

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 981 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持郴州市城市建设投资发展集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“14郴州债”信用等级为AA⁺。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

郴州市城市建设投资发展集团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
14 郴州债	17 亿元	2014/4/16-2021/4/16	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 29 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	13.64	6.87	11.52
资产总额(亿元)	240.59	251.93	288.89
所有者权益合计(亿元)	158.73	160.31	162.90
长期债务(亿元)	67.76	70.91	98.94
全部债务(亿元)	68.63	71.70	98.94
营业收入(亿元)	15.88	17.08	18.05
利润总额(亿元)	5.82	5.16	6.17
EBITDA(亿元)	6.38	5.74	6.86
经营性净现金流(亿元)	-8.60	0.75	-18.18
营业利润率(%)	10.81	4.57	5.38
净资产收益率(%)	3.50	3.22	3.76
资产负债率(%)	34.03	36.37	43.61
全部债务资本化比率(%)	30.19	30.90	37.79
流动比率(%)	1767.96	1359.58	1327.11
全部债务/EBITDA(倍)	10.76	12.50	14.43
EBITDA 利息倍数(倍)	2.56	0.86	0.99
经营现金流/流动负债(%)	-71.84	4.52	-91.97

分析师

车 驰 杜蜀萍

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

郴州市城市建设投资发展集团有限公司(以下简称“公司”)是郴州市基础设施投资与建设的国有资本经营主体,业务具有区域垄断性。跟踪期内,郴州市经济快速增长,财政实力不断增强,公司用于一级开发的土地资源丰富,获得地方政府土地及股权注入、财政补贴等支持政策较为稳定。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时关注到公司土地存货变现能力受到一定限制、未来筹资压力大、工程项目和土地现金收入实现质量差等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来随着郴州市财政实力的不断增强,公司市政建设及土地开发力度加大,公司的收入规模有望持续增长。

公司发行的“14郴州债”以土地使用权为债券提供了抵押担保,根据公司提供的土地评估报告,抵押土地评估价值为32.73亿元,抵押比为1.79倍,与上年同期持平,具有一定增信作用。

综合考虑,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14郴州债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 郴州市经济快速增长,财政实力不断增强,为公司提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内,郴州市政府在土地划拨、股权注入、土地出让收入返还等方面继续对公司提供有力支持。
3. 公司以评估价值 32.73 亿元的土地使用权为“14 郴州债”提供抵押担保,有效提升了“14 郴州债”信用水平。

关注

1. 跟踪期内,公司债务规模持续快速上升,在建和拟建项目投资规模大,未来融资需求

- 大。
2. 跟踪期内，公司工程项目和土地现金收入实现质量差，且其他应收款规模较大，对公司形成一定资金周转压力。
 3. 公司土地资产中已用于抵押的占 45.46%。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与郴州市城市建设投资发展集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与郴州市城市建设投资发展集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因郴州市城市建设投资发展集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由郴州市城市建设投资发展集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、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郴州市城市建设投资发展集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

郴州市城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“公司”或“郴州城投”）位于湖南省郴州市，前身为1999年7月27日经郴州市人民政府批准成立的郴州市新世纪建设发展有限公司，2014年6月，根据郴政办函[2014]101号文件，公司更为现名，郴州市城市建设投资管理中心（以下简称“城投中心”）持有公司100%股权。历次增资后，截至2015年3月底，公司注册资本变更为10亿元人民币；公司实际控制人为城投中心。

公司经营范围包括：城市基础设施建设项目投资、融资及相关的配套服务；农、林、水项目投资、开发建设及相关的配套服务；房地产开发经营；土地一级开发及整理（国家禁止经营的除外，涉及行政许可的凭许可证经营）。

截至2015年3月底，公司设有办公室、财务部、审计部、融资部、投资管理部、工程建设部、资源开发部、总工办和工程造价管理部9个职能管理部门；下辖8家全资子公司及3家控股子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额288.89亿元，所有者权益合计162.90亿元；2014年，公司实现营业收入18.05亿元，利润总额6.17亿元。

注册地址：郴州市北湖区五岭大道1号（市政府机关政务文化休闲中心7楼）；法定代表人：刘建国。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平

稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，

增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础,对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。

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。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加,中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014 年全年,全国固定资产投资总额完成 512761 亿元,比上年名义增长 15.3%,扣除价格因素,实际增长 14.7%。其中,固定资产投资(不含农户) 502005 亿元,增长 15.7%;农户投资 10756 亿元,增长 2.0%。东部地区投资 206454 亿元,比上年增长 15.4%;中部地区投资 124112 亿元,增长 17.6%;西部地区投资 129171 亿元,增长 17.2%;东北地区投资 46096 亿元,增长 2.7%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资 11983 亿元,比上年增长 33.9%;第二产业投资 208107 亿元,增长 13.2%;第三产业投资 281915 亿元,增长 16.8%。

截至 2014 年底,中国城镇化率为 54.77%,较上年提高 1.04 个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步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。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济

效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 行业政策

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

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的

监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43号文》）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

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

险提供了一些操作细则。

2015年以来,从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问,到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出,再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地,以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时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。

3. 郴州市经济发展概况

2014年,郴州市全市生产总值1872.6亿元,按可比价计算(下同),比上年增长10.9%。其中,第一产业增加值181.2亿元,增长4.7%;第二产业增加值1064.1亿元,增长11.5%;第三产业增加值627.3亿元,增长11.5%。三次产业比重调整为9.7:56.8:33.5。按常住人口计算,全市人均生产总值39999元,比上年增长10.1%。

2014年,郴州市地方一般预算收入171.69亿元,较上年同比增长17.16%,其中税收收入占44.47%,非税收入占55.53%,非税收入占比较大;地方综合财力416.02亿元,较上年同比增长20.07%,其中转移支付和税收返还收入占41.88%,占比较大。

表1 郴州市2014年全口径地方财政情况
(单位:万元)

地方财力	2013年	2014年
(一)地方一般预算收入	1465411	1716878

1、税收收入	717239	763433
2、非税收入	748172	953445
(二)转移支付和税收返还收入	1536990	1742234
1、一般性转移支付收入	734748	792205
2、专项转移支付收入	705161	848284
3、税收返还收入	97081	101745
(三)国有土地使用权出让收入	424766	665487
1、国有土地使用权出让金	422384	663046
2、国有土地收益基金	2094	2182
3、农业土地开发资金	288	259
4、新增建设用地有偿使用费	0	0
(四)预算外财政专户收入	37598	35600
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+ (四)	3464765	4160199

资料来源:公司提供

截至2014年底,郴州市地方债务余额(直接债务余额+担保债务余额×50%)合计266.06亿元,债务率为63.95%,总体来看,郴州市全口径地方政府债务负担一般。

表2 截至2014年底郴州市全口径地方政府债务情况
(单位:万元)

地方债务(截至2014年底)	金额
(一)直接债务余额	2375720
1、外国政府贷款	
2、国际金融组织贷款	6035
(1)世界银行贷款	1665
(2)亚洲开发银行贷款	
(3)国际农业发展基金会贷款	
(4)其他国际金融组织贷款	4370
3、国债转贷资金	2271
4、农业综合开发借款	375
5、解决地方金融风险专项借款	4246
6、国内金融机构借款	941834
(1)政府直接借款	225373
(2)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	716461
7、债券融资	131500
(1)中央代发地方政府债券	131500
(2)由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	
8、粮食企业亏损挂账	31802
9、向单位、个人借款	37753
10、拖欠工资和工程款	1040112
11、其他	147990
(二)担保债务余额	569667
1、政府担保的外国政府贷款	
2、政府担保的国际金融组织贷款	5130
3、政府担保的国内金融机构借款	132828
4、政府担保的融资平台债券融资	410000
5、政府担保向单位、个人借款	8789

6、其他	12920
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	2660554

资料来源：公司提供

总体来看，郴州市整体经济快速增长，地方财政实力逐步增强。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 3 月底，公司注册资金 10 亿元，郴州市城市建设投资管理中心持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司作为郴州市基础设施投资与建设的国有资本经营主体，承担郴州市基础设施运营和国有资产管理职责，主要从事郴州市城市基础设施及公用事业项目的投融资、建设、运营和管理、土地一级开发及整理等业务。公司在郴州市基础设施建设和公用事业建设行业等多个方面处于区域垄断地位。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有 8 家全资子公司和 3 家控股子公司。

3. 资金来源和政府支持

公司主要组织实施郴州市基础设施投资建设，大多数项目的建设周期和资金回收周期较长，政府支持和融资渠道的畅通是公司未来发展的重要保障。

（1）政策性银行贷款

政策性银行的贷款支持在很大程度上缓解了公司重点项目的资金压力，并为公司未来发展提供了资金保障。截至 2014 年底，公司合并口径共获得国家开发银行等各类政策性银行贷款 58.72 亿元。

（2）商业银行等金融机构贷款

公司与多家商业银行保持着良好的合作关系。截至 2014 年底，公司及其子公司共获得农业银行、建设银行、工商银行、湖南信托等金

融机构贷款合计 49 亿元。

（3）土地及股权注入

为保障郴州基础设施建设的进程，政府对公司的支持力度较大。跟踪期内，郴州市政府向公司注入廉租房资产 1.89 亿元，投资性房地产 5.02 亿元。

（4）财政补助

郴州市政府向公司提供包括基础设施建设贷款贴息补助资金在内的多种补贴，以扶持公司生产经营。

2014 年，根据《关于增加郴州市城市建设投资发展集团有限公司财政贴息补贴的批复》（郴财金函[2014]18 号），郴州市财政局给予公司财政贴息补贴 6.07 亿元（计入营业外收入）。

（5）一级土地开发收益返还

根据郴州市财政局与公司签署的《土地一级开发框架协议》，公司对郴州范围内的土地进行一级开发，土地出让后公司获取收入。2014 年公司土地出让实现收入 4514.50 万元。

总体看，跟踪期内，郴州市政府为公司发展提供了资产注入、政府补贴、土地出让收益返还和资产回购等多方面持续、稳定的支持，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力。联合资信认为，郴州市政府的支持是持续、稳定和长期的。

六、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、法人治理结构、管理制度无变化。

七、经营分析

1. 经营现状

作为郴州市基础设施投资建设与建设的国有资本经营主体，公司形成了以土地开发、市政工程项目建设和房地产销售业务为主业，租赁经营、广告设计及物业管理等业务为辅业的综合业务架构。

跟踪期内，公司收入规模稳步增长，2014

年实现营业收入 18.05 亿元，较上年增长 5.70%。

从营业收入构成看，跟踪期内，基础设施工程项目建设收入占营业收入的比重略有下降，2014 年为 94.17%，但仍为公司营业收入的主要构成部分；土地开发收入为 0.45 亿元，较 2013 年的 0.03 亿元大幅上升；2013~2014 年房地产销售收入分别为 4.23 万元和 0.33 万元，为

公司之前年度项目尾款。公司土地开发及房地产销售收入在营业收入中占比较小，对营业总收入影响不大。

跟踪期内，公司整体毛利率略有上升，2013~2014 年分别为 10.27%和 10.83%。公司工程项目业务毛利率水平较低，基本维持在 10%左右。

表 3 公司近年营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比
工程项目	168548.02	9.83	98.69	170001.55	9.09	94.17	30706.82	10.51	98.20
土地开发	316.73	0.00	0.19	4514.50	0.00	2.50	375.24	-34.51	1.20
房地产销售	4.23	100.00	0.00	0.33	100.00	0.00	--	--	--
其他	1914.19	50.43	1.12	6008.17	68.05	3.33	187.62	70.11	0.60
合计	170783.16	10.27	100.00	180524.54	10.83	100.00	31269.68	10.33	100.00

资料来源：公司年报

2. 业务经营

工程项目

公司是郴州市基础设施投资建设建设的国有资本经营主体，承担着城市基础设施建设的职责。跟踪期内，公司工程项目收入保持稳定增长，2014 年为 17.00 亿元，较 2013 年的 16.85 亿元有所上升。

公司工程项目业务主要模式为：公司按照政府有关部门制订并下达的当年郴州市城市基础设施项目计划开展融资和建设，郴州市人民政府委托郴州市财政局与公司签订城市基础设施建设项目投资回购协议，公司作为投资人，对市政府分配的郴州市城市基础设施项目进行投资、融资和施工建设，并享有项目回购收益权和项目建设用地独家使用权。根据郴州市财政局与公司签署的投资回购协议，回购款由投资成本（包括决算总价、管理成本、融资成本、税费及其他费用）和利润组成，其中利润按照投资成本的 10%确认，公司每年按照工程进度与郴州市政府确认收入。回购款支付分为两个阶段：建设期内，政府按工程进度需要的项目保证金、实际发生的借款利息及实

际发生的除去所得税外的各种税费额支付回购款；协议双方完成项目验收后进入回购期，回购期原则上为 3 年，第一年支付总回购款的 40%（包括建设期已支付款项），第二年支付总回购款的 30%，第三年内支付剩余回购款扣除不低于建安工程费 5%的质量保证金后的余款，质量保证金质保期满后返还给公司。

近年来，公司陆续与郴州市财政局签署了《农民集中安置房建设及周边土地整治工程和曹家坪棚户区改造芳头安置小区建设工程投资—回购协议》、《郴州大道等 44 项城市基础设施建设项目投资—回购协议》和《郴州市邓家湾棚户区改造项目、郴州市铜坑湖棚户区改造项目、郴州市司马洞棚户区改造项目、郴州市潘家湾棚户区改造项目、郴州市杨家湾棚户区改造项目和郴州市石头峡棚户区改造项目政府回购协议》，预计总投资 133.66 亿元，截至 2014 年底，已完成了郴州大道、107 国道城区段提质改造、郴江路南延段、香雪大道等市区道路交通网络建设等项目。

回购资金方面，2014 年公司已获得 8.31 亿元回购款。另根据郴州市财政局出具的通知

(2015年4月28日)，依据公司与郴州市财政局签订的项目投资回购协议，同意2015年~2021年安排财政资金回购公司已经竣工验收的67项城市基础设施项目，期间公司每年可获得回购资金8.11亿元。

目前，郴州市正处于高速发展的阶段，未来几年也将是郴州基础设施建设项目集中实施的阶段，公司将持续得到当地政府的支持，此板块收入有望继续保持稳定。

土地一级开发

公司与郴州市财政局签署了《土地一级开发框架协议》，具有土地一级开发职能，其运作模式为：郴州市财政局依据《郴州市土地利用总体规划（2006~2020）》和年度土地利用计划每年向公司提供一级开发用地，公司根据郴州市财政局的要求，作为唯一开发单位对上述土地进行一级开发，由公司筹集资金进行土地整治，达到净地条件后，按照招拍挂程序进行转让，土地出让收入按相应费率计提农田水利建设资金、农土资金等省级专项资金，按相应费率计提农土资金、征收成本、土地收益基金、新增建设用地有偿使用费、城镇廉租住房保障资金、农田水利建设资金等市级专项资金，之后剩余部分连同上述市级专项资金全额返还公司，其中土地增值额的20%作为公司开发利润，80%作为财政补贴专项用于城市基础设施建设。

截至2014年底，公司存货中土地使用权入账价值合计92.46亿元，均具有土地使用权证土

地62宗，面积为897.03万平方米；公司（本部）拥有52宗，面积为887.49万平方米，按评估价值91.34亿元入账，另外10宗土地属于公司子公司郴州市交通建设投资有限公司（以下简称“郴州交投”），面积为10.42万平方米，按实际取得成本1.12亿元入账。截至2015年3月底，公司拥有的土地中用于抵押贷款抵押的土地共37宗，总面积为253.10万平方米，账面金额合计42.03亿元。

2013~2014年，公司实现土地开发收入分别为316.73万元和4514.50万元，成交面积合计分别为35.68万平方米、26.96万平方米。由于部分土地出让金返还发生在之后年度，因此公司实现返还的土地开发收入与土地出让存在时滞。

房地产销售及其他业务

2013年该业务板块实现营业收入4.23万元，2014年实现营业收入0.33万元。

公司其他业务主要包括租赁经营、广告设计和物业管理，2013~2014年，公司其他业务收入分别为0.19亿元和0.60亿元，其中公司可出租物业主要来自房地产项目形成的商铺。

3. 在建及拟建项目

在建工程项目，截至2014年底，公司重点在建项目8个，总计划投资38.95亿元，已完成投资21.51亿元。

表4 截至2014年底公司重点在建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		截至2014年底完成投资情况
			贷款	自筹	
塘尾大道建设	增湖路至南岭大道，长3687米，宽30米。	35756	20000	15756	28034
龙女温泉度假村	总占地面积1676亩，包括公园入口广场、园林景观、护坡绿化、亮化、给排水工程等。	52823	30000	22823	35981
曹家坪棚户	改造城市棚户区1953户，总建筑面积177112平方米，	58253	34500	23753	28770

区芳头组安置房	其中住宅 145686 平方米，地下车库 31426 平方米。				
会展中心	建筑面积 58821.1 平方米，其中地上建筑面积 49495.1 平方米，地下建筑面积 9326 平方米。	51068	30000	21068	52065
城投大厦建设	该项目位于湘南学院对面，北临相山大道，东靠前营大道，南抵相水路，总建筑面积 118885.52 平方米。	70241	49000	21241	38308
四馆一厅（文化艺术中心）	项目位于白水片区，建设音乐厅、美术馆、图书馆、群众艺术馆及其配套设施建设，占地面积 400 亩，建筑面积 65000 平方米。	89381	60000	29381	17848
温泉路建设	南岭大道至协作路，长 1480 米，宽 30 米。	25832	15000	10832	10955
茶园北路	南起郴州大道，北至青年大道，全长 767.89 米，按城市主干道 II 级标准建设，路幅宽 36 米。	6099.77	4200	1899.77	3095
合计		389453.77	242700	146753.77	215056

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2014 年底，公司暂计划重点拟建工程主要有 7 个，总投资合计 17.88 亿元，其中贷款 11.50 亿元，自筹资金 6.28 亿元。截至 2015 年 3 月底，上述拟建项目尚未开始投资。

表5 公司拟建项目投资计划情况（单位：万元、年）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		预计工期
			外部融资	自筹	
武广高铁扩容	本次将站房改造候车厅建筑面积 6600 平方米、北部建二层副楼建筑面积 4490 平方米、南部二层副楼建筑面积 4600 平方米（贵宾室、派出所、交警队）。	14130	10000	4130	2015.1-2016.6
兴湖路建设	清泉路至兴城路，长 474 米，宽 15 米。设计行车速度 20-30 公里/小时。	7000		7000	2015.1-2015.9
国庆南路延伸段	郴州大道至郴江路延伸段，全长约 1000 米，沿道路跨京广铁路进行桥梁建设。	18000	12000	6000	2015.1-2016.6
雅石路（八中段-旧雅石桥）	郴江河南岸连接裕后街与曹家坪铁路段的一条沿江路。西起裕后街，东至旧雅石桥下；道路总长约 379 米，路幅为 12~13 米。	7006	5000	2006	2015-2016
新湾路	呈南北走向，起于郴州大道，止于相山大道辅道，全长约 800 米，路幅宽 28 米。	6700	4000	2700	2015.1-2016.6
上白水路	呈东西走向，与新湾路相交，起于云松路，止于茶园路，全长约 800 米，路幅宽 20 米。	6000	4000	2000	2015.1-2016.6
人民东路延伸段	北起郴江路，南至郴州大道。沿线隧道 2 座，跨越京港澳高速桥梁，并下穿青年大道涵洞，道路总长约 5600 米，路幅宽 36 米。	120000	80000	40000	2015.1-2016.12
合计		178836	115000	63836	

资料来源：公司提供

总体看，公司未来重点拟建项目以道路建设、棚户区改造及配套设施项目为主，项目投资规模大，存在较大的投资支出压力，对外融资需求较大。

八、募集资金使用情况

公司于2014年4月16日发行了17亿元7年期“14郴州债”，募集资金拟全部用于郴州市邓家湾等6个棚户区改造项目、郴州市石头峡等2个棚户区改造配套项目和郴江河综合治理工程（东边江坝—田家湾桥）等3个水利项目的建设。

上述募投项目合计总投资41.41亿元，截至2015年3月底，已使用募集资金14.99亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年度三年合并财务报表经中喜会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2014 年，公司合并范围新增郴州市锦绣龙女酒店管理有限公司，该公司注册资本 200 万，公司全资出资。总体来看，公司合并报表范围的变化对财务数据可比性无重大影响。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 288.89 亿元，所有者权益合计 162.90 亿元（其中少数股东权益为 1.00 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 18.05 亿元，利润总额 6.17 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长。截至 2014 年底，公司资产总额为 288.89 亿元，较上年底增长 14.67%，其中流动资产占比 90.83%，非流动资产占 9.17%。

流动资产

跟踪期内，公司流动资产不断增长。截至 2014 年底，公司流动资产为 262.41 亿元，同比增长 15.91%，主要为应收账款、预付账款、其他应收款和存货组成。

截至 2014 年底，公司应收账款为 62.20 亿元，同比增长 8.59%，主要为应收财政局款项（占比 99.96%）。从账龄结构看，1 年以内的应收账款占 23.23%，1~2 年的占 27.10%，2~3 年的占 23.58%，3 年以上的占 26.09%，整体看，公司应收账款账龄较长。

截至 2014 年底，公司预付账款为 30.25 亿元，同比增长 94.56%。从账龄看，1 年以内的预付账款占 49.99%，1~2 年的占 36.91%，2~3 年的占 4.37%，3 年以上的占 8.73%。公司 2014 年预付账款的增长主要是由于预付工程款的增长所致。

截至2014年底，公司其他应收款为46.87亿元，同比减少0.78%。从账龄分析看，1年以内的占23.38%，1~2年的占21.40%，2~3年的占3.52%，3年以上的占51.70%。公司其他应收款账龄较长，但其主要为郴州经济技术开发区管委会及具有政府背景的相关部门，坏账风险小，但公司其他应收款的回收周期受土地出让价格和进度影响较大。大额的应收账款和其他应收款对公司形成资金占用，加大了公司资金周转压力。

截至 2014 年底，公司存货为 110.11 亿元，同比增长 11.94%，存货中主要为土地资产（账面价值 92.46 亿元，全部都有土地使用权证）和建造合同资产 12.07 亿元（系道路建设中发生的征地成本）；土地资产中已有 45.46%用于抵押。

非流动资产

跟踪期内，公司非流动资产有所增长，截至2014年底，公司非流动资产26.48亿元，同比增长3.70%，主要为投资性房地产和固定资产。

2014年，由于政府拨入位于郴州市北湖区人民西路世贸中心-1楼车位、1-5楼商业用房地产（房屋总建筑面积4.18万平方米，评估价值5.02亿元），公司投资性房地产跟踪期内快速增长，截至2014年底为5.03亿元，同比增长82795.10%。

截至2014年底，公司固定资产账面价值

20.84亿元，同比减少17.50%，主要为房屋建筑物（占99.33%），固定资产累计计提折旧1.59亿元。

总体来看，公司资产规模不断增长，资产构成以流动资产为主；应收类款项占比较大，回收周期存在一定不确定性，加大了公司资金周转压力；土地资产中已抵押的占45.46%；公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持相对稳定。截至2014年底，公司所有者权益为162.90亿元，同比增长1.61%，其中，实收资本占6.00%、资本公积占81.93%、盈余公积占1.84%、未分配利润占9.63%、少数股东权益占0.60%。截至2014年底，公司资本公积为136.64亿元，2014年增加5.34亿元主要是郴州市政府向公司注入廉租房资产投资性房地产所致。

整体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至2014年底，公司负债总额126.00亿元，同比增长37.52%，其中流动负债占15.69%，非流动负债占84.31%。

截至2014年底，公司流动负债为19.77亿元，同比增长18.75%，主要为应付利息和其他应付款。

截至2014年底，公司应付利息2.45亿元，同比增长46.07%，主要为“10郴州债”、“12郴州债”、“14郴州债”的应付利息。

截至2014年底，公司其他应付款为14.46亿元，同比增长64.22%。从账龄看，1年以内的其他应付款占46.22%，1~2年的占30.11%，2~3年的占6.56%，3年以上的占17.11%。

截至2014年底，公司非流动负债106.22亿元，同比增长41.69%，其中长期借款46.19亿元、应付债券52.76亿元、专项应付款7.28亿元。

有息债务方面，截至2014年底，公司债务

全部为长期负债，为98.94亿元，较上年大幅上升。债务指标方面，2013~2014年，公司资产负债率分别为36.37%和43.61%；全部债务资本化比率分别为30.90%和37.79%；长期债务资本化比率分别为30.67%和37.79%。

整体看，公司所有者权益稳定性较好，债务规模持续上升，债务负担有所加重。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入稳步增长。2014年，公司实现营业收入18.05亿元，同比增长5.70%，其中工程项目收入17.00亿元；土地开发收入为0.45亿元。2014年，公司营业成本同比增长5.05%，增速低于营业收入。

期间费用方面，跟踪期内，随着公司投资规模和业务的增长，期间费用有所增长，2013~2014年期间费用占营业收入分比为4.72%和5.00%，总体看，公司费用控制能力良好。

非经常性损益方面，公司2013~2014年分别获取政府补贴收入5.19亿元和6.07，计入营业外收入，受此影响，2013~2014年公司利润总额分别为5.16亿元和6.17亿元。

盈利指标方面，2013~2014年，受营业成本增速低于营业收入成本增速影响，公司营业利润率有所提升，分别为4.57%和5.38%。2014年公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.30%和3.76%，较2013年的2.24%和3.22%有所提升。

总体看，受行业性质影响，公司整体盈利能力弱，公司利润总额对政府补贴等营业外收入依赖程度高。

5. 现金流

经营活动现金流入方面，2013~2014年，公司销售商品提供劳务收到的现金波动增长，分别为16.81亿元和9.38亿元；公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为13.37亿元和21.27亿元，主要以政府补助、利息收入和往来款为主。2013~2014年，经营活动现金流入金

额分别为 30.19 亿元和 30.64 亿元；现金收入比分别为 98.48%和 51.94%。经营活动现金流出方面，2013~2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 14.05 亿元和 30.84 亿元；支付其他与经营活动有关的现金分别为 14.85 亿元和 13.62 亿元，主要为与郴州市财政局、郴州市安居投公司、郴州市城建资金办等单位的款项往来；公司经营活动现金流出金额分别为 29.44 亿元和 48.83 亿元。2013~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.75 亿元和 -18.18 亿元。

投资活动方面，跟踪期内公司现金流入和流出主要为 2014 年购建固定资产、无形资产等支付的现金 0.15 亿元，为对龙女温泉度假村酒店的投资。

由于公司土地开发以及工程项目需要大规模的资金投入，经营活动现金难以满足公司的项目资金需求，因而公司主要通过大规模的银行借款及发行债券实现滚动发展。2014 年，公司取得借款收到的现金 19.13 亿元，发行债券收到的现金 16.86 亿元。2013~2014 年，筹资活动现金流入量分别为 12.77 亿元和 35.99 亿元；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，公司筹资活动 2013~2014 年流出量分别为 16.98 亿元和 15.73 亿元；同期，筹资活动现金流量净额分别为 -4.21 亿元和 20.26 亿元。

总体看，公司收入以土地开发及工程项目建设为主，收入实现质量差，其现金流入的稳定性取决于整治土地的招拍挂进度及政府财政支出的统筹安排，公司经营性现金流出规模较大，导致经营活动净现金流持续为负值；同时，财政补贴资金、银行借款及债券融资成为公司滚动发展所需资金的主要来源。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于公司将在建市政工程开发成本计入存货，导致公司流动资产规模大，相应地，账面反映的公司流动比率和速

动比率较高，2014 年底分别为 1327.11%和 770.23%，与 2013 年底的 1359.58%和 768.87%基本持平。2014 年，公司经营活动现金流量净额为负值，经营现金流动负债比为 -91.97%，经营活动现金流量净额对公司流动负债无保障能力。截至 2014 年底，公司无短期债务，暂无短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013~2014 年，EBITDA 规模波动中有所增长，分别为 5.74 亿元和 6.86 亿元。2013~2014 年，全部债务/EBITDA 倍数为 12.50 倍和 14.43 倍，EBITDA 利息倍数为 0.86 倍和 0.99 倍，考虑到公司未来有望实现大规模市政建设收入及郴州市政府在资本金注入、财政补贴、土地出让收益返还等方面对公司的持续支持，公司整体偿债能力强。

或有负债方面，截至 2015 年 3 月底，公司对外担保 15.10 亿元，担保比率 9.20%，整体来看，担保比率一般。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 66.19 亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（2012 银行版，报告编号：G1043100100004080E），截至 2015 年 4 月 2 日，公司有三条不良及关注类信贷信息记录。根据中国建设银行郴州东风支行出具的证明文件，上述不良及关注类信贷信息记录均为银行操作差错导致，并且银行将协助公司向中国人民银行申请消除不良信息记录。公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及郴州市发展及财力水平、郴州市政府对于公司在资本金注入、资产划拨、财政补贴等方面支持的综合分析，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力

1. 存续期内债券偿还能力分析

“14郴州债”发行额度为17亿元，期限为7年，采用提前偿还方式，从第3个计息年度起每年偿还本金的20%。

2014年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入和净流量分别为6.86亿元、30.64亿元和-18.18亿元，分别是该期债券本金的0.40倍、1.80倍和-1.07倍，分别是该期债券分期偿还各年本金3.40亿元的2.02倍、9.01倍和-5.35倍，总体看，公司2014年经营活动产生的现金流入量对“14郴州债”本金具有一定的保障能力，EBITDA、经营活动产生的现金流入量对分期偿还各年本金覆盖程度较高，经营活动产生的现金流量净额对“14郴州债”无保障能力。

2. 债券保护条款

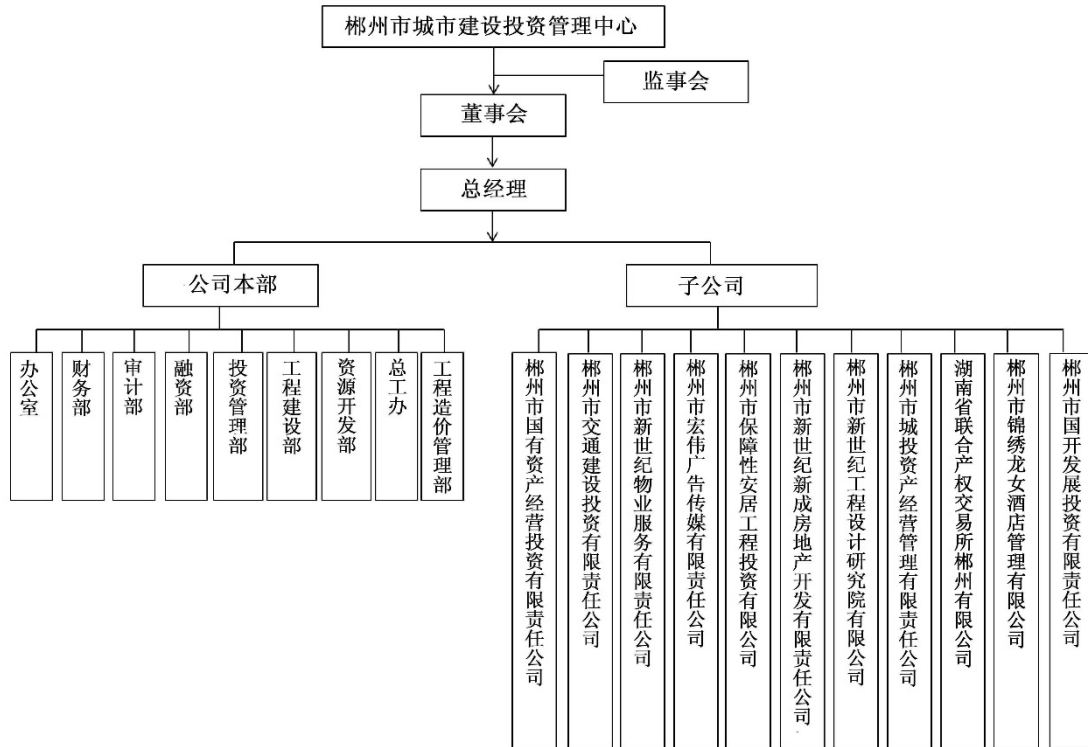
公司以12宗合计137.88万平方米国有土地使用权用于“14郴州债”抵押担保。经湖南恒基房地产土地评估有限公司评估，以上12宗抵押土地评估的价值为人民币32.73亿元（估价日期为2015年5月25日，在宏观房地产市场情况无较大波动时，自2015年5月29日至2015年11月28日半年有效）。（参见湘恒基土估字(2015)第047号土地估价报告）。抵押比（抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比例）为1.79倍。

总体来看，公司存续期债券的土地抵押保障具有一定的增信作用。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14郴州债”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.64	6.87	11.52
资产总额(亿元)	240.59	251.93	288.89
所有者权益(亿元)	158.73	160.31	162.90
短期债务(亿元)	0.87	0.79	0.00
长期债务(亿元)	67.76	70.91	98.94
全部债务(亿元)	68.63	71.70	98.94
营业收入(亿元)	15.88	17.08	18.05
利润总额(亿元)	5.82	5.16	6.17
EBITDA(亿元)	6.38	5.74	6.86
经营性净现金流(亿元)	-8.60	0.75	-18.18
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.28	0.30	0.30
存货周转次数(次)	0.21	0.17	0.15
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.07
现金收入比(%)	35.81	98.48	51.94
营业利润率(%)	10.81	4.57	5.38
总资本收益率(%)	2.45	2.24	2.30
净资产收益率(%)	3.50	3.22	3.76
长期债务资本化比率(%)	29.92	30.67	37.79
全部债务资本化比率(%)	30.19	30.90	37.79
资产负债率(%)	34.03	36.37	43.61
流动比率(%)	1767.96	1359.58	1327.11
速动比率(%)	1091.13	768.87	770.23
经营现金流动负债比(%)	-71.84	4.52	-91.97
EBITDA 利息倍数(倍)	2.56	0.86	0.99
全部债务/EBITDA(倍)	10.76	12.50	14.43

附件 3 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/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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。