

信用等级公告

联合〔2019〕1548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”和“17老河口/17老河口债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十日



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	6.40亿元	2022/08/12	AA	AA
17老河口/17老河口债	10.40亿元	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：2019年6月20日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年
现金类资产(亿元)	18.17	24.22	6.67
资产总额(亿元)	149.29	188.50	193.59
所有者权益(亿元)	92.41	102.24	105.21
短期债务(亿元)	2.05	4.42	2.84
长期债务(亿元)	37.54	65.96	70.15
全部债务(亿元)	39.59	70.39	72.99
营业收入(亿元)	7.23	9.60	10.87
利润总额(亿元)	2.06	2.62	2.64
EBITDA(亿元)	2.35	3.95	3.85
经营性净现金流(亿元)	-10.19	-19.95	-15.65
营业利润率(%)	11.25	9.79	9.01
净资产收益率(%)	2.07	2.42	2.36
资产负债率(%)	38.10	45.76	45.65
全部债务资本化比率(%)	29.99	40.77	40.96
流动比率(%)	607.60	792.92	926.11
全部债务/EBITDA(倍)	16.87	17.83	18.97
EBITDA利息倍数(倍)	1.67	2.55	0.92
经营现金流流动负债比(%)	-56.60	-113.29	-99.79

注：已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算，并对全部债务做相应调整

分析师：张建飞 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：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和土地整理开发主体，业务专营性优势明显。跟踪期内，老河口市经济平稳发展，公司在资金及资产注入、政府补助等方面得到老河口市政府的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司盈利能力较弱、往来款形成资金占用、收入回款质量差、经营活动现金流持续为负等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“15老河口债”以公司自有部分土地资产作为抵押担保，一定程度上保障了债券本息的安全偿付；此外，“15老河口债”及“17老河口/17老河口债”（以下简称“存续债券”）设置的分期偿付条款有效降低了公司集中兑付的风险。跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续债券分期偿还规模的保障能力良好。

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

综合评估，联合资信确定维持公司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”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

- 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，公司业务开展外部环境良好。
- 公司作为老河口市主要的城市基础设施投资建设和土地整理主体，跟踪期内得到了政府在资金及资产注入、财政补贴等方面持续有力的支持。

关注

- 跟踪期内，老河口市一般预算收入进一步下

- 滑。
2. 公司资产中存货及其他应收款占比较高，部分土地已用于抵押，往来款对公司资金形成一定占用。
 3. 公司整体盈利能力弱，利润总额受财政补贴影响大。
 4. 跟踪期内，公司收入回款质量差，经营活动现金流持续为负。
 5. 公司间接融资渠道亟待拓宽。

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（以下简称“联合资信”）关于老河口市建设投资经营有限公司（以下简称“公司”）及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，公司股权结构及实际控制人未发生变化。截至2018年底，公司注册及实收资本均为2.93亿元；股东分别为老河口市金剑投资开发有限公司（以下简称“金剑投资”，持股67.54%）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。

截至2018年底，公司本部内设综合办公室、党委办公室、工程部、财政部、资产部及投融资部6个部门（见附件1-2）；拥有纳入合并范围的子公司10家（见附件1-3）。

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

项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至2018年底，公司资产总额193.59亿元，所有者权益105.21亿元（其中少数股东权益16.46亿元）。2018年，公司实现营业收入10.87亿元，利润总额2.64亿元。

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，由联合资信所评的公司存续债包括“15老河口债”及“17老河口/17老河口债”，债券余额合计16.80亿元。存续债券期限均为7年，均设置提前偿还本金条款，在债券存续期第3至7个计息年度末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。跟踪期内公司已按时支付存续债券当期利息，并偿还“15老河口债”本金1.60亿元。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	起息日	发行利率
15老河口债	6.40	2015/08/12	6.75
17老河口/17老河口债	10.40	2017/08/16	6.49

资料来源：联合资信整理

“15老河口债”募集资金全部用于老河口市卢营安置小区建设项目、老河口市南部新城供水系统及城区供水管网新建和改造工程以及老河口市污水处理厂及配套附属设施建设工程项目。截至2018年底，“15老河口债”募集资金已全部使用完毕，募投项目已完工。

“17老河口/17老河口债”募集资金全部用于老河口市生物医药科技产业园标准化厂房及配套基础设施建设项目。截至跟踪评级报告出具日，“17老河口/17老河口债”募集资金余额约0.02亿元；募投项目已完工。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长

6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，

增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增

长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将进一步放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，具有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快

速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量

隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。

同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业展望

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城

市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

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；全市版土面积 1032 平方公里，其中建成区面积 27 平方公里。

根据老河口市政府网站披露的《2018 年老河口市经济运行情况简析》《2018 年 1—12 月老河口市主要经济指标》，2018 年，老河口市实现生产总值 364.9 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.6%。

工业生产企稳回升，2018 年，老河口市规模以上工业增加值全年增速达到 8.2%；规模以上工业企业实现总产值 597.9 亿元，同比增长 12.9%。分行业看，机械汽车工业完成产值 152.0 亿元，同比增长 12.0%；纺织工业完成产值 91.7 亿元，同比增长 8.2%；化工工业完成产值 59.9 亿元，同比增长 21.0%；食品工业完成 177.2 亿元，同比增长 17.7%。

固定资产投资增势平稳。2018 年，老河口市固定资产投资同比增长 11.4%。第一产业投资同比增长 34.8%；第二产业全部为工业投资，同比增长 14.5%，其中工业技改投资同比增长 36.2%；第三产业投资同比增长 7.3%。

消费市场运行平稳。2018 年，老河口市实现社会消费品零售总额 140.1 亿元，同比增长 11.9%。其中，城镇实现社会消费品零售额 115.3 亿元，同比增长 12%；乡村实现社会消费品零售额 24.8 亿元，同比增长 11.6%。

居民收入稳步增长。2018 年，老河口市城镇居民常住居民人均可支配收入 34179 元，比 2017 年增加 2643 元，同比增长 8.4%；农村常住居民人均可支配收入 18711 元，比 2017 年增加 1515 元，同比增长 8.8%。

根据《关于老河口市 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年，老河口市地方公共财政预算收入完成 20.00 亿元，可比增长 6.18%，但同比下降 21.26%，主

要系非税收入下降所致；其中税收收入 14.9 亿元，同比下降 8.02%，主要受营改增以及对中小微企业减降税政策影响；税收收入占地方公共财政预算收入比重为 74.5%。2018 年老河口市获得转移支付补助 19.40 亿元；当期国有土地使用权出让收入 3.94 亿元，同比增长 101.02%。2018 年底，老河口市政府债务余额 28.54 亿元，其中一般债务 16.47 亿元，专项债务 12.07 亿元。

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，但一般预算收入同比进一步下滑。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司作为老河口市主要的城市基础设施和土地整理开发主体，跟踪期内，在资金及资产注入、财政补贴等方面继续得到政府支持。

2018 年，根据河政函〔2018〕17 号文件，老河口市政府增加公司资本金 0.33 亿元；根据河国资函〔2018〕22 号、河国资函〔2018〕3 号文件，老河口国资局将古城水厂、孟川水利建安综合资产等划转至公司子公司；上述增资及资产划拨合计增加公司“资本公积”0.44 亿元。

2018 年，公司共获得政府补助 2.86 亿元，计入“其他收益”。

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 2019 年 6 月 14 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、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，收入主要来自土地整理收入和基础设施建设收入。2018年，公司实现营业收入10.87亿元，同比增长13.15%；其中主营业务收入10.57亿元，占97.24%。主营业务收入中土地整理开发业务收入为0.71亿元，同比大幅

增长，主要系公司土地整理业务投入较往年大幅增加所致；基础设施建设工程业务收入为9.84亿元，同比增长4.79%。2018年公司新增物业管理费收入206.52万元，在主营业务收入中占比为0.20%，规模较小。

从毛利率来看，2018年，公司基础设施建设业务及土地整理开发业务毛利率分别为11.00%和6.36%，同比保持稳定；新增的物业费毛利率为6.37%；公司主营业务综合毛利率为10.68%，同比下降0.05个百分点。

表3 2017—2018年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理开发	848.80	0.90	6.36	7127.54	6.74	6.36
基础设施建设	93878.59	99.10	10.77	98354.26	93.06	11.00
物业费	--	--	--	206.52	0.20	6.37
合计	94727.39	100.00	10.73	105688.32	100.00	10.68

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

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

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

土地整理开发结算价款由项目开发成本和开发收益两部分构成，项目开发成本包括前期费用（指勘测、设计费用）、工程费用（监理、报建、工程保险等与工程前期工作相关费用和全部工程建安费用）、各项税费和财务费用；项目开发收益以该项目实际发生开发成本的10%（光明社区李家沟以南地块为15%）计算。公司根据项目的完工进度确认工程收入和成本，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。

2018年公司土地整理支出6673.97万元，确认投资收益667.40万元，扣除相关税费后，确认土地整理收入7127.54万元，当年实际到账2039.40万元。

城市基础设施建设

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4 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	--	13670.00	

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。

截至2018年底，签订BT协议的5个项目的计划回购款总额为11.03亿元，已累计收到回款6.47亿元。

2018年，公司确认基础设施建设收入9.84亿元，同比增长4.79%，当年实际到账2.56亿元，回款质量较差。

2018年底，根据老河口市政府规划以及公司自身需要，公司拟定了2019年项目建设计划，总投资22.65亿元，2019年计划投资10.42亿元；其中基础设施项目计划投资15.12亿元，2019年计划投资5.42亿元。除城市基础设施项目外，公司根据自身发展需要，开展了部分自营性项目建设，主要包括标准厂房、产业园、商业地产、停车场等，计划投资12.94亿元，2019年计划投资5.00亿元，未来建成后通过市场化运营形成经营性收入，但易受实际运营情况影响，存在一定不确定性。

总体看，公司规划建设项目较多，未来存在一定资本支出压力；自营性项目建设有望为公司未来带来部分经营性收入。

表5 公司2019年项目投资计划（单位：万元）

项目	计划投资额	2019年计划投资	建设工期
328国道（大堰）至光电产业园（张飞河）段改扩建工程（连接线）	8500.00	3000.00	2019年6月至2020年9月
北京路改造	5000.00	2000.00	2019年9月至2020年6月
汉丹东路（配套众诚聚工业园）	3000.00	2500.00	2019年3月至2020年3月
商业街改造	2000.00	2000.00	2019年4月至2019年10月

鄯阳路及周边路网改造	1400.00	1400.00	2019年5月至2019年10月
城南路网完善	3000.00	1300.00	2019年6月至2020年6月
光化办事处辖区道路改造	1130.00	1130.00	2019年3月至2019年10月
部分市政配套工程	3000.00	3000.00	2019年3月至2019年10月
城区重点路段亮化、美化及户外店招更新工程	2000.00	2000.00	2019年1月至2019年10月
大堰老垃圾场环境治理工程	2826.00	300	2018年1月至2019年12月
城区林荫化生态停车场绿化项目	675.00	675.00	2019年3月至2019年12月
地下管线补测补绘及系统更新	300.00	300.00	2019年4月至2019年10月
农村建房规范提质工程	800.00	800.00	2019年3月至2019年12月
望江楼广场景观	2700.00	1100.00	2019年5月至2020年6月
童营小学	5409.00	3000.00	2019年7月至2022年12月
供水公司配套设施及调度系统建设	300.00	300.00	2019年3月至2019年12月
供水低压区及三无小区供水改造	2300.00	2300.00	2019年3月至2019年12月
江山水厂供水设施扩建工程	2300.00	2300.00	2019年1月至2019年12月
一水厂拆迁、二水厂和三水厂改造	2950.00	2950.00	2019年1月至2019年12月
翔鹤楼	2500.00	1500.00	2019年4月至2020年6月
乡村振兴项目	40000.00	20000.00	2019年1月至2020年12月
鄯北路、李家沟地块土地整理	5000.00	300.00	2019年3月至2021年12月
原奥星公馆项目	50000.00	18000.00	2019年4月至2020年12月
蓝领（人才）公寓项目	20000.00	8000.00	2019年3月至2020年12月
城区停车场项目	8600.00	3500.00	2019年4月至2019年10月
中央厨房项目	1000.00	1000.00	2019年2月至2019年12月
菜市场建设运营	2300.00	2300.00	2019年1月至2019年11月
砂石剥碎制砂加工项目	1500.00	1200.00	2019年3月至2020年12月
园区承接厂房项目	20000.00	10000.00	2019年6月至2020年12月
通用厂房建设项目	10000.00	5000.00	2019年5月至2020年5月
光电产业园三期	16000.00	1000.00	2019年7月至2020年12月
合计	226490.00	104155.00	--

资料来源：公司提供

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2018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。

截至2018年底，公司拥有纳入合并范围的子公司10家；2018年，公司合并范围内新设子公司2家，减少子公司1家；新设及减少的子公司规模较小，对公司财务报表可比性影响不大。

截至2018年底，公司资产总额193.59亿元，所有者权益105.21亿元（其中少数股东权益16.46亿元）。2018年，公司实现营业收入10.87亿元，利润总额2.64亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额193.59亿元，同

比增长 2.70%，其中流动资产占 75.40%，占比上升 1.33 个百分点，非流动资产占 24.60%，公司资产仍以流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	139.63	74.07	145.26	75.40
货币资金	24.22	12.85	6.67	3.45
其他应收款	24.46	12.98	29.26	15.11
存货	87.67	46.51	103.56	53.49
非流动资产	48.87	25.93	48.32	24.60
无形资产	33.03	17.52	31.91	16.48
其他非流动资产	10.29	5.46	10.46	5.40
资产合计	188.50	100.00	193.59	100.00

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司流动资产 145.26 亿元，同比增长 4.03%。其中，货币资金 6.67 亿元，同比下降 72.46%，系工程款支付导致资金流出；余额主要为银行存款 6.04 亿元；其中受限资金 0.63 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。其他应收款 29.26 亿元，同比增长 19.65%，系往来款增加；前五名金额合计占比 63.67%，集中度较高；款项性质主要为应收政府部门及其控股企业往来款，回收风险较低，但由于其在流动资产中的占比较大，对公司资产流动性造成一定影响。存货 103.56 亿元，同比增长 18.13%，系项目建设投入增加；余额主要为工程施工（占 65.14%）和开发成本（占 34.86%，均为土地使用权）；公司未对存货计提跌价准备。

2018 年底，公司非流动资产 48.32 亿元，同比下降 1.11%。其中无形资产 31.91 亿元，同比下降 3.40%，主要为采砂经营权；其他非流动资产 10.46 亿元，同比增长 1.61%，主要为老河口市政府划拨的林木资产、管网设备等。

2018 年底，公司受限资产合计 21.97 亿元，主要为土地使用权、其他货币资金和管网设备等；受限资产占资产总额的比例为 11.35%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持稳定，以流动资产为主。流动资产中，存货及其

他应收款占比较高，部分土地已用于抵押，其他应收款对公司资金形成一定占用，公司整体资产流动性及质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 105.21 亿元，同比增长 2.90%。其中实收资本 2.93 亿元，同比保持稳定；资本公积 72.29 亿元，同比增长 0.61%；未分配利润 12.32 亿元，同比增长 19.11%。公司所有者权益主要由实收资本（占 2.78%）、资本公积（占 68.71%）、未分配利润（占 11.71%）和少数股东权益（占 15.64%）构成。

总体看，跟踪期内公司所有者权益规模保持稳定，其中资本公积占比较大，结构稳定性较强。

负债

2018 年底，公司负债总额 88.37 亿元，同比增长 2.46%，其中流动负债占 17.75%，同比下降 2.67 个百分点，非流动负债占 82.25%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

2018 年底，公司流动负债 15.69 亿元，同比下降 10.93%。其中其他应付款 8.72 亿元，包含应付利息 0.42 亿元，其他应付款 8.30 亿元；其他应付款同比下降 14.80%，主要系部分往来款当期支付。一年内到期的非流动负债 2.74 亿元，同比增长 50.02%，系将“15 老河口债”2019 年应分期偿还本金 1.60 亿元调入所致。

2018 年底，公司非流动负债 72.69 亿元，同比增长 5.89%。其中长期借款 53.45 亿元，同比增长 19.91%；主要包括抵押借款 20.50 亿元和质押借款 30.90 亿元。应付债券 15.10 亿元，同比下降 17.33%，系当期“15 老河口债”分期偿还本金 1.60 亿元，且将 2019 年应偿还部分调整至“一年内到期非流动负债”；余额包括“15 老河口债”4.77 亿元及“17 老河口债/17 老河口”10.34 亿元。长期应付款 4.13 亿元，其中专项应付款 2.54 亿元，同比下降 5.37%，主要

为保障性安居工程的专项资金；长期应付款 1.60 亿元，同比下降 48.70%，均为融资租赁款；本报告已将此科目调整至长期债务核算。

表 7 公司债务情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年	2018 年
短期债务	4.42	2.84
长期债务	65.96	70.15
全部债务	70.39	72.99
长期债务资本化比率	39.22	40.00
全部债务资本化比率	40.77	40.96
资产负债率	45.76	45.65

资料来源: 根据公司审计报告整理

2018 年底, 公司全部债务 72.99 亿元, 同比增长 3.70%; 其中长期债务占 96.11%, 公司债务以长期债务为主, 债务结构合理。

从债务指标来看, 2018 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率分别为 45.65%、40.96% 和 40.00%, 同比均基本保持稳定。公司整体债务负担一般。

总体看, 跟踪期内, 公司债务规模小幅上升, 债务结构合理, 整体债务负担一般。

4. 盈利能力

2018 年, 公司实现营业收入 10.87 亿元, 同比增长 13.15%, 当期公司营业成本 9.59 亿元, 同比增长 12.21%; 当期营业利润率为 9.01%, 同比下降 0.78 个百分点。

表 8 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年	2018 年
营业收入	9.60	10.87
其他收益	2.97	2.86
利润总额	2.62	2.64
营业利润率	9.79	9.01
总资本收益率	1.54	1.40
净资产收益率	2.42	2.36

资料来源: 根据公司审计报告整理

2018 年, 公司期间费用 1.33 亿元, 同比保持稳定; 期间费用占营业收入的比重为 12.23%, 同比下降 1.60 个百分点。

2018 年, 公司利润总额 2.64 亿元, 同比增

长 0.57%, 其中获得的政府补助 2.86 亿元。公司利润对政府补助依赖程度高。

从盈利指标来看, 2018 年, 公司总资本收益率、净资产收益率均略有下降, 分别为 1.40% 和 2.36%; 整体看, 公司盈利能力弱。

总体来看, 跟踪期内公司营业收入及利润规模均小幅增长, 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, 2018 年, 公司经营活动现金流入量为 18.42 亿元, 同比下降 13.24%; 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金为 2.82 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 15.60 亿元, 主要为收到的往来款及政府补助款。现金收入比为 25.93%, 公司收入实现质量差。2018 年, 公司经营活动现金流出量 34.07 亿元, 同比下降 17.26%; 其中, 购买商品、接受劳务支付的现金为 17.03 亿元; 支付其他与经营活动有关的现金为 16.25 亿元, 主要是支付的往来款。2018 年, 公司经营活动现金流净额为 -15.65 亿元。

表 9 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入小计	21.22	18.42
经营活动现金流出小计	41.17	34.07
经营活动现金流量净额	-19.95	-15.65
投资活动现金流量净额	-1.66	-0.17
筹资活动现金流量净额	27.66	0.27
现金收入比	26.43	25.93

资料来源: 根据公司审计报告整理

投资活动方面, 2018 年, 公司投资活动现金净额为 -0.17 亿元, 流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 0.18 亿元以及投资支付的现金 0.13 亿元。

筹资活动方面, 2018 年, 公司筹资活动现金流入 14.33 亿元, 同比下降 58.00%; 主要为取得借款收到的现金 12.33 亿元, 同比下降 45.92%。同期, 公司筹资活动现金流出量 14.06 亿元, 同比增长 117.52%; 其中偿还债务支付

的现金 8.28 亿元，同比增长 335.53%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金 4.30 亿元，同比增长 37.46%。2018 年，公司筹资活动现金流净额为 0.27 亿元，同比下降 99.01%。

综合来看，跟踪期内，随着基建项目的持续投入，公司经营活动现金流仍表现为净流出；筹资活动现金流入规模减少，偿还债务现金支出增长较快，筹资活动现金流净额大幅下降。未来经营活动现金流缺口及债务偿还支出仍依赖于外部融资。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 926.11% 和 265.87%，流动比率同比上升 133.19 个百分点，速动比率同比下降 29.22 个百分点。2018 年，公司经营活动现金流净额为负，对公司流动负债无保障能力。2018 年底，公司现金类资产 6.67 亿元，为当期短期债务的 2.35 倍，公司短期债务规模较小，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.85 亿元；全部债务/EBITDA 值为 18.97 倍，EBITDA 利息倍数为 0.92 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。

截至 2018 年底，公司对外担保合计 2.68 亿元，担保比率为 2.55%。担保对象及余额包括老河口市第一中学 1.60 亿元、老河口市公路建设有限责任公司 1.00 亿元和湖北业茂科技有限公司 0.08 亿元。除湖北业茂科技有限公司外，其余担保对象为事业单位及国有企业。整体看，公司或有负债风险较低。

截至 2018 年底，公司获得各商业银行授信总额 59500.00 万元，尚未使用银行授信额度 2000.00 万元，间接融资渠道亟待扩宽。

总体看，考虑到公司区域业务地位以及政府对公司持续有力的支持，公司整体偿债能力强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产规模为 109.84 亿元，同比增长 7.53%。母公司资产占合并口径资产总额的 56.74%。其中，流动资产为 99.37 亿元，主要由存货和其他应收款构成。非流动资产 10.47 亿元，主要由其他非流动资产和长期股权投资构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 58.45 亿元，同比增长 3.51%。其中，实收资本和资本公积合计占比 79.08%，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年底，母公司负债合计 51.39 亿元，较上年增长 12.50%。其中非流动负债占比 40.65%，主要由应付债券及长期借款构成；流动负债占 59.35%，主要由其他应付款构成。母公司 2018 年资产负债率为 46.79%。

2018 年，母公司营业收入为 9.03 亿元，占合并口径营业收入的 83.07%；同期利润总额为 1.77 亿元。

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，由联合资信所评的公司存续债为“15 老河口债”及“17 老河口/17 老河口债”，债券余额合计 16.80 亿元。上述两支债券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—2022 年每年公司将需偿付两支债券本金合计 3.68 亿元。

2018 年底，公司现金类资产、经营活动现金流入量及 EBITDA 分别为 6.67 亿元、18.42 亿元及 3.85 亿元，对存续债券待偿付本金合计数（16.80 亿元）的保障倍数分别为 0.40 倍、1.10 倍及 0.23 倍；对 2020—2022 年每年需分期偿付金额（3.68 亿元）的保障倍数分别为 1.81 倍、5.01 倍及 1.05 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券分期偿还规模的保障能力良好。存续债分期偿付条款的设置有效降低了公司集中兑付的风险。

2. 质押资产

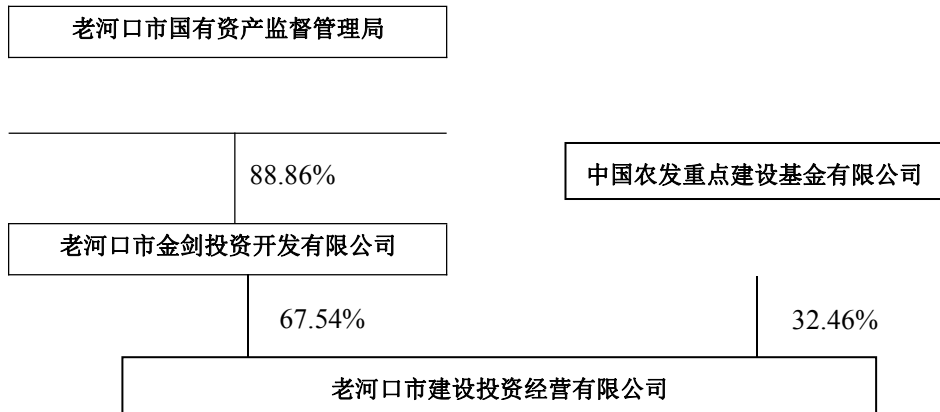
“15老河口债”抵押物为37宗土地使用权，跟踪期内，公司用鄂（2018）老河口市不动产权第0002372号、河国用（2013）第0459号、鄂（2018）老河口市不动产权第0002365号土地等三块评估价值共计9311.32万元的土地使用权置换原抵押资产中河国用（2014）第0843号和河国用（2014）第0838号两块原评估价值合计为9221.58万元的土地使用权，置换完成后抵押资产总额增加89.74万元。根据武汉国佳房地产资产评估有限公司于2018年7月19日对其中31宗地块出具的土地评估报告，上述31宗地块评估价值合计15.27亿元，为“15老河口债”发行额度的1.91倍，满足《抵押资产监管协议》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很低。

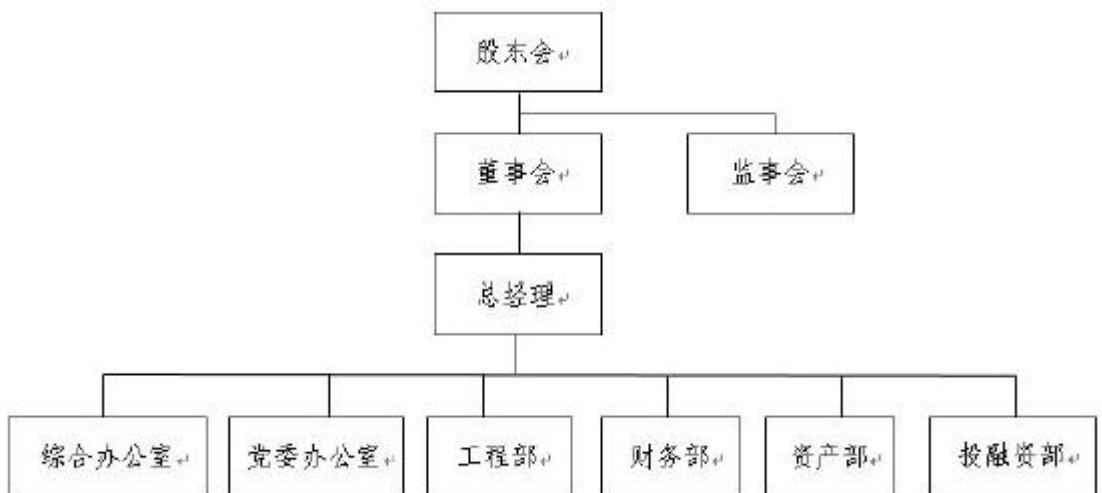
十一、结论

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 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 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	98.00	0.81	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
老河口市拓荒者水利建安有限公司	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
湖北千城雅生态建设有限公司	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
湖北汉鑫祺物业管理有限公司	服务与管理	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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.17	24.22	6.67
资产总额(亿元)	149.29	188.50	193.59
所有者权益(亿元)	92.41	102.24	105.21
短期债务(亿元)	2.05	4.42	2.84
长期债务(亿元)	37.54	65.96	70.15
全部债务(亿元)	39.59	70.39	72.99
营业收入(亿元)	7.23	9.60	10.87
利润总额(亿元)	2.06	2.62	2.64
EBITDA(亿元)	2.35	3.95	3.85
经营性净现金流(亿元)	-10.19	-19.95	-15.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	25.76	7.90
存货周转次数(次)	0.09	0.11	0.10
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.06
现金收入比(%)	16.85	26.43	25.93
营业利润率(%)	11.25	9.79	9.01
总资本收益率(%)	1.58	1.54	1.40
净资产收益率(%)	2.07	2.42	2.36
长期债务资本化比率(%)	28.88	39.22	40.00
全部债务资本化比率(%)	29.99	40.77	40.96
资产负债率(%)	38.10	45.76	45.65
流动比率(%)	607.60	792.92	926.11
速动比率(%)	226.20	295.09	265.87
经营现金流流动负债比(%)	-56.60	-113.29	-99.79
EBITDA 利息倍数(倍)	1.67	2.55	0.92
全部债务/EBITDA(倍)	16.87	17.83	18.97

注：已将长期应付有息部分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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= ((本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1) ×100%
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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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