

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1483 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，并维持“13江门债/13江滨投”的信用等级为AA。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十七日

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(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: 2015 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	4.47	22.00	72.66
资产总额(亿元)	103.52	210.71	289.57
所有者权益(亿元)	74.61	127.07	128.25
短期债务(亿元)	1.78	2.86	2.95
全部债务(亿元)	15.37	55.25	128.92
营业收入(亿元)	9.52	6.99	18.74
利润总额(亿元)	3.68	3.14	3.02
EBITDA(亿元)	3.79	3.36	3.19
经营性净现金流(亿元)	3.79	9.98	-1.71
营业利润率(%)	16.85	19.63	8.27
净资产收益率(%)	4.88	2.48	2.30
资产负债率(%)	27.92	39.69	55.71
全部债务资本化比率(%)	17.08	30.30	50.13
流动比率(%)	467.01	562.60	656.11
全部债务/EBITDA(倍)	4.05	16.42	40.40
经营现金流流动负债比(%)	27.71	33.72	-5.20

分析师

孙晨歌 陈茜

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,跟踪期内在基础设施投资领域保持垄断优势,公司在资产划拨及财政补贴方面得到政府持续支持;公司资产规模增长较快、且新增土地出让业务带来收入规模的扩大。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,债务规模增长快,回款周期受工程结算进度和财政拨付效率影响大。

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。

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,地区财政实力稳步增长,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. 募投项目回购资金按时到位,对“13 江门债/13 江滨投”本息的偿还提供了稳定的保障。

关注

1. 公司存货在流动资产中占比较大,资产流动性一般。存货中土地资产占比高,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. 2014 年公司债务规模大幅增长,公司债务

负担有所加重。

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，设立时注册资金为人民币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2014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，物业管理及租赁，市政工程施工（凭资质证）管理；物业代理；设计、制作、发布：国内外各类广告；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10家子公司。

截至2014年底，公司（合并）资产总额

为289.57亿元，所有者权益128.25亿元（其中含少数股东权益0.46亿元）；2014年公司实现营业收入18.74亿元，利润总额3.02亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本

级) 75860 亿元, 比上年增加 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增加 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具, 创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析和区域经济环境分析

1. 行业分析

(1) 行业概况

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。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业, 是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展, 目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模, 在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点, 目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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月底,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:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②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;③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。

2015年5月15日,国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发【2015】40号),为确保融资平台公司在建项目后续融资,化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来,从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问,到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出,再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地,以及2015年5月份国家发改委积极

推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台,融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低,融资平台公司债务短期周转能力有望增强,流动性风险将得以缓释。

整体看,通过多次分类整合,不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范,在政策不断细化的大背景下,政府投融资平台逐步出现两极分化,有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持,未来在城市发展中起到更加突出的作用,无条件的平台将出现功能弱化,面临调整。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

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。

2014年全年,全国固定资产投资总额(不含农户)完成50.20万亿元,比上年名义增长15.7%,扣除价格因素,实际增长15.1%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资11983亿元,比上年增长33.9%;第二产业投资208107亿元,增长13.2%;第三产业投资281915亿元,增长16.8%。

截至2014年底,中国城镇化率为54.77%,较上年提高1.07个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步形成辐射作用大的城市群,促进大中小城市和小城镇协调发展,是中国现有城市化发展的主要思路。

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。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十八大后中国经济增长的动力。

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发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

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

2014 年，江门市实现地区生产总值（GDP）2082.76 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 168.14 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 1024.47 亿元，增长 9.5%；第三产业增加值 890.15 亿元，增长 6.0%。在第三产业增加值中，交通运输、仓储和邮政业增长 9.2%，批发和零售业增长 4.0%，住宿和餐饮业增长 1.7%，金融业增长 13.0%，房地产业增长 0.4%。人均地区生产总值 4.62 万元，增长 7.5%。

2014 年江门市规模以上工业增加值比上年增长 11.0%，其中，轻工业增长 12.9%，重工业增长 9.1%。分经济类型看，国有及国有控股企业下降 0.4%，外商及港澳台投资企业增长 11.6%，民营企业增长 13.5%。

2014 年江门市固定资产投资 1111.65 亿元，同比增长 16.8%。分产业看，第一产业投资 8.02 亿元，同比增长 3.1%；第二产业投资 483.54 亿元，同比增长 1.6%；第三产业投资 620.09 亿元，增长 32.0%。

(2) 地方财政实力

2014 年，随着江门市经济的增长，地方财政实力稳步增强。2014 年全市一般公共预算收入 177.20 亿元，较上年增长 12.13%。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 2012~2014 年财政收入情况
(单位: 万元)

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般公共预算收入	1350341	1580325	1772018
税收收入	1055514	1215525	1328111
非税收入	294827	364800	443907
基金收入	540503	925998	787169
土地出让金	386919	721858	759793
其他	153584	204140	27376
上级补助收入	634303	723886	828724
返还性收入	195314	194799	194799
一般转移支付	92142	147627	222874
专项转移支付	346847	381460	411051
预算外财政专户资金	191365	186511	172435
地方可控财力	2716512	3416720	3718716

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 193.40 亿元，主要体现为国内金融机构贷款。截至 2014 年底，江门市地方政府债务率 52.95%，债务负担一般。

表 2 2014 年底江门市政府债务余额表

地方债务（截至 2014 年底）	金额（万元）
（一）直接债务余额	1934029.37
1. 外国政府贷款	1614.98
2. 国际金融组织贷款	15175.05
3. 国债转贷资金	2014.00
4. 解决地方金融风险专项借款	100000.00
5. 国内金融机构借款	1302081.22
6. 债券融资	49271.00

(1) 中央代发地方政府债券	5529.00
7. 向单位、个人借款	-
8. 拖欠工资和工程款	-
9. 其他	463873.12
(二) 担保债务余额	69824.56
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	1968941.65
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%	52.95%

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，江门市一般预算收入持续增长，虽然债务规模有所加大，但财力增长幅度较大，债务负担一般。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 3 月底，公司实收资本 9.521 亿元，江门市国资委出资持有公司 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，是江门市着力打造国有资产运营主体。公司承担了江门市城市基础设施建设工程的投资、融资、建设、运营和管理等职能。

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股权划拨、财政补贴等方面的较大支持。

股权划拨方面，2014 年，根据江门市国资委《关于将江门市五邑会展物业经营有限公司 100% 股权无偿划拨给市滨江建设投资有限公司的通知》，公司取得江门市五邑会展物业经营有限公司 100% 的股权，该部分资产的划入提高了公司的收入，对公司主营业务进行了补充。

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 2014 年政府给予公司财政补贴 2.41 亿元。

总体看，跟踪期内，公司在资产划拨及财政补贴方面得到政府持续支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司在公司高管、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，公司的土地整理业务收入快速增长，成为公司主营业务收入的主要来源。2014 年，公司实现工程建设收入 4.81 亿元，占营业收入的 25.84%，较上年的 75.13% 大幅下降，主要是由于跟踪期内土地整理业务收入大幅上升所致；房地产销售收入 0.45 亿元，占比 2.42%，收入较上年有所上升；路桥费收入 0.15 亿元，占比 0.78%；土地整理收入 12.79 亿元，占比 68.65%，公司土地整理收入同比大幅上升。从毛利率看，2014 年公司工程建设毛利率为 10.22%，与上年持平；路桥费板块的毛利率为 39.42%，较上年上升了 17.01 个百分点，主要是由于 2013 年 12 月路桥收入资金返还于 2014 年 1 月到账，因此 2014 年确认的路桥收入较 2013 年度增加了 319.29 万元，导致了 2013 年路桥板块毛利率偏低而 2014 年毛利率大幅上升；房地产销售板块的毛利率为 61.91%，较上年上升 21.70 个百分点，主要原因为公司大部分商铺在 2014 年销售，利润高于普通住宅，导致 2014 年公司房地产销售毛利率大幅上升；土地整理板块毛利率为 3.46%，受市场不景气影响毛利率较上年的 71.21% 大幅下降。整体看，跟踪期内，受公司土地整理板块收入占比大幅上升及其毛利率大幅下降影响，公司整体毛利率大幅下降，为 8.90%。

表 3 公司业务板块情况（单位：万元，%）

业务类别	2012 年			2013 年			2014 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	82243.12	86.43	16.89	52507.94	75.13	10.22	48148.03	25.84	10.22
路桥费收入	1357.55	1.43	35.03	1136.78	1.63	22.41	1456.07	0.78	39.42
房地产销售收入	11558.44	12.14	35.10	1755.51	2.51	40.21	4512.16	2.42	61.91
土地整理收入	--	--	--	13117.59	18.77	71.21	127916.20	68.65	3.46
其他收入	--	--	--	1368.01	1.96	-0.83	4310.89	2.31	89.58
合计	95159.11	100	19.36	69885.83	100.00	22.26	186343.35	100.00	8.90

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。2014年，公司累计实现工程建设收入4.81亿元，同比下降8.38%，主要是由于部分工程结算期集中在2015年。

公司2012~2014年受政府委托建成的项目主要有东华大桥、职院新校区（一期工程）等。目前，公司在建的项目主要有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、广佛江快速通道江门段（K2+720~K44+100）工程等工程。计划总投资142.88亿元，截至2014年底已累计投资47.15亿元。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	2014 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	7.03	2011.11	2015.11
江门市迎宾西路建设工程	5.38	3.52	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	5.69	2013.7	2015.6
杜阮北一路项目	5.07	0.12	2015.1	2016
建设路与迎宾路立交及周边环境整治工程	4.47	1.71	2012.10	2015.12
胜利南路（新中大道-金鸥路）	6.73	0.94	2012.7	2015.6
滨江体育中心	21.84	7.76	2012.1	2015.6
广佛江快速通道江顺大桥	20.40	15.64	2011.12	2015.6
金鸥路项目（江门水道-港澳码头）	9.97	3.21	2012.10	2015.6
合计	142.88	47.15	--	--

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。

2014年公司车辆通行费收入合计0.15亿元，同比上升36.36%。

房地产销售业务

公司房地产销售业务主要是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。2014年，实现房地产销售收入0.45亿元，占主营业务收入比重较小，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。

截至2014年底，公司拥有可变现土地使用面积290.15万平方米，账面价值61.92亿元；其中，土地性质为出让的土地面积120.40万平方米（其余土地为储备用地和街巷用地），账面价值31.55亿元，已抵押土地面积26.06万平方米、账面价值17.59亿元。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。

2014年，投资管理公司实现土地整理收入12.79亿元，是公司收入的主要来源。目前，投资管理公司正在做的项目包括广佛江快速

通道江门段、滨江体育中心、广佛江快速通道江顺大桥、规划二路、丰乐路北沿线等项目。

八、财务分析

公司提供的2012~2014年财务报表均已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2014年底，公司拥有10家全资子公司，公司合并报表范围较去年新增1家子公司和1家孙公司，分别为江门市五邑会展物业经营有限公司和江门市江鹤高速公路有限公司，由于2家公司资产规模较小，财务可比性较强。

截至2014年底，公司（合并）资产总额为289.57亿元，所有者权益128.25亿元（其中含少数股东权益0.46亿元）；2014年公司实现营业收入18.74亿元，利润总额3.02亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所增加，利润规模有所降低，2014年公司实现营业收入18.74亿元，同比增长168.10%，主要是由于土地投资整理业务大幅增长所致；2014年公司实现营业外收入2.44亿元，主要为江门市人民政府提供的基础设施建设补助2.41亿元，对公司利润影响较大；利润总额3.02亿元，同比下降3.89%。2014年，受公司营业成本的快速上升影响，公司营业利润率为8.27%，较上年的19.63%大幅下降。

期间费用方面，2014年，公司三费合计占营业收入的2.95%，较上年的5.17%下降幅度较大。

非经常性损益方面，2014年，公司投资收益为-0.40亿元，营业外收入2.44亿元，对利润总额影响较大。

从盈利指标看，2014年公司总资本收益率和净资产收益率较上年均略有下降，分别

为 1.21%和 2.30%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模大幅上升但利润规模有所下降，受营业成本的快速上升影响，公司营业利润率大幅下降，但受财政补贴的影响，公司净利润较上年下降幅度较小。公司与同行业相比，盈利水平较强，但整体看，公司整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2014年公司经营性现金流入量为29.89亿元，同比下降13.56%，由销售商品、提供劳务收到现金（占59.77%）和收到其他与经营活动有关的现金（占40.23%）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（20.04%）和企业间往来款（79.53%）。同期，公司经营性现金流出量为31.60亿元，同比增长28.44%，主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金（占45.50%）和支付其他与经营活动有关的现金（占52.55%）；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。2014年，公司经营活动现金流量净额为-1.71亿元，同比下降117.14%。

从投资活动看，2014年，公司投资活动现金流入规模较小，为0.61亿元，主要是收到其他与投资活动有关的现金；公司投资活动现金流出20.71亿元，较上年增加146.22%，主要是公司购置的固定资产所支付的现金。

从筹资活动来看，2014年，公司筹资活动现金流入量为77.49亿元，同比增长266.26%，主要为取得银行借款收到的现金。同期，筹资活动产生的现金流出量为5.02亿元，同比下降5.23%，由偿还债务支付的现金（3.85亿元）和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（1.17亿元）构成。公司筹资活动产生的现金流量净额为72.47亿元。

从收入实现质量看，2014年公司现金收入比为95.36%，较上年的59.87%大幅上升，主要是由于2014年度公司收回了东华大桥、

职院新校区等代建收入款项4.56亿元，同时收回了滨江大道部分回购款。但考虑到公司工程代建业务受拨付期影响导致现金流波动较大，公司整体收入实现质量有所提升。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力有所提高，考虑到公司投资规模有所增加，公司未来外部融资需求有所加大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额为289.57亿元，同比增长37.43%；从资产构成看，流动资产占74.50%，非流动资产占25.50%，公司以流动资产为主。

流动资产方面，截至2014年底，公司流动资产合计215.73亿元，同比增长29.60%，主要是由于货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货组成。截至2014年底，公司货币资金72.66亿元，同比增长230.31%，其中受限货币资金0.4亿元；公司应收账款12.39亿元，同比下降7.00%，其中应收江门市财政局12.34亿元（占应收款总额99.58%），账龄方面，1年以内的应收账款占比78.51%，1~2年的占比21.41%，3年以上的占比0.08%，应收账款账龄较短；公司预付款项9.36亿元，同比下降18.84%，主要为预付工程款。截至2014年底，其他应收款40.16亿元，同比增长39.11%；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43.08%；账龄在两年以内占比为65.14%；公司未计提坏账准备。同期，公司存货81.16亿元，同比下降10.52%，主要构成为工程施工（占21.32%）和土地（占76.29%），其中土地使用权账面价值61.92亿元，已抵押土地账面价值17.59亿元。

非流动资产方面，截至2014年底，公司非流动资产为73.84亿元，同比增长66.87%，主要是投资性房地产（占7.78%）、固定资产（占28.97%）和在建工程（占56.63%）。截

至 2014 年底，公司投资性房地产 5.75 亿元，较上年增长 24.39%，主要是资产经营公司的房屋由自用转为出租，因此从存货转为投资性房地产。同期，公司固定资产 21.39 亿元，同比增长 5.35%，主要由房屋及建筑物（占 98.17%）构成。截至 2014 年底，公司在建工程 41.81 亿元，较上年增长 291.44%，主要是新增了建设路与迎宾路立交及周边环境整治工程、金鸥路、江睦路、胜利南路等项目以及广佛江快速通道江顺大桥的持续投入所致。

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，流动资产中存货规模较大，资产流动性较弱。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 128.25 亿元，同比增长 0.93%，较上年变化不大，截至 2014 年底，公司资本公积为 103.58 亿元，较 2013 年底下降 1.92%，主要是江门市江鹤高速公路有限公司（75%股权）根据股东会决议纳入合并增加资本公积-2.03 亿元；从权益构成看，主要由实收资本（占 7.42%）、资本公积（占 80.77%）和未分配利润（占 10.57%）构成。

总体看，公司权益稳定性较好。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 161.32 亿元，同比增长 92.89%。负债构成中，流动负债占负债总额的比重为 20.38%，非流动负债占 79.62%；非流动负债占比同比有所上升，公司以非流动负债为主。

流动负债方面，截至 2014 年底，公司流动负债合计 32.88 亿元，同比增长 11.13%，主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2014 年底，公司应付账款 3.12 亿元，同比增长 400.12%，全部为应付工程款；公司其他应付款 25.87 亿元，同比增长 3.27%，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 2.95 亿

元。

非流动负债方面，截至 2014 年底，公司非流动负债合计 128.44 亿元，同比上升 137.65%，主要由长期借款和应付债券组成。截至 2014 年底，公司长期借款 111.07 亿元，主要为信用借款；同期，应付债券 14.91 亿元，为 2013 年发行的 12 亿元企业债“13 江滨投/13 江门债”和 2014 年发行的 3 亿元的私募债；同期，专项应付款 0.86 亿元，全部为安置房拨款。

债务结构方面，2014 年，公司全部债务 128.92 亿元，同比增长 133.34%；其中短期债务 2.95 亿元，占比 2.29%，长期债务 125.97 亿元，占比 97.71%。整体上，公司债务结构与业务情况较为相符。

债务指标方面，2014 年公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 50.13%和 55.71%，较上年的 30.30%和 39.69%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，公司债务规模大幅增长，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。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 656.11%和 409.26%，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-5.20%，同比大幅下降，主要是经营性现金流表现为净流出所致。总体看，跟踪期内，公司短期债务规模较小，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 3.19 亿元，公司长期偿债能力偏弱，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 2015 年 3 月底，公司对外担保合计 1.18 亿元，担保比率为 0.92%，被担保单位为

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，公司或有负债风险相对较低。

截至2015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2015年5月22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”。2014年公司实现EBITDA3.19亿元，为存续债券的0.27倍，EBITDA对存续债券的保障能力较弱；2014年公司经营活动现金流入量为29.89亿元，为存续债券的2.49倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障程度尚可。

“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2.40亿元，2014年公司EBITDA和经营活动现金流入量对分期偿付本金的保护倍数分别为1.33倍和12.45倍；经营活动现金流入量对单年偿付本金覆盖程度较强。

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	--	--	--	

资料来源：公司提供

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。

“13江门债/13江滨投”募投项目为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和江门市南山路（江海路-五邑路）建设工程，募投项目计划总投资22.80亿元，截至2014年底，募投项目已投资额为12.08亿元。

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。

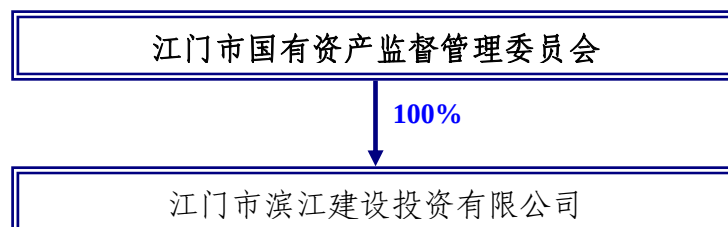
该项目总投资22.8亿元，形成未来的应收款为25亿元，分10年支付。截至2014年底，江门市财政局已支付回购款3.6亿元，2015年和2016年将继续分别支付3.6亿元。

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
江门债/13江滨投”AA的信用等级。

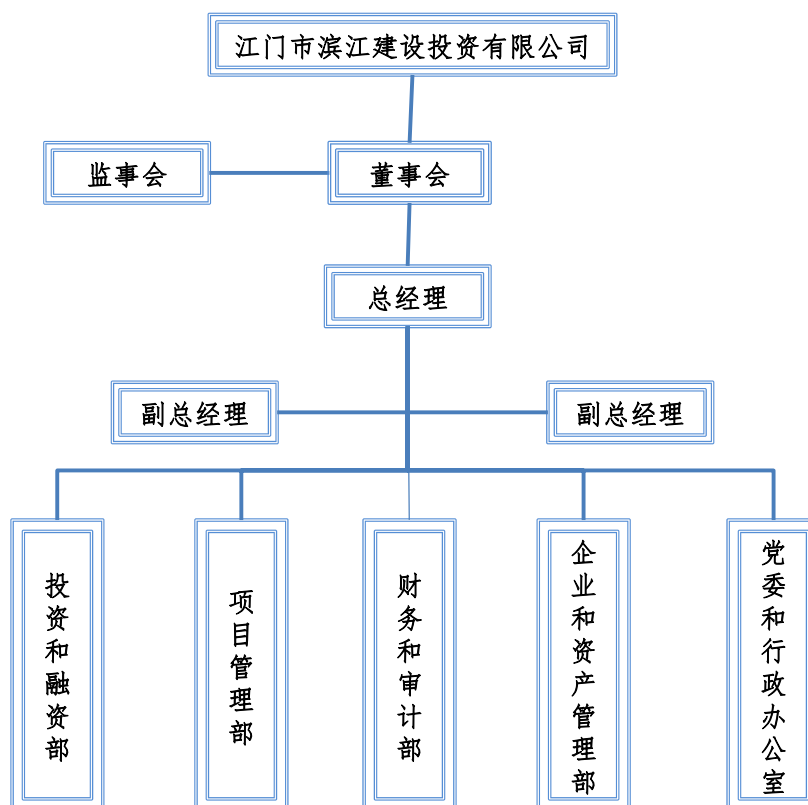
附件1-1 公司股权结构



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	80000 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	1000 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	2000 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	6600 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管理有限公司	53000 万元	100%	土地整理和城市基础设施建设
9	江门市五邑会展物业经营有限公司	50 万元	100%	物业管理
10	江门市先进制造业江沙示范园区投资有限公司	28139.16 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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.47	22.00	72.66
资产总额(亿元)	103.52	210.71	289.57
所有者权益(亿元)	74.61	127.07	128.25
短期债务(亿元)	1.78	2.86	2.95
长期债务(亿元)	13.59	52.39	125.97
全部债务(亿元)	15.37	55.25	128.92
营业收入(亿元)	9.52	6.99	18.74
利润总额(亿元)	3.68	3.14	3.02
EBITDA(亿元)	3.79	3.36	3.19
经营性净现金流(亿元)	3.79	9.98	-1.71
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.90	0.59	1.46
存货周转次数(次)	0.23	0.09	0.20
总资产周转次数(次)	0.09	0.04	0.07
现金收入比(%)	22.28	59.87	95.36
营业利润率(%)	16.85	19.63	8.27
总资本收益率(%)	4.04	1.75	1.21
净资产收益率(%)	4.88	2.48	2.30
长期债务资本化比率(%)	15.41	29.19	49.55
全部债务资本化比率(%)	17.08	30.30	50.13
资产负债率(%)	27.92	39.69	55.71
流动比率(%)	467.01	562.60	656.11
速动比率(%)	219.83	256.02	409.26
经营现金流动负债比(%)	27.71	33.72	-5.20

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 / 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 中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

银行间债券市场主体长期债券信用等级设置及其含义同中长期信用等级。