

跟踪评级公告

联合[2014] 1043 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持怀化市城市建设投资有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“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
二零一四年六月二十七日



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: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	3.87	4.81	3.74
资产总额(亿元)	141.74	216.62	235.39
所有者权益(亿元)	87.57	143.72	147.56
短期债务(亿元)	2.81	7.06	13.15
全部债务(亿元)	35.67	52.90	75.18
营业收入(亿元)	8.89	7.65	8.37
利润总额(亿元)	4.91	3.08	3.39
EBITDA(亿元)	5.77	3.90	4.20
经营性净现金流(亿元)	-2.23	-12.85	-15.72
营业利润率(%)	43.81	30.14	32.98
净资产收益率(%)	4.20	2.14	2.29
资产负债率(%)	38.22	33.65	37.31
全部债务资本化比率(%)	28.94	26.91	33.75
流动比率(%)	684.96	800.44	912.09
全部债务/EBITDA(倍)	6.18	13.56	17.90
经营现金流流动负债比(%)	-10.77	-47.50	-60.91

分析师

于芷崧 盛东巍

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,有助于缓解土地市场波动对公司的不利影响。

“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,联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“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。

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,对公司土地开发及代建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 2013 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 2013 年底，公司合并资产总额为 235.39 亿元，所有者权益合计为 147.56 亿元。2013 年，公司实现营业收入 8.37 亿元，利润总额 3.39 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，

不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

1. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加

强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市

场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(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，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

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

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

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。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出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。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融

资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金[2010]2881号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

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。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

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。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、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，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013年8月底，国家发改委办公厅正式下

发改办财金[2013]2050 号文,支持“债贷组合”模式,即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”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。

2013 年全年,全国固定资产投资总额完成 43.65 万亿元,比上年名义增长 19.60%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 1.97 万亿元。2013 年全年新开工项目计划总投资 35.78 万亿元,比上年增长 16.2%。

截至 2013 年底,中国城镇化率为 53.70%,较上年提高 1.1 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。

五、区域经济与政府支持

1. 区域经济和财政实力

2013 年,全年实现地区生产总值(GDP) 1110.55 亿元,增长 10.3%。分产业看,第一产业实现增加值 151.82 亿元,增长 2.7%;第二产业实现增加值 489.84 亿元,增长 10.3%;第三产业实现增加值 468.9 亿元,增长 12.4%。第一、二、三次产业分别拉动 GDP 增长 0.3、4.7、5.3 个百分点,三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 3.2%、45.5%、51.3%,三次产业结构调整为 13.7: 44.1: 42.2。按常住人口计算,人均 GDP 达 23137 元,增长 9.4%。全市非公有制经济实现增加值 641.88 亿元,占 GDP 的比重达 57.8%。

2013 年,工业实现增加值 436.16 亿元,增长 10.5%,工业增加值占 GDP 的比重达 39.3%,规模以上工业增长 11.0%。在规模以上工业中,重工业增长 10.7%,重工业增加值占规模以上工业增加值的比重达 71.8%,对规模以上工业增长的贡献率达 71.0%。

2013 年全年完成固定资产投资 801.40 亿

元, 增长 33.4%。全市计划总投资亿元以上的在建项目 152 个, 全年完成投资 231.70 亿元, 占固定资产投资总额的 28.9%。分产业看, 第一产业完成投资 34.90 亿元, 增长 19.4%; 第二产业完成投资 245.27 亿元, 增长 14.6%, 其中工业投资 243.05 亿元, 增长 18.5%; 第三产业完成投资 521.25 亿元, 增长 45.7%。从资金来源看, 国家预算资金 67.37 亿元, 增长 32.0%; 自筹资金 585.09 亿元, 增长 51.3%。从投资方向看, 高新技术产业完成投资 22.50 亿元, 增长 253.3%; 基础设施建设完成投资 277.37 亿元, 增长 31.9%; 民生投资 44.31 亿元, 增长 106.3%; 技改投资 256.29 亿元, 增长 19.5%。

从财政收入来看, 2013 年财政总收入 110.47 亿元, 增长 10.1%, 其中公共财政预算收入 76.81 亿元, 增长 11.2%, 税收收入 47.35 亿元, 增长 10.0%。公共财政预算支出 253.63 亿元, 增长 14.0%, 其中, 民生支出 175.49 亿元, 增长 12.8%, 医疗卫生、住房保障、社会保障和就业支出分别增长 15.6%、45.0%、18.3%。

表 1 2012~2013 年怀化市财政收入情况(亿元, %)

	2012 年	2013 年	增长率
财政总收入	100.32	110.47	10.10
一般预算收入	69.07	76.81	11.12
其中: 税收收入	43.05	47.35	10.00
非税收入	26.02	29.46	13.22

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。

2013 年, 公司获得怀化市财政局的补贴款 16762.60 万元。

六、管理分析

跟踪期内, 公司管理体制、制度及高管人员无重大变化。

七、经营分析

公司是怀化市城市基础设施建设投融资平台和土地开发运作主体, 主要从事怀化市城市基础设施建设和土地开发整理业务。

营业收入方面, 公司的营业收入主要来自土地开发和代建市政工程两个板块, 2012~2013 年, 公司分别实现营业收入 76504.91 万元和 83721.08 万元。跟踪期内, 公司营业收入规模保持相对稳定。毛利率方面, 2012 年~2013 年毛利率分别为 30.14%和 33.02%, 整体处于较高水平。

表 2 2012-2013 年公司收入结构与毛利率情况
(单位: 万元, %)

项目	2012 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	43475.40	42.97	46815.31	48.62
代建市政工程	32924.55	13.04	36812.29	13.04
租金收入	104.96	81.53	93.48	88.73
合计	76504.91	30.14	83721.08	33.02

资料来源: 公司提供

1. 土地出让

公司土地开发整理业务经营模式为怀化市政府将需要开发的土地注入公司, 公司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), 完成土地一级开发, 将“生地”变为“熟地”, 而后通过怀化市国土资源局以“招、拍、挂”的方式出让土地。

在会计记账方式上, 公司将已完成开发待出让的土地计入“存货-开发产品”科目, 正在开发及尚未开发的土地计入“存货-开发成本”科目。土地出让完成后, 公司按土地出让

价格确认土地开发收入，土地开发成本的核算要相对复杂，主要包含三部分：（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平均投入。

表 3 近年公司土地整理及出让情况
 （单位：亩、万元、元/亩）

指标		2012 年	2013 年
政府注入土地面积		3716.12	0.00
土地开发	开发完成面积	2037.00	1528.00
	开发总投入	68124.11	44612.40
	平均开发投入	33.44	29.20
土地出让	出让面积	427.19	316.46
	土地出让总价格	43475.40	46815.31
	平均出让价格	101.77	147.93
	平均出让成本	58.04	76.01

资料来源：公司提供

2012~2013 年，公司通过国土局分别出让土地 427.19 亩和 316.46 亩，平均出让价格分别约为 101.77 万元/亩和 147.93 万元/亩，同期的平均开发成本则要远低于土地出让价格，保持了较高的盈利水平。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影响，公司土地出让速度明显落后于土地开发速度，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，因此近些年公司也相应的放缓了土地开发进度。截至 2013 年，公司共拥有土地 150 宗，总面积 15790.58 亩，账面价值约为 133.97 亿元。

总体来看，公司土地开发整理业务经营成熟稳健，怀化市政府给予的全部土地出让金返还支持，有助于公司实现土地滚动开发。近年来，受益于怀化市土地市场活跃度上升以及公司对出让地周边的市政设施建设投入，土地出让价格快速提升，使土地开发整理业务保持较高的盈利水平，但受到市政府减缓土地出让速

度的影响，公司的收入规模和滚动开发的能力受到一定制约。值得注意的是，国内房地产行业波动对土地市场影响较大，土地价格存在一定的下行风险，从而影响公司的盈利水平及业务发展。

2. 代建市政工程业务

公司是怀化市重要的城市基础设施建设主体，近年来承担了路网建设、环境治理、旧城改造、学校以及保障房等工程项目的建设，为推动怀化市城镇化进程起到了重要的作用。

公司代建市政工程业务的经营模式可简单归结为“建设—移交”，即怀化市政府将市政工程项目交由公司管理，公司作为项目的主单位，通过公开招标的方式选择施工单位进行施工，公司按工程进度与施工单位结算，待工程项目完工后移交怀化市政府。

公司代建市政工程业务的资金来源主要是以抵押土地的方式向金融机构贷款所得。由于项目的建设资金全部需要公司筹集，资金压力较大，因此怀化市政府主要以土地抵偿和回购两种方式平衡公司在项目建设期内垫付的资金。

土地抵偿是 2012 年以前怀化市政府常用的方式，即怀化市政府以注入的土地抵偿公司前期投入的资金。公司可选择将注入的土地开发整理后出让获取资金或利用土地抵押进行融资。由于近年来怀化市土地出让规模逐年递减，公司多选择土地抵押的方式筹集资金。截至 2013 年底，公司共有 117.38 亿元土地已用于抵押。

回购是 2012 年以来公司与怀化市政府积极推行的项目资金平衡方式，首先公司与怀化市财政局根据具体项目签订委托代建和回购合同，合同约定在项目完成 30%~40%之后，公司即可与市财政开始确认项目回购金额，回购金额为已投资额上浮 15%，回购资金通常在 2 年内支付完成。截至 2014 年 3 月底，公司已

签订回购合同的工程项目共 7 个，均已启动回购，预计总回购金额为 9.42 亿元。2012~2013 年，公司确认的回购资金分别为 3.29 亿元和 3.68 亿元。

在会计记账方式上，公司将代建市政工程项目涉及的征地拆迁费用及财务成本计入“其他流动资产”科目，与施工单位结算的基础设施建设则工程款计入“预付账款”科目。此外，公司代建市政工程收入及成本依据已签订回购合同项目当年确认的回购金额和已投资额来确认，因此业务毛利率锁定在 13.04%。

表 4 截至 2014 年 3 月底公司已完工但尚未移交的项目（单位：万元）

项目名称	总投资	是否签订回购协议
城市路网建设工程	190100	否
城市环境综合治理工程	98600	否
市民服务中心	50200	否
火车站站前广场改造	41700	否
怀化市第五中学	15000	是
怀化市武警支队教导队及第八中队训练基地	6228	是
城南入城线改造工程	3920	是
天星东路延伸线道路工程	13748	否
刘塘路延长线工程	10935	否
合计	430431	--

资料来源：公司提供

2011 年至今，公司仅在 2011 年与怀化市政府完成城南入城线、城东停车场及城西停车场三个项目的竣工验收以及移交的相关手续办理。截至 2014 年 3 月底，公司仍有城市路网建设工程等 9 个项目尚在办理移交过程中。

表 5 截至 2014 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	是否签订回购协议	截至 2014 年 3 月底已投资	2014 年 4-12 月计划	2015 年计划投资

				投资	
城东保障性住房建设	49052	否	30150	10000	8902
太平溪综合治理三期	118000	否	102193	12000	3807
怀化市二环路改造	49997	否	30228	15000	4769
红星北路建设工程	38000	否	28495	9505	--
湖天公园	25000	是	12150	10000	2850
迎丰公园	8500	是	7450	1050	--
红星北路铁路桥涵	16323	是	13190	3133	--
怀化市杨村城市路网工程	200126	否	56500	50000	50000
潭口溪综合治理	50641	否	40856	6000	3785
岩堰溪综合治理	45500	否	12000	10000	10000
迎丰东路、正清路、怀化路改造	11500	迎丰东路改造工程已签订	6745	4755	--
城东高速公路延长线拓宽	30000	否	11000	10000	9000
舞水河综合治理延长线	50000	否	43215	6785	--
合计	692639	--	394172	148228	93113

资料来源：公司提供

目前，公司主要有怀化市杨村城市路网工程、太平溪综合治理三期等 10 个在建项目，总投资 69.26 亿元。截至 2014 年 3 月底，公司主要在建项目已完成投资 39.42 亿元，预计未来两年内还将投资 24.13 亿元，公司存在较大的筹资压力。此外，公司目前正在与怀化市政府

协商关于未签订回购协议项目的补签事宜，但不排除注入土地抵偿的可能性。

总体来看，跟踪期内公司代建市政工程项目规模较大，未来两年内仍需较大投入。考虑到近年来公司土地出让规模有所减少，回购资金到位存在一定时滞性，公司的主要资金来源仅剩下土地抵押贷款，但目前公司账面上绝大部分土地已用于抵押，如果未来怀化市政府仍未注入其他土地，公司将面临较大的筹资压力。

八、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 11 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。

九、财务分析

公司提供的 2013 年财务报表经瑞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 2013 年底，公司合并资产总额为 235.39 亿元，所有者权益合计为 147.56 亿元。2013 年，公司实现营业收入 8.37 亿元，利润总额 3.39 亿元，实际收到的回购资金分别为 1.32 亿元和 3.59 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司代建市政工程施工业务收入有所增加，使公司营业收入较上年同期增长 9.43%，2013 年为 8.37 亿元；跟踪期内营业利润率为 32.98%，较上年同期增长 2.84 个百分点。

从期间费用来看，2013 年期间费用为 1.05 亿元，较上年同期基本持平且以财务费用为主。2013 年公司实现营业利润 1.71 亿元，较上年同期增长 34.09%（主要是代建市政工程施工业务收入

增加所致）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，2013 年为 1.68 亿元。较 2012 年，公司实现利润总额 3.39 亿元，较上年同期增长 9.81%。

从盈利指标来看，在净利润下降的影响下，2013 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.58% 和 2.29%，总资本收益率及净资产收益率均较上年同期有所上升。

总的来看，跟踪期内代建市政工程施工业务规模不断扩大，利润总额有所回升。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

2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 6.48 亿元，较上年同期增长 4.12%；公司现金收入比为 77.35%，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 2.69 亿元，较上年下降较多，主要系政府补贴收入 1.68 亿元、利息收入 0.04 亿元、与其他单位往来款 0.98 亿元较去年减少 4.51 亿元；购买商品、接受劳务支付现金 18.84 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金 5.87 亿元，主要系公司与其他单位的往来款项。2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 -15.72 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，且规模较小。2013 年投资活动现金流出购建固定资产、无形资产等支付的现金的现金支出，为 52.02 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，2013 年公司筹资活动现金流量净额 14.15 亿元，较上年同期小幅增加。

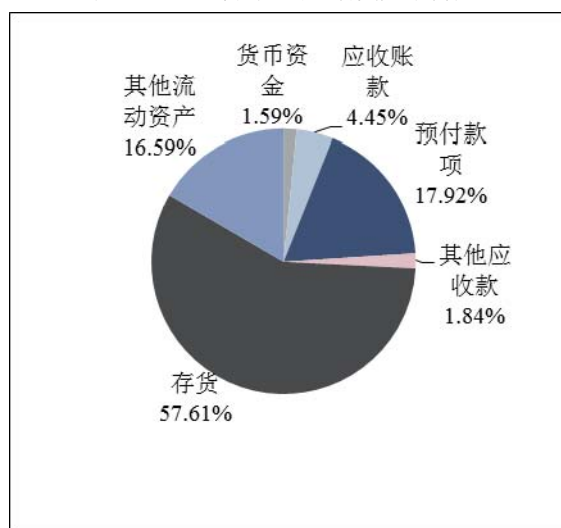
总体来看，公司经营活动仍然体现为现金净流出，且公司新增市政项目投资规模较大，对外部融资依赖程度高。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额为 235.39 亿元，同比增长 8.66%，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 2013 年底，公司流动资产合计 235.35 亿元，同比增长 8.67%。流动资产结构如下：

图 1 2013 年底公司流动资产结构图



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司存货合计 135.58 亿元（其中开发产品和开发成本分别为 47.77 亿元和 87.81 亿元），同比下降 0.79%，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 117.38 亿元资产已用作银行借款、信托借款和债券抵押。

截至 2013 年底，公司预付款项 42.18 亿元，较上年同期增长 31.11%。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 29.66%、26.43%和 13.76%；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 34.88%。

截至 2013 年底，公司其他流动资产 39.05 亿元，较上年同期增长 38.16%，公司其他流动资产全部为代建市政工程项目。

截至 2013 年底，公司应收账款 10.47 亿元，较上年同期下降 5.56%。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 36.27%、33.66%和 30.07%；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 59.26%。

截至 2013 年底，公司其他应收款 4.33 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 2013 年底，公司货币资金 3.74 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 2013 年底，固定资产为 0.04 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 2013 年底，公司所有者权益为 147.56 亿元，较上年同期增长 2.67%，公司所有者权益中股本占 2.44%、资本公积占 84.38%、未分配利润占 12.87%。公司所有者权益结构稳定性较强。

截至 2013 年底，公司负债合计 87.83 亿元，较上年同期有所增长。其中，流动负债占 29.38%，非流动负债占 70.62%。截至 2013 年底，公司流动负债 25.80 亿元，主要构成科目系其他应付款（占 25.13%）、应付账款（占 14.07%）、预付账款（占 3.77%）和一年内到期的非流动负债（占 32.55%）；公司其他应付款 6.49 亿元，账龄在一年以内（占 33.51%），主要系应付财政局往来款项，较去年下降 19.70 个百分点。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 2013 年底，公司全部债务 75.18 亿元，其中长期债务占 82.47%。截至 2013 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36.40%、27.58%和30.74%，较上年同期均有所上升。总体来看，公司债务负担较轻。

4. 偿债能力

2013年底，公司流动比率和速动比率分别为912.09%和386.68%。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，2013年公司EBITDA规模为4.20亿元，同比增长7.69%；公司全部债务/EBITDA的比率为17.90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年底，公司对外提供的担保金额为9.42亿元，担保比率为6.37%，公司担保比率较低。对外担保包括为中建怀化基础设施有限公司92000.00万元和为怀化金辰投资有限公司2200.00万元提供的担保；目前被担保公司经营正常，公司或有负债风险较小。

5. 过往债务履约情况

截至2014年6月27日，公司有一笔关注类贷款，无不良信贷信息记录，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。

十、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。

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[2014](估)字第怀001、002、003、004、005号土地评估报告（评估基准日为2014年6月7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33.50元；土地抵押倍数为2.58倍，抵押资产对本期债券覆盖程度有所上升。

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11日按时支付第二年度利息10530万元。

十一、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。2013

年，公司EBITDA对“09怀化城投债”分期单年还款的保障倍数为1.64倍；2013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为3.53倍；2013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为-6.05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。

十二、结论

综合以上，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“09怀化城投债”AA的信用等级。

附件 1 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.87	4.81	3.74
资产总额(亿元)	141.74	216.62	235.39
所有者权益(亿元)	87.57	143.72	147.56
短期债务(亿元)	2.81	7.06	13.15
长期债务(亿元)	33.48	45.84	53.04
全部债务(亿元)	36.30	52.90	66.19
营业收入(亿元)	8.89	7.65	8.37
利润总额(亿元)	4.91	3.08	3.39
EBITDA(亿元)	5.78	3.96	4.26
经营性净现金流(亿元)	-2.23	-12.85	-15.72
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.97	0.79	0.86
存货周转次数(次)	0.12	0.05	0.05
总资产周转次数(次)	0.13	0.04	0.04
现金收入比(%)	104.40	81.24	77.35
营业利润率(%)	43.81	30.14	32.98
总资本收益率(%)	2.97	1.57	1.58
净资产收益率(%)	4.20	2.14	2.29
长期债务资本化比率(%)	27.66	24.18	26.44
全部债务资本化比率(%)	29.30	26.91	30.97
资产负债率(%)	38.22	33.65	37.31
流动比率(%)	684.96	800.44	912.09
速动比率(%)	274.79	295.37	386.68
经营现金流流动负债比(%)	-10.77	-47.50	-60.91
全部债务/EBITDA(倍)	6.28	13.35	15.52

附件 2 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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 3 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