

信用等级公告

联合[2014]234 号

郴州市百福投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2014 年公司债券进行了主动评级，确定：

郴州市百福投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}

郴州市百福投资有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AA_{+pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一四年八月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

2014 年郴州市百福投资有限公司

公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA⁺

公司主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 18 亿元 (含 18 亿元)

债券期限: 不超过 7 年 (含 7 年)

还本付息方式: 按年付息; 在本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末, 每年按照发行总额 20% 的比例偿还本金

评级时间: 2014 年 8 月 12 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	46.53	68.20	72.99
所有者权益(亿元)	36.67	56.11	58.38
长期债务(亿元)	3.31	3.56	4.11
全部债务(亿元)	3.31	3.56	4.11
营业收入(亿元)	6.57	7.01	7.47
净利润(亿元)	1.48	2.25	2.27
EBITDA(亿元)	1.49	2.25	2.40
经营性净现金流(亿元)	-1.28	-1.54	2.79
营业利润率(%)	16.67	17.04	16.99
净资产收益率(%)	8.10	4.85	3.96
资产负债率(%)	21.18	17.73	20.02
全部债务资本化比率(%)	8.27	5.96	6.58
流动比率	7.11	7.99	6.95
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	19.15
EBITDA/全部债务(倍)	0.45	0.63	0.58
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.08	0.13	0.13

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对郴州市百福投资有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其作为郴州市基础设施建设、土地整理开发及重金属污染治理的实施主体, 在土地资产注入、财政资金补助、税收优惠等方面能够得到郴州市和北湖区两级政府的大力支持。联合评级同时也关注到公司资产流动性偏弱、收入实现质量有待提高等因素给公司经营带来的不利影响。

近年来, 郴州市经济持续快速增长, 财政实力稳步增强, 为公司发展提供了良好的外部环境。未来公司经营前景良好, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司以拥有的 9 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保, 且抵押比率不低于 2.0 倍, 对提升本期债券信用水平具有积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 郴州市经济持续快速发展, 财政实力不断增强, 为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司是郴州市重要的基础设施建设和土地开发整理主体, 得到了郴州市和北湖区两级政府的大力支持。

3. 公司是郴州市重金属污染治理主体之一, 重金属污染治理业务重要性突出, 政府支持力度较大。

4. 本期债券分期偿还本金, 同时公司设置了偿债资金专项账户, 并以土地使用权为本期债券提供抵押担保, 有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司存货主要由土地资产构成, 资产

流动性较弱，整体资产质量一般。

2. 公司收入实现质量有待提高，应收账款增长较快，资金营运压力大。

3. 公司经营活动净现金流波动较大。

4. 本期债券发行额度较大，公司债务压力显著增加。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.lianhecreditratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由郴州市百福投资有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因郴州市百福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。联合评级、评级人员与郴州市百福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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对郴州市百福投资有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

郴州市百福投资有限公司（以下简称“公司”）原名郴州市北湖区交通建设投资有限公司，系由郴州市北湖区人民政府批准，于 2009 年 12 月 4 日由郴州市北湖区国有资产经营中心（以下简称“北湖国资中心”）出资成立，设立时注册资本为人民币 3,000 万元。北湖国资中心于 2011 年 10 月、2012 年 6 月分别对公司增资 12,000 万元、4,000 万元，出资方式均为货币出资；郴州金华会计师事务所于 2012 年 6 月 22 日出具郴金会[2012]验字第 076 号《验资报告》验证，公司实收资本 19,000 万元。

2012 年 8 月 9 日，根据郴政办函[2012]308 号文件，北湖国资中心将持有公司 51% 的国有股权划转给郴州市国有资产监督管理委员会（以下简称“郴州市国资委”）。2013 年 11 月 20 日，公司名称由“郴州市北湖区交通建设投资有限公司”更名为现名。截至 2013 年底，公司注册资本 19,000 万元，实收资本 19,000 万元；公司股东为郴州市国资委和北湖国资中心，持股比例分别为 51% 和 49%，公司实际控制人系郴州市国资委。

公司经营范围：交通、旅游项目及相关产业的投资、融资、资产管理；房地产开发；城市基础设施投资、开发、经营及咨询服务。

截至 2013 年底，公司下设办公室、工程部、金融财务部和综合协调部等 5 个职能部门。截至 2013 年底，公司拥有 3 家全资子公司：郴州市北湖区道达房地产开发有限公司（以下简称“道达房产”）、郴州万利建设投资有限公司（以下简称“万利建投”）和郴州市柳毅山庄温泉酒店有限公司（以下简称“柳毅山庄”）。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 72.99 亿元，所有者权益合计 58.38 亿元；2013 年公司实现营业收入 7.47 亿元，利润总额 2.27 亿元。

公司住所：郴州市北湖区骆仙西区；法定代表人：马军。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2014 年郴州市百福投资有限公司湘江流域重金属污染治理企业债券（以下简称“本期债券”），债券期限 7 年期。本期债券按年付息；在本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末，每年按照发行总额 20% 的比例偿还本金。公司设立专项偿债资金和设置土地使用权抵押等保障措施，有效提升了对本期债券还本付息的保障作用。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金 18 亿元，将用于 8 个郴州市湘江流域重金属污染治理项目和 1 个郴州市政基础设施项目。募投项目总计 9 个，投资总额 34.40 亿元。

表 1 本期债券募集资金使用分布（单位：万元，%）

序号	项目名称	总投资	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例	项目批复
1	北湖区芙蓉矿区重金属尾矿库综合治理工程	30,000.29	15,000.00	50.00	郴发改办[2013]35 号
2	北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理工程	44,550.00	24,000.00	53.87	郴发改办[2013]49 号
3	郴州市北湖区同心河综合整治工程	41,913.61	22,000.00	52.49	郴发改办[2013]55 号
4	郴州市北湖区海泉水厂周边历史遗留尾矿治理项目	43,903.21	24,000.00	54.67	郴发改办[2013]58 号
5	原新田岭矿区白石岭村下海南组、小溪村坦水岭组全体搬迁项目	9,007.23	4,000.00	44.41	郴发改办[2013]60 号
6	四清水库集中饮用水源地周边区域重金属污染综合治理工程	27,076.95	14,000.00	51.70	郴发改办[2013]43 号

7	关闭稀贵公司遗留含镉、砷废渣治理工程	9,768.28	4,000.00	40.95	郴发改办[2013]46号
8	同心河流域(桐梓坪、郴嘉铁路、八达玻璃)周边遗留重金属污染治理工程	43,212.30	23,000.00	53.23	郴发改办[2013]51号
9	郴州市南岭大道提质改造工程建设	94,533.00	50,000.00	52.89	郴发改批[2012]135号
总计		343,964.87	180,000.00	52.33	

资料来源：公司提供

本期债券的募投项目中 8 个为湘江流域重金属污染治理项目，其中四清水库集中饮用水源地周边区域重金属污染综合治理工程、关闭稀贵公司遗留含镉、砷废渣治理工程和同心河流域(桐梓坪、郴嘉铁路、八达玻璃)周边遗留重金属污染治理工程等 3 个项目均为湖南省政府“1 号工程”——湘江保护与治理三个“三年行动计划”中的重点项目；其余重金属污染治理项目均为 2011 年 3 月国务院批复的《湘江流域重金属污染治理实施方案》中的项目。

(一) 北湖区芙蓉矿区重金属尾矿库综合治理工程

项目位于郴州市北湖区芙蓉乡芙蓉矿区。项目建设内容为：尾矿库闭库治理工程、挡石墙建设工程和挡砂坝建设工程。

项目总投资额 30,000.29 万元，拟使用债券募集资金 15,000 万元。项目已于 2013 年 8 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约为 8%，项目地质勘探、场地污染调查等工作正在完成。

项目建设可以解决北湖区芙蓉矿区重金属污染问题，对保护芙蓉矿区安源水、廖家洞水、下游鲁水河、耒水，乃至湘江水资源将发挥积极作用，可显著减少周边区域重金属污染。

(二) 北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理工程

项目位于郴州市北湖区石盖塘镇万寿桥村，项目建设内容为：建设 2 万 t/d 重金属工业污水处理厂 1 座、新建安全填埋场 1 座，在填埋场内建设 390t/d 稳定化固化处理生产线 1 条，对石盖塘有色冶炼区清运的废渣 25 万 t 及北湖区其他遗留废渣 5.95 万 t 共计 30.95 万 t 废渣进行稳定化固化后安全填埋。对石盖塘镇冶炼区内 17,333.33m² 废弃的原金贵冶炼厂厂房及设施进行拆除、遗留固废转运处理及种植灌木和草皮生态恢复；在石盖塘镇冶炼区新建建筑面积为 80 m² 的工业固废收集站 6 座，配套购置工业固废收集车 14 辆，对冶炼区产生的固废进行集中收集。

项目总投资额 44,550.0 万元，拟使用债券募集资金 24,000 万元。项目已于 2013 年 9 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约为 8%。项目地质勘探、场地污染调查等工作已完成，正着手对北湖区石盖塘有色冶炼区露天堆放的废渣、尾砂混合物进行处理。

项目的实施有助于处置石盖塘有色冶炼工业废水，直接改善当地居民的人居环境，消除郴州市北湖区的重要污染源，同时通过清洁生产和重金属减排，对改善周边生态环境质量，维持社会稳定，改善当地及湘江水质，恢复水体的灌溉和养殖功能，保障饮水安全有重要作用，也是构建和谐社会，保障人民生命健康的需要。项目完成后，将带动周边土地、房产的升值，具有良好的社会效益和经济效益。

(三) 郴州市北湖区同心河综合整治工程

项目位于郴州市北湖区华塘镇境内。项目建设内容为：河道截流及清淤；底泥无害化处置；对施工后的河道及两岸进行修复处理。

项目总投资额 41,913.61 万元，拟使用债券募集资金 22,000 万元。项目已于 2013 年 9 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约为 10%，项目地质勘探、场地污染调查等工作正在完成。

同心河作为郴州地区的主要河流，两岸沿线堆积了大量历史遗留采选废渣，在经雨水浸泡、冲刷下，含重金属浸出液或废渣直接进入河道，沿岸生产企业的生产废水经预处理后也排入河道，导致河水水质受到污染，失去农灌功能，底泥重金属含量超标，且受汛期洪水搅动，底泥中沉积的重金属将对湘江水质造成威胁。本项目的实施可以减少重金属污染、保护湘江流域水

资源。项目完成后，将消除原有河道底泥重金属污染对居民带来的安全隐患，带动同心河流域周边乃至湘江流域下游地段的土地、房产的升值，对保障人民群众身体健康，促进经济、社会与环境全面协调发展具有重要意义，具有良好的社会效益和经济效益。

（四）郴州市北湖区海泉水厂周边历史遗留尾矿治理项目

项目位于郴州市北湖区郴江街道。项目建设内容为：新建一座 22 万 m^3 第 II 类一般固废填埋场；对项目区的 1.5 万 m^2 泉溪洞尾矿库进行闭库处理，加固尾砂坝，整治排洪系统，对尾矿库及周边 1.8 万 m^2 土地采取植草和种树方式进行生态恢复；稳定化处理 28 万 m^3 轻度污染土壤；回填清洁土壤 32 万 m^3 ，种植耐受性植物，恢复其使用功能；在海泉水厂周边种植 1 万 m^2 的防护林以保护海泉水厂水质安全。

项目总投资为 43,903.21 万元，拟使用债券募集资金 24,000 万元。项目已于 2013 年 9 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约 6%，项目地质勘探、场地污染调查等工作正在完成。

项目的实施能够彻底消除重金属污染隐患，有利于保护北湖区海泉水厂集中饮用水源地、保障郴州城区居民的饮用水安全。同时对该区域历史遗留问题进行综合治理，对选矿形成的荒地、裸地进行覆土植树、种草还绿，尽快恢复矿区生态环境，有效地阻止尾矿继续通过地下水影响周边生态环境与地下水水质，修复周边土地，是彻底解决区域内历史遗留环保问题、恢复生态环境的需要。

（五）原新田岭矿区白石岭村下海南组、小溪村坦水岭组全体搬迁项目

项目位于郴州市北湖区石盖塘镇小溪村上八脚组和下八脚组。项目建设内容为：对原新田岭矿区由于采矿造成石盖塘镇白石岭村下海南组、小溪村坦水岭组两个村组共 194 人 83 户进行整体搬迁。

项目总投资额 9,007.23 万元，拟使用债券募集资金 4,000 万元。项目已于 2013 年 10 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约 4%，项目地质勘探、场地污染调查等工作正完成。

项目建设将尽快解决因矿产开采导致该地方地质下沉，房屋受损，导致地面开裂，部分地方停水的居民搬迁问题，解决受地质下沉，房屋受损等区域的居民生活、生产安置，将为当地经济社会协调稳步发展提供一个坚实的基础。同时通过居民的集中安置，主动建设农民集中安置房，改善提高当地居民的生活环境。不仅能有效提高人们的经济生产能力，促进社会和谐发展，还能降低政府被迫投资成本，是贯彻落实党中央国务院构建和谐社会、改善民生的理念的重要体现。

（六）四清水库集中饮用水源地周边区域重金属污染综合治理工程

项目位于郴州市北湖区保和乡。项目建设内容为：尾砂治理工程，水库清淤、防洪工程、厂房拆除及生态恢复工程。

项目总投资额 27,076.95 万元，拟使用债券募集资金 14,000 万元。项目已于 2013 年 9 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约 7%，项目地质勘探、场地污染调查等工作正完成。

项目实施能解决四清水库集水区范围历史遗留环保问题，消除重金属污染对饮用水源保护地—四清水库的环境隐患，不仅有利于四清水库水质和居民饮用水水质的提高，减小对湘江水质的影响，也有利于库区生态及环境质量的改善，对保护北湖区居民的生活环境和身体健康有着重要的意义。有助于彻底解决四清水库周边区域历史遗留问题，有效改善区域生态环境质量，保障人民群众健康安全，实现经济社会的可持续发展，

（七）关闭稀贵公司遗留含镉、砷废渣治理工程

项目位于郴州市北湖区石盖塘镇万寿桥村。项目建设内容为：拆除厂房、遗留废渣处理、

遗留废水处理、遗留底泥处理和场地生态恢复。

项目总投资额 9,768.28 万元，拟使用债券募集资金 4,000 万元。项目已于 2013 年 9 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约 6%，项目地质勘探、场地污染调查等工作正完成。

项目的建设有助于合理解决稀贵公司遗留的镉、砷废渣治理等历史遗留污染问题，阻断重金属沿食物链传递的路径，消除排入湘江的重金属污染源，不仅对改善湘江郴州段整体水质和生态环境、保护人民群众身体健康安全具有重要的现实意义，而且湘江郴州段水质改善后，可减少沿途农作物受污染所遭到的损失，对周边土地开发利用价值，促进郴州市社会经济可持续发展具有深远的历史意义。

（八）同心河流域（桐梓坪、郴嘉铁路、八达玻璃）周边遗留重金属污染治理工程

项目建设内容为：对桐梓坪、郴嘉铁路、八达玻璃厂周边区域历史遗留的重金属污染进行综合治理并进行土壤功能恢复；桐梓坪地区小冶炼、采选遗留含重金属尾砂综合治理工程建设内容；郴嘉铁路、八达玻璃厂周边有色仓储搬迁遗留含重金属废渣工程。

项目总投资为 43,212.3 万元，拟使用债券募集资金 23,000 万元。项目已于 2013 年 9 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约 8%，项目地质勘探、场地污染调查等工作正完成。

项目的实施有助于彻底完成对同心河（桐梓坪、郴嘉铁路、八达玻璃）周边尾砂安全进行综合处置。既可以解决同心河（桐梓坪、郴嘉铁路、八达玻璃）周边历史遗留的含重金属污染物带来的环境污染问题，又可减少同心河洪水对沿岸地区造成的威胁，解决沿岸企业生产用水紧张的局面。同时该工程的建设，有利于水资源和水能资源的可持续利用，发展水电、水生养殖和旅游业，促进当地经济的可持续发展。

（九）郴州市南岭大道提质改造工程项目

项目选址位于郴州市北湖区石盖塘镇及市郊乡；工程全长 10.3 公里，路幅设计宽 44 米，设计时速 50 公里每小时，项目内容包括南岭大道道路工程、排水工程、综合管沟工程、给水工程、交通工程、绿化工程、燃气工程及电照工程等。

项目总投资额 94,533 万元，拟使用债券募集资金 50,000 万元。项目建设期 1.5 年，已于 2013 年 1 月开工，截至 2013 年底，项目整体完工量约 43%，目前正进行路基建设工作。

项目属于郴州市重点基础设施项目，是郴州市实施“南延、东进、西扩、北提”城市发展战略的必然要求，是连接夏蓉高速进出郴州市区的必经大道，也是郴州扩容提质，提高城市品位的重大建设项目。

三、行业分析

公司主要经营一级土地开发及城市运营，属房地产行业的子行业。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与郴州市及北湖区区域经济规划、地方财政实力紧密相关。

1. 房地产行业概况

受 2008 年金融危机之后的经济刺激政策影响，房地产行业在出现短暂回调之后迅速升温，随着房价涨幅的加快，政府出台了一系列抑制房价过快上涨的政策，对房地产市场整体成交状况的影响较大。2012 年全国房地产市场整体运行呈现先抑后扬的态势，即上半年回落，下半年筑底企稳，年末有所回升。从数据来看，2012 年全年运行情况并不理想，房地产企业购置土地面积负增长，地价小幅上涨；房地产开发完成投资增幅较快回落，商品房新开工面积负增长，商品房竣工面积增幅下降；商品房销售面积年末小幅增加；住宅价格由降转升，价格下降城市数量逐步减少。

2013 年 1~6 月份统计数据显示, 全国房地产开发投资 36,828 亿元, 同比名义增长 20.3%, 增速比 1~5 月份回落 0.3 个百分点。1~6 月份, 商品房销售面积 51,433 万平方米, 同比增长 28.7%, 增速比 1~5 月份回落 6.9 个百分点。商品房销售额 33,376 亿元, 增长 43.2%, 增速比 1~5 月份回落 9.6 个百分点。2013 年上半年房地产整体运行平稳, 随着三月份出台新版“国五条”后, 各地成交受政策末班车效应影响, 成交量普遍大幅上涨, 二季度由于在一季度需求过度透支, 多地成交量有所回落, 目前市场需求在稳步复苏中。

土地市场方面, 2012 年全国 300 个城市土地出让金总额为 19,504.3 亿元, 同比减少 13%; 300 个城市共推出土地 39,553 宗, 推出面积 158,084 万平方米, 同比减少 8%; 共成交土地 30,299 宗, 成交面积 119,595 万平方米, 同比减少 15%; 300 个城市土地成交楼面均价 942 元/平方米, 同比下跌 1%。2012 年, 全国 300 个城市住宅用地总体供求不及上年, 推出及成交量同比分别下降 17.3%、23.1%; 价格方面, 全国 300 个城市住宅用地楼面均价同比上涨 7.4%, 主要是由于下半年以来北京、上海等热点城市热度提高, 带动楼面均价结构性上涨。国土资源部发布的 2013 年上半年国土资源管理重要统计数据显示, 上半年我国国有建设用地供应 27.75 万公顷, 同比增加 3.5%, 供应总量处于近年来同期高点。

总体看, 2012 年以来全国房地产市场虽然有小幅反弹, 但增长率基本处于低位运行。

2. 政策环境

财政政策方面, 2012 年我国继续实行积极的财政政策, 全年公共财政收入 117,210 亿元, 比上年增长 12.8%; 其中税收收入 100,601 亿元, 增长 12.1%。

货币政策方面, 2012 年央行继续执行稳健的货币政策, 年度内 2 次下调存款准备金率, 2 次下调存贷款基准利率。根据 2012 年第四季度《中国货币政策执行报告》, 2012 年年末, 中国广义货币供应量 M2 余额为 97.4 万亿元, 同比增长 13.8%, 增速比上年高 0.2 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.0%, 比年初增加 8.2 万亿元, 贷款结构继续改善。2012 年社会融资规模为 15.76 万亿元, 融资结构更趋多元化。金融机构贷款利率继续下行, 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.78%, 比年初下降 1.23 个百分点。

产业政策方面, 2012 年以来中央政府继续加强房地产调控, “国八条”、房产税试点改革先后落地, “限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级, 房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2013 年 2 月 20 日温家宝主持召开国务院常务会议, 研究部署继续做好房地产市场调控工作。会议指出, 我国正处于城镇化快速发展时期, 短期内热点城市和中心城市住房供求紧张格局难以根本改变, 支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。要保持政策的连续性和稳定性, 严格执行并完善有关措施, 促进房地产市场平稳健康发展。2013 年 3 月 1 日国务院办公厅发出了《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》, 提出了当前房地产市场调控仍处在关键时期, 房价上涨预期增强, 不同地区房地产市场出现分化。为继续做好今年房地产市场调控工作, 促进房地产市场平稳健康发展, 提出了五项措施, 即: 完善稳定房价工作责任制, 认真落实省级人民政府负总责; 坚决抑制投机投资性购房; 增加普通商品住房及用地供应; 加快保障性安居工程规划建设; 加强市场监管和预期管理。

总体看, 我国将继续执行积极的财政政策和稳健的货币政策, 自 2010 年以来我国房地产调控政策频出, 目前政策的叠加效应开始显现。从调控的思路来看, ①对房价的态度由“降”到“稳”: 2013 年 3 月政策细则, 提出“对行政区域内住房供不应求、房价上涨过快的热点城市, 应指导其增加住房及住房用地的有效供应, 公布房价价格控制目标; 对存在住房供过于求的城市, 也应指导

其采取有效措施保持市场稳定”，这说明新政策“稳”的意愿更加突出；②更有针对性、更具灵活性。对市场的分化，政策提出“分类指导”，调控的权利更多下放到地方，过去调控“一刀切”的思路有所改变，这一点在二套房政策也有体现。③对开发商资金调控不是一味的“堵”，开始出现“疏”的措施，更加市场化。

3. 土地一级开发

开发模式

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济的开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

模式三：政府和法定机构协作模式，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，“一个渠道进水、一个水池蓄水、一个龙头出水”，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。政府“抓两头”，即控制土地储备计划和供应计划；“放中间”，即充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市场。

根据国土部 2010 年 9 月 10 日发文明确要求，在 2011 年 3 月底前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。目前铁岭新城的一级土地开发就是由政府主导的市场化运作模式。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以招拍挂方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

融资模式

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主

体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

表 2 目前土地一级开发融资来源对比情况

融资方式	现状（在全部资金来源中的比重）	趋势（在全部资金来源中的比重）
财政拨款	比重很小	增长空间有限
银行贷款	比重很大	有所减小
吸收直接投资	占有一定比重	增长空间有限
发行股票	比重很小	增长空间有限
发行债券	----	增长空间较大
商业信用	占有一定比重	有所减少
基金、信托等	比重很小	增长空间很大

资料来源：联合评级整理

从上表可以看出，目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是对土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

竞争格局

一级土地开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开始市场的低迷，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

表 3 部分从事土地一级开发业务的 A 股上市公司情况（单位：万元）

企业名称	营业收入		企业性质	土地一级开发业务集中区域
	2011 年	2012 年		
中天城投	333,044.45	355,425.16	民企	贵阳地区
绵世股份	790.76	16,695.75	国企	北京地区
泰达股份	512,967.64	595,253.71	国企	天津地区
津滨发展	147,422.60	250,264.16	国企	天津地区
云南城投	16,419.70	35,445.11	国企	云南地区
首创股份	353,837.67	338,292.46	国企	海口地区

天房发展	325,395.61	321,314.35	国企	天津地区
陆家嘴	416,587.25	349,208.66	国企	上海地区
长春经开	27,087.74	30,197.12	国企	吉林地区

资料来源：联合评级整理

4. 区域经济及财政实力

郴州市

郴州市位于湖南省东南部，享有“林中之城，创享之都”的美称，山地丘陵面积占总面积的 75%，别名“福城”，为国家级湘南承接产业转移示范区，现辖 1 市 2 区 8 县，总面积 1.94 万平方公里，总人口约 460 万。

郴州资源丰富。素有“中国有色金属之乡”、“中国银都”、“南方重点林区”、“湖南能源基地”之称。现已探明的矿产资源有 7 类 70 多种，其中铋、钨、微晶石墨的储量居全国之首，钨、铅锌会储量分别居全国第三、第四位，矿产资源潜在价值 2,656 亿元，人均占用量位居全省第一。全市煤炭储量 11 亿吨，是华南能源的重要供应地；水能蕴藏量 170 万千瓦，是联合国小水电基地之一。森林覆盖率 62%，是湖南重要的林产区。郴州是香港农产品供应基地之一，临武鸭、桂阳烟、东江鱼、裕湘面等农副产品主享誉海内外。全市境内有色金属矿品种齐全，64 种有色金属矿中已发现矿产品 40 多种，全市主要有色金属探明储量达 600 多万吨，占湖南省总储量的三分之二，享有“中国有色金属之乡”的美誉。

郴州是湖南对接粤港澳的“南大门”，拥有两座中国优秀旅游城市的地级市，处于“华南经济圈”、“珠三角经济圈”多重辐射地区，具有重要的战略交通枢纽地位。交通成为“十一五”郴州综合实力提升最显著的标志：高速公路跨越式发展，五年新开工厦蓉、衡武、宜凤、岳汝 4 条高速公路 470.76 公里，郴州全市通车和在建高速公路里程达 572.76 公里，实现县县通高速公路或半小时内上高速公路，形成了半小时和 1 小时交通经济圈。以高速公路为标志，郴州市交通已全面开启高速时代。郴州拥有郴州站及郴州西站，其中郴州站是全国铁路客运特等站，是湖南进入广东最后一个大站，郴州站平均每日接发 120 多趟旅客列车。郴州西站，是应武广高铁而新建的现代化大型火车站，主要接发武广沿线高铁列车。郴州境内有京广铁路贯穿全境，另有四条地方铁路呈枝状向东、西南侧展开。

近年来郴州市经济发展稳中有进，根据《2013 年郴州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013 年郴州市地区生产总值 1,685.5 亿元，比上年增长 11.1%。其中，第一产业增加值 164.8 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 970.5 亿元，增长 11.9%；第三产业增加值 550.2 亿元，增长 12.2%。三次产业比重调整为 9.8:57.6:32.6。

在地方经济快速增长的同时，郴州市的固定资产投资也保持了较快的发展势头。2013 年郴州市固定资产投资（不含农户）1,474.1 亿元，比上年增长 34.2%。基础设施投资 409.6 亿元，增长 62.2%。

郴州市财政收入在 2013 年也呈现快速增长势态。全市财政总收入 216.1 亿元，比上年增长 18.7%。地方财政收入 146.5 亿元，增长 22.4%，其中，税收收入 71.7 亿元，增长 14.6%；非税收入 74.8 亿元，增长 31.0%。

2013 年以来，受宏观经济增速放缓、国家房地产调控等因素影响，郴州市经济亦有所放缓，公司发展外部环境不确定性增大，但从总体来看，郴州市经济仍保持持续增长。

表 4 2011~2013 年郴州市地方财力情况表（单位：万元）

科目	2011 年	2012 年	2013 年
（一）地方一般预算收入	950,109	1,196,761	1,465,411
其中：税收收入	513,164	625,766	717,239
非税收入	436,945	570,995	748,172
（二）转移支付和税收返还收入	1,233,536	1,279,278	1,536,990
1. 一般性转移支付	534,707	659,831	734,748
2. 专项转移支付收入	605,933	524,639	705,161
3. 税收返还收入	92,896	94,808	97,081
（三）国有土地使用权出让收入	194,943	401,074	424,766
1. 国有土地使用权出让金	170,952	374,916	422,384
2. 国有土地收益基金	2,722	517	2,094
3. 农业土地开发资金	548	181	288
4. 新增建设用地有偿使用费	20,721	25,460	--
（四）预算外财政专户收入	42,521	37,676	37,598
地方可控财力	2,421,109	2,914,789	3,464,765

资料来源：郴州市财政局

从郴州市本级政府债务来看，截至 2014 年 3 月底，郴州市本级政府债务余额为 49.09 亿元，其中直接债务余额为 27.05 亿元。债务率为 46.27%，债务负担一般。

表 5 郴州市本级地方政府债务情况（单位：万元）

本级地方财力（2013 年度）	金额(万元)	地方债务（截至 2014 年 3 月底）	金额
（一）地方一般预算收入	447,757	（一）直接债务余额	270,504
1. 税收收入	262,115	1. 国债转贷资金	1,891
2. 非税收入	185,642	2. 解决地方金融风险专项借款	1,720
（二）转移支付和税收返还收入	230,424	3. 国际金融组织贷款	1,027
1. 一般性转移支付收入	58,886	4. 国内金融机构借款	161,417
2. 专项转移支付收入	150,739	（1）政府直接借款	71,805
3. 税收返还收入	20,799	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	89,612
（三）国有土地使用权出让收入	371,914	5. 债券融资	51,280
1. 国有土地使用权出让金	371,914	（1）中央代发地方政府债券	51,280
2. 国有土地收益基金	--	（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	--
3. 农业土地开发资金	--	6. 粮食企业亏损挂账	5,853
4. 新增建设用地有偿使用费	--	7. 拖欠工资和工程款	46,882
（四）预算外财政专户收入	10,835	7. 其他	434
		（二）担保债务余额	440,706
		1. 政府担保的国内金融机构借款	67,022
		2. 政府担保的国际金融机构借款	5,118
		3. 政府担保的融资平台债券融资	360,000
		4. 其他	8,566
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1,060,930	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	490,857
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	46.27%		

资料来源：郴州市财政

北湖区

北湖区位于湖南省东南，郴州市的中心城区，东北与苏仙区相连，南与宜章县和临武县接壤，西与桂阳县毗邻；下辖 7 个街道、4 个镇、4 个乡、1 个市经济开发区，总面积 826.8 平方

公里，总人口 36.11 万；北湖区享有世界“石墨之都”的美称。

交通运输方面，铁路京广复线、武深高铁线过境，其中京广线境内长 6.8 千米、武深高铁线境内长 21.36 千米。京珠、厦蓉高速公路过境，京珠高速公路境内长 3.97 千米、厦蓉高速公路境内长 18.63 千米。

经济发展方面，2013 年北湖区实现生产总值 263.95 亿元，按可比价计算，比上年增长 12.2%。按常住人口计算，人均 GDP 为 61627 元，增长 11.4%。三次产业结构由上年的 3.4: 37.5: 59.1 发展为 3.2: 36.8: 59.9。北湖区固定资产投资 223.21 亿元，比上年增长 33.2%，其中第一产业投资 4.61 亿元，增长 76.5%；第二产业投资 66.02 亿元，增长 17.9%；第三产业投资 152.58 亿元，增长 39.9%。

2013 年，北湖区财政总收入 13.02 亿元，比上年增长 20.4%，其中地方财政收入 10.18 亿元，比上年增长 24.6%，上划中央收入 2.26 亿元，增长 7.2%，上划省级收入 0.58 亿元，增长 7.2%；全年财政总支出 20.13 亿元，增长 14.1%。

总体看，郴州市和北湖区经济快速发展，为公司提供良好的外部条件。

5. 湘江流域重金属治理

湘江是长江第二大支流，干流全长 856 公里，湖南境内 670 公里，流域内聚集了湖南约 60% 的人口，创造了全省近 3/4 的 GDP，是湖南经济社会发展的核心区域。湘江流域涉重金属产业历史悠久，在长期的开采和冶炼中累积形成的重金属污染问题非常突出。

近年来，党中央、国务院和湖南省委、省政府高度重视湘江流域重金属污染问题。

2011 年 2 月，国务院批复的《重金属污染综合防治“十二五”规划》，安排到湖南的项目和资金均达到全国总数的 1/4 左右。2011 年 3 月，国务院批准了《湘江流域重金属污染治理实施方案》（以下简称“《方案》”），这是全国第一个由国务院批复的区域性重金属污染治理试点方案。计划投入资金 595 亿元，完成 927 个项目。该《方案》以株洲清水塘、湘潭竹埠港、衡阳水口山、郴州三十六湾、娄底锡矿山、长沙七宝山、岳阳原桃林铅锌矿七大重点区域为工作重点，突出完成民生应急保障、工业污染源控制、历史遗留污染治理三大重点任务，规划期限从 2011 年到 2020 年，力求到“十二五”末，使湘江流域涉重金属企业数量和重金属排放量均比 2008 年减少一半。为确保治理项目顺利实施、资金保障到位，《方案》明确了中央、省、市、县多级财政投入的经费保障机制，要求创新融资模式，探索股权融资、发行项目收益债券、专项债券等新型融资品种筹集治理资金。

2012 年 6 月，湖南省政府批准了《<湘江流域重金属污染治理实施方案>工作方案（2012-2015）》（以下简称“《实施方案》”），根据《实施方案》，到“十二五”末，湘江流域内危害群众健康的重金属污染突出问题得到基本解决；涉重金属产业结构进一步优化，涉重金属企业数量比 2008 年减少 50%；工业污染源得到全面治理和控制，重金属排放量比 2008 年减少 50%；历史遗留污染问题逐步得到解决。《实施方案》明确“十二五”期间需完成项目 856 个，总投资 505 亿元。建设按照企业和地方政府投入为主，中央适当支持，鼓励社会资金积极参与的原则，建立企业、社会、政府多元化投入机制，保障项目资金投入。

郴州市“十二五”规划要求完善湘江流域综合治理规划，加快实施一批重点治理项目，突出抓好湘江流域重金属污染治理项目的实施。郴州市纳入国务院批复的《方案》，总投资约 140 亿元，占整体规划项目总投资的 23.5%。为确保高质量、高效率地完成各项重金属污染治理工程，郴州市政府明确郴州市百福投资有限公司为湘江流域重金属污染治理项目主要的投资主体之一，

全面负责项目实施管理工作。

根据《方案》和《实施方案》，中央和省政府将对湘江流域重金属污染治理项目给予适当资金支持。截至 2012 年底，公司存货中土地账面价值 54.05 亿元，其中用于本期债券抵押土地资产账面价值 44.44 亿元。

6. 郴州市未来发展规划

根据《郴州市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，“十二五”期间，郴州预期经济实现快速发展，全市 GDP 年均增长 13% 以上，到 2015 年力争超过 2,240 亿元，人均 GDP 超过 4 万元。财力保障大幅增强，财政总收入达到 220 亿元以上，年均增长 16%。全社会固定资产投资年均增长 25% 以上，社会消费品零售总额年均增长 20%，进出口总额年均增长 20%。

“规划纲要”中特别指出，在“十二五”期间，郴州市要强化主要污染物总量控制和生态修复，加快推进“三江”源头流域综合治理，着力实施一批水的涵养、聚集、流通和净化工程，进一步完善水的流通网络，逐步改善“三江”源头流域水环境状况。完善湘江流域综合治理规划，加快实施一批重点治理项目，突出抓好湘江流域重金属污染治理项目的实施。

在郴州市良好的经济发展推动下，北湖区明确未来几年经营方向：1) 作为郴州市湘江流域重金属污染治理项目的重要的实施者，推动项目融资，组织项目建设与运营，完成郴州市在“十二五”期间的各项治理任务；2) 巩固公司在城市基础设施建设行业的重要地位，谋求在城市基础设施建设领域的更大发展，随着公司承载城市建设能力的大幅提高，进一步推进了城市经济的发展；3) 在市政府授权范围内，更好更快地开展土地开发与整理业务，提升资产实力和盈利能力。

7. 行业关注

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁补偿可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上面临亏损风险。而《物权法》通过，进一步加大了拆迁成本。

长期占用大量资金

对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由其用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。

政府违约行为的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

政策风险

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

一级开发不具备可复制性，会大大制约企业的快速成长。

一级开发太靠近政府，各市、区情况差异很大，前景看好的地块基本被瓜分，因此不具备可复制性。即使一级市场完全招拍挂，如果企业不同当地政府长期磨合，进行充分调研，那么，企业在短暂的招标期内也很难做出正确判断，高质量的实施方案更无从谈起。一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，资本规模较小的企业，很难同时进行多个一级开发项目。

8. 未来发展

由企业主导的一二级联动开发模式，逐步向政府主导的一二级独立开发的模式转变

企业和政府在城市土地开发中追求的目标和市场行为不同。前者主要关注短期经济效益，后者则关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。因此，必须由政府主导土地储备与开发，从源头上加强对房地产市场的控制权和对土地增值收益的索取权。目前，在北京、上海、杭州、广州等城市，开始以政府为主导，进行土地储备和有计划供应，加强政府对土地市场的调控力度。

进入一级开发的门槛可能大大提高

政府进行市场化运作的目的—一是提高效率，二是不愿承担风险。政府可以为自己投资的企业进行贷款担保，但不会为民营企业提供担保。因此，规避风险的意愿会体现在招投标门槛上。例如，1) 巨额的资金保障。要求投标保证金达几亿元，存入政府指定的专用帐户，封闭运行；2) 限定性的开发周期。约定时间内完不成则无偿收回；3) 开发资质、资产规模和经验，等等。

土地一级开发项目的竞争也将趋于激烈

有实力的企业会越来越多地介入土地一级开发。对于资金实力雄厚的公司，可以通过一级开发获取稳定的投资回报。目前很多公司只是同当地政府签署协议，约定不再接纳其它开发商，其实并没有完全获得一级开发授权。政府和企业双方对于划定区域，共同讨论、制定区域整体规划和实施方案。另外，以土地一级开发为龙头，在取得稳定收益时，实现可持续发展。

总的来看，土地一级市场的开发的行业门槛会逐步抬高，对于资本实力相对雄厚、资质和管理经验相对完善的公司是机会，都将在日趋激烈的竞争中转化为优势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为郴州市政府定位的市级城市基础设施建设主体之一，业务范围涵盖基础设施投资、融资与建设；土地开发与整理，环境污染防治，保障性住房建设。目前公司是郴州市城市基础设施投资、建设、运营核心企业，是郴州市北湖区和城市中心区的基础设施建设及投融资主体。郴州市政府对公司职能定位明确，业务区域垄断性强。

根据国务院批准的《湘江流域重金属污染治理实施方案》要求和湖南省政府的相关部署，郴州市政府决定实施区域内湘江流域重金属污染治理工程，全面启动北湖区重金属污染土壤治理一期等 10 个重金属污染治理项目，并决定由公司作为郴州市湘江流域重金属污染治理项目的投资主体，全面负责项目实施与管理工作。

总体看，公司具有区域垄断地位，业务开展受到政府支持力度较大，竞争力较强。

2. 人员素质

截至 2013 年底，公司共有高层管理人员 7 人。公司董事长马军先生，1964 年出生，中共党员，本科学历。曾任原郴州市财委干事；北湖区政府办干事、副主任；北湖区建设局局长；北湖区统计局局长；北湖区政府工党组成员，政府办主任；现任公司董事长。

公司总经理首建明先生，1973 年出生，中共党员，本科。曾任北湖区鲁塘镇计生办主任；北湖区芙蓉乡民政助理员、司法所长、副乡长；北湖区石盖塘镇工作副镇长；北湖区市郊乡任政法委书记；北湖区区委统战部副部长；北湖区政府办副主任（兼）、北湖区城投中心常务副主任；现任公司董事兼总经理。

截至 2013 年底，公司本部共拥有员工 32 人。从年龄分布划分，30 岁以下员工占 21.88%，30 岁~50 岁员工占 59.38%，50 岁以上员工占 18.75%；从文化程度划分，本科及以上学历占 68.75%，大专占 28.13%，高中及以下占 3.13%。

总体来看，公司高管有较丰富的管理经验，公司人员构成合理，能够满足日常的工作需要。

4. 外部环境

基于公司特殊的经营职能，公司获得政府大力支持，主要体现在以下方面：

资本金注入

北湖国资中心分别于2011年10月、2012年6月以货币形式对公司增资12,000万元、4,000万元，经郴州金华会计师事务所出具郴金会[2012]验字第076号《验资报告》验证，公司实收资本19,000万元；截至2012年底，公司注册资本19,000万元，实收资本19,000万元。

资产注入

2010年以来，地方政府对公司持续进行土地注入，有助于公司资产规模和所有者权益规模持续的扩大。2010年以来，公司累计获得北湖区政府注入土地资产的评估价值共计540342.29万元；同时，根据北湖区政府出具确认注入公司经营性土地资产评估结果的批复文件，2010~2012年各年注入土地资产评估价值中的10,000万元、20,000万元和25,000万元用于支付北湖区财政局应付公司的代建基础设施工程款，其余在公司资本公积科目反映，见下表。未来公司仍有望持续获得经营性资产注入。

表 6 近年公司获得土地资产注入概况

入账时间	国土权证号	使用权面积（亩）	地类（用途）	使用权类型	入账价值（万元）	政策文件名称
2010 年	郴国用 2010 第 0321 号	95.72	商服用地	出让	13,483.69	北湖区人民政府《关于将经营性土地资产注入区交通建设投资有限公司的通知》（北政发[2010]2 号）
	郴国用 2010 第 0358 号	119.19	商服用地	出让	16,790.53	
	郴国用 2010 第 0369 号	263.78	商服用地	出让	23,828.08	
	郴国用 2010 第 0561 号	463.35	商服用地	出让	85,782.64	
	郴国用 2010 第 0771 号	195.76	商住用地	出让	24,548.74	
	郴国用 2010 第 0772 号	99.69	商住用地	出让	14,315.05	
	小计	1,237.49			178,748.73	
2011 年	郴国用 2011 第 0516 号	897.02	商住用地	出让	58,366.17	北湖区人民政府《关于将经营性土地资产注入区交通建设投资有限公司的通知》（北政发[2011]3 号）
	郴国用 2011 第 0728 号	916.56	商住用地	出让	59,637.89	
	郴国用 2011 第 0729 号	779.72	商住用地	出让	50,733.94	
	小计	2,593.30			168,738.00	
2012 年	郴国用 2012 第 0517 号	165.94	商服用地	出让	14,459.34	北湖区人民政府《关于将经营性土地资产注入区交通建设投资有限公司的通知》（北政发[2012]3 号）
	郴国用 2012 第 0652 号	149.64	商服用地	出让	17,168.52	
	郴国用 2012 第 0653 号	375.96	商服用地	出让	37,295.08	
	郴国用 2012 第 0671 号	135.58	商服用地	出让	23,555.63	
	郴国用 2012 第 0682 号	350.53	商服用地	出让	39,119.54	
	郴国用 2012 第 0683 号	368.80	商服用地	出让	41,158.47	
	郴国用 2012 第 0684 号	157.27	商服用地	出让	20,098.98	
	小计	1,703.72			192,855.56	
合计		5,534.51			540,342.29	--

资料来源：公司提供

承建项目支持

根据北湖区政府《关于区交投公司及子公司代建市政项目及土地开发整理项目有关事宜的决定》（北政发[2010]3号），公司土地整理开发业务，工程款项包括项目建设期内按区财政投资评审

中心确认的年度投资额、管理费和资金占用费（管理费和资金占用费合计为年度投资额的20%）；依据各项目年度完成情况，以现金或有效资产等合理方式支付工程款项，各公司如有财政拨款或财政借款，工程款项直接从财政给予各公司的拨款和财政借款中抵付。

2012年10月，郴州市人民政府、北湖区人民政府与公司签订《郴州市北湖区基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目委托代建协议书》，市区两级政府授权公司对北湖区基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目进行投资、融资和施工建设。郴州市人民政府及北湖区人民政府应支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并按照不低于上述投资成本的20%支付管理服务费。工程建设收入（包括成本返还和管理服务费）由郴州市人民政府和北湖区人民政府各支付50%，其中公司当年支付的项目成本，市区两级政府每年按照相同比例，5年内支付完毕，其中第一年累计不低于20%、第二年累计不低于40%、第三年累计不低于60%、第四年累计不低于80%，管理服务费需当年全部支付。郴州市及北湖区两级政府对承建项目支持力度大。

募投项目建设收益

根据郴州市人民政府《关于郴州市百福投资有限公司湘江流域重金属污染治理公司债券募投项目建设收益有关问题的通知》（郴政函[2013]153号），郴州市政府决定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4,890.98亩土地由公司开发整理，预计可取的出让收入556,637.80万元，扣除开发与整理成本及相关税费后，出让净收益434,177.48万元将全部由北湖区政府拨付给公司。

应收款项保障

根据郴州市人民政府《关于应付郴州市百福投资有限公司款项情况的说明》（郴政函[2014]6号），截至2013年底，郴州市北湖区有关单位共计欠公司139,476.25万元，郴州市政府安排北湖区政府按照北政函[2011]15号文件，将郴州大道北湖段华塘镇境内沿线两厢中的6宗共计1,456亩（其中515.79亩为商业用地，其余为居住用地）土地未来出让净收益用于支付剩余款项，预计2014~2016年分别可取得土地出让净收益32,872万元、52,301.11万和65,942.60万元，北湖区政府将拨付给公司土地出让净收益合计151,115.84万元；如未来土地市场发生波动，相关土地不能按照上述计划出让，郴州市政府将安排北湖区政府根据实际情况，安排其他资金拨付。

政府补助

为加快北湖区城市基础设施建设，确保建设资金需求，北湖区财政局持续给予公司及子公司万利建设财政补贴。2011年~2013年公司分别获得财政补贴2,285.56万元、8,995.00万元和7,052.64万元，同期子公司万利建设分别获得2,010.00万元、2,300.00万元和5,000.00万元。

税收优惠

根据郴州市北湖区人民政府（北政函（2010）2号）《关于区交通建设投资有限公司及所属子公司有关税收优惠政策的通知》，本公司及子公司取得的土地开发整理收入和政府委托建设项目收入免征营业税、城建税、教育费附加、印花税；对本公司及子公司所收到的财政补贴收入、土地开发整理和政府委托建设项目所获取的净收益免征企业所得税。

总体看，郴州市政府及北湖区政府对公司支持力度较大，其持续稳定的支持有望为公司业务发展提供支撑。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

根据《公司法》及有关法律、法规的规定，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。公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。

公司设董事会，成员为9人，其中职工代表董事3人。非职工代表董事由股东会选举产生，职工代表董事由公司职工代表大会民主选举产生。公司设董事长一人，由董事会选举产生。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。

公司设监事会，成员5人，其中职工代表监事2人，非职工代表监事由股东会选举产生；职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。

2. 管理体制

根据有关法律、行政法规等，公司制定了制度汇编，制度主要涵盖财务管理制度、资金管理办法等方面。

财务管理

公司财务部职责包括建立健全并严格执行公司财务管理的各项规章制度，定期分析反映财务计划和财务纪律执行情况。负责编制财务计划，全面实施预算管理、严格执行财务审批报帐程序。按财政双控要求，集中管理，统一调度；在政府部门、公司董事会及总经理的授权范围内，由公司分管财务的副总经理审批支付，超授权范围的支付按审批权限逐级报政府部门领导审批。

子公司管理

公司以股东或控制人的身份行使对子公司的重大事项监督管理，通过委派股东代表、委派董事、委派监事、委派财务总监等办法实现对子公司的治理监控。子公司对外投资项目须经办公会议和董事会决策，并按公司规定管理权限批准后才能组织实施，未经过上述程序的项目不得对外投资。

总体看，公司法人治理结构完善，内部组织结构合理，管理制度比较健全，公司总体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是郴州市北湖区主要投融资主体，负责北湖区基础设施建设及土地开发与整理，近年公司收入主要由从事基础设施建设业务产生的工程建设收入和土地开发整理产生的劳务收入构成。近三年公司主营业务收入规模持续增长，分别实现主营业务收入6.57亿元、6.95亿元和7.42亿元；随着土地整理规模增加，公司土地开发整理收入占比逐年上升，2013年达到43.04%。公司与北湖区政府签订的工程建设和土地整理业务均按照工程建设投入成本加成20%的方式，故公司各主营业务的毛利率均为16.67%。2012年以来公司拥有的客房出租等形成少量其他业务收入，2012年及2013年分别为584.54万元和502.12万元。

表7 2011~2013年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2011年			2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	42,232.18	64.28	16.67	39,778.89	57.26	16.67	42,250.21	56.96	16.67
土地开发与	23,472.31	35.72	16.67	29,693.02	42.74	16.67	31,925.92	43.04	16.67

整理									
合计	65,704.49	100.00	16.67	69,471.91	100.00	16.67	74,176.12	100.00	16.67

资料来源：公司提供

2. 业务经营状况

工程建设业务

公司主要负责北湖区和郴州市中心城区的城市基础设施建设，是北湖区重要基础设施建设及投融资主体；目前，公司还承担了湘江环境综合治理任务，是郴州市专项治理工作重要建设、治理和投融资企业。近三年，公司主要通过承建政府基础设施建设项目的运作模式开展城市基础设施建设业务。公司负责项目的建设和投融资管理，公司工程建设项目产生成本时计入存货；年底政府对公司投资项目进行审计，确定公司当期投资完成额，并按照经审计额度和具体项目协议比例确认当年公司工程建设收入（根据郴州市北湖区人民政府《关于区交投公司及子公司代建市政项目及土地开发整理项目有关事宜的决定》（北政发[2010]3号），确定项目协议比例为20%），同时结转存货中的市政项目建设成本。公司工程建设收入中包含了对项目融资成本的补偿。受政府拨付资金进度影响，公司该类业务收入现金实现质量较弱。2011~2013年，公司主要建设的项目为郴资桂大道北湖段改扩建工程和南岭大道南段提质改造工程项目，两个项目总投资分别为8.70亿元和5.50亿元，截至2013年底完成投资9.13亿元（已超概算）和0.90亿元。2011~2013年公司分别实现基础设施建设业务收入4.22亿元、3.98亿元和4.23亿元，同期完成投资额分别为3.52亿元、3.32亿元和3.53亿元，各年毛利率均为16.67%。

根据北湖区政府出具确认注入公司经营性土地资产评估结果的批复文件，北湖区政府分别将2011年和2012年注入土地资产评估价值中的20,000万元和25,000万元用于支付北湖区财政局应付公司的代建基础设施工程款。

土地开发与整理业务

公司是政府授权承担北湖区土地开发与整理的业务主体。根据北湖区政府《关于委托区交通建设投资有限公司做好土地开发、整理相关工作的函》（北政函[2010]66号），公司负责北湖区内土地前期开发整理工作及郴州大道沿线两厢9800亩土地的开发整理工作。子公司万利建投方面，根据北湖区政府《关于委托郴州万利建设投资有限公司做好土地开发、整理相关工作的函》（北政函[2009]2号），万利建投负责西区土地前期开发整理工作。

2011~2013年公司土地开发与整理收入呈快速增长趋势，年均复合增长16.63%，2013年为3.19亿元。近三年公司开发建设的项目主要为万华汽车城项目、汇景新城项目、鲁塘镇土地复垦工程、智通科技产业园、万华机电市场等。

总体看，公司业务经营受政府影响较大，毛利率较为稳定。

3. 未来发展

公司未来经营的战略目标是围绕市委、市政府制定的《郴州市国民经济与社会发展十二个五年规划》和《郴州市城市总体规划（2009-2030）》，以重点区域治理为重点，加快重金属污染治理；贯彻郴州市中心城区“南延东进、西扩北提、东进优先”的总体发展战略，充分利用郴州经济迅速发展，财政收入大幅度增加的大好时机，以城市基础设施建设高效运作，形成公司的核心竞争力；发挥国有资产的影响力、带动力和控制力，良性的、规范的开展土地开发整理业务，致力于将自身打造为专业化的城市建设企业。目前，公司在建的项目为南岭大道南段提质改造工程、凤凰大道工程和郴资桂大道北湖段改扩建工程项目。未来几年，公司重点投资建

设的项目为本期债券募投项目，项目总投资额 34.40 亿元，需融资解决投资资金占比较大，公司未来债务负担将呈加重趋势。

公司“十二五”时期的发展目标为：（1）净资产达到 90~100 亿元，完成资本市场融资 50 亿元，完成招商引资 30 亿元；（2）分批启动并组织实施“十二五”期间辖区范围内的湘江流域重金属污染治理项目，做好项目融资与运营管理工作，全面完成郴州市政府下达的“十二五”期间重金属污染治理目标；（3）进一步完善公司治理结构，理顺管理体制，提高管理水平，提升经营效益，为公司可持续发展奠定坚实基础；（4）通过对国有资产的持续管理运作将使公司的经营状况更加稳健，盈利能力更加突出。

七、财务分析

1. 财务概况

公司已提供经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2011~2013 年三年连审的标准无保留意见审计报告。

从合并报表范围看，2011 年公司合并报告范围内仅有万利建投一家子公司；公司分别于 2012 年 9 月、2013 年 7 月，出资设立道达房产、柳毅山庄，注册资本分别为 1,200 万元和 30 万元。截至 2013 年底，公司共拥有 3 家子公司，均为全资拥有。公司合并范围的变化对财务可比性影响较小，以下分析基于 2011~2013 年的财务数据。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 72.99 亿元，所有者权益合计 58.38 亿元；2013 年公司实现营业收入 7.47 亿元，利润总额 2.27 亿元。

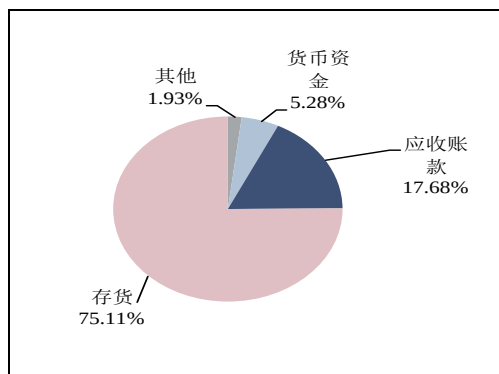
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 25.25%。截至 2013 年底，公司资产总额为 72.94 亿元，其中流动资产占比 99.98%，公司资产主要由应收账款和存货构成，符合公司主要从事基础设施投资、融资与建设的运营特点。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产呈快速增长趋势，年均复合增长 25.24%。截至 2013 年底，公司流动资产为 72.97 亿元，主要构成为应收账款（占 17.68%）和存货（占 75.11%）。

图 1 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年公司货币资金分别为 1.85 亿元、0.78 亿元和 3.85 亿元，呈波动增长趋势，公

司货币资金中无受限资金。

2011~2013 年公司应收账款快速增长，年均复合增长 20.96%，截至 2013 年底，公司应收账款为 12.90 亿元，主要为应收郴州市北湖区财政局工程建设项目价款（占比 99.94%）。从账龄结构来看，截至 2013 年底，公司账龄在 1 年以内的应收账款占 57.55%。公司应收账款主要欠款方为郴州市北湖区财政局，不能回收的风险较低，相关款项未计提坏账准备。受工程建设资金拨付进度缓于公司工程建设收入确认进度影响，公司应收账款规模持续快速增长，资金营运压力大。

公司其他应收款近三年呈波动增长趋势，年均复合增长 15.96%。截至 2013 年底，公司其他应收款为 1.38 亿元，主要是公司与其他单位的往来款。从账龄来看，截至 2013 年底，公司其他应收账款大部分为 1~2 年（占比 29.06%）和 4~5 年（占比 31.28%）。公司共计提 139.71 万元坏账准备，占其他应收账款的 1.00%。整体看，公司其他应收款账龄较长，但主要欠款单位为政府相关单位，款项不能回收风险较低。

表 8 截至 2013 年底公司其他应收款主要构成 单位：万元、%

单位名称	金额	占总额比例（%）
郴州市北湖区工业园	6,500.00	46.53
郴州市槐海投资开发有限责任公司	2,810.97	20.12
龙女寺遗留问题专门工作组办公室	1,613.80	11.55
郴州市第三人民医院	880.00	6.30
骆仙西路延伸段、寒溪河防洪工程项目建设指挥部	700.00	5.01
合计	12,504.77	89.51

资料来源：公司审计报告

公司存货主要由土地资产构成（占比在 99%以上），2011~2012 年公司存货分别为 34.75 亿元、54.22 亿元和 54.81 亿元，主要由郴州市北湖区人民政府将经营性土地资产 54.03 亿元构成。2013 年增长主要为公司买入的工业用地。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产分别为 41.47 万元、162.35 万元和 145.04 万元，主要为固定资产和长期待摊费用。

总体看，近年来公司资产增长迅速，但主要系北湖区政府注入的土地资产增长所致，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 资本结构

负债

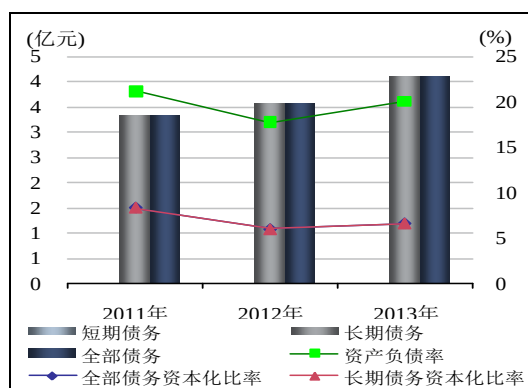
2011~2013 年，公司负债年均复合增长 21.77%。截至 2013 年底，公司负债合计 14.61 亿元。负债主要以流动负债（占 71.85%）为主，流动负债构成以应付账款和其他应付款为主，非流动负债全部为长期借款。

2011~2013 年，公司应付账款分别为 4.28 亿元、3.63 亿元和 3.92 亿元，主要是应付项目工程建设款。

2011~2013 年，公司其他应付款分别为 2.16 亿元、4.85 亿元和 6.51 亿元，主要为应付土地款、施工单位缴存的保证金和有关项目前期开发费用等。截至 2013 年底，公司其他应付款账龄在 1 年以内的占 32.72%，1~2 年的占 45.42%。

2011~2013 年，公司长期借款分别为 3.31 亿元、3.56 亿元和 4.11 亿元；截至 2013 年底，子公司万利建投借款 2.41 亿元，其余为公司本部借款。

图2 近三年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

近年来，公司债务规模基本保持稳定增长趋势，受2012年土地资产注入影响，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率呈波动下降趋势，2013年底分别为20.02%、6.58%和6.58%，整体债务负担较轻。

总体看，公司整体负债水平低，债务负担较轻，随着政府注入的权益性资产规模快速增长，公司负债水平呈下降趋势。未来随着公司业务不断推进，对外融资规模将快速上升，未来债务负担将有所加重。

所有者权益

2011~2013年，随着资本公积和未分配利润的增加，公司所有者权益快速增长，年均复合增长26.17%。截至2013年底，公司所有者权益合计为58.38亿元，同比增长4.04%。主要由资本公积（占比84.54%）和未分配利润（占比11.37%）为主。

2011~2013年公司资本公积分别为32.57亿元、49.35亿元和49.35亿元，2012年增长主要系北湖区政府注入的经营性土地资产，根据北政发[2012]3号和北政函[2012]102号文件，增加资本公积-其他资本公积16.79亿元。

总体看，公司所有者权益中资本公积占比较大，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

公司主营业务收入主要由工程建设收入和土地开发与整理收入构成。2011~2013年，公司主营业务收入保持稳定增长，年均复合增长6.61%。2013年，公司实现主营业务收入7.47亿元，同比增长6.60%。

近三年，公司主营业务成本年均复合增长6.38%，增长幅度略低于主营业务收入增长。由于公司工程建设业务和土地开发整理业务由公司与政府部分约定收益水平，公司营业利润率保持稳定，2011~2013年公司营业利润率分别为16.67%、17.04%和16.99%。

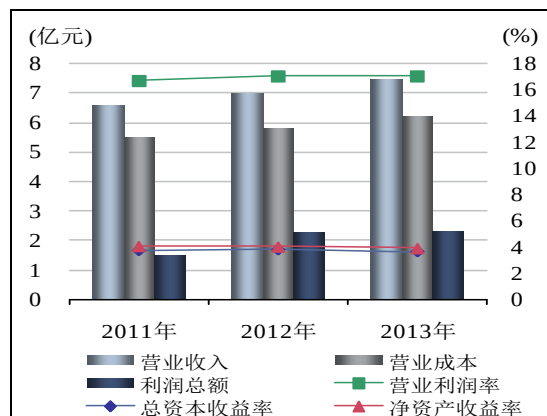
2011~2013年，公司期间费用分别为375.91万元、645.63万元和2077.31万元，2013年新增为财务费用1226.85万元。2011~2013年公司期间费用占营业收入比例分别为0.57%、0.92%和2.78%；公司期间费用控制能力较好。

公司营业外收入主要由政府补助构成，2011~2013年公司获得政府补助分别为0.43亿元、1.13亿元和1.21亿元。

2011~2013年，公司利润总额年均复合增长23.65%，2013年公司实现利润总额2.27亿元；但公司财政补助对利润的贡献较大。

从盈利指标来看，近三年公司总资本收益率、净资产收益率和营业利率基本保持稳定，2013年，公司总资本收益率、净资产收益率和营业利润率分别为 3.63%、3.89%和 16.99%。

图 3 2011~2013 年公司经营情况



资料来源：公司审计报告

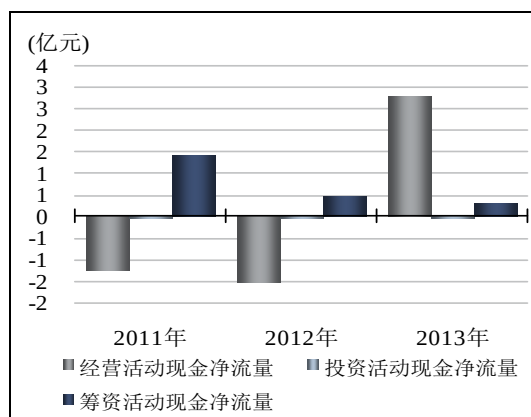
总体来看，公司收入和利润规模保持稳定增长，期间费用控制能力好；随着业务不断开展，公司盈利能力将持续增强。

5. 现金流

经营活动方面：2011~2013 年，公司销售商品提供劳务收到的现金分别为 0.25 亿元、2.18 亿元和 6.11 亿元；同期，公司现金收入比分别为 3.88%、31.07%和 81.85%，其中前两年公司获得北湖区政府以注入土地资产形式支付的工程款导致现金收入比偏低，公司现金收入质量有待提高。2011~2013 年公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 1.52 亿元、2.96 亿元和 3.01 亿元，主要是和其他单位往来款和收到财政性补贴。2011~2013 年公司经营活动现金流出主要为购买商品接收劳务收到的现金，三年分别为 2.60 亿元、6.53 亿元和 6.24 亿元。2011~2013 年公司经营活动现金流量净额分别为-1.28 亿元、-1.54 亿元和 2.79 亿元。

投资活动方面，公司目前投资活动产生现金规模较小，2011~2013 年公司投资活动现金流量净额分别为-9.08 万元、-62.60 万元和-36.69 万元。同期，公司筹资活动前现金流量净额分别为-1.28 亿元、-1.54 亿元和 2.78 亿元。

图 4 2011~2013 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

筹资活动方面，2011~2013 年公司吸收投资收到的现金分别为 1.44 亿元、0.40 亿元和 0.00 亿元，全部为公司收到的资本金；同期，公司取得借款收到的现金分别为 0.14 亿元、1.00 亿元和 0.75 亿元；近三年筹资活动现金流出规模较小，公司筹资活动现金流量净额分别为 1.42 亿元、0.47 亿元和 0.29 亿元。

总体看，公司整体收现质量较差但呈改善趋势，经营活动净现金流波动较大，随着项目不断投入，公司对外融资压力将大幅上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受 2012 年应付账款和其他应付款快速增长影响，2011~2013 年公司的流动比率和速动比率有所波动，2013 年分别为 695.08%和 172.98%。2011~2013 年公司经营现金流流动负债比分别为-19.54%、-18.03%和 26.56%。整体看，由于公司流动资产中流动性较弱的存货占比较高，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司开始产生利息支出，当年 EBITDA 利息倍数为 19.15 倍；近三年公司全部债务/EBITDA 分别为 2.23 倍、1.58 倍和 1.71 倍。公司 EBITDA 长期债务保障能力尚可。考虑到政府对公司支持力度大，未来随着公司承建项目的完工，公司收入及利润规模有望持续增长，公司整体偿债能力较强。

截至 2013 年底，公司为郴州市槐海投资开发有限责任公司提供连带责任保证担保，担保金额 5,000 万元，担保比率为 0.86%。考虑到公司于 2014 年 1 月 24 日为郴州市第三人民医院提供 9,000 万元的连带责任保证担保，公司对外担保比率为 2.40%，对外担保比率较低。郴州市槐海投资开发有限责任公司为国有独资公司，注册资本 1 亿元，截至 2013 年 9 月底，总资产 3.20 亿元，所有者权益 2.38 亿元，2013 年 1~9 月实现营业收入 1.64 亿元，实现利润 0.35 亿元。截至目前，被担保企业和单位运转正常，公司或有风险小。

截至 2013 年底，公司尚未获银行授信，间接融资渠道有待拓宽。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

本期债券拟发行额度为 18 亿元，占 2013 年底公司全部债务的 437.64%，对公司现有债务影响很大。

2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 20.02%和 6.58%，以公司 2013 年报表财务数据为基础，预计本期债券 18 亿元发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 35.84%和 27.47%，公司债务规模将明显扩大，债务负担大幅加重，但仍处于适宜水平。

2. 本期债券偿债能力分析

2011~2013 年公司 EBITDA 值分别为 1.49 亿元、2.25 亿元和 2.40 亿元，分别为本期债券本金的 0.08 倍、0.13 倍和 0.13 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖能力弱；考虑到本期债券采用提前还本偿付方式，从债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿付本金的 20%，每年待偿还金额为 3.6 亿元，降低了集中偿付压力，加之未来随着公司经营规模扩大以及政府持续支持，公司 EBITDA 有望继续提高。2011~2013 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 0.41 倍、0.63

倍和 0.67 倍，EBITDA 对每年待偿还本金保障程度弱。

2011~2013 年公司经营活动的现金流入量分别为 1.78 亿元、5.13 亿元和 9.12 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.10 倍、0.29 倍和 0.51 倍，对本期债券的覆盖能力尚可；对每年待偿还本金的保障倍数分别为 0.49 倍、1.43 倍和 2.53 倍，经营活动现金流入量对每年待偿还本金保障程度较弱。

针对本次募投项目，郴州市政府出具《关于郴州市百福投资有限公司湘江流域重金属污染治理公司债券募投项目建设收益有关问题的通知》（郴政函[2013]153号），决定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4,890.98亩土地未来开发整理收益拨付给公司。上述土地用地性质均为商业与住宅用地，并将于2015年至2021年陆续出让，预计可取得出让收入556,637.80万元，扣除开发与整理成本及相关税费后，可取得出让净收益434,177.48万元，由北湖区政府将收益全部拨付给公司；未来可获得土地出让收益总额为本期债券本息合计25.20亿元的1.72倍，对本期债券保障程度较好。

表 9 本期债券偿还资金与土地出让收益测算表 单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
债券还款本金			36,000.00	36,000.00	36,000.00	36,000.00	36,000.00	180,000.00
债券利息	14,400.00	14,400.00	14,400.00	11,520.00	8,640.00	5,760.00	2,880.00	72,000.00
债券本息合计	14,400.00	14,400.00	50,400.00	47,520.00	44,640.00	41,760.00	38,880.00	252,000.00
预计出让土地面积（亩）	276.52	477.90	793.04	765.35	1,160.99	803.44	613.74	4,890.98
预计土地出让收入	30,417.20	52,569.00	87,234.40	102,818.50	127,708.90	88,378.40	67,511.40	556,637.80
预计土地出让收益	23,725.42	41,003.82	68,042.83	80,198.43	99,612.95	68,935.15	52,658.89	434,177.49

注：债券利息按 8%测算

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司持有土地资产为 54.03 亿元，主要由商住、商服用地构成。除去拟用于本期债券及现有债务抵押担保土地外，剩余土地资产为 22.09 亿元。未来公司通过土地资产变现取得收益，能够对本期债券的偿付形成一定保障。

总体看，公司作为郴州市重要的基础设施建设主体、土地开发与整理主体及城市环境治理主体，在市区两级政府的大力支持下，公司业务稳定增长，未来收入、利润和经营现金流入将持续增长，对本期债券保障程度有望提升。此外，本期募投项目重要性突出，为推动募投项目的建设，政府未来对公司的财政补助、经营性资产注入将对本期债券的本息偿付形成一定补充。

九、债权保护条款

1. 偿债资金的监管

公司聘请浦发银行郴州分行为本期债券偿债资金监管银行，并与该行签订了本期债券《偿债资金专项账户监管协议》，开立了偿债资金专项账户。偿债资金专项账户专项用于偿付本期债券本息，该账户资金来源为公司日常经营所产生的现金流等。

在本期债券存续期内，公司应于年度付息日、本金兑付日前第10个工作日将当年应付本息存入专户。在本期债券存续期内，在每年兑付日前10个工作日内，如专户内资金数额不足以支付当期本息，浦发银行郴州分行应在1个工作日内书面通知公司。公司在接到通知后，将通过出售短期投资和票据，使用银行贷款，出售存货或其他流动资产以获得足额资金来弥补差额；专户账户未能完全补足前；公司将暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施；调减或暂缓发放

高级管理人员的奖金，以确保本期债券当期应付本息能够完全偿付。

2. 本期债券担保情况

公司已与浦发银行郴州分行签订了《国有土地使用权抵押担保协议》（以下简称“担保协议”）公司将其所持有的部分国有土地使用权作为抵押（以下简称“抵押资产”），为本期债券提供担保。本次担保主债券为本期债券，担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、债券持有人实现债权所发生的费用、支出或损失。

公司拟以其持有的 9 宗土地使用权用于本次抵押担保。

表 10 公司用于抵押的土地资产情况

土地使用证编号	宗地位置	估价设定的用途	使用权类型	使用权终止日期	面积（亩）	评估价值（万元）
郴国用（2010）第 0771 号	北湖区市郊乡	抵押	商住用地	2080 年	195.76	37,808.46
郴国用（2010）第 0772 号	北湖区市郊乡 骆仙铺村	抵押	商住用地	2080 年	99.69	21,552.33
郴国用（2010）第 0561 号	北湖区市郊乡 骆仙铺村	抵押	商服用地	2081 年	463.35	126,959.54
郴国用（2010）第 0358 号	市郊乡铜坑湖 村	抵押	商服用地	2060 年	119.19	22,678.74
郴国用（2011）第 0516 号	保和乡严塘	抵押	商住用地	2081 年	897.02	72,120.49
郴国用（2011）第 0729 号	保和乡严塘	抵押	商住用地	2081 年	779.72	62,689.69
郴国用（2012）第 0652 号	华塘镇油山村	抵押	商服用地	2061 年	149.64	24,540.71
郴国用（2012）第 0653 号	华塘镇油山村	抵押	商服用地	2062 年	375.96	54,789.69
郴国用（2012）第 0517 号	保和镇小埠村	抵押	商服用地	2062 年	165.94	17,545.92
合计					3,246.27	440,685.57

资料来源：公司提供

经深圳市广衡房地产和土地估价有限公司评估。以上 9 宗抵押土地使用权面积共计 3,244.66 亩，评估的价值为人民币 440,685.57 万元，评估基准日为 2013 年 11 月 22 日，有效期以估价基准日起壹年为宜（广衡（估）字[2013]第 065 号土地估价报告）。

本期债券存续期内，抵押人应保证抵押比不低于 2 倍。抵押比是指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。截至目前，抵押资产的抵押比为 2.02。

如果抵押比低于 2 倍，则抵押人应该追加抵押资产以弥补不足 2 倍的价值差额部分。如果抵押比超过 2 倍，则抵押人可以要求对超过 2 倍部分的抵押资产进行增值释放。抵押担保的期限自担保协议生效之日起至公司作为本期债券的公司向本期债券的债券持有人偿付完毕本息之日止。

公司与浦发银行郴州分行签订了《抵押资产监管协议》，聘请浦发银行郴州分行作为本期债券抵押资产的监管人，对抵押资产进行监管。按照《抵押资产监管协议》规定，公司将在本期债券的本息全部清偿完毕之前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告；债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日；年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的 20 个工作日。本期债券存续期内，当公司偿债资金专项账户资金不足以支付当期本息，经债券持有人会议表决通过，由抵押权代理人对抵押的国有土地使用权进行处置，偿还本期债券本息。

总体看，公司为本期债券设立了偿债资金专户，以及将 9 宗土地使用权作为抵押，对本期债券偿付安全性起到增强作用。

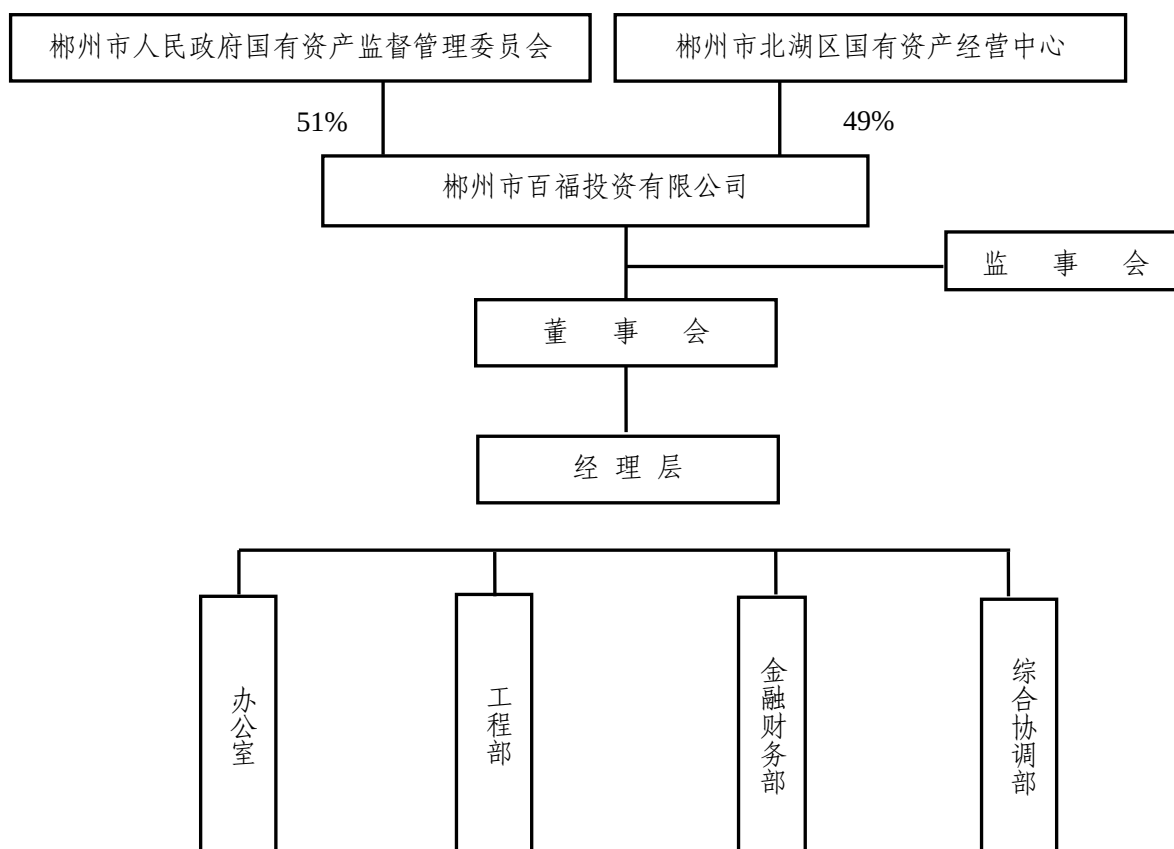
十、综合评价

公司作为郴州市基础设施建设、土地整理开发及重金属污染治理的实施主体，在土地资产注入、财政资金补助、税收优惠等方面得到郴州市和北湖区两级政府的大力支持。同时，联合评级也关注到公司资产流动性偏弱、收入实现质量有待提高等因素给公司经营带来的不利影响。

近年来，郴州市经济持续快速增长，财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。未来公司经营前景良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券采取分期偿还本金的发行方式。公司设置了专项偿债资金账户用以保障本息的按期偿还；此外，公司以拥有的 9 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。基于对公司主体长期信用、本期债券偿还能力以及土地使用权抵押担保的综合分析，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 郴州市百福投资有限公司组织结构图



附件 2-1 郴州市百福投资有限公司
2011 年~2013 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	18467.17	7751.77	38499.99	44.39
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	
应收票据	0.00	0.00	0.00	
应收账款	88164.05	115452.82	129003.49	20.96
预付款项	769.00	896.47	68.65	-70.12
应收利息	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	10286.20	15379.91	13831.07	15.96
存货	347530.37	542246.97	548130.29	25.59
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	69.67	202.93	
流动资产合计	465216.79	681797.60	729736.42	25.24
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	
固定资产	41.47	91.61	98.60	54.21
在建工程	0.00	0.00	0.00	
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	0.00	0.00	0.00	
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	0.00	0.00	0.00	
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	70.49	46.24	
递延所得税资产	0.00	0.26	0.19	
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	41.47	162.35	145.04	87.02
资产总计	465258.26	681959.95	729881.46	25.25

附件2-2 郴州市百福投资有限公司

2011 年~2013 年合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	0.00	0.00	0.00	
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	
应付账款	42753.15	36250.08	39212.50	-4.23
预收款项	0.00	0.00	0.00	
应付职工薪酬	0.00	13.51	15.10	
应交税费	0.00	0.00	0.00	
应付利息	1151.60	588.74	627.11	-26.21
应付股利	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	21559.10	48467.16	65131.20	73.81
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	65463.85	85319.49	104985.90	26.64
非流动负债：				
长期借款	33075.00	35570.00	41130.00	11.51
应付债券	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	33075.00	35570.00	41130.00	11.51
负债合计	98538.85	120889.49	146115.90	21.77
所有者权益：				
实收资本(或股本)	15000.00	19000.00	19000.00	12.55
资本公积	325668.49	493524.05	493524.05	23.10
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	1505.82	3307.07	4878.06	79.99
未分配利润	24545.09	45239.34	66363.44	64.43
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司权益合计	366719.41	561070.46	583765.55	26.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	
所有者权益合计	366719.41	561070.46	583765.55	26.17
负债和所有者权益总计	465258.26	681959.95	729881.46	25.25

附件 3 郴州市百福投资有限公司

2011 年~2013 年合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	65704.49	70056.45	74678.25	6.61
减：营业成本	54753.74	58088.68	61959.22	6.38
营业税金及附加	0.00	32.25	28.48	
销售费用	0.00	292.24	271.38	
管理费用	389.56	373.87	579.08	21.92
财务费用	-13.65	-20.48	1226.85	
资产减值损失	42.50	52.48	-15.90	
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.00	0.00	0.00	
其中：对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	10532.34	11237.41	10629.13	0.46
加：营业外收入	4317.13	11295.00	12086.16	67.32
减：营业外支出	0.00	25.30	9.80	
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	
三、利润总额	14849.47	22507.10	22705.49	23.65
减：所得税费用	0.00	11.61	10.40	
四、净利润	14849.47	22495.50	22695.09	23.63
其中：归属于母公司的净利润	14849.47	22495.50	22695.09	23.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	

附件 4 郴州市百福投资有限公司

2011 年~2013 年合并现金流量表

(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	2546.16	21766.63	61127.57	389.98
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	
收到其他与经营活动有关的现金	15236.87	29575.17	30070.55	40.48
经营活动现金流入小计	17783.03	51341.80	91198.13	126.46
购买商品、接受劳务支付的现金	25954.48	65288.14	62404.35	55.06
支付给职工以及为职工支付的现金	130.75	319.14	357.17	65.28
支付的各项税费	0.00	44.12	28.48	
支付其他与经营活动有关的现金	4487.47	1072.11	528.16	-65.69
经营活动现金流出小计	30572.70	66723.51	63318.16	43.91
经营活动产生的现金流量净额	-12789.67	-15381.71	27879.97	
二、投资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00	
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	0.88	
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.88	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	9.08	62.60	37.57	103.46
投资支付的现金	0.00	0.00	0.00	
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	9.08	62.60	37.57	103.46
投资活动产生的现金流量净额	-9.08	-62.60	-36.69	101.05
三、筹资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00	
吸收投资收到的现金	14400.00	4000.00	0.00	-100.00
取得借款收到的现金	1420.00	10000.00	7500.00	129.82
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现金流入小计	15820.00	14000.00	7500.00	-31.15
偿还债务支付的现金	0.00	7505.00	1940.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1659.59	1766.09	2655.06	26.48
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现金流出小计	1659.59	9271.09	4595.06	66.40
筹资活动产生的现金流量净额	14160.41	4728.91	2904.94	-54.71
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	
五、现金及现金等价物净增加额	1361.67	-10715.40	30748.22	375.20
加：期初现金及现金等价物余额	17105.50	18467.17	7751.77	-32.68
六、期末现金及现金等价物余额	18467.17	7751.77	38499.99	44.39

附件 5 郴州市百福投资有限公司

2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	14849.47	22495.50	22695.09	23.63
加：资产减值准备	42.50	52.48	-15.90	
固定资产折旧及其他	9.45	12.46	30.80	80.51
无形资产摊销	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用摊销	0.00	2.24	24.24	
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	0.00	-0.88	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	0.00	0.00	1088.07	
投资损失	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	0.00	-0.26	0.07	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	1615.95	-163.39	-4436.29	
经营性应收项目的减少	-58134.91	-57673.94	-9359.48	
经营性应付项目的增加	28827.87	19893.20	17854.25	-21.30
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	-12789.67	-15381.71	27879.97	
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	18467.17	7751.77	38499.99	44.39
减：现金的期初余额	17105.50	18467.17	7751.77	-32.68
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	1361.67	-10715.40	30748.22	375.20

附件 6 郴州市百福投资有限公司

主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	1.49	0.69	0.61
存货周转次数 (次)	0.31	0.13	0.11
总资产周转次数 (次)	0.27	0.12	0.11
现金收入比率 (%)	3.88	31.07	81.85
盈利能力			
总资本收益率 (%)	7.43	4.52	3.92
总资产报酬率 (%)	6.01	3.92	3.39
净资产收益率 (%)	8.10	4.85	3.96
营业利润率 (%)	16.67	17.04	16.99
费用收入比 (%)	0.57	0.92	2.78
财务构成			
资产负债率 (%)	21.18	17.73	20.02
全部债务资本化比率 (%)	8.27	5.96	6.58
长期债务资本化比率 (%)	8.27	5.96	6.58
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)			19.15
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.45	0.63	0.58
经营现金债务保护倍数 (倍)	-0.39	-0.43	0.68
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.39	-0.43	0.68
流动比率 (倍)	7.11	7.99	6.95
速动比率 (倍)	1.80	1.64	1.73
现金短期债务比 (倍)			
经营现金流动负债比率 (%)	-19.54	-18.03	26.56
经营现金利息偿还能力 (倍)			22.24
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)			22.21
本期债券偿债能力			19.15
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.45	0.63	0.58

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。