# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2492 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将老河口市建设投资经营有限公司主体长期信用等级由AA-调整至AA，评级展望为稳定，维持“15老河口债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十一月一日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

# 老河口市建设投资经营有限公司
# 2015年度8亿元公司债券跟踪评级报告

## 主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA$^-$　　评级展望：稳定

## 债项信用

| 名称 | 额度 | 存续期 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 15 老河口债 | 8 亿元 | 2015/08/12~2022/08/12 | AA | AA |

**跟踪评级时间**：2016 年 11 月 1 日

## 财务数据

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 0.95 | 2.01 | 5.31 |
| 资产总额(亿元) | 43.99 | 59.12 | 94.17 |
| 所有者权益(亿元) | 32.99 | 38.84 | 56.45 |
| 短期债务(亿元) | 0.03 | 1.10 | 3.56 |
| 全部债务(亿元) | 0.03 | 3.11 | 13.80 |
| 调整后全部债务(亿元) | 0.03 | 3.11 | 17.39 |
| 营业收入(亿元) | 4.28 | 7.04 | 6.28 |
| 利润总额 (亿元) | 1.50 | 1.71 | 1.83 |
| EBITDA(亿元) | 1.51 | 1.80 | 1.88 |
| 经营性净现金流(亿元) | -4.13 | -6.05 | -7.98 |
| 营业利润率(%) | 10.59 | 11.35 | 12.51 |
| 净资产收益率(%) | 4.30 | 4.07 | 2.93 |
| 资产负债率(%) | 25.00 | 34.29 | 40.06 |
| 全部债务资本化比率(%) | 0.09 | 7.41 | 19.64 |
| 调整后全部债务资本化比率(%) | 0.09 | 7.41 | 23.55 |
| 流动比率(%) | 389.43 | 316.82 | 381.36 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.02 | 1.73 | 7.35 |
| 调整后全部债务/EBITDA(倍) | 0.02 | 1.73 | 9.26 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 214.86 | 12.32 | 17.22 |
| 经营现金流动负债比(%) | -37.59 | -33.13 | -34.14 |

## 分析师

刘 博　黄琪融

**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**：Http：//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。跟踪期内，老河口市经济稳步发展，地方财力增长明显，老河口市政府对公司在资产注入、政府补助等方面的支持力度加大，带动公司资产规模以及权益规模快速增长；从区域地位来看，公司作为老河口市重大基础设施建设项目实施主体，区域垄断地位明显。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司受限资产规模较大，有息债务规模上升较快，利润总额对政府补贴的依赖程度较大及未来投资规模较高等因素给公司经营带来的不利影响。

随着公司的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持续提升；联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15老河口债”由公司自有部分土地资产作为抵押，跟踪期内，抵押资产价值对“15老河口债”保障程度良好，“15老河口债”设置的分期偿付机制有效降低了公司集中兑付的风险。

综合评估，联合资信将公司主体长期信用等级由AA$^-$调整至AA，评级展望为稳定；并维持“15老河口债”的信用等级为AA。

## 优势

1. 跟踪期内，老河口市生产总值和财政收入增长明显，公司面临着良好的产业政策和外部发展环境。
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，跟踪期内得到了政府在资产划拨、财政补贴等方面的大力支持。
3. “15 老河口债”由公司自有部分土地资产

作为抵押，跟踪期内，抵押资产价值对“15老河口债”保障程度良好，保障了“15老河口债”本息偿付的安全性。

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。跟踪期内，公司收到部分回购款，直接冲减存货。
2. 公司主营业务盈利能力弱，利润总额受财政补贴影响大；收入实现质量差，政府回款情况有待关注。
3. 公司受限资产的规模较大，资产流动性有待提高。
4. 公司建设规模不断扩大，债务负担随之加重，未来仍存在一定的融资压力。

# 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与老河口市建设投资经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与老河口市建设投资经营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因老河口市建设投资经营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由老河口市建设投资经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期兑付日有效；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
# 2015 年度 8 亿元公司债券跟踪评级报告

## 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关于老河口市建设投资经营有限公司主体长期信用及存续期内“15 老河口债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

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、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于 2011 年 10 月 26 日及 2012 年 4 月 23 日，分别追加认缴 3000 万元和 3000 万元投资额；2012 年 10 月 19 日，老河口市金剑投资开发有限公司追加认缴 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 9 月底，老河口市金剑投资开发有限公司共出资 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%。公司实际控制人为老河口市国有资产监督管理局（以下简称“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。截至 2015 年底，公司纳入合并范围子公司共 5 家，均为 2 级子公司。

截至 2015 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、综合办公室等四部一室（见附件 1-2）。

截至 2015 年底，公司资产总额 94.17 亿元，所有者权益 56.45 亿元（包括少数股东权益 1.82 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 6.28 亿元，利润总额 1.83 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。

## 三、债券与募集资金使用情况

公司于2015年8月18日发行7年期额度为8亿元的“15老河口债”，票面利率6.75%，债券期限7年，本期债券设置提前偿还本金条款，即在本期债券存续期第3~7个计息年度末分别按照本期债券发行总额的20%（即1.60亿元）偿还债券本金。

“15老河口债”募集资金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2015年底，募集资金已使用7.81亿元。公司已于2016年8月按期支付当期利息。

表1 “15老河口债”募投项目的投资及建设情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 拟使用债券金额 | 债券资金实际使用情况 | 截至 2015 年底项目完工进度 | 截至 2015 年底累计投资额 | 2016 年计划投资额 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 安置小区 | 5.61 | 3.00 | 2.92 | 整体完工 98%；仅剩小部分配套设施的维修完善 | 5.44 | 0.17 |
| 供水改建工程 | 3.66 | 2.00 | 1.94 | 整体完工 90%，供水管网铺设工作已全部完成，正在建设水厂 | 2.57 | 0.36 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 污水处理厂工程 | 6.95 | 3.00 | 2.95 | 整体完工 65%。污水管网以及一座污水处理厂已建设完成；正在建设城北污水处理厂 | 4.15 | 1.41 |
| **合计** | **16.22** | **8.00** | **7.81** | -- | **12.16** | **1.94** |

资料来源：公司提供

## 四、宏观经济和政策环境

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016 年 1~6 月份，中国国内生产总值（GDP）34.1 万亿元，同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格（CPI）指数在 2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数（PMI）自 3 月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016 年 1~6 月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016 年 1~6 月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8 万亿元，同比增长 9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016 年 1~6 月份，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016 年 1~6 月份，全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016 年 1~6 月份，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，自 3 月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美元，同比变动不大。2016 年 6 月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在 6.5%~7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，

2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为了达到 13%的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 基础设施建设行业概况

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资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财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再

次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年 6 月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015年7月8日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金2500多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将239亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

### 2. 老河口市经济发展概况

根据《老河口市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，全市实现地区生产总值 291.34 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.4% 。其中：第一产业完成增加值 40.89 亿元，增长 4.0%；第二产业完成增加值 156.82 亿元，增长 9.1%；第三产业完成增加值 93.63 亿元，增长 11.9%。在第三产业中，交通运输邮政业增长 5.3%，批发和零售业增长 8.9%，住宿和餐饮业增长 7.8%。

2015 年，全市规模以上工业增加值同比增长 11.1%（可比价）。机械汽车工业实现产值 158.10 亿元，同比增长 10.1%；纺织服装工业实现产值 90.92 亿元，同比增长 22.4%；食品工业实现产值 197.01 亿元，同比增长 10.5%；化工工业实现产值 40.56 亿元，同比增长 2.1%；冶金建材行业实现产值 82.62 亿元，同比增长 11.6%。

2015 年，建筑业发展步伐加快。全年资质以内建筑企业完成施工产值 42.9 亿元，同比增长 19.2%。建筑单位房屋建筑施工面积 305.7 万平方米，同比增长 18.9%。其中招投标承包面积 145.1 万平方米，同比增长 3.4%，新开工房屋建筑施工面积 207.1 万平方米，同比增长 30.4%。

2015 年，固定资产投资规模继续扩大。全年完成固定资产投资 261.0 亿元，比上年增长 20%。其中：城乡 500 万元以上固定资产投资 233.1 亿元，增长 20.7%。全年城乡 500 万元以上在建投资项目达到 175 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 9.0 亿元、128.2 亿元和 123.8 亿元。

2015 年，全市房地产开发投资 27.9 亿元，同比增长 14.9%。房屋施工面积达到 124.4 万平方米；商品房销售面积 52.8 万平方米，同比增长 5.9%；商品房待售面积 10.0 万平方米。

3. 政府财力

近三年老河口市地方可控财力分别为 47.05 亿元、49.97 亿元和 54.95 亿元；其增速较快的主要原因是：a) 老河口市原享受招商引资优惠政策企业逐渐恢复到按照正常纳税政策缴纳税款；b) 近年来，房地产销售量的上升促进了与其相关的契税、印花税等的增长；c) 近年来，老河口市逐步开征砂石资源开采等资源税、开征了销售不动产增值税等税种。

从财政收入结构看，2015 年一般预算收入、政府性基金收入和上级补助收入分别为 28.60 亿元、4.02 亿元和 22.34 亿元，占比分别为 52.05%、7.32%和 40.64%；其中，政府性基金收入主要由国有土地使用权出让金构成。

老河口市地方政府债务主要为直接债务，截至 2015 年 12 月底全部债务余额合计 17.29 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%）。老河口市政府债务率为 31.46%（采用 2015 年地方综合财力数据进行计算），地方政府债务负担较轻。

表 2　老河口市 2013~2015 年财政收入构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| （一）地方一般预算收入 | 16.50 | 21.00 | 28.60 |
| 1、税收收入 | 10.89 | 13.85 | 17.29 |
| 2、非税收入 | 5.60 | 7.15 | 11.31 |
| （二）政府性基金收入 | 12.60 | 10.20 | 4.02 |
| 1、国有土地使用权出让金 | 11.91 | 9.61 | 3.22 |
| 2、其他 | 0.69 | 0.21 | 0.80 |
| （三）上级补助收入 | 17.95 | 18.77 | 22.34 |
| 1、税收返还收入 | 0.60 | 0.51 | 0.60 |
| 2、一般性转移支付收入 | 11.70 | 12.59 | 14.50 |
| 3、专项转移支付收入 | 5.65 | 5.67 | 7.24 |
| （四）预算外财政专户收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 地方可控财力 | 47.05 | 49.97 | 54.95 |

资料来源：老河口市财政局

表 3　老河口市本级地方可支配收入及地方政府债务（单位：万元）

| 地方债务（截至 2015 年 12 月底） | 金额 | 地方财力（2015 年度） | 金额 |
|---|---|---|---|
| **（一）直接债务余额** | **168297.00** | **（一）地方一般预算本级收入** | **286035.00** |
| 1、外国政府贷款 | 14.00 | 1、税收收入 | 172884.00 |
| 2、国际金融组织贷款 | 120.00 | 2、非税收入 | 113151.00 |
| (1)世界银行贷款 | 120.00 | **（二）转移支付和税收返还收入** | **223367.00** |
| (2)亚洲开发银行贷款 | 0.00 | 1、一般性转移支付收入 | 144971.00 |
| (3)国际农业发展基金会贷款 | 0.00 | 2、专项转移支付收入 | 72360.00 |
| (4)其他国际金融组织贷款 | 0.00 | 3、税收返还收入 | 6036.00 |
| 3、国债转贷资金 | 0.00 | **（三）国有土地使用权出让收入** | **40153.00** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 4、农业综合开发借款 | 0.00 | 1、国有土地使用权出让金 | 32235.00 |
| 5、解决地方金融风险专项借款 | 1370.00 | 2、国有土地收益基金 | 1533.00 |
| 6、国内金融机构借款 | 52265.00 | 3、农业土地开发资金 | 1066.00 |
| (1)政府直接借款 | 1231.00 | 4、新增建设用地有偿使用费 | (1271.00) |
| (2)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款 | 51034.00 | 5、其他 | 6590.00 |
| 7、债券融资 | 58602.00 | **（四）预算外财政专户收入** | **0.00** |
| (1)中央代发地方政府债券(含省直接发行） | 58602.00 | | |
| (2)由财政承担偿还责任的融资平台债券融资 | 0.00 | | |
| 8、粮食企业亏损挂账 | 0.00 | | |
| 9、向单位、个人借款 | 10620.00 | | |
| 10、拖欠工资和工程款 | 0.00 | | |
| 11、其他 | 45306.00 | | |
| **（二）担保债务余额（二类+三类）** | **9232.00** | | |
| 1、政府担保的外国政府贷款 | 0.00 | | |
| 2、政府担保的国际金融组织贷款 | 0.00 | | |
| (1)世界银行贷款 | 0.00 | | |
| (2)亚洲开发银行贷款 | 0.00 | | |
| (3)国际农业发展基金会贷款 | 0.00 | | |
| (4)其他国际金融组织贷款 | 0.00 | | |
| 3、政府担保的国内金融机构借款 | 4600.00 | | |
| 4、政府担保的融资平台债券融资 | 0.00 | | |
| 5、政府担保向单位、个人借款 | 3580.00 | | |
| 6、其他 | 1052.00 | | |
| **地方政府债务余额=(一)+(二)×50%** | **172913.00** | **地方综合财力** | **542965.00** |
| **债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%** | | | **31.46%** |

资料来源：老河口市财政局

总体来看，跟踪期内，老河口市经济稳定增长，财政可控财力持续增长；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。

## 六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 29265.89 万元，老河口市金剑投资开发有限公司持股 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%。公司实际控制人为老河口市国资局。

2. 政府支持

作为老河口市政府主要的城市基础设施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**

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，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）划入公司，待以此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 2013~2015 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（体现在公司审计报告的“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（体现在公司审计报告的“资本公积”中）。

资金注入方面，2015年，根据河财发【2015】264号文，公司收到财政局拨付货币资金2.53亿元，计入“资本公积”。

**财政补贴**

2015年，公司收到政府补贴1.12亿元。

**项目回购**

为支持公司城市基础设施建设项目，老河口市人民政府与公司签订《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%。2013~2015年，公司分别收到老河口市财政局拨付款项1.18亿元、0.17亿元和0.98亿元；截至2015年底，公司已经收回款项7.23亿元，对该项目的应收款余额为10.59亿元。

**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，跟踪期内受政府支持力度加大，未来发展前景良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员有所变化，李萍女士任公司董事长兼总经理及法人代表。

公司董事长李萍，女，1967年12月出生，中共党员。历任老河口市规划局团委书记兼科长；老河口市规划局党委委员、纪委书记；老河口市规划局党委委员、副局长。现任公司董事长兼总经理。

跟踪期内，公司内部管理制度等其它方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务主要为老河口市土地整理开发和城市基础设施建设工程业务，其他业务主要为房屋出租业务，以及2015年新增的收取资金使用费业务。

从收入构成来看，2013~2015年，公司营业收入年均增长21.14%；2015年，公司实现营业收入6.28亿元，同比下滑10.75%，主要来自土地整理开发收入的大幅下降。近三年，公司土地整理开发业务收入年均下降58.84%，2015年为0.13亿元，同比下降92.90%，主要系2015年湖北省国土资源厅对全市新增建设用地指标批复的限制导致土地整理开发指标减少，因此公司2015年土地整理开发量随之减少所致。2013~2015年，基础设施建设工程业务收入持续上升，分别为3.50亿元、5.20亿元和6.11亿元。同期，公司其他业务（房屋租金业务、资金使用费业务）在当年营业收入中的占比小，对营业收入的影响弱；其中，收取资金使用费业务为2015年新增业务。

从毛利率来看，近三年，公司综合毛利率受持续增长，2015年为13.33%。其中，基础设施建设工程板块毛利率持续增长，2015年为13.03%，同比上升0.10个百分点；近三年，土地整理开发业务毛利率保持相对稳定，均维持在9.09%；其他板块毛利率对公司综合毛利率的贡献较小。

表 4　近年公司营业收入情况（单位：万元、%）

| 业务板块 | 2013 年 | | | 2014 年 | | | 2015 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 | 7615.46 | 17.79 | 9.09 | 18163.20 | 25.80 | 9.09 | 1290.35 | 2.05 | 9.09 |
| 基础设施建设工程 | 34973.12 | 81.70 | 11.50 | 51965.77 | 73.83 | 12.93 | 61069.02 | 97.21 | 13.03 |
| 房租租金 | 220.00 | 0.51 | 58.61 | 260.00 | 0.37 | 55.70 | 268.71 | 0.43 | 39.18 |
| 资金使用费 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 195.28 | 0.31 | 100.00 |
| **合计** | **42808.58** | **100.00** | **11.31** | **70388.97** | **100.00** | **12.10** | **62823.35** | **100.00** | **13.33** |

资料来源：公司提供

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%）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。

表 5　2013~2015 年公司土地整理以及获得收入情况（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 |
|---|---|---|---|---|
| 2013 年 | 854 | 6923.14 | 780 | 126.00 |
| 2014 年 | 1560 | 13709.00 | 1189 | 123.20 |
| 2015 年 | 905 | 15650 | 452 | 121.5 |
| **合计** | **3417** | **37556.14** | **2523** | **--** |

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司合计完成土地整理面积3417亩，分别确认0.76亿元、1.82亿元和0.13亿元的营业收入。截至2015年底，到回款期项目应回款总额2.85亿元，到款0.10亿元，还有1.75亿元未到款。

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，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 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 | 14639.00 | -- | -- | |

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2015年底，签订BT协议的5个项目中，已完工的有陈埠安置房工程、仙鹤社区新农村建设安置房工程、梨花大道景观工程以及新一中建设项目，总投资为8.95亿元；签订BT协议的5个项目的计划回款额为6.11亿元，已收到回款4.55亿元，其大于2012~2015年的“销售商品、提供劳务收到的现金”合计数（3.04亿元）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。

总体来看，随着老河口市的稳定发展，城市基础设施建设需求的不断提升，公司承接的基础设施建设项目逐渐增多，投资规模将逐步扩大，筹资压力大。

4. 未来发展

公司作为老河口市城市基础设施建设、土地一级市场的整理开发的主体，未来一个阶段，公司将继续加强平台自身建设，按照做大总量和做优质量的原则，大力推进融资创新、拓展多渠道融资，积极筹备发行企业债、项目收益债、短融、中票等直接融资工具，进一步提高直接融资占比；同时，进一步完善集团化运作模式，加强对下属控股子公司、持股子公司的控制，建成法人治理完善的现代化集团企业；完善公司薪酬激励机制，实施绩效考核，公司高管、专业人才实行年薪制。

在建项目方面，截至2015年底，公司主要在建基础设施建设项目包括城市停车场项目、城市地下综合管廊项目、老河口市污水处理厂及配套附属设施建设工程项目、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项目、环五路道路建设项目、城南新区土地整理项目、水西门棚改项目、卢营安置小区建设项目、殡葬三合一项目、生物医药科技产业园项目以及马冲水库生态旅游项目等11个项目；以上项目预计总投资67.39亿元，截至2015年底，已投资15.65亿元，未来需投资规模大，对外融资需求强，存在一定的资金压力。

表 7　截至 2015 年底公司在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 项目概况 | 总投资 | 截至 2015 年底完成投资情况 | 2016 年预计投资 |
|---|---|---|---|---|
| 城市停车场项目 | 项目建设以公共停车场为主。其中新建停车场 113 处，用地面积 79.87 公顷，停车位 69818 个 | 180000.00 | 300.00 | 27500.00 |
| 城市地下综合管廊项目 | 规划建设总长度 26.5km，入廊管线主要包括电力、通信、 | 110000.00 | 200.00 | 16500.00 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 给水管。综合管廊结合道路新建、改造、高压电线入地、地块开发等项目逐步建设。 | | | |
| 老河口市污水处理厂及配套附属设施建设工程项目 | 新建两座污水处理厂：城南污水处理厂和城北污水预处理厂；新建两座排水泵站：铁锁堰泵站和仙鹤社区泵站；市区排水沟渠的雨污分流改造、新建污水管道等工程。 | 69493.80 | 25685.30 | 3594.70 |
| 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项目 | 本项目主要工程内容包括三大部分：（1）取水工程：大桥路取水泵站改造和大桥路取水泵站至陈埠水厂输水管；（2）陈埠水厂工程；（3）供水管网新建和改造工程：管径DN150-DN1600，长103.8公里。其中，陈埠水厂占地面积186.8亩，设计规模20万吨/日供水能力，其中一期工程建设规模10万吨/日供水能力。 | 36566.50 | 41510.60 | 140900.00 |
| 环五路道路建设项目 | 道路新建、路面刷黑、排水改造及人行道配套等 | 2900.00 | 700.00 | 1500.00 |
| 水西门棚改项目 | 安置小区建设位于老河口市汉江桥头，东临仁义街、南临大桥路、西临汉江、北临线子街，建设用地面积为24000㎡（约36亩）。地上总建筑面积为97650㎡，其中：住宅建筑面积为96000㎡；公建配套建筑面积1650㎡，包括菜市场、幼儿园、文化活动中心、社区办公、垃圾转运站和公厕等。地下建筑面积13786㎡。住宅套数：822套。 | 31148.00 | 8145.00 | 16773.40 |
| 卢营安置小区建设项目 | 安置小区用地面积138.97亩，总建筑面积24.71万平方米，建设安置房1,479套。其中：商业建筑面积2.08万平方米，住宅建筑面积17.69万平方米。主要建设内容：住宅楼、商业用房等主体工程及道路、绿化、给排水、供电通讯等附属配套设施。 | 56135.00 | 54373.00 | 1727.00 |
| 殡葬三合一项目 | 项目总占地238.68亩，首期规划墓葬穴位12300个，总建筑面积14295㎡。建设内容：殡仪馆、墓地、办公业务楼、服务用房等主体工程及神道、停车场、给排水、电力电讯等基础设施配套工程。 | 23000.00 | 3700.00 | 12000.00 |
| 马冲水库生态旅游项目 | 围绕生态文明建设，以马冲水库为载体，建设年接待能力10万人以上的4A级水利生态旅游风景区，建设长6km,宽5m的电瓶车道和自行车绿道；建设长21km，宽6m，的半程马拉松跑道；建设房车、自驾车宿营地综合服务区；建设大型游乐场、水上运动游乐中心等 | 67320.00 | 512.00 | 10254.00 |
| 城南新区土地整理项目 | 计划整理土地5200亩，对拟整理土地进行土地平整，铺设雨污管网、供水管网，实施区域内路网建设，完善区域内通电、通气、通信等配套基础设施建设。 | 97324.00 | 21377.00 | 28743.00 |
| **合计** | | **673887.30** | **156502.90** | **259492.10** |

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015年度合并财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

财务报表合并范围变化方面，截至2015年底，公司纳入合并范围子公司共5家，均为二级子公司。其中，2015年，新纳入合并范围的2级子公司老河口易投为增资，持股比例由30%变更为79%，纳入合并范围；2级子公司老河口市鑫乾德产业投资基金管理有限公司、老河口市汉策水利投资经营有限公司均为2015年投资设立。

截至2015年底，公司（合并）资产总额94.17亿元，所有者权益56.45亿元（包括少数股东权益1.82亿元）；2015年公司（合并）实现营业收入6.28亿元，利润总额1.83亿元。

2. 盈利能力

公司的主营业务收入来自基础设施建设工程收入和土地整理开发收入两大板块。基础设施建设工程收入是公司主营业务收入的主要来源，近三年分别占主营业务收入的82.12%、73.83%和97.21%。2013~2015年，公司营业收入波动增长，分别为4.28亿元、7.04亿元和6.28亿元，2015年有所下滑主要系土地整理开发板块收入大幅下降所致。公司营业成本三年复合增长19.76%，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，公司管理费用持续上升，财务费用波动增长。2013~2015年，公司期间费用分别为170.51万元、1150.42万元和1236.64万元；近三年公司的期间费用率分别为0.40%、1.63%和

1.97%，期间费用控制能力有所下滑。

近年，政府补助是公司主要利润来源之一。2013~2015 年，公司利润总额分别为 1.50 亿元、1.71 亿元和 1.83 亿元；获得政府补助分别为 1.21 亿元、1.12 亿元和 1.12 亿元。公司利润对政府补助依赖程度较高。

从盈利指标来看，2013~2015 年，公司营业利润率分别为 10.59%、11.35%和 12.51%；近三年，公司总资本收益率和净资产收益率的平均值分别为 3.18%和 3.55%，2015 年分别为 2.28%和 2.93%，较 2014 年分别下滑 1.65 和 1.14 个百分点；公司的盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，期间费用控制能力有所下滑，政府补贴是公司利润总额的重要补充，整体盈利能力仍然较弱。

3. 现金流及保障

从经营活动看，近三年随着公司业务规模的增长，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长率 24.76%。2013 年，受公司在建项目以及政府拨付进度影响，公司主营业务未实现现金回流，导致公司经营活动现金流主要表现为收到其他与经营活动有关的现金；2014~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 1.50 亿元和 1.54 亿元，主要为政府的回购款。近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 12.29 亿元、9.83 亿元和 17.58 亿元，其中，2015 年主要包括收到财政和其他部门借付或支付的用于基础设施、棚改、安置房等项目的往来款。近三年，公司购买商品、接受劳务支付的现金年均下降 11.19%，2015 年为 5.55 亿元；支付其他与经营活动有关的现金近三年快速增长，年均复合增长率 53.91%，2015 年为 21.52 亿元，主要构成为预付工程款 11.26 亿元以及土地整理款 1.87 亿元。2013~2015 年，公司经营活动现金流净额分别为-4.13 亿元、-6.05 亿元和-7.98 亿元。2014~2015 年，公司现金收入比分别为 21.31%和 24.49%，公司收入实现质量差。

投资活动方面，公司投资活动现金流量较小且仅表现为投资活动现金流出，投资活动现金流出主要为投资支付的现金，2015 年为 3.02 亿元。2013~2015 年，公司投资活动现金流净额分别为-4082.08 万元、-957.63 万元和-2.89 亿元。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长 92.03%；2015 年为 15.64 亿元，主要表现为取得借款收到的现金 7.04 亿元以及发行债券收到的现金 7.92 亿元。近三年，筹资活动现金流出量较小，分别为 70.51 万元、0.15 亿元和 0.98 亿元。2013~2015 年，公司筹资活动现金流净额分别为 4.23 亿元、6.75 亿元和 14.65 亿元。

综合来看，近年来公司经营活动现金表现为净流出，主要通过筹资活动来平衡。未来随着业务投资规模的扩大，公司对外融资压力将上升。

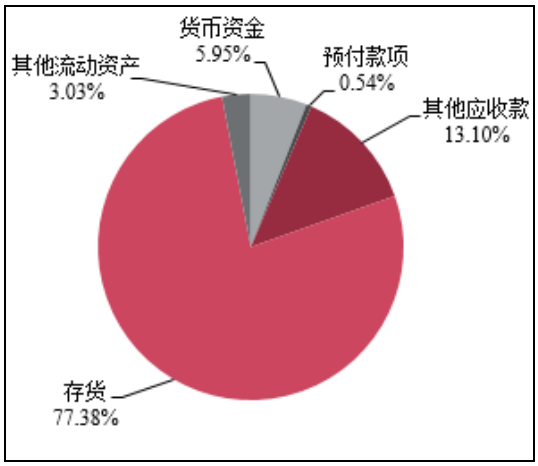
4. 资本及债务结构

**资产**

2013~2015 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 46.31%，增长主要系存货和其他应收款的增加。截至 2015 年底，公司资产总额 94.17 亿元，其中流动资产占比 94.68%，非流动资产占比 5.32%，公司资产以流动资产为主。

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 44.28%，主要是公司城市基础设施建设业务大幅上涨导致存货的增加。截至 2015 年底，公司流动资产 89.16 亿元，主要由货币资金（占比 5.95%）、其他应收款（占比 13.10%）、预付款项（占比 0.54%）和存货（占比 77.38%）构成。

图 1　2015 年底公司流动资产构成




资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司货币资金为 5.31 亿元，主要为现金和银行存款，且期末无资金使用受限的情况。

2013~2015 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长率 27.10%。截至 2015 年底，公司其他应收款合计 11.89 亿元，共计提坏账准备共 0.21 亿元，占其他应收款总额的 1.80%。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 35.90%，账龄在 1~2 年（含 2 年）的占 33.97%，账龄在 2~3（含 3 年)年的占 7.52%，账龄在 3 年以上的占 22.61%。公司其他应收款主要为政府部门借款以及往来款，公司其他应收款欠款前五名合计 7.15 亿元，占其他应收款账面净额的 60.09%。总体看，公司其他应收款前五名集中度较高，回收风险较低；但由于其在流动资产中的占比较大，且支付期限较长，对公司资产流动性造成一定影响。

表 8　截至 2015 年底其他应收款主要欠款单位（单位：元、%）

| 单位 | 金额 | 账龄 | 占比 |
|---|---|---|---|
| 老河口海信隆投资有限公司 | 262022641.38 | 1 年以内 116700000.00；1~2 年 145322641.38 | 22.04 |
| 江苏太平洋建设有限公司老河口分公司 | 178635000.00 | 1 年以内 117000000.00；1~2 年 61635000.00 | 15.02 |
| 老河口市循环经济产业园管委会 | 110300000.00 | 1 年以内 14000000.00；1~2 年 43000000.00；2~3 年 53300000.00 | 9.28 |
| 老河口市君都房地产开发有限公司 | 86794416.00 | 3~4 年 | 7.30 |
| 老河口市鄢阳办事处 | 76808157.20 | 1 年以内 12900000.00；1~2 年 33970000.00；2~3 年 27738157.20；3 年以上 2200000.00 | 6.46 |
| **合计** | **714560214.58** | -- | **60.09** |

资料来源：《老河口市建设投资经营有限公司 2013~2015 年度财务报告》

2013~2015 年，公司存货快速增长，年均复合增长 41.80%。截至 2015 年底，公司存货为 68.99 亿元，较上年同期增长 48.25%，其中 41.84%为工程施工，剩余为开发成本。工程施工主要由累计已发生成本（28.67 亿元）以及累计已确认毛利（2.93 亿元）构成；开发成本均为土地使用权，截至 2015 年底共计 436.50 万平方米，账面价值 40.13 亿元。其中用于抵押贷款的土地使用权账面价值为 24.46 亿元。公司未计提存货跌价准备。

2015 年底，公司其他流动资产为 2.70 亿元，主要是公司为提高短期闲置流动资金收益向中国建设银行购买的“乾元-日鑫月溢”开放式资产组合型人民币理财产品。

非流动资产方面，2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年复合增长率为 107.93%；截至 2015 年底为 5.01 亿元，主要由长期股权投资（占 6.24%）、投资性房地产（占 5.82%）和其他非流动资产（占 78.57%）构成。

近三年，公司长期股权投资持续下降，年均下降 34.12%。截至 2015 年底为 0.31 亿元，同比下滑 56.22%，主要系公司对老河口易投追加投资，持股比例由 30%增加到 79%，因此将其从长期股权投资科目中移除而纳入合并范围所致。

2013~2015 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长率为 22.38%；2015 年底为 0.23 亿元，同比上升 150.08%，主要为在建的廉租房以及公租房。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产为

3.94 亿元，主要为管网设备（3.23 亿元）以及路灯设施、变压器（0.71 亿元）等。

受限资产方面，截至 2015 年底，公司受限资产合计 28.40 亿元，包括土地使用权、管网设备以及路灯等；占公司资产总额的 30.16%，受限资产规模较大。

总体来看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，受限资产的规模较大，公司资产流动性一般，可能会对公司后续融资能力造成一定影响。

**所有者权益**

2013~2015 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率 30.80%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 56.45 亿元，同比增长 45.32%，增长主要来自资本公积的增加。

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) 根据老河口市人民政府出具的河政函[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；根据老河口市人民政府出具的河政函[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) 根据老河口市人民政府出具的河政函[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。

从构成上看，2015 年底，公司所有者权益中实收资本占 3.50%、未分配利润占 11.70%、少数股东权益占 3.22%、资本公积占 80.27%。

总体看，公司权益稳定性较好。

**负债**

2013~2015 年，公司负债总额年均复合增长 85.20%，截至 2015 年底为 37.73 亿元，主要为流动负债。

2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长率 45.79%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 23.38 亿元，主要为其他应付款（占 76.20%）、应交税费（占 3.35%）、短期借款（占 1.71%）、应付账款（占 4.28%）和一年内到期的非流动资产（占 13.52%）。

2013~2015 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降率为 12.83%。2015 年底为 1.00 亿元，同比下降 13.68%，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 1.48%，1~2 年（含 2 年）占 97.68%，2~3 年（含 3 年）占 0.29%，3 年以上的占 0.55%。

2013~2015 年，公司其他应付款年均复合增长率 40.98%；2015 年底为 17.82 亿元，同比上升 15.49%，主要为往来款，其中占比最大的为应付老河口市财政局的往来款 6.87 亿元。

截至 2015 年底，公司一年内非流动负债为 3.16 亿元，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（合计 2.25 亿元）和 1 年内到期的与浙江海亮融资租赁有限公司及江苏金融租赁股份有限公司形成的融资租赁款（合计 0.91 亿元）。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债为 14.35 亿元，同比上升 613.77%，主要来自应付债券以及长期应付款的增加。

截至 2015 年底，公司长期借款为 2.31 亿

元，同比增加 0.30 亿元，主要为与建行老河口支行形成的抵押借款，抵押物为公司部分土地使用权，抵押期限为 2014/12/31~2018/3/31。

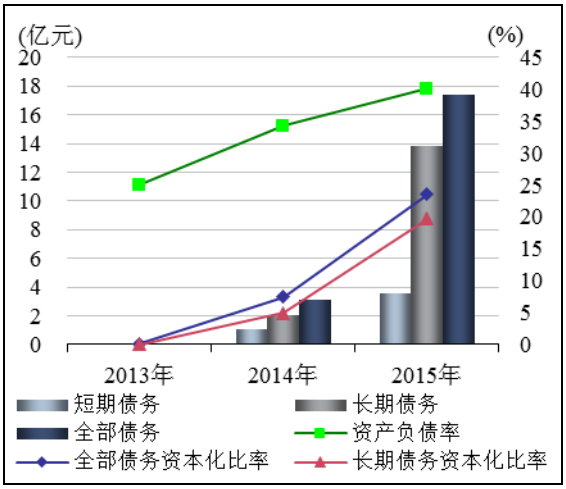
截至 2015 年底，公司应付债券账面价值为 7.93 亿元，主要为公司 2015 年 8 月 12 日发行的“15 老河口债”（面值 8.00 亿元，期限 7 年）。

截至 2015 年底，公司长期应付款为 3.59 亿元，构成为农发基金的投资款 1.25 亿元（构成为农发基金对公司的注资 0.95 亿元以及对子公司老河口市联众住房的注资 0.30 亿元）和融资租赁款 2.34 亿元。本报告已将此科目调整至长期债务，并对全部债务做出相应调整。

截至 2015 年底，公司专项应付款为 0.52 亿元，主要为保障性安居工程的专项资金。

2013~2015 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 2015 年底，公司调整后全部债务为 17.39 亿元，同比上升 459.08%，主要来自应付债券以及长期应付款的增加；其中，短期债务占 20.48%，长期债务占 79.52%，公司债务以长期债务为主，债务结构合理。

图 2　2013~2015 年底公司债务指标




资料来源：根据审计报告整理

从债务指标来看，2013~2015 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快速上升，三年平均值分别为 35.32%、14.02%和 11.31%；截至 2015 年底，上述三项指标分别为 40.06%、23.55%和 19.68%。

总体看，公司债务结构仍以长期负债为主，负债结构合理；跟踪期内，债务规模不断上升，公司债务负担不断加重，但仍处于可控范围。

5. 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值均较高，2015 年底分别为 381.36%和 86.27%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比分别为-37.59%、-33.13%和-34.14%，公司经营活动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，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015年，公司EBITDA值分别为1.51亿元、1.80亿元和1.88亿元；调整后全部债务/EBITDA值分别为0.02倍、1.73倍和9.26倍，指标反映公司对全部债务的保障能力一般，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 9 月底，公司获得银行授信额度 26.20 亿元，已使用额度 15.50 亿元。公司间接融资渠道亟待扩宽。

截至 2016 年 9 月底，公司对外担保合计 2.71 亿元，担保比率为 4.80%，有一定或有负债风险。对外担保对象见下表，目前生产经营正常。

表 9　截至 2016 年 9 月底公司对外担保明细（单位：万元）

| 被担保人 | 担保金额 | 担保形式 | 担保期限 |
|---|---|---|---|
| 襄阳市好运来建筑工程有限公司 | 3000.00 | 单人担保 | 2015.11.9~2016.11.9 |
| 湖北陆盛环保工程有限公司 | 2800.00 | 单人担保 | 2015.11.5~2016.11.5 |
| 中国教育工会老河口市第一中学委员会 | 16000.00 | 抵押物担保 | 2013.2.17~2021.2.5 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 襄阳市真龙房地产开发有限公司 | 3520.00 | 抵押物担保 | 2015.7.31~2017.7.30 |
| 襄阳市真龙房地产开发有限公司 | 1760.00 | 抵押物担保 | 2015.7.31~2017.7.31 |
| **合计** | **27080.00** | -- | -- |

资料来源：《老河口市建设投资经营有限公司 2013~2015 年度财务报告》

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1042068200021890X），截至 2016 年 10 月 18 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。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及老河口市的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。

## 十、存续债券偿债能力

1. “15 老河口债”偿债能力分析

2015 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 19.12 亿元和-7.98 亿元，对“15 老河口债”保障倍数分别为 2.39 倍和-1.00 倍，对单年偿付最大本金的保障倍数分别为 11.95 倍和-4.99 倍；经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较强，对单年偿付最大本金的保障能力强。2015 年，公司 EBITDA 及现金类资产分别为 1.88 亿元和 5.31 亿元，对“15 老河口债”的保障倍数分别为 0.24 倍和 0.66 倍，对单年偿付最大本金的保障倍数分别为 1.18 倍和 3.32 倍；公司 EBITDA 及现金类资产对本期债券单年偿付最大本金的保障能力较强。

考虑到公司将部分土地使用权进行抵押为本期债券提供担保，以保障本期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。本期债券到期不能偿付的风险低。

2. 质押资产

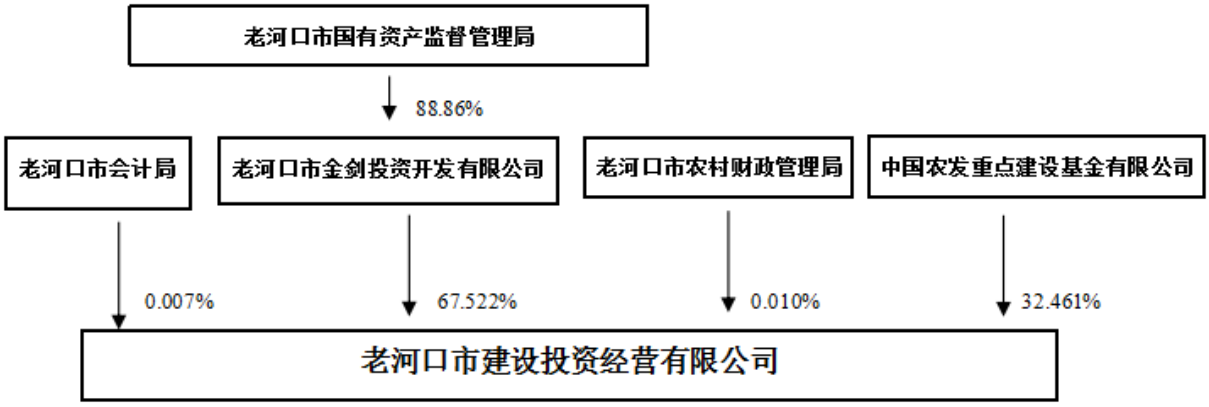
公司于 2016 年 6 月 16 日以非现场（通讯）和现场方式相结合的形式召开了 2016 年第一次债券持有人会议，会议通过了《关于公司释放“15 老河口债”部分抵押担保资产的议案》，释放资产价值为 42152.04 万元的土地资产。

“15 老河口债”抵押物变更为 36 宗土地使用权，根据武汉国佳不动产评估有限公司于 2016 年 4 月 15 日出具的土地评估报告，上述抵押物评估价值合计 21.11 亿元，为“15 老河口债”发行额度的 2.64 倍，满足《抵押资产监管协议》的相关要求。

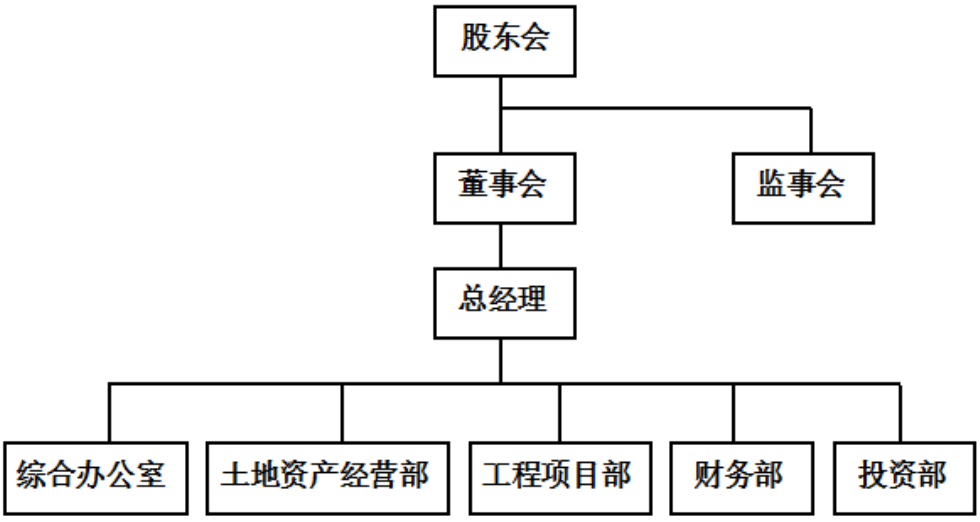
## 十一、结论

综合评估，联合资信将公司的主体长期信用等级由AA-调整至AA，评级展望为稳定，并维持“15老河口债”为AA的信用等级。

## 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 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | |
| 现金类资产(亿元) | 0.95 | 2.01 | 5.31 |
| 资产总额(亿元) | 43.99 | 59.12 | 94.17 |
| 所有者权益(亿元) | 32.99 | 38.84 | 56.45 |
| 短期债务(亿元) | 0.03 | 1.10 | 3.56 |
| 长期债务(亿元) | 0.00 | 2.01 | 10.24 |
| 调整后长期债务(亿元) | 0.00 | 2.01 | 13.83 |
| 全部债务(亿元) | 0.03 | 3.11 | 13.80 |
| 调整后全部债务(亿元) | 0.03 | 3.11 | 17.39 |
| 营业收入(亿元) | 4.28 | 7.04 | 6.28 |
| 利润总额(亿元) | 1.50 | 1.71 | 1.83 |
| EBITDA(亿元) | 1.51 | 1.80 | 1.88 |
| 经营性净现金流(亿元) | -4.13 | -6.05 | -7.98 |
| **财务指标** | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 12.85 | 43.34 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.13 | 0.15 | 0.09 |
| 总资产周转次数(次) | 0.11 | 0.14 | 0.08 |
| 现金收入比(%) | 0.00 | 21.31 | 24.49 |
| 营业利润率(%) | 10.59 | 11.35 | 12.51 |
| 总资本收益率(%) | 4.32 | 3.93 | 2.28 |
| 净资产收益率(%) | 4.30 | 4.07 | 2.93 |
| 长期债务资本化比率(%) | 0.00 | 4.92 | 15.35 |
| 调整后长期债务资本化比率(%) | 0.00 | 4.92 | 19.68 |
| 全部债务资本化比率(%) | 0.09 | 7.41 | 19.64 |
| 调整后全部债务资本化比率(%) | 0.09 | 7.41 | 23.55 |
| 资产负债率(%) | 25.00 | 34.29 | 40.06 |
| 流动比率(%) | 389.43 | 316.82 | 381.36 |
| 速动比率(%) | 77.49 | 62.01 | 86.27 |
| 经营现金流动负债比(%) | -37.59 | -33.13 | -34.14 |
| EBITDA 利息倍数 | 214.86 | 12.32 | 17.22 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 0.02 | 1.73 | 7.35 |
| 调整后全部债务/EBITDA(倍) | 0.02 | 1.73 | 9.26 |

# 附件 3　有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称 | 计 算 公 式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 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%<br>（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-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。