跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1491 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。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

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[1]	12 亿元	2013/02/28-2020/02/28	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	22.00	72.66	74.66
资产总额(亿元)	210.71	289.57	349.52
所有者权益(亿元)	127.07	128.25	151.86
短期债务(亿元)	2.86	2.95	9.65
全部债务(亿元)	55.25	128.92	144.31
营业收入(亿元)	6.99	18.74	10.66
利润总额 (亿元)	3.14	3.02	2.17
EBITDA(亿元)	3.36	3.19	3.50
经营性净现金流(亿元)	9.98	-1.71	3.51
营业利润率(%)	19.63	8.27	10.14
净资产收益率(%)	2.48	2.30	1.35
资产负债率(%)	39.69	55.71	56.55
全部债务资本化比率(%)	30.30	50.13	48.73
流动比率(%)	562.60	656.11	434.68
全部债务/EBITDA(倍)	16.42	40.40	41.50
经营现金流动负债比(%)	33.72	-5.20	5.67

分析师

崔俊凯　李毅婷

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”）是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、财政补贴及债务置换方面得到政府持续支持；公司资产规模增长较快。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受建设工程持续推进的影响，债务规模增长快；江门市债务率大幅上升等因素为公司的发展带来不利的影响。

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外部发展环境。

跟踪期内，公司“13江门债/13江滨投”已于2016年2月28日完成第三次付息工作，兑息金额7920万元，同时完成第一次提前还本工作，兑付债券本金2.4亿元，剩余本金9.6亿元。公司2015年经营活动现金流入量对剩余本金覆盖程度较好。

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、债务置换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，且相关指标对剩余本金保障好。

关注

1. 公司存货在流动资产中占比较大，资产流

[1] 江门市滨江建设投资有限公司已于 2016 年 2 月 28 日完成第三次付息，兑息金额 7920 万元，同时完成第一次提前还本工作，兑付债券本金 2.4 亿元，剩余 9.6 亿元本金。

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. 公司其他应收款项规模大，对资金形成一定的占用。
3. 跟踪期内，江门市地方政府债务率高，债务负担较重。
4. 跟踪期内，公司其他应付款大量增加。

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“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7.52亿元（江中坤验字[2013]第36号），增加投入后公司注册资本为9.52亿元。截至2015年底，公司注册资本为9.52亿元，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；收取滨江大道车辆通行费项目由分支机构凭批准文件经营。

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11家子公司。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为349.52亿元，所有者权益151.86亿元（其中含少数股东权益2.06亿元）；2015年公司实现营业收入10.66亿元，利润总额2.17亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政预算 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政预算 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析和区域经济环境分析

1. 行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于

银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

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调整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。

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

根据《2015 年江门市国民经济和社会发展统计公报》，2015 年江门市实现地区生产总值（GDP）2240.02 亿元，比上年增长 8.4%。分产业看，第一产业增加值 174.72 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 1078.51 亿元，增

长 8.6%；第三产业增加值 986.80 亿元，增长 8.8%。三年产业结构为 7.8:48.1:44.1，人均地区生产总值 49608 元，增长 8.1%。

2015 年江门市固定资产投资 1307.87 亿元，同比增长 17.7%。分产业看，第一产业投资 11.26 亿元，同比增长 76.8%；第二产业投资 588.53 亿元，同比增长 21.8%；第三产业投资 708.08 亿元，增长 13.8%。

（2）地方财政实力

2015 年，随着江门市经济的增长，地方财政实力稳步增强。2015 年全市一般预算收入 199.01 亿元，较上年增长 10.96%，其中税收收入为 144.59 亿元（占一般预算收入 72.66%），同比增长 8.89%。跟踪期内，江门市财政收入以税收为主，财政收入构成良好，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 2013～2015 年财政收入情况

（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	1580325	1772018	1990104
税收收入	1215525	1328111	1445923
非税收入	364800	443907	544181
基金收入	925998	787169	646039
土地出让金	721858	759793	504411
其他	204140	27376	141628
上级补助收入	723886	828724	966815
返还性收入	194799	194799	194799
一般转移支付	147627	222874	303376
专项转移支付	381460	411051	468640
预算外财政专户资金	186511	172435	170464
地方可控财力	**3416720**	**3718716**	**3773422**

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 348.08 亿元，主要体现为国内金融机构借款。截至 2015 年底，江门市地方政府债务率 93.89%，债务率高，债务负担重。

表 2　2015 年底江门市政府债务余额表

地方债务（截至 2015 年底）	金额（亿元）
（一）直接债务余额	348.08
1．外国政府贷款	0.1
2．国际金融组织贷款	0.14
3．国债转贷资金	0.09
4．解决地方金融风险专项借款	10
5．国内金融机构借款	128.47
6．债券融资	54
（1）中央代发地方政府债券	54
7．向单位、个人借款	0.18
8．拖欠工资和工程款	-
9．其他	155.1
（二）担保债务余额	0.83
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	348.50
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**93.89%**

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，但地方债务率高，债务负担重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司实收资本 9.52 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。

3. 政府支持

跟踪期内，公司获得江门市政府及江门市国资委在股权划拨、财政补贴及债务置换等方面的较大支持。

股权划拨方面，2015 年，根据江门市国资委《关于将江门市和兴市场物业管理有限公司 100%股权无偿划拨给市滨江建设投资有限公司的通知》，公司取得江门市和兴市场物

业管理有限公司 100%的股权，对公司主营业务进行了补充。入账价值为 9217.99 万元。

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。江门市财政局 2015 年给予公司财政补贴 1.26 亿元，计入“营业外收入”科目。

政府置换债方面，根据广东省江门市财政局《关于划拨置换债资金财务处理说明》2015 年将江门市滨江建设投资管理有限公司的 21.84 亿元负债豁免转增资本，计入资本公积。

总体看，跟踪期内，公司在资产划拨及财政补贴及债务置换方面得到政府持续支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司监事会主席许品华和副总经理黄月婷均已达到国家法定退休年龄，属于正常退休。

跟踪期内，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，受土地整理业务尚未结算且未形成收入影响，公司整体营业收入规模较上年快速下降，工程建设收入为公司主营业务收入的主要来源。2015 年，公司实现工程建设收入 8.97 亿元，占营业收入的 85.00%，收入较上年快速上升；房地产销售收入 61.25 万元，占比 0.06%，收入较上年大幅下降，主要系公司楼盘销售接近尾声，可控销售的房屋较少；路桥费收入 1.36 亿元，同比大幅增长 835.53%，主要系公司将子公司路桥收费业务在 2014 年审计时被认定工程建设业务，2015 年作出调整，重新计入路桥收费所致。从毛利率看，2015 年公司工程建设毛利率为 7.55%，较上年下降 2.67 个百分点；路桥费板块的毛利率为 39.73%，较上年上升 0.31 个百分点；房地产销售板块的毛利率为 70.69%，较上年上升 8.78 个百分点，系公司剩余的可供销售的房屋多数为商铺，故毛利率较高。整体看，跟踪期内，受公司土地整理业务未形成收入影响，公司整体收入规模快速下滑，整体毛利率为 11.57%。

表 3　公司业务板块情况（单位：万元，%）

业务类别	2013 年			2014 年			2015 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	52507.94	75.13	10.22	48148.03	25.84	10.22	89727.12	85.00	7.55
路桥费收入	1136.78	1.63	22.41	1456.07	0.78	39.42	13621.98	12.94	39.73
房地产销售收入	1755.51	2.51	40.21	4512.16	2.42	61.91	61.25	0.29	70.69
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	1860.72	1.77	-2.81
合计	**69885.83**	**100.00**	**22.26**	**186343.35**	**100.00**	**8.90**	**105271.07**	**100.00**	**11.57**

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。2015年，公司累计实现工程建设收入8.97亿元，同比上升86.36%，主要是江门大道结转收入所致。政府对公司代建项目回款及时，保证公司正常运营。

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辅道等工程。计划总投资118.67亿元，截至2015年底已累计投资21.65亿元。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	2015 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	7.38	2011 年 11 月	2017 年 11 月
江门市迎宾西路建设工程	15.51	4.45	2011 年 7 月	2017 年 12 月
江门市南山路（江海路-五邑路）建设工程	8.08	1.88	2011 年 12 月	2017 年 12 月
连海路（新港路-南环路）一期	4.41	1.79	2014 年 12 月	2017 年 12 月
西环路隧道	2.50	2.64	2012 年 1 月	
杜阮北—路项目	5.07	0.83	2015 年 1 月	2016 年 12 月
广佛江快速通道江门辅道	68.54	1.53	2014 年 7 月	2017 年 6 月
江鹤江中互通立交工程（江鹤高速公路路面大修工程）	2.45	1.15	2015 年 9 月	2016 年 2 月
合计	**118.67**	**21.65**		

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。2015年公司车辆通行费收入合计1.36亿元，同比大幅增长835.53%，主要系公司将其子公司路桥收费业务在2014年审计时被认定工程建设业务，2015年做出调整，重新计入路桥收费所致。

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。2015年，实现房地产销售收入61.25元，占主营业务收入比重较小。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2015年底，公司拥有可变现土地使用权面积约282.47万平方米，账面价值70.26亿元；其中，土地性质为出让的土地面积113.35万平方米（其余土地为储备用地和街巷用地），账面价值39.89亿元，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。

2015年，公司未实现土地整理收入，主要系公司负责的土地整理业务尚未结算所致。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。

2. 未来发展

未来几年，公司将围绕建设“幸福侨乡”为目标，积极拓展城市基础设施建设，有效整合公共资源，利用多种市场化资源，吸收优质资产，不断增强自身实力。

未来公司将负责江门市重点交通、市政基础设施的融资、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，开展实质运营运作，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。按照这一要求，公司今后重点发展“五大板块”：一是城市开发建设，二是物业持有和管理，三是商业地产开发，四是园区开发，五是能源投资。未来，随着公司承担的基础设施建设项目不断增加以及城市化率的进一步提高，工程建设收入等将实现较快增长，物业持有和管理，商业地产和园区的开发，能源投资收益等将带动公司主营业务收入和利润的不断增长。

八、财务分析

公司提供的2013～2015年财务报表均已经北京兴华会计师事务所[2]（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2015年底，公司拥有9家全资子公司，公司合并报表范围较上年新增1家子公司，为江门市和兴市场物业管理有限公司，上述公司资产规模较小，财务可比性强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 349.52 亿元，所有者权益 151.86 亿元（其中含少数股东权益 2.06 亿元）；2015 年公司实现营业收入 10.66 亿元，利润总额 2.17 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所下降，2015 年公司实现营业收入 10.66 亿元，同比下降 43.10%，主要是由于土地投资整理业务未形成收入所致；2015 年公司实现营业外收入 1.32 亿元，主要为江门市政府提供的基础设施建设补助 1.26 亿元，对公司利润影响较大；利润总额 2.17 亿元，同比下降 28.22%。2015 年，公司营业成本快速下降，公司营业利润率为 10.14%，较上年的 8.27%有所提升。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用合计占营业收入的 4.75%，较上年增长 1.80 个百分点。

从盈利指标看，2015 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 0.74%和 1.35%。

总体看，跟踪期内，受土地整理未形成收入影响，公司收入规模快速下降；公司利润总额主要来源于财政补贴，整体盈利能力偏弱。

2. 现金流

从经营活动看，2015年公司经营活动现

[2] 2015 年 7 月 14 日，丹东欣泰电气股份有限公司（以下简称“丹东电气”）收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》（深证调查通字 15069 号）。因丹东电气涉嫌违反证券法律法规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，决定对丹东电气立案调查。由于北京兴华会计师事务所是其服务的审计师，故证监会也对北京兴华会计师事务所进行立案检查，目前检查工作尚未结束。本期债券项目承办签字会计师洪一五、高直，并未承办或参与丹东电气项目，且上述被立案调查事宜未影响或限制北京兴华会计师事务所承办或参与债券发行业务活动的资格或能力，不构成对本期债券的实质性不利影响或法律障碍。本期债券的审计报告客观公允反映了公司的相关情况。

金流入量为34.40亿元，同比上升15.06%，主要由销售商品、提供劳务收到现金（占45.52%）和收到其他与经营活动有关的现金（占54.45%）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（占6.74%）、企业间往来款（占93.19%）和利息收入（占0.07%）。同期，公司经营活动现金流出量为30.88亿元，同比下降2.29%，主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金（占69.52%）和支付其他与经营活动有关的现金（占28.66%）；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。2015年，公司其他应收和其他应付变动较大，未全部反映在合并现金流量表中，主要系公司收到江门市财政局的工程款未被审计认定为经营性活动现金流，故未在合并现金流量表中体现。2015年，公司经营活动现金流量净额由负转正，为3.51亿元。

从投资活动看，2015年，公司投资活动现金流入规模快速上升，为1.63亿元，同比上升165.18%，主要为公司收到其他与投资活动有关的现金1.16亿元，同比上升137.52%，全部为公司投资胜利大桥保障项目取得建管中心的结算款1.16亿元；公司投资活动现金流出16.79亿元，较上年下降18.95%，主要是公司购置的固定资产、无形资产所支付的现金。

从筹资活动来看，2015年，公司筹资活动现金流入量快速下降，为19.57亿元，同比下降74.74%，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5.93亿元，同比上升18.10%，由偿还债务支付的现金（3.02亿元）和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（2.92亿元）构成。公司筹资活动产生的现金流量净额为13.64亿元。

从收入实现质量看，2015年公司现金收入比为146.92%，较上年的95.36%大幅上升，公司整体收入实现质量得到明显改善。

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持续增长，公司未来外部融资需求将进一步加大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额为349.52亿元，同比增长20.70%；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 2015 年底，公司流动资产合计 260.40 亿元，同比增长 20.71%，主要是由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货组成。截至 2015 年底，公司货币资金 74.66 亿元，同比增长 2.75%，主要为银行存款；公司应收账款 7.72 亿元，同比下降 37.68%，其中应收江门市财政局 7.67 亿元（占应收款总额 99.35%），账龄方面，1 年以内的应收账款占比 83.26%，1~2 年的占比 14.97%，2~3 年的占比 1.65%，3 年以上的占比 0.12%，应收账款账龄较短；公司预付款项 11.68 亿元，同比上升 24.76%，主要为预付工程款。截至 2015 年底，其他应收款 65.18 亿元，同比增长 62.28%；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 25.40%、应收中国中铁股份有限公司款项占其他应收总额的 25.43%；账龄在两年以内占比为 82.76%；公司未计提坏账准备。同期，公司存货 101.17 亿元，同比上升 24.65%，主要构成为工程施工（占 19.61%）和土地（占 76.98%），其中土地使用权账面价值 39.89 亿元，已抵押土地账面价值 17.59 亿元。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产为 89.12 亿元，同比增长 20.65%，主要是投资性房地产（占 8.07%）、固定资产（占 24.27%）和在建工程（占 63.02%）。截至 2015 年底，公司投资性房地产 7.19 亿元，较上年增长 25.06%，主要是公司子公司江门市基础设施投资控股有限公司新增的 1.59 亿

元用于出租的房屋。同期，公司固定资产 21.63 亿元，同比增长 1.11%，主要由房屋及建筑物（占 98.05%）构成。截至 2015 年底，公司在建工程 56.17 亿元，较上年增长 34.32%，主要是新增了“四馆”整合改造、连海路（新港路-南环路）一期、礼睦路扩建工程、万达广场等项目以及江鹤江中互通立交工程、广佛江快速通道江顺大桥、江门段和江门辅道的持续投入所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，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 2015 年底，公司所有者权益合计为 151.86 亿元，同比增长 18.41%，主要来自资本公积的增加，截至 2015 年底，公司资本公积为 125.31 亿元，较 2014 年底上升 20.98%，主要是根据广东省江门市财政局《关于划拨置换债资金财务处理说明》将江门市滨江建设投资管理有限公司 21.84 亿元负债豁免转增资本所致，根据北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）提供的会计记账，减少其他应付款，增加资本公积；从权益构成看，主要由实收资本（占 6.27%）、资本公积（占 82.51%）和未分配利润（占 9.03%）构成。

总体看，公司权益稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 197.67 亿元，同比增长 22.53%。负债构成中，流动负债占负债总额的比重为 31.33%，非流动负债为 68.67%；非流动负债占比同比有所下降，公司以非流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债合计 61.93 亿元，同比增长 88.35%，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 2015 年底，公司应付账款 3.68 亿元，同比增长 17.93%，全部为应付工程款；公司预收款项 524.09 万元，同比增长 448.40%，主要系公司预收工程款增加至 468.02 万元所致；公司其他应付款 47.59 亿元，同比增长 83.93%，主要由工程往来款和保证金构成，其中 2015 年，根据广东省江门市财政局《关于划拨置换债资金财务处理说明》将江门市滨江建设投资管理有限公司 21.84 亿元其他应付豁免转增资本，公司当年增加 43.56 亿元其他应付款；同期，一年内到期的非流动负债 9.65 亿元，同比增长 227.30%，主要系新增的 1 年内到期的应付债券 3.00 亿元和 1 年内到期的长期借款增加所致。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债合计 135.73 亿元，同比上升 5.68%，主要由长期借款和应付债券组成。截至 2015 年底，公司长期借款 120.94 亿元，主要为信用借款；同期，应付债券 13.72 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 亿元的梧桐私募债．金合 12 号和 2 亿元的前海梧桐私募债；同期，专项应付款 0.11 亿元，全部为安置房拨款。

债务结构方面，截至 2015 年底，公司全部债务 144.31 亿元，同比增长 11.94%；其中短期债务为 9.65 亿元，占比 6.62%，长期债务 134.66 亿元，占比 93.38%。整体上，公司债务结构与业务情况较为相符。

债务指标方面，截至 2015 年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 48.73%和 56.55%，较上年分别下降 1.40 个和上升 0.84 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司债务规模稳步增长，债务结构以长期债务为主，结构较为合理，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 420.47%和 257.11%，较上年下降较快；公司经营现金流动负债比为 5.67%，同比大幅上升，主要是

经营性现金流表现为由负转正所致。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，2015 年公司 EBITDA 为 3.50 亿元；同期，公司全部债务/EBITDA 为 41.25 倍，较上年有所上升。从指标上看，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 年底，公司对外担保合计 5.88 亿元，担保比率为 3.87%，被担保单位为江门市公路局、江门市恩平公路局、江门市台山公路局、江门铁路投资有限公司和江门市建设集团有限公司，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年底，公司获得华夏银行广州分行的授信额度1.80亿元，已使用1.30亿元，尚未使用0.50亿元。

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 2016 年 5 月 6 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”，并于 2016 年 2 月 28 日完成第一次提前还本工作，兑付债券本金 2.4 亿元，剩余本金 9.6 亿元。2015 年公司实现 EBITDA3.50 亿元，为剩余本金 9.6 亿元的 0.36 倍，EBITDA 对剩余本金 9.6 亿元保障能力较弱；2015 年公司经营活动现金流入量为 34.40 亿元，为剩余本金 9.6 亿元的 3.58 倍，经营活动现金流入量对剩余本金 9.6 亿元的保障程度较好。

“13 江门债/13 江滨投”以募投项目回购款作为还款来源，并在存续期的后四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，2015 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 1.46 倍和 14.33 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。

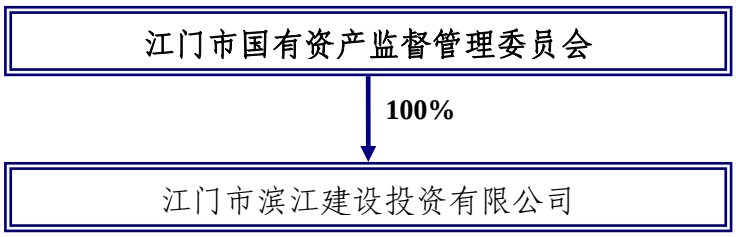
“13江门债/13江滨投”募投项目为江门市先进制造业江沙示范区基础设施建设工程（一期工程）、江门市迎宾西路建设工程和江门市南山路（江海路-五邑路）建设工程，募投项目计划总投资22.80亿元，截至2015年底，募投项目中的江门市迎宾西路建设工程和江门市南山路（江海路-五邑路）建设工程因征迁进度缓慢、成本上升，募投项目计划总投资上升至35.70亿元，超出原募投概算12.90亿元，根据公司提供的汇款凭证，江门市财政局已于2016年6月2日支付公司超出概算部分合计15.54亿元。

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35.70亿元，公司项目总投增加前形成未来的应收款为25亿元，分10年支付。2015年，江门市财政局已支付回购款3.6亿元，2016年和2017年将继续分别支付3.6亿元和3.36亿元。

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。

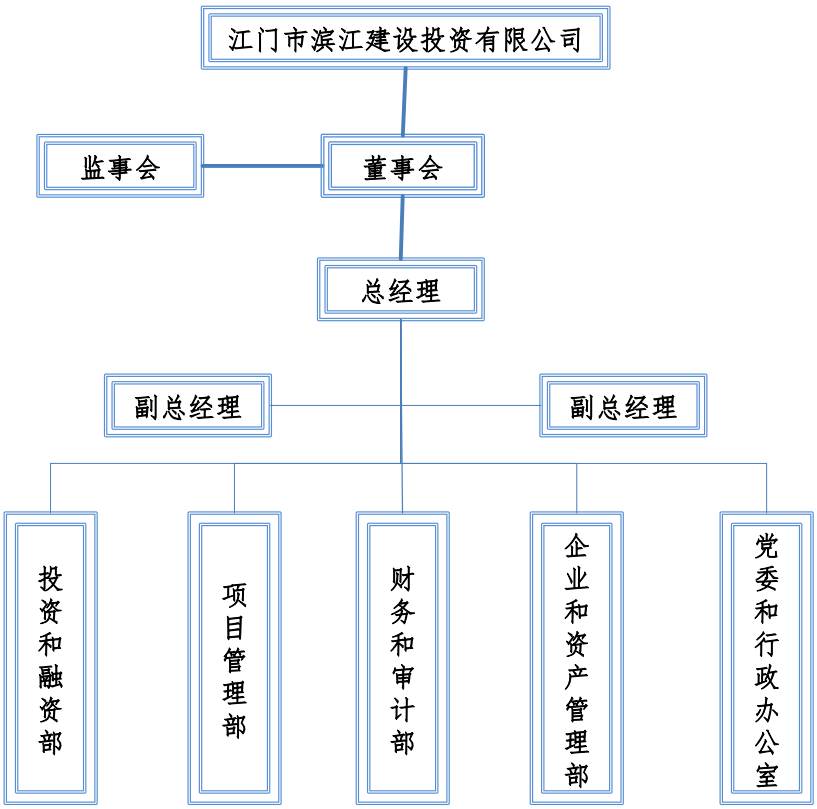
附件1-1　公司股权结构



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%	经适房、廉租房建设；三旧改造建设
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
8	江门市五邑会展物业经营有限公司	50 万元	100%	会议展览策划、组织；设计、制作、发布代理—国内外各类广告；物业管理
9	江门市和兴市场物业管理有限公司	1207 万元	100%	投资办市场、物业管理、物业出租、停车场管理

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	22.00	72.66	74.66
资产总额(亿元)	210.71	289.57	349.52
所有者权益(亿元)	127.07	128.25	151.86
短期债务(亿元)	62.86	2.95	9.65
长期债务(亿元)	52.39	125.97	134.66
全部债务(亿元)	55.25	128.92	144.31
营业收入(亿元)	6.99	18.74	10.66
利润总额(亿元)	3.14	3.02	2.17
EBITDA(亿元)	3.36	3.19	3.50
经营性净现金流(亿元)	9.98	-1.71	3.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.59	1.46	1.05
存货周转次数(次)	0.09	0.20	0.10
总资产周转次数(次)	0.04	0.07	0.03
现金收入比(%)	59.87	95.36	146.92
营业利润率(%)	19.63	8.27	10.14
总资本收益率(%)	1.75	1.21	0.74
净资产收益率(%)	2.48	2.30	1.35
长期债务资本化比率(%)	29.19	49.55	47.01
全部债务资本化比率(%)	30.30	50.13	48.73
资产负债率(%)	39.69	55.71	56.55
流动比率(%)	562.60	656.11	420.47
速动比率(%)	256.02	409.26	257.11
经营现金流动负债比(%)	33.72	-5.20	5.67
全部债务/EBITDA(倍)	16.42	40.40	41.25

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/营业务入×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。