

信用评级公告

联合〔2021〕4668号

联合资信评估股份有限公司通过对鹤山市国营资产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，确定维持鹤山市国营资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”信用等级为 AA，“16 鹤山国资债 02/PR 鹤山 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年六月二十五日



鹤山市国营资产经营有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
中国投融资担保股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
广东粤财融资担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01	AA	稳定	AA	稳定
16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01	3.00 亿元	1.80 亿元	2023/09/28
16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02	9.00 亿元	5.40 亿元	2023/12/07

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪报告时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）是鹤山市重要的基础设施建设主体，业务具有区域专营优势。跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力增强；公司持续获得资产注入、股权注入和贷款贴息补贴等方面的有力支持，公司权益规模大幅增加。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱、存在一定的资金支出压力和面临一定的集中兑付压力等因素可能对公司信用水平的不利影响。

“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”和“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”均设置分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力。“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”以公司的土地使用权进行抵押担保，抵押土地评估价值对其覆盖程度较好；“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）和广东粤财融资担保集团有限公司（以下简称“广东粤财担保”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保和广东粤财担保主体长期信用等级均为 AAA，评级展望均为稳定，上述担保显著提升了“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”本息偿付的安全性。

未来，随着鹤山市工业城产业园区建设工程项目完成建设并产生收入，公司业务规模和获现能力有望提高。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”的信用等级为 AA，“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
		经营分析	3	
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
---				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：文中 马颖

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

优势

- 外部发展环境良好。**跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。2020 年，鹤山市实现地区生产总值 374.76 亿元，同比增长 3.2%；一般预算收入实现 33.80 亿元，同比增长 5.1%。
- 持续获得有力的外部支持。**公司是鹤山市重要的基础设施建设主体，在资产注入、股权注入和贷款贴息补贴等方面持续获得有力的外部支持。
- 设置增信措施。**“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”和“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”均设置增信措施。抵押资产评估价值对“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”覆盖倍数较高，对“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”的偿付具有积极影响；中投保和广东粤财担保对“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”的担保显著提升了“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”偿付的安全性。

关注

- 资金流动性弱。**公司资产中土地使用权等长期资产占比高，资产流动性弱。
- 存在一定的资金支出压力。**公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。
- 面临一定集中兑付压力。**公司 2021—2023 年分别需偿还有息债务 9.42 亿元、11.27 亿元和 20.22 亿元，2023 年公司面临一定的集中兑付压力。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	7.64	10.32	9.95
资产总额(亿元)	101.56	109.73	173.08
所有者权益(亿元)	54.13	55.36	103.27
短期债务(亿元)	6.21	8.10	9.42
长期债务(亿元)	32.02	35.71	44.64
全部债务(亿元)	38.23	43.81	54.07
营业收入(亿元)	10.04	12.96	10.33
利润总额(亿元)	1.72	1.83	1.41
EBITDA(亿元)	2.45	3.34	4.10
经营性净现金流(亿元)	1.68	0.85	-5.33
现金收入比(%)	90.65	80.68	91.13
营业利润率(%)	9.33	7.49	17.29
净资产收益率(%)	2.52	2.97	1.32
资产负债率(%)	46.70	49.55	40.34
全部债务资本化比率(%)	41.39	44.18	34.36

流动比率(%)	478.57	432.60	396.75
速动比率(%)	212.04	238.52	213.90
经营现金流动负债比(%)	11.20	4.69	-30.78
现金短期债务比(倍)	1.23	1.27	1.06
EBITDA 利息倍数(倍)	2.86	1.55	1.52
全部债务/EBITDA(倍)	15.61	13.12	13.18
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	73.59	74.45	110.90
所有者权益(亿元)	43.61	44.68	66.80
全部债务(亿元)	21.45	20.61	31.58
营业收入(亿元)	1.61	10.74	5.38
利润总额(亿元)	1.38	1.63	1.42
资产负债率(%)	40.74	39.99	39.76
全部债务资本化比率(%)	32.97	31.57	32.10
流动比率(%)	424.39	377.70	384.99
经营现金流动负债比(%)	-24.65	18.78	-40.01

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 鹤山 01	AA	AA	稳定	2020/07/31	崔莹 袁琳	城市基础设施 投资企业信用 评级方法（原 联合信用评级 有限公司评级 方法）	--
16 鹤山公 资债 02/PR 鹤 山 02	AAA	AA	稳定	2020/06/23	文中 徐佳	城市基础设施 投资企业信用 评级方法 V3.0.201907 城市基础设施 投资企业主体 信用评级模型 （打分表） V3.0.201907	阅读 全文
16 鹤山公 资债 01/PR 鹤 山 01	AA						
16 鹤山公 资债 02/PR 鹤 山 02	AAA	AA ⁻	稳定	2017/06/27	赵传第 任黛云	基础设施建设 投资企业信用 分析要点 （2015 年）	阅读 全文
16 鹤山公 资债 02/PR 鹤 山 01	AA						
16 鹤山公 资债 02/PR 鹤 山 02	AA ⁺	AA ⁻	稳定	2016/08/22	张峻铖 霍正洋	基础设施建设 投资企业信用 分析要点 （2015 年）	阅读 全文
16 鹤山公 资债 01/PR 鹤 山 01	AA	AA ⁻	稳定	2016/08/22	张峻铖 霍正洋	基础设施建设 投资企业信用 分析要点 （2015 年）	阅读 全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

鹤山市国营资产经营有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至2020年底，公司注册资本及实收资本均为1.00亿元，唯一股东为鹤山市资产经营有限公司，实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室（以下简称“鹤山资产办”）。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；组织结构方面，新设立法务部。截至2020年底，公司本部内设财务部、综合部、工程部、资产管理运营部及法务部共五个部门；合并范围内一级子公司共11家。

截至2020年底，公司资产总额173.08亿元，所有者权益103.27亿元（含少数股东权益1.34亿元）；2020年，公司实现营业收入10.33亿元，利润总额1.41亿元。

公司注册地址：广东省鹤山市沙坪中山路217至223号（单号）首二层；法定代表人：杨少云。

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信所评的存续债券见下表。“16鹤山国资债01/PR鹤山01”及“16鹤山国资债02/PR鹤山02”募集资金均用于鹤山市工业城产业园区建设工程项目（以下简称“工业城产业园区项目”），截至2020年底，两期债券的募集资金均已按计划使

用完。“20鹤山01”募集资金已按计划使用9.37亿元，未使用资金0.63亿元。跟踪期内，“20鹤山01”尚未到首个付息日，其他债券已按时还本付息。

表1 联合资信跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16鹤山国资债01/PR鹤山01	3.00	1.80	2016/09/28	7年
16鹤山国资债02/PR鹤山02	9.00	5.40	2016/12/07	7年
20鹤山01	10.00	10.00	2020/10/23	3年

资料来源：联合资信根据Wind整理

“16鹤山国资债01/PR鹤山01”和“16鹤山国资债02/PR鹤山02”的募投项目预计债券存续期内可实现厂房出售与出租、宿舍和行政中心出售出租、污水处理等收入共计188030.00万元。截至2020年底，募投项目中通信设备制造项目厂房及配套设施建筑工程已完工，未来将逐步实现收益；专用车基地工程二期项目尚未完工。联合资信将继续关注募投项目收益情况。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，

已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常

水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年

同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度

全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是

由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业与区域环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，

为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，

明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各

省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”

2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司作为鹤山市重要的基础设施建设主体，其经营和发展受当地经济发展和财力影响较大。跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，财政实力增强，公司经营发展外部环境良好。

鹤山市是广东省江门市下辖县级市，地处广东省南部珠江三角洲腹地，东与佛山市南海区、顺德区隔江相望；北与佛山市高明区相临；

南与江门市蓬江区、新会区相近；西与开平市、新兴县接壤。鹤山市所处地理位置优越、交通便利，高速公路四通八达，325国道、佛开高速、江鹤高速、江肇高速、广珠铁路以及正在兴建的江罗高速、珠三角城际轻轨贯通境内。市内各镇（街）半小时生活圈基本形成，市外与广州、佛山、肇庆、东莞、中山、珠海、江门等城市形成一小时生活圈。

根据《2020年鹤山市国民经济和社会发展统计公报》，2020年，全市地区生产总值374.76亿元，比上年增长3.2%。产业结构看，第一产业增加值31.07亿元，下降2.9%；第二产业增加值175.39亿元，增长5.8%；第三产业增加值168.30亿元，增长1.2%。三次产业结构比重为8.3:46.8:44.9。2020年，鹤山市居民人均可支配收入30395元，增长3.3%。

从固定资产投资看，2020年，全市固定资产投资增长8.1%。其中，基础设施增长8.7%，房地产开发投资增长12.5%。按产业分，第二产业投资增长7.7%，其中，工业投资增长7.7%，装备制造业投资下降8.6%，工业技改投资增长12.9%；第三产业投资增长7.3%。商品房施工面积860.62万平方米，增长21.5%；竣工面积150.4万平方米，增长94.6%；商品房销售面积136.71万平方米，增长4.6%；销售额102.53亿元，增长4.8%；待售面积68.38万平方米，增长46.1%。

根据《鹤山市2020年预算执行情况和2021年预算草案的报告》，2020年，鹤山市全市完成一般公共预算收入33.80亿元，增长5.06%；全市一般公共预算支出44.31亿元，财政自给率为76.28%，财政自给能力较强。2020年，鹤山市政府性基金预算收入15.80亿元。

六、基础素质分析

公司是鹤山市重要的基础设施建设主体，承接鹤山市市政工程造价服务业务和土地整理业务，业务开展具有区域专营优势。跟踪期内，公司持续得到地方政府在资产注入、股权注入及贷款贴息补贴等方面的支持。

公司是鹤山市重要的基础设施建设主体，主要承接鹤山市市政工程造价服务业务和土地整理业务。其中，市政工程造价服务项目主要由公司本部、子公司鹤山市工业投资有限公司（以下简称“鹤山工投”）和鹤山市瀚海水务有限公司（以下简称“瀚海水务”）等主体承接。

外部支持方面，2020年，鹤山市政府将价值2.62亿元的不动产（鹤府复〔2020〕157号及159号）、价值6.13亿元的市政府投资项目（鹤府复〔2020〕158号）无偿划入公司，公司计入“资本公积”。同年，鹤山市政府将20宗土地（鹤府复〔2020〕156号）划转至公司联营企业新升物业管理服务有限公司（以下简称“新升物业”），公司对新升物业的长期股权投资因该次划转增加24.86亿元。

2020年，鹤山资产办将鹤山市华侨联合总公司（以下简称“华侨联合”）、鹤山市华侨房地产公司（以下简称“华侨房地产”）、鹤山市顺鹤环卫服务有限公司及鹤山市路灯公司（以下简称“鹤山路灯”）的股权划转至公司，增加公司资本公积0.39亿元。

2020年，鹤山市财政局拨付公司专项补助（贷款贴息补贴）资金1.47亿元，公司用于冲减财务费用。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440784744486840E），截至2021

年5月6日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度、高级管理人员无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受已完工土地项目结算减少的影响，公司营业收入有所下降，综合毛利率大幅上升。

2020年，公司实现营业收入10.33亿元，同比下降20.33%，主要系土地整理收入下降所致。收入构成方面，市政工程造价服务和土地整理业务仍为公司营业收入主要来源，收入占比合计87.19%。其中，受益于市政工程项目结算较多，2020年，公司市政工程造价服务收入同比增长112.13%；土地整理收入同比下降61.84%，主要系土地项目结算减少所致。公司其他业务包括房屋出租、物业综合管理服务、汽车销售、污水处理、环卫服务等，因2020年新增汽车销售收入，2020年，其他业务收入同比增长26.58%。

毛利率方面，受2020年结算项目毛利率较高影响，2020年，公司市政工程造价业务毛利率同比上升2.40个百分点；土地整理业务毛利率19.56%，毛利率明显增加，主要系当期结算地块土地性质不同所致；其他业务毛利率有所下降但仍保持较高水平；受以上因素综合影响，公司综合毛利率同比上升11.72个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政工程造价服务	25610.54	19.76	9.79	54328.86	52.62	12.19
土地整理业务	93542.16	72.17	1.73	35695.17	34.57	19.56
其他业务	10452.30	8.06	68.18	13230.65	12.81	56.39

项目	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
合计	129605.00	100.00	8.68	103254.68	100.00	20.40

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司市政工程造价业务正常开展，土地整理业务收入大幅下降；公司在建及拟建项目待投资规模较大，未来面临一定的融资压力。

(1) 市政工程造价业务

公司市政工程造价业务包括市政道路建设、市政工程建设等项目，主要由公司本部、鹤山工投和瀚海水务负责。

跟踪期内，公司市政工程造价业务模式及账务处理未发生变化。公司与鹤山市财政局、鹤山市人民政府、鹤山市城市管理和综合执法局和鹤山市水利局等项目具体实施单位就单个项目签订政府采购协议，以委托代建模式承接鹤山市基础设施建设任务。公司负责基础设施建设项目建设资金筹集和工程建设，每年按工程进度确认收入。政府采购协议中规定了项目的毛利率水平，一般不高于 18.00%。委托方根据当年公司实际发生费用确定相应款项支付，用于覆盖项目建设的投资支出、融资费用及投资收益。

跟踪期内，公司确认收入的基础设施建设工程主要包括鹤山市人民医院新区工程（二期）、乡道竹禾线（Y086）至大圣线（X561）连接线工程（三期）、鹤山市高标准农田建设项目和鹤山市农村生活污水处理设施二期工程等，当年实现收入 5.43 亿元，同比增长 112.13%，主要系当期结算的项目较多所致。截至 2020 年底，公司主要在建项目总投资 19.90 亿元，已完成投资 12.70 亿元，未来仍需投资 7.20 亿元。

表 5 截至 2020 年底公司主要在建项目情况

(单位：亿元)

项目名称	委托方	总投资	已投资金额	尚需投资金额
------	-----	-----	-------	--------

鹤山产业集聚区城镇化发展项目（首期）	鹤山市人民政府	12.68	7.81	4.87
鹤山市人民医院新院区建设项目（一期）	鹤山市人民政府	6.97	4.68	2.29
鹤山工业城园区基础设施配套建设工程（道路项目）	鹤山市人民政府	0.25	0.21	0.04
合计	--	19.90	12.70	7.20

资料来源：公司提供

表 6 截至 2020 年底公司主要拟建项目情况

(单位：亿元)

项目名称	总投资	项目模式	预计开工日期
鹤山城乡应急水厂	0.43	委托代建	2021 年 6 月
鹤山市址山综合楼	0.24	委托代建	2021 年 8 月
省道 S270 扩宽工程	10.00	委托代建	2021 年 9 月
鹤山四九商住楼项目	0.50	委托代建	2021 年 10 月
合计	11.17	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司市政工程造价业务拟建项目均拟采用委托代建模式进行建设，包括鹤山荟璟园商住综合项目、鹤山城乡应急水厂、鹤山市址山综合楼、省道 S270 扩宽工程及鹤山四九商住楼等项目，计划总投资 11.17 亿元。考虑到公司在建及拟建项目待投资规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

(2) 土地整理业务

公司土地整理业务主要由公司本部及子公司鹤山工投负责。

跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生变化。公司接受鹤山市润鹤发展有限公司（以下简称“鹤山润鹤”）、鹤山工业城管理委员会委托进行土地整理，公司先行垫付资金，委托

方根据公司投资项目实际支出成本加成一定比例收益确定回收价款，并予以分期回款。

2020年，公司土地整理业务收入3.57亿元，同比下降61.84%，主要系当期与委托方结算的已完工土地项目较少所致。

截至2020年底，公司主要在整理土地项目包括鹤山职教园区项目、鹤山沙坪新环路至普洛斯物流园道路工程、前进南路（鹤山大道—国境路）和大岗路、小范街（经华路—过境公路），计划总投资6.59亿元，已投资0.69亿元。截至2020年底，公司主要拟整理土地项目包括鹤山工业城拟批项目土方平整工程、鹤山工业城C区鸿江路西大朗山护坡及排水工程及B区南业竹客村边坡护坡工程，计划总投资0.25亿元。

2020年，公司市政工程造价业务及土地整理业务共收到回款8.49亿元。

（3）其他业务

公司其他业务收入包括烟草销售收入、房屋出租收入、汽车销售收入及环卫服务收入等。2020年公司其他业务实现收入共计1.32亿元，其中房租出租收入为0.68亿元、汽车销售收入为0.22亿元、环卫服务收入为0.19亿元。2020年其他业务毛利率为56.39%，较上年下降11.79个百分点，主要系新增汽车销售收入且其毛利为负所致。

（4）自营项目

截至2020年底，公司主要自营项目为“16鹤山国资债01/PR鹤山01”及“16鹤山国资债01/PR鹤山02”募投项目工业城产业园区项目及鹤山荟璟园商住综合项目。

工业城产业园区项目预计总投资额22.50亿元，公司已完成投资14.01亿元。工业城产业园项目于2015年3月开工建设，截至2020年底项目尚未全部完工，其中通信设备制造项目厂房及配套设施建筑工程已完工转固。

据《鹤山市工业城产业园区建设工程项目可行性研究报告》，工业城产业园项目预计从2016年下半年起开始产生收益，从产生收益起

算后的七年内，厂房出售、出租收入合计约为105410万元，宿舍、行政中心出售、出租收入合计约为57196万元，污水处理收入合计约25424万元，共计188030万元。截至2020年底，该项目尚未产生收益。“16鹤山国资债01/PR鹤山01”及“16鹤山国资债01/PR鹤山02”分期还本及付息资金依赖公司自有资金及其他收入。

鹤山荟璟园商住综合项目由二级子公司鹤山市鹤侨房地产投资有限公司负责，资金来源为自筹。该项目分住宅和商业两部分，其中住宅部分建筑面积约42460平方米，计划建成后全部出售；商业部分建筑面积约11000平方米，计划建成后用于出租或出售。根据公司的测算，项目建成后预计可实现住宅销售收入2.97亿元，商铺销售收入2.75亿元，合计销售收入约5.72亿元（未含车位出售收入约0.50亿元），项目毛利率预计约为10.63%。截至2021年5月底，鹤山荟璟园商住综合项目已累计支付1.70亿元土地款，尚需投资金额3.47亿元。

表7 截至2020年底公司主要自营项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金来源	计划开工日期
工业城产业园区项目	22.50	自筹	2015年3月
鹤山荟璟园商住综合项目	5.17	自筹	2021年7月
合计	27.67	--	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

作为鹤山市基础设施建设的重点企业，鹤山市的城市基础设施建设发展将给公司带来更多业务机会。未来五年公司将进行一系列经营管理优化改进项目，从安全生产、财务管理、法人治理结构、战略梳理与组织架构优化、战略人力资源规划、管理信息化等方面，提高公司的盈利能力和核心竞争力。公司未来将在投融资、交通基础设施建设和市政基础设施建设三个重点方面打造国有资产管理平台。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，公司合并范围内一级子公司共计 11 家。合并范围变化方面，2020 年，公司收购取得 1 家子公司，无偿划拨取得 4 家子公司；同期，无偿划出 2 家子公司。合并范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

2. 资产质量

跟踪期内，受存货中部分土地和固定资产转换为公允价值计量的投资性房地产以及当期政府无偿划入资产、股权等影响，公司资产规模大幅增长；资产中投资性房地产、长期股权投资及存货占比较高，投资性房地产以土地使用权为主，长期股权投资收益较低，存货以土地使用权和项目投入为主；资产受限规模较大，公司整体资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 57.74%，主要来自长期股权投资和投资性房地产的增加。跟踪期内，公司非流动资产占比较上年底大幅上升 31.60 个百分点，期末公司资产以非流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	78.25	71.31	68.74	39.71
货币资金	10.32	9.40	9.95	5.75
应收账款	19.86	18.10	17.15	9.91
其他应收款	12.82	11.68	9.81	5.67
存货	35.11	31.99	31.68	18.30
非流动资产	31.48	28.69	104.34	60.29
长期股权投资	1.21	1.10	25.88	14.95
投资性房地产	13.47	12.28	62.23	35.95
在建工程	14.02	12.78	11.07	6.40
资产总额	109.73	100.00	173.08	100.00

注：其他应收款中不含应收利息及应收股利
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产较上年底下降 12.16%，主要系其他应收款、存货和应收账款减少所致。公司货币资金较上年底下降 3.58%，主要为银行存款，无使用受限资金。公司应收账款较上年底下降 13.65%，主要系应收鹤山市财政局的款项减少所致。公司应收账款主要为应收鹤山市财政局代建款以及应收鹤山润鹤的土地整治款等，回收风险较低。从集中度看，期末公司应收账款前五名余额合计 15.96 亿元，占比 93.06%，集中度高。期末应收账款累计计提坏账准备 8.99 万元，计提比例很低。

公司其他应收款较上年底下降 23.48%，主要系应收鹤山润鹤的往来款减少所致；主要由往来款 9.80 亿元构成，累计计提坏账准备 42.30 万元。公司其他应收款欠款方多为政府单位或区域内平台公司，回收风险较低，但对公司资金形成占用。期末前五大欠款单位欠款余额合计占比 58.65%，集中度一般。

表 9 2020 年底公司其他应收款余额前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	性质	账面余额	占比	账龄
鹤山市水利工程项目	往来款	1.72	17.48	4年以内

目管理所				
鹤山市资产经营有限公司	往来款	1.23	12.54	1年以内
鹤山市工联资产经营有限公司	往来款	1.09	11.07	4年以内
鹤山工业城管理委员会	往来款	0.96	9.74	0~5年以上
鹤山市人民医院	往来款	0.77	7.82	3年以内
合计		5.76	58.65	--

数据来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司存货较上年底下降 9.76%，主要系存货中部分土地转换为投资性房地产以及结转成本所致。从构成上看，存货包括开发成本 6.10 亿元、土地使用权 25.26 亿元和少部分库存商品及原材料，公司未对上述资产计提跌价准备。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底大幅增长 231.49%，主要系长期股权投资及投资性房地产增加所致。公司长期股权投资较上年底大幅增加 24.67 亿元，主要系鹤山市政府将 20 宗土地划转至公司联营企业新升物业，公司对新升物业的长期股权投资因该次划转增加 24.86 亿元所致。期末公司长期股权投资被投资单位为新升物业（24.86 亿元，直接持股比例 10%、间接持股比例 39%）和广东鹤山北控水务有限公司（1.02 亿元，持股比例 30%），2020 年确认投资收益 705.64 万元，宣告发放现金股利或利润 1800.00 万元。公司投资性房地产由房屋、建筑物（占 27.59%）及土地使用权（占 72.41%）构成。公司投资性房地产较上年底大幅增加 48.75 亿元，主要系存货中的土地以及固定资产中部分房产转换为公允价值计量的投资性房地产及当期政府无偿划入部分工程资产、房产等所致。公司评估增值依据为广东财兴资

产评估土地房地产估价有限公司出具的专项资产评估报告（财兴资评字（2020）第 426、428 号及财兴资评字（2021）第 147、148、149 号）。公司在建工程较上年底下降 21.04%，主要系工业城产业园区项目中的通信设备制造项目厂房及配套设施建设工程完工转固所致。

2020 年底，公司受限资产 40.94 亿元，均为投资性房地产，公司资产受限比例 23.65%。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，资本公积占比较高，权益稳定性较强。公司债务规模有所上升，债务构成以长期债务为主，面临一定集中兑付压力。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益合计 103.27 亿元，较 2019 年底增长 86.55%，主要由资本公积（占 73.43%）、其他综合收益（占 12.37%）和未分配利润（占 10.35%）构成。

2020 年底，公司资本公积较 2019 年底增长 81.89%，主要系联营企业新升物业获得政府无偿划入土地以及公司获得政府无偿划入资产、股权等综合影响所致。

2020 年底，公司其他综合收益较上年底增加 12.76 亿元至 12.77 亿元，系存货及固定资产转换为以公允价值计量的投资性房地产增值所致。

负债

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 28.40%，主要来自应付债券及递延所得税负债的增长。公司负债以非流动负债为主。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	18.09	33.27	17.33	24.82
短期借款	2.15	3.95	2.80	4.01
应付账款	5.44	10.01	2.47	3.54
一年内到期的非流动负债	5.95	10.94	6.62	9.49
非流动负债	36.28	66.73	52.49	75.18

长期借款	28.56	52.53	29.99	42.96
应付债券	7.15	13.15	14.65	20.98
递延所得税负债	0.56	1.02	7.83	11.21
负债	54.37	100.00	69.81	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底下降 4.22%。公司短期借款较上年底增长 30.23%，包括保证借款 2.35 亿元及信用借款 0.45 亿元。公司应付账款主要为应付工程款、货款及项目款等，较上年底下降 54.57%，主要系结清工程款所致。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 11.31%，包括一年内到期的长期借款 4.22 亿元及一年内到期的应付债券 2.40 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 44.66%，主要系应付债券及递延所得税负债增长所致。截至 2020 年底，公司长期借款较上年底增长 5.02%，主要为抵押保证借款及质押保证借款（质押物为对鹤山市财政局的应收账款收益权）；因发行“20 鹤山 01”，公司应付债券较上年底大幅增长 104.83%。

表 11 公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年底	2020 年底
短期债务	8.10	9.42
长期债务	35.71	44.64
全部债务	43.81	54.07
资产负债率	49.55	40.34
全部债务资本化比率	44.18	34.36
长期债务资本化比率	39.22	30.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司全部债务较上年底增长 23.40%，债务结构仍以长期债务为主（长期债务占 82.57%）。从债务指标来看，2020 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比率较上年底分别下降 9.22 个百分点、9.82 个百分点和 9.03 个百分点。整体看，公司债务负担较轻。

以 2020 年底数据为基础，2021—2023 年，

公司每年需偿还有息债务金额分别为 9.42 亿元、11.27 亿元和 20.22 亿元。公司 2023 年面临一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模有所下降，期间费用控制能力较强，非经常性损益对公司利润形成补充。

2020 年，公司实现营业收入同比下降 20.33%；营业利润率有所上升，主要系当年项目加成比例较高所致。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	12.96	10.33
营业成本	11.84	8.22
期间费用	0.25	0.73
投资收益	0.35	0.30
利润总额	1.83	1.41
营业利润率	7.49	17.29
总资本收益率	3.09	2.50
净资产收益率	2.97	1.32

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年，公司期间费用主要由管理费用 0.36 亿元和财务费用 0.38 亿元构成；期间费用率为 7.11%，同比提高 5.16 个百分点。

非经常性损益方面，2020 年公司实现投资收益 0.30 亿元及其他收益 0.19 亿元，对公司利润形成补充。2020 年，公司利润总额同比下降 22.82%。

公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 0.59 个百分点和 1.65 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流由正转负，收现质量有所提高；投资活动现金流呈小规模净流出；未来项目投入规模较大，公司面临一定的外部筹资压力。

经营活动现金流入方面，2020年，公司经营活动现金流入同比增长51.12%，系收到其他与经营活动有关的现金增长所致；公司现金收入比同比上升10.45个百分点，收入实现质量有所提高。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为与鹤山市人民政府、鹤山润鹤等的往来款项，2020年分别为21.71亿元和22.56亿元。同期，公司经营活动现金流出同比增长84.63%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金和往来款流出增加所致。2020年，公司经营活动现金流量净额由正转负。

表13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	20.59	31.12
经营活动现金流出小计	19.74	36.45
经营活动现金流量净额	0.85	-5.33
投资活动现金流入小计	0.20	0.38
投资活动现金流出小计	1.61	2.03
投资活动现金流量净额	-1.41	-1.65
筹资活动现金流入小计	11.73	23.24
筹资活动现金流出小计	8.49	16.63
筹资活动现金流量净额	3.24	6.61
现金收入比	80.68	91.13

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金流入较小，主要为取得投资收益收到的现金0.23亿元；投资活动现金流出2.03亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司投资活动现金流持续净流出。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金13.35亿元和发行债券收到的现金9.87亿元；公司筹资活动流出主要为偿还债务本息支付的现金，共计16.63亿元。公司筹资活动现金流持续净流入。净流入规模较上年有所增长。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标尚可；考虑公司在鹤山市城市基础设施建设中的垄断地位及持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表14 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2019年底	2020年底
短期偿债能力指标		
流动比率	432.60	396.75
速动比率	238.52	213.90
现金短期债务比	1.27	1.06
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	1.55	1.52
全部债务/EBITDA	13.12	13.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债能力指标看，2020年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA同比增长22.85%至4.10亿元；同期，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA均变动不大。公司长期偿债能力指标尚可。

截至2020年底，公司共获得银行授信45.10亿元，未使用额度4.61亿元，公司间接融资渠道亟待扩宽。

表15 2020年底公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保余额	担保截至日
鹤山市兴鹤实业有限公司	20000.00	2025/09/25
	13045.30	2027/11/27
	20000.00	2027/12/10
	20000.00	2028/06/21
	3934.08	2029/01/24
	508.48	2029/01/24
鹤山市润鹤发展有限公司	2059.88	2036/12/25
	17500.00	2036/12/25
	28000.00	2035/01/12
合计	125047.74	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司对外担保余额合计 12.50 亿元，占净资产的比例为 12.11%，被担保单位兴鹤实业和鹤山润鹤均为国有公司，公司或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

公司资产主要来自于母公司，母公司所有者权益稳定性较好，整体债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司资产总额 110.90 亿元，较上年底增长 48.95%，主要系长期股权投资及投资性房地产的增长所致。其中，流动资产 60.47 亿元，非流动资产 50.42 亿元。截至 2020 年底，母公司货币资金 4.30 亿元。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 66.80 亿元，较上年底增长 49.52%。其中，实收资本为 1.00 亿元、资本公积合计 50.82 亿元、未分配利润 11.78 亿元、其他综合收益 2.41 亿元。所有者权益稳定性较好。

截至 2020 年底，母公司负债规模 44.09 亿元，较上年底增长 48.09%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。截至 2020 年底，母公司全部债务 31.58 亿元，其中短期债务占 22.15%。母公司资产负债率为 39.76%，全部债务资本化比率 32.10%，债务负担较轻。

2020 年，母公司实现营业收入 5.38 亿元，营业利润率为 20.49%，利润总额为 1.42 亿元。

十、存续期内跟踪债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月底，公司存续债券余额为 27.20 亿元，其中一年内到期的债券金额合计 2.40 亿元。“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”及“16 鹤山国资债 02/PR 鹤山 02”，债券余额分别为 1.80 亿元和 5.40 亿元。上述两期存续债券期限均为 7 年，均设置存续期后 5 年等额分期偿还本金条款。2021—2023 年，公司每年需偿还本金合计 2.40 亿元。以自然年度计，公司将于 2023 年面临单年最大偿付金额 12.40 亿元。

表 16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
2021 年 5 月底一年内到期债券余额	2.40
未来待偿债券本金峰值	12.40
2020 年底现金类资产/一年内到期债券余额	4.15
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.51
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.33

资料来源：联合资信整理

2020 年底，公司现金类资产 9.95 亿元，为一年内到期债券余额的 4.15 倍，保障能力强。总体看，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强。

公司以其持有的 4 宗土地使用权为“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”提供担保。根据担保协议，在债券存续期内，抵押资产的价值与“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”未偿还本金之和的比率（以下简称“抵押比率”）不低于 2 倍。债券存续期内，如果抵押比率低于 2 倍，抵押资产监管人将《追加抵押资产通知书》送达公司，公司或另一方提供追加资产；追加的抵押资产将按照《抵押资产监管协议》的规定进行价值评估和抵押登记。在抵押比率不低于 2 的前提下，公司可以向债券受托管理人申请置换全部或部分抵押资产。公司与中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）鹤山分行签订《抵押资产监管协议》，聘请中信银行鹤山分行作为“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”抵押资产的监管人，对抵押资产进行监管。

根据广东财兴资产评估土地房地产估价有限公司出具的《专项资产评估报告》（财兴资评字（2021）第 147 号，评估基准日 2020 年 12 月 31 日，有效期为 2020 年 12 月 31 日至 2021 年 12 月 30 日），用于抵押担保的 4 宗土地使用权面积合计 22.32 万平方米，账面值为 8.75 亿元，评估值为 18.08 亿元，增值额 9.33 亿元，增值率 106.68%。“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”发行金额 3.00 亿元，2020 年底的抵押比率为 5.79 倍，满足担保协议要求，抵押资产对“16

鹤山公资债 01/PR 鹤山 01” 具有较好的保障能力。

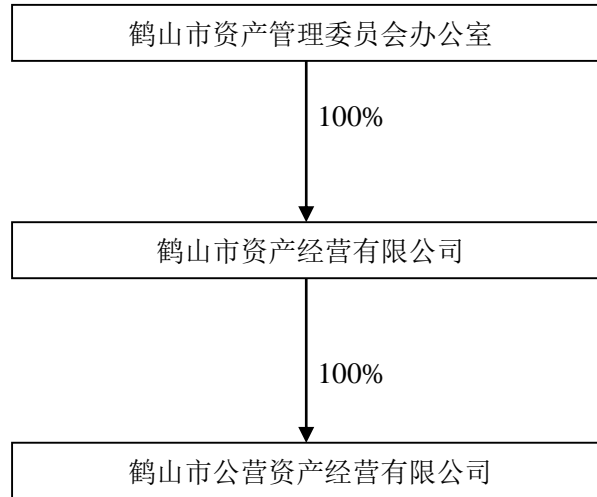
同时，中信银行鹤山分行承诺，在“16鹤山公资债01/PR鹤山01”存续期内，当公司还本付息出现临时资金不足时，给予公司不超过4亿元的流动性支持贷款。

“16鹤山公资债02/PR鹤山02”发行金额9.00亿元，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）和广东粤财融资担保集团有限公司（以下简称“广东粤财担保”，曾用名广东省融资再担保有限公司）分别为其中的6.92亿元和2.08亿元提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中投保和广东粤财担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。上述担保显著提升了“16鹤山公资债02/PR鹤山02”本息偿付的安全性。

十一、结论

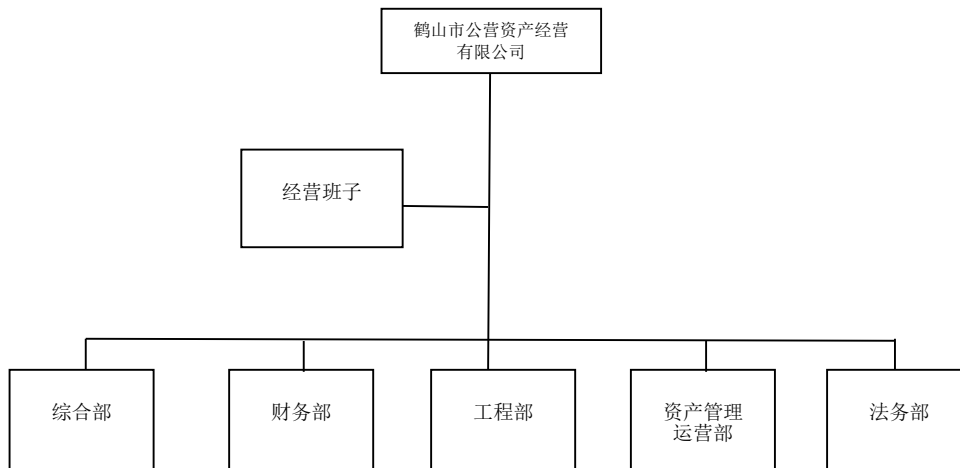
综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16鹤山公资债01/PR鹤山01”的信用等级为AA，“16鹤山公资债02/PR鹤山02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
鹤山市城市建设发展有限公司	广东鹤山	广东鹤山	市政建设	100.00	--	投资设立
鹤山市公用基础设施发展有限公司	广东鹤山	广东鹤山	市政建设	100.00	--	划拨
鹤山市瀚海水务有限公司	广东鹤山	广东鹤山	污水处理	100.00	--	投资设立
鹤山市金叶发展有限公司	广东鹤山	广东鹤山	投资	100.00	--	划拨
鹤山市工业投资有限公司	广东鹤山	广东鹤山	市政建设	100.00	--	划拨
鹤山市交通发展实业公司	广东鹤山	广东鹤山	公路、桥梁 建设工程	100.00	--	划拨
鹤山市路灯公司	广东鹤山	广东鹤山	路灯安装、 维修	100.00	--	划拨
鹤山市华侨联合总公司	广东鹤山	广东鹤山	销售	100.00	--	划拨
鹤山市华侨房地产公司	广东鹤山	广东鹤山	房产经营销 售	100.00	--	划拨
鹤山市恒建伟业物业管理有限公司	广东鹤山	广东鹤山	物业管理	100.00	--	收购取得
鹤山市顺鹤环卫服务有限公司	广东鹤山	广东鹤山	环境卫生管 理	100.00	--	划拨

资料来源：根据审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	7.64	10.32	9.95
资产总额 (亿元)	101.56	109.73	173.08
所有者权益 (亿元)	54.13	55.36	103.27
短期债务 (亿元)	6.21	8.10	9.42
长期债务 (亿元)	32.02	35.71	44.64
全部债务 (亿元)	38.23	43.81	54.07
营业收入 (亿元)	10.04	12.96	10.33
利润总额 (亿元)	1.72	1.83	1.41
EBITDA (亿元)	2.45	3.34	4.10
经营性净现金流 (亿元)	1.68	0.85	-5.33
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	0.93	0.82	0.56
存货周转次数 (次)	0.22	0.31	0.25
总资产周转次数 (次)	0.11	0.12	0.07
现金收入比 (%)	90.65	80.68	91.13
营业利润率 (%)	9.33	7.49	17.29
总资本收益率 (%)	2.18	3.09	2.50
净资产收益率 (%)	2.52	2.97	1.32
长期债务资本化比率 (%)	37.17	39.22	30.18
全部债务资本化比率 (%)	41.39	44.18	34.36
资产负债率 (%)	46.70	49.55	40.34
流动比率 (%)	478.57	432.60	396.75
速动比率 (%)	212.04	238.52	213.90
经营现金流动负债比 (%)	11.20	4.69	-30.78
现金短期债务比 (倍)	1.23	1.27	1.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.86	1.55	1.52
全部债务/EBITDA (倍)	15.61	13.12	13.18

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	0.49	1.29	4.30
资产总额 (亿元)	73.59	74.45	110.90
所有者权益 (亿元)	43.61	44.68	66.80
短期债务 (亿元)	5.32	6.55	6.99
长期债务 (亿元)	16.13	14.06	24.58
全部债务 (亿元)	21.45	20.61	31.58
营业收入 (亿元)	1.61	10.74	5.38
利润总额 (亿元)	1.38	1.63	1.42
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-3.34	2.87	-6.29
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	0.18	0.85	0.47
存货周转次数 (次)	0.04	0.44	0.17
总资产周转次数 (次)	0.02	0.15	0.06
现金收入比 (%)	103.83	62.70	84.92
营业利润率 (%)	33.15	6.05	20.49
总资本收益率 (%)	1.70	2.33	1.43
净资产收益率 (%)	2.54	3.40	2.11
长期债务资本化比率 (%)	27.00	23.94	26.90
全部债务资本化比率 (%)	32.97	31.57	32.10
资产负债率 (%)	40.74	39.99	39.76
流动比率 (%)	424.39	377.70	384.99
速动比率 (%)	235.59	250.19	206.91
经营现金流动负债比 (%)	-24.65	18.78	-40.01
现金短期债务比 (倍)	0.09	0.20	0.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：公司未提供母公司费用化利息支出、资本化利息支出、折旧摊销数据，部分指标无法计算，以“/”表示

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

同主体长期信用等级设置及其含义一致。

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

