

信用等级公告

联合 [2016]204 号

郴州市百福投资集团有限公司：

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 2016 年郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债券进行了主动评级，确定：

郴州市百福投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

郴州市百福投资集团有限公司拟发行的 2016 年郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：[Signature]
二零一六年三月十一日



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.unitedratings.com.cn>

2016 年郴州市百福投资集团有限公司 养老产业专项债券主动评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA_{pr}

评级展望：稳定

本次债券信用等级：AA_{pr}

本次债券发行额度：14.90 亿元

本次债券期限：10 年

偿还方式：按年付息；在本次债券存续期的第 3 至第 6 年末，每年按照发行总额 10% 的比例偿还本金，第 7 至 10 年末，每年按照发行总额 15% 的比例偿还本金

发行目的：用于项目建设和补充流动资金

评级时间：2016 年 3 月 11 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	68.20	72.99	151.97
所有者权益(亿元)	56.11	58.38	116.34
长期债务(亿元)	3.56	4.11	24.16
全部债务(亿元)	3.56	4.11	28.33
营业收入(亿元)	7.01	7.47	8.30
净利润(亿元)	2.25	2.27	2.19
EBITDA(亿元)	2.25	2.40	2.74
经营性净现金流(亿元)	-1.54	2.79	-5.27
营业利润率(%)	17.04	16.99	16.94
净资产收益率(%)	4.01	3.89	1.88
资产负债率(%)	17.73	20.02	23.45
全部债务资本化比率(%)	5.96	6.58	19.58
流动比率(倍)	7.99	6.95	12.53
EBITDA/全部债务(倍)	0.63	0.58	0.10
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.15	0.16	0.18

评级观点

联合信用评估有限公司（以下简称“联合评级”）对郴州市百福投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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，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对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司承建的项目的逐步竣工结算，公司收入和利润水平有望得到提升。公司未来经营前景良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设置提前分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。基于对公司主体长期信用状况及本次专项债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次专项债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 近三年来，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，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。

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。

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. 公司现金收入实现质量较差且稳定性弱，同时公司项目建设处于规模投入阶段，导致公司经营活动现金流量净额波动较大，未

来随着项目不断投入，公司对外融资压力将大幅上升。

3. 公司业务集中在郴州市，对郴州市未来的发展规划依赖程度较高，存在一定的业务集中风险。

4. 本次债券发行规模大，对公司现有债务影响大。本次债券偿付依赖募投项目预期收益，预期收益的实现在一定程度上将受当地经济发展水平、老年人消费能力及观念影响，收益的实现存在一定不确定性。

5. 募投项目未来形成现金流和每年需偿付债券本息尚未实现完全匹配，需要公司协调日常经营资金来保证本次债券的如期偿付。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

岳俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@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.unitedratings.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集团有限公司提供，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。联合评级、评级人员与郴州市百福投资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。

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集团有限公司主体及本次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。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

郴州市百福投资集团有限公司（以下简称“公司”）原名郴州市北湖区交通建设投资有限公司（以下简称“北湖交投”），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 月分别对北湖交投增资 12,000 万元和 4,000 万元。

2012 年 8 月，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，公司名称由“郴州市北湖区交通建设投资有限公司”更名为“郴州市百福投资有限公司”。

2014 年 7 月，北湖国资中心对公司货币增资 25,000 万元；2014 年 11 月，根据公司股东会决议，将北湖区国资中心持有部分股权划转至郴州市国资委。截至 2014 年底，公司注册资本 44,000 万元，实收资本 44,000 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。2015 年 1 月 13 日，公司更为现名。

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；土地开发与整理；城市基础设施投资、开发、经营及咨询服务；环境治理投资；建材销售。

截至 2014 年底，公司下设综合管理部、财务资产部、融资部和工程管理部等职能部门；公司纳入合并范围的子公司 4 家和孙公司 1 家；公司拥有员工 141 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 151.97 亿元，所有者权益合计为 116.34 亿元；2014 年公司实现营业收入 8.30 亿元，净利润 2.19 亿元；经营活动现金流量净额-5.27 亿元，现金及现金等价物增加额 8.83 亿元。

公司住所：郴州市北湖区骆仙西区；法定代表人：马军。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行 2016 年郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债券（以下简称“本次债券”），发行金额为 14.90 亿元，债券期限 10 年期。本次债券按年付息，分期偿还本金，在本次债券存续期的第 3 至第 6 年末，每年按照发行总额 10% 的比例偿还本金，第 7 至 10 年末，每年按照发行总额 15% 的比例偿还本金。

2. 募投项目概况

本次债券拟募集资金 14.90 亿元，其中 12.00 亿元用于郴州市百福综合养老产业项目，2.90 亿元用于补充流动资金。

（1）项目整体概况

本次债券的募投项目为郴州市百福综合养老产业项目，项目具体情况如下：

项目位于郴州市北湖区。项目建设内容为：项目集城乡基本养老、中端养老公寓、高端养老疗养为一体，为北湖区和郴州市老年人提供养老、体检、康复、疗养、住院于一体的现代化养老服务。项目整体可提供养老床位 2,720 张，康复养老床位 300 张，城区养老公寓 1,200 套，高端养老疗养套房 800 间。建设内容主要包括主体建安工程及配套的给排水、供配电、绿化、道路等附属工程。

项目总用地面积 513.92 亩，总建筑面积 40.17 万平方米，其中收购改造面积 11.12 万平方米，新建 29.05 万平方米。其中：

1) 乡镇养老中心用地 233.82 亩，总建筑面积 4.66 万平方米，包括收购改造面积 2.76 万平方米，新建 1.9 万平方米，设置养老床位 740 个。

2) 城区养老中心用地 118.6 亩，总建筑面积 9.31 万平方米，包括收购改造面积 5.51 万平方米，新建 3.8 万平方米，设置养老床位 1,980 个。

3) 百福养老公寓用地 95 亩，整体新建 17.1 万平方米，其中：地上建筑 14.16 万平方米，包括养老公寓 7.96 万平方米，老年康复医院 2.4 万平方米，图书馆和老年大学 0.8 万平方米，老年餐饮和活动中心 0.8 万平方米，家属探亲楼 1 万平方米（客房 200 间），配套商业 1.2 万平方米；地下车库 2.94 万平方米（地下车位 920 个）。项目设置养老公寓 1,200 套，养老康复医疗床位 300 张。

4) 龙女温泉养老疗养中心用地 66.5 亩，总建筑面积 9.1 万平方米，包括收购改造面积 2.85 万平方米，新建地上 4.85 万平方米，包括温泉疗养中心 4.8 万平方米，餐饮活动中心 1.4 万平方米，家属探亲楼 1.5 万平方米（客房 300 间）；地下车库 1.4 万平方米（地下车位 400 个），设置养老疗养套房 800 间。

项目总投资为 17.83 亿元，拟使用债券募集资金 12.00 亿元，建设单位自筹 5.83 亿元。

(2) 项目的建设意义

目前，郴州市养老床位均远低于《湖南省关于加快推进养老服务业发展的意见》（湘政发【2014】22 号）提出的实现养老床位数达到每千名老年人 35 张以上目标。项目建成后，将在一定程度上缓解郴州市的养老需求。同时，为加快郴州养老服务体系建立健全、大力推进老年社会福利事业发展、提高老年人生活质量、推动经济社会持续健康发展发挥积极作用。

(3) 项目审批情况

项目符合国家产业政策方向，已经通过了相关主管部门的审批，具体批复文件如表 1 所示：

表 1 郴州市百福综合养老产业项目审批表

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	郴州市发展和改革委员会《关于郴州市百福综合养老产业项目可行性研究报告的批复》	郴发改批【2015】37 号	2015 年 9 月 2 日
2	郴州市发展和改革委员会《关于郴州市百福综合养老产业项目节能评估报告书的批复》	郴发改发【2015】144 号	2015 年 9 月 1 日
3	郴州市环境保护局《郴州市百福综合养老产业项目环境影响报告表审批意见》	郴环审表【2015】47 号	2015 年 8 月 16 日
4	郴州市国土资源局《关于郴州市百福综合养老产业项目用地预审意见》	郴国土资预审字【2015】153 号	2015 年 8 月 18 日
5	郴州市规划局北湖分局《建设项目选址意见书》	郴规北（选）【2015】T2 号	2015 年 8 月 5 日

资料来源：公司提供

(4) 项目收益

项目收入包括四大部分：一是乡镇养老中心收入，二是城区养老中心收入，三是百福养老公寓收入，四是龙女温泉养老疗养中心收入。

乡镇养老中心收入

乡镇养老中心收入包含养老服务收入和当地财政补助收入。其中养老服务收入系根据《北湖

区 2014 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2014 年北湖区农村居民人均可支配收入 15,644 元，根据初步调查，乡镇老年人对价格较为敏感，养老收费在 700~900 元/月基本可以接受。本项目乡镇养老人均收费暂定为 840 元/人/月（含床位费 300 元，护理费 300 元，伙食费 240 元）。当地财政补助收入包括建设补贴和运营补贴两部分。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发【2015】4 号）规定，“对两区新建的民办养老机构，经考评验收合格的，市财政按每张床位 3,000 元的标准一次性给予资助”，项目根据当年开设的床位数计算财政建设补贴。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发【2015】4 号）规定，“每收住一名本市户籍 60 岁以上老人，给予每月 50 元的运营补贴”，本项目根据当年入住的人数计算运营补贴。

城区养老中心收入

城区养老中心收入包括养老中心服务收入、日间照料中心服务收入及当地财政补助收入。其中养老中心服务收入根据《北湖区 2014 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2014 年北湖区城镇居民人均可支配收入 25,842 元。通过调查城区郴江敬老院，其收费为生活自理（60 岁以上）1,360 元/月，半自理（70 岁以上）1,460 元/月，包含房费、水电费、生活费，提供搞卫生、送饭送水服务。根据初步调查，城区老年人对养老更关注所提供的服务，收费在 1,300~1,600 元/月基本可以接受。本项目城区养老人均收费暂定为 1,500 元/人/月（含床位费 450 元，护理费 600 元，伙食费 450 元）。

日间照料中心服务收入系对日间家里无人照料能够“走出去”的老年人，提供所需服务，包括就餐、看护、休息等，为老年人提供健身锻炼、康复保健和应急救助等服务，并为老年人提供学习、娱乐、聊天和文体活动等活动。参照一般日照中心费用标准：早餐 3 元、午餐 9 元、服务费 400 元/月，共计 760 元/月。

当地财政补助收入包括建设补贴和运营补贴两部分。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发【2015】4 号）规定，“对两区新建的民办养老机构，经考评验收合格的，市财政按每张床位 3,000 元的标准一次性给予资助”，本项目根据当年开设的床位数计算财政建设补贴。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发【2015】4 号）规定，“每收住一名本市户籍 60 岁以上老人，给予每月 50 元的运营补贴”，本项目根据当年入住的人数计算运营补贴。

百福养老公寓收入

养老公寓收入包括出租收入、销售收入、经营收入和财政补助收入。

出租收入：项目开发的养老公寓、配套商业、配套服务中心、地下车位均可用于出租。通过同地段物业市场调查，相关租金预计为：养老公寓，20 元/平方米/月；配套商业，50 元/平方米/月；配套服务中心，35 元/平方米/月；地下车位，200 元/个/月。

销售收入：项目开发的配套商业部分用于销售，当年未销售的商业用于出租。根据市场调查，商业销售单价按 15,000 元/平方米计算。

经营收入包括养老护理收入，探亲家属住宿及餐饮收入和养老康复医疗合作经营收入。养老护理收入，按当年入住养老公寓 30% 计算养老护理收入，单价为 1,500 元/人/月；探亲家属住宿及餐饮收入，探亲家属楼设置 200 间，人均消费按 200 元/人/天计算。

养老康复医疗合作经营收入，百福养老公寓建设 2.4 万平方米的老年康复医院，设置康复床位 300 张，计划与郴州市第三人民医院合作经营。目前，郴州市第三人民医院开设 900 张床位，年营业收入逾 7 亿元，年利润逾 2 亿元。项目开设床位 300 张，参照郴州市第三人民医院收益水

平，年营业收入逾 2 亿元，年利润逾 6,000 万元，按 5: 5 利润分成，年合作经营收入 3,000 万元。

当地财政补助收入包括建设补贴和运营补贴两部分，根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发【2015】4 号）规定，“对两区新建的民办养老机构，经考评验收合格的，市财政按每张床位 3,000 元的标准一次性给予资助”，本项目根据当年开设的床位数计算财政建设补贴。根据郴州市人民政府《关于加快推进养老服务业发展的实施意见》（郴政发【2015】4 号）规定，“每收住一名本市户籍 60 岁以上老人，给予每月 50 元的运营补贴”，本项目根据当年入住的人数计算运营补贴。

龙女温泉养老疗养中心收入

龙女温泉养老疗养中心收入包括养老住宿收入、养老餐饮收入、养老其他配套收入和探亲家属住宿及餐饮收入。

养老住宿收入，该中心养老客房 800 间，考虑养老中心推向市场需一定的市场培育周期，建成后第一年按 358 元/间/天计算，未来年限将保持一定的收费增长；养老餐饮收入，根据养老住宿人数计算年餐饮接待人数，人均消费按 100~150 元/人/天计算；养老其他配套收入，包括温泉疗养、棋牌娱乐、健身运动等，按养老餐饮人数的 40%计，人均消费按 80~100 元/人/次计算；探亲家属住宿及餐饮收入，探亲家属楼设置 300 间，人均消费按 300 元/人/天计算。

表 2 郴州市百福综合养老产业项目收益和现金流测算表 (单位: 亿元)

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	0.09	0.16	1.69	2.32	3.00	3.40	3.46	3.24	3.24	3.24
乡镇养老中心收入	0.02	0.04	0.05	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
城区养老中心收入	0.07	0.12	0.18	0.24	0.29	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
百福老年公寓	--	--	0.76	0.85	0.94	1.02	1.00	0.78	0.78	0.78
龙女温泉养老疗养中心	--	--	0.69	1.17	1.69	2.02	2.10	2.10	2.10	2.10
回收固定资产余值	--	--	--	--	--	--	--	--	--	13.87
现金流入	0.09	0.16	1.69	2.32	3.00	3.40	3.46	3.24	3.24	17.10
总成本费用	0.03	0.05	0.67	2.21	2.36	2.37	2.30	2.01	1.94	1.81
税金及附加	--	--	0.08	0.11	0.14	0.17	0.17	0.16	0.16	0.16
利润总额	0.06	0.11	0.94	0.01	0.50	0.86	0.99	1.01	1.14	1.27
所得税	--	--	0.09	0.01	0.05	0.09	0.10	0.10	0.11	0.13
税后利润	0.06	0.11	0.85	0.01	0.45	0.78	0.89	0.91	1.03	1.14

资料来源：联合评级根据《郴州市百福综合养老产业项目可行性研究报告》整理

(5) 项目进度情况

本项目建设工期 36 个月，项目正在做初步设计、土地平整等前期准备工作，预计将于 2019 年完工。

3. 本次募投项目专项分析预测

由预测表可看出，该项目在运营期内收入主要来源于城区养老中心收入、百福老年公寓及龙女温泉养老疗养中心收入。整体看该项目预计在本次债券存续期内能够实现合计收入约 23.84 亿

元，税后利润合计 6.21 亿元。整体项目收入能够覆盖本次债券募集资金 14.90 亿元。但联合评级也关注到，本次募投项目预期收益的实现在一定程度上将受当地经济发展水平、老年人消费能力及观念影响而存在一定不确定性。

总体看，本次募投项目的收益能够较好的覆盖本次债券募集资金，但预期收益的实现有一定的不确定性。

三、行业及区域经济环境

公司为郴州市城镇化重点基础设施建设的投融资主体，主营业务属于一级土地开发与城市基础设施建设行业。

1. 一级土地开发行业分析

（1）行业概况

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。

（2）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3 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。

(3) 土地出让

土地开发完成后，主要出让给房地产企业用于开发建设，受地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响很大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2015年全国土地转让延续2014年的延缓格局，推地面积与成交面积均较2014年有较大下滑；年内成交量保持低位运行，降幅大于供应量，住宅、商办用地降幅较大。

表4 2012年~2015年全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

	2012年	2013年	2014年	2015年
推出面积	158,084	177,964	135,659	113,235
同比	-8%	13%	-24%	-18%
成交面积	119,595	143,569	104,032	85,671
同比	-15%	20%	-28%	-21%
出让金	19,504	31,305	23,412	21,793
同比	-13%	61%	-25%	-10%
楼面均价	942	1,174	1,234	1,384
同比	-1%	25%	5%	14%
土地平均溢价率	8%	16%	10%	16%
同比	下降4个百分点	上升8个百分点	下降6个百分点	上升6个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

总体上看，在去库存与融资困难的压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地成交量出现较大下滑。尽管一线城市楼面均价与溢价率仍然保持在较高水平，全国土地出让市场降温趋势不变。

（4）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，二级房地产市场开始低迷，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。

（5）行业关注

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本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。

政府政策的风险

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。

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

一级开发与政府关系紧密，各市、区情况差异很大，前景较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，假如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。

（6）行业发展

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—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。此外，龙头企业参与土地一级开发，在取得稳定收益的同时，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。

2. 城市基础设施建设行业分析

(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、加强区域交流与合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。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。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(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公司通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施投资建设速度猛增，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公司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，严控公司债风险。

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公司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公司贷款风险管控工作。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 年政府融资公司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公司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、省会城市融资公司和从事保障房、公路类融资公司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，融资公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

总体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资公司得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资公司逐步出现两极分化，有条件的公司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，无条件的公司将出现功能弱化，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续管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 区域经济情况

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。

郴州市资源丰富，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。

郴州市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《2014年郴州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014年郴州市地区生产总值1,872.6亿元，按可比价计算，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1,064.1亿元，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。

随着经济的持续发展，郴州市财政收入也呈较快增长态势。2014年，郴州市全口径一般公共预算收入171.69亿元，较上年增长17.2%，其中税收收入76.3亿元、增长6.4%，非税收入95.3亿元、较上年增长27.4%。

表 5 2012~2014 年郴州市全口径地方财力情况表（单位：亿元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
（一）地方一般预算收入	119.68	146.54	171.69
其中：税收收入	62.58	71.72	76.34
非税收入	57.10	74.82	95.34
（二）转移支付和税收返还收入	127.93	153.70	174.22
1. 一般性转移支付	65.98	73.47	79.22
2. 专项转移支付收入	52.46	70.52	84.83
3. 税收返还收入	9.48	9.71	10.17
（三）国有土地使用权出让收入	40.11	42.48	66.55
1. 国有土地使用权出让金	37.49	42.24	66.30
2. 国有土地收益基金	0.05	0.21	0.22
3. 农业土地开发资金	0.02	0.03	0.03
4. 新增建设用地有偿使用费	2.55	--	--
（四）预算外财政专户收入	3.77	3.76	3.56
地方可控财力	291.48	346.48	416.02

资料来源：郴州市财政局

郴州市地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，郴州市全口径地方政府债务余额为266.06亿元，主要为直接债务（占比89.29%）；郴州市政府债务率为63.95%。

郴州市地方政府债务总体水平一般。

表 6 截至 2014 年底，郴州市全口径地方政府债务情况（单位：亿元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	237.57	（一）地方一般预算收入	171.69
1、外国政府贷款	--	1、税收收入	76.34
2、国际金融组织贷款	0.60	2、非税收入	95.34
3、国债转贷资金	0.23	（二）转移支付和税收返还收入	174.22
4、农业综合开发借款	0.04	1、一般性转移支付收入	79.22
5、解决地方金融风险专项借款	0.42	2、专项转移支付收入	84.83
6、国内金融机构借款	94.18	3、税收返还收入	10.17
（1）政府直接借款	22.54	（三）国有土地使用权出让收入	66.55
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	71.65	1、国有土地使用权出让金	66.30
7、债券融资	13.15	2、国有土地收益基金	0.22
（1）中央代发地方政府债券	13.15	3、农业土地开发资金	0.03
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	--	4、新增建设用地有偿使用费	--
8、粮食企业亏损挂账	3.18	（四）预算外财政专户收入	3.56
9、向单位、个人借款	3.78		
10、拖欠工资和工程款	104.01		
11、其他	17.98		
（二）担保债务余额	56.97		
1、政府担保的外国政府贷款	--		
2、政府担保的国际金融机构借款	0.51		
3、政府担保的国内金融机构借款	13.28		
4、政府担保的融资平台债券融资	41.00		
5、政府担保向单位、个人借款	0.88		
6、其他	1.29		
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	266.06	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	416.02
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			63.95%

资料来源：郴州市财政局

4. 北湖区经济和财力概况

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。

根据《北湖区 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年北湖区实现生产总值 296.01 亿元，按可比价计算，比上年增长 10.9%；其中第一产业增加值 9.55 亿元，比上年增长 4.8%；第二产业增加值 105.61 亿元，比上年增长 10.1%；第三产业增加值 180.85 亿元，比上年增长 11.9%；三次

产业结构由上年的3.2: 36.8: 59.9发展为3.2: 35.7: 61.1。

2014年，北湖区固定资产投资273.43亿元，比上年增长22.5%，其中第一产业投资2.26亿元，下降8.6%；第二产业投资86.41亿元，增长32.0%；第三产业投资184.76亿元，增长21.1%。

北湖区公共财政收入17.94亿元，比上年增长13.1%，其中地方财政收入14.25亿元，比上年增长17.2%，税收收入4.82亿元，增长8.6%，非税收收入9.43亿元，增长22.2%。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司由北湖国资中心于2009年12月4日出资成立；2012年8月9日，北湖国资中心将持有公司51%的国有股权划转给郴州市国资委。截至2014年底，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9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，公司作为郴州市重要基础设施投融资主体，郴州市政府对公司职能定位明确，业务区域垄断性强。同时公司作为湘江重金属污染治理工程投资主体，投资污染治理项目受中国各级政府支持，业务独特性和重要性突出。

2. 人员素质

截至2014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。曾任北湖区鲁塘镇工作任计生办主任；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2014年底，公司拥有在职人员141人，从学历构成来看，本科及以上学历人员占55%，大专学历人员占37%，高中及中专学历人员占8%；从年龄结构看，30岁及以下人员占16%，30~50岁员工占65%，50岁及以上人员占19%。公司员工整体素质较高，年龄结构合理。

总体看，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。

3. 外部支持

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 2012 年 6 月与 2014 年 7 月以货币形式对对公司增资 4,000 万元和 25,000 万元，截至 2014 年底，公司注册资本 44,000 万元，实收资本 44,000 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 112.30 亿元；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 年和 2014 年度各年注入土地资产评估价值中的 1 亿元、2 亿元、2.5 亿元和 3 亿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 7 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 （亿元）	政策文件名称
2010 年	郴国用 2010 第 0321 号	95.72	商服用地	出让	1.35	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	1.68	
	郴国用 2010 第 0369 号	263.78	商服用地	出让	2.38	
	郴国用 2010 第 0561 号	463.35	商服用地	出让	8.58	
	郴国用 2010 第 0771 号	195.76	商住用地	出让	2.45	
	郴国用 2010 第 0772 号	99.69	商住用地	出让	1.43	
	小计	1,237.49	--	--	17.87	
2011 年	郴国用 2011 第 0516 号	897.02	商住用地	出让	5.84	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	5.96	
	郴国用 2011 第 0729 号	779.72	商住用地	出让	5.07	
	小计	2,593.30			16.87	
2012 年	郴国用 2012 第 0517 号	165.94	商服用地	出让	1.45	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	1.72	
	郴国用 2012 第 0653 号	375.96	商服用地	出让	3.73	
	郴国用 2012 第 0671 号	135.58	商服用地	出让	2.36	
	郴国用 2012 第 0682 号	350.53	商服用地	出让	3.91	
	郴国用 2012 第 0683 号	368.80	商服用地	出让	4.12	
	郴国用 2012 第 0684 号	157.27	商服用地	出让	2.01	
	小计	1,703.72	--	--	19.29	
2014 年	郴北国用 2014 第 0052 号	283.84	商服用地	出让	2.83	北湖区政府《关于将我区经营性土地资产注入郴州市百福投资集团有限公司的通知》（北政发[2014]122 号
	郴北国用 2014 第 0063 号	1,195.2	商服用地	出让	13.90	
	郴北国用 2014 第 0072 号	1,669.5	商服用地	出让	19.10	
	郴北国用 2014 第 0078 号	267.13	商服用地	出让	11.24	
	郴北国用 2014 第 0085 号	466.35	商服用地	出让	5.28	
	郴北国用 2014 第 0095 号	257.58	商服用地	出让	5.93	
	小计	4,139.6	--	--	58.27	
合计		9,674.11	--	--	112.31	

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公司承建项目支持力度大。

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集团有限公司款项情况的说明》（郴政函【2015】94号），截至2014年底，郴州市北湖区财政局和郴州市北湖区下属有关单位欠公司款项合计金额为13.95亿元，其中应收账款账面价值12.64亿元，其他应收款账面价值1.31亿元。

郴州市政府安排北湖区政府将郴州大道北湖段华塘镇境内沿线两厢划定为道路扩建工程筹资专项用地等6宗共计1,487.66亩土地未来出让净收益用于支付剩余的款项；上述6宗土地出让后预计可获得净收益15.70亿元，郴州市将于2015~2017年将土地出让净收益15.70亿元（若未来实现土地出让收益大于欠款合计数13.95亿元，则偿还实际欠款金额）逐年拨付给公司，其中2015年~2017年分别为5.23亿元、6.59亿元和3.88亿元，如果未来土地市场发生波动，相关土地不能按照上述计划出让，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。

财政补贴与税收优惠

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郴州市万利建设投资有限公司（以下简称“万利建设”）财政补贴。2012~2014年公司分别获得财政补贴0.90亿元、0.71亿元和0.97亿元，同期子公司万利建设分别获得0.23亿元、0.50亿元和0.30亿元。

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，政府在资本金、资产、项目、财政补贴和税收等多个方面给予公司支持，支持力度较大。

五、公司管理析

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13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。

总体看，公司高层管理人员管理经验较为丰富，素质较好，能够满足日常工作需要。

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，内容主要涵盖财务管理制度、资金管理等方面。

财务管理方面，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。

子公司管理方面，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。

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。

2012~2014 年，公司主营业务收入分别为 6.95 亿元、7.42 亿元和 8.25 亿元，呈逐年增加趋势，2014 年公司主营业务收入 8.25 亿元，同比增长 11.17%，收入构成变为以土地开发整理为主（占比 65.31%）主营业务收入占营业收入比重为 99.37%，主营业务比重较低。主营业务构成方面，2012~2014 年，土地开发整理业务 2.97 亿元、3.19 亿元和 5.38 亿元，复合增长 34.67%。

毛利率方面，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%。公司拥有的客房出租等形成少量其他业务收入，2014 年实现收入 524.10 万元。

表 8 近三年公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 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	3.98	57.26	16.67	4.23	56.96	16.67	2.86	34.69	16.67
土地开发与整理	2.97	42.74	16.67	3.19	43.04	16.67	5.39	65.31	16.67
合计	6.95	100.00	16.67	7.42	100.00	16.67	8.25	100.00	16.67

资料来源：公司提供

总体看，公司主营业务收入逐年上升，并且土地开发与整理业务收入占比不断提高，但由

于公司与政府签订的协议限制，公司毛利率固定，盈利空间有限。

2. 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。

公司工程项目建设模式：根据郴州市北湖区人民政府【2010】3号和郴州市人民政府、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》文件，公司负责北湖区和郴州市中心城区的城市基础设施建设和土地整理业务，公司通过自有资金和项目贷款进行项目前期投资建设，对其所承建项目政府按年度进行审计，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（按照成本加成20%管理费用）确认当年公司工程建设收入，同时结转营业成本。回款方面，约定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%，管理服务需当年全部支付。

账务处理方面：公司在项目建设投入款项在“存货-开发成本”科目体现，根据年度结算金额确认收入并结转成本，公司收到的代建款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”，尚未收回的款项体现在“应收账款”或者“长期应收账款”科目。

近三年公司的工程建设业务分别确认收入为3.98亿元、4.23亿元和2.86亿元，其中2012和2013年度主要投入并结算的项目系南岭大道南段提质改造工程项目和郴资桂大道北湖段改扩建工程项目；2014年度公司主要投入并结算的项目为南岭大道南段提质改造工程项目、凤凰大道工程及郴资桂大道北湖段改扩建工程。

回款方面，2012~2014年公司实际收到工程建设和土地开发款项分别为2.12亿元、6.06亿元、5.50亿元，另2012年度根据北湖区政府出具确认注入公司性土地资产评估结果的批复文件，北湖区政府2012年注入土地资产评估价值中的2.50亿元用于支付北湖区财政局应付的代建工程款。2014年公司收到回款中包含工程建设项目回款3.88亿元（含政府承诺于2014年度支付公司的应付公司款项3.29亿元）。

总体看，受政府拨付资金进度影响，公司工程建设收入现金实现质量较差。

3. 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9,800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。公司土地开发业务运作模式和账务处理方式与工程建设类似。

2012~2013年公司土地开发与整理收入逐年增长，金额分别为2.97亿元、3.19亿元及5.39亿元。2012年度和2013年度投入并结算的项目主要系万华汽车城项目、汇景新城项目、鲁塘镇土地复垦工程及万华机电市场等项目。2014年公司完成土地开发与整理项目大幅增长，主要投入并结算的项目包括人民医院康复中心、高壁综合大市场和龙女景区民俗文化园等项目。回款方面，

2014 年度土地整理业务收到回款 1.67 亿元。

总体看，近年来公司土地开发与整理业务板块收入增长幅度较大，逐渐成为公司主要的收入来源，未来对公司盈利能力形成良好的支撑。

4. 公司在建及拟建项目情况

截至 2014 年底，公司主要在建及拟建项目系 X090 线郴桂公路北湖段工程、凤凰大道工程、北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理工程等项目、西河治理及风光带建设工程等项目，合计总投资金额为 37.29 亿元，截至 2014 年底已投入金额为 7.38 亿元，未来需投入金额为 29.42 亿元。

总体看，公司未来外部融资压力较大。

表 9 截至 2014 年底，公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元；%）

项目名称	项目建设内容	总投资	建设周期	工程完工进度	已投资	未来需投入资金
在建项目						
X090 线郴桂公路北湖段工程	基础设施建设	17,788.00	24 月	62.32	11,093.00	6,700.00
凤凰大道工程	基础设施建设	4,200.00	12 月	40.48	1,700.00	2,500.00
高壁综合大市场项目	土地整理开发	9,000.00	3 年	65.00	5,888.00	3,100.00
万华汽车城项目	土地整理开发	28,000.00	3 年	95.00	27,210.00	800.00
北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理工程	湘江流域重金属污染综合治理	44,550.00	18 月	66.00	17,999.99	26,000.00
郴州市南岭大道提质改造工程建设	基础设施建设	94,533.00	18 月	64.00	7,359.76	87,000.00
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	湘江流域重金属污染综合治理	43,212.30	23 月	20.00	--	40,000.00
郴州市北湖区海泉水厂周边遗留尾矿治理项目	湘江流域重金属污染综合治理	43,903.21	33 月	14.00	2,500.00	40,000.00
合计		285,186.51			73,750.75	206,500.00
拟建项目						
S212 华塘大道、花坪大道、黎家洞至小埠公路	基础设施建设	35,000.00	24 月	--	--	35,000.00
五星大道工程	基础设施建设	22,000.00	18 月	--	--	22,000.00
福泉大道工程	基础设施建设	8,000.00	18 月	--	--	8,000.00
西河治理及风光带建设工程	水利、道路、绿化工程	22,700.00	12 月	--	--	22,700.00
小计		87,700.00	--	--	--	87,700.00
合计		372,886.51	--	--	73,750.75	294,200.00

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2012~2014 年，公司总资产周转次数分别为 0.10 次、0.11 次和 0.07 次，存货周转次数分别为 0.11 次、0.11 次和 0.08，总资产周转次数与存货周转次数在 2012 年与 2013 年整体保持较为稳定，但在 2014 年均略有下降，主要系公司在建工程增加使得公司资产与存货增长较快所致，整体水平较低。

总体看，公司经营效率一般。

6. 经营关注

政策风险

由于公司自身属于地方政府投融资公司，公司经营规模受区域政策和发展规划影响较大，未来若宏观政策环境发生变化或郴州市配套项目建设情况不及预期，将对公司的财务状况、营业规模与盈利能力带来不利影响。

融资风险

公司目前的自建与拟建项目较多，大部分项目处于项目建设初期，需要投入的资金较大，未来公司对外融资压力较高。

7. 未来发展

公司未来将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。

公司将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。并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。

总体看，公司未来发展规划明确，完善治理结构与管理体制等，增强公司的盈利能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2012~2014 年三年连审合并报表审计报告，并出具了标准无保留审计意见。从合并报表范围看，2011 年公司合并报告范围内仅有 1 家子公司郴州市万利建设投资有限公司；公司分别于 2012 年 9 月、2013 年 7 月，出资设立郴州市北湖区道达房地产开发有限公司、郴州市柳毅山庄温泉酒店有限公司，注册资本分别为 1,200 万元和 30 万元。公司于 2014 年 1 月 15 日出资设立全资子公司郴州市北湖区保障性安居工程投资有限公司（出资 15,000 万元）。子公司郴州市柳毅山庄温泉酒店有限公司于 2014 年 9 月出资 5 万元设立全资子公司郴州龙女物业管理有限公司。截至 2014 年底公司共拥有 4 家子公司、1 家孙公司，均为全资下属公司。2012~2014 年，公司合并范围虽有所变化，但考虑到合并公司规模较小对财务可比性影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 151.97 亿元，所有者权益合计为 116.34 亿元；2014 年公司实现营业收入 8.30 亿元，净利润 2.19 亿元；经营活动现金流量净额-5.27 亿元，现金及现金等价物增加额 8.83 亿元。

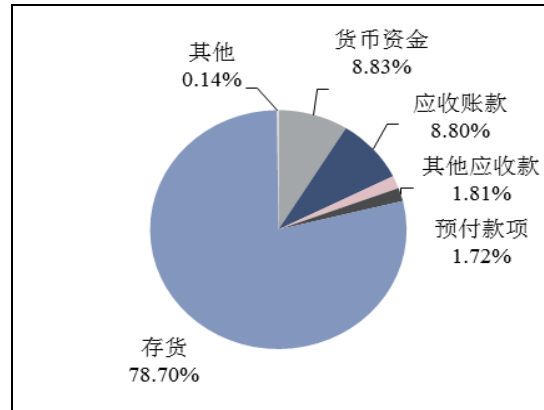
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，复合增长 49.28%。截至 2014 年底，公司资产总额为 151.97 亿元，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。其中，流动资产占比 94.55%，较 2013 年下降 5.43 个百分点，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈快速增长趋势，复合增长 45.17%，截至 2014 年底，公司流动资产为 143.69 亿元，主要由货币资金（占比 8.83%）、应收账款（占比 8.80%）、其他应收款（占比 1.81%）和存货（占比 78.70%）构成，如下图所示。

图 1 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年公司货币资金快速增长，复合增长 304.48%，主要由于公司 2014 年发行的企业债券到账所致。截至 2014 年底，公司货币资金 12.68 亿元，其中无受限资金。

2012~2014 年公司应收账款波动增长，复合增 4.68%。截至 2014 年底，公司应收账款为 12.65 亿元，主要为应收郴州市北湖区财政局工程建设项目价款（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），占比 99.95%，由于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。其他款项按信用风险特征组合计提坏账准备 1.00%。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增长，资金营运压力大。根据《郴州市人民政府关于应付郴州市百福投资集团有限公司款项情况的说明》（郴政函【2015】94 号），截至 2014 年底，郴州市北湖区财政局和郴州市北湖区下属有关单位欠公司款项合计金额为 13.95 亿元，其中应收账款账面价值 12.64 亿元，其他应收款账面价值 1.31 亿元。

郴州市政府安排北湖区政府将郴州大道北湖段华塘镇境内沿线两厢划定为道路扩建工程筹资专项用地等 6 宗共计 1,487.66 亩土地未来出让净收益用于支付所欠款项；上述 6 宗土地出让后预计可获得净收益 15.70 亿元，郴州市将于 2015~2017 年将土地出让净收益 15.70 亿元（若未来实现土地出让收益大于欠款合计数 13.95 亿元，则偿还实际欠款金额）逐年拨付给公司，其中 2015 年~2017 年分别为 5.23 亿元、6.59 亿元和 3.88 亿元，如果未来土地市场发生波动，相关土地不能按照上述计划出让，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。

随着公司工程项目推进，公司预付账款规模波动增长，截至 2014 年，公司预付账款为 2.47 亿元，复合增长 424.83%，主要为预付项目工程款，预付账款单位包括北湖区干线公路改造开发公司、郴州市财政局、北湖区廉租住房项目建设指挥部和新宏基房地房公司等，合计占比为 99.72%。

公司其他应收款近三年呈波动增长趋势，复合增长 30.00%。截至 2014 年底，公司其他应收款账面价值为 2.60 亿元，比上年增加 87.92%，主要系新增与郴州市槐海投资开发有限公司往来款 0.63 亿元及高壁大市场项目指挥部的拆迁往来款 0.45 亿元。从账龄看，1 年以内占 58.74%，1~2

年的占 5.55%，2~3 年的占 4.76%，3~4 年的占 10.73%，4~5 年的占 5.75%，5 年以上占 14.47%。公司计提坏账准备金额为 262.53 万元，计提比例 1%。从集中度来看，其他应收款前五名占账面价值的 78.81%，集中度较高。

表 10 公司其他应收款前 5 名情况

单位名称	金额（亿元）	占其他应收款比例（%）
郴州是槐海投资开发有限责任公司	0.63	24.05
郴州市北湖区工业园	0.60	23.09
高壁大市场项目指挥部	0.45	17.12
郴州市翰鼎实业有限公司	0.21	8.08
龙女寺遗留问题专门工作组办公室	0.17	6.48
合计	2.05	78.81

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司存货快速增长，复合增长 44.41%。截至 2014 年，公司存货 113.08 亿元，其中土地资产账面余额 112.90 亿元，用于存续期债券抵押增信的土地账面价值为 31.95 亿元，另有 0.59 亿元土地已经用于抵押贷款。2013 年公司以招拍挂方式购入工业用地 380 亩，账面价值 0.59 亿元；2014 年根据关于将《北湖区经营性土地资产注入郴州市百福投资有限公司的通知》（北政发【2014】122 号），郴州市北湖区人民政府向公司注入 4,139.61 亩经营性土地资产，账面价值 58.27 亿元。上述土地均为出让地并已办理国有土地使用权证。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产分别为 0.16 亿元、0.15 亿元和 8.28 亿元，2014 年非流动资产主要由持有至到期投资（占比 11.78%）、长期应收款（占比 63.21%）、在建工程（24.77%）构成，2014 年较 2013 年大幅增长主要是由于公司新增长期应收款和在建工程所致。

截至 2014 年底，公司新增持有至到期投资 0.98 亿元，全部为银行结构化存款；公司新增长期应收款 5.23 亿元，主要为湘江流域重金属污染治理及其配套设施项目款，因工程回收期长计入该科目；公司新增在建工程 2.05 亿元，为建设北湖区石盖塘有色冶炼区重金属污染综合治理与海泉水长周边历史遗留尾矿治理两个项目的工程款项。

总体看，随着公司业务规模扩大以及政府土地资产的注入，近年来公司资产增长迅速；公司应收款项及存货规模占流动资产比例较大，对资金占用较大；资产流动性仍较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债快速增长，复合增长 71.67%，主要是新增应付债券和长期借款所致。截至 2014 年底，公司负债合计 35.63 亿元，较 2013 年底增加 143.84%，主要系非流动负债大幅增长所致。负债结构中流动负债占 26.58%，较上年下降 36.99 个百分点，非流动负债占 73.42%，公司负债结构从以流动负债为主变为以非流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债持续增长，复合增长 15.95%，主要系短期借款和其他应付款增长所致。截至 2014 年底，公司流动负债合计 11.47 亿元，主要由其他应付款（占比 62.04%）、一年内到期的非流动负债（占比 18.57%）应付账款（占比 13.35%）和短期借款（占比 4.14%）构成。

截至 2014 年底，公司新增短期借款 0.48 亿元，全部为子公司郴州万利建设投资有限公司以购买的银行结构化存款质押取得的借款。

2012~2014 年，公司应付账款波动下降，三年分别为 3.63 亿元、3.92 亿元和 1.53 亿元，波动原因主要系工程款项结算周期不同所致。

2012~2014 年，公司其他应付款持续增长，三年分别为 4.85 亿元、6.51 亿元和 7.00 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。从集中度看，其他应付款其五名金额共计 3.93 亿元，占应收账款总额的 56.11%，集中度较高。

表 11 公司其他应付款前五名（单位：亿元，%）

单位名称	金额	占比
郴州市第三人民医院	1.57	22.42
郴州市第一人民医院	0.80	11.45
郴州市鹏峰汽车产业园管理有限公司	0.66	9.38
郴州三和有色金属有限公司	0.60	8.57
郴州达康房地产开发有限公司	0.30	4.28
合计	3.93	56.11

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，复合增长 160.61%，截至 2014 年底，公司非流动负债合计 24.16 亿元，主要是应付债券和长期借款的增加所致。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，复合增长 33.49%，截至 2014 年底，公司长期借款合计 6.34 亿元，其中抵押借款占比 66.42%，质押借款占比 17.86%，信用借款占比 8.69%，保证借款占比 7.02%。

截至 2014 年底，公司应付债券 17.82 亿元，系公司于 2014 年 8 月成功发行的“14 郴州百福债/14 郴百福”募集到账资金。

公司负债中有息债务占比较高；2012~2014 年，由于一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券的增加，公司全部债务规模持续扩张，复合增长 182.23%。截至 2014 年底，公司全部债务余额 28.33 亿元，其中短期债务占 14.74%，长期债务占 85.26%；公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率呈上升趋势，分别为 17.20%、19.58% 和 23.45%，较上年分别上升 10.62 个百分点、13.00 个百分点和 3.43 个百分点，但整体债务负担仍处于较轻水平。

总体看，随着公司业务的推进及融资资金到位，公司债务规模大幅增长，但整体负债水平低，债务负担较轻。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

2012~2014 年，随着资本公积的增加，公司所有者权益快速增长，复合增长 44.00%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 116.34 亿元，同比增长 92.29%。所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 3.78%、89.93%、0.57% 和 5.72%。

2012~2014 年，公司实收资本有所增长，三年分别为 1.90 亿元、1.90 亿元和 4.40 亿元，2014 年产生较大增长，主要系 2014 年北湖国资中心对公司货币增资 2.50 亿元。

2012~2014 年，公司资本公积快速增长，三年分别为 49.35 亿元、49.35 亿元和 104.63 亿元。2014 年公司资本公积大幅增长主要为根据北政发【2014】122 号及北政函【2014】123 号注入公

司经营性土地资产形成资本公积 55.27 亿元。

总体看，近三年公司整体权益增长较快，其中 2014 年度公司获得货币增资及注入土地资产，权益规模大幅增加，同时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。2012~2014 年，公司主营业务收入保持稳定增长，复合增长 8.84%。2014 年，公司实现营业收入 8.30 亿元，同比增长 11.12%，主要是土地开发整理业务收入增长。

近三年，公司营业成本复合增长 8.91%，增长幅度略高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，公司营业利润率基本保持稳定，2012~2014 年公司营业利润率分别为 17.04%、16.99%和 16.94%。

2012~2014 年，公司期间费用分别为 645.63 万元、2,077.31 万元和 4,766.87 万元，主要由于财务费用中的利息支出大幅上升所致。2012~2014 年，公司销售费用分别为 292.24 万元、271.38 万元和 284.29 万元，销售费用整体保持较为稳定。公司管理费用呈上涨趋势，2014 年为 653.95 万元，复合增长 32.26%。2012~2014 年，公司财务费用分别为-20.48 万元、1,226.85 万元和 3,828.63 万元，涨幅较大，主要是由于公司债务规模不断扩大导致利息支出增加所致。2012~2014 年公司期间费用占营业收入比例分别为 0.92%、2.78%和 5.74%。整体看，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，2012~2014 年公司营业外收入分别为 1.13 亿元、1.21 亿元和 1.27 亿元，其中获得的政府补助占营业外收入比分别为 100.00%、99.72%和 99.85%。2012~2014 年，公司利润总额复合减少 1.39%，主要由于公司期间费用大幅上升所致。2014 年公司实现利润总额 2.19 亿元，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和净资产收益率基本波动下降，2014 年公司总资本收益率、净资产收益率分别为 1.89%和 1.88%，2014 年都主要因政府注入大量土地资产，公司资产规模大幅上升导致盈利指标下降。

总体看，公司营业收入持续增长，但受与政府签订协议限制，利润水平提升空间有限，营业外收入是公司利润的重要补充，公司期间费用控制能力较好。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司销售商品提供劳务收到的现金分别为 2.18 亿元、6.11 亿元和 5.55 亿元；同期，公司现金收入比分别为 31.07%、81.85%和 66.91%，其中 2012 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，整体公司现金收入质量有待提高。2012~2014 年公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 2.96 亿元、3.01 亿元和 1.43 亿元，主要是和其他单位往来款和收到财政性补贴。2012~2014 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 6.53 亿元、6.24 亿元和 11.37 亿元，2014 年较上年大幅增长主要系支付以前年度工程款所致。2012~2014 年公司经营活动现金流量净额分别为-1.54 亿元、2.79 亿元和-5.27 亿元。总体看，公司现金收入实现质量较低且稳定性弱，同时公司项目建设处于规模投入阶段，导致公司经营活动现金流量净额波动较大。

投资活动方面，公司目前投资活动产生现金流入极小，2012~2014 年公司投资活动现金流出量分别为 62.60 万元、37.57 万元和 82,688.78 万元，2014 年的投资活动流出主要系支付募投项目工程款和购买银行到期理财产品支付款项。同期，公司投资活动现金流净额分别为-62.60 万元、-36.69 万元和-82,688.78 万元。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入分别为 1.40 亿元、0.75 亿元和 25.74 亿元，2014 年公司筹资活动现金流入大幅增长主要是由于发行债券募集到位资金及银行借款增加；同期，公司筹资活动现金流出分别为 0.93 亿元、0.46 亿元和 3.36 亿元，主要是分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 0.47 亿元、0.29 亿元和 2.24 亿元。

总体看，公司现金收入实现质量较低且稳定性弱，同时公司项目建设处于规模投入阶段，导致公司经营活动现金流量净额波动较大，未来随着项目不断投入，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，2014 年受土地资产注入和货币增资的影响，2012~2014 年公司的流动比率和速动比率波动上升，近三年流动比率分别为 7.99 倍、6.95 倍和 12.53 倍，速动比率分别为 1.64 倍、1.73 倍和 2.67 倍，整体水平较好。2012~2014 年公司经营现金流动负债比分别为 -18.03%、26.56% 和 -45.97%。整体看，虽然公司流动比率很高，但是流动资产以土地资产为主，变现能力差，但考虑到公司短期债务规模较小，同时现金类资产较为充裕，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 2.25 亿元、2.40 亿元和 2.74 亿元，2014 年，EBITDA 由利润总额（占比 79.94%）、折旧（占比 0.12%）、摊销（0.10%）和计入财务费用的利息支出（占比 19.85%）构成；近三年 EBITDA 全部债务保障倍数分别为 0.63 倍、0.58 倍和 0.10 倍。2014 年公司 EBITDA 长期债务保障能力大幅下降，主要系有息债务规模由于“14 郴州百福债/14 郴百福”发行而大幅上升。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，公司整体偿债能力一般。

截至2014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 20,000 万元；郴州市槐海服务发展有限责任公司 6,000 万元连带责任保证担保；公司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 3.01%，对外担保比率较低。被担保企业和单位均为国有性质，截至目前运转正常，公司或有债务风险小。

截至 2014 年底，公司共获银行授信 10.23 亿元，已全部使用完毕；公司间接融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1043100200081700A），截至 2016 年 2 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及郴州市北湖区区域经济及财力状况、郴州市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券拟发行额度为 14.90 亿元，占 2014 年底公司长期债务和全部债务的 61.68% 和 52.59%，对公司现有债务影响较大。

以公司 2014 年底财务数据为基础，若募集资金 14.90 亿元，本次债券发行后，上述指标较分别上升至 30.28%、27.09% 和 25.13%，分别增长 6.84 个百分点、7.51 个百分点和 7.94 个百分点，公司债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 5.13 亿元、9.12 亿元和 6.99 亿元，分别为本次债券本金的 0.34 倍、0.61 倍和 0.47 倍。2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 2.25 亿元、2.40 亿元和 2.74 亿元，分别为本次债券本金的 0.15 倍、0.16 倍和 0.18 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券本金保障能力较弱。

本次债券募集资金 14.90 亿元，债券期限为 10 年，在本次债券存续期的第 3 至第 6 年末，每年按照发行总额 10% 的比例偿还本金，第 7 至 10 年末，每年按照发行总额 15% 的比例偿还本金。以分期偿付金额最大（即本次债券本金的 15%，2.24 亿元）测算，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期待偿付最大金额的 2.30 倍、4.08 倍和 3.13 倍；同期公司 EBITDA 对分期待偿付最大金额的保障倍数分别为 1.01 倍、1.07 倍和 1.22 倍。

同时考虑到，公司于 2014 年 8 月发行 18 亿元“14 郴州百福债/14 郴百福”，存续期第三年到第七年分期偿还 20% 本金，每年偿还本金额度为 3.60 亿元；本次债券发行后自存续期内第 3 至第 6 年末每年分期偿还债券发行总额的 10%，即 1.49 亿元，公司自 2019 年~2022 年达到上述两期债券分期偿付本金合计峰值，为 5.09 亿元。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期峰值的 1.01 倍、1.79 倍和 1.37 倍；同期公司 EBITDA 为峰值的 0.44 倍、0.47 倍和 0.54 倍，公司经营活动现金流入量对待偿还本金峰值的保障程度一般，EBITDA 对待偿还本金峰值保障能力较弱。

同时，考虑到郴州市政府已安排将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，用于保障“14 郴州百福债/14 郴百福”募投项目建设收益，未来出让收益返还可有效保障存续期企业债券本息偿付的安全性。同时本次债券募投项目自身有一定体量的运营收入，为本次债券偿还提供保障。

总体看，公司经营活动现金流入量对待偿还本金峰值的保障程度一般，EBITDA 对待偿还本金峰值保障能力较弱。但考虑到政府安排土地出让净收益返还保障项目建设收益对“14 郴州百福债/14 郴百福”具有较强的保障能力，同时本次债券募投项目的运营收入能够覆盖本次拟发债券本息，整体看来，公司存续期内及拟发企业债券本息偿付的安全性高。

3. 项目现金流对本次债券偿还能力

本次债券还本付息的资金来源于四大部分：一是乡镇养老中心收入，二是城区养老中心收入，三是百福养老公寓收入，四是龙女温泉养老疗养中心收入。

假定本次债券于 2016 年发行，发行期限 10 年，2017 年开始偿还利息，2019 年至 2026 年分期偿还本金，以债券利率 7.00% 来测算，本次债券需偿还的本息合计为 22.09 亿元。本次债券于 2017 年开始偿还利息，2019 年至 2026 年分期偿还本金。2017 年和 2018 年需偿付利息金额均为 1.04 亿元，根据测算，项目 2017~2018 年现金流入量对当年应付利息的覆盖程度较差。2019 年至 2026 年，项目公司需要分期偿付本次债券本金和利息，每年募投项目的现金流对各期应偿付的本金覆盖倍数在 0.69 倍~7.21 倍之间，募投项目现金流对当年本息偿还覆盖程度一般，同时联合评级关注募投项目未来形成现金流和每年需偿付债券本息尚未实现完全匹配，需要公司协调日常经营资金来保证本次债券的如期偿付。

表12 项目预测现金流对本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

	当年偿还本金	当年偿付利息	本息合计	现金流入量对本息 偿还覆盖倍数
2017 年	--	1.04	1.04	0.08
2018 年	--	1.04	1.04	0.15
2019 年	1.49	1.04	2.53	0.67
2020 年	1.49	0.94	2.43	0.96
2021 年	1.49	0.83	2.32	1.29
2022 年	1.49	0.73	2.22	1.53
2023 年	2.24	0.63	2.87	1.21
2024 年	2.24	0.47	2.71	1.19
2025 年	2.24	0.31	2.55	1.27
2026 年	2.24	0.16	2.40	7.13
合计	14.92	7.19	22.11	1.71

资料来源：联合评级根据《郴州市百福综合养老产业项目可行性研究报告》整理

注：1.利息以7%年化利率测算；

2.合计数与发行额度不匹配系四舍五入所致。

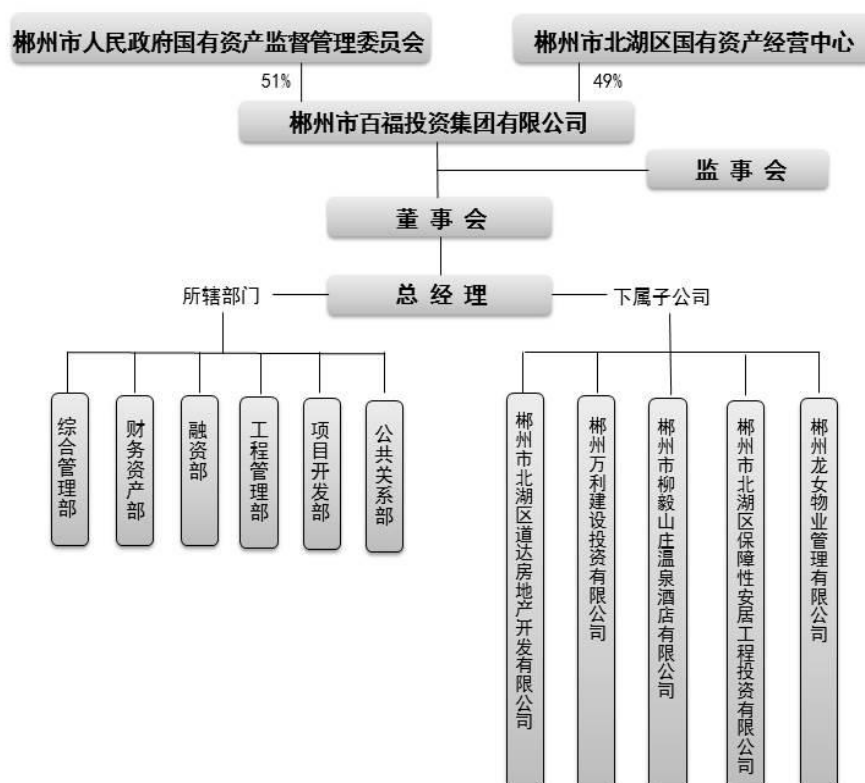
九、结论

公司作为郴州市基础设施建设、土地开发整理及郴州市重金属污染治理的实施主体，得到了郴州市和北湖区两级政府在资本金注入、土地资产注入、税收优惠等多方面的大力支持。同时，郴州市经济持续快速发展，财政实力稳步增强，为公司未来发展提供了良好的外部环境。

近年来公司资产规模保持稳定增长，但资产流动性偏弱，应收账款金额较大，收入实现质量有待提高，经营活动净现金流波动较大。随着公司业务不断拓展，投资项目资金需求增大，未来融资压力将进一步上升。

本次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；基于对公司主体长期信用和本次专项债券偿还能力的综合分析，联合评级认为，本次专项债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 郴州市百福投资集团有限公司组织结构图



附件 2 郴州市百福投资集团有限公司主要财务指标

（单位：人民币亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	68.20	72.99	151.97
所有者权益	56.11	58.38	116.34
短期债务	0.00	0.00	4.18
长期债务	3.56	4.11	24.16
全部债务	3.56	4.11	28.33
营业收入	7.01	7.47	8.30
净利润	2.25	2.27	2.19
EBITDA	2.25	2.40	2.74
经营性净现金流	1.43	1.19	-4.70
应收账款周转次数（次）	0.61	0.61	0.65
存货周转次数（次）	0.11	0.11	0.08
总资产周转次数（次）	0.10	0.11	0.07
现金收入比率（%）	31.07	81.85	66.91
总资本收益率（%）	9.16	4.66	3.16
总资产报酬率（%）	7.69	4.03	2.86
净资产收益率（%）	4.01	3.96	2.50
营业利润率（%）	17.04	16.99	16.94
费用收入比（%）	0.92	2.78	5.74
资产负债率（%）	17.73	20.02	23.45
全部债务资本化比率（%）	5.96	6.58	17.47
长期债务资本化比率（%）	5.96	6.58	17.20
EBITDA 利息倍数（倍）	5.67	4.95	3.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.63	0.58	0.10
流动比率（倍）	7.99	6.95	12.53
速动比率（倍）	1.64	1.73	2.67
现金短期债务比（倍）	--	--	26.70
经营现金流动负债比率（%）	-18.03	26.56	-45.97
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.15	0.16	0.18

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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 4 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。