

# 信用评级公告

联合〔2023〕4928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，维持“16鹤山国资债01/PR鹤山01”的信用等级为AA，维持“16鹤山国资债02/PR鹤山02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十六日

## 鹤山市国营资产经营有限公司 2023 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
鹤山市国营资产经营有限公司	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

### 跟踪评级债项概况：

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 亿元	0.60 亿元	2023/09/28
16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02	9 亿元	1.80 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

评级时间：2023 年 6 月 26 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

### 本次评级模型打分表及结果：

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
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	3	
指示评级				a
个体调整因素				--

### 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，公司持续在政府补助等方面获得有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产受限规模较大、存在较大的资金支出压力以及短期偿债压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

“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。

随着鹤山市基础设施建设持续推进，公司未来经营有望保持稳定。

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

### 优势

- 外部发展环境良好。**跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，公司发展的外部环境良好。2022 年，鹤山市实现地区生产总值 458.51 亿元，比 2021 年增长 2.8%，一般公共预算收入 35.73 亿元，可比口径增长 3.4%。
- 持续获得外部支持。**公司是鹤山市重要的基础设施建设主体，在政府补助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

个体信用等级	a
外部支持调整因素：政府支持	+3
评级结果	AA

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

### 同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
GDP (亿元)	458.51	853.37	658.20	582.37
一般公共预算收入 (亿元)	35.73	81.88	79.84	62.48
资产总额 (亿元)	204.31	267.56	286.19	196.89
所有者权益 (亿元)	105.35	121.34	127.46	84.48
营业总收入 (亿元)	9.33	26.97	14.48	7.31
利润总额 (亿元)	1.42	1.89	1.30	1.57
资产负债率 (%)	48.44	54.65	55.46	57.09
全部债务资本化比率 (%)	44.61	52.47	42.52	51.68
全部债务/EBITDA (倍)	28.55	50.39	34.57	22.44
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.84	0.74	0.57	0.67

注：公司 1 为浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司，公司 2 为德清县恒达建设发展有限公司，公司 3 为安吉县城西北开发有限公司

资料来源：联合资信根据上述公司提供资料整理

分析师：杨依水 丁 晓

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

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

1. **资产受限规模较大。**截至 2022 年底，公司受限资产 57.86 亿元，受限比例 28.32%，资产受限规模较大。
2. **存在较大的资金支出压力。**截至 2022 年底，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模大，公司存在较大的资金支出压力。同时自营项目收益实现存在一定不确定性，投资回收周期较长。
3. **短期偿债压力较大。**截至 2022 年底，公司全部债务 84.85 亿元，较上年底增长 15.46%。公司现金短期债务比为 0.17 倍，短期偿债压力较大。

### 主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产 (亿元)	9.95	14.72	4.83
资产总额 (亿元)	173.08	193.54	204.31
所有者权益 (亿元)	103.27	104.12	105.35
短期债务 (亿元)	9.42	16.27	28.67
长期债务 (亿元)	44.64	57.22	56.18
全部债务 (亿元)	54.07	73.49	84.85
营业总收入 (亿元)	10.33	9.21	9.33
利润总额 (亿元)	1.41	1.38	1.42
EBITDA (亿元)	4.10	5.46	2.97
经营性净现金流 (亿元)	-5.33	-7.37	-11.53
营业利润率 (%)	17.29	14.20	17.10
净资产收益率 (%)	1.32	1.22	1.32
资产负债率 (%)	40.34	46.20	48.44
全部债务资本化比率 (%)	34.36	41.37	44.61
流动比率 (%)	396.75	357.26	282.41
经营现金流动负债比 (%)	-30.78	-30.39	-33.10
现金短期债务比 (倍)	1.06	0.90	0.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.52	1.48	0.84
全部债务/EBITDA (倍)	13.18	13.46	28.55

项 目	公司本部		
	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额 (亿元)	110.90	142.19	148.07
所有者权益 (亿元)	66.80	67.88	69.70
全部债务 (亿元)	31.58	59.03	63.82
营业总收入 (亿元)	5.38	4.34	7.71
利润总额 (亿元)	1.42	1.41	1.81
资产负债率 (%)	39.76	52.26	52.92
全部债务资本化比率 (%)	32.10	46.51	47.79

流动比率 (%)	384.99	344.29	294.61
经营现金流动负债比 (%)	-40.01	-55.73	-21.56
现金短期债务比 (倍)	0.62	0.80	0.09

注：公司其他应付款中有息部分纳入短期债务计算，长期应付款中有息部分纳入长期债务计算  
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02	AAA	AA	稳定	2022/06/24	马 颖 张 博	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	<a href="#">阅读全文</a>
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	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	<a href="#">阅读全文</a>
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)	<a href="#">阅读全文</a>
16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02	AA+	AA-	稳定	2016/08/22	张峻铖 霍正泽	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	<a href="#">阅读全文</a>
16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01	AA	AA-	稳定	2016/08/22	张峻铖 霍正泽	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	<a href="#">阅读全文</a>

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受鹤山市国营资产经营有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司深圳联合信用管理有限公司（以下简称“深圳联合信用”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司深圳联合信用之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及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。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

## 鹤山市国营资产经营有限公司 2023 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2022 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（以下简称“鹤山资产”），实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。

跟踪期内，公司经营范围及组织架构设置无变化。截至 2022 年底，公司合并范围内拥有一级子公司共 14 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 204.31 亿元，所有者权益 105.35 亿元（少数股东权益 1.29 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 9.33 亿元，利润总额 1.42 亿元。

公司注册地址：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、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”或“募投项目”），截至 2022 年底，两期债券的募集资金均已按计划使用完毕。截至 2022 年底，“20 鹤山 01”和“21 鹤山 02”募集资金均已按计划使用完毕。跟踪期内，各债券均已按时还本付息。

16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01	3.00	0.60	2016/09/28	7
16 鹤山国资债 02/PR 鹤山 02	9.00	1.80	2016/12/07	7
20 鹤山 01	10.00	10.00	2020/10/23	3
21 鹤山 02	10.00	10.00	2021/12/03	3+2

资料来源：联合资信整理

“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”及“16 鹤山国资债 02/PR 鹤山 02”分期还本及付息资金依赖公司自有资金及募投项目收入，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 2022 年底，募投项目已完工，累计实现项目收入 1.66 亿元，联合资信将持续关注募投项目收益实现情况。

### 四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
------	------	------	-----	----

稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

## 五、行业及区域环境分析

### 1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

### 2. 区域经济环境

**跟踪期内，鹤山市经济稳定发展，一般公共预算收入有所增长，财政自给能力较强，公司经营发展外部环境良好。**

根据《2022 年鹤山市国民经济和社会发展统计公报》，2022 年，全市地区生产总值 458.51 亿元，比 2021 年增长 2.8%。产业结构看，第一

产业增加值 36.46 亿元，增长 6.5%；第二产业增加值 240.53 亿元，增长 5.4%；第三产业增加值 181.52 亿元，下降 1.1%。三次产业结构比重为 7.9：52.5：39.6，其中第一产业所占比重比上年提高 0.7 个百分点，第二产业所占比重提高 1.9 个百分点，第三产业所占比重下降 2.6 个百分点。人均地区生产总值 84980 元，增长 1.9%。2022 年，鹤山市固定资产投资增长 5.0%，其中，基础设施增长 65.5%，房地产开发投资下降 43.3%，其他投资增长 19.1%。

根据《鹤山市 2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案的报告》，2022 年，鹤山市全市一般公共预算收入 35.73 亿元，可比口径增长 3.4%；全市一般公共预算支出 48.95 亿元，财政自给率<sup>1</sup>为 72.99%，财政自给能力较强。2022 年，鹤山市政府性基金预算收入 16.60 亿元。

根据《鹤山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，鹤山工业承深圳、服务接广州、城市连江佛，聚焦产业“大平台”、交通“大体系”、经贸“大网络”、湾区“大市场”建设，推动产业优化升级，全面加快湾区现代化创业之城建设。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2022 年底，公司注册资本及实收资本均为 1.00 亿元，公司唯一股东为鹤山资产，实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。

### 2. 企业规模及竞争力

公司仍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。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440784744486840E），截至 2023 年 6 月 2 日，公司本部无不良或关注类信贷信息记录。

<sup>1</sup> 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440784753670770R），截至2022年6月2日，子公司鹤山市工业投资有限公司（以下简称“鹤山工投”）无不良或关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年6月19日，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和内部管理制度未发生重大变化，高级管理人员未发生变更。

## 八、经营分析

表2 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

业务类型	2021年			2022年		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
市政工程建设服务	6.18	67.18	13.34	5.61	60.18	13.01
土地整理业务	1.44	15.68	12.55	2.63	28.22	13.04
其他业务	1.58	17.14	32.67	1.08	11.60	66.39
合计	9.21	100.00	16.53	9.33	100.00	19.21

注：尾差系四舍五入所致；其他业务含房屋租赁、物业综合管理服务、汽车销售、污水处理、环卫服务和运维等  
资料来源：公司提供

### 2. 业务经营分析

#### (1) 市政工程建设服务

2022年，公司市政工程建设服务收入有所下降，回款情况好。公司在建及拟建项目待投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。

公司市政工程建设业务包括市政道路建设、市政工程建设等项目，主要由公司本部负责。

跟踪期内，公司市政工程建设业务模式及账务处理未发生变化。公司与鹤山市人民政府、鹤山市鹤盈资产经营有限公司（以下简称“鹤盈公司”）等项目具体实施单位就单个项目签订委托代建协议，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

### 1. 经营概况

2022年，公司营业总收入基本稳定；由于新增资金使用费收入，同时房屋出租业务和环卫服务业务毛利率有所提升，公司综合毛利率有所上升。

2022年，公司营业总收入同比增长1.29%。其中公司土地整理业务收入同比增长82.32%，主要系2022年度土地整理力度加大所致；市政工程建设服务业务收入有所下降；其他业务收入同比下降31.65%。

毛利率方面，2022年，公司市政工程建设服务业务和土地整理业务毛利率保持相对稳定；由于新增资金使用费收入，同时房屋出租业务和环卫服务业务毛利率有所提升，因此其他业务毛利率大幅上升。综上，2022年，公司综合毛利率同比上升2.68个百分点。

目的资金筹集和工程建设，每年按工程进度确认收入。委托代建协议中规定项目的毛利率一般不高于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江沙公路砚江河整治工程、鹤山市沙坪城区排水改造工程、鹤山市越楼围、罗江围堤路改造及环境整治工程、鹤山大道2931号、2933号开发项目、鹤山大道（容章路-文明路段）交叉口改造工程、址山镇莲花街181号幼儿园开发项目、沙坪城区人民路至越楼一站排水改造工程等，当年实现收入5.61亿元，同比下降9.22%，主要系当期结算的项目减少所

致。2022年，公司市政工程造价服务业务共回款11.32亿元，回款情况好。

截至2022年底，公司主要在建代建项目总投资24.02亿元，尚需投资10.81亿元。

表3 截至2022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
沙街大院旧改项目	鹤山市鹤盈资产经营有限公司	5.00	3.02	1.98
鹤山（荟璟园）人才安居项目	--	5.17	2.44	2.73
鹤山市沙坪城区排水改造工程	鹤山市鹤盈资产经营有限公司	3.70	1.57	2.13
江沙公路砚江河整治工程	鹤山市鹤盈资产经营有限公司	2.17	1.62	0.54
创新中心产业空间楼建设工程	鹤山市鹤盈资产经营有限公司	1.01	0.82	0.19
鹤山市人民医院新区工程(二期)	鹤山市鹤盈资产经营有限公司	6.97	3.73	3.24
合计	--	24.02	13.20	10.81

资料来源：公司提供

截至2022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，计划总投资25.59亿元。考虑到公司在建及拟建项目待投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。

表4 截至2022年底公司主要拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	预计开工日期
鹤山市农村生活污水处理设施三期工程	6.51	2022-2023
雁塔路（雁前路—滨江大道）道路工程	2.96	2022-2023
省道S270线鹤城至杜阮段扩建工程（共和宝丰新城至杜阮迎宾西路段）	16.12	2022-2024
合计	25.59	--

资料来源：公司提供

## （2）土地整理业务

2022年，公司土地整理力度加大，收入增加，但当年未实现回款。在整理及拟整理土地项目规模较大，未来面临的资金支出压力较大。

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。

2022年，公司土地整理业务收入2.63亿元，同比增加82.32%，主要系公司土地整理力度加大所致。2022年，公司土地整理业务未收到回款。

截至2022年底，公司主要在整理土地项目包括宅梧镇土地征收成片开发项目、共和镇土地征收成片开发项目、龙口镇镇土地征收成片开发项目和址山镇土地征收成片开发项目，计划总投资3.95亿元，已投资3.69亿元。截至2022年底，公司拟整理土地项目为鹤山市沙坪街道楼冲村民委员会、鹤山市鹤山工业城B区等，计划总投资金额为8.21亿元。同时考虑到土地出让情况易受当地土地规划、房地产市场、地块位置等外在因素影响，公司相关收入实现存在一定不确定性。

## （3）自营项目

公司在建及拟建自营项目投资规模大，收益实现情况存在一定不确定性，投资回收期较长。

截至2022年底，公司主要已完工自营项目为“16鹤山国资债01/PR鹤山01”及“16鹤山国资债02/PR鹤山02”募投项目工业城产业园区项目。工业城产业园区项目于2015年3月开工建设，资金来源自筹，预计总投资额22.50亿元，公司已完成投资14.33亿元，其中基础设施建设部分10.88亿元，专用车基地工程（一期、二期）0.24亿元，通信设备制造项目厂房及配套设施建筑工程2.94亿元，工业城污水处理厂购置金额0.27亿元。

据《鹤山市工业城产业园区建设工程项目可行性研究报告》，工业城产业园区项目预计从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188030.00万元。截至2022年底，募投项目累计实现项目收入1.66亿元，其中出租收入0.30亿元，污水处理收入0.28亿元，运维收入0.40亿元，汽车销售收入0.68亿元，低于预期收益。

截至2022年底，公司主要在建自营项目计划总投资5.53亿元，已投资2.56亿元。其中，鹤山（荟璟园）人才安居项目资金来源为自筹，尚需投资2.73亿元，主体施工已完成约30%，预计于2024年竣工验收，项目建成后住宅部分的运营方式由原商品房销售调整为鹤山市人才安居项目并长期持有。城乡应急水厂工程（云乡水库）项目输配水管道工程项目中，由公司负责其中的输配水管道工程项目，管线部分项目总投资0.12亿元，已投入0.04亿元，工程总铺设长度9154米。址山镇综合楼工程建设项目总投资为0.24亿元，于2021年12月开始施工，目前已投入资金0.08亿元。

表5 截至2022年底公司主要在建自营项目情况  
(单位: 亿元)

项目名称	总投资	已投资	资金来源	开工日期
鹤山（荟璟园）人才安居项目	5.17	2.44	自筹	2021.07
城乡应急水厂工程（云乡水库）项目输配水管道工程	0.12	0.04	自筹	2022.03
址山镇综合楼工程建设项目	0.24	0.08	自筹	2021.12
<b>合计</b>	<b>5.53</b>	<b>2.56</b>	--	--

资料来源：公司提供

截至2022年底，公司主要拟建自营项目为鹤山市硅能源产业园区建设项目，计划总投资100亿元。其中拟向银行贷款80亿元，其余部分资金由子公司鹤山市华创硅能投资发展有限公司（以下简称“华创硅能”）自筹解决，规划用地1.75万亩，由华创硅能作为建设主体，拟引入多家太阳能电池组件生产企业。项目首期总投资计划25.59亿元，拟建设43.8万平方

米隆基厂房及宿舍等配套设施，预计2023年4月正式动工，2024年3月完工投产。根据《鹤山市硅能源产业园区项目可行性研究报告》，待项目建成投入使用后与承租人签署租赁合同即可产生收入，包括土地整理收入、光伏、厂房及配套办公楼、宿舍楼租金收入、园区生活配套设施租金收入、商业中心租金收入、污水处理厂收入、中水回用厂收入、路边停车位收入、路边充电桩收入、大型广告牌租赁收入、公交亭广告牌租赁收入等。

### 3. 未来发展

未来，公司将进一步完善鹤山市城市基础设施建设，计划通过扩大融资规模、优化融资结构，创新投融资模式、形成多元化投资主体结构。同时，公司强化项目资金的管理、提高资金效率以保证鹤山市城市建设投融资资金的良性循环和资本经营，实现国有资产的保值增值。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2022年底，公司合并范围内一级子公司共计14家。合并范围变化方面，2022年，公司通过投资设立的方式新增一级子公司2家。跟踪期内，公司合并口径变化的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

### 2. 资产质量

跟踪期内，受往来款增加及项目持续投入影响，公司资产规模有所增长，其中应收类款项、存货、长期股权投资及投资性房地产占比较高，投资性房地产以土地使用权为主，长期股权投资收益仍较低；资产受限规模较大，公司整体资产质量一般。

截至 2022 年底，公司资产总额较 2021 年底增长 5.56%，主要来自其他应收款和存货的

增加。公司流动资产占比较上年底上升 3.35 个百分点。

表 6 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>86.66</b>	<b>44.78</b>	<b>98.33</b>	<b>48.13</b>
货币资金	14.72	7.60	4.83	2.37
应收账款	16.30	8.42	9.70	4.75
其他应收款	14.81	7.65	27.77	13.59
存货	35.06	18.12	55.99	27.41
<b>非流动资产</b>	<b>106.88</b>	<b>55.22</b>	<b>105.98</b>	<b>51.87</b>
长期股权投资	27.15	14.03	27.26	13.34
投资性房地产	62.23	32.15	63.26	30.96
固定资产	11.99	6.20	11.51	5.63
<b>资产总额</b>	<b>193.54</b>	<b>100.00</b>	<b>204.31</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司货币资金较上年底下降 67.15%。货币资金主要由银行存款 4.68 亿元和其他货币资金 0.16 亿元构成。其中，其他货币资金均为受限资金，系用于担保的定期存款或冻结存款。

截至 2022 年底，公司应收账款较上年底下降 40.49%，主要系应收鹤盈公司和鹤山市财政局、鹤山市水利局等的账款收回所致。应收账款账龄以 1 年以内（含 1 年）为主，占比为 87.83%；应收账款前五大欠款方合计占比为 98.29%，其中对鹤盈公司应收工程款占比 86.06%，集中度高。期末应收账款累计计提坏账准备 112.23 万元，计提比例很低。

表 7 截至 2022 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元）

单位	金额	占比 (%)	款项性质
鹤山市鹤盈资产经营有限公司	8.35	86.06	工程款
鹤山市水利局	0.95	9.79	工程款
鹤山市财政局	0.11	1.13	工程款
鹤山市四航投资建设有限公司	0.07	0.77	工程款
鹤山工业城市管理委员会	0.05	0.55	污水处理费
<b>合计</b>	<b>9.53</b>	<b>98.29</b>	<b>--</b>

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司其他应收款较上年底增长 87.50%，主要系对鹤山市兴鹤实业有限公司（以下简称“兴鹤实业”）的往来款增加所致。公司其他应收款欠款方为鹤山润鹤、兴鹤实业及政府单位，累计计提坏账准备 50.73 万元，对资金形成一定占用。期末前五大欠款单位欠款余额合计占比 87.19%，集中度较高。

表 8 截至 2022 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元）

单位	金额	占比 (%)	款项性质
鹤山润鹤	9.86	35.52	往来款
兴鹤实业	8.23	29.64	往来款
鹤山工业城市管理委员会	2.37	8.53	往来款
鹤山市雅阳物业管理有限公司	2.04	7.36	往来款
沙坪街道办财政局	1.71	6.14	往来款
<b>合计</b>	<b>24.21</b>	<b>87.19</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司存货较上年底增长 59.69%，主要系随着基础设施建设项目投入公司开发成本增长所致。从构成上看，存货包括开发成本 23.65 亿元、土地 32.26 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。公司存货中土地获取方式为拍卖、划拨、购买和出让，通过出让方式获取的土地

已缴纳土地出让金，且存货中土地均已办理土地证。

截至 2022 年底，公司长期股权投资较上年底变化不大。主要由对鹤山市新升物业管理有限责任公司投资（24.86 亿元）构成，2022 年确认投资收益 68.47 万元。

截至 2022 年底，公司投资性房地产较上年底变化不大，为房屋建筑物（17.28 亿元）及土地使用权（45.99 亿元），土地使用权获取方式为划拨、收购和拍卖。其中，账面价值 0.56 亿元的房屋建筑物及土地因办证周期原因尚未办妥产权证书。

截至 2022 年底，公司固定资产较上年底变化不大，累计计提折旧 1.75 亿元。

截至 2022 年底，公司受限资产 57.86 亿元，其中受限货币资金 0.15 亿元，用于借款/债券担保受限的存货 18.36 亿元、投资性房地产 39.34 亿元，公司资产受限比例 28.32%。

### 3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，稳定性较强。公司债务规模持续增长，债务负担一般，存在较大的集中偿债压力。

截至 2022 年底，公司所有者权益合计 105.35 亿元，较上年底变化不大，主要由资本公积（占 71.82%）、其他综合收益（占 12.12%）和未分配利润（占 12.33%）构成。

表9 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	1.00	0.96	1.00	0.95
资本公积	75.83	72.82	75.66	71.82
其他综合收益	12.77	12.27	12.77	12.12
未分配利润	11.63	11.17	12.99	12.33
<b>所有者权益</b>	<b>104.12</b>	<b>100.00</b>	<b>105.35</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司负债总额 98.96 亿元，较上年底增长 10.67%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

表 10 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>24.26</b>	<b>27.13</b>	<b>34.82</b>	<b>35.19</b>
短期借款	8.59	9.61	4.30	4.35
一年内到期的非流动负债	7.68	8.59	22.82	23.06
<b>非流动负债</b>	<b>65.16</b>	<b>72.87</b>	<b>64.14</b>	<b>64.81</b>
长期借款	19.91	22.27	24.66	24.92
应付债券	32.07	35.87	19.84	20.04
长期应付款	5.23	5.85	11.68	11.80
递延所得税负债	7.93	8.87	7.96	8.05
<b>负债总额</b>	<b>89.41</b>	<b>100.00</b>	<b>98.96</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司流动负债较上年底增长 43.54%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司短期借款较上年底下降

49.93%，公司短期借款主要包括保证借款 2.56 亿元、抵押借款 1.04 亿元和信用借款 0.65 亿元。公司一年内到期的非流动负债较上年

底增长 197.13%，其中一年内到期的长期借款 7.72 亿元，一年内到期的应付债券 12.36 亿元，一年内到期的长期应付款 2.74 亿元。

截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底变动不大。公司长期借款较上年底增长 23.84%，主要由抵押借款 2.30 亿元、信用借款 6.56 亿元、保证借款 10.49 亿元及保证、抵押借款 12.97 亿元构成（以上构成含一年内到期部分）。公司应付债券较上年底下降 38.15%，主要系当期一年内到期部分转入流动负债所致。

表 11 截至 2023 年 5 月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	回售日	债券余额 (亿元)
21 鹤山 02	2026/12/03	2024/12/03	10.00
21 鹤山 01	2024/02/05	--	10.00
20 鹤山 01	2023/10/23	--	10.00
16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02	2023/12/07	--	1.80
16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01	2023/09/28	--	0.60
<b>合计</b>	--	--	<b>32.40</b>

资料来源：Wind

公司长期应付款较上年底增长 122.83%，主要系新增对广东粤财金融租赁股份有限公司、渝农商金融租赁有限责任公司等的借款所致。公司长期应付款均为非标借款，利率区间 5.15%~6.25%，本报告将其中有息部分纳入长期债务计算。

表 12 公司债务指标情况（单位：亿元）

科目	2021 年底	2022 年底
短期债务	16.27	28.67
长期债务	57.22	56.18
全部债务	73.49	84.85
资产负债率（%）	46.20	48.44
全部债务资本化比率（%）	41.37	44.61
长期债务资本化比率（%）	35.46	34.78

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

截至 2022 年底，公司全部债务较上年底增长 15.46%，短期债务较上年底增长 76.22%。

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上升 2.24 个百分点、上升 3.24 个百分点和下降 0.68 个百分点。整体看，公司债务负担一般。

从有息债务到期分布看，2023—2025 年，在“21 鹤山 02”行权的情况下，公司需偿还有息债务金额分别为 27.16 亿元、30.48 亿元和 13.01 亿元，存在较大的集中偿债压力。

#### 4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入及利润总额均基本稳定，期间费用控制能力有所减弱，非经常性损益对公司利润贡献较大。

2022 年，公司营业总收入和营业成本基本稳定，营业利润率同比上升 2.90 个百分点。

表 13 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年
营业总收入	9.21	9.33
营业成本	7.69	7.53
费用总额	1.61	1.72
其他收益	1.39	1.29
投资收益	0.26	0.14
利润总额	1.38	1.42
营业利润率（%）	14.20	17.10
总资产收益率（%）	2.73	1.28
净资产收益率（%）	1.22	1.32

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022 年，公司期间费用主要由管理费用 0.92 亿元和财务费用 0.80 亿元构成。受折旧与摊销、职工薪酬及水电费增长影响，管理费用同比增长 48.24%。2022 年，公司期间费用率<sup>2</sup>为 18.44%，较 2021 年有所上升，期间费用控制能力有所减弱。

非经常性损益方面，2022 年公司获得投资收益 0.14 亿元及其他收益 1.29 亿元，对公司利润贡献较大。2022 年，公司利润总额同比增长 3.05%。

<sup>2</sup> 期间费用率=费用总额/营业总收入

从盈利指标看，2022年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.28%、1.32%。

#### 5. 现金流分析

2022年，公司经营现金净流出规模进一步扩大；自营项目的持续投入使得投资活动现金流持续净流出；考虑未来项目投入规模较大以及债务偿还资金需求，公司面临较大的外部筹资压力。

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入量同比下降6.36%；经营活动现金流出量同比变化不大。2022年，公司经营活动现金净流出量进一步扩大。2022年，公司现金收入比为130.23%，同比提高11.45个百分点，收入实现质量高。

表14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2021年	2022年
经营活动现金流入小计	63.74	59.68
经营活动现金流出小计	71.11	71.21
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-7.37</b>	<b>-11.53</b>
投资活动现金流入小计	0.53	0.45
投资活动现金流出小计	3.47	2.76
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-2.94</b>	<b>-2.31</b>
筹资活动现金流入小计	52.45	29.16
筹资活动现金流出小计	40.39	22.35
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>12.06</b>	<b>6.81</b>
<b>现金收入比</b>	<b>118.77</b>	<b>130.23</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出主要为自营项目建设支出。综上，公司投资活动现金流持续净流出。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入量同比下降44.41%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量同比下降44.65%，主要为偿还债务本息支付的现金。2022年，公司筹资活动现金净流入规模有所下降。

#### 6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期、长期偿债指标表现均有所弱化，间接融资渠道有待拓宽，或有负债风险较为可控。

从短期偿债指标看，2022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。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

表15 公司偿债指标情况（单位：亿元、倍）

项目	2021年（底）	2022年（底）
<b>短期偿债指标</b>		
流动比率（%）	357.26	282.41
速动比率（%）	212.71	121.60
现金短期债务比	0.90	0.17
<b>长期偿债指标</b>		
EBITDA	5.46	2.97
EBITDA 利息倍数	1.48	0.84
全部债务/EBITDA	13.46	28.55

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

从长期偿债指标看，2022年，公司EBITDA同比下降45.57%至2.97亿元；同期，公司EBITDA利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA有所上升。整体看，公司长期偿债指标表现弱化。

截至2022年底，公司共获得金融机构授信44.48亿元，未使用额度7.78亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2022年底，公司对外担保余额合计10.96亿元，对外担保比率为10.40%，被担保单位均为区域内国有企业，公司或有负债风险较为可控。

表16 公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保到期日	担保余额
鹤山市鹤海投资有限公司	2035/4/27	3800.00
	2035/4/27	1000.00
	2035/4/27	1300.00
	2035/4/27	2700.00
	2035/4/27	1900.00
	2035/4/27	500.00
	2035/4/27	1770.00
	2035/4/27	480.00

	2035/4/27	810.00
	2035/4/27	1050.00
	2035/4/27	1940.00
	2035/4/27	760.00
兴鹤实业	2027/11/27	6250.00
	2027/12/17	12500.00
	2028/6/21	13750.00
	2025/9/25	10726.84
	2027/3/25	9089.19
	2023/6/29	3000.00
	2029/1/24	4442.56
	2027/9/2	19115.76
鹤山润鹤	2035/1/9	12700.00
<b>合计</b>		<b>109584.35</b>

资料来源：公司提供

### 7. 公司本部财务分析

**公司资产及债务主要来自于本部，公司本部所有者权益稳定性较强，整体债务负担适中，但短期偿债压力大。**

截至 2022 年底，公司本部资产总额 148.07 亿元，负债总额 78.37 亿元，所有者权益 69.70 亿元。截至 2022 年底，公司本部资产负债率 52.92%，全部债务资本化比率 47.79%，债务负担适中；公司本部现金短期债务比为 0.09 倍，短期偿债压力大。

## 十、外部支持

### 1. 支持能力

鹤山市地处广东省南部珠江三角洲腹地，与广州、佛山、肇庆、东莞、中山、珠海、江门等城市形成一小时经济生活圈。鹤山市经济稳定发展，财政自给能力较强。截至 2022 年底，鹤山市政府债务余额为 91.56 亿元，政府债务率为 137.39%。整体看，鹤山市政府支持能力很强。

### 2. 支持可能性

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建设服务业务和土地整理业务，业务开展具有区域专营优势。公司实际控制人为鹤山市资产管理委员会办公室。跟踪期内，公司继续获得鹤山市政府部门在财政补贴

方面的有力支持。2022 年，公司收到政府财政补贴 1.29 亿元。整体看，公司获得政府支持的可能性非常大。

## 十一、债券偿还能力分析

截至 2023 年 5 月底，公司存续期债券余额 32.40 亿元，其中公司存续期担保债券为“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”和“16 鹤山国资债 02/PR 鹤山 02”，债券余额分别为 0.6 亿元和 1.8 亿元。上述两期债券期限均为 7 年，均设置存续期后 5 年等额分期偿还本金条款。2023 年，公司需偿还本金合计 2.40 亿元。

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（2023）第 152 号，评估基准日 2022 年 12 月 31 日，有效期为 2022 年 12 月 31 日至 2023 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 18.12 亿元，评估值为 18.26 亿元，增值额 1459.64 万元，增值率 0.81%。“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”债券余额 0.60 亿元，2022 年底的抵押比率为 30.43 倍，满足担保协议要求，抵押资产对“16 鹤山国资债 01/PR 鹤山 01”具有较好的保障能力。

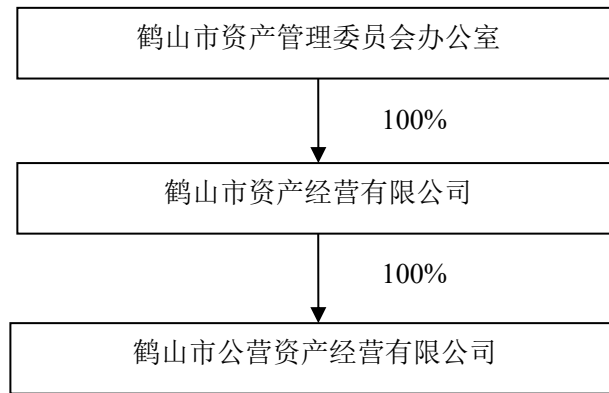
同时，中信银行鹤山分行承诺，在“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”存续期内，当公司还本付息出现临时资金不足时，给予公司不超过 4 亿元的流动性支持贷款。

“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的主体长期信用等级均为 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。

## 十二、结论

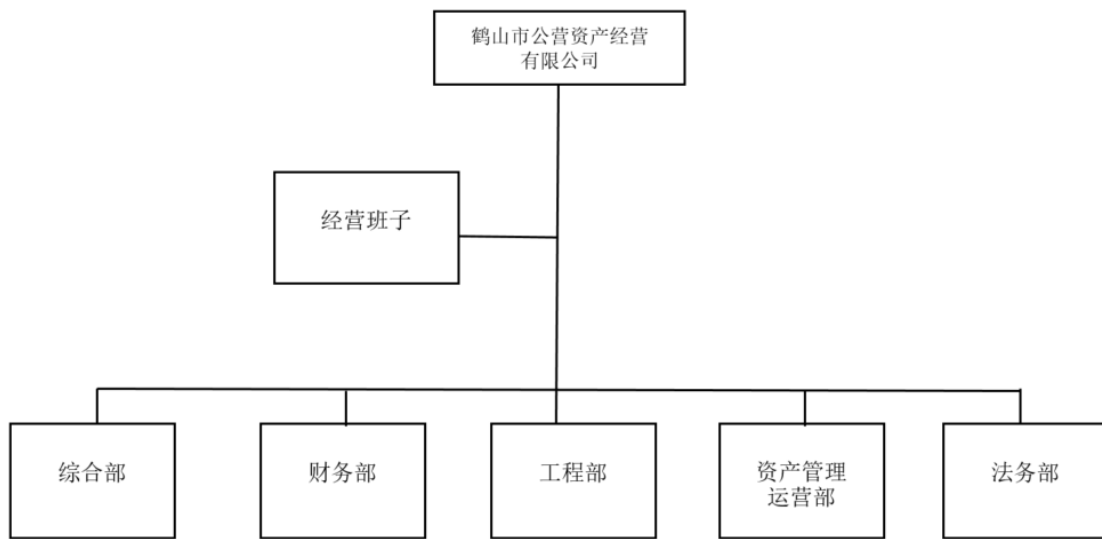
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 鹤山公资债 01/PR 鹤山 01”的信用等级为 AA，维持“16 鹤山公资债 02/PR 鹤山 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2022 年底公司合并范围内一级子公司情况

序号	公司名称	主营业务	取得方式	持股比例 (%)
1	鹤山市城市建设发展有限公司	市政建设	投资设立	100.00
2	鹤山市公用基础设施发展有限公司	市政建设	划拨	100.00
3	鹤山市瀚海水务有限公司	污水处理	投资设立	100.00
4	鹤山市金叶发展有限公司	烟草销售、投资	划拨	100.00
5	鹤山市工业投资有限公司	市政建设	划拨	100.00
6	鹤山市鹤凯交通发展实业公司	公路、桥梁建设工程	划拨	100.00
7	鹤山市耀能路灯管理有限公司	路灯安装、维修	划拨	100.00
8	鹤山市华侨商贸有限公司	销售	划拨	100.00
9	鹤山市华侨房地产有限公司	房产经营销售	划拨	100.00
10	鹤山市恒建伟业物业管理有限公司	物业管理	转让	100.00
11	鹤山市顺鹤环卫服务有限公司	环境卫生管理	划拨	100.00
12	鹤山市兴雅投资发展有限公司	资产管理、投资	投资设立	100.00
13	鹤山市华创硅能投资发展有限公司	商务服务业	投资设立	100.00
14	鹤山市鹤洋投资发展有限公司	商务服务业	投资设立	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	9.95	14.72	4.83
资产总额 (亿元)	173.08	193.54	204.31
所有者权益 (亿元)	103.27	104.12	105.35
短期债务 (亿元)	9.42	16.27	28.67
长期债务 (亿元)	44.64	57.22	56.18
全部债务 (亿元)	54.07	73.49	84.85
营业总收入 (亿元)	10.33	9.21	9.33
利润总额 (亿元)	1.41	1.38	1.42
EBITDA (亿元)	4.10	5.46	2.97
经营性净现金流 (亿元)	-5.33	-7.37	-11.53
<b>财务指标</b>			
现金收入比 (%)	91.13	118.77	130.23
营业利润率 (%)	17.29	14.20	17.10
总资本收益率 (%)	2.50	2.73	1.28
净资产收益率 (%)	1.32	1.22	1.32
长期债务资本化比率 (%)	30.18	35.46	34.78
全部债务资本化比率 (%)	34.36	41.37	44.61
资产负债率 (%)	40.34	46.20	48.44
流动比率 (%)	396.75	357.26	282.41
速动比率 (%)	213.90	212.71	121.60
经营现金流动负债比 (%)	-30.78	-30.39	-33.10
现金短期债务比 (倍)	1.06	0.90	0.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.52	1.48	0.84
全部债务/EBITDA (倍)	13.18	13.46	28.55

注：公司其他应付款中有息部分纳入短期债务计算，长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	4.30	11.33	1.87
资产总额 (亿元)	110.90	142.19	148.07
所有者权益 (亿元)	66.80	67.88	69.70
短期债务 (亿元)	6.99	14.21	21.79
长期债务 (亿元)	24.58	44.82	42.02
全部债务 (亿元)	31.58	59.03	63.82
营业总收入 (亿元)	5.38	4.34	7.71
利润总额 (亿元)	1.42	1.41	1.81
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-6.29	-14.32	-7.02
<b>财务指标</b>			
现金收入比 (%)	84.92	17.12	131.16
营业利润率 (%)	20.49	13.56	17.02
总资本收益率 (%)	1.43	1.12	1.36
净资产收益率 (%)	2.11	2.09	2.61
长期债务资本化比率 (%)	26.90	39.77	37.61
全部债务资本化比率 (%)	32.10	46.51	47.79
资产负债率 (%)	39.76	52.26	52.92
流动比率 (%)	384.99	344.29	294.61
速动比率 (%)	206.91	239.68	158.24
经营现金流动负债比 (%)	-40.01	-55.73	-21.56
现金短期债务比 (倍)	0.62	0.80	0.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：公司本部长期应付款中有息部分纳入长期债务计算；未获取公司本部折旧、摊销和资本化利息，EBITDA 及相关指标以“/”代替  
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持