# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1892 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/09怀化债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十九日

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公司债券跟踪评级报告

## 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/09 怀化债 | 13 亿元 | 2009/2/18-2019/2/18 | AA | AA |

**跟踪评级时间：**2016 年 7 月 29 日

## 财务数据

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 3.74 | 2.98 | 19.17 |
| 资产总额(亿元) | 235.39 | 255.85 | 293.40 |
| 所有者权益(亿元) | 147.56 | 151.27 | 145.05 |
| 长期债务(亿元) | 53.04 | 58.70 | 84.73 |
| 全部债务(亿元) | 75.18 | 86.77 | 112.19 |
| 营业收入(亿元) | 8.37 | 13.67 | 17.23 |
| 利润总额 (亿元) | 3.39 | 3.27 | 3.22 |
| EBITDA(亿元) | 4.20 | 4.25 | 4.21 |
| 经营性净现金流(亿元) | -15.72 | -7.57 | -7.11 |
| 营业利润率(%) | 32.98 | 12.88 | 12.90 |
| 净资产收益率(%) | 2.29 | 2.15 | 2.20 |
| 资产负债率(%) | 37.31 | 40.88 | 50.56 |
| 全部债务资本化比率(%) | 33.75 | 36.45 | 43.61 |
| 流动比率(%) | 912.09 | 535.58 | 464.41 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 17.90 | 20.41 | 26.66 |
| 经营现金流动负债比(%) | -60.91 | -16.50 | -12.04 |

## 分析师

于芷崧　赵起锋
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主体。跟踪期内，公司资产规模稳步增加，营业收入大幅增长；联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，公司土地资产划出、收入实现质量较差以及公司可用授信空间较小、受限资产占比高等因素对公司经营发展带来的负面影响。

怀化市政府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。

“09怀化城投债/09怀化债[1]”（以下简称“本期债券”）以公司自有土地使用权进行抵押担保，目前评估报告已过有效期，该抵押土地账面价值17.21亿元，对“09怀化城投债/09怀化债”剩余本金保障倍数为2.21倍。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“09怀化城投债/09怀化债”的信用等级为AA。

## 优势

1．跟踪期内，公司得到了怀化市政府在财政补贴等方面的持续支持。
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，公司收入实现质量较差。
2．公司土地资产多已用作抵押，对公司土地开发及代建业务的开展具有一定限制。
3．用于为“09怀化城投债/09怀化债”抵押的土地评估报告已过有效期，抵押土地价值存在不确定性。

[1]截至 2016 年 3 月底，“09 怀化城投债/09 怀化债”剩余本金 7.80 亿元。

# 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/09 怀化债”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 2015 年底，公司注册资本 3.60 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，在怀化市土地一级市场的开发经营领域占有垄断地位。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，截至 2015 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2015年底，公司合并资产总额为293.40亿元，所有者权益合计为145.05亿元（其中少数股东权益20.83万元）。2015年，公司实现营业收入17.23亿元，利润总额3.22亿元。

公司注册地址：怀化市鹤城区锦溪北路113号；法定代表人：熊智勇。

## 三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具

（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

## 四、 行业分析

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放松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。

## 五、区域经济与政府支持

### 1. 区域经济和财政实力

2015 年，怀化市实现地区生产总值（GDP）1273.25 亿元、同比增长 8.5%，其中，非公有制经济增加值 735.48 亿元、同比增长 8.8%，占 GDP 的 57.8%。第一产业实现增加值 184.36 亿元、同比增长 3.7%，第二产业实现增加值 532.68 亿元、同比增长 6.8%，第三产业实现增加值 556.20 亿元、同比增长 11.6%。三次产业对 GDP 增长贡献率分别为 4.9 %、36.6%和 58.5%。三次产业结构调整为 14.5：41.8：43.7。人均 GDP 达 26060 元，同比增长 7.6%。

2015 年，怀化市工业增加值增长 6.8%，规模以上工业增加值增长 7.0%，其中，非公有制经济工业增加值增长 10.0%。按经济类型分，国有企业增加值下降 10.0%，股份制企业增加值增长 10.1%，外商及港澳台投资企业增加值增长 6.8%；按轻重工业分，重工业增加值增占规模以上工业增加值的比重达 70.1%、增长 6.3%，轻工业增加值增长 8.8%。全市园区（省级以上产业园区）规模以上工业增加值增长 9.2%，占全市规模以上工业的 34.4%，提高 9.8 个百分点。

2015 年，怀化市全年施工项目 2350 个，其中新开工 1576 个。全社会固定资产投资达到 1008.00 亿元（不含跨区投资 15 亿元）、增长 18.4%，比全省高 0.2 个百分点，比去年提升 12.2 个百分点。投资亿元以上项目 151 个，完成投资 148.58 亿元。按产业分，第一、二、三产业分别完成投资 78.05 亿元、358.27 亿元和 571.68 亿元，分别增长 47.5%、37.7%和 6.1%。按投资方向分，工业投资 300.28 亿元、增长 19.8%；技改投资 309.50 亿元、增长 16.4%；基础设施投资 308.53 亿元、下降 1.8%；民生投资 69.42 亿元、增长 39.6%；生态投资 82.67 亿元、增长 25.9%；战略性新兴产业投资 176.39 亿元、增长 24.3%。

从财政收入来看，怀化市全市实现公共财政收入 110.79 亿元、同比增长 10.7%，其中，地方财政收入 73.56 亿元、同比增长 11.1%，税收收入 43.73 亿元、同比增长 9.9%。公共财政支出 334.53 亿元、同比增长 19.1%，其中，一

般公共服务支出 39.51 亿元、同比下降 0.3%，教育支出 57.42 亿元、增长 14.8%，医疗卫生支出 34.32 亿元、增长 15.8%，民生支出 260.57 亿元、增长 21.9%。根据怀化市财政局提供相关材料显示：2015 年怀化市本级一般预算收入为 26.77 亿元，其中税收收入 16.07 亿元，非税收入 10.73 亿元。

跟踪期内，怀化市财政收入有所上升，为公司经营发展提供良好的外部环境。

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及税费返还等优惠政策，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。2015年，公司获得怀化市财政局的补贴款1.64亿元。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、管理体制、制度无重大变化。

## 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。

表 1　2014~2015 年公司收入结构与毛利率情况

（单位：万元、%）

| 项目 | 2014 年 | | 2015 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 土地开发 | 8611.15 | 11.79 | 9102.49 | 17.24 |
| 代建市政工程 | 127914.99 | 13.04 | 159339.1 | 13.04 |
| 租金收入 | 206.63 | -18.85 | 3826.78 | 16.81 |
| **合计** | **136732.77** | **12.92** | **172268.37** | **13.32** |

资料来源：公司提供

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，2014~2015 年，公司分别实现营业收入 136732.77 万元和 172268.37 万元。跟踪期内，营业收入规模快速增长。毛利率方面，2014~2015 年毛利率分别为 12.92%和 13.32%。

1. 土地开发

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缴纳的其他费用。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 2　近年公司土地整理及出让情况

（单位：亩、万元、万元/亩）

| 指标 | | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| 政府注入土地面积 | | 0.00 | 0.00 |
| 土地开发 | 开发完成面积 | 2629.00 | 1000.00 |
| | 开发总投入 | 92890.18 | 36568.60 |
| | 平均开发投入 | 35.33 | 36.56 |
| 土地出让 | 出让面积 | 249.00 | 100.00 |
| | 土地出让总价格 | 25578.75 | 9102.49 |
| | 平均出让价格 | 102.73 | 91.02 |
| | 平均出让成本 | 67.93 | 72.00 |

资料来源：公司提供

2014~2015 年，公司通过国土局分别出让

土地 249.00 亩和 100.00 亩，平均出让价格分别约为 102.73 万元/亩和 91.02 万元/亩。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 2015 年底，公司共拥有土地 142 宗，总面积 1006.35 万平方米，账面价值约为 115.44 亿元；尚未开发完毕的土地账面价值为 77.39 亿元，在存货中体现。

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一定的盈利水平。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工作，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，公司作为项目的业主单位，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来平衡公司在项目建设期内垫付的资金。

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 2015 年底，公司共有账面价值 110.08 亿元土地已用于抵押。

回购是 2012~2014 年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。2014 年公司施工建设项目未与政府签订相关协议，相关项目（已投金额为 55.82 亿元）已于 2016 年 7 月进行补签（部分计入“预付账款”中的项目投入，因未核定，稍后进行补签），同时政府出具相关通知（根据《怀化市人民政府关于有偿代建市重点工程项目的通知》怀政函【2016】166 号文，怀化市的重点工程项目由怀化市城市建设投资有限公司出资，在工程项目开工前与公司签订项目代建回购协议，回购金额由投资成本加项目收益组成，其中项目收益以项目投资额的 15%的收益率计算，回购款由市财政局按每年不低于 15%的比例在未来五年内回购完毕）保障公司未来的运营收益。截至 2015 年底，公司已完工并签订回购合同的工程项目共 13 个，均已启动回购，预计总回购金额为 35.70 亿元。2014~2015 年，公司确认的回购资金分别为 12.79 亿元和 15.93 亿元。截至 2015 年底，公司迎丰公园及迎丰铁路桥改造等 9 个项目已经办理移交手续，已收到回购金额 7.56 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“存货”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，因此业务毛利率在 13.00%~14.00%。

表 3　截至 2015 年底公司已完工的项目（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 是否签订回购协议 |
|---|---|---|
| 顺天路 | 3.20 | 是 |
| 火车站广场改造 | 4.84 | 是 |
| 湖天公园 | 1.86 | 是 |
| 红星北路铁路桥涵 | 1.29 | 是 |
| 迎丰公园 | 0.81 | 是 |
| 城南入城线改造 | 0.38 | 是 |
| 迎丰铁路桥改造 | 1.36 | 是 |
| 城东高速公路延长线 | 4.66 | 是 |
| 紫东片区路网 | 7.77 | 是 |
| 怀化市武警支队 | 0.66 | 是 |
| 怀化市第五中学 | 1.51 | 是 |
| 迎丰东路改造 | 0.69 | 是 |
| 大西南专业市场配套现代物流中心 | 2.01 | 是 |
| **合计** | **31.04** | -- |

资料来源：公司提供

表4　截至2015年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 是否签订回购协议 | 截至 2015 年底已投资 | 2016 年计划投资额度 | 2017 年计划投资额度 |
|---|---|---|---|---|---|
| 舞水河综合治理 | 20.75 | 否 | 22.3 | 0 | 0 |
| 太平溪综合治理三期 | 7.29 | 否 | 5.24 | 1.05 | 1 |
| 太平溪综合治理二期 | 5 | 否 | 4.86 | 0.14 | |
| 怀化市杨村城市路网工程 | 20.01 | 否 | 3.56 | 5 | 6 |
| 江秀片区 | 5.7 | 否 | 2.42 | 1.5 | 1.78 |
| 怀化市二环路改造 | 5 | 否 | 2.38 | 1.5 | 1.12 |
| 城北高速主入口改造 | 2.94 | 否 | 1.22 | 1.72 | |
| 潭口溪综合治理 | 5.03 | 否 | 1.08 | 1 | 1 |
| 城东保障性住房建设 | 4.91 | 否 | 0.84 | 1 | 1.2 |
| **合计** | **76.63** | -- | **43.90** | **12.91** | **12.10** |

资料来源：公司提供

目前，公司主要有舞水河综合治理、怀化市杨村城市路网工程等 9 个在建项目，总投资 76.63 亿元。截至 2015 年底，公司主要在建项目已完成投资 43.90 亿元，预计未来两年内还将投资 25.01 亿元，公司存在较大的筹资压力。

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，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/09 怀化债”，募集资金 13 亿元，每年付息一次。

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，该项目已基本完工，债券募集资金已全部投放完毕。

## 九、财务分析

公司提供的2014~2015年审计报告，均由中

审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2015年底，公司合并资产总额为293.40亿元，所有者权益合计为145.05亿元（其中少数股东权益20.83万元）。2015年，公司实现营业收入17.23亿元，利润总额3.22亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司代建业务收入大幅增加，使公司营业收入较上年同期增长25.99%，2015年为17.23亿元；跟踪期内营业利润率为12.90%，较上年同期增长0.02个百分点，收入构成未变化。

从期间费用来看，2015年期间费用为0.73亿元，同比下降69.53%，以财务费用为主。2015年公司实现营业利润1.50亿元，同比增长330.31%。此外，公司营业外收入（主要系政府补助），也是利润总额的重要支撑，2015年为1.73亿元。2015年，公司实现利润总额3.22亿元，同比下降1.38%。

从盈利指标来看，在净利润小幅下降的影响下，2015年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.24%和2.20%，总资本收益率较上年同期略有下降；净资产收益率较上年同期略有上升。

总的来看，跟踪期内代建市政工程业务规模不断扩展，收入规模扩大，但该业务盈利能力弱，利润对政府补贴依赖性较大。

2. 现金流及保障

2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 0.52 亿元，较上年同期下降 96.34%；公司现金收入比为 3.00%，较上年同期大幅下降，公司收入实现质量极差；公司收到其他与经营活动有关的现金 11.37 亿元，较上年上升较多，主要系政府补贴收入 1.64 亿元、利息收入 0.13 亿元、与其他单位往来款 9.60 亿元（较去年增加 5.99 亿元）；购买商品、接受劳务支付现金 18.64 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金 0.17 亿元，主要系公司与其他单位的往来款项及管理费。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-7.11 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。2015年，公司投资支付的现金为1.20亿元，同比增长91.68%，主要支付农银湖南基金认缴出资款4000万，购买建信基金管理有限责任公司基金8000万所致。公司投资活动产生的现金流量净额-1.00亿元。

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。取得借款合计规模较去年同期大幅增长，2015年为59.87亿元。2015年公司筹资活动现金流量净额24.00亿元，较上年同期大幅增加。

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较高。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 293.40 亿元，同比增长 14.68%，主要是应收账款、其他流动资产及货币资金增加所致。从资产构成上看，资产主要系流动资产（占 93.47%），资产构成保持稳定。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 274.25 亿元，同比增长 11.62%，主要是应收账款、货币资金及其他流动资产增加所致。

截至 2015 年底，公司货币资金 19.17 亿元，同比增长 544.09%，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。

截至 2015 年底，公司存货合计 132.19 亿元，主要由开发产品 54.79 亿元（占比 41.45%）和开发成本 77.39 亿元（占比 58.54%）组成，其中开发成本同比增长 12.59%。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 110.08 亿元资

产已用作银行借款、信托借款和债券的抵押。

截至 2015 年底，公司预付款项 32.36 亿元，同比下降 21.16%。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 29.05%、39.75%和 31.20%；从欠款性质来看，主要系未结清的工程款项。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 65.87 亿元，较上年同期增长 52.59%，公司其他流动资产全部为代建市政工程项目。

截至 2015 年底，公司应收账款 23.17 亿元，同比增长 263.70%。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 6.41%、81.29%和 12.30%；从欠款性质来看，主要是 2015 年新增 17.28 亿元应收财政局的代建项目回购款，前五名单位欠款金额合计占 90.97%。

截至 2015 年底，公司其他应收款 1.50 亿元，较上年同期下降 61.26%，主要系对关联方及相关政府往来款。

公司非流动资产由固定资产、可供出售金融资产、其他非流动资产、投资性房地产和在建工程组成，截至 2015 年底，固定资产为 1.63 亿元，同比下降 82.33%。2015 年，公司可供金融资产 0.51 亿元，较上年同期增加 0.40 亿元，因付农银湖南基金认缴出资款 4000 万所致。2015 年，公司投资性房地产 12.38 亿元，较上年同期增加 11.57 亿元，主要因市民服务中心，体育馆，图书馆由固定资产转入投资性房地产，以及政府划入怀化市廉租房计入该科目所致。其中所有权受到限制的账面原值为 9.36 亿元。2015 年，公司在建工程 2.89 亿元，较上年同期增加 2.89 亿元，全部为城东廉租房小区建设项目；2015 年公司新增其他非流动资产 1.75 亿元，因其他应收款转至其他非流动资产所致。

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，公司资产流动性弱。

截至 2015 年底，公司所有者权益为 145.05 亿元，较上年同期下降 4.11%，主要因怀化市政府无偿收回公司 8 宗土地所致（根据怀证涵[2014]272 号文《怀化市人民政府关于收回怀化市城市建设投资有限公司部分土地资产并重新注入资产的批复》中指出 2014 年收回 4 宗土地，2015 年收回 8 宗土地，怀化市人民政府同意利用其它城市资产予以补足，12 宗土地合计账面价值 36.95 亿元），公司所有者权益中股本占 2.48%、资本公积占 80.08%、未分配利润占 17.01%。公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2015 年底，公司负债合计 148.35 亿元，较上年同期大幅增长。其中，流动负债占 39.81%，非流动负债占 60.19%。截至 2015 年底，公司流动负债 59.05 亿元，主要构成科目系其他应付款（占 40.43%）、应付账款（占 7.60%）、短期借款（占 6.77%）和一年内到期的非流动负债（占 35.83%）；公司其他应付款 23.88 亿元，账龄在一年以内占 69.72%，账龄较短，欠款前五名的单位有怀化市财政局、怀化岭海投资有限公司、怀化市土地储备中心、怀化市融诚水业投资有限公司和湖南盛都投资置业有限公司，合计占 64.03%。公司一年内到期的非流动负债 21.16 亿元，同比下降 15.60%；由一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款组成。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/09 怀化债”（以土地做抵押）、“12 怀化债”、“14 怀化债 01”和“14 怀化债 02”。

从有息债务来看，截至 2015 年底，公司全部债务 112.19 亿元，其中长期债务占 75.52%。截至 2015 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 50.56%、36.88%和 43.61%，较上年同期均有所上升。总体来看，公司债务负担一般。

4. 偿债能力

2015年底，公司流动比率和速动比率分别为464.41%和240.57%。公司流动负债中其他应

付款占比较大，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）。公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2015年公司EBITDA规模为4.21亿元，同比略有下降1.06%；公司全部债务/EBITDA的比率为26.66倍，EBITDA对有息债务的保障能力较弱。整体来看，公司对现有债务保护能力有所下降。

截至 2015 年底，公司对外提供的担保金额为 12.78 亿元，担保比率为 8.81%，公司担保比率较低。对外担保包括为湖南盛都投资置业有限公司 27000.00 万元、怀化市第一人民医院 2000.00 万元、湖南盛都投资置业有限公司 11280.00 万元、怀化市水业投资总公司 20000.00 万元、天福昆仑建设有限责任公司 3000.00 万元、中建怀化基础设施开发建设有限公司 30000.00 万元和中建怀化基础设施开发建设有限公司 16500.00 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。

截至 2015 年底，公司共获得银行授信额度 44.29 亿元，已全部使用，间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2016 年 7 月 20 日，已结清的信贷信息记录中有 1 笔 950 万元贷款被列为关注类，公司已于 2007 年结清；已结清利息中，有 16 笔欠息，均为公司与怀化市鹤城区农村信用联社（简称“联社”）贷款，联社已出具相关说明，该欠息属于系统扣款原因形成，公司从未逾期；公司不存在关注和不良类对外担保信息。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

近年来，怀化市财政实力稳步增强，为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为怀化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。

根据湖南长城房地产土地评估有限公司出具的湘长城土评字[2015]第1024、1023、1022、1020、1025、1021号土地评估报告（评估基准日为2015年1月15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39.27元（评估报告已过有效期），该抵押土地账面价值17.21亿元，对剩余本金保障倍数为2.21倍。

除了土地抵押以外，公司在中国建设银行怀化分行（简称“建行”）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2015年每季度末提取债券利息2301万元，并于2016年2月18日按时支付利息9204万元。

## 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，目前剩余应偿还本金7.80亿元。2015年，公司EBITDA对“09怀化城投债/09怀化债”分期单年还款的保障倍数为1.62倍；2015年，公司经营活动现金流入量对“09怀化城投债/09怀化债”分期单年还款的保障倍数为4.57倍；2015年公司经营活动现金流量净额对“09怀化城投债/09怀化债”分期单年还款的保障倍数为-2.73倍，EBITDA、经营活动现金流入量对单年偿付最大额保障程度较好。

## 十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“09怀化城投债/09 怀化债”的信用等级为 AA。

# 附件 1　主要计算指标

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | |
| 现金类资产(亿元) | 3.74 | 2.98 | 19.17 |
| 资产总额(亿元) | 235.39 | 255.85 | 293.40 |
| 所有者权益(亿元) | 147.56 | 151.27 | 145.05 |
| 短期债务(亿元) | 13.15 | 28.07 | 27.46 |
| 长期债务(亿元) | 53.04 | 58.70 | 84.73 |
| 全部债务(亿元) | 75.18 | 86.77 | 112.19 |
| 营业收入(亿元) | 8.37 | 13.67 | 17.23 |
| 利润总额(亿元) | 3.39 | 3.27 | 3.22 |
| EBITDA(亿元) | 4.20 | 4.25 | 4.21 |
| 经营性净现金流(亿元) | -15.72 | -7.57 | -7.11 |
| **财务指标** | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 0.86 | 1.57 | 1.02 |
| 存货周转次数(次) | 0.05 | 0.08 | 0.11 |
| 总资产周转次数(次) | 0.04 | 0.06 | 0.07 |
| 现金收入比(%) | 77.35 | 103.37 | 3.00 |
| 营业利润率(%) | 32.98 | 12.88 | 12.90 |
| 总资本收益率(%) | 1.58 | 1.37 | 1.24 |
| 净资产收益率(%) | 2.29 | 2.15 | 2.20 |
| 长期债务资本化比率(%) | 26.44 | 27.96 | 36.88 |
| 全部债务资本化比率(%) | 33.75 | 36.45 | 43.61 |
| 资产负债率(%) | 37.31 | 40.88 | 50.56 |
| 流动比率(%) | 912.09 | 535.58 | 464.41 |
| 速动比率(%) | 386.68 | 212.34 | 240.57 |
| 经营现金流动负债比(%) | -60.91 | -16.50 | -12.04 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 17.90 | 20.41 | 26.66 |

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 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