

跟踪评级公告

联合[2013] 1117 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将怀化市城市建设投资有限公司的主体长期信用等级由 AA⁻调整至 AA,评级展望为稳定;维持“09 怀化城投债” AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月二十六日



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>

怀化市城市建设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
09 怀化城投债	13 亿元	2009/2/18-2019/2/18	AA	AA

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年
现金类资产(亿元)	8.79	3.87	4.81
资产总额(亿元)	131.82	141.74	216.62
所有者权益(亿元)	77.31	87.57	143.72
短期债务(亿元)	3.28	2.81	7.06
全部债务(亿元)	36.53	36.30	52.90
营业收入(亿元)	8.36	8.89	7.65
利润总额(亿元)	3.12	4.91	3.08
EBITDA(亿元)	4.09	5.78	4.78
经营性净现金流(亿元)	-0.68	-2.23	-12.85
营业利润率(%)	38.73	43.81	30.14
净资产收益率(%)	3.02	4.2	2.14
资产负债率(%)	41.35	38.22	33.65
全部债务资本化比率(%)	32.09	29.30	26.91
流动比率(%)	619.92	684.96	800.44
全部债务/EBITDA(倍)	8.94	6.28	11.07
经营现金流动负债比(%)	-3.18	-10.77	-47.50

分析师

于芷崧

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

怀化市城市建设投资有限公司(以下简称“公司”)是怀化市城市基础设施建设主体和土地一级开发企业。跟踪期内,怀化市财政实力进一步增强,在资金、土地注入等方面对公司支持力度加大。跟踪期内,资产权益规模迅速扩大,债务负担有所下降,整体抗风险能力得到不断增强;联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司土地业务收入占比大,易受房地产市场波动的影响以及可用授信空间较小等因素对企业经营发展带来的负面影响。

怀化市持续增强的财政实力以及对公司支持力度具有持续性,为公司发展及信用基本面提供了重要支撑。政府将对新建项目回购,公司未来收入构成将得以丰富,缓解土地市场波动对公司的不利影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“09怀化城投债”(以下简称“本期债券”)以公司自有土地进行抵押担保,抵押资产评估价值对本期债券的覆盖程度保持较高水平。

综合考虑,联合资信将公司的主体长期信用等级由AA⁻调整至AA,评级展望为稳定,并维持“09怀化城投债”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内,怀化市经济指标保持快速增长,财政收入大幅提高,政府对公司支持力度大。
2. 跟踪期内,公司在怀化市城市土地一级开发与出让业务继续保持垄断地位。
3. 跟踪期内,公司新增代建业务收入。
4. 2012年的土地资产注入,公司权益规模上升,债务负担下降。

关注

1. 跟踪期内,公司债务规模不断扩大。

2. 公司土地资产已多用作抵押，对公司土地出让业务的开展具有一定限制。

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、评级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。

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。

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。

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怀化市城市建设投资有限公司主体长期信用及存续期内的“09 怀化城投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

怀化市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 2012 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产。公司是怀化市城市基础设施建设的建设主体，垄断了怀化市土地一级市场的开发经营业务。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，截至 2012 年底，公司内设综合管理部、财务管理部、工程技术部、征地拆迁部、经营管理部、人力资源部 6 个职能部门，下辖怀化市城投房地产公司、开元发展（怀化）投资有限责任公司和长沙市德昌房地产开发有限公司 3 家全资子公司。

截至 2012 年底，公司合并资产总额为 216.62 亿元，所有者权益合计为 143.72 亿元。2012 年，公司实现营业收入 7.65 亿元，利润总额 3.08 亿元。

公司注册地址：怀化市鹤城区景溪北路 113 号；法定代表人：王小明。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季

度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分

类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。

截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款利率调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的

领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、区域经济与政府支持

1. 区域经济和财政实力

2012 年，怀化市地区生产总值（GDP）1001.07 亿元，增长 12.0%。分产业看，第一产业实现增加值 145.30 亿元，增长 4.6%；第二产业实现增加值 449.18 亿元，增长 13.7%，其中工业实现增加值 400.77 亿元，增长 13.6%；第三产业实现增加值 406.59 亿元，增长 12.5%。第一、二、三次产业分别拉动 GDP 增长 0.6、6.1、5.3 个百分点，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 5.0%、50.9%、44.1%。按常住人口计算，人均 GDP 达 21018 元，增长 11.6%。三次产业结构调整为 14.5：44.9：40.6。

2012 年，怀化市实现规模以上工业增加值 288.45 亿元，增长 14.5%。在规模以上工业中，重工业实现增加值 212.53 亿元，增长 15.3%。重工业增加值占规模以上工业增加值的比重达 73.7%，对规模以上工业增长的贡献率达 78.0%。

2012 年全市完成固定资产投资 600.95 亿元，增长 37.2%。全市计划总投资超过 5000 万元的在建项目 457 个，全年完成投资 290.83 亿元，占固定资产投资总额的 48.4%。在固定资产投资中，第一产业完成投资（不含水利建设投资）29.23 亿元，增长 42.6%；第二产业完成投资 214.05 亿元，增长 23.9%，其中工业投资 205.05 亿元，增长 19.8%；第三产业完成投资 357.67 亿元，增长 46.2%。高新技术产业投资 6.37 亿元，增长 3.6%。全年基础设施建设完成投资 210.24 亿元，增长 24%。

从财政收入来看，怀化市 2012 年实现财政

总收入 100.32 亿元，增长 33.37%，增幅较上年同期有所上升；一般预算收入 69.07 亿元，同比增长 49.28%。在一般预算收入中，税收收入 43.05 亿元，占 62.33%；非税收入 26.02 亿元，占 37.57%。从财政支出来看，全市一般预算支出 222.53 亿元，增长 22.94%，其支出投向主要以教育、社会保障和就业以及医疗卫生支出为主。

表 1 2011~2012 年怀化市财政收入情况(亿元，%)

	2011 年	2012 年	增长率
财政总收入	75.22	100.32	33.37
一般预算收入	47.54	69.07	49.28
其中：税收收入	33.18	43.05	29.75
非税收入	14.36	26.02	81.20

资料来源：怀化市统计公报

整体来看，怀化市经济保持了良好的发展势头，财政收入增幅较大，固定资产投资稳步推进，为公司发展提供了较好的外部环境。

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)，公司享有免收新菜地开发基金、新增建设用地有偿使用费返还部分全额返还等税费返还优惠政策，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。2012年，公司获得怀化市政府向公司注入土地 3716.12 亩及怀化市财政局的补贴款 18348 万元，由于土地销售业务减少，同比略有下降 10.44%。

五、管理分析

员跟踪期内，公司管理体制、制度及高管人员无重大变化。公司各项工作平稳进行，管理体制和其他高级管理人员未发生变动。

六、经营分析

2012 年公司获得了市政工程代建业务收入，土地开发业务收入占比有所下降。2012 年

公司的土地开发收入规模降幅较大，导致公司总体营业收入有所下滑。此外，公司营业收入还包括部分物业租赁收入，但规模较小。

表2 2011-2012年公司收入结构与毛利率情况
(单位: 万元, %)

项目	2012年		2011年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发	43475.4	42.97%	88854.07	43.77
代建市政工程	32924.5	13.04%	0.00	-
租金收入	104.96	81.53%	67.30	89.62
合计	76504.9	30.14%	88921.37	43.81

资料来源: 公司提供

土地出让

怀化市政府赋予公司土地一级开发职能，怀化市政府给予公司资金支持，公司根据城市土地开发规划，公司获得储备土地，并办理土地相关权证；公司利用土地抵押获得银行贷款，开展土地拆迁和整理业务，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扣除上缴税费后直接返还给公司，公司利用土地一级开发收益偿还银行贷款。

2012年，怀化市政府向公司注入土地3716.12亩，公司开发完成土地开发面积2037.00亩，出让土地427.19亩，累计确认的土地出让返还收入43475.40万元。

表3 公司土地出让情况

指标	2011年	2012年
注入土地面积(亩)	580.57	3716.12
开发完成面积(亩)	2448.54	2037.00
开发总投入(万元)	65382.87	68124.11
出让面积(亩)	924.29	427.19
公司确认的土地出让返还收入(万元)	88854.07	43475.40

资料来源: 公司提供

截至2012年底，公司已完成开发待出让以及在开发的土地20124.61亩，未来随着公司所开发土地的逐步出让，公司的土地开发业务收入持续性较强。不同类型、不同区域的土地出让价格存在较大差异，而同一时间开发的土地投入的成本大体上一致，因而公司开发不同类型、不同区域的土地，其毛利率可能会存在较大的差异，从而影响该业务的盈利状况。土地一级市场以及房地产市场波动对怀化市土地出让规模、出让价格存在一定影响，从而影响该业务发展。

表4 2012年公司新增储备土地情况

土地证号	用途	使用权类型	土地面积 (平方米)	入账地价 (万元)
怀国用(2012)第出692号	出让	商住	114503.00	20725.16
怀国用(2012)第出1025号	出让	商住	194022.87	36282.28
怀国用(2012)第出691号	出让	商住	95496.75	17380.41
怀国用(2012)第出1026号	出让	住宅	97638.03	18258.31
怀国用(2012)第出690号	出让	商业、住宅用地	72232.76	13146.36
怀国用(2012)第出1182号	出让	住宅	82337.17	12597.59
怀国用(2012)第出1183号	出让	住宅	47910.41	7330.29
怀国用(2012)第出1184号	出让	住宅	27333.47	4182.02
怀国用(2012)第出1344号	出让	商服、住宅	117675.00	27309.80
怀国用(2012)第出1345号	出让	商服、住宅	194575.00	38655.40
怀国用(2012)第出1347号	出让	商服、住宅	184876.00	38939.60
怀国用(2012)第出1346号	出让	商服、住宅	149446.00	31658.20
怀国用(2012)第出1348号	出让	商服、住宅	157079.00	33346.60

怀国用(2012)第出 1349 号	出让	商服、住宅	188727.00	41491.80
怀国用(2012)第出 1355 号	出让	商服、住宅	126386.00	26894.94
怀国用(2012)第出 1350 号	出让	商服	113453.00	21782.98
怀国用(2012)第出 1351 号	出让	商服、住宅	69878.00	13305.12
怀国用(2012)第出 1352 号	出让	商服、住宅	59245.00	12906.92
怀国用(2012)第出 1353 号	出让	商服、住宅	178276.00	40159.00
怀国用(2012)第出 1354 号	出让	商服、住宅	206295.00	43029.46
合计			2477385.46	499382.24

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司拥有土地 173 宗，面积共计 1341.64 万平方米（20124.61 亩），账面价值 134.92 亿元，以商住用地、商业用地为主，其中，商业及商住用地合计 1305.22 万平方米，账面价值 1283642.95 万元；住宅用地 36.42 万平方米，账面价值 65527.49 万元。公司土地资产质量较好，截至 2012 年底，土地中有 730382.12 万元的土地已用于抵押获取资金。未来这些土地将逐步由怀化市土地部门进行出让，公司预计可持续获得土地出让返还收入，但是其能获取的收入规模易受土地一级市场以及房地产市场波动影响。

项目建设

公司承担怀化市部分市政项目建设工作，对应基础设施建设投资反映在其他流动资产科目中，工程竣工结算之后转出，同时作资本公积减少处理。跟踪期内公司新增代建业务，代建模式发生转变，新增代建投资可依公司与政府签订的 BT 协议回购形成收入，能减少公司受房地产市场波动的影响。

跟踪期内，公司新增代建业务项目分别为怀化市第五中学建设工程、怀化市武警支队教导队、第八中队训练基地、城南入城线改造工程和迎丰东路改造工程。同时，公司与怀化市财政局签订了回购合同，回购条件为：公司完成投资项目进度的 50% 以上时，怀化市财政局在当年年末对公司已完成投资给予确认后开始向公司回购。项目回购金额为项目投资金额上浮 15%。

表5 截至2012年末公司主要在建、拟建项目情况
(单位：亿元)

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
太平溪综合治理三期	11.80	8.52	3.28
天星东路延伸线道路工程	1.37	1.02	0.35
怀化市二环路改造	5.00	2.05	2.95
红星北路建设工程	3.80	2.23	1.57
刘塘路延长线工程	1.09	0.99	0.10
城东保障性住房建设	4.91	2.17	2.74
怀化市杨村城市路网工程	20.01	0.38	19.63
怀化市第五中学建设工程	1.50	1.38	0.12
怀化市武警支队教导队、第八中队训练基地	0.62	0.56	0.06
迎丰东路改造工程	0.69	0.65	0.05
城南入城线改造工程	0.39	0.27	0.12
其他	3.35	1.52	1.84
合计	54.54	21.74	32.80

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司在建、拟建基础设施项目总投资 54.54 亿元，尚需投入资金 32.80 亿元，此外公司的土地开发业务每年也需要投入较大规模的资金，公司的资金需求量大。而基础设施项目和土地开发业务的前期投入资金主要由公司筹集，而近年公司收到的土地出让金返还和政府补助资金与资金需求的缺口较大，公司面临较大的融资压力。

总体来看,跟踪期内公司新增代建业务使得经营多元化,新增大量储备土地,使得公司抗风险能力增强,2012 年公司经营情况持续向好。

七、募集资金使用情况

公司于 2009 年 2 月 18 日公开发行“09 怀化城投债”,募集资金 13 亿元,每年付息一次。跟踪期内,公司已于 2013 年 2 月 16 日按时支付第三年度利息 10530 万元。

募集资金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,债券募集资金已全部投放完毕。

八、财务分析

公司提供的2012年财务报表经国富浩华会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2012年底,公司合并资产总额为216.62亿元,所有者权益合计为143.72亿元。2012年,公司实现营业收入7.65亿元,利润总额3.08亿元。

1. 盈利能力

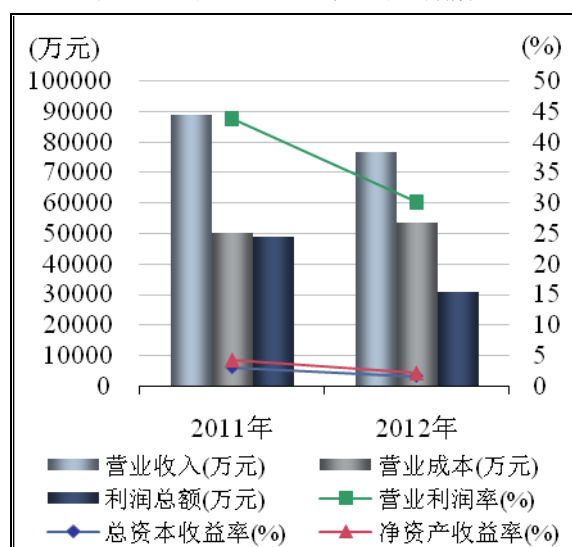
2012年,公司新增代建市政工程业务,但土地销售较去年大幅减小,导致公司营业收入较上年同期下降13.96%,2012年为7.65亿元;受公司新增代建工程收入毛利水平相对较低影响,跟踪期内营业利润率为30.14%,较上年同期下降13.67个百分点。

从期间费用来看,2012年期间费用为1.03亿元,较上年同期基本持平且以财务费用为主。2012年公司实现营业利润1.28亿元,较上年同期下降55.35%(主要是土地销售收入减少所致)此外,公司营业外收入(主要系政府补助),是利润总额的重要支撑,2012年为1.83亿元。较2012年,公司实现利润总额3.08亿元,较上年同期下降37.12%。

从盈利指标来看,在净利润下降的影响下,

2012年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.38%和2.14%,总资本收益率较上年同期有所上升,净资产收益率较上年同期有所下降。

图1 公司2011~2012年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总的来看,跟踪期内受土地出让进度影响公司收入规模有所下降,同时在营业外收入也有所减少的影响下,利润总额下降较为明显。但公司新增代建业务收入,代建模式发生转变,原代建模式为资金投入时在其他流动资产(其中政府投入部分在其他应付账款)中反映,工程竣工结转时,冲减其他流动资产和其他应付账款等科目。新增代建投资可依公司与政府签订的 BT 协议回购形成收入,能减少公司受房地产市场波动的影响。

2. 现金流及保障

2012年,公司销售商品、提供劳务收到的现金 6.22 亿元,较上年同期下降 33.05%;公司现金收入比为 81.24%,较上年同期有所下降,公司收入实现质量一般;公司收到其他与经营活动有关的现金 7.37 亿元,较上年下降较多,主要系政府补贴收入 1.83 亿元、利息收入 0.05 亿元、与其他单位往来款 5.49 亿元较去年减少 5.07 亿元;购买商品、接受劳务支付现金 18.39 亿元;支付的其他与经营活动有关的现金 7.91 亿元,主要系公司与其他单位的往来款项。2012

年,公司经营活动产生的现金流量净额为-12.85亿元,经营性净现金流仍然表现为流出。

公司投资活动方面主要系现金流出,且规模很小。2012年投资活动现金流出全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金支出,为83.20万元。

公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款,现金流出主要为偿还借款和分配股利、利润或偿付利息的支出。在新增借款规模上升,借款偿还规模下降的影响下,2012年公司筹资活动现金流量净额13.30亿元,较上年同期大幅上升。

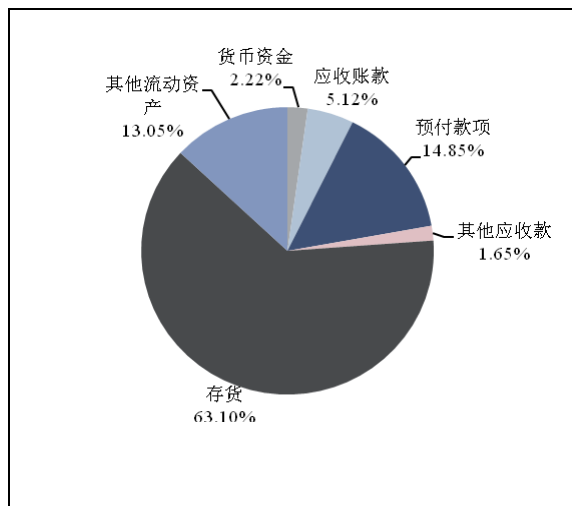
总体来看,公司经营活动仍然体现为现金净流出,且公司新增市政项目投资规模较大,对外部融资依赖程度高。

3. 资本及债务结构

截至 2012 年底,公司资产总额为 216.62 亿元,同比增长 52.83%,主要是其它流动资产增加所致。从资产构成上看,资产主要系流动资产(占 99.98%),资产构成保持稳定。

截至 2012 年底,公司流动资产合计 216.57 亿元,同比增长 52.85%。流动资产结构如下:

图 2 2012 年底公司流动资产结构图



资料来源:公司审计报告

截至 2012 年底,公司存货合计 136.65 亿元(其中开发产品和开发成本分别为 47.84 亿

元和 88.82 亿元),同比增长 61.07%,主要由于开发成本大幅增加所致。开发产品主要系已完工但尚未出售的项目,开发成本科目主要系在建开发项目。公司存货中 73.04 亿元资产已用作银行借款、信托借款和债券抵押。

截至 2012 年底,公司预付款项 32.17 亿元,较上年同期增长 40.42%。从账龄来看,一年以内、一到三年内和三年以上的预付款项分别占 37.36%、45.37%和 17.27%;从欠款性质来看,主要系预付工程款和征地拆迁款项,其中前五名预付单位款项金额合计占 32.17%。

截至 2012 年底,公司其他流动资产 28.27 亿元,较上年同期增长 57.58%,公司其他流动资产全部为代建市政工程项目。

截至 2012 年底,公司应收账款 11.09 亿元,较上年同期增长 22.81%。从账龄来看,一年以内、一到三年内和三年以上的应收账款分别占 34.73%、46.01%和 19.26%;从欠款性质来看,全部为应收地产公司土地购置款,前五名单位欠款金额合计占 64.89%。

截至 2012 年底,公司其他应收款 3.58 亿元,较上年同期略有增加,主要系对其他单位的转贷款本息工资费用。

截至 2012 年底,公司货币资金 4.81 亿元,较上年同期略有增加,公司货币资金主要系银行存款,另有少量其他货币资金,资金无抵押或者冻结现象。

公司非流动资产全部为固定资产,截至 2012 年底,固定资产为 0.05 亿元,主要为公司的运输设备和办公设备。

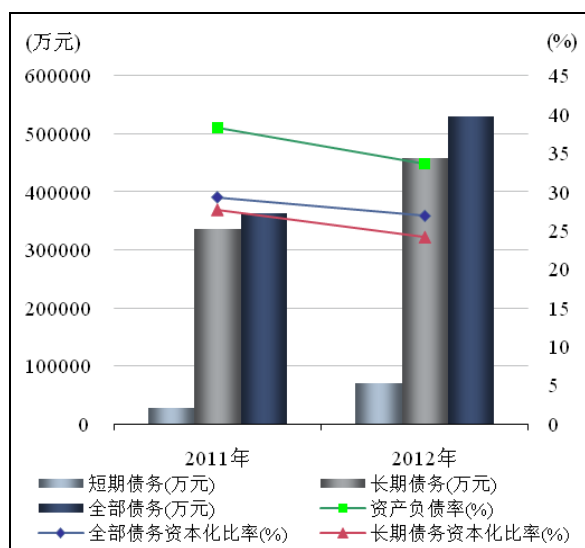
总体来看,跟踪期内公司资产规模大幅增长,其中存货占比高且大多数已用作借款抵押;其他非流动资产全部为市政工程项目,公司资产流动性一般。

截至 2012 年底,公司所有者权益为 143.72 亿元,较上年同期增长 64.12%,主要是土地评估价值的增加。公司所有者权益中股本占 2.50%、资本公积占 86.63%、未分配利润占 10.86%。公司所有者权益结构稳定性较强。

截至 2012 年底,公司负债合计 72.90 亿元,较上年同期有所增长。其中,流动负债占 37.12%,非流动负债占 62.88%。截至 2012 年底,公司流动负债 27.06 亿元,主要构成科目系其他应付款(占 32.82%)、应付账款(占 17.03%)、预付账款(占 18.33%)和一年内到期的非流动负债(占 15.74%);公司其他应付款 8.88 亿元,账龄多集中在一年以内(占 53.21%),主要系应付财政局往来款项。公司非流动负债系长期借款和应付债券,长期借款多为抵押借款,应付债券系“09 怀化城投债”(以土地做抵押)和“12 怀化债”。

从有息债务来看,截至 2012 年底,公司全部债务 52.90 亿元,其中长期债务占 86.65%。截至 2012 年底,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 33.65%、24.18%和 26.91%,较上年同期均有所下降。总体来看,公司债务负担较轻。

图 3 公司 2011~2012 年债务变化情况



资料来源:公司审计报告

4. 偿债能力

2012 年底,公司流动比率和速动比率分别为 800.44%和 295.37%。公司流动负债中其他应付款占比大,多为政府代建项目资本金投入,未来项目竣工后冲减,流动资产以存货为主(多已用做贷款抵押)。公司短期偿债能力易受存量土地变现周期影响。

从长期偿债指标来看,在利润总额上升的带动下,2012 年公司 EBITDA 规模为 4.78 亿元,同比下降 17.35%;公司全部债务/EBITDA 的比率为 11.07 倍,EBITDA 对长期债务的保障能力一般。公司土地规模大,政府资产划拨力度增强和代建模式的转变,公司未来收入和利润规模有望实现快速增长,支持其整体偿债能力的增强。怀化市财政实力不断增强,对公司在资产注入和代建项目资金投入项目回购等方面给予了大力支持,有助于公司整体偿债能力的进一步提升。整体来看,公司对现有债务保护能力有所提高。

截至 2013 年 5 月 20 日,公司对外保证担保 8,800 万元,抵押担保 60,000 万元,存在一定的或有负债风险。

截至 2012 年底,公司共获得授信额度总量为 33.96 亿元,已使用额度 27.31 亿元,尚未使用的额度为 6.65 亿元,融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

截至 2013 年 6 月 18 日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往履约债务情况良好。

6. 抗风险能力

近年来,怀化市财政实力稳步增强,地方可支配财力保持较快增长,为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为怀化市市基础设施建设及运营主体,得到政府支持力度较大;公司经营规模大,部分下属公司在各自服务领域的竞争力已经形成,部分业务为特许经营,在区域内具有行业垄断性,经营风险小。

总体看,公司整体抗风险能力较强。

九、抵押资产评估价值对本期债券的保护情况

公司于 2009 年发行公司债,发行额度为 13 亿元,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。

由于城市发展规划需要,公司在召开债券

持有人会议并获得审议通过的情况下，于2010年11月25日置换部分初始抵押资产，置换后抵押资产价值有所增加。

公司释放“09怀化债”部分抵押担保资产的议案，于2012年11月13日第三次公告。“09怀化债”抵押资产价值为453338.96万元，释放资产价值为131192.87万元（湘长城土评字【2012】第1060号-湘长城土评【2012】第1068号，此次抵押资产释放完成后，“09怀化债”抵押资产变更为322146.09万元，抵押比率为2.48。

根据湖南新大地不动产评估咨询有限责任公司出具的湖南新大地[2013](估)字第怀001、002、003、004、005号土地评估报告（评估基准日为2013年6月30日），公司抵押土地使用权面积合计295.74万平方米，土地用途全部为商住和商服用地，土地价值合计32.31亿元；土地抵押倍数由2012年6月的2.86倍降至2013年6月的2.49倍，抵押资产对本期债券覆盖程度有所下降。

除了土地抵押以外，公司在建行怀化分行设立偿债基金专户，并由建行怀化分行对其资金的计提和使用进行监管，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。公司已按照计划，于2013年2月16日按时支付第二年度利息10530万元。

十、债券偿债能力

本期债券本金自存续期内第六年起至第10年等额偿还，每年待偿还金额为2.6亿元。2010~2012年，公司EBITDA对“09怀化城投债”

分期单年还款的保障倍数分别为1.57倍、2.22倍和1.84倍；2010~2012年，公司经营活动现金流入量对“09怀化城投债”分期单年还款的保障倍数分别为9.29倍、8.43倍和5.23倍；2010~2012年公司经营活动现金流量净额对“09怀化城投债”分期单年还款的保障倍数分别为-0.26倍、-0.85倍和-4.94倍，EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金净流量对本期债券和单年偿付最大额保障程度一般。

十一、结论

综合以上，联合资信将公司的主体长期信用等级由AA⁻调整至AA，评级展望为稳定，并维持“09怀化城投债”AA的信用等级。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	87883.94	38749.51	48121.33	-26.00
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	83991.17	90349.27	110900.33	14.91
预付款项	210875.90	229071.28	321704.25	23.51
应收利息				
应收股利				
其他应收款	35760.86	30867.70	35800.85	0.06
存货	788107.64	848437.22	1366555.14	31.68
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	111119.84	179368.57	282659.77	59.49
流动资产合计	1317739.33	1416843.55	2165741.66	28.20
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	491.79	536.38	462.45	-3.03
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				
开发支出				
商誉				
合并价差				
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	491.79	536.38	462.45	-3.03
资产总计	1318231.13	1417379.92	2166204.11	28.19

附件 1-2 资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款			18000.00	
交易性金融负债				
应付票据	11451.96	6330.72	10000.00	-6.55
应付账款	60972.15	43387.23	46076.45	-13.07
预收账款		18.27	49587.17	
应付职工薪酬			12.17	
应交税费	17380.89	28201.12	50.24	-94.62
应付利息	9272.25	9272.25	15442.25	29.05
应付股利				
其他应付款	92143.97	97821.74	88804.39	-1.83
预计负债				
一年内到期的非流动负债	21344.00	21818.00	42596.00	41.27
其他流动负债				
流动负债合计	212565.23	206849.34	270568.67	12.82
非流动负债：				
长期借款	202549.00	204841.00	228423.00	6.20
应付债券	130000.00	130000.00	230000.00	33.01
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	332549.00	334841.00	458423.00	17.41
负债合计	545114.23	541690.34	728991.67	15.64
所有者权益：				
实收资本（或股本）	36000.00	36000.00	36000.00	0.00
资本公积	679968.60	745766.66	1245148.90	35.32
减：库存股				
盈余公积				
未分配利润	57148.30	93922.92	156063.53	65.25
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	773116.90	875689.58	1437212.43	36.34
少数股东权益				
所有者权益合计	773116.90	875689.58	1437212.43	36.34
负债和所有者权益总计	1318231.13	1417379.92	2166204.11	28.19

附件 2 利润表
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	83568.16	88921.37	76504.91	-4.32
减：营业成本	51202.76	49965.55	53444.47	2.17
营业税金及附加				
销售费用	542.81	702.68	721.24	15.27
管理费用	881.63	1279.32	1524.47	31.50
财务费用	9469.15	8388.18	8050.33	-7.80
资产减值损失				
加：公允价值变动收益				
投资收益				
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	21471.81	28585.64	12764.41	-22.90
加：营业外收入	9693.20	20487.21	18348.02	37.58
减：营业外支出		21.14	266.50	
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	31165.01	49051.71	30845.93	-0.51
减：所得税费用	7797.42	12277.09	17.87	-95.21
四、净利润	23367.59	36774.62	30828.06	14.86
其中：归属于母公司的净利润				
少数股东损益				

附件 3 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 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	111132.64	92831.25	62153.80	-25.22
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	130507.82	126357.01	73727.33	-24.84
经营活动现金流入小计	241640.45	219188.26	135881.12	-25.01
购买商品、接受劳务支付的现金	206105.48	182120.16	183925.79	-5.53
支付给职工以及为职工支付的现金	1227.43	1140.08	1380.27	6.04
支付的各项税费	0.50	6.99	31.72	696.53
支付其他与经营活动有关的现金	41068.76	58191.81	79050.38	38.74
经营活动现金流出小计	248402.17	241459.03	264388.17	3.17
经营活动产生的现金流量净额	-6761.72	-22270.78	-128507.04	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额		17.78		
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计		17.78		
购建固定资产、无形资产等支付的现金	254.34	205.35	83.20	-42.81
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	254.34	205.35	83.20	-42.81
投资活动产生的现金流量净额	-254.34	-187.57	-83.20	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	85000.00	29016.00	88300.00	1.92
发行债券收到的现金			100000.00	
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	85000.00	29016.00	188300.00	48.84
偿还债务支付的现金	19139.00	30305.00	25940.00	16.42
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	20634.54	25387.08	28106.94	16.71
支付其他与筹资活动有关的现金			1291.00	
筹资活动现金流出小计	39773.54	55692.08	55337.94	17.95
筹资活动产生的现金流量净额	45226.46	-26676.08	132962.06	71.46
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	38210.40	-49134.43	4371.82	-66.17
加: 期初现金及现金等价物余额	49673.54	87883.94	38749.51	-11.68
六、期末现金及现金等价物余额	87883.94	38749.51	43121.33	-29.95

附件 4 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	1.13	1.02	0.76	0.91
存货周转次数(次)	0.07	0.06	0.05	0.06
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.04	0.06
现金收入比(%)	132.98	104.4	81.24	98.54
盈利能力				
营业利润率(%)	38.73	43.81	30.14	35.96
总资本收益率(%)	2.90	3.67	3.38	3.37
净资产收益率(%)	3.02	4.20	2.14	2.93
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	30.08	27.66	24.18	26.40
全部债务资本化比率(%)	32.09	29.3	26.91	28.66
资产负债率(%)	41.35	38.22	33.65	36.56
偿债能力				
流动比率(%)	619.92	684.96	800.44	729.69
速动比率(%)	249.16	274.79	295.37	279.95
经营现金流动负债比(%)	-3.18	-10.77	-47.50	-27.62
全部债务/EBITDA(倍)	8.94	6.28	11.07	9.21
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.02	-0.06	-0.24	-0.14

附件 5 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/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%
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	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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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

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

附件 6 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。