信用等级公告

联合〔2020〕3284 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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持老河口市建设投资经营有限公司主体长期信用等级为 AA，“15 老河口债”和“PR 老河口/17 老河口债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月十八日

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
http://www.lhratings.com

老河口市建设投资经营有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
15 老河口债	AA	稳定	AA	稳定
PR 老河口/17 老河口债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 老河口债	8.00 亿元	3.20 亿元	2022/08/12
PR 老河口/17 老河口债	10.40 亿元	8.32 亿元	2024/08/16

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 8 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	4
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	6
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模析模型得到指示评级结果

评级观点

老河口市建设投资经营有限公司（以下简称“公司”）是湖北省老河口市主要的基础设施建设和土地整理开发主体。跟踪期内，公司资产规模小幅增长，并继续得到老河口市政府在资产注入和政府补贴等方面的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司收入回款质量差、往来款对资金占用明显以及经营活动净现金流持续为负等给公司信用水平可能带来的不利影响。

公司以自有部分土地资产为“15 老河口债”提供抵押担保，一定程度上保障了债券本息的安全偿付；此外，存续债券“15 老河口债”及“PR 老河口/17 老河口债”均设置了分期偿付条款，有利于降低公司的集中兑付压力。

随着公司的基础设施建设及土地整理业务持续推进，公司未来收入有望维持；联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15 老河口债”及“PR 老河口/17 老河口债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**2019 年，老河口市实现地区生产总值 405 亿元，完成一般公共财政预算收入20.41亿元，同比分别增长10.99%和 2.00%。
2. **政府支持力度大。**公司是老河口市主要的城市基础设施投资建设和土地整理主体，跟踪期内得到了政府在资产注入和财政补贴等方面的有力支持。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中存货及其他应收款占比较高，部分土地已用于抵押，往来款对公司资金形成一定占用。

分析师：张建飞　迟腾飞　徐　佳
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

2. **收入回款质量差。**跟踪期内，公司收入回款质量差，经营活动净现金流持续为负。
3. **公司利润对政府补助依赖大。**

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	24.22	6.67	4.10
资产总额（亿元）	188.50	193.59	212.45
所有者权益（亿元）	102.24	105.21	114.81
短期债务（亿元）	4.42	2.84	10.45
长期债务（亿元）	65.96	70.15	69.40
全部债务（亿元）	70.39	72.99	79.85
营业收入（亿元）	9.60	10.87	10.65
利润总额（亿元）	2.62	2.64	3.08
EBITDA（亿元）	3.95	3.85	4.30
经营性净现金流（亿元）	-19.95	-15.65	-3.46
现金收入比（%）	26.43	25.93	40.43
营业利润率（%）	9.79	9.01	8.33
净资产收益率（%）	2.42	2.36	2.52
资产负债率（%）	45.76	45.65	45.96
全部债务资本化比率（%）	40.77	40.96	41.02
流动比率（%）	792.92	926.11	641.02
速动比率（%）	295.09	265.87	166.26
经营现金流动负债比（%）	-113.29	-99.79	-13.56
现金短期债务比（倍）	5.47	2.35	0.39
全部债务/EBITDA（倍）	17.83	18.97	18.58
EBITDA 利息倍数（倍）	1.17	0.92	0.87
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	102.15	109.84	126.15
所有者权益（亿元）	56.47	58.45	67.24
全部债务（亿元）	21.55	23.63	29.69
营业收入	8.36	9.03	8.99
利润总额（亿元）	1.50	1.77	2.44
资产负债率（%）	44.72	46.78	46.70
全部债务资本化比率（%）	27.62	28.78	30.63
流动比率（%）	353.90	325.78	314.68
经营现金流动负债比（%）	-21.45	-3.83	-7.72

注：已将其他应付款、长期应付款中有息债务调整至债务中核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 老河口债 PR 老河口/17 老河口债	AA	AA	稳定	2019/06/20	张建飞、黄琪融	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
PR 老河口/17 老河口债	AA	AA	稳定	2017/07/20	顾喆彬、黄琪融、崔俊凯	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 老河口债	AA	AA	稳定	2016/11/01	刘博、黄琪融	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
15 老河口债	AA	AA^{-}	稳定	2015/02/11	潘诗湛、车驰、李嘉	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

老河口市建设投资经营有限公司2020年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于老河口市建设投资经营有限公司（以下简称“公司”）及其存续期内相关债券的跟踪安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及实际控制人未发生变化。截至2019年底，公司注册资本及实收资本均为2.93亿元，其中老河口市金剑投资开发有限公司（以下简称“金剑投资”）持股67.54%，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股32.46%；老河口市国有资产监督管理局（以下简称“老河口国资局”）是金剑投资的控股股东，公司的实际控制人为老河口国资局。

公司经营范围：经授权的国有资产、国有股权运营；土地开发经营；城市基础设施、公用事业的投资、开发、建设、营运；政府授权的土地整理、区域开发；历史风貌建筑的保护性建设、开发与经营；房屋建筑和市政公用类工程项目管理；企业管理咨询；市场建设开发服务；物业管理；自有房屋租赁；基础设施租赁以及公用设施项目开发经营；经政府授权进行基础设施特许经营；建设投资咨询；社会公共资源（冠名权、户外广告、出租车、公交线路、停车收费经营权）的特许经营；融资、投资、委贷、咨询及评估服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2019年底，公司资产总额212.45亿元，所有者权益合计114.81亿元（含少数股东权益16.88亿元）；2019年，公司实现营业收入10.65亿元，利润总额3.08亿元。

公司注册地址：湖北省老河口市胜利路81号；法定代表人：程朝强。

三、跟踪评级债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信评级的公司存续债包括“15老河口债”及“PR老河口/17老河口债”，债券余额合计11.52亿元。存续债券期限均为7年，均设置了分期还本条款，公司在债券存续期第3至7个计息年度末每年按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。跟踪期内，公司已按时支付存续债券当期利息，并偿付“15老河口债”和“PR老河口/17老河口债”分期本金合计3.68亿元。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
15 老河口债	3.20	2015/08/12	7	6.75
PR 老河口/17 老河口债	8.32	2017/08/16	7	6.49

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“15老河口债”募集资金全部用于老河口市卢营安置小区建设项目、老河口市南部新城供水系统及城区供水管网新建和改造工程以及老河口市污水处理厂及配套附属设施建设工程项目。截至2019年底，“15老河口债”募集资金已全部使用完毕，募投项目已完工。

“PR老河口/17老河口债”募集资金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。截至跟踪评级报告出具日，“PR老河口/17老河口债” 募集资金已全部使用完毕，募投项目已完工，2019年实现收入0.04亿元。

四、宏观经济和政策环境

1．宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下

滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），

工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个

基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业与区域环境

1.城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架

路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符

合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投债券相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设

2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，老河口市经济稳步增长，财政实力不断增强，公司面临较好的外部环境。

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

根据老河口市政府网站披露的《2019年1—12月老河口市主要经济指标》和公司提供的数据，2019年，老河口市实现生产总值405亿元，按可比价格计算，比上年增长10.99%。工业生产企稳回升，2019年，老河口市规模以上工业增加值全年增速达到10.0%；规模以上工业企业实现总产值650.93亿元，同比增长11.2%。固定资产投资有所增长，2019年，老河口市固定资产投资同比增长12.1%。居民收入稳步增长，2019年，老河口市城镇常住居民人均可支配收入37549元，同比增长9.86%；农村常住居民人均可支配收入20468元，同比增长9.39%。

根据《关于老河口市2019年财政预算执行情况和2020年财政预算草案的报告》，2019年，老河口市一般公共财政预算收入完成20.41亿元，同比增长2.00%。其中：税收收入完成15.31亿元，税收收入占地方公共财政预算收入比重75.00%；非税收入完成5.10亿元。地方公共财政预算支出完成52.48亿元，同比增长8.00%。当期，老河口市财政自给率为44.65%。全市政府性基金总收入完成6.12亿元，其中：上级补助收入4845万元，地方政府专项债券收入9000万元，本级政府性基金收入4.74亿元。2019年底，全市政府债务余额30.12亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司持续获得老河口市人民政府在资产注入及财政补助等方面的有力支持。

2019 年，公司获得政府补助 3.32 亿元，计入“其他收益”；公司收到政府无偿划拨的 12 处房屋及 26 宗土地合计金额 6.51 亿元，计入“资本公积”。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1042068200021890X），截至 2020 年 8 月 5 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责老河口市的基础设施建设和土地整理开发，收入主要来自基础设施建设收入和土地整理收入。跟踪期内，公司营业收入及毛利率均小幅下降。

2019年，公司实现营业收入10.65亿元，同比下降2.03%；其中主营业务收入10.49亿元，占98.56%。主营业务收入中土地整理开发业务收入为0.54亿元，同比下降23.73%，主要系公司土地整理业务投入较上年减少所致；基础设施建设工程业务收入为9.92亿元，同比增长0.83%。2019年公司物业管理费收入316.95万元，在主营业务收入中占比为0.30%，规模小。

从毛利率来看，2019 年，公司基础设施建设业务及土地整理开发业务毛利率分别为10.87%和 6.36%，同比保持稳定；物业费毛利率为 8.70%，系规模扩大盈利有所提高；公司主营业务综合毛利率为 10.63%，同比下降 0.05 个百分点。

表4 公司主营业务收入构成和毛利率情况

（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理收入	7127.54	6.74	6.36	5436.03	5.18	6.36
基础设施建设收入	98354.26	93.06	11.00	99171.33	94.52	10.87
物业收入	206.52	0.20	6.37	316.95	0.30	8.70
合计	**105688.32**	**100.00**	**10.68**	**104924.31**	**100.00**	**10.63**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施代建

老河口市政府授权公司开展基础设施建设业务，跟踪期内，基础设施建设业务收入略有增长，收入回款质量较差。公司规划建设项目较多，未来存在一定资本支出压力，自营项目收益实现可能受到区域经济发展和项目建设运营效率等方面因素的影响。

作为老河口市城市基础设施建设主体，公司于2010年6月3日和老河口市人民政府签署了《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》，公司负责城南新区项目、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。公司的收益为项目建设总成本的15%。公司根据项目的完工进度确认工程收入和成本，老河口市人民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 5　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**	**2019**
回购金额	20042.00	23132.70	6009.52	0.00
已到款金额	5500.00	--	13670.00	0.00

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；2017 年公司总共收到老河口市财政局拨付工程款 5.20 亿元，但拨付款项时未说明具体款项用途，因此上表中未体现 2017 年收到的回购款。
资料来源：联合资信根据《建设—移交（BT）协议》整理

截至2019年底，签订BT协议的5个项目的计划回购款总额为11.03亿元，已累计收到回款6.47亿元。

2019年，公司确认基础设施建设收入9.92亿元，同比增长0.83%，当年实际到账3.41亿元，回款质量较差。

截至2019年底，公司主要在建基础设施建设项目包括2016年城中村棚户区改造工程项目、鄂北水资源配套工程老河口市水环境综合整治水资源综合利用项目和仙人渡仙鹤社区还建房项目等，计划总投资达71.89亿元，累计已完成投资36.11亿元，2020年预计投资12.47亿元。

生态板产业园项目和市殡葬服务中心（三位一体）建设项目（一期）需要依靠项目自身收益进行资金平衡，其收益实现可能受到区域经济发展和项目建设运营效率等方面因素的影响，具有一定不确定性。

表6　2019年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目	计划投资额	已投资额	2020 年计划投资	建设工期
2016 年城中村棚户区改造工程项目	16.67	15.46	1.21	2016－2020 年
鄂北水资源配套工程老河口市水环境综合整治水资源综合利用项目	13.65	12.50	0.03	2015－2021 年
生物医药产业园项目	17.27	1.25	5.30	2017－2022 年
滨江大道南延棚改项目	1.38	1.12	0.00	2014－2019 年
生态板产业园项目	1.50	0.98	0.31	2018－2020 年
光化大道北延项目	2.60	2.11	--	2016－2019 年
滨江生态廊道建设工程	0.60	0.21	0.00	2014－2019 年
市殡葬服务中心（三位一体）建设项目（一期）	2.90	0.35	1.12	2016－2021 年
市城区排水管网新建及改造工程	0.32	0.14	0.16	2016－2020 年
仙人渡仙鹤社区还建房项目	15.00	1.99	4.34	2014－2021 年
合计	**71.89**	**36.11**	**12.47**	--

资料来源：公司提供

未来公司拟建项目主要包括原奥星公馆项目等 6 个项目，合计总投资 15.60 亿元。其中，除乡村振兴项目外，其他项目均预计通过经营性收入实现资金平衡，资金平衡受项目实际建设进度及运营情况影响存在不确定性。上述拟建项目计划工期较短，整体看，公司未来存在

一定的投资压力。

表 7　截至 2019 年底公司主要拟建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目总投	建设年限
1	原奥星公馆项目	5.00	2020－2021 年
2	乡村振兴项目	4.00	2020－2021 年
3	蓝领（人才）公寓项目	2.00	2020－2021 年
4	园区承接厂房项目	2.00	2020－2021 年
5	光电产业园三期	1.60	2020－2021 年
6	通用厂房建设项目	1.00	2020－2021 年
合计		15.60	--

资料来源：公司提供

（2）土地整理业务

公司经老河口市政府授权开展土地整理业务，每年公司按照实际支出加成 10%或 15%确认收入。跟踪期内，公司土地整理收入同比有所下滑，回款情况较差。

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》。根据协议，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、配套设施建设，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人民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%（光明社区李家沟以南地块为15%）计算。公司根据项目的完工进度确认工程收入和成本，老河口市人民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。

2019 年公司土地整理支出 5090.11 万元，确认土地整理收入 5436.03 万元，当年实际到账 0.03 亿元。

截至 2019 年底，公司在建土地整理开发项目 7 个，主要为化工企业搬迁项目、梨花大道两侧延升段项目和童营片区项目等项目，总投资合计 8.77 亿元，截至 2019 年底已投资 3.76 亿元；截至 2019 年底，公司拟建土地开发项目 2 个，预计总投资 6.14 亿元。公司未来土地出让收入具有一定保障。

3. 未来发展

根据公司提供的“十三五”规划，“十三五”规划期间，公司总体战略目标是：专注市政基础设施建设、经营，拓展多种融资渠道。利用 5 年左右的时间，将公司打造成为具有融资能力、项目建设管理能力和基础设施资产经营能力的综合性城市运营商。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至2019年底，公司有纳入合并范围子公司14家，较2018年底增加4家，均为投资设立，公司财务数据可比性强。

截至2019年底，公司资产总额212.45亿元，

所有者权益合计114.81亿元（含少数股东权益16.88亿元）；2019年，公司实现营业收入10.65亿元，利润总额3.08亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流动资产为主；流动资产中存货和应收类账款占比较高，部分土地已用于抵押，其他应收款对公司资金形成一定占用；非流动资产主要为采砂权和政府无偿划拨资产。公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

2019年底，公司资产总额较2018年底增长9.74%至212.45亿元；其中流动资产占76.97%，公司资产以流动资产为主。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**145.26**	**75.04**	**163.53**	**76.97**
货币资金	6.67	3.45	4.10	1.93
其他应收款	29.26	15.12	33.47	15.75
存货	103.56	53.50	121.12	57.01
非流动资产	**48.32**	**24.96**	**48.92**	**23.03**
无形资产	31.91	16.48	31.29	14.73
其他非流动资产	10.46	5.40	10.66	5.02
资产总额	**193.59**	**100.00**	**212.45**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2019 年底，公司流动资产 163.53 亿元，较 2018 年底增长 12.57%，主要来自其他应收款和存货的增加；公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。其中，货币资金 4.10 亿元，较 2018 年底下降 38.54%，系工程款支付导致资金流出；主要由银行存款（占 86.49%）、其他货币资金和少量库存现金构成，其中其他货币资金 0.55 亿元，使用受限，为定期存单质押担保。预付账款 2.32 亿元，较 2018 年底下降 38.08%，主要系项目完工结算工程款所致。其他应收款 33.47 亿元，较 2018 年底增长 14.37%，系往来款增加；从账龄来看，三年以上的其他应收款占比 73.42%，账龄长，对公司资金占用明显；其他应收款前五名金额合计占比 74.51%，集中度较高；款项性质主要为应收政府部门及其控股企业往来款，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。存货 121.12 亿元，较 2018 年底增长 16.95%，系项目建设投入增加；余额主要为工程施工（占 65.68%）和开发成本（占 34.31%，均为土地使用权）；公司未对存货计提跌价准备。

2019 年底，公司非流动资产 48.92 亿元，较 2018 年底增长 1.24%。其中无形资产主要为采砂经营权，2019 年底为 31.29 亿元，较 2018 年底下降 1.94%，主要为摊销所致；其他非流动资产 10.66 亿元，较 2018 年底增长 1.94%，主要系政府无偿划拨的步达丰公司综合资产、农场圆纵一路西资产等资产。

2019 年底，公司受限资产合计 19.83 亿元，主要为土地使用权、其他货币资金和管网设备等；受限资产占资产总额的比例为 9.33%。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益略有上升，其中资本公积占比较大；公司债务规模有所增长，以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 114.81 亿元，较 2018 年底增长 9.12%。公司所有者权益主要由实收资本（占 2.55%）、资本公积（占 68.63%）、

未分配利润（占 12.85%）和少数股东权益（占 14.71%）构成。其中实收资本 2.93 亿元，较 2018 年无变化；资本公积 78.79 亿元，较 2018 年底增长 9.00%，主要系政府无偿注入 12 处房屋及 26 宗土地所致；未分配利润 14.75 亿元，较 2018 年底增长 19.77%。

负债

2019 年底，公司负债总额 97.64 亿元，较 2018 年底增长 10.49%，主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加。其中流动负债占 26.13%，非流动负债占 73.87%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 25.51 亿元，较 2018 年底增长 62.64%。其中其他应付款 10.14 亿元，较 2018 年底增长 22.09%，主要系往来款的增加，其中 1 年以内的占比 58.20%；从集中度看，前五大客户合计占比 75.83%，主要为当地政府或国企单位。一年内到期的非流动负债 8.86 亿元，较 2018 年底增加 6.12 亿元，包括一年内到期的长期借款 3.46 亿元、一年内到期的应付债券 3.68 亿元和一年内到期的长期应付款 1.72 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 72.13 亿元，较 2018 年底变化不大。其中长期借款 50.68 亿元，较 2018 年底下降 5.17%，主要包括抵押借款 21.38 亿元和质押借款 27.37 亿元（质押物主要为政府购买服务形成的应收账款收益权）。应付债券 16.42 亿元，较 2018 年底增长 8.71%，系发行“19 老河口 PPN001”。长期应付款 2.30 亿元，较 2018 年底增长 43.68%，均为融资租赁款，本报告已将此科目调整至长期债务核算。专项应付款 2.73 亿元，较 2018 年底增长 7.53%，主要为保障性安居工程的专项资金。

表9　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	2.84	10.45
长期债务	70.15	69.40
全部债务	72.99	79.85
长期债务资本化比率	40.00	37.68
全部债务资本化比率	40.96	41.02
资产负债率	45.65	45.96

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司全部债务 79.85 亿元，较 2018 年底增长 9.40%，主要来自短期债务的增加，其中长期债务占比 86.91%，结构仍以长期债务为主。从债务指标来看，2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.96%、41.02%和 37.68%，长期债务资本化比率略有下降，其他指标变化不大。公司整体债务负担一般。

从有息债务期限结构看，2020 年、2021 年及 2021 年以后，公司需偿还的有息债务分别为 12.01 亿元、13.06 亿元和 54.78 亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅下降，期间费用对利润造成一定侵蚀，政府补助对利润总额贡献大。

2019 年，公司实现营业收入 10.65 亿元，同比下降 2.03%，当期公司营业成本 9.44 亿元，同比下降 1.63%；受此影响，当期营业利润率为 8.33%，同比下降 0.68 个百分点。

表10　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
营业收入	10.87	10.65
其他收益	2.86	3.32
营业利润	2.64	3.07
利润总额	2.64	3.08
营业利润率	9.01	8.33
总资本收益率	1.40	1.49
净资产收益率	2.36	2.52

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司期间费用 1.34 亿元，同比保持稳定；期间费用占营业收入的比重为 12.55%，同比下降 0.22 个百分点。

2019 年，公司利润总额 3.08 亿元，同比增长 16.63%，其中获得的政府补助 3.32 亿元。公司利润对政府补助依赖程度高。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率、净资产收益率均略有增长，分别为 1.49%和 2.52%。

5. 现金流

跟踪期内，随着基建项目的持续投入，公司经营活动现金流仍表现为净流出，收入实现质量仍差；未来，随着项目建设继续投入及债务还本支出，公司存在较大对外融资需求。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量为 24.10 亿元，同比增长 30.88%，主要系往来款的增加；其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 4.30 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为 19.80 亿元，主要为收到的往来款及政府补助款。现金收入比为 40.43%，公司收入实现质量差。2019 年，公司经营活动现金流出量 27.56 亿元，同比下降 19.10%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 7.69 亿元，同比下降 54.87%，主要系公司支出的工程款和土地整理费用较上年有所减少；支付其他与经营活动有关的现金为 17.71 亿元，主要是支付的往来款。2019 年，公司经营活动现金流净额为-3.46 亿元，经营活动资金缺口有所收窄。

表11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	18.42	24.10
经营活动现金流出量	34.07	27.56
经营活动现金流量净额	-15.65	-3.46
投资活动现金流量净额	-0.17	-0.77
筹资活动现金流量净额	0.27	1.60
现金收入比	25.93	40.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金净额为-0.77 亿元，流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 0.86 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 14.04 亿元，同比下降 1.99%。同期，公司筹资活动现金流出量 12.45 亿元，同比下降 11.45%；其中偿还债务支付的现金 4.96 亿元，同比下降 40.08%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金 4.66 亿元，同比增长 8.59%。2019 年，公司筹资活动现金流净额为 1.60 亿元，同比增加 1.33 亿元。

6. 偿债能力

公司存在短期偿付压力，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司是老河口市重要的城市基础设施建设主体，能够持续得到政府的支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 641.02%和 166.26%，分别较上年底下降 285.09 个百分点和 99.61 个百分点。2019 年，公司经营活动现金流净额为负，对公司流动负债无保障能力。2019 年底，公司现金类资产 4.10 亿元，为当期短期债务的 0.39 倍，存在短期偿债压力。

从长期偿债能力指标来看，2019年，公司EBITDA为4.30亿元；全部债务/EBITDA为18.58倍，EBITDA利息倍数为0.87倍，EBITDA对全部债务本息的保障能力较弱。

截至 2019 年底，公司获得各金融机构授信总额 84.81 亿元，尚未使用银行授信额度 13.79 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保合计 3.60 亿元，担保比率为 3.14%。其中对老河口市第一中学担保余额 1.60 亿元，对老河口市公路建设有限责任公司担保余额 2.00 亿元。担保对象为事业单位及国有企业。整体看，公司或有负债风险较低。

7. 母公司分析

公司资产及收入主要来自于母公司，母公司所有者权益稳定性较好，整体债务负担尚可。

2019 年底，母公司资产总额 126.15 亿元，较 2018 年底增长 14.85%，主要系存货和其他应收款的增加。结构以流动资产为主，流动资产主要以其他应收账款和存货为主；非流动资

产主要由其他非流动资产和长期股权投资构成。

2019 年底，母公司负债 58.91 亿元，较 2018 年底增长 14.65%。从构成上看，主要以长期借款、应付债券和其他应付款为主，2019 年底，母公司资产负债率 46.70%，全部债务 29.69 亿元，全部债务资本化比率 30.63%，债务负担适中。

2019 年底，母公司所有者权益 67.24 亿元，主要以资本公积和未分配利润为主。

2019 年，母公司营业收入为 8.99 亿元，利润总额为 2.44 亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

1.跟踪评级债券偿还能力分析

截至本报告出具日，由联合资信评级的公司存续债包括“15 老河口债”及“PR 老河口/17 老河口债”，债券余额合计 11.52 亿元。上述两支债券均设置分期偿付条款，2020—2022 年，公司每年需偿付两支债券本金合计 3.68 亿元。

2019 年（底），公司现金类资产、经营活动现金流入量及 EBITDA 分别为 4.10 亿元、24.10 亿元及 4.30 亿元，对跟踪评级债券待偿付本金合计数（11.52 亿元）的保障倍数分别为 0.36 倍、2.09 倍及 0.37 倍；对 2020—2022 年每年需分期偿付金额（3.68 亿元）的保障倍数分别为 1.11 倍、6.55 倍及 1.17 倍。

2. 质押资产

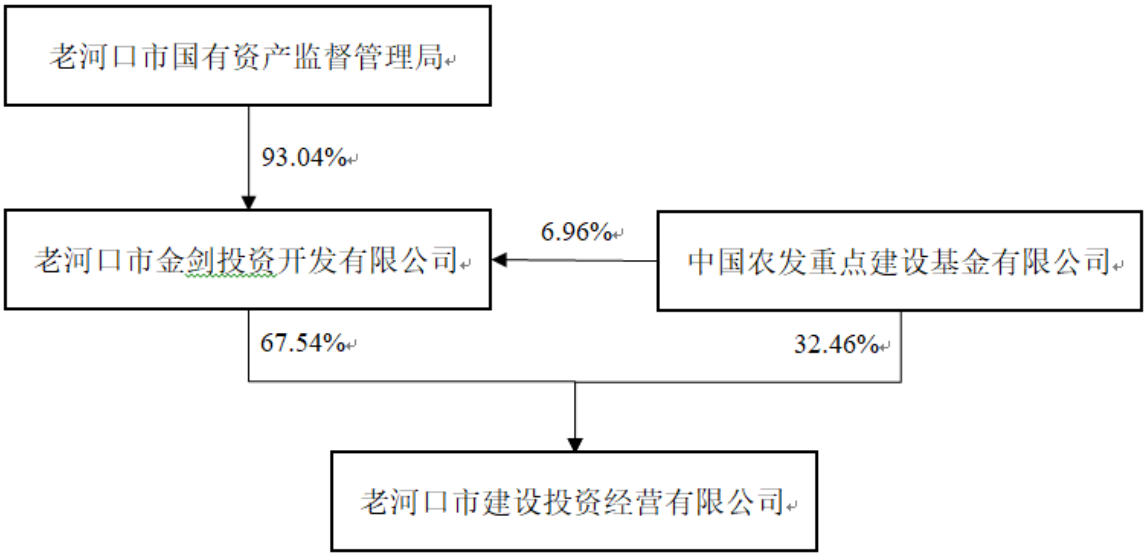
“15 老河口债”抵押物为 37 宗土地使用权，跟踪期内，公司解除三宗土地（证号为河国用（2014）第 0845 号、0846 号、0847 号，评估价值 22639.03 万元）的抵押。“15 老河口债”抵押物现为 34 宗土地使用权，根据北京民信（北京）资产评估有限公司于 2019 年 9 月 13 日对其中 34 宗地块出具的土地评估报告，上述 34 宗地块评估价值合计 14.86 亿元，为“15 老河口债”余额的 4.64 倍，满足《抵押资产监管协议》的相关要求。

考虑到公司将部分土地使用权进行抵押为“15 老河口债”提供担保，以保障债券的本息按照约定如期兑付，一旦公司出现偿债困难，则可通过处置抵押资产以清偿债务。

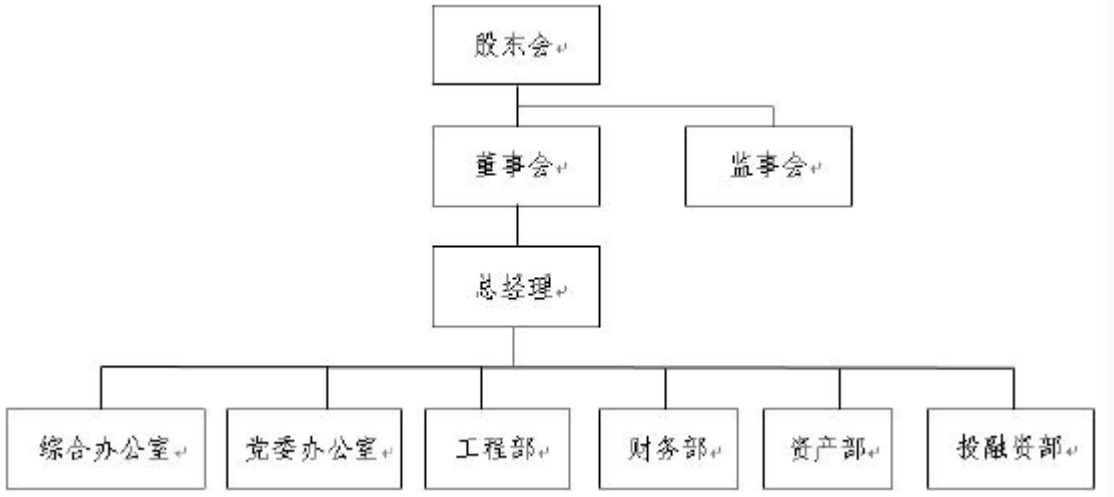
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“15老河口债”及“PR老河口/17老河口债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

名称	主要经营地	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
老河口市联众住房投资管理有限公司	湖北省老河口市	44.02	--	设立
湖北汉祥盈房地产开发有限公司	湖北省老河口市	--	44.02	设立
老河口市翔鹤房地产开发有限公司	湖北省老河口市	--	30.81	设立
湖北汉闵兴房地产开发有限公司	湖北省老河口市	--	24.21	设立
老河口易达投资有限公司	湖北省老河口市	81.25	--	设立
老河口市鑫乾德产业投资基金管理有限公司	湖北省老河口市	98.00	0.81	设立
老河口市汉策水利投资经营有限公司	湖北省老河口市	70.00	--	设立
老河口市拓荒者水利建安有限公司	湖北省老河口市	--	70.00	设立
老河口市绿沃投资有限公司	湖北省老河口市	51.00	--	设立
湖北千城雅生态建设有限公司	湖北省老河口市	--	51.00	设立
老河口市天通服务有限责任公司	湖北省老河口市	--	51.00	设立
湖北汉襄星建设投资有限公司	湖北省老河口市	100.00	--	设立
湖北汉鑫祺物业管理有限公司	湖北省老河口市	100.00	--	设立
湖北汉睿源工程咨询有限公司	湖北省老河口市	100.00	--	设立

资料来源：根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	24.22	6.67	4.10
资产总额（亿元）	188.50	193.59	212.45
所有者权益（亿元）	102.24	105.21	114.81
短期债务（亿元）	4.42	2.84	10.45
长期债务（亿元）	65.96	70.15	69.40
全部债务（亿元）	70.39	72.99	79.85
营业收入（亿元）	9.60	10.87	10.65
利润总额（亿元）	2.62	2.64	3.08
EBITDA（亿元）	3.95	3.85	4.30
经营性净现金流（亿元）	-19.95	-15.65	-3.46
财务指标			
销售债权周转次数（次）	25.76	7.90	4.75
存货周转次数（次）	0.11	0.10	0.08
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.05
现金收入比（%）	26.43	25.93	40.43
营业利润率（%）	9.79	9.01	8.33
总资本收益率（%）	1.54	1.40	1.49
净资产收益率（%）	2.42	2.36	2.52
长期债务资本化比率（%）	39.22	40.00	37.68
全部债务资本化比率（%）	40.77	40.96	41.02
资产负债率（%）	45.76	45.65	45.96
流动比率（%）	792.92	926.11	641.02
速动比率（%）	295.09	265.87	166.26
经营现金流动负债比（%）	-113.29	-99.79	-13.56
现金短期债务比（倍）	5.47	2.35	0.39
全部债务/EBITDA（倍）	17.83	18.97	18.58
EBITDA 利息倍数（倍）	1.17	0.92	0.87

注：已将其他应付款、长期应付款中有息债务调整至债务中核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.84	1.92	1.65
资产总额（亿元）	102.15	109.84	126.15
所有者权益（亿元）	56.47	58.45	67.24
短期债务（亿元）	1.82	2.74	6.85
长期债务（亿元）	19.72	20.89	22.84
全部债务（亿元）	21.55	23.63	29.69
营业收入（亿元）	8.36	9.03	8.99
利润总额（亿元）	1.50	1.77	2.44
EBITDA（亿元）	/	/	2.46
经营性净现金流（亿元）	-5.57	-1.17	-2.78
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	0.12	0.12	0.10
总资产周转次数（次）	0.09	0.09	0.08
现金收入比（%）	24.03	29.22	27.61
营业利润率（%）	8.86	7.63	6.67
总资本收益率（%）	--	--	2.37
净资产收益率（%）	2.39	2.83	3.38
长期债务资本化比率（%）	25.89	26.32	25.36
全部债务资本化比率（%）	27.62	28.78	30.63
资产负债率（%）	44.72	46.78	46.70
流动比率（%）	353.90	325.78	314.68
速动比率（%）	93.53	88.13	84.70
经营现金流动负债比（%）	-21.45	-3.83	-7.72
现金短期债务比（倍）	1.56	0.70	0.24
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	12.09
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	1.21

注：1、已将其他应付款、长期应付款中有息债务调整至债务中核算；2、公司未提供 2017 年和 2018 年母公司固定资产折旧及摊销相关数据，EBITDA 及相关指标无法计算

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1)2 年数据：增长率=(本期-上期)/上期×100% (2)n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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　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。

附件 4-3　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