×本期债券利率×延迟支付时间）。债权代理人处置抵押资产过程中所付出的成本，如抵押资产处置、法律诉讼等费用，从资产处置所得中提前支付。该五种情况如下：

第一，抵押资产价值与本期债券未偿还本金的比率（抵押比率）低于 2，且发行人未能

在 30 个工作日内新增抵押资产以使抵押比率高于 2。

第二，发行人未按时偿付当期本息，且自付息日或兑付日起 30 个工作日内仍不能如期支付当期本息。

第三，发行人丧失清偿能力、被法院指定接管人或已开始相关的诉讼程序，以及其他对本期债券的按期兑付产生重大不利影响的情形。

第四，其他不履行或违反募集说明书项下的任何承诺，将实质影响发行人对本期债券的还本付息义务，且经债权代理人书面通知，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。

③根据公司与恒泰证券、中国建设银行股份有限公司怀化市分行（下称“建行怀化分行”）签订的《公司债券抵押资产监管协议》，并由建行怀化分行接受恒泰证券委托，担任本期债券抵押资产的监管人。建行怀化分行承担保管抵押资产的各项权利凭证；对抵押资产进行日常监管；对监管资产的价值进行跟踪，当抵押比率低于 2 时，及时通知债权代理人；并在债券付息日后的 30 个工作日内出具年度评估报告等义务。

（4）偿债基金

①偿债基金专户。公司在建行怀化分行设立偿债基金专户，该专户接受建行怀化分行对其资金的计提和使用进行监管，并在兑付公告中一并披露经会计师事务所验证后的偿债基金专户的资金提取和使用情况，以提前为债券的按期偿付进行准备。

②偿债基金提取方案。公司将逐期提取偿债基金用于债券本息的兑付工作。偿债基金分为利息偿债基金和本金偿债基金两部分。利息偿债基金从发行当年起每半年计提一次，每次提取金额不小于次年应付利息总额的 50%。本金偿债基金从第 6 年开始计提，每半年计提一次，每次提取金额不低于本期债券募集资金总

额的 10%，确保当年兑付日前本金偿债基金余额不低于当年应偿还本金。

③偿债基金使用范围。偿债基金可用于按期支付本期债券的本金及利息；也可用于公司章程及相关法律法规许可的其他用途。

（5）法律意见

根据中银律师事务所出具的法律意见：公司合法拥有抵押物，该抵押物不存在其他任何有损于本期债券持有人利益的第三方权利，已经处于可抵押状态；在公司严格履行资产抵押承诺的前提下，公司办理抵押登记手续不存在法律障碍；各方所签署的本期债券《债权代理协议》和《企业债券抵押资产监管协议》等法律文件合法有效。

2. 政府回购

根据公司与怀化市政府签订的《怀化市城市环境综合治理工程、怀化市城市路网建设工程委托建设和回购合同》（下称“合同”），当公司偿债基金帐户余额在本息兑付日前的第 15 个工作日无法足额偿付本期债券当年应付本息时，怀化市政府应在本息支付日前的 5 个工作日之内完成回购，当年回购金额应确保公司按期足额偿付本期债券当年应付本息。

该合同项目价款 28.86 亿元，其中，怀化市城市环境综合治理工程 9.86 亿元；怀化市城市路网建设工程 19.00 亿元，全部覆盖以上两个项目的计划总投资额。回购价款方面，以项目经审计的工程总结算造价以及为建设工程项目发生的融资费用（包括项目建成后至怀化市政府回购前所发生的未偿还有息负债的利息）之和，作为项目回购的总回购价款。项目回购事宜已经怀化市第三届人民代表大会常务委员会第四次会议审议通过。

2007 年怀化市政府地方财政收入 26.43 亿元，其中一般预算收入 17.21 亿元；2008 年上半年，怀化市政府地方财政收入超过 18 亿元，较 2007 年同期明显增长。在怀化市财政收入持续增长的趋势下，政府财力有可能实现对两

个项目的回购，并对本期 13 亿元债券的回收提供保护。该回购协议的签署能够进一步保障本期债券的安全性。

综合看，以上两种方案对本期债券增信作用明显。

十、综合评价

公司是怀化市城市基础设施建设的投融资平台和土地一级开发的垄断企业，在土地配置、出让金返还、税收减免、资产注入等多方面得到了怀化市政府的大力支持。近年怀化市城市化进程的不断推进，为公司提供了良好的发展机遇。

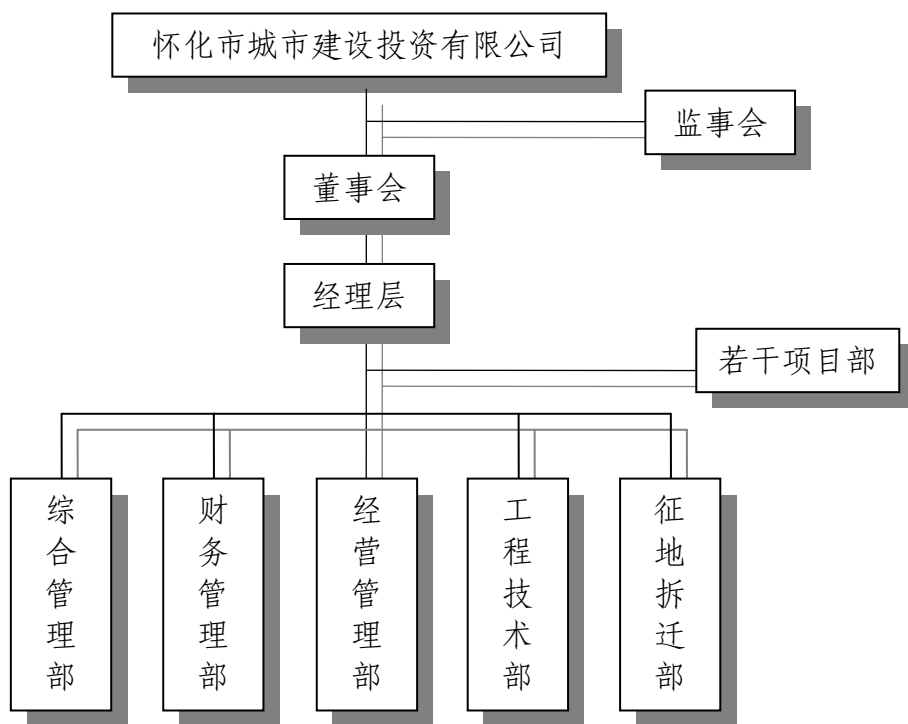
近年公司土地开发快速增长，出让利润比较稳定，但出让进度相对缓慢，制约了公司的收入规模。预计未来随着怀化市城市化水平的提高，公司收入有望持续增长。

公司资产质量良好，债务负担较轻，整体偿债能力较强，但收入规模较小，经营性净现金流不稳定。

本期债券由公司抵押的价值 30.63 亿元的土地资产作为担保，覆盖程度较高；怀化市政府承诺在公司无力自行偿付本金或利息时，对发债项目（包括在建工程）予以回购，对本期债券增信作用明显。

综合看，本期公司债券到期不能偿付风险很小。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 2005 年-2007 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	6043.00	7525.21	10183.52	29.81
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	10114.27	9746.79	27830.43	65.88
预付款项	9235.89	19233.21	52010.18	137.30
应收利息				
应收股利				
其他应收款	16860.88	24542.93	31253.60	36.15
存货	77390.34	125750.94	489576.96	151.52
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	119644.39	186799.08	610854.69	125.96
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资				
投资性房地产				
固定资产	80.94	61.14	100.43	11.39
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产				
合并价差				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	80.94	61.14	100.43	11.39
资产总计	119725.34	186860.22	610955.12	125.90

附件 2-2 2005 年-2007 年合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款				
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	12477.70	11246.12	4302.13	-41.28
预收款项	3172.24	4687.20		
应付职工薪酬				
应交税费			14.80	
应付利息				
应付股利				
其他应付款	6299.91	11967.89	32021.49	125.45
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	21949.84	27901.22	36338.42	28.67
非流动负债：				
长期借款	23925.00	33725.00	52350.00	47.92
应付债券				
长期应付款	8950.00	8950.00	18450.00	43.58
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	32875.00	42675.00	70800.00	46.75
负债合计	54824.84	70576.22	107138.42	39.79
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	36000.00	36000.00	36000.00	--
资本公积	52491.61	97260.75	467786.67	198.52
减：库存股				
盈余公积				
未分配利润	-23591.12	-16976.75	30.04	
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	64900.49	116284.00	503816.71	178.62
少数股东权益				
所有者权益（或股东权益）合计	64900.49	116284.00	503816.71	178.62
负债和所有者权益（或股东权益）总计	119725.34	186860.22	610955.12	125.90

附件 3 2005 年-2007 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
一、营业收入	21548.07	13572.09	49166.15	51.05
其中: 主营业务收入	21548.07	13572.09	48904.15	50.65
其他业务收入			262.00	
减: 营业成本	14050.73	8451.06	33145.50	53.59
其中: 主营业务成本	14050.73	8451.06	33145.50	53.59
其他业务成本				
营业税金及附加	324.31		581.53	33.91
销售费用				
管理费用	219.92	432.86	773.45	87.54
财务费用	-163.29	-125.84	-220.33	16.16
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				
投资收益 (损失以“—”号填列)				
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	7116.40	4814.01	14886.00	44.63
加: 营业外收入	1541.91	1800.36	2135.58	17.69
减: 营业外支出				
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	8658.31	6614.37	17021.59	40.21
减: 所得税费用				
加: #* 未确认的投资损失				
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	8658.31	6614.37	17006.79	40.15

附件 4-1 2005 年-2007 年合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
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	10121.36	15454.53	26395.31	61.49
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	6309.59	12679.36	24478.51	96.97
经营活动现金流入小计	16430.95	28133.89	50873.82	75.96
购买商品、接受劳务支付的现金	12564.22	23271.40	43272.86	85.58
支付给职工以及为职工支付的现金	50.51	27.94	87.33	31.49
支付的各项税费	324.31		581.53	33.91
支付其他与经营活动有关的现金	152.82	385.11	664.88	108.58
经营活动现金流出小计	13091.86	23684.46	44606.61	84.59
经营活动产生的现金流量净额	3339.08	4449.43	6267.21	37.00
二、投资活动产生的现金流量:				
收到其他与投资活动有关的现金	163.29	125.84	720.33	110.03
投资活动现金流入小计	163.29	125.84	720.33	110.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7060.95	12893.06	22954.23	80.30
投资支付的现金				
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	7060.95	12893.06	22954.23	80.30
投资活动产生的现金流量净额	-6897.66	-12767.22	-22233.90	79.54
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		11400.00	28700.00	
取得借款收到的现金	6850.00			
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	34.00			-100.00
筹资活动现金流入小计	6884.00	11400.00	28700.00	104.18
偿还债务支付的现金	1600.00	1600.00	10075.00	150.94
分配股利、利润或偿付利息支付的现金				
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	1600.00	1600.00	10075.00	150.94
筹资活动产生的现金流量净额	5284.00	9800.00	18625.00	87.74
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
报表合并范围变更影响现金流入				
五、现金及现金等价物净增加额	1725.42	1482.21	2658.31	24.12
加: 期初现金及现金等价物余额	4317.59	6043.00	7525.21	32.02
六、期末现金及现金等价物余额	6043.00	7525.21	10183.52	29.81

附件 4-2 2005 年-2007 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	8658.31	6614.37	17006.79	40.15
加: 资产减值准备				
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16.58	19.81	21.23	13.16
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)				
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	-163.29	-125.84	-220.33	16.16
投资损失(收益以“-”号填列)				
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)				
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	6849.97	-48360.60	-363826.02	
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-18867.36	-17311.88	-57571.28	74.68
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-3339.35	5951.37	5376.59	
其他	10184.22	57662.20	405480.23	530.99
经营活动产生的现金流量净额	3339.08	4449.43	6267.21	37.00
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	6043.00	7525.21	10183.52	29.81
减: 现金的期初余额	4317.59	6043.00	7525.21	32.02
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	1725.42	1482.21	2658.31	24.12

附件 5 公司用于抵押土地明细

序号	宗地位置	土地证号	用途	使用权类型	使用权面积 (平方米)	有效面积 (平方米)	单位面积地价 (元/平方米)	总地价 (万元)
1	侗文化城 一号地块	怀国用 (2007) 第 出 2241 号	商服 用地	出让	100198.61	93184.70	616.00	5740.18
2	侗文化城 二号地块	怀国用 (2007) 第 出 2242 号	商服 用地	出让	83744.82	77606.27	616.00	4780.55
3	侗文化城 三号地块	怀国用 (2007) 第 出 2243 号	商服 用地	出让	120691.31	118179.94	616.00	7279.88
4	侗文化城 四号地块	怀国用 (2007) 第 出 2244 号	商服 用地	出让	74840.87	72229.50	616.00	4449.34
5	侗文化城 五号地块	怀国用 (2007) 第 出 2245 号	商服 用地	出让	130759.40	121926.90	616.00	7510.70
6	侗文化城 六号地块	怀国用 (2007) 第 出 2246 号	商服 用地	出让	117496.71	107974.73	616.00	6651.24
7	侗文化城 七号地块	怀国用 (2007) 第 出 2247 号	商服 用地	出让	134784.41	122575.10	616.00	7550.63
8	侗文化城 八号地块	怀国用 (2007) 第 出 2248 号	商服 用地	出让	130454.37	118410.58	616.00	7294.09
9	侗文化城 九号地块	怀国用 (2007) 第 出 2249 号	商服 用地	出让	129711.24	122107.66	616.00	7521.83
10	侗文化城 十号地块	怀国用 (2007) 第 出 2250 号	商服 用地	出让	131179.53	127943.93	616.00	7881.35
11	侗文化城 十一号地 块	怀国用 (2007) 第 出 2251 号	商服 用地	出让	113578.76	107808.44	616.00	6641.00
12	侗文化城 十二号地 块	怀国用 (2007) 第 出 2252 号	商服 用地	出让	68309.46	54570.09	616.00	3361.52
13	侗文化城 十三号地 块	怀国用 (2007) 第 出 2253 号	商服 用地	出让	113371.08	100494.35	616.00	6190.45
14	侗文化城 十四号地 块	怀国用 (2007) 第 出 2254 号	商服 用地	出让	82083.26	77525.94	616.00	4775.60
15	侗文化城 十五号地 块	怀国用 (2007) 第 出 2255 号	商服 用地	出让	57767.42	51913.93	616.00	3197.90
16	侗文化城 十六号地 块	怀国用 (2007) 第 出 2256 号	商服 用地	出让	89197.75	86045.20	616.00	5300.38

序号	宗地位置	土地证号	用途	使用权类型	使用权面积 (平方米)	有效面积 (平方米)	单位面积地价 (元/平方米)	总地价 (万元)
17	环城公路 一号地块	怀国用 (2007)第 出 2201 号	商住 用地	出让	160638.50	148386.57	851.00	12627.70
18	环城公路 二号地块	怀国用 (2007)第 出 2202 号	商住 用地	出让	79387.60	74062.99	851.00	6302.76
19	环城公路 三号地块	怀国用 (2007)第 出 2203 号	商住 用地	出让	72567.07	63728.05	851.00	5423.26
20	环城公路 四号地块	怀国用 (2007)第 出 2204 号	商住 用地	出让	140808.62	130952.02	868.00	11366.64
21	首钢怀化 农场一号 地块	怀国用 (2007)第 出 2221 号	商住 用地	出让	104540.90	97850.30	844.00	8258.57
22	首钢怀化 农场二号 地块	怀国用 (2007)第 出 2222 号	商住 用地	出让	122110.02	114294.98	861.00	9840.80
23	首钢怀化 农场三号 地块	怀国用 (2007)第 出 2223 号	商住 用地	出让	57643.41	51269.23	903.00	4629.61
24	首钢怀化 农场四号 地块	怀国用 (2007)第 出 2224 号	商住 用地	出让	123486.95	115583.79	920.00	10633.71
25	首钢怀化 农场五号 地块	怀国用 (2007)第 出 2225 号	商住 用地	出让	126565.82	118465.61	920.00	10898.84
26	首钢怀化 农场六号 地块	怀国用 (2007)第 出 2226 号	商住 用地	出让	118324.74	110751.96	920.00	10189.18
27	首钢怀化 农场七号 地块	怀国用 (2007)第 出 2227 号	商住 用地	出让	92288.43	86289.68	920.00	7938.65
28	首钢怀化 农场八号 地块	怀国用 (2007)第 出 2228 号	商住 用地	出让	85752.00	80178.12	954.00	7648.99
29	首钢怀化 农场九号 地块	怀国用 (2007)第 出 2229 号	商住 用地	出让	90504.99	84712.67	903.00	7649.55
30	首钢怀化 农场十号 地块	怀国用 (2007)第 出 2230 号	商住 用地	出让	85704.90	81829.40	861.00	7045.51
31	首钢怀化 农场十一 号地块	怀国用 (2007)第 出 2231 号	商住 用地	出让	92031.41	86141.40	903.00	7778.57
32	首钢怀化 农场十二 号地块	怀国用 (2007)第 出 2232 号	商住 用地	出让	75195.39	70382.89	937.00	6594.88
33	首钢怀化 农场十三 号地块	怀国用 (2007)第 出 2233 号	商住 用地	出让	78411.04	73314.32	861.00	6312.36
34	首钢怀化 农场十四 号地块	怀国用 (2007)第 出 2234 号	商住 用地	出让	80632.47	75189.09	886.00	6661.75

序号	宗地位置	土地证号	用途	使用权类型	使用权面积 (平方米)	有效面积 (平方米)	单位面积地价 (元/平方米)	总地价 (万元)
35	首钢怀化农场十五号地块	怀国用(2007)第出2235号	商住用地	出让	93557.12	87195.24	886.00	7725.50
36	首钢怀化农场十六号地块	怀国用(2007)第出2236号	商住用地	出让	74985.53	69736.54	886.00	6178.66
37	首钢怀化农场十七号地块	怀国用(2007)第出2237号	商住用地	出让	76451.55	58528.89	937.00	5484.16
38	城北物流园	怀国用(2007)第重出651号	商服用地	出让	71938.00	53495.00	900.00	4814.55
39	城西物流园	怀国用(2007)第重出657号	商服用地	出让	52142.00	45068.00	910.00	4101.19
40	城东物流园	怀国用(2007)第重出656号	商服用地	出让	90163.00	84555.00	910.00	7694.51
41	市沿河路一号地块	怀国用(2007)第出2213号	商住用地	出让	76531.00	72704.45	1047.00	7612.16
42	市沿河路二号地块	怀国用(2007)第出2214号	商住用地	出让	78673.09	74739.43	1306.00	9760.97
43	市沿河路三号地块	怀国用(2007)第出2215号	商住用地	出让	82963.76	70479.71	1281.00	9028.45
合计					4162168.31	3840382.59		306328.09

注：上表中“使用权面积”为土地使用证上登记的面积；“有效面积”为湖南新星土地估价有限公司进行土地评估时将使用权面积扣除公共面积后的土地面积。

附件 6 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	2.13	1.37	2.62	2.14
存货周转次数(次)	0.18	0.08	0.11	0.12
总资产周转次数(次)	0.18	0.09	0.12	0.12
盈利能力				
主营业务利润率(%)	33.29	37.73	31.40	33.68
总资产收益率(%)	9.75	4.41	3.06	4.80
净资产收益率(%)	13.34	5.69	3.38	6.06
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	26.93	22.48	9.41	16.84
全部债务资本化比率(%)	26.93	22.48	9.41	16.84
资产负债率(%)	45.79	37.77	17.54	29.26
偿债能力				
流动比率(%)	545.08	669.50	1681.02	1150.37
速动比率(%)	192.50	218.80	333.75	271.01
EBITDA 利息倍数(倍)	5.79	3.51	5.48	4.95
全部债务/EBITDA(倍)	2.28	3.63	2.51	2.80
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	-0.25	-0.30	-0.26
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.97	-3.14	-4.19	26.49
现金偿债倍数(倍)	0.04	0.05	0.07	0.06
现金流				
现金收入比(%)	46.97	113.87	53.69	70.40
利润现金比率(%)	38.57	67.27	36.85	46.32

附件 7 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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期公司债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 8 公司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评级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

联合资信评估有限公司关于 怀化市城市建设投资有限公司 2009 年度 13 亿元公司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）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

怀化市城市建设投资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（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。怀化市城市建设投资有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，怀化市城市建设投资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怀化市城市建设投资有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现怀化市城市建设投资有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如怀化市城市建设投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至怀化市城市建设投资有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券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怀化市城市建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零八年八月二十九日