

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 901 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,并维持“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

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
14 郴州债	17 亿元	2014/4/16-2021/4/16	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 17 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	6.87	11.52	18.87
资产总额(亿元)	251.93	288.89	337.86
所有者权益合计(亿元)	160.31	162.90	173.71
长期债务(亿元)	70.91	98.94	135.31
全部债务(亿元)	71.70	98.94	135.31
营业收入(亿元)	17.08	18.05	18.23
利润总额(亿元)	5.16	6.17	6.21
EBITDA(亿元)	5.74	6.86	6.89
经营性净现金流(亿元)	0.75	-18.18	-12.92
营业利润率(%)	4.57	5.38	6.69
净资产收益率(%)	3.22	3.76	3.54
资产负债率(%)	36.37	43.61	48.59
全部债务资本化比率(%)	30.90	37.79	43.79
流动比率(%)	1359.58	1327.11	1571.91
全部债务/EBITDA(倍)	12.50	14.43	19.63
EBITDA 利息倍数(倍)	0.86	0.99	0.81
经营现金流负债比(%)	4.52	-91.97	-65.81

分析师

车 驰 崔俊凯

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,郴州市经济持续增长,公司用于一级开发的土地资源丰富,获得地方政府资产注入、财政补贴等支持较为稳定。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。

未来随着郴州市经济实力的不断增强,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32.81亿元,抵押比为1.80倍,较上年略有上升,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. 郴州市经济稳定增长,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 32.81 亿元的土地使用权为“14 郴州债”提供抵押担保,有助于更好地保障“14 郴州债”偿付安全性。

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比 43.21%，变现能力受到相应制约。

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“14 郴州债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2016 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 2016 年 3 月底，公司本部设有办公室、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 2015 年底，公司合并资产总额 337.86 亿元，所有者权益合计 173.71 亿元；2015 年，公司实现营业收入 18.23 亿元，利润总额 6.21 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，

全年 GDP 67.7 万亿元，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。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。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。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅

增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 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。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

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调整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。

2. 郴州市经济发展概况

根据《郴州市2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年郴州市全市生产总值2012.1亿元，按可比价计算（下同），比上年增长8.5%。其中，第一产业增加值197.1亿元，增长3.9%；第二产业增加值1099.7亿元，增长7.1%；第三产业增加值715.3亿元，增长12.3%。三次产业比重调整为9.7:54.7:35.6。按常住人口计算，全市人均生产总值42682元，比上年增长7.8%。

2015年，郴州市全市地方一般预算收入162.65亿元，较上年同比下降5.26%，其中税收收入占42.03%，非税收入占57.97%，非税收入占比较大；地方综合财力409.05亿元，较上年同比下降1.67%，其中转移支付和税收返还收入占52.47%，占比较大。

表1 郴州市2014~2015年全市地方政府财政情况

（单位：万元）

地方财力	2014年	2015年
（一）地方一般预算收入	1716878	1626512
1、税收收入	763433	683676
2、非税收入	953445	942836
（二）转移支付和税收返还收入	1742234	2146407
1、一般性转移支付收入	792205	983456
2、专项转移支付收入	848284	1064785
3、税收返还收入	101745	98166
（三）国有土地使用权出让收入	665487	280924
1、国有土地使用权出让金	663046	276111

2、国有土地收益基金	2182	4339
3、农业土地开发资金	259	474
4、新增建设用地有偿使用费	0	0
(四) 预算外财政专户收入	35600	36686
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+ (四)	4160199	4090529

资料来源：公司提供

截至2015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251.04亿元，债务率为61.37%，总体来看，郴州市全口径地方政府债务负担一般。

表2 截至2015年底郴州市全市地方政府债务情况
(单位：万元)

地方债务（截至2015年底）	金额
(一) 直接债务余额	2259218
1、外国政府贷款	
2、国际金融组织贷款	7080
(1) 世界银行贷款	4310
(2) 亚洲开发银行贷款	1820
(3) 国际农业发展基金会贷款	
(4) 其他国际金融组织贷款	950
3、国债转贷资金	742
4、农业综合开发借款	234
5、解决地方金融风险专项借款	598
6、国内金融机构借款	917590
(1) 政府直接借款	211740
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	705850
7、债券融资	180600
(1) 中央代发地方政府债券	180600
(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	37378
10、拖欠工资和工程款	980680
11、其他	102514
(二) 担保债务余额	502395
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	2603
3、政府担保的国内金融机构借款	71582
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	
6、其他	18210
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	2510416

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，郴州市地方财力和债务率略有下降。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016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2016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2015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71.16亿元。

(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2015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81.45亿元。

(3) 资产注入

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投资性房地产2.02亿元。

(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。

2015年，根据《郴州市财政局关于增加城市建设投资发展集团有限公司财政贴息的批复》（郴财金函[2015]19号）等文件，郴州市财政局给予公司政府补助6.1亿元（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》，公司对郴州市范围内的土地进行一级开发，土地出让后公司获取收入。2015年公司土地出让实现收入7000.00万元。

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的综合业务架构。

跟踪期内，公司收入规模稳步增长，2015年实现营业收入 18.23 亿元，较上年增长 0.96%。

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，2015 年为 92.37%，但仍为公司营业收入的主要构成部分；土地开发收入为 0.70 亿元，较 2014 年的 0.45 亿元有所上升；2015 年，公司无房地产销售收入。公司土地开发及房地产销售收入在营业收入中占比较小，对营业收入影响不大。

跟踪期内，公司整体毛利率略有上升，2014~2015 年分别为 10.83%和 12.07%。公司工程项目业务毛利率水平较低，基本维持在 10%左右。2016 年一季度，公司营业收入 4.32 亿元，毛利率为 10.28%。

表 3 公司近年营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	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	168345.62	9.12	92.37	41314.10	9.23	95.61
土地开发	316.73	0.00	0.19	4514.50	0.00	2.50	7000.00	30.00	3.84	--	--	--
房地产销售	4.23	100.00	--	0.33	100.00	0.00	--	--	--	--	--	--
其他	1914.19	50.43	1.12	6008.17	68.05	3.33	6912.39	65.74	3.79	1897.16	66.51	4.39
合计	170783.16	10.27	100.00	180524.54	10.83	100.00	182258.01	12.07	100.00	43215.58	10.28	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，公司工程项目收入基本持

平，2014~2015 年分别为 17.00 亿元和 16.83 亿元。

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 2015 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，2015 年公司已获得 8.61 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，2015 年实际到账 8.61

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 2015 年底，公司存货中土地使用权 65 宗，入账价值合计 101.65 亿元，具有土地使用权证土地 65 宗，面积为 908.81 万平方米；公司（本部）拥有 55 宗，面积为 898.39 万平方米，按评估价值 100.53 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责任公司，面积为 10.42 万平方米，按实际取得成本 1.12 亿元入账。截至 2016 年 3 月底，公司拥有的土地中用于贷款抵押的土地共 38 宗，总面积为 255.82 万平方米，账面金额合计 43.92 亿元。

2014~2015 年，公司实现土地开发收入分别为 4514.50 万元和 7000.00 万元，成交面积合计分别为 26.96 万平方米、18.76 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

2014年该业务板块实现营业收入0.33万元，2015年公司该板块没有销售收入。

公司其他业务主要包括租赁经营、广告设计和物业管理，2014~2015年，公司其他业务收入分别为0.60亿元和0.69亿元，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2015年底，公司重点在建项目10个，总计划投资33.87亿元，已完成投资21.75亿元。

表4 截至2015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 2015 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	30870
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	53022
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	71502
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	22755
温泉路建设	南岭大道至协作路，长 1480 米，宽 30 米。	25832	15000	10832	19607
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	4200	1899	6355
同福路	全长约 3300 米，路幅宽 24 米。设计行车速度 31 公里/小时。	38876	26430	12446	6051
雅石路	郴江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	5228
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	1089
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	1070
合计		338714	217630	121084	217549

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2015 年底，公司暂计划重点拟建工程主要有 9 个，总投资合计 18.96 亿元，其中外部融资 13.37 亿元，自筹资金 5.59 亿元。

表5 公司拟建项目投资计划情况（单位：万元）

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	2016.1-2017.12
人民东路延伸工程（一期）	人民东路至青年大道，总长约 3250 米（其中包含道路、隧道及立交桥建设），宽 30-42 米。	100943	71670	29273	2015.12-2017.12
郴州北湖机场大道	该项目起点接郴州大道，终点接郴阳路，全长约 1772 米，路幅宽 50 米，总投资约 2.2 亿元。道路等级设计为城市主干道，设计行车速度为 60km/h。	16000	11520	4480	2016.1-2017.5
地下综合管廊一期（同福路）	同福路管廊南起同心路、北至温泉路，长 2500 米。	11468	7700	3768	2016.2-2017.12
郴州大道与南岭大道立交西北匝道	连接南岭大道和郴州大道，全长约 450 米，路幅宽 15 米。	6000	3960	2040	2016.4-2016.12
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	5500	1500	2016.2-2016.12
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	12420	5580	2016.5-2017.12
苏仙岭索道站改造及旅客服务点建设项目	该项目由索道提质改造及游客服务点建设两部分组成。其中索道站下站改造建筑占地面积为 846 m ² ，建筑有两层，总建筑面积为 1812 m ² 。索道站上站改造后总建筑面积为 590 m ² ，索道及设备全部更新。游客服务点建筑四层，占地面积 636 m ² ，建筑面积 1800 m ² 。	13000	8840	4160	2016.12-2017.12
城区综合停车场建设	新建城区立体车库（停车位 500 个）	3100	2100	1000	2016.7-2017.12
合计		189641	133710	55931	

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2016年3月底，募集资金已使用完毕。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015 年度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。跟踪期内，公司合并范围无变化，公司财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 337.86 亿元，所有者权益合计 173.71 亿元（其中少数

股东权益为 0.95 亿元)；2015 年，公司实现营业收入 18.23 亿元，利润总额 6.21 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长。截至 2015 年底，公司资产总额为 337.86 亿元，较上年底增长 16.95%，其中流动资产占 91.37%，非流动资产占 8.63%。

流动资产

跟踪期内，公司流动资产不断增长。截至 2015 年底，公司流动资产为 308.71 亿元，同比增长 17.64%，主要由应收账款、预付账款、其他应收款和存货组成。

截至 2015 年底，公司应收账款为 72.04 亿元，同比增长 12.14%，主要为应收财政局款项（占比 99.00%）。从账龄结构看，1 年以内的应收账款占 37.97%，1~2 年的占 20.06%，2~3 年的占 23.40%，3 年以上的占 18.57%，整体看，公司应收账款账龄较长。

截至 2015 年底，公司预付账款为 40.14 亿元，同比增长 32.71%，主要为预付工程款。从账龄看，1 年以内的预付账款占 28.39%，1~2 年的占 34.31%，2~3 年的占 27.46%，3 年以上的占 9.84%。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 51.27 亿元，同比增长 9.39%。从账龄分析看，1 年以内的占 46.39%，1~2 年的占 3.13%，2~3 年的占 2.48%，3 年以上的占 48.00%。公司其他应收款账龄较长，但其主要为应收郴州市财政局、郴州市经济技术开发区管委会、郴州市国有资产经营中心、郴州市国土资源局和郴州市城市管理和行政执法局的款项，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 2015 年底，公司存货为 124.30 亿元，同比增长 12.89%，存货中主要为土地资产（账面价值 101.65 亿元，全部都有土地使用权证）

和建造合同资产 19.10 亿元；土地资产中已有 43.21%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 2015 年底，公司非流动资产 29.15 亿元，同比增长 10.07%，主要为投资性房地产和固定资产。

2015 年，受政府注入影响，公司投资性房地产快速增长，截至 2015 年底为 7.14 亿元，同比增长 41.85%。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 21.30 亿元，同比增长 2.22%，主要为房屋建筑物（占 99.20%），固定资产累计计提折旧 2.09 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 43.21%；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有所增长。截至 2015 年底，公司所有者权益为 173.71 亿元，同比增长 6.64%，其中，实收资本占 5.76%、资本公积占 82.06%、盈余公积占 2.06%、未分配利润占 9.57%、少数股东权益占 0.55%。截至 2015 年底，公司资本公积为 142.55 亿元，2015 年公司资本公积增长主要为郴州市政府向公司拨入资金所致。

整体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 164.15 亿元，同比增长 30.28%，其中流动负债占 11.96%，非流动负债占 88.04%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 19.64 亿元，同比下降 0.68%，主要为应付利息和其他应付款。

截至 2015 年底，公司应付利息 2.46 亿元，同比增长 0.51%，主要为“10 郴州债”、“12

郴州债”、“14郴州债”和“15郴州城建MTN001”的应付利息。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 13.95 亿元，同比减少 3.49%。从账龄看，1 年以内的其他应付款占 38.34%，1~2 年的占 26.04%，2~3 年的占 13.10%，3 年以上的占 22.52%。

截至 2015 年底，公司非流动负债 144.51 亿元，同比增长 36.05%，其中长期借款 74.85 亿元、应付债券 60.46 亿元、专项应付款 9.20 亿元。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司债务全部为长期债务，为 135.31 亿元，较上年大幅上升。债务指标方面，2014~2015 年，公司资产负债率分别为 43.61% 和 48.59%；全部债务资本化比率分别为 37.79% 和 43.79%；长期债务资本化比率分别为 37.79% 和 43.79%。

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。2015 年，公司实现营业收入 18.23 亿元，同比增长 0.96%，其中工程项目收入 16.83 亿元；土地开发收入为 0.70 亿元。

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，2014~2015 年期间费用占营业收入分别为 5.00% 和 6.33%，总体看，公司费用控制能力良好。

非经常性损益方面，公司 2014~2015 年分别获取政府补贴收入 6.07 亿元和 6.13 亿元，计入营业外收入，受此影响，2014~2015 年公司利润总额分别为 6.17 亿元和 6.21 亿元。

盈利指标方面，2014~2015 年，公司营业利润率有所提升，分别为 5.38% 和 6.69%。2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.01% 和 3.54%，2014 年为 2.34% 和 3.76%。

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，2014~2015 年，公司销售商品提供劳务收到的现金有所下降，分别为 9.38 亿元和 9.04 亿元；公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 21.27 亿元和 29.15 亿元，主要以往来款、政府补助、押金为主。2014~2015 年，经营活动现金流入金额分别为 30.64 亿元和 38.20 亿元；现金收入比分别为 51.94% 和 49.62%。经营活动现金流出方面，2014~2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 30.84 亿元和 25.81 亿元；支付其他与经营活动有关的现金分别为 13.62 亿元和 24.34 亿元，主要为与郴州市财政局和郴州市土地收购储备中心等单位的款项往来；公司经营活动现金流出金额分别为 48.83 亿元和 51.12 亿元。2014~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -18.18 亿元和 -12.92 亿元。

投资活动方面，跟踪期内公司现金流出主要为 2015 年购建固定资产、无形资产等支付的现金 3.14 亿元，为对郴州市体育中心、郴州市演艺中心等投资。

2015 年，公司取得借款收到的现金 46.41 亿元，发行债券收到的现金 10.84 亿元。2014~2015 年，筹资活动现金流入量分别为 35.99 亿元和 57.25 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，2014~2015 年公司筹资活动流出量分别为 15.73 亿元和 30.56 亿元；同期，筹资活动现金流量净额分别为 20.26 亿元和 26.68 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，账面反映的公司流动比率和速动比率较高，2015年底分别为1571.91%和938.98%，与2014年底的1327.11%和770.23%相比大幅上升。2015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-65.81%，经营活动现金流量净额对公司流动负债无保障能力。截至2015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，2014~2015年，EBITDA规模略有增长，分别为6.86亿元和6.89亿元。2014~2015年，全部债务/EBITDA倍数为14.43倍和19.63倍，EBITDA利息倍数为0.99倍和0.81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2016年3月底，公司对外担保21.54亿元，主要为郴州市保障性安居工程投资有限公司、郴州市国开发展投资有限责任公司和郴州福城高新投资有限公司等单位，被担保企业均正常运营，担保比率12.22%，整体来看，担保比率一般。

截至2016年3月底，公司共获得各家银行授信总额71亿元，已经使用66亿元，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》（银行版，机构信用代码：G1043100100004080E），截至2016年4月15日，公司无未结清关注类和不良类信贷信息。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%。

2015年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入和净流量分别为6.89亿元、38.20亿元和-12.92亿元，分别是该期债券本金的0.41倍、2.25倍和-0.76倍，分别是该期债券分期偿还各年本金3.40亿元的2.03倍、11.23倍和-3.80倍，总体看，公司2015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

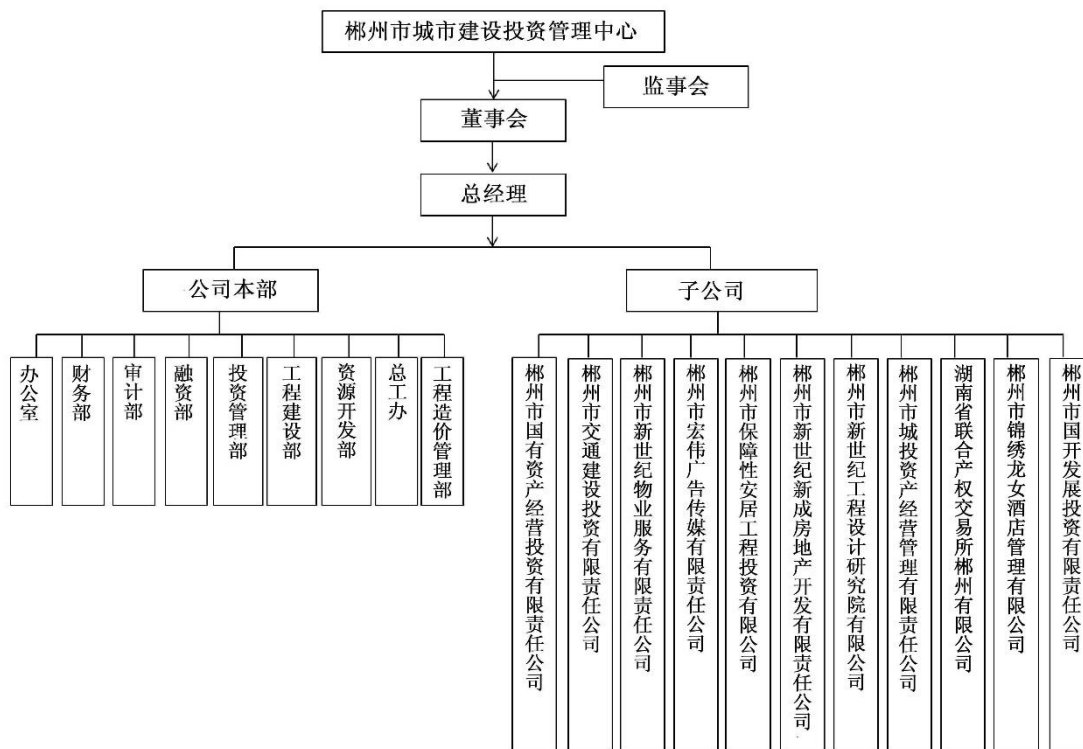
公司以12宗合计137.88万平方米国有土地使用权用于“14郴州债”抵押担保。经湖南恒基房地产土地评估有限公司评估，以上12宗抵押土地评估的价值为人民币32.81亿元（估价日期为2016年5月8日，自2016年5月13日至2017年5月12日一年内有效）。（参见湘恒基土估字（2016）第027号土地估价报告）。抵押比（抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比例）为1.80倍。

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.87	11.52	18.87
资产总额(亿元)	251.93	288.89	337.86
所有者权益(亿元)	160.31	162.90	173.71
短期债务(亿元)	0.79	0.00	0.00
长期债务(亿元)	70.91	98.94	135.31
全部债务(亿元)	71.70	98.94	135.31
营业收入(亿元)	17.08	18.05	18.23
利润总额(亿元)	5.16	6.17	6.21
EBITDA(亿元)	5.74	6.86	6.89
经营性净现金流(亿元)	0.75	-18.18	-12.92
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.30	0.30	0.27
存货周转次数(次)	0.17	0.15	0.14
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.06
现金收入比(%)	98.48	51.94	49.62
营业利润率(%)	4.57	5.38	6.69
总资本收益率(%)	2.24	2.34	2.01
净资产收益率(%)	3.22	3.76	3.54
长期债务资本化比率(%)	30.67	37.79	43.79
全部债务资本化比率(%)	30.90	37.79	43.79
资产负债率(%)	36.37	43.61	48.59
流动比率(%)	1359.58	1327.11	1571.91
速动比率(%)	768.87	770.23	938.98
经营现金流动负债比(%)	4.52	-91.97	-65.81
EBITDA 利息倍数(倍)	0.86	0.99	0.81
全部债务/EBITDA(倍)	12.50	14.43	19.63

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。