

信用等级公告

联合[2017] 1624 号

联合资信评估有限公司通过对老河口市建设投资经营有限公司及其拟发行的老河口市建设投资经营有限公司2017年度公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定

老河口市建设投资经营有限公司
主体长期信用等级为

AA

老河口市建设投资经营有限公司
2017 年度公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年七月二十日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话:(010)85679696

传真:(010)85679228

邮编:100022

网址:www.lhratings.com

老河口市建设投资经营有限公司

2017 年度公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 10.4 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期的第 3~7 年分期
兑付本金的 20%募集资金使用用途: 全部用于老河口市生物医
药科技产业园标准化厂房
及配套设施建设项目

评级时间: 2017 年 7 月 20 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	2.01	5.31	18.17
资产总额(亿元)	59.12	94.17	149.29
所有者权益(亿元)	38.84	56.45	92.41
短期债务(亿元)	1.10	3.56	2.05
长期债务(亿元)	2.01	10.24	34.31
全部债务(亿元)	3.11	13.80	36.36
调整后全部债务(亿元)	3.11	17.39	39.59
营业收入(亿元)	7.04	6.28	7.23
利润总额(亿元)	1.71	1.83	2.06
EBITDA(亿元)	1.80	1.88	2.35
经营性净现金流(亿元)	-6.05	-7.98	-10.19
营业利润率(%)	11.35	12.51	11.25
净资产收益率(%)	4.07	2.93	2.07
资产负债率(%)	34.29	40.06	38.10
经营现金流动负债比(%)	-33.13	-34.14	-56.60
全部债务资本化比率(%)	7.41	19.64	28.24
调整后全部债务资本化比率(%)	7.41	23.55	29.99
流动比率(%)	316.82	381.36	607.60
全部债务/EBITDA(倍)	1.73	7.35	15.50
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.73	9.26	16.87
EBITDA 利息倍数(倍)	12.32	2.97	1.67

注: 调整后全部债务=全部债务+长期应付款

分析师

顾彬 黄琪融 崔俊凯

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

老河口市建设投资经营有限公司(以下简称“公司”)是老河口市最主要的基础设施建设主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级结果反映了近年来老河口市经济实力稳步上升, 公司作为老河口市城市基础设施投资建设以及土地整理开发的重要实施主体, 在政府支持方面具有显著优势, 专营性优势明显。同时, 联合资信也关注到政府回款水平低, 公司资产流动性及盈利能力均较弱, 债务规模增长快以及未来投资规模较大等不利因素给公司带来的负面影响。

随着公司基础设施代建业务逐步进入回购期, 公司未来收入和利润水平有望得到进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿付本金的覆盖程度高, 本期债券设置分期偿还, 有效降低到期集中兑付资金压力。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力的综合分析, 联合资信认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 老河口市近年来经济稳定发展, 财政收入稳步增长, 为公司的发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为老河口市城市基础设施投资建设和土地开发业务的重要实体, 得到了政府在资产划拨、税收减免以及财政补贴等方面的大力支持, 主营业务专营性优势明显。

关注

1. 公司土地开发及基础设施建设业务主要采用回购模式, 公司在确认收入的同时并未实现现金回流, 也未确认应收款项, 相关成本及毛利在存货中予以反映。近年, 公

司收到部分回购款，直接冲减存货；但整体收入实现质量处于低水平，政府回款情况有待关注。

2. 公司整体盈利能力较弱；未来投资项目规模较大，未来融资需求较高。
3. 本期债券发行规模较大，对现有债务具有较大的影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由老河口市建设投资经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

老河口市建设投资经营有限公司

2017 年度公司债券信用评级报告

一、主体概况

老河口市建设投资经营有限公司（以下简称“公司”）成立于 2010 年 4 月 13 日，由老河口市金剑投资开发有限公司（以下简称“金剑投资”）、老河口市农村财政管理局和老河口市会计局等共同出资组建。初始注册资本为 500 万元，经股东会批准，由投资人老河口市金剑投资开发有限公司分别于 2011 年 10 月 26 日及 2012 年 4 月 23 日追加认缴 3000 万元和 3000 万元投资额；2012 年 10 月 19 日，金剑投资追加认缴 13265.89 万元投资额，注册资本增加至 19765.89 万元。2016 年 5 月 12 日，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）认缴出资 9500.00 万元，注册资本增加至 29265.89 万元。截至 2016 年底，公司实收资本为 29265.89 万元，金剑投资共出资 19760.89 万元，占股比例 67.52%；老河口市农村财政管理局出资 3 万元，占股比例 0.01%；老河口市会计局出资 2 万元，占股比例 0.01%；农发基金注资 9500 万元，占股比例 32.46%。老河口市国有资产监督管理局（以下简称“老河口市国资局”）对金剑投资的持股比例为 88.85%，公司实际控制人为老河口市国资局。

公司的经营范围包括：经授权的国有资产、国有股权运营，城市基础设施建设项目投资、融资及其相关的配套服务；土地开发经营。其主要职能有五项：一是作为城市基础设施建设的投融资主体，负责市区城建资金的筹措、投入和偿还，并对所承担的项目进行全过程管理；二是代表市政府进行市区土地收购、整理和经营，经营城市公共资源；三是作为中小企业融资平台，为中小企业优秀项目进行咨询、评估及贷款统借统还、委

托放款等服务，推动中小企业发展；四是在市政府授权范围内管理、经营国有资产，负责国有资产的保值增值。目前公司经营项目已覆盖土地开发整理、城市基础设施投资建设、保障房和还建安置房投资建设、旧城改造和城镇化建设、新农村建设、政府国有资产经营管理等多个领域。

截至 2016 年底，公司内部机构设置土地资产经营部、工程项目部、财务部、投资部、综合办公室等（公司组织结构图见附件 1-2）。截至 2016 年底，公司纳入合并范围子公司共 4 家。

截至 2016 年底，公司资产总额 149.29 亿元，所有者权益 92.41 亿元（包括少数股东权益 11.85 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 7.23 亿元，利润总额 2.06 亿元。

公司注册地址：湖北省老河口市胜利路 81 号；法定代表人：李萍。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

公司计划发行 10.4 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 7 年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

2. 募投项目概况及资金偿还安排

本期债券募集资金总额为 10.4 亿元，均用于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目。

老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目

(1) 项目概况

根据《老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目可行性研究报告》，老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目的建设主体为公司本部，建设地点位于老河口市生物医药科技产业园内，占地面积 1130 亩，项目建设内容包括建设标准厂房、污水处理厂、集中供热设施等主体工程及给排水、供电、绿化等配套工程、设备购置。具体为：

1) 新建 286 间标准厂房，建筑面积 33000m²，占地面积约 730 亩；

2) 新建污水处理厂 1 座，占地面积 90 亩，处理规模为 2.5 万 m³/d；

3) 建设 60t/h 天然气燃气锅炉(2×30t/h 天然气燃气锅炉)、75t/h 余热锅炉(3×25t/h 余热锅炉)及配套用房，年供热量 160 万 GJ，占地面积 30 亩。

(2) 项目审批情况

1) 2016 年 9 月 2 日，老河口市城乡规划局《关于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目的规划意见》(河规文【2016】11 号)；

2) 2016 年 9 月 5 日，老河口市环境保护局《关于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目意见》(河环函【2016】14 号)；

3) 2016 年 9 月 6 日，老河口市国土资源局《关于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目用地预审意见的函》(河土资函【2016】19 号)；

4) 2016 年 9 月 6 日，老河口市维护社会稳定领导小组办公室《关于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目社会稳定风险评估报告的审查意见》(河稳办文【2016】7 号)；

5) 2016 年 11 月 24 日，老河口市发展和

改革局《关于老河口市建设投资经营有限公司老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目节能评估报告的审查意见》(河发改能审【2016】238 号)；

6) 2016 年 11 月 24 日，老河口市发展和改革委员会《关于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目可行性研究报告的批复》(河发改【2016】241 号)。

(3) 项目资金使用

本项目总投资估算为 172650.81 万元。其中建设投资为 164850.81 万元，包括工程费用 122054.64 万元，其他费用 30585 万元(含土地取得成本 23730 万元)，预备费 12211.17 万元。拟使用本期债券 104000.00 万元，其余为公司自筹。

(4) 项目实施进度

根据《老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目可行性研究报告》，项目进度计划如下：

2016 年 9 月到 2016 年 12 月完成项目立项、施工图设计、工程招标、资金落实等工作；

2017 年 1 月至 2017 年 3 月完成场地平整；

2017 年 3 月至 2018 年 8 月完成土建及装修工程；

2018 年 7 月至 2018 年 12 月完成设备安装、调试并投入使用。

项目建设期为 2017 年 1 月~2018 年 12 月，共 2 年。

截至 2017 年 6 月底，公司累计投资 1.60 亿元。

(5) 项目社会效益

本期募投项目是老河口市国民经济发展和和社会发展的一项重要内容，其效益主要体现在社会效益上。项目建成后，将有力的加快老河口市工业布局结构调整，减少城市污染，改善城市环境。该项目的建设一方面能提升老河口市经济的整体功能，对建设老河口生物医药科技经济起到极大的推动作用，

可有效的改善投资环境，促进经济发展，推动城乡一体化，为老河口市的发展打好坚实的基础；另一方面可以吸纳大量农村剩余劳动力和提供就业岗位，对老河口市的经济和社会发展起着有力的促进作用。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值

占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品

进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要

基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存

量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着融资平

台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济

老河口市隶属于襄阳市，位于湖北省西北部，汉江中游。老河口市版土面积 1032 平方公里，其中建成区面积 27 平方公里。

老河口地处鄂西北，史称“襄郢要道、秦楚同衢”，东瞰吴越，西控川陕，南跨汉沔，北接京洛，是汉水中游重要的新兴工业城市，现有汉丹铁路横贯市区南北，襄渝铁路经市境东达至四川重庆，汉十高速公路、316 国道等四条公路干线与邻县市相通，构成纵横交错的公路网，城区北距丹江口市 24 公里、东南距襄樊市 71 公里、武汉 422 公里、东北距河南省南阳市 120 公里、西距十堰市 131 公里，百吨以上水运驳船上至丹江，下至武汉，通过长江流域各港，城东建有飞机场，城市对外交通十分便利。

老河口市作为湖北省西北地区的边界城市，正处于长江经济地带中上游的重要支线汉江经济带与汉十经济带的共振点上，经过几十年的建设发展，老河口市已具有一定的经济基础和城市规模，工业形成了以化工、建材、机电、纺织、食品五大门类支柱，农业产业化进程加快，第三产业蓬勃发展。

根据《老河口市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，老河口市实现地区生产总值 317.5 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.0%。其中，第一产业增加值 43.4 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 171.4 亿元，增长 9.8%；第三产业增加值 102.7 亿元，增长 10.1%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 13.7%，第二产业增加值比重为 53.9%，第三产业增加值比重为 32.4%。全市人均地区生产总值 66304 元，比上年增长 10.4%。

2016 年，老河口市固定资产投资规模继续扩大。全年完成固定资产投资 284.4 亿元，比

上年增长 18.5%。其中：城乡 500 万元以上固定资产投资 247.7 亿元，增长 16.8%。全年城乡 500 万元以上在建投资项目达到 164 个。重点建设项目进展顺利。按产业划分，全年一、二、三产业分别完成投资 10.8 亿元、104.9 亿元和 168.7 亿元。

2016 年，老河口市房地产开发投资 36.6 亿元，同比增长 31.2%。房屋施工面积达到 121.72 万平方米，同比下降 2.1%；商品房销售面积 58.33 万平方米，同比增长 10.5%；商品房待售面积 5.2 万平方米，同比下降 47.9%。

5. 政府财力

近三年，老河口市财政实力持续增长。2016 年，老河口市完成一般公共预算收入 28.23 亿元，同比下降 1.29%；政府性基金收入 3.03 亿元，同比下降 24.63%；上级补助收入 24.67 亿元，同比增长 10.43%。2016 年，老河口市地方可控财力为 55.93 亿元，同比上升 1.76%。

从财政收入结构看，一般公共预算收入是地方可控财力的重要构成之一，2016 年受上级补助收入快速增长的影响，老河口市一般公共预算收入在地方可控财力中的占比有所下滑，为 50.47%，较上年下降 1.56 个百分点；上级补助收入在地方可支配收入中的占比为 44.11%，较上年增长 3.46 个百分点。受老河口市土地出让规划的影响，近三年，其政府性基金收入快速下降，年均复合下降 45.50%，在地方可控财力中的占比由 2014 年的 20.41% 下滑至 5.42%。

老河口市地方政府债务主要为直接债务，截至 2016 年底全部债务余额合计 20.88 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%+救助债务余额*20%）。老河口市政府债务率为 37.33%（采用 2016 年地方综合财力数据进行计算），地方政府债务负担较轻。

表 1 老河口市 2014~2016 年财政收入构成情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般公共预算收入	21.00	28.60	28.23
1、税收收入	13.85	17.29	17.70

2、非税收入	7.15	11.31	10.53
(二) 政府性基金收入	10.20	4.02	3.03
(三) 上级补助收入	18.77	22.34	24.67
1、税收返还收入	0.51	0.60	2.23
2、一般性转移支付收入	12.59	14.50	16.65
3、专项转移支付收入	5.67	7.24	5.79
(四) 预算外财政专户收入	0.00	0.00	0.00
地方可控财力	49.97	54.96	55.93

资料来源：老河口市财政局

表 2 老河口市地方可支配收入及地方政府债务（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年 12 月底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
(一) 直接债务余额	206520	(一) 地方一般预算本级收入	282327
1、外国政府贷款	14	1、税收收入	176997
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	105330
(1)世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	246740
(2)亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	166488
(3)国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	57916
(4)其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	22336
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	30201
4、农业综合开发借款	1052	1、国有土地使用权出让金	31686
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	437
6、国内金融机构借款	12034	3、农业土地开发资金	212
(1)政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	-2134
(2)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	12034	(四) 预算外财政专户收入	0.00
7、债券融资	178616		
(1)中央代发地方政府债券(含省直接发行)	178616		
(2)由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
8、粮食企业亏损挂账	10735		
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	4069		
(二) 担保债务余额（二类+三类）	1386		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1)世界银行贷款			
(2)亚洲开发银行贷款			
(3)国际农业发展基金会贷款			
(4)其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	1386		
(三) 救助债务余额	7846		
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+(三)×20%	208782	地方综合财力	559268
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			37.33%

资料来源：老河口市财政局

总体来看，近年来老河口市经济及财政实力稳定增长，但上级补助收入在地方可控财力

中的占比大，老河口市财政收入的稳定性一般。2016 年，老河口市政府债务主要为直接债务，政府整体债务负担较轻。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年底，公司注册资本 29265.89 万元，金剑投资持股 67.52%，老河口市农村财政管理局持股 0.01%，老河口市会计局持股 0.01%，农发基金持股 32.46%。截至 2016 年底，老河口市国资局对金剑投资的持股比例为 88.85%，公司实际控制人为老河口市国资局。

2. 企业规模

公司是老河口市最主要的投融资平台，政府支持力度大，公司投资经营项目与老河口市人民政府（以下简称“老河口市政府”）签订回购协议，并且有基础设施建设的补助以及相关招商引资政策的优惠。资产以土地资产为主，2016 年公司实现营业收入 7.23 亿元。

公司主要从事土地整理开发业务和城市基础设施建设业务。

3. 人员素质

截至 2017 年 6 月底，公司高层管理人员配备到位。董事会成员 5 人，其中董事长 1 人，董事 4 人；监事会成员 5 人，其中监事会主席 1 人，监事成员 4 人。公司现有高管 5 人，其中总经理 1 人，副总经理 1 人，总工程师 1 人，资产部负责人 1 人，财务总监 1 人。

公司董事长李萍，女，1967 年 11 月出生，中共党员。历任老河口市城乡规划局团委书记兼科长；老河口市城乡规划局党委委员、纪委书记；老河口市规划局、副局长。现任公司董事长兼总经理。

截至 2017 年 6 月底，公司本部共有员工 29 人，其中本科及以上学历的人员 13 人，大专学历的人员 15 人，高中及以下学历 1 人；从年龄结构上来看，30 岁及以下人员 9 人，

30~50 岁员工 17 人，50 岁及以上员工 3 人。

总体看来，公司部分高层领导具有较高的专业水平；公司员工的整体文化素质较高，管理能力和管理水平能够满足公司日常经营的需要。

4. 政府支持

作为老河口市政府主要的城市基础设施建设和土地整理开发主体，公司在资产注入、项目回购、土地收益返还、税收减免、财政补贴和资金注入等方面得到政府的大力支持。

资产及资金注入

2011 年，公司获得老河口市政府 52 宗划拨地，入账价值 17.05 亿元，计入“资本公积—其他资本公积”，同时增加公司的存货。

2015 年，根据老河口市政府下发的河政函【2015】35 号文以及河政函【2015】73 号文，老河口市政府先后将仙人渡镇钟家寨村 6 宗共计 428.3 亩土地以及梨花大道东侧等 21 宗共计 1157.23 亩存量及新增未供土地划拨至公司，作为经营性资产增加公司净资产（计入“资本公积”），该土地出让金由市政府负责安排资金承付。根据老河口市政府下发的河政函【2015】72 号文及河政函【2015】56 号文，老河口市政府将梨花大道南一路地下管网工程（供水管网）等资产（评估价值为 3.23 亿元）以及梨花大道路灯设施（大路桥至高速路口）等资产（评估价值为 0.71 亿元）划入公司，待以上资产作为抵押的融资租赁到期后将其收回；计入“资本公积”。根据老河口市财政局下发的河财发【2015】264 号文，老河口市财政局将其 2014~2016 年投入公司子公司老河口易达投资有限公司（简称“老河口易投”）的货币资金（累计 2.53 亿元）作为股东投入的资本金，增加老河口易投的权益类资产（体现在公司“资本公积”中）。根据老河口市财政局下发的河财发【2015】174 号文，老河口市财政局向公司子公司老河口市鑫乾德产业投资基金管理有限公司拨付 2000 万元，增加其

资本金（体现在公司“资本公积”中）。

2016 年，根据老河口市人民政府出具的《市人民政府关于将部分优质资源划转至市汉策水投公司的通知》（河政函【2016】11 号），老河口市政府决定将老河口境内汉江河道砂石资源开采权（包括付家寨采区、姚家营采区、王甫洲采区、贾家洲采区，合计采区面积 78.04 平方千米，经营开采权限 30 年）注入老河口市汉策水利投资经营有限公司（以下简称“汉策水利”），按评估价值 32.91 亿元计入汉策水利（由于公司对汉策水利的持股比例为 70.00%，合并报表中“资本公积”相应增加 23.04 亿元）。

资金注入方面，2014~2015 年，公司收到财政局拨付的货币资金 3.49 亿元和 2.53 亿元，分别计入各年“资本公积”。

项目支持

为支持公司城市基础设施建设项目，老河口市政府与公司签订《老河口市建设投资经营有限公司基础设施建设回购协议书》，协议约定以项目开发成本和开发收益两部分作为项目结算价款，开发收益为项目总成本的 15%。

土地整理开发方面，为支持公司土地整理开发项目，老河口市政府与公司签订《老河口市区域土地整理开发项目协议书》，协议约定以项目开发成本和开发收益两部分作为项目结算价款。项目开发成本包括前期费用（指勘测、设计费用）、工程费用（监理、报建、工程保险等与工程前期工作相关费用和全部工程建安费用）、各项税费和财务费用。项目返还比例为项目实际发生的开发成本的 10%。代建项目回购和土地整理开发收益对公司未来的资金收入提供了一定的保障。

税收减免

根据《关于老河口市建设投资经营有限公司享受相关税费优惠政策的函》（河财文【2014】206 号），公司经营期间，获得的县级以上各级人民政府财政部门及其他部门的财政性资金可计入公司经营收入。城市基础设

施建设过程中，因融资发生的相关税费允许挂账处理，暂不缴纳。若存续经营期间因不可抗拒因素需补交相关税费的，市财政将协调相关部门实行一事一议，给予优惠政策支持。

财政补贴资金

财政补贴方面，2014~2016 年，公司分别收到政府补贴 1.12 亿元、1.21 亿元和 1.55 亿元。

其他支持

根据老河口市财政局于 2015 年 12 月 31 日出具的《关于核销市建投公司与市财政借款的通知》，考虑到目前公司担负的化工企业退城入园等项目基本完成，原借市财政用于化工企业搬迁等项目借款共计 1.36 亿元，现根据老河口市政府决定及往来资金管理规定，批准公司予以核销。

总体看来，公司作为老河口市城市基础设施建设和土地整理开发的重要投融资实体，在老河口市垄断优势明显，受政府支持力度大，未来发展前景良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，公司已建立和完善法人结构，设有股东会、董事会、监事会和经营层等内部治理结构。公司由老河口市金剑投资开发有限公司、老河口市农村财政管理局、老河口市会计局和中国农发重点建设基金有限公司投资设立。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，股东会是公司的最高权力机构。

公司实行总经理负责制，总经理为公司的法定代表人。

公司设立董事会。董事会成员有 5 人，其中，4 人由股东会选举产生，1 人由职工民主选举产生。董事任期 3 年，任期届满，可以连选连任。董事会设董事长 1 人。

公司设监事会，监事会成员 5 人，其中 3 人由股东会选举产生，2 人由职工民主选举产生。监事任期 3 年，任期届满，可以连选连任。监事会设主席 1 人。

2. 管理水平

公司总部设土地资产经营部、工程项目部、财务部、投资部和综合办公室等四部一室。

根据公司经营管理的特點，按照老河口市政府有关部门的相关规定，公司在财务与资金管理、工程项目管理、投资经营与资产管理、人力资源管理、文秘行政及后勤管理等方面建立了一整套较详细的管理制度体系，基本上实现了按制度办事、以制度管人。

公司财务人员按规定对公司实行财务会计监督，对不真实、不合法的原始凭证不予受理并向财务总监报告；对记载不准确、不完整的原始凭证予以退回，要求更正、补充。除法定的会计，见账册外，不得另立会计账册。不得将公司的资金以个人名义开立账户存储。建立财务稽查制度。出纳员不得监管稽核、会计档案保管和收入、费用、债权债务账目的登记工作。

建设投资资金使用管理方面，为加强政府投资项目管理，2010年起，政府对公司项目全面实施委托代建制，每年年初公司会同市财政局、市建设局等部门提出年度城建投资计划，报市政府审定后，编制公司投资城建收支预算。公司资金实行“计划管理、捆绑使用、按月拨付”的方式。每月由公司依据施工合同、工程进度（每月按25号前报月进度）及签批报告拟定工程款支付计划报市政府审批。公司资金使用一律实行申报制管理。

公司作为国有资产授权经营者，拥有较强的项目管理能力，主要从事重大基础设施项目资金筹措、使用、经营、管理的专业化工作，因此公司的资产管理、资金管理、投资管理和项目管理是公司内部控制和管理的核心。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度（试行）》，主要包括：公司对外担保遵循平等、合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险，原则上除为全资子公司外，公司不得对外提供担保；公司不得为持股50%以下的其他关联方、任何非法人单位或个人提供担保；公司对外担保总额不得超过最近一个会计年度合并会计报表净资产的50%，不得直接或间接为资产负债率超过70%的被担保对象提供债务担保；公司提供对外担保时，必须要求被担保人提供反担保或其他有效防范担保风险的措施；公司在提供担保业务前，财务部门应对被担保企业进行实地调查，了解其资产经营和资质信誉状况等。

综合看，公司法人治理结构合理；内部管理体系基本建立，能满足公司目前管理活动需要。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要负责老河口市土地整理开发和城市基础设施建设工程业务。2014~2016年，公司营业收入年均复合增长1.33%；2016年，公司实现营业收入7.23亿元，同比增长15.04%，其中主营业务收入6.76亿元，占营业收入的93.50%，公司主业突出。

从收入构成来看，近三年，公司土地整理开发业务收入快速下降，2015年为0.13亿元，较上年下降1.69亿元，主要系大部分土地整理项目未及时结算导致验收手续延后所致；2016年为652.30万元，同比下降49.45%，主要系公司土地整理业务较往年大幅减少所致。2014~2016年，基础设施建设工程业务收入年均复合增长13.48%，2016年为6.69亿元，同比上升9.59%，主要系公司当年对基础设施建设工程的投资加大所致。

从毛利率来看，近三年，基础设施建设工程业务及土地整理业务毛利率均波动下降；

2016年，受营改增政策的影响，公司按照3%计提增值税和相应的附加税导致各业务板块成本均上升，致使毛利率下降，公司基础设施建设工程业务及土地整理开发业务毛利率分

别为10.23%和6.36%，较上年分别下降2.80个百分点和2.73个百分点。受此影响，2016年，公司主营业务综合毛利率为10.20%，较上年下降2.75个百分点。

表3 近年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理开发	18163.20	25.90	9.09	1290.35	2.07	9.09	652.30	0.97	6.36
基础设施建设工程	51965.77	74.10	12.93	61069.02	97.93	13.03	66924.56	99.03	10.23
合计	70128.97	100.00	11.94	62359.37	100.00	12.95	67576.86	100.00	10.20

资料来源：公司审计报告

2. 土地整理开发业务

2010年8月23日，公司与老河口市政府签署了《老河口市区域土地整理开发项目协议书》。公司主要负责老河口城区范围内土地开发工作，包括仙鹤社区、化工企业、变压器、环一路南地块、光明社区李家沟以南地块等土地项目。

公司根据规划进行融资、征地、配套，使生地变成熟地，待地块整理工作完工后，公司将达到出让条件的土地交由老河口市政府统一规划并按照“招、拍、挂”流程出让。

土地整理开发结算价款由项目开发成本和开发收益两部分构成，项目开发成本包括前期费用（指勘测、设计费用）、工程费用（监理、报建、工程保险等与工程前期工作相关费用和全部工程建安费用）、各项税费和财务费用；项目开发收益以该项目实际发生开发成本的10%作为开发收益。公司根据项目的完工进度确认工程收入和成本，而老河口市政府，自项目竣工验收之日起的36个月内将结算款支付完毕，具体为：12个月内支付结算价款总额的58%，18个月内支付结算价款总额的22%，36个月内支付结算价款总额的20%。

记账方式方面，公司在项目建设投入时，借存货-工程施工，贷银行存款；确认收入时，借主营业务成本、存货-工程施工-合同毛利，贷主营业务收入；收到回款时，直接冲减存货。在这种账务处理方式下，主营业务收入和主营业务成本直接对冲，对已确认收入但未实现现

金回流的情况，不确认应收账款，而在“存货”中予以反映。

表4 2014~2016年公司土地整理情况

（单位：亩、万元、万元/亩）

年度	完成土地整理面积	当年土地开发投入	出让面积	出让均价
2014年	1560.00	13709.00	1189.00	123.20
2015年	905.00	15650.00	452.00	121.50
2016年	505.00	610.79	--	--
合计	2970.00	29969.79	1641.00	--

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司分别完成土地整理面积1560.00亩、905.00亩和505.00亩。其中，2014~2015年，分别完成出让面积1189.00亩和452.00亩，出让均价分别为126.00万元/亩和123.20万元/亩；2016年，公司未实现土地出让。

表5 截至2016年底公司主要土地整理项目运营情况

（单位：万元）

项目	总投资	已投资	累计确认收入
化工企业搬迁项目	17000.00	14104.13	15514.54
环一路南土地置换项目	8000.00	6798.00	7477.80
变压器地块改造项目	12000.00	2776.21	3053.83
伊川铸钢项目	1200.00	706.75	777.43
征地及安置补偿支出项目	3600.00	665.14	731.66
合计	41800.00	25050.23	27555.26

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司主要的土地整理项目包括化工企业搬迁项目、环一路南土地置换项目、变压器地块改造项目、伊川铸钢项目和征

地及安置补偿支出项目等，上述项目总投资为4.18亿元，已完成投资2.51亿元，累计确认收入2.76亿元，累计收到回款2.12亿元。

2014~2016年，公司分别确认该板块业务收入1.82亿元、0.13亿元和0.07亿元。截至2016年底，土地整理项目剩余应回款总额为1.98亿元。

3. 城市基础设施建设业务

公司作为老河口市城市基础设施建设主体，2010年6月3日，公司和老河口市政府签署了《老河口市建设投资经营有限公司基础设施建设回购协议书》，主要负责城南新区项目、科技产业园项目和经济开发区项目等基础设施项目建设工作。

根据2010年12月20日《市人民政府关于支持市建设投资经营有限公司发展的通知》，对于有稳定经营性收入的城市基础设施项目，主要依靠公司自身融资及投资，实现项目收益平衡；对于无经营性收入的公益性项目，实行公司投资、政府回购的运行模式。

城市基础设施建设回购款由项目建设总成本和公司的投资回报收益两部分构成。项目建设总成本由资金占用费、建安成本和其他费用构成。公司的收益由本项目建设总成本的15%作为收益。公司根据项目的完工进度确认工程收入和成本，老河口市政府，在项目竣工验收合格且竣工结算办理完毕之日起，10日内支付回购价款的30%，12个月之日起7日内支付回购价款的30%，在24个月之日起7日内，支付回购价款的40%。

此外，公司针对陈埠安置房工程建设项目、梨花大道景观工程建设项目、水西门安置房工程建设项目、仙鹤社区新农村建设安置房项目以及新一中项目工程与老河口市人民政府分别签署了《建设—移交（BT）协议》，协议约定公司受老河口市政府的委托对上述项目进行筹资并组织实施建设，待项目建成后按协议规定由公司移交给老河口市政府，并由老

河口市政府按协议约定向公司支付项目回购款。项目回购款包括建设成本、融资成本以及投资回报；其中，融资成本按4年、8%计算，并每年随回购款一起支付，投资回报按4年、8%计算，并于回购期第4年末支付。确认收入方面，由于BT项目规模大，施工周期长，公司、老河口市政府可以根据需要，在公路施工完成、达到预定涉及指标及可使用状态后，以公里为验收单元分别验收。

表6 回购款项金额安排（单位：万元）

年度	2012	2013	2014	2015
回购金额	3344.00	3132.20	24081.60	30536.60
已到款金额	2672.00	2522.00	16892.00	23415.00
年度	2016	2017	2018	
回购金额	20042.00	23132.70	6009.52	
已到款金额	5500.00	--	--	

资料来源：联合资信根据《建设—移交（BT）协议》整理

注：以上回购金额为每年针对陈埠安置房工程建设项目、梨花大道景观工程建设项目、水西门安置房工程建设项目、仙鹤社区新农村建设安置房项目以及新一中项目工程的回购款总额。

账务处理方面，公司基础设施建设工程业务与土地整理开发业务处理一致。截至2016年底，签订BT协议的5个项目的计划回款额为8.11亿元，已收到回款5.10亿元，其大于2012~2016年的“销售商品、提供劳务收到的现金”合计数（4.26亿元）的主要原因是2015年财政局将部分回购款直接核销公司与市财政形成的项目借款（共计1.36亿元）所致。

表7 截至2016年底公司主要在建基础设施建设情况（单位：万元）

项目	计划投资额	已投资
陈埠迁村腾地还建房项目	19000.00	24642.96
市政建设工程项目	16500.00	17168.83
城南一中新校区建设项目	17000.00	16782.45
仙人渡仙鹤社区还建房项目	19500.00	16697.64
水西门旧城改造项目	18500.00	16167.03
安置小区	56100.00	54400.00
供水改建工程	36600.00	25700.00
污水处理厂	69500.00	41500.00
合计	252700.00	213058.91

资料来源：公司提供

注：公司基础设施建设项目计划投资额为初始设定，建设过程中将根据实际情况进行调整，表中部分项目已投资额超出计划投资额，所涉及项目已于2017年对计划投资额做相应调整。

截至2016年底，公司主要在建基础设施项目为陈埠安置房工程建设项目、市政建设工程项目、水西门安置房工程建设项目、仙人渡仙鹤社区还建房项目、城南一中新校区建设项目以及“15老河口债”的募投项目，上述项目总投资为25.27亿元，已投资21.31亿元。2014~2016年，公司基础设施建设工程项目分别实现营业收入5.20亿元、6.11亿元和6.69亿元。

根据老河口市人民政府出具的《关于应付款项有关情况的说明》（河政函【2016】51号），截至2015年底，公司因市政府委托代建的工程项目以及土地整理项目而形成的应收回购款为13.90亿元；针对以上款项，市政府承诺将通过地方财政收入、政府性基金收入等收入来源，在2020年之前按时足额支付代建项目的回购款。

4. 砂石开采权拍卖业务

2016年，根据河政函【2016】11号文，老河口市政府决定将老河口境内汉江河道砂石资源开采权（合计采区面积78.04平方千米）注入子公司汉策水利。

公司正在建设3个砂石销售集并中心以及18个砂石停靠泊位，计划总投资为3260万元。公司计划每年根据砂石开采量及市场变动情况按18~25元/m³的价格拍卖砂石资源开采权，同时每年按70~100万元/泊位对社会公开拍卖停靠泊位；主要市场面向十堰市、襄阳市、南阳市等地区。待拍卖成功后，公司每年固定向老河口市财政局上缴120万元收入，其余部分均确认为公司营业收入。

2016年，由于该业务尚处于前期开发阶段，公司尚未形成相关业务收入。

5. 拟建工程

截至2016年底，公司主要的拟建基础设施建设项目为生物医药科技产业园项目、城市停车场项目以及城市改扩建项目，上述项目总投资

金额为45.42亿元，预计2017~2019年将分别投资3.45亿元、11.63亿元和18.37亿元。

表8 截至2016年底公司主要拟建基础设施建设情况
(单位：亿元)

项目名称	预计总投资	未来计划投资额		
		2017	2018	2019
生物医药科技产业园	17.27	0.78	4.50	8.50
城市停车场	17.20	1.80	3.50	9.00
城市改扩建	10.95	0.87	3.63	0.87
合计	45.42	3.45	11.63	18.37

资料来源：公司提供

总体来看，公司未来计划投资规模较大，未来融资需求显著。砂石开采权投入使用将为公司营业收入带来新的增长点。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年三年连审合并财务报告以及2016年度合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

财务报表合并范围变化方面，截至2016年底，公司纳入合并范围子公司共计4家，均为二级子公司。其中，2015年，合并范围新增3家子公司，分别为老河口易投、老河口市鑫乾德产业投资基金管理有限公司及汉策水利，公司通过对老河口易投进行增资，使持股比例由30%变更为79%，因此纳入合并范围；老河口市鑫乾德产业投资基金管理有限公司及汉策水利均为2015年投资设立。2016年，公司合并范围减少1家子公司，即老河口市融通交通投资有限责任公司（以下简称“融通交投”），系老河口市金方园公路试验检测有限公司对融通交投追加投资，使公司对其持股比例由51.00%减至30.60%，故公司不再将其纳入合并范围。整体看，公司合并报表范围变化对财务报表可比性影响较小。

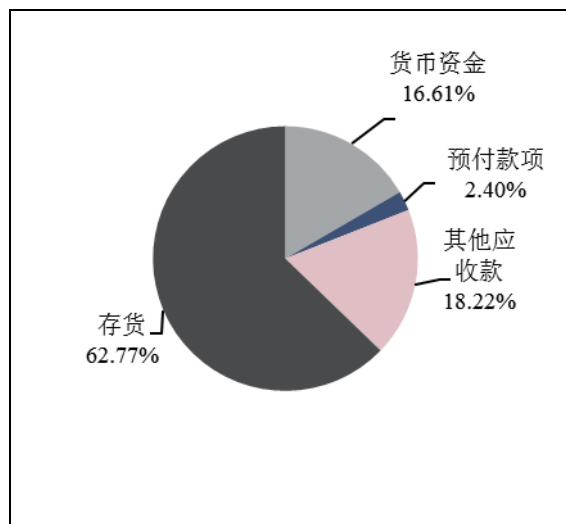
截至 2016 年底，公司资产总额 149.29 亿元，所有者权益 92.41 亿元（包括少数股东权益 11.85 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 7.23 亿元，利润总额 2.06 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率 58.91%。截至 2016 年底，公司资产总额 149.29 亿元，同比上升 58.53%，其中流动资产占 73.27%，非流动资产占 26.73%，公司资产以流动资产为主。

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 37.49%，主要系融资规模的加大以及城市基础设施建设业务规模的上升分别导致货币资金和存货的大幅增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产 109.38 亿元，同比上升 22.68%，由货币资金（占 16.61%）、预付账款（占 2.40%）、其他应收款（占 18.22%）以及存货（占 62.77%）构成。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据审计报告整理

2014~2016 年，为满足项目开发建设需求，公司加大融资规模，导致货币资金快速增长，年均复合增长 200.57%。截至 2016 年底，公司货币资金 18.17 亿元，同比增长 242.35%，主要由银行存款（占 85.52%）及其他货币资金（14.47%）构成；其中，受限资金 2.63 亿元，

主要为用于质押的定期存单以及用于对外抵押担保的保证金，在货币资金中的占比为 14.47%，对公司货币资金的使用效率影响较小。

近三年，公司预付款项快速增长，年均复合增长率 83.89%，2016 年底为 2.62 亿元，较上年底增加 2.14 亿元，主要为预付工程款。从账龄看，1 年以内的占 86.32%，1~2 年的占 12.04%，2~3 年的占 1.39%，3 年以上的占 0.25%。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 52.76%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额合计 19.92 亿元，同比上升 70.63%，共计提坏账准备共 0.25 亿元，占其他应收款总额的 1.22%。采用账龄分析法计提坏账准备的款项中，账龄在 1 年以内（含 1 年）占 57.66%，1~2 年（含 2 年）的占 9.54%，2~3（含 3 年）年的占 14.10%，3 年以上的占 18.67%。公司其他应收款主要构成为应收政府部门及控股企业往来款，其他应收款欠款前五名合计 10.76 亿元，占其他应收款账面净额的 53.35%，集中度较高。总体看，公司其他应收款对手方主要系政府部门及控股企业，回收风险较低；但由于其在流动资产中的占比较大，对公司资产流动性造成一定影响。

根据老河口市人民政府出具的《关于应付款项有关情况的说明》（河政函【2016】51 号），针对公司因市政府委托代建的工程项目以及土地整理项目而形成的应收回购款，市政府承诺将通过地方财政收入、政府性基金收入等收入来源，在 2020 年之前按时足额支付代建项目的回购款。根据老河口市人民政府出具的《关于市建设投资经营有限公司对政府应收款项有关情况的说明》（河政函【2016】74 号），老河口市计划自 2017~2019 年，将位于老河口市境内总面积为 811.20 亩的 4 宗土地出让收入扣除征地成本和各项计提后的净收益作为政府部门及政府投资单位对公司欠款的还款资金来源。

表9 截至2016年底其他应收款主要欠款单位
(单位: 万元、%)

单位	金额	占比
老河口市金剑投资开发有限公司	29357.90	14.55
老河口海信隆投资有限公司	26167.76	12.97
老河口市融通交通投资有限责任公司	21583.83	10.70
湖北汉襄星建设投资有限公司	17650.09	8.75
老河口市财政局	12871.74	6.38
合计	107631.32	53.35

资料来源: 公司审计报告

2014~2016年, 公司存货呈波动增长趋势, 年均复合增长21.46%, 主要系工程施工成本及开发成本增加所致。截至2016年底, 公司存货68.66亿元, 与较上年底基本持平; 公司存货中工程施工成本占48.68%, 开发成本占51.32%; 公司未对存货计提跌价准备。公司存货中开发成本均为土地使用权, 合计231.33万平方米, 其中19.96亿元的土地已用于抵押。公司存货中由土地整理及基础设施建设业务形成的工程施工成本规模较大, 工程项目的逐步完工可为公司未来收入规模形成一定支撑; 但同时存货中部分土地用于抵押且规模较大, 存货的流动性一般。

非流动资产方面, 2014~2016年, 在其他非流动资产及无形资产增长的带动下, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长率464.37%。截至2016年底, 公司非流动资产39.91亿元, 较上年底增加34.90亿元, 主要系公司将政府注入的采矿权以评估价值计入无形资产科目所致; 公司非流动资产主要由无形资产(占82.32%)和其他非流动资产(占10.51%)构成。

2016年公司新增无形资产32.82亿元, 主要系老河口市政府将采砂权注入公司下属子公司汉策水利, 公司将其以评估价值32.91亿元计入无形资产科目所致, 当年摊销金额为914.13万元。

截至2016年底, 公司其他非流动资产4.19亿元, 较上年底增长6.50%, 主要系公司下属子公司老河口市联众住房投资管理有限公司购入西部矿业老河口三环路综合性资产0.26

亿元计入其他非流动资产科目所致, 公司预计将其对外出租, 具体事宜仍在商谈中。从构成上看, 公司其他非流动资产由西部矿业老河口三环路综合性资产(占6.11%)、管网设备(占76.93%)和路灯设施、变压器设备(占16.96%)构成。

受限资产方面, 截至2016年底, 公司受限资产26.33亿元, 其中包括土地使用权19.77亿元、其他货币资金2.63亿元、管网设备3.23亿元以及路灯及其配套设施、变压器0.71亿元; 受限资产占资产总额的比例为17.64%, 受限比例较高。

综合分析, 公司资产规模保持快速增长, 资产构成以流动资产为主。流动资产中, 存货及其他应收款占比较高, 且存货中部分土地已用于抵押, 变现能力较弱, 整体资产流动性较弱。此外, 公司受限资产规模较大, 对后续融资以及资产运作将造成一定影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016年, 受益于当地政府对公司在资产划入、资本金注入等方面的有力支持, 公司所有者权益规模快速增长, 年均复合增长54.25%。截至2016年底, 公司所有者权益合计92.41亿元, 较上年底增长63.72%, 主要系政府注入采矿权带动资本公积增加所致。

截至2015年底, 公司资本公积为45.31亿元, 较2014年底增加15.29亿元, 主要来源为:

a) 2015年, 子公司老河口市金渡建设投资有限公司增加资本公积297.89万元, 公司持股30%, 因此新增公司资本公积89.37万元;

b) 根据老河口市政府出具的河政函【2015】56号《市人民政府关于同意划拨梨花大道路灯设施(大桥路至高速路口)等资产的批复》划入路灯设施、变压器等, 评估总价为0.71亿元; 根据老河口市政府出具的河政函【2015】72号《市人民政府关于同意划拨梨花

大道南一路地下管网工程（供水管网）等资产的批复》划入管网设备等，评估总价为 3.23 亿元；

c) 根据老河口市政府出具的河政函【2015】35 号《市人民政府关于将部分国有土地划拨至市建设投资经营有限公司的通知》、河政函【2015】73 号《市人民政府关于将部分土地划转至市建设投资经营有限公司资产的通知》划入土地，评估总价为 8.96 亿元；

d) 根据老河口市财政局出具的河财发【2015】19 号《老河口市财政局关于增加老河口市联众住房投资管理有限公司资本金的通知》、河财发【2015】264 号《老河口市财政局关于老河口易达投资有限公司转增资本公积事项的通知》、河财发【2015】174 号《老河口市财政局关于增加老河口市鑫乾德产业投资基金管理有限公司资本金的通知》等增加资本公积 2.38 亿元。

截至 2016 年底，公司资本公积 68.38 亿元，较上年底增加 23.07 亿元，主要系公司联营企业老河口市金渡建设投资有限公司增加资本公积 1000.00 万元，公司持股比例为 30.00%，故增加资本公积 300.00 万元；根据老河口市人民政府出具的河政函【2016】11 号《市人民政府关于将部分优质资源划转至市汉策水投公司的通知》将采砂经营权注入公司下属子公司汉策水利，评估价值 32.91 亿元，其中公司持股比例为 70.00%，故资本公积增加 23.04 亿元。

从构成上看，截至 2016 年底，公司所有者权益中实收资本占 3.17%、资本公积占 73.99%、盈余公积占 1.00%、未分配利润占 9.02%、少数股东权益占 12.82%。

总体看，公司在当地政府持续且有力的支持下，所有者权益规模快速增长；所有者权益中资本公积占比较大，稳定性较强。

负债

2014~2016 年，公司负债总额年均复合增长 67.49%，主要系长期借款及应付债券规模增长所致。截至 2016 年底，公司负债总额为 56.88

亿元，较上年底增长 50.76%，其中流动负债占 31.65%，非流动负债占 68.35%，公司负债结构以非流动负债为主。

流动负债方面，2014~2016 年，公司流动负债有所波动。截至 2016 年底，公司流动负债合计 18.00 亿元，同比下降 23.00%，主要由应付账款（占 7.96%）、应交税费（占 6.48%）、其他应付款（占 72.97%）、和一年内到期的非流动负债（占 10.86%）构成。

2014~2016 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长率 11.15%。截至 2016 年底，公司应付账款 1.43 亿元，同比增长 43.14%，主要为应付深圳市铁汉生态环境股份有限公司的工程款 0.96 亿元；从账龄上看，1 年以内（含 1 年）占 31.06%，1~2 年（含 2 年）占 0.64%，2~3 年（含 3 年）占 67.75%，3 年以上的占 0.55%。

2014~2016 年，公司其他应付款年均复合下降 7.72%；截至 2016 年底为 13.14 亿元，同比下降 26.27%，主要系部分往来款已支付所致；主要为应付老河口市财政局的政府往来款 6.16 亿元。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 159.58%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 1.95 亿元，同比下降 38.19%，主要为 1 年内到期的与中国建设银行股份有限公司老河口支行（以下简称“建行老河口支行”）形成的长期借款转入的 0.71 亿元以及长期应付款转入的 1.24 亿元。

非流动负债方面，2014~2016 年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长 339.77%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 38.87 亿元，较上年底增长 170.95%，主要系长期借款增加所致；从构成上看，非流动资产主要由长期借款（占 67.83%）、应付债券（占 20.43%）、长期应付款（占 8.30%）和专项应付款（占 3.44%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款年均复合增

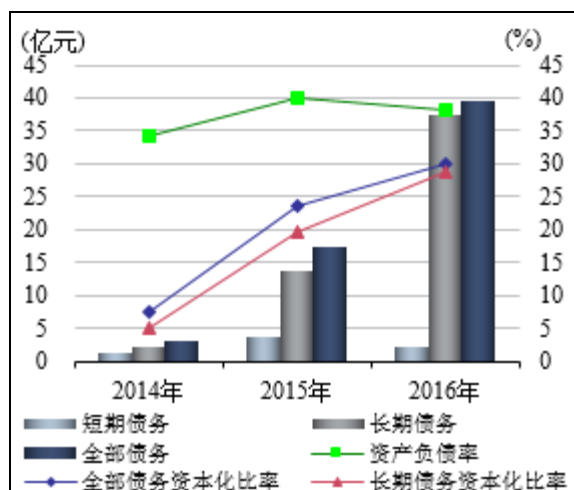
长率达 262.21%。截至 2016 年底，公司长期借款为 26.37 亿元，较上年底增加 24.06 亿元，其中质押借款 17.17 亿元，抵押借款 9.20 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券账面价值为 7.94 亿元，同比变化不大，主要为公司 2015 年 8 月 12 日发行的“15 老河口债”（面值 8.00 亿元，期限 7 年）。

截至 2016 年底，公司长期应付款为 3.23 亿元，同比下降 10.17%，均为租赁借款。本报告已将此科目调整至长期债务核算，并对全部债务做出相应调整。

截至 2016 年底，公司专项应付款为 1.34 亿元，同比增长 156.83%，主要为保障性安居工程的专项资金。

图 2 2014~2016 年公司债务情况



资料来源：根据审计报告整理

2014~2016 年，受公司融资规模扩大的影响，公司有息债务快速增长。截至 2016 年底，公司调整后全部债务为 39.59 亿元，同比增长 127.69%，主要来自长期借款的增加；其中，短期债务占 5.19%，调整后长期债务占 94.81%，公司债务以长期债务为主，与公司公共事业性质相匹配，债务结构合理。

从债务指标来看，2014~2016 年，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率增长较快，三年平均值分别为 37.93%、23.54%和 21.33%；截至 2016 年底，上述三项指标分别为 38.10%、29.99%

和 28.88%。近三年，公司债务指标虽增长较快，但仍处于较低水平。

总体看，公司债务规模不断上升，债务以长期债务为主，债务结构合理；公司整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 1.33%，2016 年为 7.23 亿元，同比增长 15.04%，主要系基础设施建设业务收入大幅上升所致。公司营业成本近三年变化不大，低于营业收入的增长幅度。

随着公司业务范围的增加以及融资规模的扩大，公司管理费用快速上升，财务费用波动增长。2014~2016 年，公司期间费用分别为 1150.42 万元、1236.64 万元和 2736.93 万元；期间费用率分别为 1.63%、1.97%和 3.79%，期间费用控制能力较强。

近年来，政府补助是公司主要利润来源之一。2014~2016 年，公司利润总额分别为 1.71 亿元、1.83 亿元和 2.06 亿元；分别获得政府补助 1.12 亿元、1.21 亿元和 1.55 亿元。公司利润对政府补助依赖程度较高。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司营业利润率有所波动，分别为 11.35%、12.51%和 11.25%；近三年，公司总资产收益率和净资产收益率持续下滑，三年加权平均值分别为 2.26%和 2.73%，2016 年分别为 1.58%和 2.07%，较 2015 年分别下滑 0.70 和 0.86 个百分点，主要系公司净利润的涨幅低于其所有者权益的涨幅所致；公司整体盈利能力较弱。

总体来看，公司营业收入波动增长，基础设施建设收入是公司主要收入来源，利润总额受政府补助影响大。公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，近三年公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长率 19.73%，

2016 年为 16.24 亿元,较 2015 年下降 15.07%。2014~2016 年,公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 1.50 亿元、1.54 亿元和 1.22 亿元,主要为收到的回购款;收到其他与经营活动有关的现金分别为 9.83 亿元、17.58 亿元和 15.02 亿元,2016 年主要为收到的往来款 13.42 亿元及政府补助款 1.56 亿元。近三年,公司经营现金流出量波动增长,年均复合增长 23.32%,2016 年 26.43 亿元,较上年下降 2.49%;其中,购买商品、接受劳务支付的现金为 6.34 亿元;支付其他与经营活动有关的现金为 19.03 亿元,主要是支付的往来款 19.02 亿元。2014~2016 年,公司经营活动现金流净额分别为-6.05 亿元、-7.98 亿元和-10.19 亿元。2014~2016 年,公司现金收入比分别为 21.31%、24.49%和 16.85%,收入实现质量差。

投资活动方面,2014 年,公司无投资活动现金流入,2015~2016 年,投资活动现金流入量分别为 0.13 亿元和 2.51 亿元,2016 年主要为理财产品的收回(2.70 亿元),计入“收到其他与投资活动有关的现金”。近三年,公司投资活动现金流出量分别为 0.10 亿元、3.02 亿元和 1.34 亿元;投资活动现金流净额分别为 -0.10 亿元、-2.89 亿元和 1.17 亿元。

筹资活动方面,2014~2016 年,公司筹资活动现金流入量快速增长,年均复合增长 97.72%;2016 年为 26.97 亿元,主要为取得借款收到的现金 24.97 亿元以及收到其他与筹资活动有关的现金 2.00 亿元。随着公司融资规模的扩大,公司偿还债务有关的现金流出快速上升;近三年,筹资活动现金流出量迅速增长,年均复合增长 627.87%,2016 年为 7.72 亿元,主要为偿还债务支付的现金 2.75 亿元及支付其他与筹资活动有关的现金 3.64 亿元(主要为偿还的融资租赁款)。2014~2016 年,公司筹资活动现金流净额分别为 6.75 亿元、14.65 亿元和 19.25 亿元。

综合来看,近年来公司经营活动现金流均为负,无法满足当期资本支出需求;筹资活动

现金流量净额持续上升,偿债压力随之增大。随着主营业务投资规模的扩大,未来公司对外融资需求显著。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,近三年,由于公司流动资产占比高,流动比率和速动比率均较高,三年加权平均值分别为 481.57%和 151.38%,2016 年分别为 607.60%和 226.20%。2014~2016 年,公司经营现金流动负债比分别为-33.13%、-34.14%和-56.60%,公司经营现金流量净额对公司短期债务无保障能力。考虑到公司短期债务规模较小,现金类资产规模尚可覆盖自身短期债务,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看,2014~2016 年,公司 EBITDA 分别为 1.80 亿元、1.88 亿元和 2.35 亿元;调整后全部债务/EBITDA 值分别为 1.73 倍、9.26 倍和 16.87 倍,指标反映公司对全部债务的保障能力较弱,但考虑到公司债务结构以及政府对公司持续有力的支持,未来公司对全部债务的保障能力有望增强。

截至 2016 年底,公司获得银行授信额度 88.17 亿元,已使用额度 70.27 亿元,未使用额度 17.90 亿元。公司间接融资渠道有待扩宽。

截至 2016 年底,公司对外担保合计 8.31 亿元,担保比率为 8.99%。对外担保对象见表 10。目前被担保企业生产经营正常,其中,老河口市国投资源储备供应中心、老河口市公路建设有限责任公司以及襄阳市真龙房地产开发有限公司均以往来款提供反担保;中国教育工会老河口市第一中学委员会以对公司的应收账款做反担保,公司发生代偿风险较低。

表 10 截至 2016 年底公司对外担保明细
(单位:万元)

被担保单位名称	担保事项	余额	担保期限
襄阳市好运来建筑工程有限公司	借款	3000.00	2016/11~2017/11
湖北陆盛环保工程有	借款	2800.00	2016/11~2017/11

有限公司			
中国教育工会老河口市第一中学委员会	借款	16000.00	2014/07~2021/02
		10690.00	2013/02~2021/02
老河口市国土资源储备供应中心	借款	10000.00	2013/12~2018/11
		1959.20	2014/12~2019/12
		13000.00	2014/12~2019/12
襄阳市真龙房地产开发有限公司	借款	3520.00	2015/07~2017/07
		1760.00	2015/07~2017/07
老河口市公路建设有限责任公司	借款	10000.00	2016/02~2017/02
湖北业茂再生资源有限公司	借款	500.00	2015/09~2017/09
		200.00	2015/10~2017/09
		100.00	2015/10~2017/10
老河口市思兴建筑有限公司	借款	1600.00	2014/10~2017/10
湖北奥星粮油工业有限公司	借款	3000.00	2014/10~2017/10
		5000.00	2014/06~2017/06
合计	--	83128.50	--

资料来源：《审计报告》

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1042068200021890X），截至2017年7月12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。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及老河口市财力状况和政府对公司的各项支持综合判断，公司整体抗风险能力强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为10.4亿元，分别占2016年底公司调整后全部债务和调整后期长期债务的26.27%和27.70%，本期债券的发行对公司现有债务的影响较大。

截至2016年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为38.10%、29.99%和28.88%，以公司2016年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至42.13%、35.10%和34.15%。公司有息债务

规模将显著上升，但整体债务仍处于合理水平。

2. 本期债券偿债能力分析

2014~2016年，公司EBITDA值分别为1.80亿元、1.88亿元和2.35亿元，分别为本期债券拟发行额度的0.17倍、0.18倍和0.23倍；2014~2016年，公司经营活动的现金流入量分别为11.33亿、19.12亿元和16.24亿元，分别为本期债券拟发行额度的1.09倍、1.84倍和1.56倍。

假设本期债券于2017年成功发行，并且公司于第3~7个计息年度末每年偿还本金的20%，则公司未来分期偿付本金额度为2.08亿元。

2014~2016年，公司EBITDA分别为分期偿付本金额度（2.08亿元）的0.86倍、0.90倍和1.13倍；经营活动流入量分别为分期偿付本金额度（2.08亿元）的5.45倍、9.19倍和7.81倍；经营活动现金净流量对分期偿付本金额度的保障倍数分别为-2.91倍、-3.84倍和-4.90倍。

总体看，公司EBITDA对本期债券的保障程度弱，经营活动现金流入量对本期债券的保障程度一般，但经营活动现金流入量对分期偿付本金额度的覆盖程度高。考虑到本期债券分期偿还设置，有助于分散集中偿付的风险。

3. 偿债资金来源

本期债券募集资金10.4亿元，全部用于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目。根据《老河口市生物医药科技产业园标准厂房及配套设施建设项目可行性研究报告》（以下简称“《可行性研究报告》”），本期债券的偿债资金来源主要来源于募投项目未来的营业收入。

项目未来营业收入预算

根据《可行性研究报告》，本期募投项目未来营业收入主要来源于园区的厂房销售、污水处理以及集中供热产生的收入。

本期募投项目中标准化厂房的销售单价主要参考周边或邻近城市同类或类似项目的标准厂房或商品售价，按照2900元/m²保守测算，预计将于项目建设期第二年（即2018年）起开始产生销售收入，本期债券存续期间合计拟产生72500.00万元销售收入。

污水处理方面，根据《老河口市物价局关于调整城区污水处理费标准的通知》，污水处理费以0.80/m³计算，预计项目建成后（即2019年起）每年污水处理收入为720.00万元。

集中供热方面，根据湖北省物价局下发的《省物价局关于印发〈湖北省定价目录〉的通知》（鄂价办【2015】99号），湖北省各级物价部门已经放开非居民供热价格管制，收费标准采用市场定价。在《可行性研究报告》中，本

期募投项目中热力供热价格乃参考相邻省份同类地区的非居民供热价格案例，并以襄阳市和武汉市最后公示的供热指导价格为基础，对本项目集中供热收入进行估算，供热价格以65元/GJ保守测算，预计项目建成后（即2019年起）每年将产生10400.00万元集中供热收入。

另外，根据老河口市人民政府于2016年9月28日出具的《关于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套设施建设项目财政补贴拨款的批复》（河政函【2016】30号），老河口市政府将于2017~2023年间向公司拨付85000.00万元专款专用于本期募投项目。

根据《可行性研究报告》，本期募投项目未来现金流量预测如下表：

表 11 本期债券募投项目未来现金流量预测表（单位：万元）

项目	建设期		经营期					合计
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
现金流入	10000.00	33200.00	50120.00	41420.00	21120.00	26120.00	31120.00	213100.00
营业收入	0.00	23200.00	40120.00	31420.00	11120.00	11120.00	11120.00	128100.00
补贴收入	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00	15000.00	20000.00	85000.00
现金流出	86800.80	87590.00	3009.00	2356.50	834.00	834.00	834.00	182258.30
建设投资	84850.80	80000.00	--	--	--	--	--	164850.80
建设期利息	1950.00	5850.00	--	--	--	--	--	7800.00
经营成本	--	464.00	802.40	628.40	222.40	222.40	222.40	2562.00
增值税及附加	--	1276.00	2206.60	1728.10	611.60	611.60	611.60	7045.50
所得税前净现金流量	-76800.80	-54390.00	47111.00	39063.50	20286.00	25286.00	30286.00	30841.70
调整所得税	--	5365.00	6354.80	4667.90	379.80	786.00	1192.30	18745.80
所得税后净现金流量	-76800.80	-59755.00	40756.30	34395.60	19906.30	24500.00	29093.80	12096.20

资料来源：根据《老河口市生物医药科技产业园标准厂房及配套设施建设项目可行性研究报告》整理

本期债券还本付息的资金主要来源是募投项目的经营收入和补贴收入，经营收入主要为园区标准厂房销售收入以及集中供热收入。其中，募投项目预期收益规模可能受宏观经济和项目所在地区区域经济程度影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

表12 项目预测现金流对本期债券本金覆盖情况
(单位：亿元、倍)

年份	偿还本金	偿还利息	现金流入量对本息偿还的覆盖倍数	所得税后现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数
2018	0.00	0.83	3.99	-7.19

2019	0.00	0.83	6.02	4.90
2020	2.08	0.67	1.51	1.25
2021	2.08	0.50	0.82	0.77
2022	2.08	0.33	1.08	1.02
2023	2.08	0.17	1.38	1.30
2024	2.08	0.17	0.00	0.00
合计	10.40	3.49	1.46	0.64

资料来源：联合资信整理

注：1.假设本期债券于2017年成功发行，则2018为本期债券的第一个计息年；

2. 本期债券发行利率以8.00%测算；

2.现金流量、现金流量净额数据取自表11。

本期债券存续期内现金流总额保障分析

根据募投项目未来现金流量预测表测算，

本期债券存续期间（2018~2024年）项目累计产生现金流入量和现金流量净额分别为20.30亿元和8.89亿元，对本期债券本息（13.89亿元）偿还倍数分别是1.46倍和0.64倍，项目累计经营现金流入量可以覆盖本期债券本息的偿还。但募投项目的总收益水平受宏观经济和项目所在地区区域经济程度影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

本期债券存续期内现金流分期保障分析

本期募投项目于2017年起开始产生现金流入，本期债券偿还本金的资金主要来源为项目自身收入。根据表11，募投项目现金流入量对本期债券本金的覆盖倍数介于0.82倍~6.02倍之间，现金流量净额对本期债券本息合计的覆盖倍数介于-7.19倍~4.90倍之间。除2021年外，募投项目现金流入量对本期债券本金的分期偿还覆盖能力尚可。

总体上，各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现及项目实施主体对项目整体收入的合理调配。在项目经营期，本期债券募投项目的收益与本期债券本金的支付存在一定不匹配性。

十、债权保护条款分析

1 受托管理及流动性支持方案

（1）公司聘请债权代理人，订立债券持有人会议规则，维护全体债权人的合法权益，保障债券持有人的利益。

公司与中国农业发展银行老河口市支行（以下简称“农发行老河口支行”或“债权代理人”）签订了《2016年老河口市建设投资经营有限公司公司债券债权代理协议》（以下简称“《债权代理协议》”），聘请农发行老河口支行担任本期债券全体持有人的债权代理人，其权利、职责和义务为：

1) 债权代理人有权依据协议的约定获得债权代理人报酬；

2) 债权代理人应持续关注公司和保证人

的资信情况，出现可能影响债券持有人重大权益的事宜时，根据《2016年老河口市建设投资经营有限公司公司债券债券持有人会议规则》（以下简称“《债券持有人会议规则》”）的规定召集债券持有人会议；

3) 债权代理人应在本期债券存续期间的每一付息日、兑付日、回售日、到期日五日前督促公司按时履行《2016年老河口市建设投资经营有限公司公司债券募集说明书》（以下简称“《募集说明书》”）规定的付息和/或还本的义务；

4) 债权代理人应作为本期债券全体债券持有人的代理人，为全体债券持有人的利益，勤勉处理债券持有人与公司之间的谈判或者诉讼事务及其他相关事务；

5) 公司不能偿还到期债务时，债权代理人根据债券持有人会议之决议受托参与公司整顿、和解、重组或者破产的法律程序；

6) 债权代理人应按照本协议及《债券持有人会议规则》的规定召集和主持债券持有人会议，并履行《债券持有人会议规则》项下债权代理人的职责和义务；

7) 债权代理人应当为债券持有人的最大利益行事，不得与债券持有人存在利益冲突，不得利用作为债权代理人而获取的有关信息为自己或任何其他第三方谋取利益；

8) 债权代理人对获取的信息负有保密义务，除法律、法规有规定或有关行政机关依法要求之外，不得向任何第三方泄露；

9) 在债券持有人会议作出变更债权代理人的决议之日起15个工作日内，债权代理人应向新债券代理人移交工作及有关文件档案；

10) 债权代理人不得将其在本协议项下的职责和义务委托给第三方履行；

11) 债权代理人应指派专人负责对公司涉及债券持有人权益的行为进行监督；

12) 债券代理人应遵守《债权代理协议》、《募集说明书》规定的债权代理人应当履行的其他义务。

通过债权代理人的聘请和债券持有人会议规则的订立，有效维护了全体债权人的合法权益，保障了债券持有人的利益。

(2) 公司与农发行老河口支行签订《流动性支持贷款协议》，在本期债券存续期内，当公司对本期债券本息偿付发生资金流动性不足时，农发行老河口支行限于在国家法律法规信贷政策允许的范围或条件下，依据上级行的管理要求，可根据公司的申请，按照内部规定程序进行评审，经评审合格后，向公司提供不低于本期债券本息偿还金额的流动性支持信贷。

2. 专项资金账户监管

公司聘请农发行老河口支行为本期债券偿债资金监管银行，并与其签署了《偿债账户监管协议》，约定公司应于本期债券发行完毕后5个工作日内在监管银行开立偿债账户，用于归集偿付本期债券本息的资金。该账户内资金仅能划付至本期债券的债券托管机构指定的银行账户。本期债券存续期内，在每个付息日和/或兑付日前第10个工作日，公司保证将当期应偿付资金划入偿债账户。

为规范公司募集资金管理，保护本期债券持有人的合法权益，公司与农发行老河口支行签署了《募集资金账户监管协议》，协议约定公司在农发行老河口支行开立唯一的本期债券募集资金账户，并依据农发行老河口支行的要求预留财务印鉴；公司接受农发行老河口支行对募集资金账户内资金的使用情况进行全面监管，以确保募集资金使用与《募集说明书》中陈述的用途一致。

募集资金账户以及偿债资金专户的设立将保证募集资金的专款专用和本期债券本息的按时兑付，对本期债券的使用和偿付的安全性进一步起到了保障作用。

十一、结论

基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社

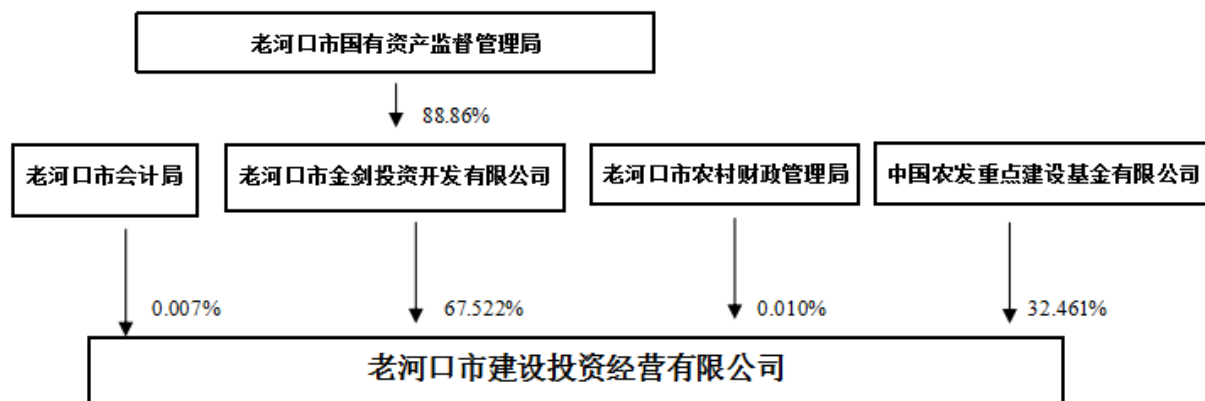
会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设是社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。

老河市近年来经济不断发展，为公司的经营发展提供了良好的外部环境。公司作为老河市重要的城市基础设施投资建设实体，在资产划拨、税收减免以及财政补贴等方面得到老河口市政府的大力支持，主营业务专营性优势明显。公司资产以存货及其他应收款为主，资产流动性较弱；债务结构以长期债务为主，债务负担较轻。随着公司的基础设施代建业务逐步进入回购期，公司营业收入和利润总额将有望得以提升。

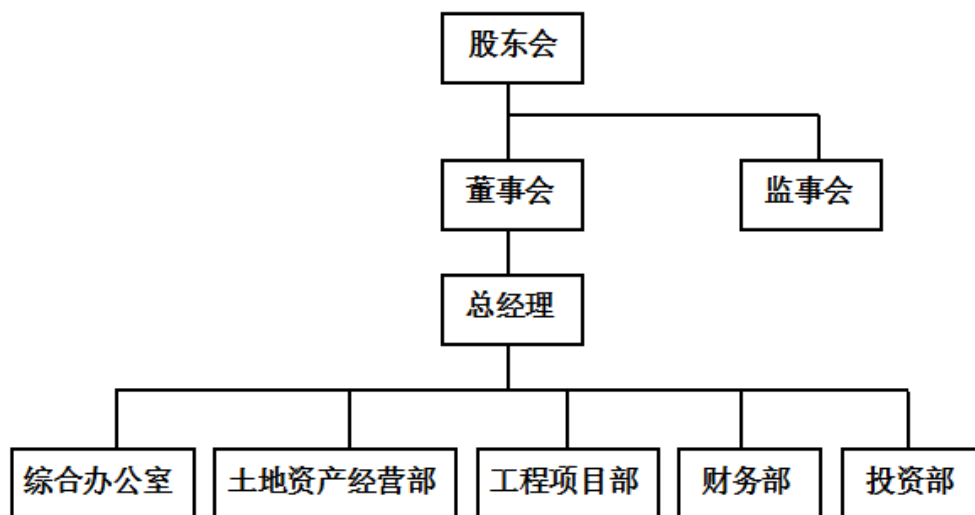
公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿付本金额度的覆盖程度高，本期债券分期偿付方案可有效减轻公司的偿付压力。

基于公司主体信用状况对本期债券的偿债能力以及本期债券担保方案的综合分析，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.01	5.31	18.17
资产总额(亿元)	59.12	94.17	149.29
所有者权益(亿元)	38.84	56.45	92.41
短期债务(亿元)	1.10	3.56	2.05
长期债务(亿元)	2.01	10.24	34.31
调整后长期债务(亿元)	2.01	13.83	37.54
全部债务(亿元)	3.11	13.80	36.36
调整后全部债务(亿元)	3.11	17.39	39.59
营业收入(亿元)	7.04	6.28	7.23
利润总额(亿元)	1.71	1.83	2.06
EBITDA(亿元)	1.80	1.88	2.35
经营性净现金流(亿元)	-6.05	-7.98	-10.19
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.13	0.09	0.09
总资产周转次数(次)	0.12	0.08	0.06
现金收入比(%)	21.31	24.49	16.85
营业利润率(%)	11.35	12.51	11.25
总资本收益率(%)	3.93	2.28	1.58
净资产收益率(%)	4.07	2.93	2.07
长期债务资本化比率(%)	4.92	15.35	27.07
调整后长期债务资本化比率(%)	4.92	19.68	28.88
全部债务资本化比率(%)	7.41	19.64	28.24
调整后全部债务资本化比率(%)	7.41	23.55	29.99
资产负债率(%)	34.29	40.06	38.10
流动比率(%)	316.82	381.36	607.60
速动比率(%)	62.01	86.27	226.20
经营现金流动负债比(%)	-33.13	-34.14	-56.60
EBITDA 利息倍数	12.32	2.97	1.67
全部债务/EBITDA(倍)	1.73	7.35	15.50
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.73	9.26	16.87

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 老河口市建设投资经营有限公司 2017 年度公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

老河口市建设投资经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

老河口市建设投资经营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对老河口市建设投资经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，老河口市建设投资经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注老河口市建设投资经营有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现老河口市建设投资经营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对老河口市建设投资经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如老河口市建设投资经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对老河口市建设投资经营有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与老河口市建设投资经营有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。