

怀化市工业园投资开发有限公司

2013 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】第【766】
号 01

债券剩余规模: 12 亿元

债券到期日期:

2020 年 10 月 29 日

债券偿还方式: 按年付息, 分次还本, 即在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末各按照发行总额的 20% 偿还债券本金

分析师

姓名:

蒋申 王一峰

电话:

0755-82872532

邮箱:

jiangsh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

怀化市工业园投资开发有限公司

2013 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 07 月 29 日	2015 年 07 月 30 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对怀化市工业园投资开发有限公司 (以下简称“工业园投资公司”或“公司”) 及其 2013 年 10 月 29 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2016 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到怀化市经济和财政实力保持增长; 湖南怀化工业园 (以下简称“工业园”) 财政收入大幅增加; 公司项目储备较为丰富, 代建和公共服务业务收入持续性较好; 当地政府继续给予公司较大的支持。同时我们也关注到怀化市政府性基金收入大幅度下降; 公司在建项目后续资金需求量较大, 现金流表现持续不佳, 公司面临的资金压力较大; 公司应收款项占比较大, 资产流动性一般; 负债规模持续攀升, 偿债压力增大等风险因素。

正面:

- 怀化市经济和财政实力进一步增强。2015 年, 怀化市经济水平和财政收入保持增长态势, 怀化市地区生产总值为 1,273.25 亿元, 同比增长 8.50%; 全口径公共财政收入为 73.56 亿元, 同比增长 11.13%。
- 工业园财政总收入大幅增加, 财政自给率提高。2015 年工业园取得财政总收入 16.06 亿元, 同比上升 74.95%, 其中政府性基金收入为 10.91 亿元, 较 2014 年增长 147.39%, 是工业园财政总收入大幅增长的动因。工业园财政自给率为 94.67%, 同比上年增加 5.8 个百分点。
- 项目储备较为丰富, 代建业务及公共服务业务收入持续性较好。截至 2015 年

末，公司代建业务在建项目共 12 个，计划总投资 714,911.58 万元，尚需投资 212,283.62 万元，代建项目均与政府签订回购协议；公共服务业务在建项目共 7 个，计划总投资 260,500.00 万元，尚需投资 113,558.41 万元，且公司与政府签订 25 年公共服务业务购买合同。公司后续代建及公共服务收入持续性较好。

- **当地政府继续给予公司大力的支持。**作为工业园整体开发主体，公司持续得到当地政府的大力支持，2015 年当地政府向公司注入 112,822.64 万元现金及市政工程资产 80,073.33 万元，并给予公司 15,255.40 万元的政府补助资金。

关注：

- **怀化市政府性基金收入的下降幅度较大。**2015 年怀化市全口径和市本级财政分别实现政府性基金收入 48.86 亿元和 28.76 亿元，同比下跌 48.89% 和 48.95%，需要持续关注土地市场情况对地方财政收入可能带来的影响。
- **公司经营活动现金生成能力较弱，在建项目规模较大，公司面临较大的资金压力。**2015 年公司经营活动现金净流出为 90,756.22 万元，经营活动现金流表现不佳。2015 年公司在建项目尚需投入 325,842.03 万元。公司经营活动现金持续净流出，且在建业务需公司先行垫付资金，且政府回款相对较慢，面临的资金压力较大。
- **公司应收款项占比较大，存货中已抵押土地占比较高，资产流动性一般。**截至 2015 年末，公司各类应收款项合计为 315,332.26 万元，占公司总资产的 24.67%，规模较大。鉴于应收对象主要为怀化市政府部门及国有单位，回收风险较小，但是回款时间存在较大不确定性，对公司资金占用明显。存货中土地使用权账面价值共计 366,651.00 万元，面积共计 366.19 万平方米，抵押土地使用权价值占总价值之比为 89.47%，流动性受到一定限制。
- **公司有息债务增长迅速，偿债压力进一步增加。**截至 2015 年末，公司有息债务规模达 362,206.00 万元，同比增长 44.22%，占负债总额的 61.15%，公司偿债压力进一步加大。

主要财务指标:

项目	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	1,278,052.42	854,447.76	696,473.32
所有者权益合计(万元)	685,703.16	499,930.52	413,519.00
有息债务(万元)	362,206.00	251,143.00	220,213.00
资产负债率	46.35%	41.49%	40.63%
流动比率	3.26	4.86	8.98
速动比率	1.47	1.16	2.51
营业收入(万元)	102,448.39	52,178.52	42,780.49
营业外收入(万元)	15,260.85	16,506.13	14,403.07
利润总额(万元)	26,090.19	25,521.82	20,775.09
综合毛利率	18.25%	19.85%	24.05%
总资产回报率	2.45%	3.31%	3.64%
EBITDA(万元)	35,962.90	26,054.86	22,049.91
EBITDA 利息保障倍数	1.14	1.18	1.87
经营活动现金流净额(万元)	-90,756.22	-131,224.66	-51,407.15

资料来源: 公司 2013、2015 年审计报告, 鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2013]1869号”文件批准，公司于2013年10月29日公开发行12亿元公司债券，债券期限为7年，票面利率为7.7%。

本期债券起息日为2013年10月29日，按年计息，每年付息一次。本期债券设置本金提前偿付条款，在本期债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照发行总额的20%、20%、20%、20%、20%比例偿还债券本金。

公司于2015年10月29日正常支付本期债券利息9,240万元。截至2015年12月31日，本期债券本息累计兑付情况如下表所示。

表1 截至2015年12月31日债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付	利息支付	本金余额
2014-10-29	120,000	0	9,240	120,000
2015-10-29	120,000	0	9,240	120,000
合计	120,000	0	18,480	120,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金总额12亿元，全部用于湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目。截至2015年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕，募投项目建设情况如下表所示。

表2 截至2015年12月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	已使用募集资金
湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目	247,980	226,530	120,000

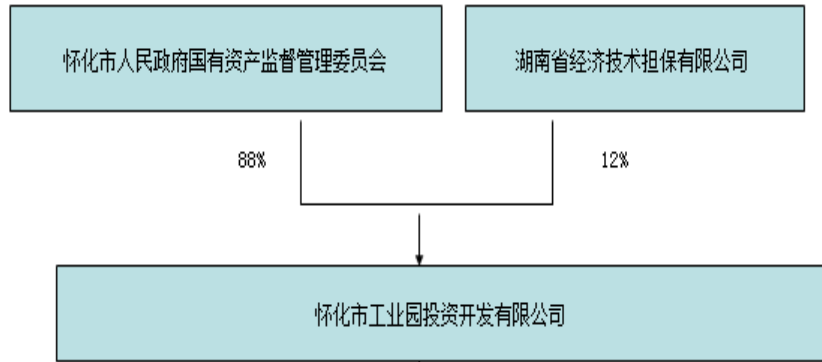
注：募投项目包含土地平整工程、道路工程、供水工程、排水工程、电力电信工程、绿化工程、交通附属设施工程及征地拆迁等多个项目在内。

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、股东及实际控制人与主营业务均未发生变更。截至2015年末，公司注册资本与实收资本均为10,000.00万元，控股股东及实际控制人仍为怀化市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“怀化市国资委”）。截至2016年6月30日公司股权关系如下图所示。

图1 截至2016年6月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍为土地开发、城市基础设施建设开发、城市污水处理、殡葬服务等。2015年，公司设立怀化市兴园工程建设有限公司和怀化市兴鑫新能源科技有限公司，怀化市工业园住得好房地产开发有限公司不再纳入合并范围。

表3 2015年公司合并报表范围变化情况

1、2015年新纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	业务类型	合并方式（新设、投资或收购等）
怀化市兴园工程建设有限公司	100%	建筑业	新设
怀化市兴鑫新能源科技有限公司	100%	新能源产业	新设
2、2015年不再纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	业务类型	不再纳入合并报表的原因
怀化市工业园住得好房地产开发有限公司	100%	房地产开发业	出售

注：2015年1月1日，公司将怀化市工业园住得好房地产开发有限公司100%股权作价800万元出售给怀化市工业园区国有资产管理办公室。

资料来源：公司提供

截至2015年12月31日，公司资产总额为1,278,052.42万元，所有者权益合计为685,703.16万元，资产负债率为46.35%；2015年度，公司实现营业收入102,448.39万元，利润总额26,090.19万元，经营活动现金流净额-90,756.22万元。

三、地方经济与财政实力

2015年，怀化市经济较快增长，经济实力进一步增强

2015年，怀化市保持较快的经济增长速度，经济实力进一步增强，全年实现地区生产总值1,273.25亿元，同比增加8.50%，增速较2014年上升了3.4个百分点。2015年，怀化市人均GDP为26,144.76元，仅为全国人均GDP的52.98%，人均GDP仍然在较低水平。从结构来

看，2015年三次产业构成比由2014年的14.5：43.7：41.7调整为14.5：41.8：43.7，对经济增长的贡献率分别为4.9%、36.6%和58.5%，第三产业所占比重较高，经济贡献度最大。

怀化市自然资源丰富，开发潜力巨大。依托于农业、林业、矿产资源优势，2015年怀化市招商引资取得重大成果。医药、食品、油料、电力及电化学等支柱产业不断发展并壮大。此外，近年来怀化市大力发展旅游产业，截至2015年末，全市旅游等级景区（点）增加至34个，其中，4A级景区（点）5个。2015年，怀化市全年共接待旅游人数3,324.39万人次，增长17.3%，实现旅游总收入226.80亿元，同比增长28%，成为怀化市经济新的增长点。

近年来怀化市固定资产投资保持了较高的增长速度，是推动经济增长的主要动力。2015年，怀化市完成固定资产投资1,008.00亿元，同比增长18.40%，增速较2014年大幅增加了12.20个百分点。社会消费品零售总额为502.76亿元，较上年同比增长11.50%。进出口总额为0.44亿美元，较上年大幅衰退。固定资产投资的金额和增速远高于社会消费品零售总额及进出口总额，对地区经济增长贡献最大。

表4 2014-2015年怀化市主要经济指标及同比变化情况

项目	2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	1,273.25	8.50%	1,181.01	5.10%
第一产业增加值（亿元）	184.36	3.70%	171.47	4.40%
第二产业增加值（亿元）	532.68	6.80%	516.52	6.80%
第三产业增加值（亿元）	556.20	11.60%	493.03	3.60%
工业增加值（亿元）	490.81	6.80%	459.56	7.10%
固定资产投资（亿元）	1,008.00	18.40%	851.35	6.20%
社会消费品零售总额（亿元）	502.76	11.50%	405.35	12.50%
进出口总额（亿美元）	0.44	-57.90%	1.06	26.70%

注：该表格中增长率的计算均按可比价格计算。

资料来源：怀化市2014、2015年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2015年，湖南怀化工业园经济持续较快发展，但经济总量不大，经济增速有所放缓

2015年，工业园实现地区生产总值59.54亿元，同比增长18.20%，增速较2014年下降3.80个百分点。其中第一产业增加值完成1.37亿元，同比增长30.40%；第二产业增加值完成51.26亿元，同比增长12.60%；第三产业增加值完成3.97亿元，同比增长24.40%。

总体来看，怀化工业园经济以工业为主，2015年增速总体增速放缓，经济总量不大，2015年园区地区生产总值仅为59.54亿元。受工业起步较晚的影响，工业园工业规模较小，整体实力较弱。

表5 怀化工业园主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2015年	2014年
----	-------	-------

	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	59.54	18.20%	50.38	22.00%
第一产业增加值	2.79	165.70%	1.05	50.00%
第二产业增加值	52.25	14.80%	45.50	19.00%
第三产业增加值	4.50	41.00%	3.19	22.00%

资料来源：公司提供

2015年，怀化市全口径和市本级公共财政收入均保持增长趋势，但市本级财政总收入受政府性基金收入大幅下降的影响有所下降，全口径财政自给率仍偏低

从地方综合财力结构来看，公共财政收入和上级补助收入是怀化市财政收入的主要来源。2015年，受益于上级补助收入大幅增加，怀化市地方全口径财政总收入为383.47亿元，较上年同比增长1.84%；受政府性基金收入大幅减少影响，市本级财政总收入为82.80亿元，较上年同比下降17.05%。

2015年怀化市全口径获得上级补助收入261.05亿元，占全口径财政收入的比重为68.08%，是全口径财政总收入的最大来源。市本级获得上级补助收入27.23亿元，仅次于政府性基金收入，占怀化市本级财政收入的32.89%，地方财政对上级补助存在一定依赖。

2015年，怀化市全口径和市本级公共财政收入分别为73.56亿元和26.81亿元，同比分别增长11.13%和13.12%。其中，怀化市全口径和市本级税收收入占公共财政收入比重分别为59.45%和59.94%，表明全口径及市本级公共财政收入的质量一般。

我们关注到2015年怀化市全口径和市本级政府性基金收入均出现大幅下滑，分别为48.86亿元和28.76亿元，同比下降48.89%和48.95%，主要系国有土地使用权出让收入下滑所致。考虑到土地出让市场的不确定性，未来怀化市政府性基金收入出现波动的可能性较大。

从财政支出来看，公共财政支出是怀化市全口径和市本级财政支出的主要构成。其中，刚性支出占全口径和市本级公共财政支出的比重分别为50.00%和38.41%，处于中等水平，表明财政支出灵活性尚可。2015年怀化市全口径和市本级的财政自给率分别为21.64%和50.09%，较上年略有下降。怀化市全口径财政自给率仍处于较低水平，市本级财政自给率水平一般。

表6 2014-2015年怀化市全口径及市本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2015年		2014年	
	全口径	市本级	全口径	市本级
（一）公共财政收入	73.56	26.81	66.19	23.70
1、税收收入	43.73	16.07	39.78	13.84
2、非税收收入	29.83	10.73	26.41	9.86

(二) 上级补助收入	261.05	27.23	211.32	18.83
1、一般性转移支付收入	148.00	12.31	122.93	9.60
2、专项转移支付收入	104.91	11.85	80.27	6.18
3、返还性收入	8.13	3.06	8.21	3.05
(三) 政府性基金收入	48.86	28.76	95.60	56.34
(四) 财政专户管理资金收入 ¹	0.00	0.00	3.42	0.95
财政总收入	383.47	82.80	376.53	99.82
公共财政支出	339.93	53.52	280.90	44.01
政府性基金支出	58.21	28.39	99.05	50.94
财政专户管理资金支出 ²	0.00	0.00	3.34	0.97
财政总支出	398.14	81.91	383.29	95.92
财政自给率	21.64%	50.09%	23.56%	53.85%

注：财政总收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+财政专户管理资金收入

财政总支出=公共财政支出+政府性基金支出+财政专户管理资金支出

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：公司提供

2015年受益于政府性基金收入的大幅增加，怀化工业园财政总收入增长迅速，但总体水平仍偏低

2015年怀化工业园实现财政总收入16.06亿元，同比上升74.95%，主要系政府性基金收入大幅增加所致。

从地方综合财力结构来看，以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入是怀化工业园2015年财政收入的主要来源。政府性基金收入为10.91亿元，较2014年增长147.39%，占财政总收入比例为67.93%。公共财政收入实现4.44亿元，较上年增长6.99%；上级补助收入为0.71亿元，同比增长14.52%。

从财政支出看，2015年怀化工业园财政支出为15.48亿元，较上年大幅增长73.15%，主要缘于政府性基金支出大幅增长152.69%。2015年怀化工业园财政自给率有所提升，财政自给率进一步提高至94.67%，财政自给能力强。

表7 2014-2015年怀化工业园财政收支情况（单位：亿元）

项目	2015年	2014年
财政总收入	16.06	9.18
(一) 公共财政收入	4.44	4.15
(二) 上级补助收入	0.71	0.62
(三) 政府性基金收入	10.91	4.41
财政支出	15.48	8.94

¹2015年财政专户管理资金收入纳入公共财政收入核算。

²2015年财政专户管理资金支出纳入公共财政支出核算。

公共财政支出	4.69	4.67
政府性基金支出	10.79	4.27
财政自给率	94.67%	88.87%

资料来源：公司提供

四、经营与竞争

公司业务范围较广，以市政基础设施承建、土地开发、工业企业投资及管理为主。受益于新增安置房出售收入 51,031.69 万元及公共服务收入 11,044.81 万元，2015 年公司实现营业收入 102,448.39 万元，同比大幅增加 96.34%。从收入构成来看，施工工程收入和安置房出售收入是公司营业收入的主要组成部分，其中施工工程收入占营业收入比例为 30.26%，安置房出售收入占比为 49.81%。施工工程收入主要为公司基础设施建设项目代建收入；安置房出售收入来源于公司代建安置房取得的收入；土地开发收入是公司经营土地整理业务取得的收入；公共服务收入为公司运营市政基础设施所取得的收益；房屋出租主要是公司门面出租收入，规模较小，对公司业绩贡献不大。

表8 2014-2015年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
安置房出售收入	51,031.69	15.27%	0.00	0.00%
施工工程收入	31,000.00	12.91%	30,484.56	15.25%
公共服务收入	11,044.81	15.25%	0.00	0.00%
土地开发收入	9,135.00	55.00%	21,562.76	25.93%
房屋出租收入	236.89	80.26%	131.20	89.60%
合计	102,448.39	18.25%	52,178.52	19.85%

注：安置房出售收入和施工工程收入最终毛利率以政府部门批准的审核结果为准。

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

2015年，公司施工工程收入保持平稳，但毛利率有所下滑，新增安置房出售收入大幅提升了公司的盈利水平，且收入具有一定持续性；代建类在建工程具有一定规模，存在一定资金压力

代建业务是公司主要的业务和收入来源，代建业务收入主要包括施工工程收入和安置房出售收入两项。

施工工程收入来源于公司为怀化工业园区管理委员会（以下简称“工业园管委会”）代建基础设施项目取得的收入。该业务主要模式为：工业园管委会将项目发包给公司，以

公司总成本为建设基金，利润为代建服务费收入。公司按照项目建设基金加成8%的利润率暂估工程施工总收入。最终代建服务费及项目总成本以政府部门批准的审核结果为准。公司负责项目前期建设资金（不含代建服务费）的筹措。工程竣工验收结算审批后，公司按照实际发生的总成本加成代建服务费确认收入。政府部门在验收结算后拨付项目最终结算价的90%，剩余10%的建设资金在保修期届满后支付。

2015年公司完工结算的施工工程收入为31,000.00万元，与上年相比变化不大，完成投资26,998.42万元，实际毛利率12.91%。公司当前在建的施工工程项目均与政府签订回购协议，未来该业务收入持续性较好。

表9 2015年公司施工工程业务收入明细（单位：万元）

项目	收入	成本	毛利率
竹站溪防洪治理及周边道路工程	31,000.00	26,998.42	12.91%
合计	31,000.00	26,998.42	12.91%

资料来源：公司提供

安置房出售收入来源于公司为工业园管委会代建安置房取得的收入。该业务主要模式与施工工程业务一致。

表10 2015年公司安置房出售收入明细（单位：万元）

项目名称	收入	成本	毛利率
和安和美家园	18,419.60	15,566.81	15.49%
集中安置房项目	32,612.10	27,673.60	15.14%
合计	51,031.69	43,240.41	15.25%

资料来源：公司提供

2015年公司开发的和安和美家园安置房和集中安置房项目开始回购，全年回购面积共计34.02万平方米，结转收入51,031.69万元，占营业收入比重达49.81%，大幅提升了公司本年的收入和盈利水平。公司当前在建的集中安置房项目和舞水山城项目都属于该类业务，目前在建安置房项目已签订回购协议，预计未来将该类业务有一定的持续性。

表11 2015年公司工程施工及安置房代建业务在建项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	是否已签订回购协议	盈利方式
湖南怀化工业园区二期基础设施及配套建设工程项目	247,980.00	226,530.00	21,450.00	是	回购
和安和美家园	53,000.00	23,971.85	29,028.15	是	回购
集中安置房项目	28,537.58	28,194.42	343.16	是	回购
入园企业建设项目	120,000.00	99,850.24	20,149.76	是	回购
舞水山城	7,500.00	2,932.45	4,567.55	是	回购

东三路西段	1,000.00	600.00	400.00	是	回购
和顺新区	35,000.00	27,000.00	8,000.00	是	回购
毛家园大桥	8,000.00	5,000.00	3,000.00	是	回购
和安家园北区棚改房	1,345.00	1,000.00	345.00	是	回购
新时代公寓（南区）	4,500.00	500.00	4,000.00	是	回购
新时代公寓（北区）	6,000.00	5,000.00	1,000.00	是	回购
怀化中医药创新创业示范基地建设	202,049.00	82,049.00	120,000.00	是	回购
合计	714,911.58	502,627.96	212,283.62		

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司施工工程及安置房出售业务相关在建工程项目共12个，计划投资714,911.58万元，已投资502,627.96万元，尚未结转收入为374,220.22万元，收入具有一定的持续性。同时，项目建设对资金存在一定的需求，公司未来面临一定资金压力。

得益于政府注入市政基础设施并授权运营，公共服务业务未来收入较有保障；公司当前在建市政基础设施具有一定规模，对资金有一定的需求

公共服务业务为公司2015年新增业务。公共服务收入来源于公司运营自建的以道路为主的市政基础设施以及政府划入公司的市政基础设施取得的收入。根据公司与怀化工业园区财政局（以下简称“工业园区财政局”）签订的《公共服务资产政府购买服务协议》，政府购买服务的资产范围包括经政府授权划入公司或经政府授权由公司投资建设 and 管理的为社会公众提供服务的城市道路、桥梁、交通设施、公共照明设施、环保设施、防灾设施、健身设施、广场及公共构筑物、其他公共设施等资产。对于公司运营自建的市政基础设施，由公司负责建设资金的筹措。政府不回购该类基础设施，而是由公司运营该类资产，政府就公司的运营服务向公司支付费用，购买服务期限为25年。工业园区财政局按照保本微利原则，支付相关费用补偿企业资产因提供社会公共服务而造成的资产损耗。服务费按年度确定，按季度支付，原则上包括资产的折旧费、资产管理维护费用、适当的利润及税金，由工业园区财政局核定金额并支付。得益于2015年工业园管委会向公司注入评估价值为80,073.33万元市政基础设施，公司本年取得公共服务收入为11,044.81万元，毛利率15.25%，其中运营自建市政基础设施取得收入为6,157.08万元。公司当前拥有的该类市政基础设施规模较大，且与政府签订了25年的购买服务合同，未来的收入稳定性较有保障。

表12 2015年公司公共服务业务在建项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
3号主干道	18,000.00	7,825.11	10,174.89
怀黔公路扩征	22,000.00	7,664.42	14,335.58
进出口加工基地	26,400.00	8,898.58	17,501.42

康师傅项目	17,500.00	8,606.80	8,893.20
配套基础设施建设工程	80,000.00	55,015.65	24,984.35
新农村设施建设	15,600.00	7,761.03	7,838.97
竹木加工区道路及管网工程	22,500.00	7,837.72	14,662.28
竹站溪项目	58,500.00	43,332.28	15,167.72
合计	260,500.00	146,941.59	113,558.41

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司公共服务业务相关的市政基础设施类在建工程项目共8个，计划投资260,500.00万元，已投资146,941.59万元，尚需投资113,558.41万元，未来随着项目建设的推进，对外部融资需求将进一步增加。

受土地市场价格波动影响，未来土地开发业务收入存在不稳定性

土地开发收入占营业收入比重不大，业务主要集中于工业园内，规模较小。公司土地开发业务模式是：公司对工业园范围内的规划土地进行征地、拆迁及土地平整，达到净地条件后，交由当地土地收储中心通过招拍挂程序进行出让，土地出让款按一定比例返还公司，公司以工业园管委会出具的项目结算书金额确认收入。工业园位于怀化市市郊，园区规划范围内人口居住密集度较低，拆迁成本相对较低，土地开发毛利相对较高。由于近年来土地市场价格波动较大，且公司土地开发项目价格具有较强的不确定性，业务毛利率波动较大。2015年，公司该项业务收入为9,135.00万元，同比减少57.64%，毛利率较上年增加29.07个百分点。

表13 2015年公司土地开发业务收入明细（单位：平方米、万元）

项目	面积	收入
怀工国用（2014）第13号	43,355.00	1,495.00
怀工国用（2015）第24号	170,085.00	7,640.00
合计	213,440.00	9,135.00

资料来源：公司提供

2015年，当地政府继续在资产注入及政府补助方面给予了公司大力支持

怀化工业园尚处于初步开发阶段，作为工业园的投融资开发主体，公司承担了较重的开发任务。为保证公司园区开发的顺利推进，2015年工业园管委会在资产注入及财政补贴方面继续给予了公司大力支持。

资产注入方面，2015年工业园管委会向公司注入市政工程资产共计80,073.33万元，冲减公司对工业园管委会应收账款28,430.64万元，其他应收款1,848.48万元，其余49,794.21万元计入资本公积；另外，工业园管委会于2015年12月20日下发了《关于对怀化市工业园投资开发有限公司注入资金的通知》，为加快园区建设和发展，增强公司资本实力，工业

园管委会向公司注入112,822.64万元资金，增加公司资本公积。政府补助方面，工业园管委会通过工业园区财政局向公司合计拨付15,255.40万元资金，占公司当年利润总额的比重为58.47%，有效提升了公司的利润水平和可持续经营能力。

表14 2015年公司得到的政府支持情况（单位：万元）

文件名称	内容	资产价值
湖南怀化工业园区管理委员会[2015]1号	市政工程资产注入	80,073.33
湖南怀化工业园区管理委员会通知	增加资本公积	112,822.64
湖南怀化工业园区财政局[2015]42号	城市建设项目补贴	15,255.40

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告。公司财务报表采用新会计准则编制。2014年的数据采用的是该审计报告2015年期初数，数据调整较大。2015年末纳入合并报表范围的子公司共5家，具体如附录六所示，合并范围变化情况见表3。

资产结构与质量

2015年，公司资产规模增长较快，非流动资产占总资产比例大幅增加，整体资产流动性一般

截至2015年末，公司总资产为1,278,052.42万元，同比增长49.58%，主要系公司固定资产和在建工程大幅增加。公司资产以流动资产为主，2015年末流动资产占比为67.14%，较上年同期大幅下降了27.95个百分点，主要缘于原本记在存货科目下的在建市政基础设施转入在建工程科目，以及政府向公司注入大量市政基础设施。

表15 2014-2015年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	71,653.91	5.61%	26,621.13	3.12%
应收账款	229,330.53	17.94%	135,091.30	15.81%
预付款项	187.81	0.01%	21,675.67	2.54%
其他应收款	86,001.73	6.73%	8,067.31	0.94%
存货	470,814.30	36.84%	617,956.61	72.32%

流动资产合计	858,076.45	67.14%	812,500.19	95.09%
无形资产	1,035.00	0.08%	26,198.14	3.07%
在建工程	179,540.11	14.05%	0.00	0.00%
固定资产	228,934.22	17.91%	4,429.62	0.52%
非流动资产合计	419,975.97	32.86%	41,947.57	4.91%
资产总计	1,278,052.42	100.00%	854,447.76	100.00%

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2015年末，公司货币资金为71,653.91万元，与2014年底相比大幅增长169.16%，主要系工业园管委会向公司注入资金；期末货币资金主要为银行存款，且无使用受限资金。截至2015年末，公司因代建业务产生的应收账款余额为229,330.53万元，同比增长69.76%；其中，应收工业园财政局、怀化市工业园住得好房地产开发有限公司和怀化工业园区国有资产管理办公室等政府部门和相关单位的往来款占全部应收账款的99.98%。截至2015年末，预收账款余额为187.81万元，主要为预收工程款。随着公司项目建设的结算，预收账款较上年末大幅下降。截至2015年末，公司其他应收款86,001.73万元，同比大幅增加，主要是与工业园区财政局、怀化市交通建设投资有限公司等单位的往来款大幅增长所致。截至2015年末，公司应收款项合计为315,332.26万元，占公司总资产的24.67%，规模较大，鉴于应收对象主要为怀化市政府部门及国有单位，回收风险较小，但是回款时间存在较大不确定性，对公司资金占用明显。公司存货主要由开发产品成本和土地构成。2015年末公司存货为470,814.30万元，同比减少23.81%，主要原因为开发产品本期进行了部分结转并将部分原本计入存货的成本转入在建工程。截至2015年末，公司存货中开发成本为96,078.41万元，主要为土地资产，将来有望为公司带来收入。存货科目中土地使用权账面价值共计366,651.00万元，面积合计366.19万平方米，主要为工业、商服、住宅、商住用地；其中，账面价值328,032.91万元，面积为327.76万平方米土地使用权已被抵押，抵押土地使用权价值占总价值之比为89.47%。

公司非流动资产主要由无形资产、在建工程和固定资产构成。截至2015年，公司非流动资产占总资产比例大幅上升。公司无形资产主要为软件，2015年同比下降19.02%，主要系账面价值为26,198.14万元的使用权被重分类至存货科目所致。截至2015年末，公司新增在建工程为179,540.11万元，全部为公司存货中在建的市政基础设施转入。该变动主要缘于政府从2015年起不再回购公司建设的市政基础设施，转而向公司购买该类市政设施服务，该类市政设施的性质不再符合存货科目的性质。公司固定资产主要为市政工程基础设施。2015年固定资产期末余额较2014年增加224,504.60万元，主要缘于工业园区管委会对公

司注入了评估价值为80,073.33万元的市政工程基础设施及在建工程完工转入153,926.97万元。

综上所述，2015年内公司资产规模增长较快，但土地资产仍为主要构成部分，且大部分已抵押；应收款项规模较大，且回款时间存在较大不确定性，对公司资金占用明显，公司资产流动性一般。

盈利能力

2015年，公司营业收入大幅增长，但利润总额对政府补助的依赖仍然较大

2015年公司营业收入为102,448.39万元，较2014年大幅增加96.34%，主要是公司承建的安置房2015年完工交房并确认收入51,031.69万元所致。施工工程业务依然是公司最主要的收入来源之一，毛利率较上年略有下降，受此影响，2015年公司综合毛利率有所下降。受营业收入增加驱动，公司营业利润较2014年增长23.97%。

从盈利能力指标看，2015年，公司综合毛利率为18.25%，较上年小幅下降；2015年公司期间费用率增加的原因主要是利息收入较上年大幅减少所致。受本年计入财务费用的利息支出下降影响，公司总资产回报率较上年同比略微下降。2015年公司获得政府补助15,255.40万元，占利润总额的比重达58.47%，成为公司重要的利润来源。

从收入持续性来看，公司当前代建业务相关在建项目12个，计划总投资714,911.58万元，已投资502,627.96万元，尚需投资212,283.62万元，在建项目均与政府签订回购协议，未来收入持续性较好；公共服务业务方面，当前该类业务在建项目8个，计划总投资260,500.00万元，已完成投资146,941.59万元，尚需投资113,558.41万元，在建项目具有一定规模，且公司已经与政府签订长达25年的购买服务合同，收入持续性较好，预计未来该类收入较有保障。

总体来看，2015年，公司营业收入有较大增加，但主营业务盈利能力仍相对较弱，利润总额对政府补助的依赖仍较大。

表16 2014-2015年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年	2014年
营业收入	102,448.39	52,178.52
营业利润	11,226.64	9,055.80
政府补助	15,255.40	16,506.13
期间费用	2,064.54	-702.18
利润总额	26,090.19	25,521.82
净利润	23,155.80	23,150.23

综合毛利率	18.25%	19.85%
期间费用率	2.02%	-1.35%
总资产回报率	2.45%	3.31%

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

现金流

2015年，公司经营活动净现金流表现不佳；公司在建项目资金需求量较大，短期内存在一定的筹资压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金主要为进行土地整理和基础设施建设等业务发生的资金往来，收到与支付的其他与经营活动有关的现金主要为与政府部门等单位的往来款。2015年公司代建业务规模加大，经营活动现金流出与流入都较上年大幅增加；经营活动现金流量表现为净流出90,756.22万元。

2015年公司投资活动现金支出大幅增加主要由于在建的市政资产发生的调整。原该等资产位于存货中，现金流反映在经营活动中，但由于2015年将该类资产调整至在建工程中，反映在投资活动现金流上。

为支持公司经营及投资活动的资金需求，公司融资需求较大。2015年公司有息负债较上年增加44.22%，同时，公司承担了工业园较大基础设施建设任务，取得借款收到的现金为179,540.00万元，另外获得政府注入资金112,822.64万元，因此公司筹资活动表现为206,055.07万元的净流入。公司作为怀化市工业园重要的城市建设投资主体，2015年末，公司主要在建项目预计总投资为975,411.58万元，已完成投资649,569.55万元，尚需投资为325,842.03万元，仍面临较大的筹资压力。

总体来看，由于公司基础设施建设项目前期资金主要为自筹资金，资金需求量大，公司经营活动现金流持续表现不佳，对筹资活动有较大依赖。

表17 2014-2015年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
收现比	24.52%	18.70%
销售商品、提供劳务收到的现金	25,117.39	9,755.88
收到的其他与经营活动有关的现金	131,463.47	28,758.43
经营活动现金流入小计	156,580.87	38,514.32
购买商品、接受劳务支付的现金	110,659.59	167,712.53
支付的其他与经营活动有关的现金	130,967.45	2,504.01
经营活动现金流出小计	247,337.09	170,321.77
经营活动产生的现金流量净额	-90,756.22	-131,807.46
投资活动产生的现金流量净额	-88,366.07	2,907.62

筹资活动产生的现金流量净额	206,055.07	72,614.69
现金及现金等价物净增加额	26,932.78	-56,285.15

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长迅速，偿债压力增加

2015年末，公司负债总额592,349.26万元，同比增长67.09%；所有者权益合计685,703.16万元，同比增长37.16%。2015年，为支持工业园发展，工业园管委会向公司注入112,822.64万元资金增加资本公积；另外，工业园管委会将其拥有的市政工程资产作价80,073.33万元注入公司，其中30,279.12万元冲减应收财政款，其余49,794.21万元计入资本公积，公司所有者权益规模有所增长。负债与所有者权益比率为86.39%，同比上升15.48个百分点，所有者权益对负债的保障程度下降。

表18 2014-2015年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年	2014年
负债总额	592,349.26	354,517.24
其中：流动负债	263,468.48	167,151.24
非流动负债	328,880.78	187,366.00
所有者权益	685,703.16	499,930.52
负债权益比率	86.39%	70.91%

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

负债结构方面，公司流动负债与非流动负债占总负债比例相近。公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2015年末，公司短期借款为9,500.00万元，系中国工商银行股份有限公司怀化迎丰支行向公司提供的质押借款；公司应付账款为36,999.37万元，与上年相比变动不大，主要为应付工程款及材料款等；其他应付款为170,052.74万元，主要是公司与工业园管委会等单位之间的资金往来。随着怀化工业园建设的推进，其他应付款较上年增加287.20%，账龄在一年以内的其他应收款占比94.37%，主要为应付怀化工业园财政局的往来款。公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至2015年末，公司长期借款主要为质押借款和保证借款。公司长期借款规模为187,256万元，同比增加177.97%，主要是2015年资金需求量加大，抵押借款大幅增加所致。应付债券为本期债券。长期应付款未2015年新增的应付远东国际租赁有限公司融资租赁款。

表19 2014-2015年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,500.00	1.60%	4,750.00	1.34%
应付账款	36,999.37	6.25%	39,274.42	11.08%
其他应付款	170,052.74	28.71%	43,918.70	12.39%
一年内到期的非流动负债	24,550.00	4.14%	59,027.00	16.65%
流动负债合计	263,468.48	44.48%	167,151.24	47.15%
长期借款	187,256.00	31.61%	67,366.00	19.00%
应付债券	120,000.00	20.26%	120,000.00	33.85%
长期应付款	20,900.00	3.53%	0.00	0.00%
非流动负债合计	328,880.78	55.52%	187,366.00	52.85%
负债合计	592,349.26	100.00%	354,517.24	100.00%
有息债务	362,206.00	61.15%	251,143.00	70.84%

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

从偿债指标来看，由于负债规模增速较快，2015年公司资产负债率上升至46.34%，流动比率下降至3.26。受收入规模增长影响，公司利润规模有所增长，2015年公司EBITDA为35,962.90万元，同比增长38.03%。同时，公司有息债务规模增加，截至2015年末，公司有息债务达362,206万元，较2014年增长44.22%，由于有息债务的增长幅度大于EBITDA的增长幅度，2015年公司EBITDA利息保障倍数进一步下降至1.14，刚性债务压力进一步增加。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2015年	2014年
资产负债率	46.35%	41.49%
流动比率	3.26	4.86
速动比率	1.47	1.16
EBITDA（万元）	35,962.90	26,054.86
EBITDA 利息保障倍数	1.14	1.18
有息债务（万元）	362,206.00	251,143.00
有息债务/EBITDA	10.07	9.64

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

截至2015年底，有息债务余额合计362,206万元³。从未来几年公司每年需要偿还的长期借款本金和来看，2016-2018年内偿还本息的金額合计352,702万元，占比70.46%。公司未来有息债务集中偿付压力较高。

表21 2016年后公司每年需偿还的有息负债本息和（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年	2018年以后
还款金额	107,508	108,158	137,036	147,900

资料来源：公司提供，鹏元整理

³有息负债包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款

六、评级结论

跟踪期内，怀化市经济和财政实力保持增长；工业园财政收入大幅增加；公司项目储备较为丰富，代建和公共服务业务收入持续性较好；当地政府继续给予公司较大的支持。同时，我们也关注到怀化市政府性基金收入大幅度下降；公司在建项目后续资金需求量较大，现金流表现持续不佳，公司面临的资金压力较大；公司应收款项占比较大，资产流动性一般；负债规模持续攀升，偿债压力增大等风险因素。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
货币资金	71,653.91	26,621.13	82,906.27
应收账款	229,330.53	135,091.30	83,166.23
预付款项	187.81	21,675.67	8,437.22
应收利息	88.18	88.18	0.00
其他应收款	86,001.73	8,067.31	3,035.33
存货	470,814.30	617,956.61	470,724.37
其他流动资产	0.00	3,000.00	5,000.00
流动资产合计	858,076.45	812,500.19	653,269.43
可供出售金融资产	7,437.36	5,437.36	437.36
持有至到期投资	300.00	4,100.00	10,000.00
长期股权投资	1,172.42	300.00	300.00
固定资产	228,934.22	4,429.62	4,635.93
在建工程	179,540.11	0.00	0.00
无形资产	1,035.00	26,198.14	26,198.14
长期待摊费用	1,085.71	1,302.86	1,520.00
递延所得税资产	471.14	179.60	112.47
非流动资产合计	419,975.97	41,947.57	43,203.90
资产总计	1,278,052.42	854,447.76	696,473.32
短期借款	9,500.00	4,750.00	10,000.00
应付账款	36,999.37	39,274.42	17,153.74
预收款项	6,779.76	7,375.29	5,696.83
应交税费	15,586.61	12,805.82	8,687.58
其他应付款	170,052.74	43,918.70	31,203.17
一年内到期的非流动负债	24,550.00	59,027.00	0.00
流动负债合计	263,468.48	167,151.24	72,741.32
长期借款	187,256.00	67,366.00	90,213.00
应付债券	120,000.00	120,000.00	120,000.00
长期应付款	20,900.00	0.00	0.00
专项应付款	724.78	0.00	0.00
非流动负债合计	328,880.78	187,366.00	210,213.00
负债合计	592,349.26	354,517.24	282,954.32
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	535,870.81	373,253.97	309,992.68
盈余公积	10,470.91	8,743.15	6,520.77
未分配利润	129,361.44	107,933.40	87,005.55

归属于母公司所有者权益合计	685,703.16	499,930.52	413,519.00
所有者权益合计	685,703.16	499,930.52	413,519.00
负债和所有者权益总计	1,278,052.42	854,447.76	696,473.32

资料来源：公司 2013、2015 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	102,448.39	52,178.52	42,780.49
其中：营业收入	102,448.39	52,178.52	42,780.49
二、营业总成本	91,777.38	43,122.73	36,293.16
其中：营业成本	83,756.35	41,820.43	32,493.03
营业税金及附加	4,778.34	1,718.26	1,267.25
管理费用	2,479.60	1,084.68	1,407.58
财务费用	-415.07	-1,786.86	946.65
资产减值损失	1,178.16	286.22	178.64
投资收益	555.63	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	11,226.64	9,055.80	6,487.33
加：营业外收入	15,260.85	16,506.13	14,403.07
其中：非流动资产处置收益	0.00	0.00	4.20
减：营业外支出	397.30	40.11	115.31
其中：非流动资产处置损失	0.00	40.11	40.29
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	26,090.19	25,521.82	20,775.09
减：所得税费用	2,934.39	2,371.60	1,677.81
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	23,155.80	23,150.23	19,097.28

资料来源：公司 2013、2015 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
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	25,117.39	9,755.88	24,618.93
收到其他与经营活动有关的现金	131,463.47	29,341.22	25,692.94
经营活动现金流入小计	156,580.87	39,097.11	50,311.86
购买商品、接受劳务支付的现金	110,659.59	167,712.53	93,580.29
支付给职工以及为职工支付的现金	467.28	40.30	0.64
支付的各项税费	5,242.77	64.92	6,569.53
支付其他与经营活动有关的现金	130,967.45	2,504.01	1,568.56
经营活动现金流出小计	247,337.09	170,321.77	101,719.01
经营活动产生的现金流量净额	-90,756.22	-131,224.66	-51,407.15
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	26,615.00	34,100.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	13.60	55.60
投资活动现金流入小计	26,615.00	34,113.60	55.60
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	74,065.29	5.98	4.86
投资支付的现金	22,815.00	31,200.00	15,300.00
支付其他与投资活动有关的现金	18,100.78	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	114,981.07	31,205.98	15,304.86
投资活动产生的现金流量净额	-88,366.07	2,907.62	-15,249.26
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	179,540.00	56,730.00	50,100.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	118,480.00
收到其他与筹资活动有关的现金	112,822.64	63,261.29	0.00
筹资活动现金流入小计	292,362.64	119,991.29	168,580.00
偿还债务支付的现金	56,977.00	25,800.00	12,450.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27,141.19	22,159.39	11,771.30
支付其他与筹资活动有关的现金	2,189.37	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	86,307.56	47,959.39	24,221.30
筹资活动产生的现金流量净额	206,055.07	72,031.90	144,358.70
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	26,932.78	-56,285.15	77,702.28

资料来源：公司 2013、2015 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	23,155.80	23,150.23	19,097.28
加：资产减值准备	1,178.16	286.22	178.64
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,520.07	158.59	166.89
无形资产摊销	115.00	0.00	0.00
长期待摊费用摊销	217.14	217.14	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.00	40.11	36.09
财务费用（收益以“-”号填列）	92.90	1,151.21	1,107.93
投资损失	-555.63	0.00	0.00
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-291.55	-67.13	-48.83
存货的减少（增加以“-”号填列）	-147,142.30	-126,906.59	-44,652.12
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-74,788.53	134,825.08	-27,521.30
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	97,742.71	105,570.65	228.27
经营活动产生的现金流量净额	-90,756.22	-131,224.66	-51,407.15

资料来源：公司2013、2015年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
有息债务（万元）	362,206.00	251,143.00	220,213.00
资产负债率	46.35%	41.49%	40.63%
负债与所有者权益比率	86.39%	70.91%	0.68
流动比率	3.26	4.86	8.98
速动比率	1.47	1.16	2.51
EBITDA（万元）	35,962.90	26,054.86	22,049.91
EBITDA 利息保障倍数	1.14	1.18	1.87
综合毛利率	18.25%	19.85%	24.05%
期间费用率	2.02%	-1.35%	5.50%
总资产回报率	2.45%	3.31%	3.64%

资料来源：公司2013、2015年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2015 年末公司土地资产明细（单位：平方米、万元）

土地证号	土地面积	账面价值	土地类型	土地用途	是否抵押
怀（工）国用（2015）第出 07 号	99,844.00	3,574.21	出让	工业	是
怀（工）国用（2015）第出 04 号	112,004.00	4,009.51	出让	工业	是
怀（工）国用（2011）第出 04 号	205,300.00	7,120.31	出让	工业	是
怀（工）国用（2010）第出 05 号	106,060.00	14,208.17	出让	商服	是
怀（工）国用（2010）第出 06 号	150,485.00	20,159.49	出让	商服	是
怀（工）国用（2011）第出 2 号	138,322.00	18,530.10	出让	商服	是
怀（工）国用（2011）第出 3 号	83,461.00	11,180.73	出让	商服	是
怀（工）国用（2011）第出 01 号	44,320.30	4,818.16	出让	商住	是
怀（工）国用（2011）第出 05 号	66,693.00	5,654.18	出让	住宅用地	是
怀国用（2014）第出 1241 号	171,526.63	34,011.76	出让	商住	是
怀（工）国用（2014）第出 22 号	12,640.00	1,900.59	出让	商服	否
怀（工）国用（2014）第出 13 号	49,503.00	7,051.65	出让	住宅	否
怀（工）国用（2014）第出 23 号	9,255.00	1,318.37	出让	住宅	否
怀（工）国用（2014）第出 15 号	53,723.00	7,709.48	出让	商服	否
怀（工）国用（2014）第出 16 号	12,928.00	1,950.71	出让	商服	否
怀（工）国用（2010）第出 13 号	47,357.00	1,498.38	出让	基础设施	是
怀（工）国用（2015）第出 31 号	25,762.00	3,672.80	出让	商服	是
怀（工）国用（2015）第出 32 号	132,351.00	18,853.31	出让	商服	是
怀（工）国用（2015）第出 33 号	43,710.00	5,765.27	出让	商服	是
怀（工）国用（2015）第出 34 号	21,525.00	3,066.26	出让	商服	是
怀（工）国用（2015）第出 46 号	80,583.00	10,203.57	出让	商服	是
怀（工）国用（2015）第出 28 号	33,259.00	772.11	出让	工业	否
怀（工）国用（2015）第出 50 号	53,335.00	7,794.53	出让	商服	否
怀（工）国用（2015）第出 51 号	39,999.00	5,402.42	出让	住宅	否
中方国用（2008）第 000047 号	105,607.00	3,897.09	出让	基础设施	是
中方国用（2008）第 000048 号	349,816.00	12,908.82	出让	基础设施	是
怀国用（2009）第出 588 号	81,468.00	3,014.85	出让	基础设施	是
怀（工）国用（2010）第出 17 号	120,714.00	4,467.21	出让	基础设施	是
怀工国用（2014）第出 06 号	89,860.00	12,369.03	出让	商服	是
怀（工）国用（2012）第出 2 号	153,493.70	36,852.34	出让	商服	是
怀（工）国用（2012）第出 3 号	46,066.50	0.00	出让	商服	是
怀（工）国用（2012）第出 4 号	66,736.30	0.00	出让	商服	是

怀（工）国用（2015）第出 20 号	67,430.00	10,058.55	出让	商服	是
怀（工）国用（2015）第出 21 号	36,300.00	5,111.95	出让	住宅	是
怀（工）国用 2014 第出 07 号	100,038.00	14,404.41	出让	商住	是
怀（工）国用（2014）第出 20 号	67,430.00	4,864.09	出让	商服	是
怀（工）国用（2015）第出 14 号	230,752.00	32,126.73	出让	商服	是
怀（工）国用（2015）第出 18 号	130,570.00	3,049.70	出让	工业	是
怀（工）国用（2015）第出 35 号	39,964.20	4,718.24	出让	工业	否
怀（工）国用（2015）第出 36 号	41,807.30	0.00	出让	工业	否
怀（工）国用（2015）第出 37 号	37,948.50	0.00	出让	工业商业	否
怀（工）国用（2015）第出 03 号	101,999.40	18,581.93	出让	商住	是
合计	3,661,946.83	366,651.00	-		-

资料来源：公司提供

附录六 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
怀化怡鑫资产经营管理有限公司	投资	4,000.00 万元	100.00%
怀化市工业园区正鑫产业投资发展有限公司	投资	8,000.00 万元	100.00%
怀化市农业产业化加工示范园有限公司	农业	5,000.00 万元	100.00%
怀化市兴园工程建设有限公司	建筑	50,000.00 万元	100.00%
怀化市兴鑫新能源科技有限公司	工业	10,000.00 万元	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录七 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	收现比	$\text{销售商品提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入净额}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$

附录八信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。