

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1067 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江门市滨江建设投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“13江门债/13江滨投”AA的信用等级。

特此公告。



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

江门市滨江建设投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 江门债/ 13 江滨投	12 亿元	2013/02/28- 2020/02/28	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2013 年
现金类资产(亿元)	5.29	4.47	22.00
资产总额(亿元)	56.73	103.52	210.71
所有者权益(亿元)	35.30	74.61	127.07
短期债务(亿元)	2.72	1.78	2.86
全部债务(亿元)	18.45	15.37	55.25
营业收入(亿元)	7.08	9.52	6.99
利润总额(亿元)	2.11	3.68	3.14
EBITDA(亿元)	2.35	3.79	3.36
经营性净现金流(亿元)	1.87	3.79	9.98
营业利润率(%)	28.53	16.85	19.63
净资产收益率(%)	5.98	4.88	2.48
资产负债率(%)	37.78	27.92	39.69
全部债务资本化比率(%)	34.33	17.08	30.30
流动比率(%)	452.80	467.01	562.60
全部债务/EBITDA(倍)	7.86	4.05	16.42
EBITDA 利息倍数(倍)	3.66	2.91	1.55
经营现金流流动负债比(%)	32.83	27.71	33.72

分析师

陈 茜 王晓辉
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)

Http: //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”)作为江门市重要的投融资主体,跟踪期内仍在基础设施投资领域保持垄断优势,江门市政府在股权划拨、财政补贴等方面的支持持续加大;公司资产及权益规模增长较快、且新增土地出让业务板块。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司业务受政策调控和市场环境影响大且债务规模增长快。

江门市交通基础设施的不断完善以及区域财政实力的不断增强,为公司发展提供了良好的发展环境。预计随着土地开发业务的推进,公司整体盈利规模有望增长,有助于提高其偿债能力。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定;并维持“13 江门债/13 江滨投”AA的信用等级。

优势

1. 江门市区域经济发展态势良好,地区财政实力雄厚,为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 公司在江门市城市基础设施建设投融资领域具备一定的垄断优势,政府对公司在股权划拨、政府补贴等方面的支持持续加大。
3. 2013年公司资产及权益规模增长较快。
4. 公司新增的土地整理业务,为公司新的盈利增长点。

关注

1. 公司存货在流动资产中占比较大,资产流动性一般。存货中土地储备占比高,其变现周期和交易价格易受市场供求和政策调控影响。
2. 公司应收款项规模大,回款周期受工程结算进度和财政拨付效率影响大。

3. 2013年公司债务规模大幅增长，但仍处于适宜水平。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江门市滨江建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江门市滨江建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江门市滨江建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江门市滨江建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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主体长期信用及存续期内“13 江门债/13 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

江门市滨江建设投资有限公司（以下简称“公司”）是江门市国有资产管理局投资设立的国有独资公司，于2003年9月25日在江门市工商行政管理局登记注册，设立时注册资本为人民币2亿元。2009年公司办理了变更登记，股东由江门市国有资产管理局变更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”）。2013年5月，江门市国资委对公司增加投资7.521亿元（江中坤验字[2013]第36号），增加投入后公司注册资本为9.521亿元。截至2013年底，公司注册资本为9.521亿元，江门市国资委为实际控制人。公司作为江门市人民政府授权江门市国资委投资设立的国有独资公司，是江门市着力打造的国有资产运营主体。公司承担了江门市城市基础设施建设项目的投资、融资、建设、运营和管理等职能。自成立以来，公司通过市场化运作，统筹经营相关基础设施及其他国有资产。

公司目前的经营经营范围包括：股权管理；投资交通、市政基础设施、房地产、油气供应等行业；会议展览策划，物业管理，市政工程施工（凭资质证）管理；以下项目由分支机构凭批准文件经营：收取滨江大道车辆通行费。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设投资和融资部、项目管理部、财务和审计部、企业和资产管理部、党委和行政办公室等5个部门，拥有9家子公司。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为210.71亿元，所有者权益127.07亿元；2013

年公司实现营业收入6.99亿元，利润总额3.14亿元。

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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年全年，

中国财政累计收入为 129143 亿元,同比增长 10.1%,各项民生政策仍得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面,自 8 月 1 日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资建设力度,7 月 31 日召开的国务院常务会议,研究推进政府向社会力量购买公共服务,部署重点加强城市基础设施建设。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。

总体来看,2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;继续推进基础设施建设等积极的财政政策措施。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析和区域经济环境分析

1. 基础设施建设行业分析

城市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,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年,全国各地城

建资金来源和渠道日益丰富,城市基础设施建设规模不断扩大,建设水平迅速提高,城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家,基础设施还比较薄弱,这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发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。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。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加,中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年,全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元,比上年增长 19.3%,扣除价格因素,实际增长 18.9%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资 0.92 万亿元,比上年增长 32.5%;第二产业投资 18.48 万亿元,增长 17.4%;第三产业投资 24.25 万亿元,增长 21.0%。2013 年全年房地产开发投资 8.60 万亿元,比上年增长 19.8%,其中,住宅投资 5.90 万亿元,增长 19.4%,办公楼投资 0.47 万亿元,增长 38.2%;商业营业用房投资 1.19 万亿元,增长 28.3%;全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 666 万套(户),基本建成城镇保障性安居工程住房 544 万套。

截至 2013 年,中国城镇化率为 53.37%,较上年提高 0.8 个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》,中国城镇化建设的指导思想是,紧紧围绕全面提高城镇化质量,加快转变城镇化发展方式,以人的城镇化为

核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，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，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济环境分析

公司所有业务和工程项目均在江门市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受江门市经济增长、财政收支状况的影响，并与江门市发展规划密切相关。

(1) 江门市经济概况

2013 年，江门市实现地区生产总值（GDP）2000.18 亿元，比上年增长 9.8%。其中，第一产业增加值 158.81 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 1013.03 亿元，增长 12.6%；第三产业增加值 828.34 亿元，增长 6.8%。在第三产业增加值中，交通运输、仓储和邮政业增长 11%，批发和零售业增长 3.8%，住宿和餐饮业增长 2.5%，金融业增长 12.8%，房地产业增长 12.3%。人均地区生产总值 4.45 万元，增长 9.4%。

2013 年江门市规模以上工业增加值比上年增长 14.1%，其中，轻工业增长 14.2%，重工业增长 14.0%。分经济类型看，国有及国有控股企业增长 11.9%，外商及港澳台投资企业增长 14.3%，民营企业增长 14.7%。

2013 年江门市固定资产投资 1000.84 亿元，同比增长 17.7%。分产业看，第一产业投

资 9.34 亿元，同比增长 59.4%；第二产业投资 506.88 亿元，同比下降 0.1%；第三产业投资 484.62 亿元，增长 43.8%。

(2) 地方财政实力

2013 年，随着江门市经济的快速增长，地方财政实力继续增强。2013 年全市财政总收入 269.28 亿元，较上年增长 29.33%；一般预算收入 158.03 亿元，较上年增长 17.02%。跟踪期内，江门市财政收入的不断增加对当地基础设施建设、公共事业发展等提供了较为有效的财力保证。

表 1 江门市 2011~2013 年财政收入情况
(单位：万元)

科目	2011 年	2012 年	2013 年
财政总收入	2134738	2082209	2692834
一般预算收入	1191731	1350341	1580325
税收收入	940930	1055514	1215525
非税收入	250801	294827	364800
基金收入	786880	540503	925998
土地出让金	625580	386919	721858
其他	161300	153584	204140
上级补助收入	618303	634303	723886
返还性收入	194799	195314	194799
一般转移支付	87269	92142	147627
专项转移支付	336235	346847	381460
预算外财政专户资金	156127	191365	186511
地方可控财力	2753041	2716512	3416720
财政总支出	2534415	2628463	3382100
一般预算支出	1653028	1881150	2126085
基金支出	758094	588577	952104
预算外支出	123293	158736	175787
财政当年结余	218626	88049	48500

资料来源：公司提供

江门市地方政府债务主要由直接债务构成，直接债务余额 183.15 亿元，主要体现为国内金融机构贷款。截至 2013 年底，江门市地方政府债务率 54.80%，较 2012 年底下降 16.91 个百分点，债务负担有所降低。

表 2 2013 年底江门市政府债务余额表

地方债务（截至 2013 年底）	金额（万元）
（一）直接债务余额	1831503
1. 外国政府贷款	1211
2. 国际金融组织贷款	15230
3. 国债转贷资金	2613
4. 解决地方金融风险专项借款	103000
5. 国内金融机构借款	1221737
6. 债券融资	33648
（1）中央代发地方政府债券	6529
7. 向单位、个人借款	224132
8. 拖欠工资和工程款	4046
9. 其他	225886
（二）担保债务余额	77757
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	1870382
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	54.80%

资料来源：公司提供

五、基础素质分析

1. 产权状况

广东省江门市人民政府国有资产监督管理委员会出资持有公司 100% 股权，为公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司作为江门市重要的投融资主体，是江门市今后着力打造的国有资产运营主体。跟踪期内，公司新增加江门市滨江建设投资管理有限公司（以下简称“投资管理公司”）。和江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司 2 家子公司，其中江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司由江门市蓬江区政府负责直接管理，不纳入公司的合并范围。

2013 年，根据文件《关于将江门市滨江建设投资管理有限公司 100% 股权无偿划拨给市滨江建设投资有限公司的通知》（江国资管[2012]21 号），公司取得投资管理公司 100% 股权，自划转之日起纳入公司合并范围。

投资管理公司成立于 2008 年 10 月，公司经营范围包括政府委托的土地整理和开发工程；城市基础设施投资、建设、运营；房地产开发。2013 年，投资管理有限公司的主

营业务收入包括工程代建收入 3.19 亿元和土地整理收入 1.31 亿元。目前投资管理公司正在启动滨江新区二期土地征地、整理工作。截至 2013 年 12 月 31 日，该公司经审计的总资产为 88.89 亿元、负债总额为 46.20 亿元、净资产 42.69 亿元。2013 年实现营业收入 4.50 亿元、实现净利润 1.37 亿元。

受益于投资管理公司的划拨，公司资产及权益规模增长较快；新增土地整理业务板块使公司业务范围进一步扩张；基础设施建设业务规模有所增长。

3. 政府支持

跟踪期内，公司受到江门市政府及江门市国资委在资金、股权划拨、财政补贴等方面的较大支持。

资金方面，2013 年 5 月，江门市国资委对公司增加投资 7.521 亿元（江中坤验字[2013]第 36 号），增加投入后公司注册资本为 9.521 亿元。公司资金实力有所增强。

股权划拨方面，江门市国资委划入江门市滨江建设投资管理有限公司 100% 股权、江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司 61.8% 股权分别增加资本公积 41.32 亿元、0.60 亿元。

根据《关于明确江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司相关资产管理的通知》，公司投资的江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司（持股 61.80%），由江门市蓬江区政府负责直接管理，不纳入公司的合并范围（体现在公司合并报表长期股权投资中）。

投资管理公司主要业务是工程代建业务和土地整理业务。工程代建业务方面，2013 年投资管理公司实现代建收入 3.19 亿元。土地整理业务方面，投资管理公司已与江门市人民政府签订《土地开发整理项目框架合同》。合同约定江门市政府委托投资管理公司对位于江门市滨江新区所属相应地块进行土地整理开发，投资管理公司负责资金筹资及相应

的整理开发工作，待相应土地达到出让条件后，将开发完成的地块移交给江门市人民政府，由江门市人民政府组织招拍挂出让，国有土地使用权出让收入全部缴入滨江新区国库，在扣除国有土地收益基金、农业土地开发资金、城镇廉租住房保障资金等后剩余土地使用权出让收入，其金额不低于市本级土地出让净收益总额的60%，经双方认定后，由江门市财政局以政府补贴的形式支付给投资管理公司，作为投资管理公司当年土地开发整理收入（计入营业收入）。2013年公司实现土地整理收入1.31亿元。

截至2013年底，投资管理公司期末净资产42.69亿元，2013年合并净利润1.37亿元。受益于投资管理公司的划入，公司业务范围有所扩大、业务及资产规模持续增长。

财政补贴方面，鉴于公司经营业务特殊性，江门市政府每年给予公司一定数额的财政补贴，以支持公司实施市政基础设施建设。根据江门市财政局2013年文件《关于给予江门市滨江建设投资有限公司财政补贴的通知》，给予公司财政补贴1.87亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事会、监事会人员数量设置发生变化。根据《江门市滨江建设投资有限公司章程》的规定，公司设董事会，成员为五人，其中四人由出资人委派，一人由公司职工代表大会选举产生。公司设监事会，由五名监事组成，其中二人由出资人委派，三人由公司职工代表大会选举产生。此外，公司下设部门由7个变为5个，分别为投资和融资部、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。该变化对公司经营管理未产生重大影响，

除上述变化，公司在管理体制、管理制度和股权结构方面无重大变化，能满足公司现阶段经营发展需求。

七、经营分析

跟踪期内，公司的主营业务收入除了市政工程代建业务、路桥收费业务及房地产销售业务等收入外，新增了土地整理业务收入，市政工程代建业务仍是公司主营业务收入的主要来源。2013年，公司实现工程建设收入5.25亿元，占营业收入的75.13%，较上年下降36.16%，主要是由于部分工程结算期集中在2014年；房地产销售收入0.18亿元，占比2.51%，较上年下降0.98亿元，主要是由于2013年销售上年房地产尾盘，并未新增达到可销售条件的房源；路桥费收入0.11亿元，占比1.63%；土地整理收入1.31亿元，占比18.77%。从毛利率看，2013年公司工程建设毛利率为10.22%，较上年的16.89%有所下降，主要是由于2012年度已完工的东华大桥及职业院校区的建设项目毛利率较高，2013年新建的项目广佛江快速通道项目的毛利率较低，综合导致工程建设毛利率下降；路桥费板块的毛利率为22.41%，较上年下降12.62个百分点，主要是由于2013年与滨江大道平行的江沙公路收费站被撤销，因此大部分车辆选择江沙公路，导致滨江大道道路收费业务规模下降；房地产销售板块的毛利率为40.21%，较上年上升5.11个百分点；新增的土地整理板块毛利率为71.21%，毛利率较高。整体看，跟踪期内，工程建设板块、路桥收入板块的毛利均有所下降，但由于公司房地产业务及新增的土地整理业务毛利率较高，使得公司毛利率仍保持较高水平，较2012年上升2.9个百分点。

表 3 公司业务板块情况（单位：万元，%）

业务类别	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入金额	占比	毛利率	收入金额	占比	毛利率	收入金额	占比	毛利率
工程建设收入	67776.04	95.74	29.99	82243.12	86.43	16.89	52507.94	75.13	10.22
路桥费收入	1427.04	2.02	53.64	1357.55	1.43	35.03	1136.78	1.63	22.41
房地产销售收入	--	--	--	11558.44	12.14	35.10	1755.51	2.51	40.21
土地整理收入	--	--	--	--	--	--	13117.59	18.77	71.21
其他收入	1587.80	2.24	0.49	--	--	--	1368.01	1.96	-0.83
合计	70790.88	100.00	29.80	95159.11	100	19.36	69885.83	100	22.26

资料来源：公司提供

工程代建业务

作为江门市基础设施建设的实施主体，公司主要负责承建市政基础工程项目。公司实施的建设项目主要有两大类：（1）对部分产生收益的市政设施建设项目，由公司自行配套建设资金，投资建设完成后，再负责后期的收费管理工作（具体市政公用产品和服务价格由政府审定和监管），由此实现“投资—回收—再投资”的滚动发展；（2）对不直接产生收益的市政投资项目，江门市政府采取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。2013年，公司累计实现工程建设收入5.25亿元，同比下降36.16%，主要是由于部分工程结算期集中在2014年。

公司2011-2013年受政府委托建成的项目主要有九江大桥（国道G325线）至江门市区公路及其市政配套工程等。目前，公司在建的项目主要有：市区道路项目、东海路至南环路延伸线工程、江海路改造工程、江鹤江中互通立交工程、市先进制造业江沙示范区基础设施建设工程（一期工程）项目、市迎宾西路建设工程项目、市南山路（江海路-五邑路）建设工程项目、城际轨道站场配套项目和广佛江快速通道江门段工程等基础设施建设项目。计划总投资124.63亿元，截至2013年底已累计投资24.65亿元。未来公司投资支出将进一步扩大，公司融资压力加重。

表 4 公司主要在建项目投资计划（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2013 年底累计投资	开工日期	计划完工时间
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	6.34	2011.11	2015.11
江门市迎宾西路建设工程	5.38	3.21	2011.7	2015.12
江门市南山路（江海路-五邑路）建设工程	5.31	1.53	2011.12	2015.12
广佛江快速通道江门段（K2+720~K44+100）工程	51.60	2.89	2013.7	2015.6
市区道路项目	0.89	0.78	2002.5	2014.2
东海路至南环路延伸线工程	3.20	3.98	2003.1	2014.6
江海路改造项目	1.40	1.57	2004.3	2013.12
滨江体育中心	21.84	0.50	2014.4	2016.6
广佛江快速通道江顺大桥	20.40	2.05	2011.12	2015.6
西环路隧道	2.50	1.80	2012.10	2014.10
合计	124.63	24.65	--	--

资料来源：公司提供

道路收费业务

2011年，公司开始负责滨江大道车辆通行费的收取管理工作，滨江大道的车辆通行费收入是公司主营业务收入的有益补充。2013年公司车辆通行费收入合计0.11亿元，同比下降16.26%，主要是由于2013年与滨江大道平行的江沙公路收费站被撤销，因此大部分车辆选择江沙公路，导致滨江大道道路收费业务规模下降。未来公司道路收费业务获得的收益规模对公司收入的贡献度将有所下降。

房地产销售业务

2012年，公司新增房地产销售业务，主要是公司子公司江门市交通房地产开发有限公司开发的育德山庄项目。2013年，实现房地产销售收入0.18亿元，占主营业务收入比重为2.51%，比重较小，是公司收入的有益补充。该公司旗下楼盘曾获得“江门市明星楼盘”称号，历年来开发建设的项目有育德山庄（建筑总面积50多万平方米）、工业园（建筑总面积7万平方米）等项目，2013年完工的项目有育德山庄E18、E19幢综合楼。待建项目有育德山庄D25幢、和B1、B2商业楼。

截至2013年底，公司拥有可变现土地使用权面积约341.17万平方米，账面价值66.69亿元；其中，土地性质为出让的土地面积127.38平方米（其余土地为储备用地和街巷用地）、账面价值32.61亿元，已抵押土地面积104.60平方米、账面价值28.26亿元。公司较为丰厚的土地资源，为公司后续房地产业务的发展提供了稳定的土地储备来源。

土地整理业务

目前，公司的土地整理业务主要由其子公司投资管理公司负责。

投资管理公司已与江门市人民政府签订《土地开发整理项目框架合同》。合同约定江门市政府委托投资管理公司对位于江门市滨江新区所属相应地块进行土地整理开发，投资管理公司负责资金筹资及相应的整理开发工作，待相应土地达到出让条件后，将开发

完成的地块移交给江门市人民政府，由江门市人民政府组织招拍挂出让，国有土地使用权出让收入全部缴入滨江新区国库，在扣除国有土地收益基金、农业土地开发资金、城镇廉租住房保障资金等后剩余土地使用权出让收入，其金额不低于市本级土地出让净收益总额的60%，经双方认定后，由江门市财政局以政府补贴的形式支付给投资管理公司，作为投资管理公司当年土地开发整理收入（计入营业收入）。

2013年，投资管理公司整理并出让土地170.12亩土地，实现土地整理收入1.31亿元，占主营业务收入比重为18.77%，是公司收入的重要补充。目前，投资管理公司正在启动滨江新区二期月3012亩土地征地、整理工作，未来该板块所获得的收益对公司利润的贡献度有望提升。

未来发展

公司未来将继续发展多元化经营，进一步提高公司综合实力，发展目标主要有：1）投资市区新增油气站建设，并开展合作经营；2）出资参股珠海金湾液化天然气公司；3）承建新建小区农贸市场和市区公共停车场；4）参与市交通、市政基础设施的建设和经营；5）以子公司江门市交通房地产开发有限公司为依托开展物业开发和“三旧”改造工程。同时，公司还要广招人才，加强内部管理和整合，完善公司法人治理结构，积极拓宽融资渠道承担市重大项目建设，建立良性营运机制，不断探索资本运作道路，努力将公司打造成集投融资主体和经营管理主体于一身，经营多元化的公司。

总体看，跟踪期内，公司收入呈多元化发展趋势；未来，公司将以城市基础设施项目建设为重点，挖掘和整合城建资源及国有资产，加快中心城区的改造和滨江新区的开发，有效整合公共资源、吸收优质资源，以增强自身实力，进一步发展公司规模，提升盈利水平。

八、财务分析

公司提供的2011~2013年财务报表均已北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2013年，公司将江门市滨江建设投资管理有限公司（以下简称“投资管理公司”）纳入合并范围，投资管理公司的主要业务是土地整理业务和工程代建业务；截至2013年底，投资管理公司期末资产88.89亿元，所有者权益42.69亿元；2013年实现主营业务收入4.50亿元，实现合并净利润1.37亿元；受益于投资管理公司的划入，公司资产及权益规模增长较快、业务范围与规模均有所扩大。

截至2013年底，公司合并资产总额为210.71亿元，所有者权益127.07亿元；2013年公司实现营业收入6.99亿元，利润总额3.14亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司收入和利润规模有所降低，2013年公司实现营业收入6.99亿元，同比下降26.56%，主要是由于工程代建业务收入受结算期影响大幅下降所致；2013年公司实现营业外收入1.88亿元，主要为江门市政府提供的基础设施建设补助1.87亿元，对公司利润影响较大；利润总额3.14亿元，同比下降14.71%，降幅低于营业收入降幅。2013年，公司营业利润率为19.63%，较上年的16.85%有所上升。

期间费用方面，2013年，公司三费合计占营业收入的5.17%，较上年的0.80%上升较多。其中2013年度管理费用0.33亿元，同比增长325.23%，主要是由于江门市资产投资经营有限公司和江门市交通工程建设有限公司于2012年12月划入公司，在2012年合并报表中未体现上述两家公司的损益数据；又由于2013年新增了滨江建设投资管理有限公司，因此2013年较2012年增加了上述三家的管理费用。

从盈利指标看，2013年公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别为1.75%和2.48%，主要是由于跟踪期间政府对公司进行了较大规模的增资及股权划拨。

总体看，跟踪期内，公司收入和利润规模有所下降，营业利润率有所上升，新增土地整理业务有效改善了公司盈利状况。整体看，公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013年公司经营性现金流入量为34.58亿元，同比增长72.35%，由销售商品、提供劳务收到现金（占12.10%）和收到其他与经营活动有关的现金（占87.90%）构成，其中，收到其他与经营活动有关的现金主要包括政府补助（6.19%）和企业间往来款（93.77%）。同期，公司经营性现金流出量为24.61亿元，同比增长51.20%，主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金（占91.21%）和支付其他与经营活动有关的现金（占7.23%）；其中，2013年购买商品、接受劳务支付的现金为22.44亿元，较上年增加335.40%，主要是由于公司存货中土地使用权的大幅增长；支付其他与经营活动有关的现金主要是其他管理费用、财务手续费和企业间往来款。2013年，公司经营活动现金流量净额为9.98亿元，同比增长163.14%。

从投资活动看，2013年，新增公司投资活动现金流入0.10亿元，主要是公司长期股权投资收益；公司投资活动现金流出8.41亿元，较上年增加8.19亿元，主要是公司购置的固定资产所支付的现金（占86.07%）和投资支付的现金（占13.93%）。

从筹资活动来看，2013年，公司筹资活动现金流入量为21.15亿元，较2012年增长19.67亿元，主要为公司吸收投资收到的现金（占35.55%，为收到江门市国资委对公司增资7.52亿元）和发行债券收到的现金（占56.12%，为公司发行的“13江门债/13江滨投”，

发行额度为12亿元)。同期,筹资活动产生的现金流出量为5.30亿元,同比增长-9.77%,由偿还债务支付的现金(3.01亿元)和分配股利、利润或偿付利息支付的现金(2.29亿元)构成。公司筹资活动产生的现金流量净额为15.86亿元。

从收入实现质量看,2013年公司现金收入比为59.87%,较上年的22.28%大幅上升,主要是由于2013年合并范围内增加了资产经营公司、交通工程公司和滨江管理公司,其中滨江管理公司土地整理业务现金回收期短,导致现金收入增加,公司收入实现质量有所好转。但考虑到公司工程代建业务受拨付期影响导致的现金流波动较大,公司整体收入实现质量较差。

总体看,跟踪期内,公司经营活动获取现金能力有所提高,控制人资金注资以及债券发行带来大规模现金流,公司筹资活动现金流能满足公司经营发展需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至2013年底,公司资产总额为210.71亿元,同比增长103.55%;从资产构成看,流动资产占79.00%,非流动资产占21.00%,流动资产保持稳定上升趋势。

流动资产方面,截至2013年底,公司流动资产合计166.45亿元,同比增长160.45%,主要是由于货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货规模大规模增长所致。截至2013年底,公司货币资金22.00亿元,同比增长392.20%,无受限资金;公司应收账款13.32亿元,同比增长26.38%,其中应收江门市财政局13.30亿元(占应收款总额99.84%);公司预付款项11.53亿元,较上年增加11.50亿元,主要是增加的非关联方工程款。截至2013年底,其他应收款28.87亿元,同比增长91.98%;其中,应收江门市政府投资工程建设管理中心款项占其他应收总额的

73.27%;账龄在两年以内占比为78.04%,回款风险不大;公司未计提坏账准备。同期,公司存货90.71亿元,同比增长168.15%,受江门市国资委跟踪期内的无偿划拨资产影响较大,主要构成为工程施工(21.96亿元,占24.22%)和土地(65.62亿元,占72.35%)。

非流动资产方面,截至2013年底,公司非流动资产为44.25亿元,同比增长11.73%,主要是长期股权投资(占12.84%)、投资性房地产(占8.71%)、固定资产(占55.50%)和在建工程(占20.43%)。截至2013年底,公司长期股权投资7.57亿元,主要为对江门市江鹤高速公路有限公司、江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司、江门市融和农村商业银行股份有限公司、江门市江沙公路有限公司、江门市滨江建设工程管理有限公司等8家公司的投资。截至2013年底,公司投资性房地产4.62亿元,较上年增长4.43亿元,主要是资产经营公司的房屋由自用转为出租,因此从固定资产转为投资性房地产。同期,公司固定资产20.30亿元,同比增长-23.69%,主要是由于本期无在建工程转入固定资产,同时资产经营公司4.43亿元固定资产转为投资性房地产,此外为资产经营公司的固定资产转为存货。截至2013年底,公司在建工程10.68亿元,较上年增长76.34%,主要是新增了滨江体育中心、广佛江快速通道江顺大桥、广佛江快速通道江门辅道、西环路隧道、江门大道南等项目。

总体看,跟踪期内,公司资产规模大幅增长,资产结构以流动资产为主,公司存货规模较大,对公司资产流动性有一定影响。

所有者权益

截至2013年底,公司所有者权益合计为127.07亿元,同比增长70.31%,主要由实收资本和资本公积的大幅增长所致;从权益构成看,主要由实收资本(占7.49%)、资本公积(占83.11%)和未分配利润(占8.62%)构成。

截至 2013 年底,公司实收资本 9.52 亿元,跟踪期内,江门市国资委对本公司增资人民币 7.52 亿元。截至 2013 年底,公司资本公积 105.61 亿元,较上年增加 41.91 亿元。跟踪期内,资本公积增加主要是由于江门市国资委划入江门市滨江建设投资管理有限公司 100% 股权、江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司 61.8% 股权分别增加资本公积 41.31 亿元、0.60 亿元。

总体看,公司权益稳定性较好。

负债

截至 2013 年底,公司负债合计 83.64 亿元,同比增长 189.34%。负债构成中,流动负债占负债总额的比重为 35.38%,非流动负债占 64.62%;非流动负债占比较 2013 年上升 11.97 个百分点,公司以非流动负债为主。

流动负债方面,截至 2013 年底,公司流动负债合计 29.59 亿元,同比增长 116.20%,主要由于其他应付款和一年内到期的非流动负债的大幅增加。截至 2013 年底,公司应付账款 0.62 亿元,同比下降 84.70%,全部为应付工程款;同期,公司应付利息 0.66 亿元,较上年增加 0.657 亿元,系增加的企业债应付利息;同期,公司其他应付款 25.05 亿元,同比增长 235.11%,主要为工程往来款和保证金;同期,一年内到期的非流动负债 2.86 亿元。

非流动负债方面,截至 2013 年底,公司非流动负债合计 54.05 亿元,同比上升 255.10%,主要是公司新增长期借款、应付债券和专项应付款所致。截至 2013 年底,公司长期借款 40.52 亿元,主要为信用借款;同期,应付债券 11.87 亿元,为 2013 年发行的 12 亿元企业债“13 江滨投/13 江门债”;同期,专项应付款 0.11 亿元,全为安置房拨款。

债务结构方面,2013 年,公司全部债务 55.25 亿元,同比增长 259.49%;其中短期债务 2.86 亿元,占比 5.17%,长期债务 52.39 亿元,占比 94.83%。整体上,公司债务结构与

业务情况较为相符。

债务指标方面,2013 年公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 30.30% 和 39.69%,较上年的 17.08% 和 27.92% 上升较快,主要由于项目投资规模增大导致公司融资需求增加,公司债务规模大幅上升。

总体看,跟踪期内,负债规模大幅增长,债务结构以长期债务为主,结构较为合理;公司债务负担上升较快,但仍处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至 2013 年底,公司的流动比率和速动比率分别为 562.60% 和 256.02%,较上年上升较快,均仍处于较高水平;公司经营现金流动负债比为 33.72%,较上年的 27.71% 有所上升。总体看,跟踪期内,公司短期债务规模较小,短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看,2013 年公司 EBITDA 为 3.36 亿元,EBITDA 利息倍数为 1.55 倍;同期,公司全部债务/EBITDA 为 16.42 倍,较上年的 4.05 倍大幅上升。从指标上看,公司偿债能力偏弱,但考虑到政府回购及补贴等方面的支持,公司实际偿债能力强于指标。整体看,公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年 3 月底,公司对外担保合计 2.60 亿元,担保比率为 2.05%,被担保单位为江门市自来水有限公司、江门日报社、江门市公路局、江门市恩平公路局和江门市台山公路局,被担保企业经营情况良好且多为政府下属机构,公司或有负债风险低。

截至 2014 年 3 月底,公司未获得各家银行授信额度,仅对所需单笔贷款分别进行洽谈。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码: G10044070300103790A),截至 2014 年 3 月 26 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。

6. 抗风险能力

作为江门市重要的国有资产运营主体，公司具有在地区经营环境、运营模式，以及政府支持等方面的综合优势。公司集市政道路建设、城际轨道（铁路）站场及附属设施投资、保障性住房建设、公共设施经营管理等功能于一体，考虑到公司经营职能的特殊性，公司整体偿债风险较低。

九、存续期内债券偿债能力

公司 2013 年 2 月 28 日发行了额度为 12 亿元的公司债券“13 江门债/13 江滨投”。2013 年公司实现 EBITDA 3.36 亿元，为存续债券的

0.28 倍，EBITDA 对存续债券的保障能力较弱；2013 年公司经营活动现金流入量为 34.58 亿元，为存续债券的 2.88 倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障程度尚可。2013 年公司经营活动现金流量净额为 9.98 亿元，为存续债券的 0.83 倍，对存续债券的保障能力较弱。

“13 江门债/13 江滨投”以募投项目回购款作为还款来源，并在存续期的后五年末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。公司分期偿付本金 2.4 亿元，2013 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动产生的净现金流对分期偿付本金的保护倍数分别为 1.4 倍、和 14.41 倍和 4.16 倍；经营活动现金流入量和经营活动产生的净现金流对需前提偿付的本金覆盖程度较强。

表5 公司2012~2021年回购款支付计划

支付年限	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
支付金额（万元）	12000	12000	12000	36000	36000	33600
应付本息（万元）	--	7920	7920	31920	30336	28752
本息覆盖率（倍）	--	1.52	1.52	1.13	1.19	1.17
支付年限	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	总计	
支付金额（万元）	31200	28800	26400	22000	250000	
应付本息（万元）	27168	25584	--	--	159600	
本息覆盖率（倍）	1.15	1.13	--	--	--	

注：以上应付本息支付按照7年期（从第3年起每年还本20%）、票面利率6.6%进行测算。

资料来源：公司提供

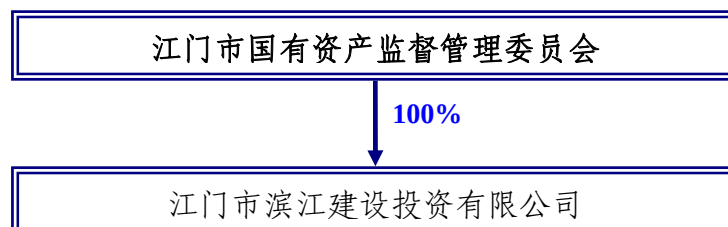
江门市财政局与公司签署了关于“13 江门债/13 江滨投”募投项目的回购协议书，协议约定江门市财政局向公司支付回购价款。该项目总投资22.8亿元，形成未来的应收款为25亿元，分10年支付。截至2013年底，江门市财政局已支付回购款2.4亿元（均计入营业收入），2014年和2015年将继续分别支付1.20亿元。

“13 江门债/13 江滨投” AA 的信用等级。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13

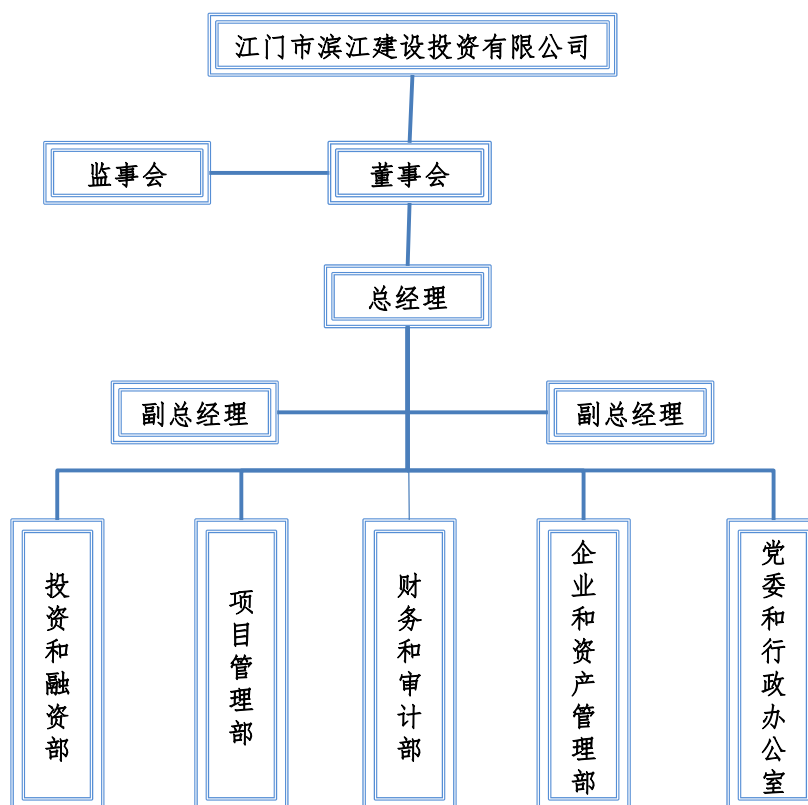
附件1-1 公司股权结构



附件1-2 公司下属子公司情况

序号	公 司 名 称	注册资本	持股比例	主营业务
1	江门市基础设施投资控股有限公司	80,000 万元	100%	城市基础设施投资管理、资本营运
2	江门城际轨道交通投资有限公司	500 万元	100%	城际轨道（铁路）、站场及附属设施投资
3	江门市公共物业建设有限公司	1,000 万元	100%	保障房建设
4	江门市交通房地产开发有限公司	947.52 万元	100%	房地产开发建设
5	江门市资产投资经营有限公司	2,000 万元	100%	国有资产产权收益、投资和管理
6	江门市交通工程建设有限公司	6,600 万元	100%	公路工程施工贰级、交通基础设施建设
7	江门城建能源投资发展有限公司	500 万元	100%	能源业和实业
8	江门市滨江建设投资投资管理有限公司	53,000 万元	100%	土地整理和城市基础设施建设
9	江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司	28,139.16 万元	61.8%	投资管理、园区建设等

附件 1-3 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.29	4.47	22.00
资产总额(亿元)	56.73	103.52	210.71
所有者权益(亿元)	35.30	74.61	127.07
短期债务(亿元)	2.72	1.78	2.86
长期债务(亿元)	15.73	13.59	52.39
全部债务(亿元)	18.45	15.37	55.25
营业收入(亿元)	7.08	9.52	6.99
利润总额(亿元)	2.11	3.68	3.14
EBITDA(亿元)	2.35	3.79	3.36
经营性净现金流(亿元)	1.87	3.79	9.98
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.28	1.39	0.59
存货周转次数(次)	0.72	0.38	0.09
总资产周转次数(次)	0.12	0.12	0.04
现金收入比(%)	143.12	22.28	59.87
营业利润率(%)	28.53	16.85	19.63
总资本收益率(%)	3.93	4.04	1.75
净资产收益率(%)	5.98	4.88	2.48
长期债务资本化比率(%)	30.83	15.41	29.19
全部债务资本化比率(%)	34.33	17.08	30.30
资产负债率(%)	37.78	27.92	39.69
流动比率(%)	452.80	467.01	562.60
速动比率(%)	332.46	219.83	256.02
经营现金流动负债比(%)	32.83	27.71	33.72
EBITDA 利息倍数(倍)	3.66	2.91	1.55
全部债务/EBITDA(倍)	7.86	4.05	16.42

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	
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 / 主营业务收入×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+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。