信用等级公告

联合[2018] 1223 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”及“17 老河口/17 老河口债”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

二零一八年六月二十五日

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跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 老河口债	8 亿元	2022/08/12	AA	AA
17 老河口/17 老河口债	10.4 亿元	2024/08/16	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	5.31	18.17	24.22
资产总额(亿元)	94.17	149.29	188.50
所有者权益(亿元)	56.45	92.41	102.24
短期债务(亿元)	3.56	2.05	4.42
长期债务(亿元)	13.83	37.54	65.96
全部债务(亿元)	17.39	39.59	70.39
营业收入(亿元)	6.28	7.23	9.60
利润总额 (亿元)	1.83	2.06	2.62
EBITDA(亿元)	1.88	2.35	3.95
经营性净现金流(亿元)	-7.98	-10.19	-19.95
营业利润率(%)	12.51	11.25	9.79
净资产收益率(%)	2.93	2.07	2.42
资产负债率(%)	40.06	38.10	45.76
全部债务资本化比率(%)	23.55	29.99	40.77
流动比率(%)	381.36	607.60	792.92
全部债务/EBITDA(倍)	9.26	16.87	17.83
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	1.67	2.54
经营现金流动负债比(%)	-34.14	-56.60	-113.29

注：已将长期应付款调整至长期债务核算，并对全部债务做相应调整。

分析师

顾喆彬　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”）是老河口市主要的基础设施建设主体，专营性优势明显。跟踪期内，老河口市政府对公司在资产注入、政府补助等方面的支持持续有力，带动公司资产规模以及权益规模快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司盈利能力较弱、债务规模增长快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”以公司自有部分土地资产作为抵押担保；此外，“15老河口债”及“17老河口/17老河口债”设置的分期偿付条款有效降低了公司集中兑付的风险。

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

优势

1. 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注入、财政补贴等方面持续有力的支持。
2. 跟踪期内，公司资产及所有者权益规模快速增长。

关注

1. 公司债务规模快速上升，债务负担有所加重。
2. 公司整体盈利能力弱，利润总额受财政补贴影响大。
3. 跟踪期内，公司未对“15 老河口债”的抵押土地进行评估。

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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司原股东老河口市会计局、老河口市农村财政管理局将其所持公司股权转让给老河口市金剑投资开发有限公司（以下简称“金剑投资”）。截至 2017 年底，公司实收资本为 2.93 亿元；股东分别为金剑投资（持股 67.54%）及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%）；由于金剑投资第一大股东为老河口市国有资产监督管理局（以下简称“老河口国资局”），公司实际控制人为老河口国资局。

2017 年底，公司本部内设部门调整为综合办公室、党委办公室、工程部、财政部、资产部及投融资部 6 个部门。

截至2017年底，公司资产总额188.50亿元，所有者权益102.24亿元（包括少数股东权益16.07亿元）。2017年，公司实现营业收入9.60亿元，利润总额2.62亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信所评的存续债包括“15老河口债”及“17老河口/17老河口债”，债券余额合计18.40亿元。其中，“15老河口债”已按时付息；“17老河口/17老河口债”未到第一期利息支付日。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期兑付日	发行利率
15 老河口债	8	2022/08/12	6.75
17 老河口/17 老河口债	10.4	2024/08/16	6.49

资料来源：联合资信整理

“15老河口债”于2015年发行，募集资金8.00亿元，期限7年。于2018年起，每年按照发行总额20%的比例偿还本金（即1.60亿元）。其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2017年底，“15老河口债”募集资金已全部使用完毕。

“17老河口/17老河口债”于2017年发行，募集资金10.40亿元，期限7年。自2020年起，每年按照发行总额20%的比例偿还本金（即2.08亿元）。其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2017年底，“17老河口/17老河口债”募集资金已使用9.98亿元。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指

数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口

保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

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，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》指出，2018 年政府将启动新的三年棚改攻坚计划，有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，加强排涝管网、地下综合管廊等建设工作。2018 年，中央将安排地方专项债券 1.35 万亿元，优先支持在建项目平稳建设，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。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

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

根据《老河口市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，老河口市实现地区生产总值 345.8 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.2%。第一产业增加值 46.3 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 184.7 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 114.8 亿元，增长 10.2%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 13.4%，第二产业增加值比重为 53.4%，第三产业增加值比重为 33.2%。

2017 年，老河口市固定资产投资规模继续扩大。全市累计完成固定资产投资 325.0 亿元，同比增长 16.7%。全市房地产开发投资 40.5 亿元，同比增长 10.5%。房屋施工面积达到 97.5 万平方米，同比下降 19.9%；商品房销售面积 63.6 万平方米，同比增长 9.0%；商品房待售面积 3.7 万平方米，同比下降 28.6%。

2017 年，全市地方公共财政预算收入完成 25.4 亿元，同比下降 10.0%，其中税收收入 16.2 亿元，同比下降 8.5%，税占比达 63.8%。在地方公共财政预算收入中，国税收入 5.9 亿元，同比增长 77.8%；地税收入 11.1 亿元，同比下降 25.3%；财政收入 8.4 亿元，同比下降 16.4%。

总体来看，跟踪期内，老河口市经济稳步增长，固定资产投资规模仍维持在较高水平，但财政实力有所下滑。

六、基础素质分析

公司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，跟踪期内，在资产注入及财政补贴等方面得到政府持续有力的支持。

2017 年，根据老河口市人民政府出具的《将部分绿化苗木资产资源划转至绿沃投资有限公司通知》（河政函【2016】45 号），老河口市政府决定向子公司老河口市绿沃投资有限公司（以下简称“绿沃投资”）划转林木资产，按评估价值 6.09 亿元计入绿沃投资（由于公司对绿沃投资的持股比例为 51.00%，合并报表中“资本公积”相应增加 3.11 亿元）。

2017 年，根据河财发【2017】125 号文，由老河口市财政局拨付专项补贴营运资金 0.91 亿元；根据河财发【2017】123 号文，由老河口市财政局向子公司老河口市联众住房投资管理有限公司拨付专项补贴营运资金 0.35 亿元；根据河财发【2017】124 号文，由老河口市财政局向子公司老河口市汉策水利投资经营有限公司拨付专项补贴营运资金 1.27 亿元；根据河开管发【2017】4 号文，由老河口经济开发区管委会向子公司老河口易达投资有限公司拨付企业发展资金专项营运资金 0.44 亿元。2017 年，公司共获得政府补助 2.97 亿元。

2018 年 2 月 12 日，根据河政函【2018】6 号文，老河口市人民政府授予公司公共停车场特许经营权。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1042068200021890X），截至 2018 年 6 月 20 日，公司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。

总体看，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，跟踪期内受政府支持力度较大，未来发展前景良好。

七、管理分析

跟踪期内，由于股东发生变化，公司修改了公司章程，并对董事会及高级管理人员进行改选和任命。改选后的董事会成员为程朝强、王亮、宋辉为董事；任命程朝强为公司董事长、法定代表人。

跟踪期内，公司内控体系及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责老河口市土地整理开发和城市基础设施建设工程业务。2017年，公司实现主营业务收入9.47亿元，同比增长40.09%。

从收入构成来看，2017年公司土地整理开发业务收入为84.88万元，同比下降86.99%，主要系公司土地整理业务较往年大幅减少所致；基础设施建设工程业务收入为9.39亿元，同比上升40.36%，主要系公司当年对基础设施建设项目的投资加大所致。

从毛利率来看，2017年，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10.77%和6.36%，同比变动不大；公司主营业务综合毛利率为10.73%，较上年增长0.53个百分点。

表3 近年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理开发	652.30	0.97	6.36	84.88	0.90	6.36
基础设施建设工程	66924.56	99.03	10.23	93878.59	99.10	10.77
合计	**67576.86**	**100.00**	**10.20**	**94727.39**	**100.00**	**10.73**

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2. 业务经营分析

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 4　2015~2017 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
2015 年	905.00	15650.00	452.00	121.50
2016 年	505.00	610.79	--	--
2017 年	509.00	19380.84	621.00	123.36
合计	**1919.00**	**35641.63**	**1073.00**	**--**

资料来源：公司提供

2017年，公司整理完成土地面积为509.00亩，出让面积为621.00亩，出让均价为123.36万元/亩，但由于购地方未缴纳全部的土地出让金，因此当年公司未确认该部分土地整理收入。

城市基础设施建设业务

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 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**	
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；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。

2017年底，签订BT协议的5个项目的计划回购款总额为10.13亿元，已收到回款约7.64亿元，其大于2012~2017年的“销售商品、提供劳务收到的现金”合计数（6.80亿元）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。

2017年底，公司主要在建基础设施项目如下表所示。后续拟投资规模为5.79亿元。

表6　2017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	已投资额
陈埠迁村腾地还建房项目	19000.00	19347.00
市政建设工程项目	16500.00	13200.00

城南一中新校区建设项目	17000.00	19131.00
仙人渡仙鹤社区还建房项目	19500.00	18906.00
水西门旧城改造项目	18500.00	18500.00
安置小区	56100.00	53885.00
供水改建工程	36600.00	20114.00
污水处理厂	69500.00	47708.00
城区雨污分流项目	26809.00	17091.00
城区绿化亮化项目	7800.00	4300.00
居民小区道路管网改扩建项目	6400.00	3650.00
合计	**293709.00**	**235832.00**

资料来源：公司提供

注：表中计划投资额为立项时所确立金融，与实际投资情况存在一定差异。

2017 年，公司实际收到老河口市财政局拨付各项工程款约 5.10 亿元，暂时计入“长期应付款”或“其他应付款”；因老河口市财政局拨款时未说明款项具体用途，因此公司未做具体区分，公司实际回款质量尚可。

3. 未来发展

未来，公司将以市场化转型为导向，在履行市属国有投资公司主要责任、持续为城乡基础设施和公共服务领域及民生保障领域做好投融资工作的同事，保持市属国有投资公司的市场定位和经营属性，加强公司盈利能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 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 2017 年底，公司纳入合并范围子公司共计 9 家，较 2016 年新增 5 家，新增子公司规模较小，对公司财务报表可比性影响不大。

截至2017年底，公司资产总额188.50亿元，所有者权益102.24亿元（包括少数股东权益16.07亿元）。2017年，公司实现营业收入9.60亿元，利润总额2.62亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 188.50 亿元，同比上升 26.26%，其中流动资产占 74.07%，非流动资产占 25.93%，公司资产仍以流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**109.38**	**73.27**	**139.63**	**74.07**
货币资金	18.17	12.17	24..22	12.85
其他应收款	19.92	13.34	24.46	12.98
存货	68.66	45.99	87.67	46.51
非流动资产	**39.91**	**26.73**	**48.87**	**25.93**
无形资产	32.82	21.98	33.03	17.52
其他非流动负债	4.19	2.81	10.29	5.46
资产合计	**149.29**	**100.00**	**188.50**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 139.63 亿元，同比上升 27.66%。其中，货币资金 24.22 亿元，同比增长 33.29%，主要由银行存款（占 89.13%）及其他货币资金（10.86%）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担保的保证金，在货币资金中的占比为 10.86%，对公司货币资金的使用效率影响较小。预付款项 2.54 亿元，同比下降 3.17%，主要为预付工程款。其他应收款 24.46 亿元，同比上升 22.75%，主要构成为应收政府部门及控股企业往来款，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。

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。

2017 年底，公司存货 87.67 亿元，同比增长 27.69%，主要为工程施工（占 58.22%），开发成本（占 41.78%，均为土地使用权）；公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产方面，2017 年底，公司非流动资产 48.87 亿元，同比增长 22.44%，主要系老河口市政府将部分绿化苗木资产资源划转至子公司导致公司其他非流动资产快速增长至 10.29 亿元所致。2017 年底，公司其余科目变动不大。

受限资产方面，2017 年底，公司受限资产 22.00 亿元，主要为土地使用权、其他货币资金、管网设备以及路灯及其配套设施、变压器；受限资产占资产总额的比例为 11.67%。

综合分析，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产构成仍以流动资产为主。流动资产中，存货及其他应收款占比较高，存货中部分土地已用于抵押，其他应收款对公司资产形成明显占用，公司整体资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益合计 102.24 亿元，较上年底增长 10.64%。2017 年底，公司资本公积 71.85 亿元，同比增长 5.08%，主要系跟踪期内老河口市政府向绿沃投资划转林木资产 6.09 亿元，公司根据持股比例相应增加资本公积 3.11 亿元所致。

从构成上看，2017 年底，公司所有者权益中实收资本占 2.86%、资本公积占 70.27%、盈余公积占 1.03%、未分配利润占 10.12%、少数股东权益占 15.72%。

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，结构稳定性较强。

负债

2017 年底，公司负债总额 86.25 亿元，较上年底增长 51.66%，其中流动负债占 20.42%，非流动负债占 79.58%，公司负债结构以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 17.61 亿元，同比下降 2.18%。2017 年底，公司应付账款 1.31 亿元，同比下降 8.86%，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。其他应付款 9.74 亿元，同比下降 25.82%，主要系部分往来款已支付所致；一年内到期的非流动负债 1.83 亿元，同比变动不大。

2017 年底，公司非流动负债 68.64 亿元，较上年底增长 76.59%，主要系长期借款及应付债券的增加所致。2017 年底，公司长期借款 44.57 亿元，较上年底增加 18.20 亿元，其中质押借款 15.60 亿元，抵押借款 28.97 亿元。应付债券 18.28 亿元，主要为“15 老河口债”（8.00 亿元、7 年）及“17 老河口债/17 老河口”（10.40 亿元、7 年）。长期应付款 3.12 亿元，同比下降 3.35%，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。专项应付款 2.68 亿元，同比增长 1.35 亿元，主要为保障性安居工程的专项资金。

表 8　公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
短期债务	2.05	4.42
长期债务	37.54	65.96
全部债务	39.59	70.39
长期债务资本化比率	28.88	39.22
全部债务资本化比率	29.99	40.77
资产负债率	38.10	45.76

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司全部债务 70.39 亿元，同比增长 77.80%，主要来自长期借款及应付债券的增加。其中，短期债务占 6.29%，长期债务占 93.71%，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，2017 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均有不同程度的增长，分别为 45.76%、40.77%和 39.22%，同比分别增长 7.66 个、10.78 个和 10.33 个百分点。公司债务指标虽增长较快，但仍处于合理水平。

总体看，跟踪期内，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；公司整体债务负担处于合理水平。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 9.60 亿元，同比增长 32.87%，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 8.55 亿元，同比增长 36.32%，高于营业收入的增长幅度。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	7.23	9.60
其他收益	--	2.97
营业外收入	1.56	0.01
利润总额	2.06	2.62
营业利润率	11.25	9.79
总资本收益率	1.58	1.54
净资产收益率	2.07	2.42

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，随着公司融资规模的扩大，公司管理费用及财务费用均快速上升。2017 年，公司期间费用 1.33 亿元，较上年增长 385.20%；期间费用占营业收入的 13.83%，较上年增长 10.04 个百分点，公司期间费用对利润总额具有一定的侵蚀作用。

2017 年，公司利润总额 2.62 亿元，较上年上升 27.27%，其中获得的政府补助 2.97 亿元。公司利润对政府补助依赖程度高。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率及总资本收益率有所下降，分别为 9.79%和 1.54%，较 2016 年底分别下降 1.46 个和 0.04 个百分点；净资产收益率小幅增长至 2.42%。整体看，公司盈利能力弱。

总体来看，公司营业收入快速增长，利润总额受政府补助影响大，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入量为 21.22 亿元，较 2016 年增长 30.70%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 2.54 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 18.69 亿元，主要为收到的往来款及政府补助款。2017 年，公司经营活动现金流出量 41.17 亿元，较上年增长 55.79%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 15.85 亿元；支付其他与经营活动有关的现金为 24.29 亿元，主要是支付的往来款。2017 年，公司经营活动现金流净额为-19.95 亿元。2017 年，现金收入比为 26.43%，指标显示公司收入实现质量差；但考虑到 2017 年公司实际收到回款 5.10 亿元（暂时计入“长期应付款”及“其他应付款”中），公司实际收入实现质量尚可。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入小计	16.24	21.22
经营活动现金流出小计	26.43	41.17
经营活动现金流量净额	**-10.19**	**-19.95**
投资活动现金流量净额	**1.17**	**-1.66**
筹资活动现金流量净额	**19.25**	**27.66**
现金收入比	16.85	26.43

资料来源：根据公司审计报告整理

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金净流出 1.66 亿元，主要为投资支付的现金。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入量 34.12 亿元，主要为取得借款收到的现金 22.80 亿元以及发行债券收到的现金 10.32 亿元。同期，公司筹资活动现金流出量 6.46 亿元，主要为偿还债务支付的现金 1.90 亿元及分配股利、利润或偿付利息支付的现金 3.12 亿元。2017 年，公司筹资活动现金流净额为 27.66 亿元。

综合来看，跟踪期内，公司经营活动现金流仍表现为净流出，无法满足当期资本支出需求；筹资活动现金流量净额快速上升，筹资压力增大。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，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 792.92%和 295.09%，较 2016 年底分别上升 185.32 个百分点及 68.89 个百分点。2017 年，公司经营现金流动负债比为-113.29%，指标显示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，现金类资产规模可以覆盖自身短期债务，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为3.95亿元；全部债务/EBITDA值为17.83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 2017 年底，公司对外担保合计 3.76 亿元，担保比率为 3.68%。对外担保对象见下表。目前被担保企业生产经营正常；襄阳市真龙房地产开发有限公司以往来款提供反担保；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 11　截至 2017 年底公司对外担保明细

（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保方式
襄阳市好运来建筑工程有限公司	0.30	保证
襄阳市陆盛建筑安装有限公司	0.28	保证
老河口市第一中学	1.60	抵押
老河口市国土资源储备供应中心	0.20	抵押
老河口市国土资源储备供应中心	1.30	抵押
湖北业茂再生资源有限公司	0.08	质押
合计	**3.76**	--

资料来源：审计报告

2017 年底，公司银行授信额度已全部使用完毕。公司间接融资渠道亟待扩宽。

十、存续债券偿债能力

1. 存续债券偿债能力分析

截至本报告出具日，由联合资信所评的存续债为“15 老河口债”及“17 老河口/17 老河口债”，债券余额合计 18.40 亿元。介于上述两支债项均设置分期偿付条款（存续期的第 3 年至第 7 年，每年按债券发行总额的 20%偿还本金），2020 年公司将迎来偿债峰值，需偿付本金为 3.68 亿元。

2017 年底，公司现金类资产、经营活动现金流入量及 EBITDA 分别为 24.22 亿元、21.22 亿元及 3.95 亿元，对存续债券待偿付本金合计数（18.40 亿元）的保障倍数分别为 1.32 倍、1.15 倍及 0.21 倍；对 2020 年需偿付金额（3.68 亿元）的保障倍数分别为 6.58 倍、5.77 倍及 1.07 倍。

公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力良好。现金类资产对本期债券一年内到期债券余额的保障能力强。公司存续债设置的分期偿付条款有效降低了公司集中兑付的风险。

2. 质押资产

“15 老河口债”抵押物为 36 宗土地使用权，公司尚未出具 2017 年底上述土地的评估报告。

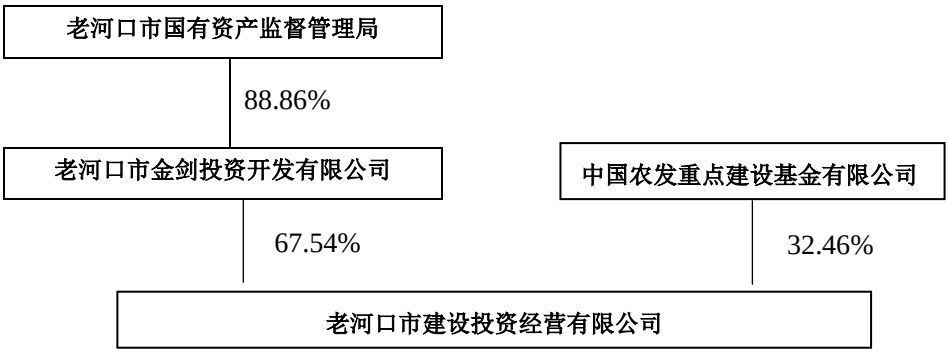
根据武汉国佳不动产评估有限公司于 2017 年 5 月 8 日出具的土地评估报告，上述抵押物评估价值合计 15.91 亿元，为“15 老河口债”发行额度的 1.99 倍，满足《抵押资产监管协议》的相关要求。

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。

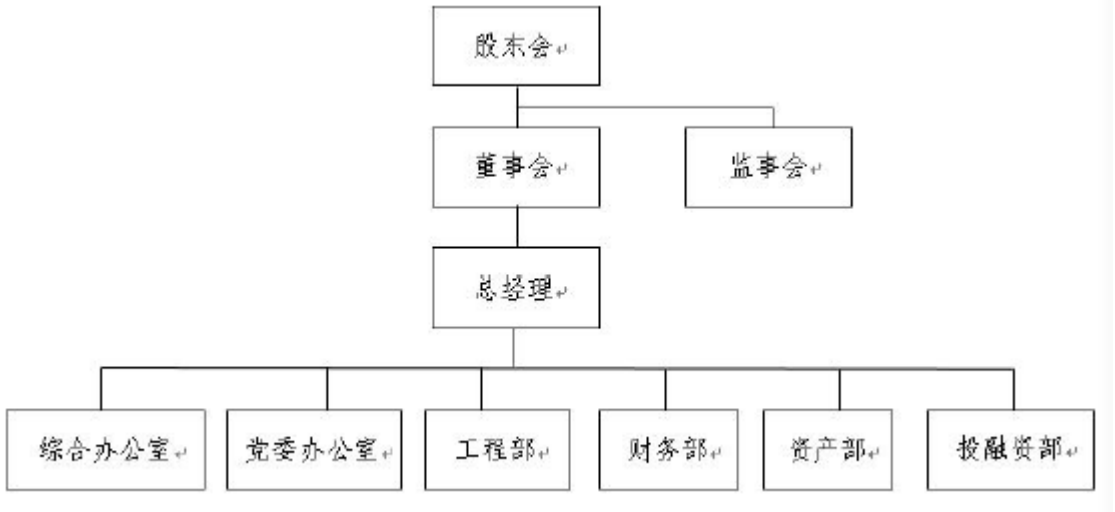
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持老河口市建设投资经营有限公司的主体长期信用等级为AA，“15老河口债”及“17老河口债/17老河口”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司合并范围内子公司概况

子公司名称	业务性质	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	投资与资产管理	44.02	--	投资设立
老河口易达投资有限公司	投资与资产管理	81.25	--	投资设立
老河口市鑫乾德产业投资基金管理有限公司	投资与资产管理	98.81	--	投资设立
老河口市汉策水利投资经营有限公司	投资与资产管理	70.00	--	投资设立
湖北汉祥盈房地产开发有限公司	投资与资产管理	--	44.02	投资设立
老河口市拓展供水有限责任公司	投资与资产管理	--	70.00	投资设立
老河口市绿沃投资有限公司	投资与资产管理	51.00	--	投资设立
老河口森源景观园艺有限公司	投资与资产管理	--	51.00	投资设立
湖北汉襄星建设投资有限公司	投资与资产管理	100.00	--	投资设立

资料来源：审计报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.31	18.17	24.22
资产总额(亿元)	94.17	149.29	188.50
所有者权益(亿元)	56.45	92.41	102.24
短期债务(亿元)	3.56	2.05	4.42
长期债务(亿元)	13.83	37.54	65.96
全部债务(亿元)	17.39	39.59	70.39
营业收入(亿元)	6.28	7.23	9.60
利润总额(亿元)	1.83	2.06	2.62
EBITDA(亿元)	1.88	2.35	3.95
经营性净现金流(亿元)	-7.98	-10.19	-19.95
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	0.09	0.09	25.76
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.11
现金收入比(%)	24.49	16.85	26.43
营业利润率(%)	12.51	11.25	9.79
总资本收益率(%)	2.28	1.58	1.54
净资产收益率(%)	2.93	2.07	2.42
长期债务资本化比率(%)	19.68	28.88	39.22
全部债务资本化比率(%)	23.55	29.99	40.77
资产负债率(%)	40.06	38.10	45.76
流动比率(%)	381.36	607.60	792.92
速动比率(%)	86.27	226.20	295.09
经营现金流动负债比(%)	-34.14	-56.60	-113.29
EBITDA 利息倍数	2.97	1.67	2.54
全部债务/EBITDA(倍)	9.26	16.87	17.83

注：已将长期应付款调整至长期债务核算，并对全部债务做相应调整。

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-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。