信用等级公告

联合[2018] 1293 号

联合资信评估有限公司通过对郴州市百福投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持郴州市百福投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 郴州百福债/PR 郴百福”信用等级为 AA^{+}，维持“16 百福专项债/16 郴百福”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

郴州市百福投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 郴州百福债/PR 郴百福	14.40 亿元	2021/08/28	AA$^+$	AA$^+$
16 百福专项债/16 郴百福	14.90 亿元	2026/03/22	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	18.23	84.40	43.69
资产总额(亿元)	168.09	266.35	262.39
所有者权益(亿元)	118.65	151.77	152.32
短期债务(亿元)	0.87	10.64	7.70
长期债务(亿元)	34.44	89.98	92.56
全部债务(亿元)	35.31	100.62	100.26
营业收入(亿元)	9.08	11.43	11.76
利润总额(亿元)	2.31	2.40	2.55
EBITDA(亿元)	3.62	4.13	4.36
经营性净现金流(亿元)	0.00	5.59	2.59
营业利润率(%)	16.92	16.84	17.94
净资产收益率(%)	1.95	1.58	1.68
资产负债率(%)	29.42	43.02	41.95
全部债务资本化比率(%)	22.93	39.87	39.69
流动比率(%)	1505.79	1126.72	1478.23
经营现金流动负债比(%)	0.02	24.64	15.87
全部债务/EBITDA(倍)	9.74	24.35	23.02

分析师

霍正泽　黄海伦
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，郴州市和北湖区经济稳步增长，郴州市百福投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为郴州市重要的基础设施建设、土地整理开发及重金属污染治理的实施主体，继续获得股东补贴方面的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司存货占比较大、资产流动性较弱等因素给公司信用水平带来不利影响。随着郴州市经济持续发展、基础设施建设不断推进，公司经营前景良好。

“14 郴州百福债/PR 郴百福”设置分期偿还本金安排，同时，公司以其拥有的土地使用权为债券的本息偿付提供抵押担保，抵押评估价值 44.38 亿元，对债券余额的抵押倍数为 3.08 倍，有助于更好保障债券本息偿付。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 郴州百福债/PR 郴百福”的信用等级为 AA$^+$，维持“16 百福专项债/16 郴百福”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，郴州市和北湖区经济稳定增长，为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，公司继续获得股东补贴方面的有力支持。
3. 公司以其拥有的土地使用权为“14 郴州百福债/PR 郴百福”提供抵押担保，有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司资产中存货占比较大，且存货以流动性较弱的土地使用权为主，对公司资产流动性造成影响。
2. 公司未来投资规模较大，预计公司债务水平将进一步上升。

声　明

一、本报告引用的资料主要由郴州市百福投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

郴州市百福投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于郴州市百福投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人有所变化，2018 年 3 月，公司原股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）退出股东并对公司减资 12540.00 万元，减资后公司注册资本变为 44000.00 万元。同年 4 月，公司原股东郴州市北湖区国有资产经营中心（以下简称“北湖国资中心”）对公司增资，增资后公司注册资本变为 56540.00 万元；同时，北湖国资中心将部分股权无偿划转至郴州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“郴州市国资委”）。截至 2018 年 4 月底，郴州市国资委和北湖国资中心分别持股 51.00%和 49.00%，已于 2018 年 4 月完成工商变更手续。公司实际控制人仍为郴州市国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司内设综合管理部、财务资产部、融资部和项目开发部等 7 个职能部门；拥有 6 家一级子公司。

截至2017年底，公司资产总额262.39亿元，所有者权益合计152.32亿元；2017年，公司实现营业收入11.76亿元，利润总额2.55亿元。

公司住所：湖南省郴州市北湖区人民路街道人民西路3号（老北湖区政府院内）四栋101号房；法定代表人：邓晓明。

三、债券与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评债券“14郴州百福债/PR郴百福”和“16百福专项债/16郴百福”尚需偿还债券余额29.30亿元。跟踪期内，上述债券已按期足额支付应付本息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 郴州百福债/PR 郴百福	18.00	14.40	2014/08/28	7 年
16 百福专项债/16 郴百福	14.90	14.90	2016/03/22	10 年
合计	**32.90**	**29.30**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018年5月底，“14郴州百福债/PR郴百福”募集资金已使用完毕，募投项目中郴州市南岭大道提质改造工程建设项目已竣工，8个郴州市湘江流域重金属污染治理项目已部分完工。根据郴政函【2013】153号问，郴州市政府将位于北湖区保和镇万华岩片区等地重金属污染治理项目周边9宗共4890.98亩土地出让返还收益拨付给公司，上述土地将于2015~2021年陆续出让，截至2018年5月底，上述土地已出让1074亩，出让金额12.75亿元。

截至2018年5月底，“16百福专项债/16郴百福”募投项目郴州市百福综合养老产业项目计划使用募集资金12.00亿元，已使用募集资金3.78亿元，项目进度70.00%。募投项目计划于2017年开始产生收益，目前已实现营业收入7200.00万元。

四、行业及区域经济环境

1.　行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济环境

公司是郴州市重要的市级基础设施建设主体，项目负责区域集中在郴州市北湖区。郴州市和北湖区的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，郴州市经济稳步增长，产业结构不断优化。固定资产投资快速增长，房地产市场有所回暖。

根据《郴州市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，郴州市地区生产总值2337.73亿元，同比增长7.9%。其中，第一产业增加值225.66亿元，同比增长3.8%；第二产业增加值1140.25亿元，同比增长6.6%；第三产业增加值971.83亿元，同比增长10.7%。按常住人口计算，全市人均生产总值49514元，同比增长7.9%。

2017年，郴州市固定资产投资2628.1亿元，同比增长12.9%。按产业分，一、二、三产业分别完成投资228.2亿元、937.0亿元、1462.8亿元，分别比上年增长39.2%、2.9%、16.7%。按投资方向分，基础设施投资742.1亿元，同比增长14.4%；民生投资228.4亿元，同比增长19.6%；生态环境投资187.5亿元，同比增长4.1%；工业技改投资510.0亿元，同比增长17.1%；高新技术产业投资205.5亿元，同比增长22.3%；战略

性新兴产业投资549.9亿元，同比增长11.8%。

2017年，郴州市房地产开发投资226.4亿元，同比增长6.8%。其中住宅160.2亿元，同比增长6.0%；办公楼2.2亿元，同比增长23.3%；商业营业用房36.0亿元，增长5.6%。商品房销售面积790.8万平方米，同比增长13.9%。商品房销售额338.8亿元，同比增长32.9%。

跟踪期内，北湖区作为郴州市中心城区，各项经济指标不断增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

根据《北湖区2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，北湖区实现生产总值404.49亿元，按可比价计算，同比增长8%。其中，第一产业增加值12.1亿元，同比增长4.1%；第二产业增加值123.15亿元，同比增长6.3%；第三产业增加值269.24亿元，同比增长9%。三次产业结构由上年的3.2:31.1:65.7发展为2.99:30.45:66.56。

2017年，北湖区固定资产投资380.13亿元，同比增长12.6%，其中第一产业投资20.5亿元，同比增长1326.9%；第二产业投资72.63亿元，同比增长27.7%；第三产业投资185.2亿元，同比下降4.1%。工业投资72.01亿元；房地产开发投资102.4亿元，同比增长15.8%，商品房销售面积303.19万平方米，同比增长9.6%，商品房销售额150.7亿元，增长28%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年4月底，公司股东为郴州市国资委和北湖区国资中心，持股比例分别为51.00%和49.00%，公司实际控制人系郴州市国资委。

2. 外部支持

2017年由于郴州市政府大幅压缩非税收入，造成当地一般公共预算收入有所下降，但郴州市财政实力依然较强。跟踪期内，北湖区政府对公司补贴力度较大。

根据公开信息披露，2017年，郴州市一般公共预算收入203.4亿元，同比下降13.7%。其中地方财政收入130.5亿元，同比下降24%。税收收入79.0亿元，同比增长16.7%；非税收入51.50亿元，同比下降50.5%，主要系因大幅压减非正常非税收入及取消、停征收费项目。一般公共预算支出409.3亿元，同比增长0.9%。财政自给率由2016年的58.28%下降至49.69%，财政自给能力有所减弱。截至2017年11月底，郴州市本级政府负有偿还责任债务余额137.3亿元。其中一般债务89.9亿元、专项债务47.4亿元。

2017年，北湖区一般公共预算收入10.34亿元，同比下降27.2%。其中地方财政收入6.94亿元，同比下降40.1%。税收收入4.26亿元，同比增长1.23%，非税收收入2.68亿元，同比下降63.68%。完成一般公共预算支出22.18亿元。财政自给率46.62%，财政自给能力差。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，主要负责北湖区基础设施建设、土地开发与整理、环境污染防治和保障性住房建设。2017年，公司获得北湖区政府补贴2.29亿元，较上年略有增长。

3. 企业信用记录

2018年3月23日，公司存在2笔银行欠息记录，为公司利息结清后，系统未进行自动结清所致。跟踪期内未发现其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用报告（机构信用代码证：G1043100200081700A），截至2018年5月29日，公司无未结清的不良信贷信息记录。公司存在2笔2018年3月23日已结清欠息记录。根据华夏银行股份有限公司郴州分行提供的《欠息说明》，上述两笔欠息系银行系统在公司利息结清后，系统未进行自动结清，导致征信报告显示欠息两天，并非公司恶意拖欠。

截至2018年5月31日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，由于股东变更，公司重新修订了章程部分内容。管理制度方面无重大变化。

新章程修订后，公司由郴州市国资委、郴州市北湖区国资中心共同出资设立。董事会成员为由 13 人变更为 10 人，其中职工代表董事由 3 人增加至 4 人。跟踪期内，公司董事会人员减少系国开基金退出股东使得相关席位有所减少所致。公司主要高层管理人员保持稳定。

七、经营分析

跟踪期内，公司业务构成未发生变化，基础设施建设和土地整理业务有序推进。公司主营业务收入保持稳定。

2017年，公司实现主营业务收入11.56亿元，较上年保持稳定。收入构成主要来自基础设施建设业务，占比87.71%；土地整理业务由于存在一定的不确定性，2017年大幅增长，但总体规模较小。由于公司与政府签订的受托代建协议均按照投入成本加成20%确认收入，故各业务毛利率均为16.67%。

表 3　2016~2017 年公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	10.81	94.91	16.67	10.14	87.71	16.67
土地整理	0.58	5.05	16.67	1.42	12.29	16.67
合计	**11.39**	**100.00**	**16.67**	**11.56**	**100.00**	**16.67**

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式与盈利水平未发生变化，主要在建项目进展情况正常；在建项目未来剩余投资规模依然较大，公司存在一定的筹资压力。

跟踪期内，公司代建的项目均受北湖区政府委托，北湖区政府按当年认定的投资额加上管理费及资金占用费（管理费和资金占用费按照年度投资额的 20%计算）支付工程款。另公司于 2012 年与郴州市人民政府、北湖区政府签订《委托代建协议书》，对于市、区两级政府授权的代建项目，两级政府按照不低于投资成本的 20%支付管理服务费（两级政府各支付50%），跟踪期内，公司未接到两级政府授权的代建项目安排。

2017年，公司基础设施建设业务收入10.14亿元，同比下降6.19%。毛利率维持16.67%。主要投入并结转项目包括南岭大道南段提质改造工程项目、仙岭温泉项目、西水河综合治理（北湖区段）工程、二污水厂配套污水管网工程、五星大道项目和柳毅路道路工程等。

跟踪期内，土地整理业务模式未发生变化，由于当地房地产市场行情向好，2017 年公司土地整理收入大幅增长，但整体规模较小。

公司经北湖区政府授权承担北湖区土地整理业务，土地整理项目与北湖区政府签订协议，运作模式与基础设施建设业务一致。

由于郴州市土地市场行情向好，2017 年公司土地整理收入 1.42 亿元，同比增长 145.40%，主要完成项目包括高壁综合大市场项目、南方石墨浮选提纯项目、小埠绿心童乡（月峰）项目和小埠征地项目。

公司未来仍将以基础设施建设和土地整理为主，业务持续性较好；同时，公司加大了对自持项目的投入，该业务存在一定的融资需求。

截至 2017 年底，公司主要在建基础设施建设和土地整理项目包括郴资桂大道北湖段改扩建工程、万华汽车城项目和高壁综合大市场项目等，代建项目较多但投资金额均不大。跟踪期内，公司加大了自持项目的投入，包括高壁和杉山

岭保障性住房工程、下湄桥棚户区改造项目等。目前自持项目均尚未完工，预计未来将通过所整理的土地进行二级开发或出让的方式实现收益。

表 4　截至 2017 年底公司主要在建项目情况 （单位：万元）

项目名称	项目建设内容	总投资	2017 年底已投资额	未来计划投资		
				2018 年	2019 年	2020 年
郴资桂大道北湖段改扩建工程	基础设施	108010.20	107502.74	507.46	--	--
南岭大道南段提质改造工程	基础设施	43270.49	28422.31	4950.00	4950.00	4948.18
仙岭温泉项目	基础设施	40910.32	23956.49	5600.00	5500.00	5853.83
S212 华塘大道、花坪大道	基础设施	31488.14	17813.50	4500.00	4600.00	4574.64
五星大道	基础设施	21588.69	11062.39	3500.00	3500.00	3526.30
合计	--	**245267.84**	**188757.43**	**19057.46**	**18550.00**	**18902.95**
万华汽车城项目	土地整理	24826.72	22811.72	670.00	670.00	675.00
高壁综合大市场项目	土地整理	17540.82	12099.08	890.00	890.00	893.00
龙女景区民俗文化园项目	土地整理	14772.08	6290.70	2090.00	2090.00	2100.00
小埠六组	土地整理	12570.70	4023.01	680.00	680.00	698.00
龙女景区民间艺术博物园项目	土地整理	5238.65	3974.86	1000.00	1200.00	1000.00
合计	--	**74948.97**	**49199.37**	**5330.00**	**5530.00**	**5366.00**
高壁和杉山岭保障性住房工程	自持项目	42426.00	32958.45	1200.00	1000.00	800.00
下湄桥棚户区改造项目	自持项目	67506.90	26593.15	13640.00	13640.00	13633.75
北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理工程	自持项目	44550.00	18349.99	4000.00	4000.00	4000.00
下湄桥渔场村城中村改造项目	自持项目	44511.70	12169.29	11440.00	11440.00	11462.41
下湄桥化工厂周边棚改项目	自持项目	43976.16	11890.09	10690.00	10690.00	10706.16
合计	--	**242970.76**	**101960.97**	**40970.00**	**40770.00**	**40602.32**

注：公司高壁综合大市场项目总投资额为土地整理方面投入，“预付款项”中 20.00 亿元包含土地及地面建筑物价值。
资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017 年公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，由于在建项目投入较大，货币资金快速下降；资产中存货占比较大（主要是土地资产），资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 262.39 亿元，同比下降 1.49%，主要系货币资金快速下降所致。公司资产构成以流动资产为主。

表5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	84.40	31.69	43.69	16.65
应收账款	11.32	4.25	12.28	4.68
预付款项	2.73	1.02	28.04	10.69
其他应收款	8.97	3.37	10.40	3.96
存货	148.39	55.71	145.86	55.59
流动资产	**255.81**	**96.04**	**240.96**	**91.83**
在建工程	5.28	1.98	12.24	4.66
非流动资产	**10.54**	**3.96**	**21.43**	**8.17**
资产总额	**266.35**	**100.00**	**262.39**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 240.96 亿元，同比下降 5.80%。公司货币资金 43.69 亿元，同比

下降 48.23%，主要系在建项目的持续投入以及对现有债务还本付息支出较大所致，货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成，18.00 亿元其他货币资金为公司短期定期存款，货币资金中无使用受限资金；应收账款 12.28 亿元，同比增长 8.41%，主要是应收北湖区财政局代建项目欠款（占比 99.87%，根据郴州市财政结算政策，应收市级财政款项统一至区级财政口径）增加所致；预付款项 28.04 亿元，同比大幅增加 25.31 亿元，主要系新增预付郴州市北湖区高壁综合大市场项目的投资 20.00 亿元以及对棚改项目的投入；受公司与政府部门及金融机构往来款增加影响，其他应收款同比增长 15.97%；存货 145.86 亿元，同比下降 1.71%，主要是部分基础设施建设项目结转成本所致，存货中土地资产账面价值 142.37 亿元（其中商住、商服用地账面价值 140.86 亿元、机关团体用地 0.92 亿元、工业用地 0.59 亿元），用于存续期债券“14 郴州百福债/PR 郴百福”抵押增信的土地账面价值 31.95 亿元，抵押比率 22.39%。

2017 年底，公司非流动资产 21.43 亿元，同比增长 103.27%。公司在建工程 12.24 亿元，同比增长 131.88%，主要系新增下湄桥棚户区改造项目、下湄桥化工厂周边棚改项目及下湄桥渔场村城中村改造项目等投入（项目完工后，整理完毕的土地资产将转入“存货”，目前公司正在积极办理相关不动产权证）。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定。公司有息债务规模保持稳定，债务结构以长期债务为主，债务负担一般；未来随着在建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司所有者权益规模与结构保持稳定。

2017 年底，公司负债总额 110.07 亿元，同比下降 3.94%。公司负债以非流动负债为主。

表6 公司主要负债和所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
一年内到期的非流动负债	10.64	9.29	7.70	7.00
流动负债	**22.70**	**19.81**	**16.30**	**14.81**
长期借款	19.57	17.08	25.38	23.06
应付债券	70.41	61.45	67.18	61.03
非流动负债	**91.88**	**80.18**	**93.77**	**85.19**
负债总额	**114.59**	**100.00**	**110.07**	**100.00**
资本公积	134.10	88.36	134.10	88.04
未分配利润	10.99	7.24	11.46	7.52
所有者权益合计	**151.77**	**100.00**	**152.32**	**100.00**
负债和所有者权益合计	**266.35**	--	**262.39**	--

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 16.30 亿元，同比下降 28.20%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债快速下降所致。

2017 年底，公司非流动负债 93.77 亿元，较上年底略有增长。公司长期借款 25.38 亿元，同比增长 29.66%，主要系质押借款增加所致；公司应付债券 67.18 亿元，同比下降 4.58%，主要系部分债券将于 2018 年兑付本金，转入一年内到期的非流动负债所致；公司长期应付款 1.21 亿元，系公司向远东国际租赁公司借款。

2017年底，公司全部债务100.26亿元，较上年底保持稳定，以长期债务为主（占比92.32%）。2018~2020年，公司将到期债务本息合计分别为13.03亿元、17.63亿元和11.78亿元，债务分布集中度一般。2017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41.95%、37.80%和39.69%，较上年底变化不大。公司整体债务负担一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入基本保持稳定；财务费用对公司利润侵蚀加大，公司整体盈利能力依然较弱；利润总额对政府补贴依赖大。

公司收入主要来源于基础设施建设业务。2017 年，公司实现营业收入 11.76 亿元，同比增长 2.84%。公司营业利润率 17.94%。

2017 年，公司期间费用 1.84 亿元，同比增长 14.54%，主要系财务费用增加，系当年公司货币资金快速下降导致利息收入快速下降所致；期间费用率由 2016 年的 14.08%上升至 15.68%，公司期间费用控制能力有所下降。

2017 年，公司营业外收入 2.29 亿元，全部是政府补贴；公司实现利润总额 2.55 亿元，较上年增长 6.52%，公司利润对政府补贴依赖大。

2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有提升，分别为 1.72%和 1.68%。公司盈利能力依然较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动收到的往来款增加，经营活动现金流量持续净流入；由于自持项目投入大幅增加，投资活动表现为大额净流出；公司货币资金充裕，筹资活动明显收缩。

公司经营活动现金收支主要是经营业务收支、政府补助以及与政府相关部门的往来款等。2017 年公司经营活动现金流入 19.38 亿元，同比增长 27.42%，主要系往来款增加所致；受代建项目投入大幅增加影响，经营活动现金流量净额下降至 2.59 亿元。2017 年现金收入比由 2016 年的 109.45%下降至 91.90%，公司收入实现质量有所下降。

2017 年，公司投资活动现金流出大幅增长，主要是对高壁综合大市场项目以及棚改项目的投入（反映在“预付款项”和“在建工程”）；此外，投资支付的现金 2.15 亿元，系公司对外股权投资（反映在“可供出售金融资产”）和委托贷款支出（反映在“其他非流动资产”）。公司投资活动现金流量净额-32.61 亿元。

由于公司 2016 年融资规模很大，2017 年公司筹资活动相对较少。公司筹资活动现金流入 9.66 亿元，同比下降 85.71%，全部是取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出 20.35 亿元，同比增加 191.56%，主要系偿还债务本息，此外支付其他与筹资活动有关的现金 1.25 亿元，系国开基金退出股东时公司支付的现金。筹资活动现金流量净额-10.68 亿元。

5. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产充裕，且间接融资渠道畅通，短期债务支付能力较强；公司有息债务规模较大，长期偿债能力弱，但考虑到政府对公司的持续有力支持，公司整体偿债风险较小。

受公司流动负债快速下降影响，2017年底，公司流动比率和速动比率分别上升至1478.23%和583.43%。2017年，公司经营现金流动负债比15.87%。考虑到公司短期债务较小且货币资金充裕，总体看，公司短期偿债能力强。

2017年，公司EBITDA为4.36亿元，同比增长5.39%；由于EBITDA有所增长且公司全部债务保持相对稳定，全部债务/EBITDA下降至23.02倍，公司长期偿债能力弱。

截至2017年底，公司无对外担保。

截至2017年底，公司共获银行授信额度32.55亿元，尚未使用授信额度17.63亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、存续债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额72.30亿元，其中一年内到期的应付债券3.60亿元，公司存续债券短期兑付压力小，2021年偿债集中度高。

截至2017年底，公司一年内到期的应付债券3.60亿元（“14郴州百福债/PR郴百福”将于2018年8月兑付部分本金），2021年将达到存续债券待偿本金峰值48.09亿元（假定2016年发行的公司债“16百福01”将于第5年赎回）。

2017年底，公司现金类资产43.69亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为19.38亿元、2.59亿元和4.36亿元，对公司存续债券保障情况如下表，总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障能力很强。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年底
一年内到期债券余额	3.60
未来待偿债券本金峰值	48.09
现金类资产/一年内到期债券余额	12.14
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.91
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.05
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.09

资料来源：联合资信整理

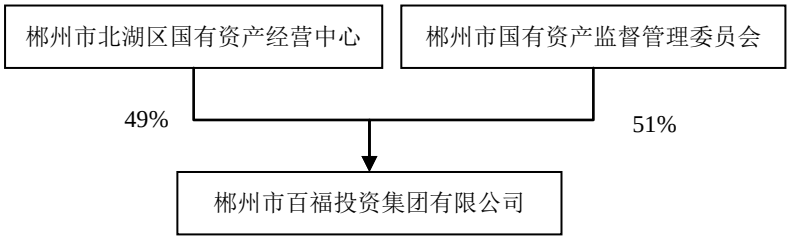
此外，公司以其持有的 9 宗土地使用权为“14 郴州百福债/PR 郴百福”提供抵押担保；经深圳市广衡房地产和土地估价顾问有限公司评估，9 宗抵押土地使用权面积共计 3244.66 亩，评估的价值为人民币 443752.88 万元，较 2016 年 6 月评估价值略有增加，评估基准日为 2018 年 3 月 22 日，有效期以估价基准日起一年内有效（广衡（评）字【2018】第 CS04001 号）。

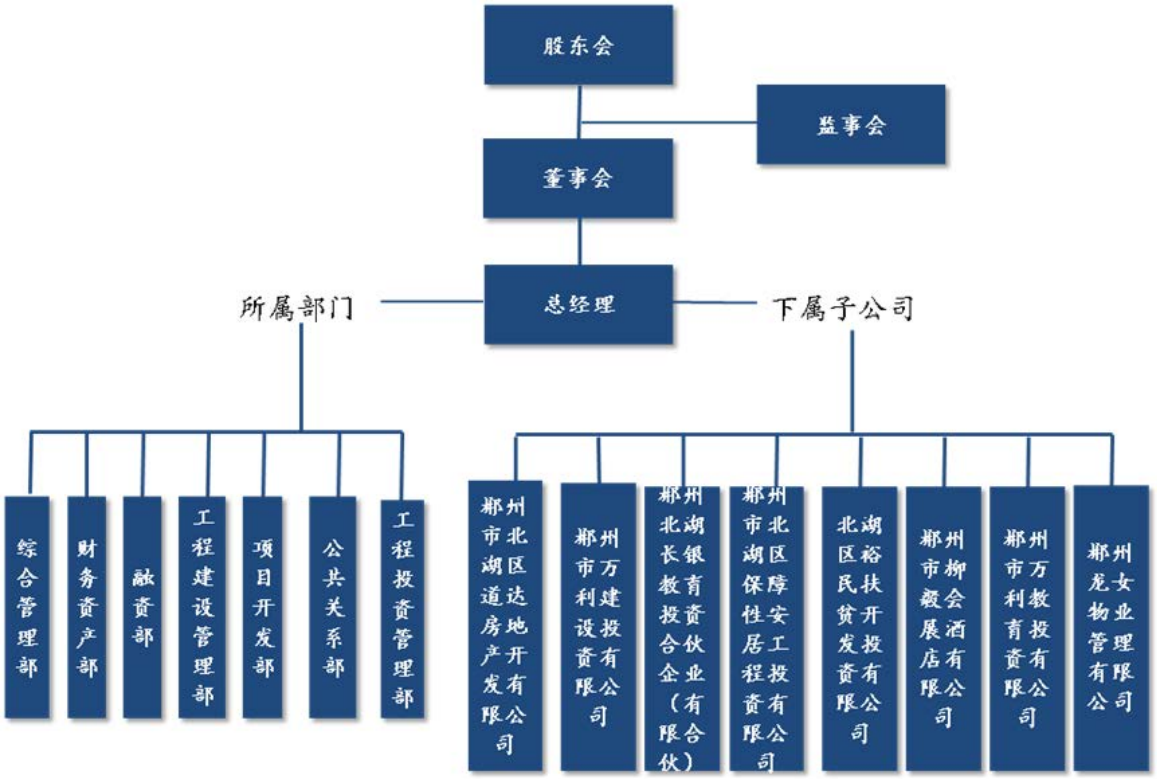
在“14 郴州百福债/PR 郴百福”存续期内，公司应保证抵押倍数不低于 2 倍（抵押倍数是指抵押资产价值总额与该期债券未偿还本金及一年未偿还债券利息（发行利率为 6.54%）之和的比例）；目前，抵押资产对债券余额的抵押倍数为 3.08 倍，有助于更好保障债券本息偿付。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 郴州百福债/PR 郴百福”的信用等级为 AA^{+}，维持“16 百福专项债/16 郴百福”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





注：郴州市万利教育投资有限公司和郴州龙女物业管理有限公司为公司二级子公司。

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.23	84.40	43.69
资产总额(亿元)	168.09	266.35	262.39
所有者权益(亿元)	118.65	151.77	152.32
短期债务(亿元)	0.87	10.64	7.70
长期债务(亿元)	34.44	89.98	92.56
全部债务(亿元)	35.31	100.62	100.26
营业收入(亿元)	9.08	11.43	11.76
利润总额(亿元)	2.31	2.40	2.55
EBITDA(亿元)	3.62	4.13	4.36
经营性净现金流(亿元)	0.00	5.59	2.59
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.73	0.96	1.00
存货周转次数(次)	0.07	0.07	0.07
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.04
现金收入比(%)	102.69	109.45	91.90
营业利润率(%)	16.92	16.84	17.94
总资本收益率(%)	2.35	1.64	1.72
净资产收益率(%)	1.95	1.58	1.68
长期债务资本化比率(%)	22.50	37.22	37.80
全部债务资本化比率(%)	22.93	39.87	39.69
资产负债率(%)	29.42	43.02	41.95
流动比率(%)	1505.79	1126.72	1478.23
速动比率(%)	391.59	473.12	583.43
经营现金流动负债比(%)	0.02	24.64	15.87
全部债务/EBITDA(倍)	9.74	24.35	23.02

附件 3　主要财务指标的计算公式

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	
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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。