信用等级公告

联合〔2019〕1560号

联合资信评估有限公司通过对江门市滨江建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定江门市滨江建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，“13江门债/PR江滨投”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

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江门市滨江建设投资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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 江门债/PR 江滨投	2.40 亿元	2020/02/28	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)	34.04	32.88	32.66
资产总额(亿元)	278.62	292.02	315.06
所有者权益(亿元)	164.67	174.98	175.48
短期债务(亿元)	13.67	6.93	5.35
长期债务(亿元)	49.56	32.79	38.49
全部债务(亿元)	63.23	39.72	43.84
营业收入(亿元)	22.15	22.56	23.77
利润总额(亿元)	2.72	2.61	2.46
EBITDA(亿元)	6.94	7.33	7.51
经营性净现金流(亿元)	12.14	13.29	7.67
营业利润率(%)	16.92	16.06	16.13
净资产收益率(%)	1.24	1.05	0.97
资产负债率(%)	40.90	40.08	44.30
全部债务资本化比率(%)	27.74	18.50	19.99
流动比率(%)	312.42	179.82	152.97
经营现金流动负债比(%)	23.02	17.89	8.31
全部债务/EBITDA(倍)	9.11	5.42	5.84
EBITDA 利息倍数(倍)	8.30	3.10	5.50

注：长期应付款中有息部分纳入有息债务核算。

分析师：文 中 丁 晓
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

江门市滨江建设投资有限公司（以下简称“公司”）是江门市重要的基础设施建设及投资主体，公司从事的工程建设、供水业务、环保业务、交通运输业务、投资业务及粮食储备业务具有一定的区域专营优势。跟踪期内，江门市经济稳步发展，一般公共预算收入持续增长，公司外部发展环境良好；公司在政府补贴方面获得了政府的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司整体资产流动性较弱、未来投资压力大等因素对公司的发展带来不利影响。

“13江门债/PR江滨投”设置了本金分期偿还条款，有利于降低公司集中偿付的压力；公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额对存续债券余额的保障能力强。

未来随着公司工程建设项目的不断推进及其他业务稳步发展，公司资产和营收规模有望持续扩大，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“13江门债/PR江滨投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，江门市经济稳步发展，固定资产投资不断增长，一般公共预算收入持续增长，公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内，公司持续获得政府在政府补助等方面的大力支持。
3. 公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额对“13江门债/PR江滨投”剩余本金的保障能力好。

关注

1. 公司其他应收款对资金形成占用，以土地资产为主的存货占比较高；公司资产流动

性较弱。

2. 公司未来投资规模大，资本支出压力大。

3. 公司对外担保规模大，面临一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江门市滨江建设投资有限公司（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。

江门市滨江建设投资有限公司跟踪评级报告

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江门市滨江建设投资有限公司及“13江门债/PR江滨投”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，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为江门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江门市国资委”）。截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为95210万元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围均未发生变化。截至2018年底，公司本部内设投资和融资部、项目管理部、财务和审计部、企业和资产管理部、党委和行政办公室共5个部门；拥有纳入合并范围的一级子公司6家。

截至2018年底，公司资产总额315.06亿元，所有者权益175.48亿元（其中少数股东权益21.09亿元）；2018年公司实现营业收入23.77亿元，利润总额2.46亿元。

公司注册地址：广东省江门市江会路3号；法定代表人：徐红兵。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券“13江门债/PR江滨投”（以下简称“本期债券”）尚需偿还债券余额2.40亿元，详见表1；本期债券设置了本金分期偿还条款。跟踪期内，本期债券已按时足额支付利息，并于2019年2月偿付本金2.40亿元。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
13江门债/PR江滨投	2.40	2013/02/28	7	6.60

资料来源：联合资信根据公开资料整理

本期债券募集资金用于江门市先进制造业江沙示范区基础设施建设工程（一期工程）、江门市迎宾西路建设工程、江门市南山路（江海路-五邑路）建设工程等固定资产投资项目；截至2018年底，募集资金已按计划使用完毕。

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（PPIRM）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继续放缓，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，拥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表 2。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

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	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

	发〔2018〕101 号	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》国发办〔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。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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 年下半年来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

公司是江门市重要的基础设施建设及投资主体，所有业务和工程项目均在江门市；公司业务受江门市经济情况、地方政府财政状况影响，并与江门市发展规划密切相关。

根据《江门市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年江门市实现地区生产总值（GDP）2900.41 亿元，比上年增长 7.8%；全省 21 个地市中排名第 10 位。分产业看，第一产业增加值 201.69 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 1408.15 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 1290.57 亿元，增长 7.7%。三次产业结构由 7.2:48.1:44.7 调整为 7.0∶48.5∶44.5。2018 年，江门市居民人均可支配收入 29547 元，比上年增长 10.0%。

2018 年江门市固定资产投资 1943.44 亿元，比上年增长 9.5%。分投资主体看，国有投资增长 7.2%；民间投资增长 10.2%；港澳台及外商投资增长 16.4%。分产业看，第一产业投资下降 24.7%；第二产业投资增长 8.2%，其中工业投资增长 8.2%，制造业投资增长 8.0%；第三产业投资增长 10.9%。

根据《江门市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》，2018 年江门市一般公共预算收入 243.93 亿元（全省排名第 8 位），同比增长 9.7%；其中，税收收入 173.04 亿元，增长 10.9%；同期一般公共预算支出 378.46 亿元，同比增长 12.9%；江门市财政自给率下降至 64.45%。2018 年江门市政府性基金收入 217.02 亿元，全年支出 212.49 亿元。根据公司提供的江门市财政局资料，2018 年底，江门市地方债

务余额 134.48 亿元，债务率为 89.15%；债务负担较重。

总体看，跟踪期内，江门市经济稳步发展，一般公共预算收入持续增长，但政府债务负担较重；整体看，公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

公司是江门市重要的基础设施建设及投资主体，负责江门市城市基础设施建设项目的投资、建设、运营和管理，在供水、交通运输、粮食储备等领域具有一定的垄断地位。

公司全资子公司江门市城市建设投资集团有限公司（以下简称“江门建投”）负责江门市基础设施建设、投资、运营，全资子公司江门市交通投资建设集团有限公司（以下简称“江门交投”）通过全资子公司及控股子公司开展交通运输、供水等业务。

2018年，江门市财政局给予公司财政补贴2.15亿元，计入“其他收益”科目，主要是对江门市汽运集团有限公司的营运补贴。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G10044070300103790A），截至 2019 年 6 月 17 日，公司无未结清的不良信贷信息记录；存在 1 笔已于 2015 年 6 月 22 日结清的欠息，根据银行出具的说明，系银行系统问题造成。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G10044070300291900），截至 2019 年 3 月 12 日，江门交投无未结清的不良信贷信息记录；存在 4 笔关注类贷款以及 2 笔已于 2018 年 1 月 24 日结清的欠息，根据相关银行及公司出具的说明，欠息系银行系统及客观原因所致。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是江门市重要的基础设施建设及投资主体，跟踪期内，公司业务结构未发生变化，主营业务仍以工程建设、供水、环保、交通运输及粮食储备等业务为主。

2018年，公司实现主营业务收入22.94亿元，同比增长11.09%，主要系交通运输业务和工程建设业务当期均增长较快，以及新增房产销售收入共同所致。2018年，公司交通运输业务同比增长11.98%至11.22亿元，主要系路桥费收入重新分类纳入所致；同期，工程建设收入同比大幅增长57.89%至2.70亿元，主要系当期工程建设业务扩张所致。2018年公司新增房产销售收入0.66亿元，主要是和兴广场项目销售收入；同期粮食储备业务收入1.25亿元，同比下降35.90%，系该项业务规模收缩所致；公司其他业务规模互有增减，但整体变化较小。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	1.71	8.28	0.56	2.70	11.77	0.59
租赁业务	1.19	5.75	23.08	1.04	4.55	17.06
供水业务	3.01	14.58	32.16	2.95	12.86	34.35
环保业务	1.52	7.37	29.07	1.54	6.71	29.21
交通运输	10.02	48.49	8.15	11.22	48.92	10.03
设计咨询	0.41	2.00	37.61	0.50	2.18	47.36
粮食储备	1.95	9.44	2.47	1.25	5.44	1.91
其他	0.85	4.09	46.68	1.08	4.71	47.29
房产销售	--	--	--	0.66	2.88	25.00
合计	**20.65**	**100.00**	**15.00**	**22.94**	**100.00**	**16.00**

资料来源：公司年度报告、公司提供

2018年，公司综合毛利率为16.00%，较上年上升1.00个百分点，主要系交通运输业务毛利率增长及新增房产销售业务毛利率较高所致。

2. 业务经营分析

工程建设业务

公司工程建设业务主要由公司本部、江门交投及其全资子公司江门市交通工程建设有限公司（以下简称“交建公司”）负责。公司本部工程代建业务是以委托代建方式进行项目投资建设，即建设款项由公司先期垫支，项目建成后移交政府，政府再予以偿还。具体而言，公司在项目开发建设前与江门市政府授权的相关部门签订工程委托代建与回购协议，公司作为项目业主负责项目的投融资，并在规定的期限内完成项目的建设，委托单位根据协议的规定在建设期内分期向公司支付工程回购款，在项目建设结束之后由公司将项目移交给委托单位，并办理相应的移交手续。交建公司工程建设业务主要是其与招标单位签署的分包协议，并根据相应工程量确认工程建设收入。江门交投工程建设业务主要由下属子公司江门市建设监理顾问有限公司及江门市建筑设计工程有限公司负责，收入主要由工程监理费、招标代理费、造价咨询费、设计收入、勘测收入等收入构成。

2018年，公司实现工程建设收入2.70亿元，主要来源于交建公司及其控股子公司江门交投控股子公司江门融浩水业股份有限公司（以下简称“融浩水业”）的建设项目，分别为佛山西站一期路网工程、江顺大桥及互通养护费、省道S273高铜线开平红花段改造项目台山段负数工程、乡道Y558杨金线杨桥段改造及5座桥梁改造工程、江门天悦星院项目永久供水工程、新昌碧桂园一期供水工程等项目。

表4 2018年底公司主要工程建设在建项目情况

（单位：亿元、%）

项目	总投资	已投资	项目进度
江门市先进制造业江沙示范区基础设施建设工程（一期工程）	12.11	7.86	64.91
江门市迎宾西路建设工程	15.51	14.17	91.36
江门市南山路（江海路-五邑路）建设工程	8.08	4.28	52.97
连海路（新港路-南环路）一期	4.41	3.03	68.71
胜利南路延长线	7.31	5.99	100.00
篁庄大道西延长线	3.52	1.43	100.00
会港大道一期	14.20	2.52	17.75
合计	**65.14**	**39.28**	**--**

资料来源：公司提供

注：胜利南路延长线和篁庄大道西延长线尚未竣工决算。

2018年底，公司主要在建工程项目包括江门市先进制造业江沙示范区基础设施建设工程（一期工程）、江门市迎宾西路建设工程、江门市南山路建设工程等工程；总投资65.14亿元，已投资39.28亿元，尚需投资25.86亿元。公司拟建项目主要包括江鹤高速公路扩建工程和银洲湖高速公路项目，合计总投资130.88亿元，资金来源均为公司自筹，协议尚未签订；总体看，公司未来资本支出压力大。

供水业务

公司供水业务主要由融浩水业负责经营，供水区域包括江门市蓬江区、江海区及周边的部分城镇。融浩水业目前拥有西江水厂、杜阮水厂、睦州水厂和棠下水厂，2018年，融浩水业供水面积300多平方公里，日供水能力66.98万立方米/日，售水总量16213万吨，供水用户达到447273户。2018年，公司实现供水业务收入2.95亿元；拟建项目为融浩水业功能中心项目，总投资4.97亿元。

表5 公司供水业务主要指标

指标	单位	2016年	2017年	2018年
日供水能力	万吨	60.48	60.48	66.98
供水量	万吨	18768	16882	19180
售水总量	万吨	14811	14659	16213
漏损率	%	14.17	12.35	14.44
产销差率	%	14.68	13.17	15.47
水费回收率	%	99.69	99.45	96.15
供水用户数	户	391253	409778	447273
管网长度	公里	1756	1797	2091

资料来源：公司提供

交通运输业务

交通运输业务主要由江门交投控股子公司江门市汽运集团有限公司（以下简称“汽运集团”）和江门市江鹤高速公路有限公司（以下简称“江鹤公司”）经营。汽运集团具有国家一级道路运输企业资质，也是广东省六家全国道路旅客运输一级企业之一，具有区域专营优势。

2018年，公司实现交通运输业务收入11.22

亿元，收入主要来源于城市公交及道路客运及江鹤公司的通行费业务。城市公交业务采取公营模式经营，公营是指客运车辆由汽运集团直接经营；城市公交业务实行政府指导价格，江门市大部分线路上车均为统一票价2.00元，个别偏远的路线为3.00元或分段收费。道路客运业务主要采取公营和责任经营两种经营模式，责任经营是指汽运集团与责任经营者签订经营合同，由责任者出资购买客运车辆，按照合同规定的营运线路和班次进行经营，并向汽运集团缴纳定额费用，服从汽运集团的统一管理。

表6　近年公司交通业务主要指标

项　目	单位	2016 年	2017 年	2018 年
车辆数	辆	2845	2840	2744
线路数	条	555	558	566
客运量	万人次	14159	13656	12814
营运里程	万公里	21810	21029	19695

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司自有运营路线566条，其中公交线路241条、公路客运线路325条；运营车辆2744辆，其中：公路客运车辆930辆，公交车1352辆、出租车252辆、租赁车27辆、校车82辆及货车、挂车101辆。

随着运营成本的不断上涨、客源分流的影响，公司交通运输业务收入将有可能受到一定冲击，近年来，公司运营车辆、运营里程及客运量规模都呈现下降趋势，但政府持续提供资金补助，交通运输业务整体运营正常。

环保业务

环保业务实施主体为融浩水业全资子公司江门市碧源污水治理有限责任公司（以下简称“碧源公司”）负责提供污水处理服务。2018年底，公司拥有7个污水处理厂，公司污水处理能力35.5万吨/日，实际处理量12938.60万吨。2018年，公司实现环保收入1.54亿元。

表7　2018年底公司主要在建污水项目情况

（单位：亿元、%）

项目	总投资	已投资	项目进度
棠下污水处理厂二期工程	2.30	0.63	27.39
高新污水处理厂二期工程	1.15	0.30	26.09
杜阮污水处理厂二期工程	1.00	0.17	17.00
潮连污水处理厂二期工程	0.45	0.14	31.11
文昌沙水质净化厂提标改造工程	0.75	0.01	1.33
丰乐污水处理厂提标改造工程	0.60	0.01	1.67
合计	**6.25**	**1.26**	**--**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建污水处理厂工程包括杜阮污水厂二期工程、棠下污水厂二期工程、潮连污水厂二期工程等项目，合计总投资6.25亿元，已完成投资1.26亿元。

粮食储备业务

粮食储备业务主要由江门交投控股子公司江门市粮油储备调剂有限公司（以下简称“粮油公司”）负责经营，承担政府粮油储备、军粮供应和粮油市场应急加工供应任务。粮油公司主要负责储备和购销的粮食品种为大米、稻谷、豆油、玉米、小麦等，主要销售地方为珠三角地区的饲料厂及贸易加工企业，购销货款以银行汇票统一结算。2018年底粮油公司储备市级大米4328吨、市级豆油764吨、市级稻谷11852吨。

粮油购销方式主要以竞价招标拍卖、向农民定向收购或一般市场贸易购销，运输方式以海运和汽车运输为主，到期进行轮换的粮油产生的运输费用列入当期成本，轮换粮油的销售价格以当期市场价格进行询价销售。2018年，公司实现粮食储备业务收入1.25亿元，同比下降35.90%系业务规模收缩所致。

3．　未来发展

未来公司将负责江门市重点交通、市政基础设施、水务行业的融资、投资、建设、运营和管理，通过加强内部管理和整合，完善公司法人治理结构，充分运用注入的资源做强做实资产，积极拓宽融资渠道承担江门市重大项目建设，开展实质经营运作，建立良性营运机制循环发展；积极探索资本运作新方式，争取实

现资产证券化，努力将公司打造成为集投融资主体和经营管理主体于一身，开展多元化经营的城建开发平台。

跟踪期内，公司主营业务发展稳定，综合毛利率略有上升；公司在建及拟建项目规模大，未来资本支出压力大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2018年底，公司纳入合并范围的一级子公司6家（附件1-3）；2018年，公司合并范围新增各级子公司共6家，其中江门建投和碧源（四会）环保有限公司为新设子公司，江门信金资产管理有限公司、江门市交通物业管理有限公司、江门市市政工程设计院有限公司和江门市建设工程检测中心有限公司为划拨子公司；考虑到合并范围变化均为新设子公司或二级子公司，对财务数据可比性产生的影响有限，公司财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司资产总额315.06亿元，所有者权益175.48亿元（其中少数股东权益21.09亿元）；2018年公司实现营业收入23.77亿元，利润总额2.46亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额315.06亿元，同比增长7.89%，主要系其他应收款、存货及其他非流动资产增长所致；主要由其他应收款、存货、固定资产和在建工程构成，详见表8。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	33.98	12.20	32.87	11.26	32.65	10.36
预付款项	42.45	15.23	11.46	3.92	11.96	3.80
其他应收款	41.03	14.73	41.77	14.31	45.39	14.41
存货	44.13	15.84	45.04	15.42	48.23	15.31
流动资产	**164.80**	**59.15**	**133.66**	**45.77**	**141.21**	**44.82**
可供出售金融资产	11.37	4.08	10.12	3.47	14.58	4.63
长期股权投资	0.86	0.31	34.68	11.88	35.48	11.26
固定资产	52.97	19.01	54.02	18.50	54.74	17.37
在建工程	35.21	12.64	43.43	14.87	46.29	14.69
非流动资产	**113.82**	**40.85**	**158.36**	**54.23**	**173.84**	**55.18**
资产总额	**278.62**	**100.00**	**292.02**	**100.00**	**315.06**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2018年底，公司流动资产为141.21亿元，同比增长5.65%，主要系其他应收款和存货增长所致。流动资产中，货币资金32.65亿元，同比下降0.67%，主要为银行存款（占99.79%），受限货币资金0.05亿元，占比很小。公司预付款项11.96亿元，同比增长4.42%；预付款项前五名合计占比70.99%，主要是江门市政府部门及国有企业，风险较小但整体账龄较长（1年以内占10.43%）。公司其他应收款45.39亿元，同比增长8.66%，主要为与江门市政府投资工程建设中心的往来款；从集中度看，前五名欠款单位占比为35.03%，集中度较低；从账龄看，2年以内占比64.52%，账龄较长。公司存货48.23亿元，同比增长7.08%，主要由开发成本（3.62亿元）、开发产品（2.60亿元）和拟开发土地（27.82亿元）构成。

2018年底，公司非流动资产173.84亿元，同比增长9.77%，主要系可供出售金融资产和其

他非流动资产增长所致。2018年底，公司可供出售金融资产14.58亿元，同比增长44.14%，主要是对江门融和农村商业银行股份有限公司增加4.54亿元投资所致；长期股权投资35.48亿元，同比增长2.30%，主要系新增对中能建（开平）环保科技有限公司的0.74亿元投资；固定资产54.74亿元，同比增长1.34%，主要由房屋及建筑物（40.83亿元）、机器设备（7.37亿元）及运输设备（5.52亿元）构成；在建工程46.29亿元，同比增长6.58%，主要系迎宾西路等项目投资增加所致；其他非流动资产6.04亿元，主要是待处置债权5.83亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，其他应收款、存货、固定资产和在建工程占比大；其他应收款对公司资金形成占用，存货以土地资产为主；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018年底，公司所有者权益175.48亿元，同比增长0.28%，系未分配利润及少数股东权益增加所致；构成较上年底变化不大，主要由实收资本（占5.43%）、资本公积（占70.09%）、未分配利润（占8.83%）和少数股东权益（占12.02%）构成。2018年底，公司资本公积122.99亿元，主要是政府注入的股权及土地资产。

总体看，跟踪期内公司所有者权益略有增长，构成基本保持不变，稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债总额139.58亿元，同比增长19.26%，主要系其他应付款和长期借款增长所致；其中流动负债占比66.13%。

2018 年底，公司流动负债 92.31 亿元，同比增长 24.19%，主要系其他应付款大幅增长所致。公司短期借款 0.91 亿元，主要是信用借款（0.71 亿元）；公司预收款项 4.98 亿元，同比大幅增长 389.91%，主要系预收房款，1 年以内占比 93.78%；其他应付款 75.15 亿元，同比增长 26.49%，主要系与江门市财政局往来款大幅增长所致；整体账龄较短（2 年以内占 79.61%），集中度一般（前 5 合计占 45.47%）。

2018年底，公司非流动负债47.27亿元，同比增长10.67%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致。2018年底，公司长期借款25.55亿元，同比增长44.22%，主要系质押借款大幅增长所致，由质押借款（11.11亿元）、抵押借款（5.18亿元）、保证借款（2.55亿元）和信用借款（6.71亿元）构成；应付债券12.39亿元，同比下降16.14%，主要系当期偿付本期债券本金2.40亿元所致；长期应付款2.92亿元，同比下降15.09%，主要系专项应付款规模下降所致；长期应付款中应付融资租赁款0.54亿元，已调入长期债务计算。

表 9　公司债务构成及债务负担（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
短期债务	13.67	6.93	5.35
长期债务	49.56	32.79	38.49
全部债务	63.23	39.72	43.84
长期债务资本化比率	23.13	15.78	17.99
全部债务资本化比率	27.74	18.50	19.99
资产负债率	40.90	40.08	44.30

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年底，公司全部债务43.84亿元，同比增长10.39%，受长期借款增长影响长期债务占比进一步增长至87.80%。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为44.30%、19.99%和17.99%，分别较2017年底上升4.32个、1.49个、2.20个百分点。以2018年底财务数据为基础，将“17江门建设MTN002”可续期中期票据（5.00亿元）调入有息债务计算后，上述指标分别增长至44.30%、21.77%和19.86%。2019年、2020年、2021年及以后，公司拟到期兑付债务规模分别为11.80亿元、17.96亿元和14.08亿元。

总体看，跟踪期内，受长期借款增长影响，公司负债及债务规模均有所增长，但整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2018 年公司实现营业收入 23.77 亿元，同比增长 5.35%；同期营业成本 19.60 亿元，同比增长 5.43%；营业利润率较上年增长 0.07 个百分点至 16.13%。

表 10 公司收入情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	22.15	22.56	23.77
其他收益	--	1.57	2.15
利润总额	2.72	2.61	2.46
营业利润率	16.92	16.06	16.13
总资本收益率	1.14	1.18	1.20
净资产收益率	1.24	1.05	0.97

资料来源：审计报告，联合资信整理

公司期间费用主要由管理费用构成，2018 年公司期间费用为 3.73 亿元，同比增长 23.85%，主要系新增并表子公司致使管理费用增长所致，期间费用占营业收入比重为 15.69%，较上年增长 2.31 个百分点；公司期间费用控制能力有待增强。

2018 年，公司利润总额 2.46 亿元，主要为获得的政府补助 2.15 亿元，计入“其他收益”，公司利润对政府补助依赖程度很高。2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.20%和 0.97%，均较上年变化不大。

总体看，跟踪期内，公司营业收入略有增长，但盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖性强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2018 年经营活动现金流入量 66.07 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 25.60 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 40.32 亿元，主要是往来款及财政补贴款；经营活动现金流出 58.40 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 16.64 亿元，支付其他与经营有关的现金 31.04 亿元，主要为往来款。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为 7.67 亿元；现金收入比 107.86%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 3.48 亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金；同期投资活动现金流出 13.83 亿元，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 8.80 亿元和投资支付的现金 5.51 亿元；受此影响，2018 年公司投资活动净现金流为-10.35 亿元。

从筹资活动来看，2018 年公司筹资活动现金流入 13.40 亿元，主要为取得借款收到的现金；同期筹资活动现金流出 10.94 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.46 亿元。

表11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	43.33	50.56	66.07
经营活动现金流出量	31.19	37.27	58.40
经营活动净现金流	12.14	13.29	7.67
投资活动净现金流	-47.52	-20.72	-10.35
筹资活动净现金流	22.01	11.37	2.46
现金收入比	101.16	92.54	107.68

资料来源：审计报告、联合资信整理

总体看，跟踪期内，公司现金收入质量保持较好水平，受往来款影响，经营活动净现金流持续净流入，但无法满足投资活动资金需求，公司未来在建拟建投资规模大，面临较大筹资压力。

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 152.97%和 100.73%，同比均有所下降；公司经营现金流动负债比 8.31%，同比下降 9.58 个百分点。2018 年底，公司现金类资产 32.66 亿元，是当期短期债务的 6.10 倍；公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 7.51 亿元，EBITDA 利息倍数为 5.50 倍，全部债务/EBITDA 小幅增长至 5.84 倍；公

司长期偿债能力较强。

表11　2018年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日
江门市滨江建设投资管理有限公司	6.00	2019/11/18
江门铁路投资有限公司	2.38	2022/12/28
	2.00	2025/3/30
	0.67	2019/10/1
广中江高速公路项目管理处	55.00	2031/12/31
	25.00	2031/12/31
	10.00	2031/12/31
新会银海发展有限公司	10.00	2026/6/6
合计	**111.05**	--

资料来源：公司年度报告，公司提供

截至 2018 年底，公司对外担保余额 111.05 亿元，担保比率 63.28%，被担保企业经营情况良好且多为国企及政府下属机构。其中，江门交投下属子公司江门市交通投资有限公司对广中江高速公路项目管理处的 90.00 亿元银团建设开发贷款提供连带责任保证担保，该笔银团贷款设置了多项担保措施（包括江门市交通工程建设总公司为该笔贷款提供的连带责任保证担保，广东省公路局以其持有的 8000 万股招商银行股票提供的质押担保，广中江高速公路项目管理处以其享有的广中江高速公路项目收费权及其项下全部收益提供的质押担保，广中江高速公路项目管理处分别与广东省公路管理局和江门市政府签订的《还款差额不足协议》项下的全部权益及收益提供的质押担保等）。总体看，公司对外担保规模大，面临一定或有负债风险。

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额 61.07 亿元，已使用 38.90 亿元，尚未使用 22.17 亿元，公司融资渠道畅通。

考虑公司是江门市重要的基础设施建设及投资主体，近年持续获得政府较大力度支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额161.68亿元，同比增长4.35%，主要系其他应收款和长期股权投资增长所致。母公司资产占合并口径资产总额的51.32%，其中流动资产占47.09%（66.50亿元）。从构成看，流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成；非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

截至2018年底，母公司所有者权益125.25亿元，较上年底变化很小。其中实收资本和资本公积分别占7.60%和81.86%；所有者权益稳定性强。

截至2018年底，母公司负债规模较上年增长10.79%，流动负债占比高（占87.67%）。其中，流动负债主要由其他应付款构成；非流动负债由长期借款和应付债券构成。母公司2018年资产负债率为22.53%，同比略有增长，整体债务压力较小。

2018年，母公司营业收入898.96万元，占合并口径营业收入比重为3.79%；营业成本147.49万元，实现净利润5623.83万元。

总体看，母公司资产和负债总额占合并口径的比例一般，但对合并口径营业收入和净利润的贡献小。

十、存续期内债券偿债能力分析

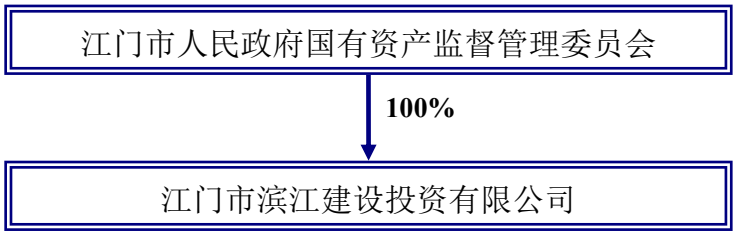
截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“13 江门债/PR 江滨投”，债券余额 2.40 亿元，将于 2020 年 2 月 28 日到期兑付。2018 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为 7.51 亿元、66.07 亿元及 7.67 亿元，为剩余本金 2.40 亿元的 3.13 倍、27.53 倍及 3.20 倍，对债券的保障能力强。

“13 江门债/PR 江滨投”以募投项目回购款作为还款来源。根据江门市财政局与公司签定的关于“13 江门债/PR 江滨投”募投项目的回购协议书，江门市财政局分 10 年向公司支付回购价款合计 25 亿元；2018 年，江门市财政局已按协议支付回购款 3.60 亿元。

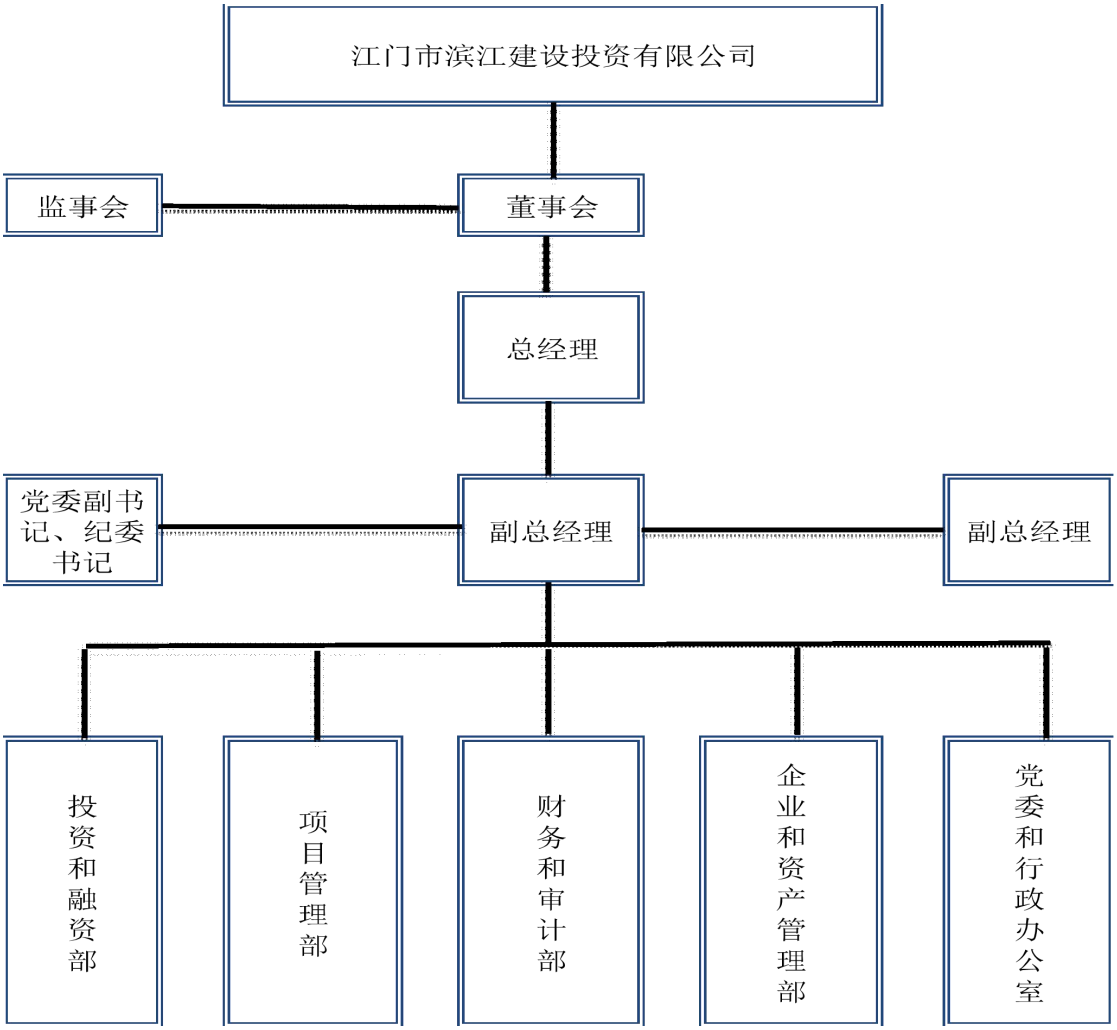
十一、结论

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，“13江门债/PR江滨投”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



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2018 年底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	注册地/主要经营地	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
江门市城市建设投资集团有限公司	江门市	基础设施建设	94659.68	100.00
江门市交通投资建设集团有限公司	江门市	基础设施建设	48811.00	100.00
江门市资产投资经营有限公司	江门市	投资、经营	2000.00	100.00
江门市公共物业建设有限公司	江门市	经适房建设、物业管理	1000.00	100.00
江门信金资产管理有限公司	江门市	产权转让，租赁，投资	200.00	100.00
江门广佛江珠城际铁路有限公司	江门市	土木工程建筑业	100.00	100.00

资料来源：审计报告、公司提供

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)	34.04	32.88	32.66
资产总额(亿元)	278.62	292.02	315.06
所有者权益(亿元)	164.67	174.98	175.48
短期债务(亿元)	13.67	6.93	5.35
长期债务(亿元)	49.56	32.79	38.49
全部债务(亿元)	63.23	39.72	43.84
营业收入(亿元)	22.15	22.56	23.77
利润总额(亿元)	2.72	2.61	2.46
EBITDA(亿元)	6.94	7.33	7.51
经营性净现金流(亿元)	12.14	13.29	7.67
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.35	10.58	11.44
存货周转次数(次)	0.25	0.42	0.42
总资产周转次数(次)	0.07	0.08	0.08
现金收入比(%)	101.16	92.54	107.68
营业利润率(%)	16.92	16.06	16.13
总资本收益率(%)	1.14	1.18	1.20
净资产收益率(%)	1.24	1.05	0.97
长期债务资本化比率(%)	23.13	15.78	17.99
全部债务资本化比率(%)	27.74	18.50	19.99
资产负债率(%)	40.90	40.08	44.30
流动比率(%)	312.42	179.82	152.97
速动比率(%)	228.77	119.23	100.73
经营现金流动负债比(%)	23.02	17.89	8.31
全部债务/EBITDA(倍)	9.11	5.42	5.84
EBITDA 利息倍数(倍)	8.30	3.10	5.50

注：长期应付款中有息部分已纳入有息债务计算。

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	
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　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