

信用等级公告

联合[2017]1336 号

老河口市建设投资经营有限公司：

联合信用评级有限公司通过对老河口市建设投资经营有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年公司债券进行了主动评级，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_{pi}，评级展望为“稳定”

老河口市建设投资经营有限公司拟发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年八月十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

老河口市建设投资经营有限公司

2017年公司债券主动评级报告

本次债券信用等级: AA_{pi}

公司主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 10.40 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息, 存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

评级时间: 2017 年 8 月 11 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
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
长期债务 (亿元)	2.01	13.83	37.54
全部债务 (亿元)	3.11	17.39	39.59
营业收入 (亿元)	7.04	6.28	7.23
净利润 (亿元)	1.58	1.66	1.91
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 (%)	4.40	3.48	2.57
资产负债率 (%)	34.29	40.06	38.10
全部债务资本化比率 (%)	7.41	23.55	29.99
流动比率 (倍)	3.17	3.81	6.08
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.58	0.11	0.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.32	2.97	1.67
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.17	0.18	0.23

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异; 3、已将长期应付款中有息债务调整至长期债务核算。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对老河口市建设投资经营有限公司 (以下简称“公司”或“老河口建投”) 的评级反映了其作为老河口市最主要的基础设施建设主体, 在政府支持方面具有显著优势, 专营性优势明显。近年来, 老河口市经济实力稳步上升, 公司资产及所有者权益规模快速增长, 代建业务发展平稳。同时, 联合评级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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险很低。

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. 本次债券发行规模较大，对现有债务具有较大的影响。

分析师

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由老河口市建设投资经营有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对老河口市建设投资经营有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

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 500.00 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 月及 2012 年 4 月追加认缴 3,000.00 万元和 3,000.00 万元投资额；2012 年 10 月，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，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，持股比例为 67.52%；老河口市农村财政管理局出资 3.00 万元，持股比例为 0.01%；老河口市会计局出资 2.00 万元，持股比例为 0.01%；农发基金出资 9,500.00 万元，持股比例为 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。

公司经营范围：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。其主要职能有四项：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。截至 2016 年底，公司纳入合并范围子公司共 4 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 149.29 亿元，负债合计 56.88 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）92.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 80.56 亿元。2016 年，公司实现营业收入 7.23 亿元，净利润（含少数股东损益）1.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额-10.19 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.23 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、本次债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行 2017 年老河口市建设投资经营有限公司公司债券（以下简称“本次债券”），债券期限为 7 年，采用提前摊还本金方式，自债券发行后第 3 个计息年度起，每年按照债券发行总额的 20%偿还债券本金。本次债券采用固定利率，按年付息。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金总额为 10.40 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。

表 1 募投项目资金用途概况（单位：亿元、%）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	拟使用资金占总投资比例
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	17.27	10.40	60.22
合计	17.27	10.40	60.22

资料来源：公司提供

（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 1,130 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：

新建 286 间标准厂房，建筑面积 33,000m²，占地面积约 730 亩；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；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

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）；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）；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）；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）；2016 年 11 月 24 日，老河口市发展和改革委员会《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）；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 172,650.81 万元。其中建设投资为 164,850.81 万元，包括工程费用 122,054.64 万元，其他费用 30,585 万元（含土地取得成本 23,730 万元），预备费 12,211.17 万元。拟使用本次债券 104,000.00 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

本次募投项目是老河口市国民经济和社会发展的主要内容，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、行业分析

1. 行业概况

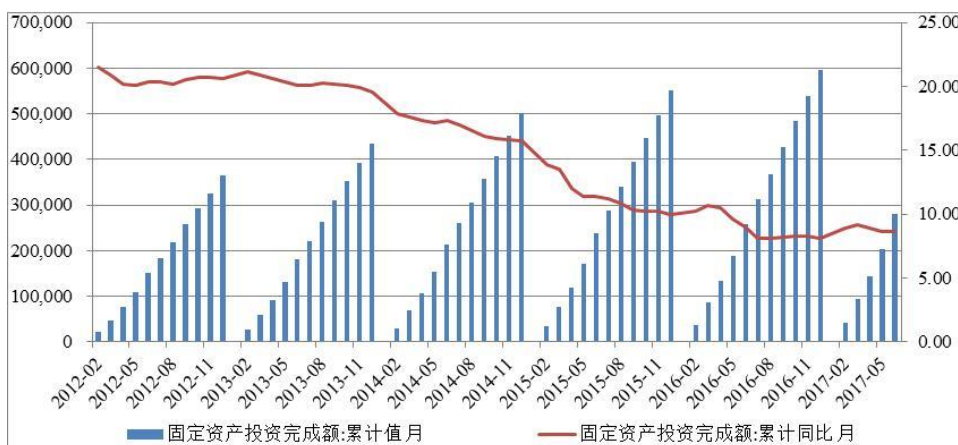
城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国目前基础设施还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2015 年，全国固定资产投资完成额 55.16 万亿元，较上年增长 10.00%，较上年下降 5.70 个百分点，增速有所放缓。2015 年，全国新增固定资产投资完成额 38.62 万亿元，较上年增长 15.90%，较上年增速大幅下降 9.50 个百分点。

2016 年，宏观经济形势不容乐观，为有效应对经济放缓压力，各省、区、市的政府工作报告均提出积极发力基建投资。全年国家大力推进固定资产投资，财政政策力度加大，专项建设基金投放、地方债务置换与新增规模显著增加，PPP 项目加速推进，固定资产投资保持良好发展态势。2016 年，全国固定资产投资（不含农户）合计 59.65 万亿元，较上年名义增长 8.1%（扣除价格因素实际增长 8.8%），增速较 1~11 月份回落 0.2 个百分点。分产业看，第一产业投资 1.88 万亿元，较上年增长 21.1%；第二产业投资 23.18 万亿元，较上年增长 3.5%；第三产业投资 34.58 万亿元，较上年增长 10.9%。总体看，固定资产投资保持较快增长，但增速明显下滑。2017 年上半年，中国宏观经济稳中向好态势趋于明显，全国固定资产投资（不含农户）28.06 万亿元，较上年同期增长 8.6%，增速比一季度回落 0.6 个百分点，分产业看，第一、二、三产业分别较上年同期增长 16.5%、4.0%和 11.3%，仍保持较快增长态势。

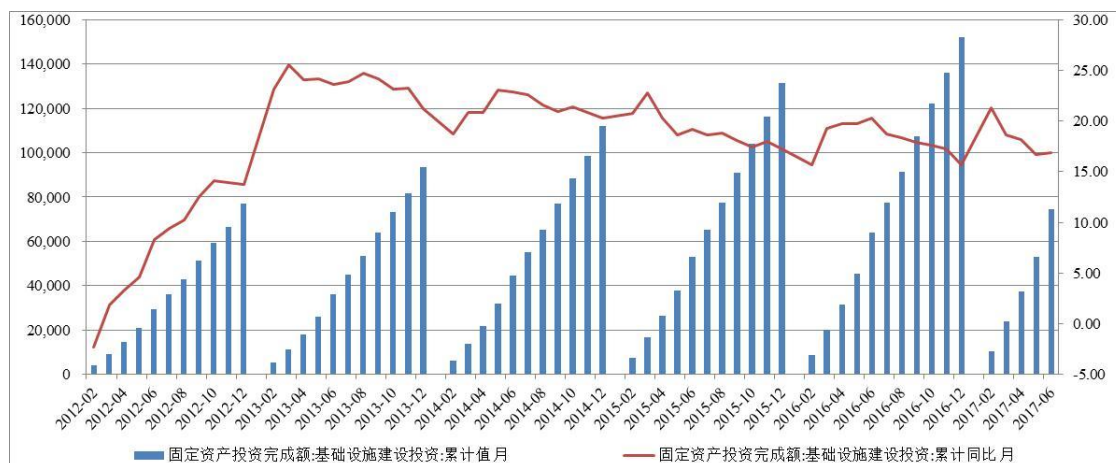
图 1 2012~2017 年 6 月全国固定资产投资完成额（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2015 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 13.13 万亿元，较上年累计增长了 17.29%，增速较上年下降 1.18 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。2016 年，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）合计 11.89 万亿元，较上年增长 17.4%，增速比前 11 个月份回落 1.5 个百分点。其中，水利管理业投资增长 20.4%，增速提高 0.2 个百分点；公共设施管理业投资增长 22.9%，增速回落 0.6 个百分点；道路运输业投资增长 15.1%，增速回落 1.8 个百分点。2017 年上半年，全国基础设施投资 59,422 亿元，较上年同期增长 21.1%，较 1~5 月份加快 0.2 个百分点，较上年同期加快 0.2 个百分点，行业发展仍为良好。

图 2 2012~2017 年 6 月我国基础设施建设投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2016 年的 57.35%，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。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公用事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

2. 行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

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月末，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：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；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；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。

2016年8月，发改委发布了《国家发展改革委关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》（发改投资[2016]1744号）（以下简称“《通知》”），《通知》提出PPP项目政府主管部门职责分工已经明确，并针对PPP项目社会资本参与度不高问题提出了建立合理回报机制和构建多元退出机制等政策部署，推进对政府支持、价格改革、合理回报机制、退出机制等途径的探索，多重举措有利于增强PPP项目对社会资本的吸引力。

2017年3月，财政部发布《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（财预〔2017〕35号）（以下简称“35号文”），35号文首次披露地方政府债务新增限额分配的测算公式，要求各级地方政府依据自身财力状况、债务风险、重大项目支出、地方融资需求等情况分别测算新增一般债务限额及新增专项债务限额，并明确规定了各地方政府新增限额的管理权限和程序。35号文是对《新预算法》、43号文等政策性文件进行细化和延伸，是新增债务的测算更有依据、更加清晰，同时体现正向激励原则，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排，反之则少安排或不安排。

2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、人民银行、银监会、证监会六部委发布《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）（以下简称“50号文”），该文要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，督促相关部门、市县加强与社会资本方的平等协商，依法完善合同条款，分类妥善处置，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。上述工作应当于2017年7月31日前清理整改到位。50号文提出，进一步健全

信息披露机制，融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。

2017 年 5 月，财政部、国土资源部联合下发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕62 号）（以下简称“62 号文”），62 号文对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定。62 号文通过专项债券使土地储备资产与债务相对应，有利于提高地方政府债务的透明度、遏制地方政府及平台公司利用土地储备资产变相违规融资、进一步规范各地方政府土地储备和债务管理。

2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）（以下简称“87 号文”），87 号文要求政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开等。87 号文明确禁止地方政府以政府购买服务变相融资，总体实现了对大部分违法违规融资行为的政策全覆盖，但对政府购买服务界限的划定与原有政策存在一定冲突，相关细则有待进一步明确化。

2017 年 7 月，2017 年全国金融工作会议成功召开，金融工作会议的核心基调就是“防风险、降杠杆、促改革”，通过让金融回归本源，服务实体经济，来降低金融领域的系统性风险。会议明确将金融定位为国家重要的核心竞争力，要服从服务经济社会发展的本源，会议设立国务院金融稳定发展委员会，加强金融监管协调、补齐监管短板，地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任，健全风险监测预警和早期干预机制。这些政策，对市场已经产生一定影响，未来还将对市场产生更加深远的影响。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展，在全球经济复苏乏力以及我国经济下行压力增大的背景下，未来基础设施建设将成为拉动我国经济发展的重要动力，在监管政策频出情况，行业将向规范化、有序化发展，行业前景良好。

3. 行业关注

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方城投企业通常高负债运营，并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

4. 行业发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2016 年底，中国城镇化率达到 57.35%，较上年提高 1.25 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐渐缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣；加快完善城乡发展一体化体制机制，着

力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系、城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及中国经济增长的动力。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务压力，解决资金问题，也可以提高运营效率。

行业监管趋于规范化、透明化，投融资平台将向市场化运作渐成趋势

行业监管政策频出，规范地方政府举债融资由防范金融风险逐渐转为防范地方财政风险，且 50 号文是财政部、发改委、司法部、人民银行、银监会、证监会六部门联合发布，目标和方向一致，同时要求“跨部门联合监测和防控机制”，这就意味着对地方政府的举债融资行为已经由原来的单兵作战进入了“协同监管”的模式。地方政府不能出现承诺函，但允许地方政府结合财力可能设立或参股担保公司，构建市场化运作的融资担保体系。这是将担保行为推向市场化操作，明确市场化担保人和被担保人的法律责任，地方隐性担保显性化、市场化。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式转变，且在监管政策频出的情况下，未来投融资平台融资将朝向规范化、透明化发展，而其自身将朝向市场化增加造血能力方向发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，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。

总体看，公司作为老河口市最主要的投融资平台，具有较强的经营优势和经营实力。

2. 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，监事会成员 5 人，高管 5 人，其中总经理 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，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。

3. 政府支持

公司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。

(1) 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 1,157.23 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，待以上述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 2,000 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利投公司的通知》（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”。

(2) 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。

(3) 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性收入。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。

（4）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。

（5）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，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。

4. 区域经济

公司作为老河口市重要的基础设施建设投融资主体，目前公司核心业务涉及城市基础设施代建、土地整理等领域。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受老河口市经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

（1）区域经济发展

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，较上年增长 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 66,304 元，较上年增长 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。

（2）地方政府财力及债务

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，较上年下降 1.29%；政府性基金收入 3.03 亿元，较上年下降 24.63%；上级补助收入 24.67 亿元，较上年增长 10.43%。2016 年，老河口市地方可控财力为 55.93 亿元，较上年增长 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%。

整体看，近年老河口市地方综合财力持续增强，但综合财力对上级补助收入的依赖较大，财政收入稳定性一般。

表2 老河口市2014~2016年地方可支配收入（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算收入	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

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3 截至2016年底老河口市地方政府债务余额表（单位：亿元）

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	20.65	（一）地方一般预算本级收入	28.23
1、外国政府贷款		1、税收收入	17.70
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	10.53
世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	24.67
亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	16.65
国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	5.79
其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	2.23
3、国债转贷资金		（三）国有土地使用权出让收入	3.02
4、农业综合开发借款	0.11	1、国有土地使用权出让金	3.17
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	0.04
6、国内金融机构借款	1.20	3、农业土地开发资金	0.02
政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	-0.21
由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	1.20	（四）预算外财政专户收入	0.00
7、债券融资	17.86		
中央代发地方政府债券(含省直接发行)	17.86		
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	1.07		
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	0.41		
（二）担保债务余额（二类+三类）	0.14		
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			

世界银行贷款			
亚洲开发银行贷款			
国际农业发展基金会贷款			
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	0.14		
(三) 救助债务余额	0.78		
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+(三)×20%	20.88	地方综合财力	55.93
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

总体看，老河口市经济发展势头良好，地方政府债务负担较轻，地方财政可支配收入的增长为老河口市基础设施建设提供了保障。

五、管理分析

1. 公司治理

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。

总体看，公司治理结构清晰，组织机构的设置可以满足经营与管理需要。

2. 管理体制

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。

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，原则上除为全资公告子公司外，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。

总体看，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。

六、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。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，较上年增长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，较上年下降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，较上年上升9.59%，主要系公司受基础设施建设项目进度影响，结转收入较多所致。

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利润空间下降，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4 2014~2016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	18,163.20	25.90	9.09	1,290.35	2.07	9.09	652.30	0.97	6.36
基础设施建设工程	51,965.77	74.10	12.93	61,069.02	97.93	13.03	66,924.56	99.03	10.23
合计	70,128.97	100.00	11.94	62,359.37	100.00	12.95	67,576.86	100.00	10.20

资料来源：公司审计报告

总体看，受公司土地整理开发业务收入快速下降影响，主营业务收入波动下降；2016年，受营改增政策的影响，公司主营业务盈利能力出现下滑。

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，借记“存货-工程施工”，贷记“银行存款”；确认收入时，借记“主营业务成本”、“存货-工程施工-合同毛利”，贷记“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 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	1,560.00	13,709.00	1,189.00	123.20
2015 年	905.00	15,650.00	452.00	121.50
2016 年	505.00	610.79	--	--
合计	2,970.00	29,969.79	1,641.00	--

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司分别完成土地整理面积 1,560.00 亩、905.00 亩和 505.00 亩。其中，2014~2015 年，分别完成出让面积 1,189.00 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 6 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	17,000.00	14,104.13	15,514.54
环一路南土地置换项目	8,000.00	6,798.00	7,477.80
变压器地块改造项目	12,000.00	2,776.21	3,053.83
伊川铸钢项目	1,200.00	706.75	777.43
征地及安置补偿支出项目	3,600.00	665.14	731.66
合计	41,800.00	25,050.23	27,555.26

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。

总体看，随着公司土地整理项目的减少，公司土地土地整理业务收入逐年下降，回款效率较低。

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 7 回购款项金额安排（单位：万元）

年度	2012 年	2013	2014	2015
回购金额	3,344.00	3,132.20	24,081.60	30,536.60
已到款金额	2,672.00	2,522.00	16,892.00	23,415.00
年度	2016	2017	2018	
回购金额	20,042.00	23,132.70	6,009.52	
已到款金额	5,500.00	--	--	

资料来源：公司提供，联合评级整理

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 8 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	19,000.00	24,642.96
市政建设工程项目	16,500.00	17,168.83

城南一中新校区建设项目	17,000.00	16,782.45
仙人渡仙鹤社区还建房项目	19,500.00	16,697.64
水西门旧城改造项目	18,500.00	16,167.03
安置小区	56,100.00	54,400.00
供水改建工程	36,600.00	25,700.00
污水处理厂	69,500.00	41,500.00
合计	252,700.00	213,058.91

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。

总体看，公司基础设施建设业务收入逐年增长，基础设施建设业务将继续成为公司重要的业务板块之一。

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 3,260 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，公司尚未确认该板块业务收入。

总体看，公司砂石开采权拍卖业务尚处于前期开发阶段，砂石开采权投入使用将为公司营业收入带来新的增长点。

5. 拟建项目

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 9 截至 2016 年底公司主要拟建基础设施建设项目情况（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

总体看，公司未来计划投资规模较大，未来融资需求显著。

6. 经营效率

从经营效率指标看，2014~2016 年，公司存货波动增长，公司存货周转次数呈波动下降态势，分别为 0.15 次、0.09 次和 0.09 次；近三年，公司总资产周转次数逐年下降，分别为 0.14 次、0.08 次和 0.06 次。

整体看，公司经营效率一般。

7. 经营关注

（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）公司未来投资项目资金需求量较大，存在一定的外部融资压力。

七、财务分析

1. 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，公司合并资产总额 149.29 亿元，负债合计 56.88 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）92.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 80.56 亿元。2016 年，公司实现营业收入 7.23 亿元，净利润（含少数股东损益）1.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额-10.19 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.23 亿元。

2. 资产质量

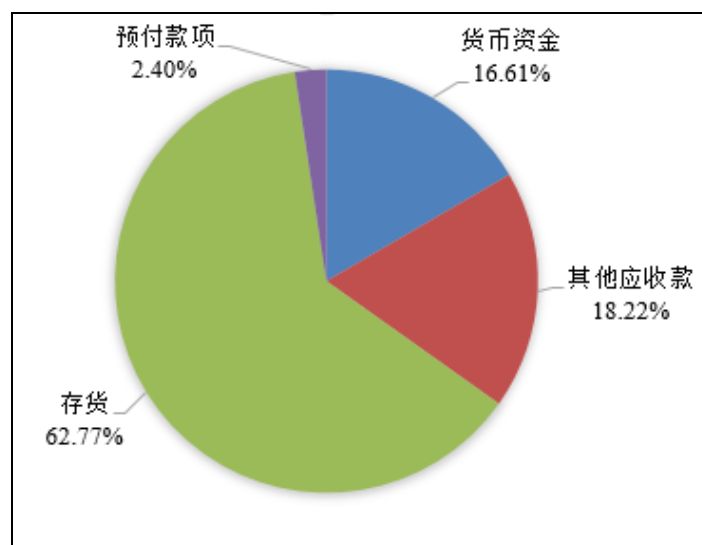
2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 58.91%。截至 2016 年底，公司资产总额 149.29 亿元，较上年增长 58.53%，其中流动资产占 73.27%，非流动资产占 26.73%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

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，较上年上升 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 3 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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，较年初增长 242.35%，主要由银行存款（占 85.52%）及其他货币资金（占 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 83.89%，2016 年底为 2.62 亿元，较年初底增加 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，较年初增长 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政府部门往来款，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，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。

表 10 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	29,357.90	14.55
老河口海信隆投资有限公司	26,167.76	12.97
老河口市融通交通投资有限责任公司	21,583.83	10.70
湖北汉襄星建设投资有限公司	17,650.09	8.75
老河口市财政局	12,871.74	6.38
合计	107,631.32	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，较年初基本持平；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

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，较年初增加 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 82.23%）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，较年初增长 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。

总体看，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。

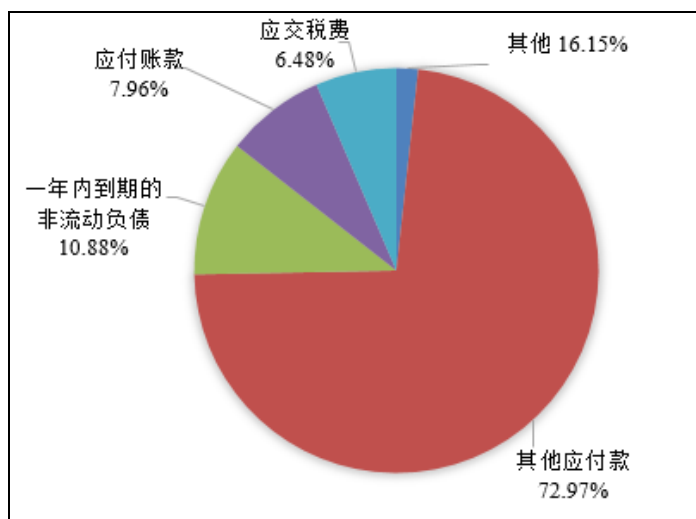
3. 负债及所有者权益

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，较年初增长 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，公司流动负债波动减少。截至 2016 年底，公司流动负债合计 18.00 亿元，较年初下降 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。

图 4 截至 2016 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 11.15%。截至 2016 年底，公司应付账款 1.43 亿元，较年初增长 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，较年初下降 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，较年初下降 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，较年初底增长 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 67.84%）、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，公司长期借款快速增长，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，较年初增加 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，较年初变化不大，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，较年初下降 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，较年初增长 156.83%，主要为保障性安居工程的专项资金。

2014~2016 年，受公司融资规模扩大的影响，公司全部债务快速增长。截至 2016 年底，公司全部债务为 39.59 亿元，较年初增长 127.69%，主要来自长期借款的增加；其中，短期债务占 5.19%，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、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率增长较快，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。

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，较年初增长 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：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；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；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；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，较年初增加 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 1,000.00 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，公司母公司所有者权益中实收资本占 3.63%、资本公积占 84.87%、盈余公积占 1.15%、未分配利润占 10.35%。

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，权益结构稳定性较强。

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，较上年增长 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 0.12 亿元、0.12 亿元和 0.27 亿元；费用收入比分别为 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，公司总资本收益率和净资产收益率持续下滑，2016 年分别为 2.03%和 2.57%，较 2015 年分别下滑 0.88 个百分点和 0.91 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。

总体看，公司营业收入波动增长，基础设施建设工程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 19.73%，2016 年为 16.24 亿元，较上年下降 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，公司经营活动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。

总体看，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，其中流动比率分别为 3.17 倍、3.81 倍和 6.08 倍；速动比率分别为 0.62 倍、0.86 倍和 2.26 倍。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；EBITDA 全部债务比分别为 0.58 倍、0.11 倍和 0.06 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拓宽。

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 13。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，公司代偿风险较低。

表 11 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	3,000.00	2016/11~2017/11
湖北陆盛环保工程有限公司	借款	2,800.00	2016/11~2017/11
中国教育工会老河口市第一中学委员会	借款	16,000.00	2014/07~2021/02
		10,690.00	2013/02~2021/02
老河口市国土资源储备供应中心	借款	10,000.00	2013/12~2018/11
		1,959.20	2014/12~2019/12
		13,000.00	2014/12~2019/12
襄阳市真龙房地产开发有限公司	借款	3,520.00	2015/07~2017/07
		1,760.00	2015/07~2017/07
老河口市公路建设有限责任公司	借款	10,000.00	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	1,600.00	2014/10~2017/10
湖北奥星粮油工业有限公司	借款	3,000.00	2014/10~2017/10
		5,000.00	2014/06~2017/06
合计	--	83,128.50	--

资料来源：公司审计报告

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。

总体看，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、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券拟发行额度为 10.40 亿元，分别占 2016 年底公司全部债务和调整后长期债务的 26.27%和 27.70%，本次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，预计本次债券发行后，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. 本次债券偿债能力分析

2014~2016年，公司EBITDA分别为1.80亿元、1.88亿元和2.35亿元，分别为本次债券拟发行额度的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，分别为本次债券拟发行额度的1.09倍、1.84倍和1.56倍。

假设本次债券于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对本次债券的保障程度弱，经营活动现金流入量对本次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。考虑到本次债券分期偿还设置，有助于分散集中偿付的风险。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本次债券募集资金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》”），本次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。

（1）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2,900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，本次债券存续期间合计拟产生72,500.00万元销售收入。

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10,400.00万元集中供热收入。

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85,000.00万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 12 本次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	10,000.00	33,200.00	50,120.00	41,420.00	21,120.00	26,120.00	31,120.00	21,3100.00
营业收入	0.00	23,200.00	40,120.00	31,420.00	11,120.00	11,120.00	11,120.00	12,8100.00
补贴收入	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	15,000.00	20,000.00	8,5000.00

现金流出	86,800.80	87,590.00	3,009.00	2,356.50	834.00	834.00	834.00	18,2258.30
建设投资	84,850.80	80,000.00	--	--	--	--	--	16,4850.80
建设期利息	1,950.00	5,850.00	--	--	--	--	--	7,800.00
经营成本	--	464.00	802.40	628.40	222.40	222.40	222.40	2,562.00
增值税及附加	--	1,276.00	2,206.60	1,728.10	611.60	611.60	611.60	7,045.50
所得税前净现金流量	-76,800.80	-54,390.00	47,111.00	39,063.50	20,286.00	25,286.00	30,286.00	30,841.70
调整所得税	--	5,365.00	6,354.80	4,667.90	379.80	786.00	1,192.30	18,745.80
所得税后净现金流量	-76,800.80	-59,755.00	40,756.30	34,395.60	19,906.30	24,500.00	29,093.80	12,096.20

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

本次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13 项目预测现金流对本次债券本金覆盖情况（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：联合评级整理

注：1.假设本次债券于2017年成功发行，则2018为本次债券的第一个计息年；2.本次债券发行利率以8.00%测算；3.现金流入量、现金流量净额数据取自表13。

（2）本次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，本次债券存续期间（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，对本次债券本息（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次债券本息的偿还。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。

（3）本次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，本次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次债券本金的覆盖倍数介于0.82倍~6.02倍之间，现金流量净额对本次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次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，本次债券募投项目的收益与本次债券本金的支付存在一定不匹配性。

九、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次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) 债权代理人应在本次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次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主管部门依法要求之外，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，债权代理人应该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》，在本次债券存续期内，当公司对本次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次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次债券偿债资金监管银行，并与其签署了《偿债账户监管

协议》，约定公司应于本次债券发行完毕后 5 个工作日内在监管银行开立偿债账户，用于归集偿付本次债券本息的资金。该账户内资金仅能划付至本次债券的债券托管机构指定的银行账户。本次债券存续期内，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，保护本次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次债券募集资金账户，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次债券本息的按时兑付，对本次债券的使用和偿付的安全性进一步起到了保障作用。

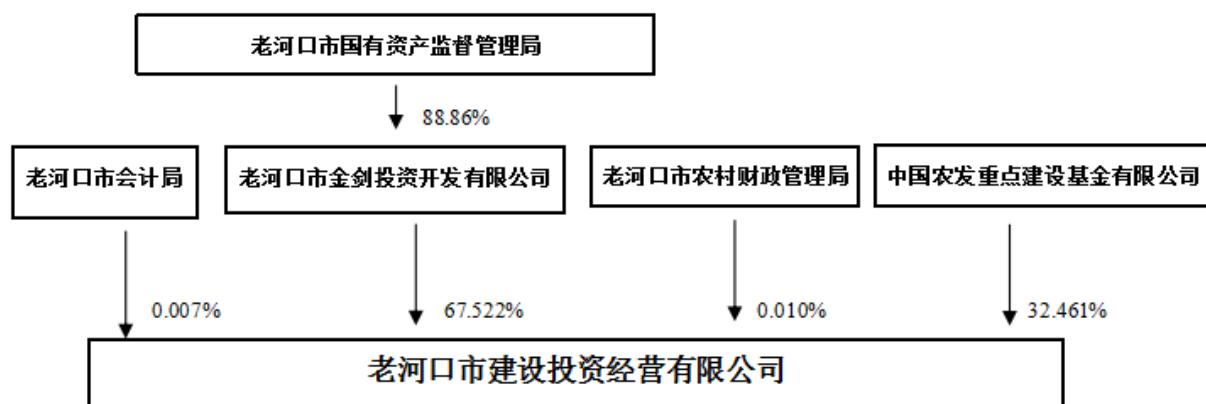
十、综合评价

公司作为老河口市最主要的基础设施建设主体，在政府支持方面具有显著优势，专营性优势明显。近年来，老河口市经济实力稳步上升，公司资产及所有者权益规模快速增长，代建业务发展平稳。同时，联合评级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。

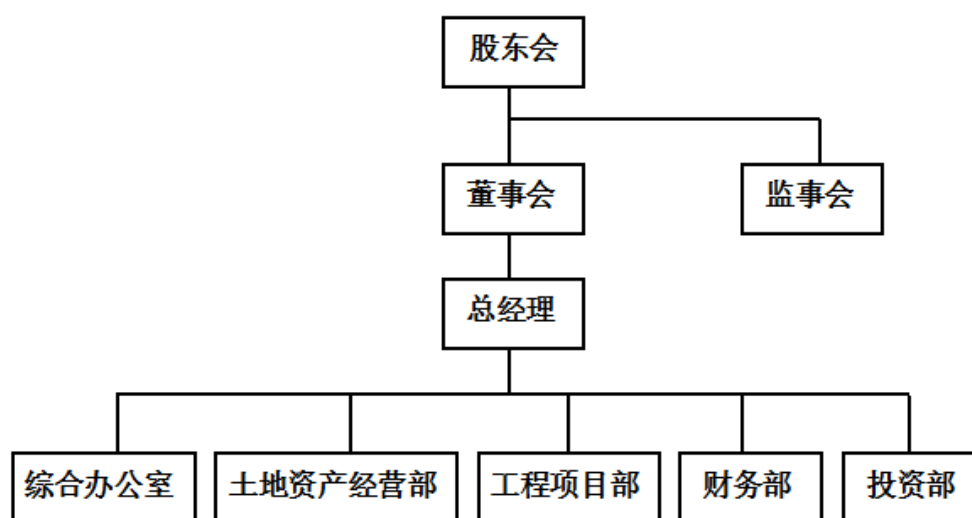
随着公司基础设施代建业务逐步进入回购期，公司未来收入和利润水平有望得到进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

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 公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
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	13.83	37.54
全部债务（亿元）	3.11	17.39	39.59
营业收入（亿元）	7.04	6.28	7.23
净利润（亿元）	1.58	1.66	1.91
EBITDA（亿元）	1.80	1.88	2.35
经营性净现金流（亿元）	-6.05	-7.98	-10.19
应收账款周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	0.15	0.09	0.09
总资产周转次数（次）	0.14	0.08	0.06
现金收入比率（%）	21.31	24.49	16.85
总资本收益率（%）	4.40	2.91	2.03
总资产报酬率（%）	3.45	2.42	1.83
净资产收益率（%）	4.40	3.48	2.57
营业利润率（%）	11.35	12.51	11.25
费用收入比（%）	1.63	1.97	3.79
资产负债率（%）	34.29	40.06	38.10
全部债务资本化比率（%）	7.41	23.55	29.99
长期债务资本化比率（%）	4.92	19.68	28.88
EBITDA 利息倍数（倍）	12.32	2.97	1.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.58	0.11	0.06
流动比率（倍）	3.17	3.81	6.08
速动比率（倍）	0.62	0.86	2.26
现金短期债务比（倍）	1.83	1.49	8.85
经营现金流动负债比率（%）	-33.13	-34.14	-56.60
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.17	0.18	0.23

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、已将长期应付款中有息债务调整至长期债务核算。

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券
 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。