跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 2643 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持阳江市恒财城市投资控股有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15阳江债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年十二月三十一日

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

阳江市恒财城市投资控股有限公司
公司债券跟踪评级报告

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
15 阳江债	11 亿元	2015/04/14-2022/04/14	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产（亿元）	5.32	8.10	9.13
资产总额(亿元)	52.55	109.11	122.97
所有者权益(亿元)	28.93	72.43	73.42
短期债务(亿元)	0.44	2.77	3.26
全部债务(亿元)	14.46	23.78	31.80
营业收入(亿元)	3.80	7.85	9.07
利润总额(亿元)	1.45	3.18	1.95
EBITDA(亿元)	1.77	3.96	3.07
经营性净现金流(亿元)	5.05	-2.77	-16.06
营业利润率(%)	15.21	17.91	14.60
净资产收益率(%)	4.99	4.36	2.32
资产负债率(%)	44.96	33.62	40.30
全部债务资本化比率(%)	33.32	24.72	30.23
流动比率(%)	767.46	461.98	608.97
全部债务/EBITDA(倍)	8.16	6.01	10.36
经营现金流动负债比(%)	169.67	-36.28	-153.76

分析师

叶青　霍正泽

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

阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“阳江恒财”或“公司”）作为阳江市主要的城市基础设施建设、自来水供水和生猪屠宰主体，在区域经营以及政府支持等方面的优势明显。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来投资规模大、其他应收款规模大、土地抵押比率高等因素对公司信用水平的不利影响。

跟踪期内，公司自来水收入增加，生猪屠宰和铁路业务的稳定运营。未来随着阳江市经济持续发展及财政实力不断增强，政府支持有望持续。同时随着阳江市基础设施建设推进，公司收入和利润规模有望持续增长，将有助于支撑公司信用基本面。

公司为“15阳江债”设置了分期还款安排，降低了公司资金集中偿付压力。综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15阳江债”AA的信用等级。

优势

1. 阳江市经济持续增长、公共财政收入水平提高，对市政基础设施改善的需求，为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为阳江市自来水供应和城市基础设施项目建设的主要主体，具备区域垄断优势。
3. 公司作为阳江市最大的生猪屠宰企业，具备一定的规模优势。
4. 跟踪期内，公司获得阳江市政府在资金和资产注入等方面的大力支持。

关注

1. 跟踪期内，公司经营活动现金流量净额持

续下降，2013~2014 年持续为负；公司未来投资规模大，面临一定的资金压力。

2. 跟踪期内，公司其他应收款规模大，对公司资金形成占用，公司资产流动性偏弱，公司土地资产中，土地抵押比率高。
3. 公司在建及拟建工程主要通过项目周边土地出让收益进行资金平衡，但土地出让收益存在一定的不确定性。

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）与阳江市恒财城市投资控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与阳江市恒财城市投资控股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，未因阳江市恒财城市投资控股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阳江市恒财城市投资控股有限公司提供，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阳江市恒财投资控股有限公司主体长期信用及存续期内“15 阳江债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“公司”）前身为“阳江市恒财国有资产托管有限公司”，是经阳江市人民政府办公室批准（阳府办复【2004】88 号），由阳江市财政局出资设立的有限责任公司，初始注册资本为 100.00 万元。2005 年 11 月，公司更名为“阳江市恒财城市国有资产经营管理有限公司”（阳财国资【2005】125 号）；2013 年 1 月，公司更为现名（阳财资【2012】80 号）。公司自成立至今经多次增资，截至 2014 年底，公司注册资本为 5.60 亿元；公司股东和实际控制人为阳江市财政局。

公司经营范围：城市基础设施和工业园区基础设施项目投资建设，公共事业和社会公益性项目投资建设，土地储备和整理，资产管理和营运，股权管理和运营，投资经营，投资收益的管理及再投资，市国有资产管理部门所授权的其他业务。

截至 2014 年底，公司本部下设办公室、财务部、土地开发部、工程部和国资管理部 5 个职能部门；同时，公司拥有 47 家子公司，具体情况见附加 1-3 所示。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 122.97 亿元，所有者权益为 73.42 亿元；2014 年，公司实现营业收入 9.07 亿元，实现利润总额 1.95 亿元。

公司住所：阳江市江城区石湾北路 225 号财政大楼主楼七层、十四层；公司法定代表人：周湘东。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共

财政支出 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、行业及区域经济环境

1. 城市基建行业分析

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

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014年全年，全国固定资产投资总额完成512761亿元，比上年名义增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502005亿元，增长15.7%；农户投资 10756亿元，增长2.0%。东部地区投资206454亿元，比上年增长15.4%；中部地区投资 124112亿元，增长17.6%；西部地区投资129171亿元，增长17.2%；东北地区投资46096亿元，增长2.7%。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1.04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。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，承担着政府投资融资功能，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）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。

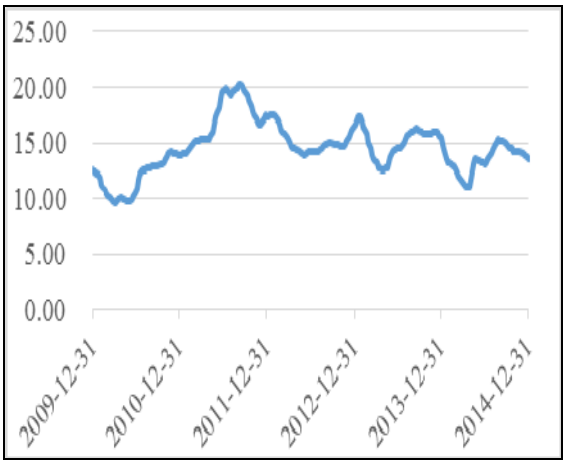
2. 生猪屠宰行业概况

中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉占六成以上。近十年，随着中国人口增长、生活水平提升，人们对猪肉的需求也逐步增加。2004～2013年，中国肉类总产量年均复合增长率1.69%。2014年，中国肉类总产量8540万吨，同比增长2. 0%，其中，猪肉产量5671万吨，同比增长3.2%。目

前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

图1　2009～2014年中国城市生猪零售价格

（单位：元/公斤）

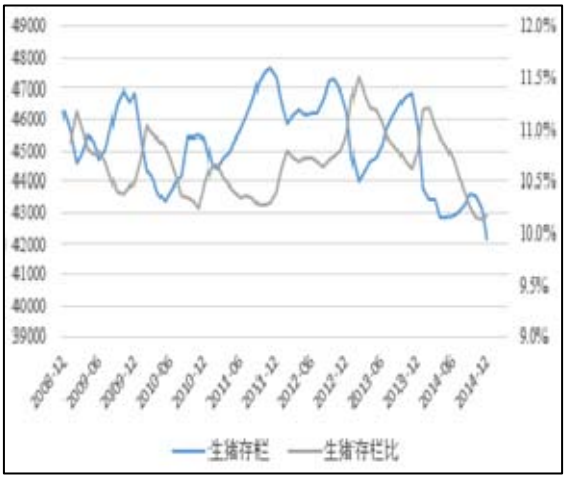


资料来源：wind 资讯

猪肉价格具有明显的周期性波动特点，通常表现为：“生猪养殖盈利增加——种猪存栏增加——生猪供应增加——猪价下跌——生猪盈利下降——种猪存栏下降——猪价上涨——生猪盈利增加”这一传递链条。2013年，前两个月由于过节因素导致生猪需求量增加，生猪价格小幅走高，之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位，生猪价格一路下滑，3月生猪价格12.77元/公斤，比年初16.89元/公斤的价格下滑了24.39%。之后虽然生猪价格有所反弹，但是由于东北地区猪病泛滥引发的抛售情况席卷了全国各地区，生猪的价格也开始出现快速下滑的态势。2013年底，生猪价格维持在15.38元/公斤，较年初有所下降。2014年春节期间，生猪价格行情出现了罕见的大幅下跌，其主要原因是春节前终端需求小于之前预期，养殖户对年后行情持悲观心态，因而集中出栏，造成市场供大于求的局面，全部母猪的存栏量大大过剩。而目前需求下滑也从客观层面导致了供过于求，作为猪肉消费大户的餐饮业因受到“三公”消费的影响，需求下降也导致生猪价格走跌。截至2014年4月底，生猪价格跌至10.55元/公斤的低谷，较年初的15.04元/公斤的价格大幅下降了29.85%。从2014年5月起，受国内生猪阶段性断档影响，生猪价格开始不断上升，2014年8月22日，生猪的价格已经回复至15.36元/公斤的年内最高值。2014年9月，生猪价格受中秋节前压栏生猪大量集中出栏影响，一路下行，截至2014年12月底，生猪价格稳定在13.53元/公斤左右，较年初的生猪价格有所提升。

图2　2008～2014年中国生猪存栏和生猪存栏比情况

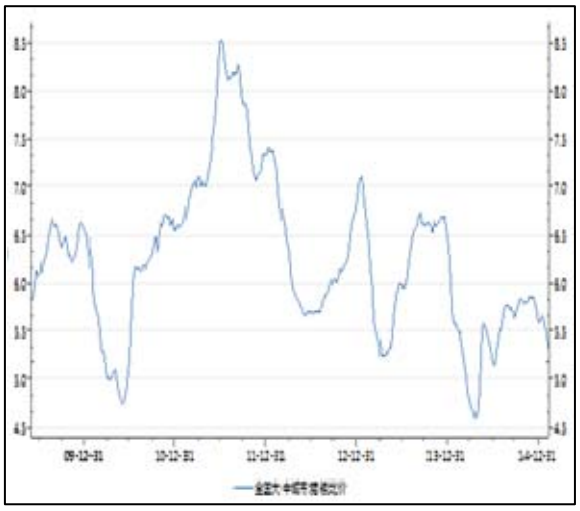
（单位：万头）



资料来源：wind 资讯

2009~2012年来生猪出栏年均复合增速为4.26%，高于2003~2012年来复合增速水平（2.55%），生猪总体供给充足。2013年生猪存栏量则呈现先减少后增加的态势，基本与2012年的走势类似，截至2014年12月，生猪存栏量为4.22亿头。2013年，全国能繁母猪存栏量总体上呈现下滑态势，由2012年底的5068万头下滑至2013年12月的4938万头。2014年以来，由于猪肉价格继续下降，全国能繁母猪存栏量持续下滑，截至2014年12月底为4190万头。截至2014年12月底，全国母猪平均存栏比（能繁母猪存栏量/生猪存栏量）为9.94%，仍高于9%的正常比值，高的母猪存栏比将导致育肥猪增加，在不发生大的疫情情况下，猪肉产能处于相对过剩状态，未来一段时间猪价上涨仍面临阻力。

图3　2009～2014年全国大中城市猪粮比



资料来源：wind 资讯

实践中常用生猪价格与玉米价格的比率，即“猪粮比”来衡量养殖业的盈利情况。猪粮比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。按照相关规定，当猪粮比达到6时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。2013年一季度末期，猪粮比探至5的水平，生猪养殖业处于深度亏损状态；二季度，国家冻猪肉收储工作陆续展开实施，生猪价格在政策和端午节节日效应的双重利好下，在5月中下旬上扬，之后持续走高，至2013年底达6.69。2014年以来，受猪价下降影响，猪粮比大幅回落，2014年3月底，大中城市猪粮比下滑至4.66。2014年5月，猪粮比小幅回升至5.64，但全年猪粮比均未达到盈亏平衡点以上。整体上看，2014年以来养殖户亏损严重。

总体看，受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等因素影响，近几年，猪肉价格虽呈阶段性波动调整但整体上处于上涨趋势；养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险，而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力，有望在竞争中进一步做大做强。

3. 阳江市区域经济概况

公司是阳江市唯一的基础设施投融资平台、建设主体，阳江市社会经济的持续发展对公司的稳健发展有决定性的影响。

阳江市位于广东省西南沿海，位于广州与湛江两个沿海开放城市的中点，是1988年2月经国务院批准设立的地级市，现辖江城区、高新区（原高新技术开发区）、海陵区（原海陵岛经济开发试验区）三个市辖区和阳东县、阳西县两个县，代管县级阳春市。

目前，阳江市已初步形成了五金刀剪、海洋渔业、旅游服务和电力能源等支柱行业。其中五金刀剪业是阳江最具特色的优势产业，也是中国百佳产业集群之一。全市五金刀剪生产企业1500多家，产量占全国的65%，出口量占全国的85%；全市拥有7个国家级和省级重点渔港，全市海水养殖面积2.4万公顷，产量54.9万吨，建成了以对虾、牡蛎、罗非鱼、海水优质鱼和泥蚶为主的水产养殖基地37个；阳江市近年来全力打造广东新能源基地，目前续建项目包括总装机容量800万千瓦的阳江核电站、总装机容量640万千瓦的广东华厦阳西电厂和总装机容量240万千瓦的阳江抽水蓄能电站。此外，阳西县、海陵岛、阳东县和阳春市等地的风电项目也在陆续建设中，包括中航新能源阳西散头咀风电场、华润阳西菩提山49.8MW风电场和大唐阳西白沙湾风电场项目。上述电力能源项目建成后，阳江市将成为广东省乃至全国重要的电力能源基地。

2014年，阳江市社会经济实现了较快的发展，全年实现地区生产总值1168.55亿元，同比增长10.5%，其中第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长4.2%、14.3%和 7.8%。三大产业比例由上年同期的18.6：49.4：32.0调整为17.5：50.4：32.1。；全年新增城镇就业人数4.25万人，完成目标任务的106.3%。年末城镇登记失业率2.39%；全年固定资产投资662.01亿元，同比增长16.7%。其中，项目投资567.35亿元，增长18.6%；房地产开发投资94.66亿元，增长6.4%。全市投资中工业投资385.05亿元，增长31.0%。未来几年，伴随着珠三角一体化

的加速和广东海洋经济上升为国家级战略的推进，以及珠三角和港澳台地区的产业转移，阳江市经济将持续快速发展。

4. 阳江市地方财政实力和政府债务情况

根据阳江市财政局提供的数据，2012～2014 年，阳江市地方综合财力分别为 156.06 亿元、154.06 亿元和 203.64 亿元。其中，一般预算收入持续快速增长，分别为 43.12 亿元、53.72 亿元和 62.97 亿元，年均复合增长 20.84%，税收收入占一般预算收入的平均比重为 66.66%；政府性基金收入方面，2012～2014 年，阳江市基金收入波动下降，分别为 37.35 亿元、24.74 亿元和 34.76 亿元，主要受土地出让收入下降的影响；上级补助收入方面，2012～2014 年，阳江市分别获得上级补助 71.44 亿元、70.64 亿元和 98.77 亿元，其中，专项转移支付所占比例较高，分别为 64.44%、68.49%和 52.41%。

财政支出方面，2012～2014 年，阳江市财政总支出分别为 142.96 亿元、147.13 亿元和 166.12 亿元，其中，地方公共财政支出分别为 101.30 亿元、114.30 亿元和 123.60 亿元，年均复合增长 10.46%，低于一般预算收入增速。

表 1　阳江财政状况（单位：亿元、%）

科目	2012 年	2013 年	2014 年	增长率
地方综合财力	156.06	154.06	203.64	14.23%
一般预算收入	43.12	53.72	62.97	20.84%
其中：税收收入	28.63	35.19	38.83	16.46%
地方公共财政支出	101.30	114.30	123.60	10.46%
政府性基金收入	37.35	24.74	34.76	-3.53%
政府性基金支出	38.95	29.17	37.99	-1.24%

资料来源：阳江市财政局

2014 年，阳江市地方综合财力为 203.64 亿元，较上年有所上升，其中一般预算本级收入和基金收入均有所增加。2014 年，阳江市地方债务总额 49.71 亿元，主要为直接债务余额。从财政收支平衡看，地方财政总收入基本能够覆盖地方财政总支出。2014 年，阳江市地方政府债务率为 24.41%，总体看，阳江市债务负担较轻。

表 2　阳江市地方政府债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	**457769.23**	**（一）地方一般预算本级收入**	**629708.00**
1、外国政府贷款		1、税收收入	388321.00
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	241387.00
3、国债转贷基金		**（二）转移支付和补助收入**	**987708.00**
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	416268.00
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	517673.00
6、粮食企业亏损挂账		3、税收返还收入	53767.00
7、国内金融机构借款		**（三）政府性基金收入**	**347597.00**
8、债券融资		1、国有土地使用权出让金收入	304816.00
9、向单位、个人借款		2、城市基础设施配套费收入	13988.00
9、其他		3、其他收入	28793.00
（二）或有负债余额	**78567.89**	**（四）预算外财政专户收入**	**71397.00**
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**497053.17**	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**2036410.00**
地方政府债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**24.41%**	

资料来源：阳江市财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本5.60亿元，股东和实际控制人为阳江市财政局。跟踪期内，公司的法定代表人由张建社变更为周湘东。此次变更未对公司正常运营造成影响。

2. 员工素质

跟踪期内，公司的董事长和总经理发生变更，原董事长张健社变更为周湘东，原总经理周湘东变更为关劲。此次变更系正常职位调动，未对公司日常经营造成影响。

高管人员情况

公司董事长周湘东先生，1970年7月出生，本科学历；曾任阳江市自来水办公室主任、阳江市自来水公司工会主席、办公室主任、阳江市自来水公司党委书记兼总经理、 广东海上丝绸之路博物馆副馆长；现任公司董事长。

公司总经理关劲先生，1960年2月出生，大专学历；曾任阳江市华侨公司副总经理、总经理，阳江市外轮公司总经理；现任公司副董事长、总经理。

公司员工情况

截至2014年底，公司本部拥有员工22人。从员工文化素质情况来看，大专及以下学历12人，本科学历10人；从员工年龄构成来看，30岁以下5人，30~50岁13人，50岁以上4人。其中，高级职称员工1人，中级职称员工1人。

整体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。公司员工整体素质较好，可满足公司日常经营的需求。

3. 政府支持

公司作为阳江市唯一的基础设施投融资主体，得到了阳江市政府在资产注入、资金等方面的大力支持：

资产划拨

跟踪期内，公司向阳江市国资委请示置换账面19宗划拨地，阳江市国资委同意用以下资产置换等值的划拨土地（阳江市人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳江市恒财城市投资控股有限公司置换部分资产批复》（阳国资【2014】2号）），明细如下：

表3 2014年公司资产置换列表（单位：亿元）

项目	金额
置换出资产	
无形资产-土地	29.08
置换入资产	
现金	7.36
长期股权投资	9.30
固定资产-房屋建筑物	2.05
无形资产-采砂权	10.37
合计	**29.08**

资料来源：公司审计报告

置换入的现金7.36亿元为，根据阳江市财政局《关于确定阳江市恒财城市投资控股有限公司为阳江市财政经营性资金受托管理机构的通知》（阳财工【2014】33号）置换入现金7.36亿元，截至2015年1月底已全部到位，其中2014年末公司收到6.00亿元，2015年1月23日公司收到1.36亿元。根据阳江市政府要求，公司将置换入得现金7.36亿元以股权形式投资到阳江市其他平台公司：阳江市银岭投资建设有限公司、阳江市恒新开发建设有限公司、阳江市东珠投资建设有限公司和阳江市中阳联合发展有限公司），用于珠海（阳江）产业园区，珠海（阳东万象）产业园区和中山火炬（阳西）产业园区项目建设。在财务上体现在吸收投资收到的现金。

置换入的长期股权投资9.30亿元，根据阳江市人民政府《阳江市人民政府关于将阳江市恒财城投滨海建设有限公司股权无偿划转给阳江市恒财城市投资控股有限公司有关问题批复》（阳府复【2014】27号）置换入股权9.30亿元（按照实际投资账面价值）。根据粤东西北股权基金发放的要求，市政府需出资9.30亿元注入阳江市恒财城投滨海建设有限公司（以下简称“滨海公司”）购买土地，市政府

将滨海公司的股权无偿划拨给公司，其中 9.00 亿元实收资本，3000 万元资本公积。公司与阳江市财政局（以下简称“财政局”）签订《借款协议》，规定财政局向公司借款 9.30 亿元，委托公司代财政局出资滨海公司作为资本金，公司代财政局行使出资人权利，该出资款由滨海公司按照相关要求购置土地资产，所购置的土地资产权益归属财政局。《借款协议》中规定借款期限为 2 年 11 个月，从 2014 年 10 月 8 日起至 2017 年 9 月 7 日止，借款年利率为 7.75%，从 2015 年起每年 9 月 8 日前支付利息，本金到期一次性还清（2017 年 9 月 7 日前归还），财政局按以上约定还款期限偿还公司。

置换入的固定资产-房屋及建筑物 2.07 亿元为，根据阳江市人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳江市恒财城市投资控股有限公司置换部分资产批复》（阳国资【2014】2 号）和阳江市政府和财政局依据阳财资【2014】9 号、阳财资【2014】104 号、阳财资【2014】118 号及阳财资【2014】259 号等文件置换入公司长江国际俱乐部、党校大厦和碧琴楼三栋房产，广东中联羊城资产评估有限公司对上述资产出具资产评估报告（中联羊城咨字【2014】第 FYGPZ0373 号），估价 2.05 亿元，另外截至报告日，上述资产的产权证书尚未办好。上述资产的划入体现在固定资产中。

置换入的无形资产-采砂权 10.37 亿元为，根据阳江市人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳江市恒财城市投资控股有限公司置换部分资产批复》（阳国资【2014】2 号）和阳江市政府《阳江市人民政府关于授权阳江市恒财城市投资控股有限公司我市河砂开采和销售单位有关问题的通知》（阳府函【2014】102 号）置换入河砂开采和销售经营权 10.37 亿元，上述入账价值经广东中联羊城资产评估有限公司出资产价值咨询报告（中联羊城咨字【2014】第 OYGQZ0370 号）评估。公司的采砂权在无形资产中体现。公司将获得的采砂权注入其新设子公司阳江市恒财河砂经营有限公司（以下简称“恒财河砂”）及其子公司。恒财河砂及其子公司目前负责阳江市河砂开采和销售，拥有采砂区 300 万平方米，预计年采砂量达 180 万立方米。公司通过招标方式将河砂的采挖任务承包予第三方，并向第三方支付采挖费用，但河砂销售由公司自身负责。

资金支持

跟踪期内，公司收到阳江市政府拨付资金 1.33 亿元，体现在营业外收入中。公司获得的专项资金 10.55 亿元，计入专项应付款科目。

业务支持

跟踪期内，政府划拨给公司的采砂权拓展了公司的业务，河砂经营是垄断行业，全市的河砂由公司统筹统销、独家经营，未来将对公司盈利提供有力支持。

政策支持

根据财政部《关于印发地方政府存量债务纳入预算管理甄别办法的通知》（财预【2014】351 号）。阳江市财政局已将阳江市恒财城市投资控股有限公司“13 阳江债”10 亿元及“14 恒财投资 PPN001”10 亿元纳入阳江市政府债务，债务类型为政府负有偿还责任的债务，并已经上报财政厅。

考虑到阳江市财政局将公司的“13 阳江债”10 亿元及“14 恒财投资 PPN001”纳入政府债务，极大程度上减轻了公司的债务负担。总体看，公司在资产、资金、河砂业务等方面获得了政府的大力支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是依照《中华人民共和国公司法》的规定设立的国有独资公司。公司不设股东会，由出资人行使股东权利。公司设立了董事会、监事会、经理层。董事会处于决策的核心地位，监事会处于监督评价的核心地位，公司经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行者。

公司设董事会由7人组成，其中设2名职工

代表。董事会成员由阳江市财政局任命或更换，职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长1人，副董事长2名，由出资人从董事会成员中指定。董事会会议由董事长召集和主持，董事长不能履行职务或者不履行职务的，由副董事长召集和主持，副董事长不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上董事共同推举一名董事召集和主持。

监事会设监事5人，其中职工代表2人，设监事会主席一名。公司监事及监事会主席由阳江市财政局任命或更换。监事的任期每届为3年，任期届满，可连任。监事会对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

公司设经理，由董事会聘任或者解聘，经理对董事会负责。

2．管理水平

为加强公司内部管理，规范运作，公司制定了多项内部管理制度，主要有员工人事劳资管理制度、奖惩制度、财务管理制度和行政事务管理制度。

为适应公司的经营发展以及规范公司人事劳资管理，使公司员工有章可循，提高员工责任感和归属感，公司制定《阳江市恒财城市投资控股有限公司人事劳资管理制度》，涉及员工聘用、人事调动、考勤、薪酬福利、绩效考核、员工培训和劳动合同的管理；公司通过奖罚制度，以公平公正公开为基础，强化员工劳动纪律管理，提高员工的积极性、创造性和执行力，加强公司员工遵纪守法的主动性、自觉性，规范员工的行为，提高员工素质，维护公司正常生产、经营、管理秩序。

公司根据《公司法》、《会计法》、《企业会计准则》、《小企业会计准则》等相关法律法规，结合公司实际情况，制定了《阳江市恒财城市投资控股有限公司财务管理制度（试行）》，对公司本部及各下属单位的资金使用、项目投融资、抵质押和担保等方面作了严格规定。由公司筹措资金投入的项目，必须按照公司董事会或出资人批准的投资方案执行，由分管项目的副总经理和分管财务的副总经理审核，并上报董事长、总经理审批；对于日常支持，则实行分级审批；公司对外抵质押和担保，以及对外借入与借出等融资事项，须按照董事会批准的方案执行，金额 3 万元以上的由公司分管财务的副总经理审核后报董事长、总经理审批。阳江市财政局向公司派驻财务总监，对公司的财务管理和会计核算工作进行监督，实行财务总监联签制度，对需呈报阳江市财政局审批或备案的事项以及明确由财务总监签署的事项实行由财务总监与董事长、总经理、副总经理共同签署审批意见。公司本部向下属各单位派驻财务总监，监督派驻单位的财务管理和会计核算工作，实行财务总监联签办法；各所属单位对外投融资、资产处置等事项须按法定程序进行，同时须报公司本部审批；各所属单位不得以其资产对非控股子公司或公司本部以外的法人提供担保，因特殊原因需提供担保的，必须经公司批准。

在档案管理、印鉴管理、文印管理、办公设备用品管理、公务车使用管理、会议管理、接待管理和出差管理等方面，公司制定了《阳江市恒财城市投资控股有限公司行政事务管理制度》予以指导，使各项管理标准化、制度化。

整体看，公司建立了较为规范的法人治理结构，制定并实施了较为严谨的、完善的管理制度，有助于公司的稳健运营。

七、经营分析

1．经营现状

2014 年公司营业收入为 9.07 亿元，同比增长 15.65%，系食品加工业务和供水业务收入增长所致。公司主营业务由供水业务、食品加工业务、工程业务、铁路运输业务和房地产业

务构成，其中，供水和食品加工业务收入占营业收入的比重较大。

毛利率方面，跟踪期内，阳江市自来水价格上涨，公司供水业务毛利率有所上升，为34.32%。公司食品加工业务毛利率略有下降，2014 年为 8.98%；公司的工程业务毛利率有所上升，2014 年为 48.92%，系成本下降所致；公司铁路运输毛利率为 21.82%，较去年略有下降；公司房地产业务毛利率下降幅度较大，2014 年为 4.83%，系房地产业务收入大幅下降所致。

表 4　公司主营业务经营情况（单位：万元、%）

业务类别	主营业务收入			主营业务毛利率		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
供水	9002.75	9920.70	10297.34	27.88	26.93	34.32
食品加工	26189.95	52035.23	66434.70	8.89	10.92	8.98
工程	1854.82	2127.28	2231.06	18.35	20.88	48.92
铁路运输		9237.14	8424.74		22.46	21.82
房地产		3160.86	1687.33		76.48	4.83
合计	**37047.52**	**76481.20**	**89075.18**	**13.98**	**17.38**	**14.04**

资料来源：公司审计报告。

2．食品加工业务

公司食品加工业务主要为生猪屠宰业务，具体由阳东县食品集团东城有限公司等 25 家食品公司及肉联厂负责。该 25 家食品公司分布在阳江市各乡镇，均有政府颁发的禽畜定点屠宰许可证，其中分布于阳东县 7 家、阳西县 7 家，以及阳春县 10 家。

公司食品加工业务模式为以市场价格定期向养猪户收购生猪，养猪户主要以散户为主。生猪经检疫合格后进行屠宰，并加工成热鲜肉，主要销售给当地农贸市场的个体经销户。公司生猪屠宰加工业务的销售价格采取成本加成法，其中阳东县东城镇的猪肉销售价格按照每头生猪的总采购成本加 50 元确定，其余 24 家均按每斤生猪的采购成本加 0.5~0.8 元确定。公司生猪收购和鲜肉销售均采取现金结算方式。

2012~2014 年，公司生猪屠宰业务经营情况如下表所示。

表 5　公司生猪屠宰业务经营情况（单位：头、吨、万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
生猪屠宰数量	291523.00	754254.00	744502.00
生猪屠宰重量	25593.80	66021.19	64402.28
食品加工收入	26189.95	52035.23	66434.70

资料来源：公司提供。

3．供水业务

公司自来水供水业务由子公司阳江市自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责，自来水公司是阳江市区范围内唯一的供水主体。

自来水公司的经营范围为自来水制售、自来水排水及相关水处理业务、供水工程的设计及技术咨询、水质检测、水表计量检测和相关管网的维护、基础设施的建设。

截至目前，公司拥有漠江水厂和第二水厂，漠江水厂日供水能力 26 万立方米，以漠阳江为原水水源，供水区域为阳江市区、阳江

至闸坡沿线以及江城区白沙墟镇及周边农村。公司目前拥有的主要供水管道达 680 公里，供水面积近 60 平方公里，在阳江市区的供水管网覆盖率达 99.60%，截至 2014 年底用户 12.88 万户。第二水厂于 2015 年 4 月 28 日完工，2015 年 5 月 1 日正式使用，第二水厂日供水能力 10 万立方米，供水区域主要为阳江市区。

表 6　近三年公司自来水业务经营情况

业务指标	2012 年	2013 年	2014 年
日供水能力（万立方米）	26	26	26
供水管网（DN150 以上）总长度（公里）	680	680	750
供水面积（平方公里）	60	60	80
管网覆盖率（%）	99.5	99.6	99.7
全年供水量（万立方米）	6422	7557	7940
全年售水量（万立方米）	5138	5668	5955
自来水用户数（万户）	11.3	12.67	12.88
自来水销售收入（万元）	9002.75	9920.70	10297.34

资料来源：公司提供。

跟踪期内，根据广东省阳江市物价局《关于调整市区自来水价格相关问题的批复》（阳物价价格【2014】31 号），阳江市自来水价格较之前进行调整，具体调整为：市区、城西居民生活用水，第一阶梯水价由 1.48 元/立方米调整为 1.70 元/立方米；第二阶梯水价为 2.55 元/立方米；第三阶梯水价为 3.40 元/立方米。非居民生活用水价格：行政事业用水市区、城西、埠场镇调整为 2.45 元/立方米；阳江港、平冈镇调整为 2.55 元/立方米；闸坡沿线（原海陵镇）调整为 2.65 元/立方米；闸坡镇调整为 2.95 元/立方米。经营服务用水：白沙调整为 2.95 元/立方米，其余不变。工业用水均调整为 1.70 元/立方米。特种用水：市区、白沙、城西、埠场镇统一调整为 5.15 元/立方米；阳江港、平冈镇统一调整为 5.25 元/立方米；闸坡沿线（原海陵镇）调整为 5.45 元/立方米；闸坡镇调整为 5.65 元/立方米。工业园区工业用水 2.45 元/吨、工业园区以外工业用水 1.30 元/吨、经营服务用水 2.95 元/吨、特种用水 5.15 元/吨。

公司自来水业务方面的在建项目主要为水厂和管道工程等。2015 年，公司自来水业务方面投入 3253 万元用于第二水厂的建设，第二水厂已于 2015 年 4 月 28 日完工，并于 2015 年 5 月 1 日使用。

总体看，跟踪期内，由于自来水价格的上涨，公司供水业务收入有所增加。未来随着第二水厂的投产，公司供水业务收入有望得到进一步提升。

4. 工程业务

公司工程业务为子公司自来水公司的供水和消防设施安装工程业务，自来水公司先后完成了瑞禾路 DN600 给水管道工程、城西加压站进出水管道修改工程、中鼎国际花园给水管道工程、高凉路 DN400 钢管改造等工程的建设任务。 2013 年，自来水公司新增了沿 X594 线江闸供水主管道改造工程、综合楼装修工程、城北片区供水主管道工程等项目的建设。跟踪期内，公司的工程业务无变化。2014 年公司工程收入为 2231.06 万元，较上年增长，2014 年工程业务成本下降导致毛利率上升，为 48.92%。

5. 市政基础设施建设业务

公司作为阳江市唯一的基础设施建设工程投融资主体，主要接受阳江市人民政府的委托，从事道路、桥梁、供水管道、雨水管道、燃气管道、照明以及绿化等基础设施工程的建设。

对于承接的市政基础设施项目，政府对部分项目提供前期启动资金，剩余大部分资金由公司自行筹措进行投资建设，投资支出计入“在建工程”，在现金流量表中“购建固定资产、无形资产等支付的现金”中体现。公司在建及拟建项目主要通过项目周边土地出让收益进行资金平衡，但土地出让收益存在一定的不确定性；公司小部分项目采用代建模式进行开发建设，项目建设过程中不确认收入，待项目竣工后，阳江市及各区县财政局将对项目予以补偿，补偿金额为项目投资支出（含资本化利息），但目前该部分项目尚未签订相关协议。

表 7 公司主要在建市政基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2013 年底已投资额度	截至 2014 年底已投资额度	尚需投资
洛西大道	9000.00	2150.00	2710.00	6290.00
福冈工业园三期市政工程	11313.96	434.69	1313.96	10000.00
阳西县城北新区路网建设项目	45128.00	17250.00	20250.00	24878.00
佛山禅城（阳东万象）产业转移工业园（东片）基础设施建设项目	13892.00	8389.00	10889.00	3003.00
阳东县湖滨龙山片区路网建设改造项目	25002.28	15400.00	16900.00	8102.28
南浦大道东段	8400.00	3841.00	4341.00	4059.00
城南新区市政基础设施建设项目	127900.00	6000.00	13800.00	114100.00
阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目	46036.00	540.00	2430.00	43606.00
阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目	49073.07	19650.00	28300.00	20773.07
海陵市政基础设施项目	37295.00	11320.00	16000.00	21295.00
阳春市蟠龙河小流域综合治理工程	43320.79	200.00	400.00	42920.79
阳西县河西区开发建设项目	43682.00	3560.00	5200.00	38482.00
阳东县广雅片区基础设施建设项目	32540.00	350.00	500.00	32040.00
合计	**492583.10**	**89084.69**	**123033.96**	**369549.14**

资料来源：公司提供。

如上表所示，公司主要在建的基础设施建设项目总投资额为 49.26 亿元，截至 2014 年底，公司在建市政基础设施项目已投资额 12.30 亿元，未来仍需投资 36.95 亿元，在建项目中城南新区市政基础设施建设项目、阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目、阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目和海陵市政基础设施项目为公司“15 阳江债”的募投项目，截止 2014 年底“15 阳江债”募投项目已投资合计 6.05 亿元，未来还需投资 19.98 亿元。上表中所示公司主要在建市政基础设施项目中，除佛山禅城（阳东万象）产业转移工业园（东片）基础设施建设项目通过发展资金贴息解决，其余的项目都是经过土地收益平衡，所有项目均未采用代建模式。

6. 铁路运输和房地产业务

铁路运输业务

公司的铁路运输业务由子公司中铁（阳江）铁路有限公司负责运营。公司拥有 1 条铁

路线路，由阳江港站至阳春站，全长 64 公里，全部为货运，主要的货运对象为电煤、铁矿石和豆油豆粕等。跟踪期内，公司铁路业务无变化。

公司铁路运输业务的结算方式为以现金方式到发货结算。2014 年，公司铁路运输业务实现收入 8424.74 万元，毛利率为 21.82%。

截至目前，公司尚无铁路新建计划。

房地产业务

公司房地产业务的运营主体为子公司阳江市公用事业投资有限公司和阳春市国恒房地产开发有限公司。截至 2014 年底，公司主要在建和运营渔民上岸安居工程和国恒雅苑 2 个项目，上述渔民上岸安居工程项目建设资金由公司自行筹措，并通过项目自身收益实现投资支出平衡。

渔民上岸安居工程项目是根据省人大议案精神，旨在解决漠阳江流域内连家船渔民上岸安居和转产转业问题而实施的项目。该项目总投资约 1.65 亿元，分两期建设，首期投资约 9000 万元，占地面积 12315.6 平方米，项目用地为政府划拨用地，建设渔民安居房 3 幢，每幢 11 层共 400 套，建筑总面积 35733.2 平方米。该项目于 2013 年 7 月份开工建设。截至 2014 年底，该项目售楼面积为 4958 平方米，销售金额为 1250.73 万元。

跟踪期内，新增子公司阳春市国恒房地产开发有限公司的国恒雅苑项目，该项目占地 8296 平方米，共 6 幢，建筑面积 51000 平方米，该项目已于 2013 年底已竣工并完成住房销售，跟踪期内项目收入为 436.60 万元，系销售车库的收入。

7. 未来发展

公司是阳江市重要的工程施工建设主体，在开发区建设和发展中具有重要地位。公司主要在建市政基础设施项目总投资额为 49.26 亿元，截至 2014 年底已投资 17.35 亿元，未来还需投资 31.91 亿元；截至 2014 年底“15 阳江债”募投项目已投资合计 9.19 亿元，未来还需投资 16.84 亿元。随着阳江市持续进行的大规模基础设施建设，公司将继续对委托代建项目投入，公司对外筹资压力上升。

2014 年公司采砂业务营业收入为 32.64 万元，营业利润为 2.47 万元；2015 年 1~7 月，采砂业务实现营业收入 3861.92 万元，营业利润 377.98 万元。公司的河砂业务将进一步为公司带来收益。

八、募集资金使用情况

“15 阳江债”募集资金于 2015 年 4 月 14 日投放，全部用于 4 个项目，“15 阳江债”共募集资金 11 亿元，募投项目进展项目如下：

（1）城南新区市政基础设施建设项目

该项目于 2013 年 1 月开工建设，项目总投资 12.79 亿元，使用“15 阳江债”资金为 7.00 亿元，截至 2014 年底，项目已投入金额 1.38 亿元，项目累计完成总进度 10.79 %，截至 2015 年 11 月底，已使用募集资金 2.75 亿元。

（2）阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目

该项目于 2013 年 1 月开工建设，项目总投资额为 4.60 亿元，使用“15 阳江债”额度为 1.80 亿元，截至 2014 年底，项目已投入金额 0.24 亿元，项目累计完成总进度 5.22 %，截至 2015 年 11 月底，已使用募集资金 1.15 亿元。

（3）阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目

该项目于 2013 年 2 月开工建设，项目总投资 4.91 亿元，使用“15 阳江债”额度为 1.20 亿元，截至 2014 年底，项目已投入金额 2.83 亿元，项目累计完成总进度 57.64 %，截至 2015 年 11 月底，已使用募集资金 1.02 亿元。

（4）海陵区市政基础设施项目

该项目于 2013 年 1 月开工建设，项目总投资 3.73 亿元，使用“15 阳江债”额度为 1.00 亿元，截至 2014 年底，项目已投入金额 1.60 亿元，项目累计完成总进度 42.90 %，截至 2015 年 11 月底，已使用募集资金 0.41 亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2011～2013年财务报表和2014年财务报表均经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并均出具了标准无保留意见的审计报告。

2014年，公司合并范围新增子公司5家，分别是：阳江市恒财河砂经营有限公司、阳东县恒财河砂经营有限公司、阳春市恒财河砂经营有限公司、阳江市银岭投资建设有限公司和阳江市恒财城投滨海建设有限公司。其中阳江市恒财城投滨海建设有限公司的规模较大，截至2014年底，其资产总额为13.69亿元，净资产为12.32亿元。随着5家公司的并入，对公司财务数据的可比性有一定的影响。

截至2014年底，公司资产总额为122.97亿元，所有者权益为73.42亿元。2014年，公司实现营业总收入9.07亿元，利润总额1.95亿元。

2. 盈利能力

2014 年，公司营业收入 9.07 亿元，同比增加 1.22 亿元。2014 年，公司期间费用为 1.97 亿元，同比增长 19.02%；同期，公司期间费用占营业收入的比重为 21.69%。2014 年，公司获得政府财政补贴 1.33 亿元，体现在营业外收入中，对公司利润总额有较大程度的提升。

从盈利指标看，2014年公司营业利润率和总资本收益率有所下降，分别为14.60%和2.00%，净资产收益率受大规模土地划拨的影响，降至2.32%，近三年上述指标平均值分别为15.72%、2.75%和3.47%。整体看公司盈利能力处于较弱水平。

总体看，跟踪期内，公司期间费用占营业收入比重较大，财政补贴对公司的利润总额有较大幅度的提升，公司盈利能力较弱。

3. 现金流分析

从经营活动看，2014 年公司经营活动现金流入量为 15.22 亿元，较上年增加 0.70 亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金为 9.77 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金为 5.45 亿元，较去年同期略有下降。

2014 年公司经营活动现金流出量为 31.28 亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金为 17.75 亿元，2014 年购买商品、接受劳务支付的现金较 2013 年增加 11.89 亿元主要系公司购买土地 10.02 亿元，体现在存货中；公司支付其他与经营活动有关的现金 12.23 亿元；2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为-16.06 亿元；从收入实现质量方面，2014 年公司现金收入比为 107.71%，公司整体收入实现质量较好。

从投资活动看，2014 年公司投资活动现金流入为 0.94 亿元，主要系取得投资收益收到的现金 0.36 亿元；投资活动现金流出为 5.87 亿元，主要构成为购建固定资产、无形资产等支付的现金（公司基建工程项目投资支出）4.57 亿元；2014 年投资活动现金流出较 2013 年增加 1.11 亿元，系投资支付的现金较 2013 年增加 1.30 亿元，为母公司长期股权投资增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-4.92 亿元。

从筹资活动看，2014 年公司筹资活动现金流入为 26.59 亿元；2014 年公司吸收投资收到的现金为 15.89 亿元，较 2013 年增加 10.35 亿元，其构成为公司通过资产置换划入的现金 6.00 亿元和合并入的子公司阳江市恒财城投滨海建设有限公司增加的 9.30 亿元的注册资本；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2014 年为 3.25 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 21.99 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金收入实现质量较好，经营活动和投资活动产生的现金流均为净流出，公司通过对外举债来满足经营性和投资活动资金需求。

4. 资产质量

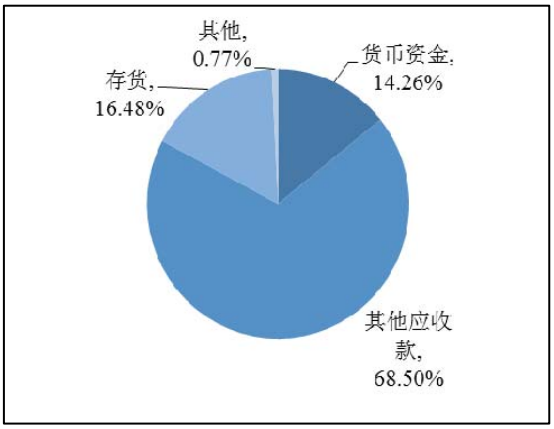
截至 2014 年底，公司资产总额 122.97 亿元，其中流动资产占 51.74%，非流动资产占

48.26%。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 63.62 亿元，较上年增加 28.28 亿元，公司货币资金、存货和其他应收款占流动资产的 99.23%。

图 4　截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金 9.07 亿元，较上年增加 1.01 亿元。公司货币资金主要以银行存款为主，无因质押、冻结等对变现有限制或存在回收风险的款项。

截至 2014 年底，公司其他应收款总额 43.58 亿元，主要系阳江市财政局（16.10 亿元）、高新区财政局扶持资金户（3.40 亿元）、阳江市高新产业开发区管委会（2.57 亿元）、阳江市中阳联合发展有限公司（2.00 亿元）和阳江高新技术开发区管理委员会（1.86 亿元）的往来款，共计 25.92 亿元，占其他应收款的比例为 59.19%。从账龄结构看，1 年以内的占 58.04%、1～2 年的占 11.00%、2～3 年的占 2.65%、3～4 年的占 25.96%、4～5 年的占 1.51%、5 年以上的占 0.84%，公司其他应收款账龄较短；其他应收款计提坏账准备 0.22 亿元，占其他应收款总额的 0.5%，坏账准备计提合理。

截至 2014 年底，公司存货 10.48 亿元，较去年同期增加 10.33 亿元，系增加土地储备 10.01 亿元，公司于 2014 年 9 月 15 日~2015 年 10 月 24 日购置价值为 9.71 亿元的土地 418583 平方米。公司此次购置土地用于抵押的土地价值 9.37 亿元，面积为 359087 平方米，抵押比率为 96.51%，抵押比率高。

表 8　公司购置土地情况（单位：万元、平方米）

土地性质	价格	面积
文化用地	493	6154
中小学用地	2370	40701
市政公共设施用地	521	12641
住宅兼商业用地	4420	16305
住宅、商业、金融、文化娱乐用地	3580	22317
住宅、商业、金融、文化娱乐、公园绿地用地	3080	16994
住宅、商业、金融、文化娱乐用地	8040	44660
住宅用地	33460	113972
住宅用地	28920	96013
住宅兼商业用地	4220	15055
住宅、商业、金融、文化娱乐用地	6060	24236
住宅、商业、金融、文化娱乐用地	1890	9535
合计	**97054**	**418583**

资料来源：公司提供

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产 59.35 亿元，较上年减少 14.42 亿元，主要系无形资产减少所致。

截至 2014 年底，公司在建工程 18.08 亿元，公司的在建工程主要系公司的代建工程。截至 2014 年底，投资较大的有银岭工业园工程、新华路北段工程、供水工程、高新区工业园工程和滨江北路工程，合计占在建工程的 70.58%。

截至 2014 年底公司固定资产为 16.82 亿元，较上年增加 1.39 亿元，主要系在建工程转入 1.78 亿元和阳江市政府和财政局置换入公司长江国际俱乐部、党校大厦和碧琴楼三处房产，估价 2.05 亿元，在前文政府支持中提及。截至 2014 年底，公司固定资产累计折旧 4.26 亿元，其中房屋及建筑物累计折旧 2.90 亿元、路轨桥梁及其他线路资产累计折旧 0.72 亿元。

截至 2014 年底，公司无形资产 22.10 亿元，同比减少 21.32 亿元，主要系阳江市政府置换出公司 29.08 亿元划拨地和阳东县人民政府无偿划出子公司阳东县金峰资产经营有限公司 3.44 亿元的划拨地，3.44 亿元土地资产的无偿划拨，系公司土地的相关证件不齐全，审计上存在问题，故阳东县人民政府将其划

走。跟踪期内，无形资产中土地减少共计 32.52 亿元，剩余土地 11.70 亿元，全部为通过招拍挂获得的土地，其中包括子公司滨海公司的土地 9.30 亿元。同期阳江市人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳江市恒财城市投资控股有限公司置换部分资产批复》（阳国资【2014】2 号）和阳江市政府《阳江市人民政府关于授权阳江市恒财城市投资控股有限公司为我市河砂开采和销售单位有关问题的通知》（阳府函【2014】102 号）置换入河砂开采和销售经营权 10.37 亿元，上述入账价值经广东中联羊城资产评估有限公司出资产价值咨询报告（中联羊城咨字【2014】第 OYGQZ0370 号）评估。公司资产置换一事，在前文政府支持中提及。

截至 2014 年底，公司的长期股权投资为 1.97 亿元，较 2013 年增长 171.58%，增长了 1.24 亿元，系公司对阳江市恒新开发建设投资有限公司的追加投资 1.20 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，其他应收款规模大，对公司资金形成了占用，公司资产流动性偏弱；公司部分在建工程转固定资产后，计提的折旧对公司利润造成侵蚀。整体看，公司资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

所有者权益

公司所有者权益主要由资本公积、实收资本和未分配利润构成。资本公积方面，截至 2014 年底为 53.11 亿元，较 2013 年下降 5.46%，系阳东市政府无偿划走子公司-阳东县金峰资产经营有限公司土地 3.44 亿元。公司的实收资本为 5.60 亿元。截至 2014 年底，公司的未分配利润为 7.68 亿元，较 2013 年增加 0.93 亿元。

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 73.42 亿元，其中包含 6.28 亿元少数股东权益。

总体看，跟踪期内，受益于政府对公司的支持，公司所有者权益增长；公司所有者权益结构稳定，以资本公积为主。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 49.55 亿元，较 2013 年增加 12.87 亿元，主要由于公司 2014 年发行 10 亿元的“14 恒财投资 PPN001”。从其结构看，公司流动负债占 21.08%，非流动负债占 78.92%。

截至 2014 年底，公司流动负债 10.45 亿元，同比增加 2.80 亿元，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款 5.85 亿元，较 2013 年增加 1.47 亿元，主要系债权买卖和往来款项。金额较大的债权单位或项目有：财政局债权包 1.58 亿元、市财政局 2013 年地方债券转贷资金 0.87 亿元、阳江市财政局（土储中心）往来款 0.70 亿元、阳西县财政局往来款 0.19 亿元和代收污水处理费 0.11 亿元。公司一年内到期的非流动负债 3.26 亿元，较 2013 年增加 1.29 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债 39.10 亿元，同比增加 10.07 亿元，主要由公司 2014 年发行的 10 亿元“14 恒财投资 PPN001”所致。

截至 2014 年底，公司的长期借款为 8.11 亿元，长期借款中抵押贷款 8.09 亿元；公司的应付债券为应付 10 亿元“13 阳江债”和 10 亿元“14 恒财 PPN001”，应付当年利息共计 0.43 亿元；公司的专项应付款为 10.55 亿元，为子公司的专项应付款，其中专项应付款金额较大的子公司为阳江市银铃科技新城开发有限公司，阳东县金峰资产经营有限公司，阳西县丹江城建开发有限公司和阳江市自来水公司，2014 年其专项应付款分别为 3.80 亿元、1.93 亿元、3.70 亿元和 1.05 亿元。

截至 2014 年底，公司全部债务 31.80 亿元，其中长期债务占 89.75%，短期债务占 10.25%，公司的债务以长期债务为主；截至 2014 年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 27.99%、30.23%和 40.30%。近三年，上述平均值分别为 27.27%、29.19%和 39.24%。

总体看，跟踪期内，公司资产负债率较低；

有息债务以长期债务为主；公司负债结构合理。预计公司未来持续投资，债务规模预计将有所上升。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012～2014年，公司流动比率和速动比率三年平均值分别为596.57%和545.45%，2014年底分别为608.97%和508.64%；2012～2014年公司经营现金流动负债比分别为169.67%、-36.28%和-153.76%。整体看，公司短期偿债能力较弱，考虑到公司短期债务规模较小，现金类资产相对充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012～2014年，公司EBITDA波动增长，3年分别为1.77亿元、3.96亿元和3.07亿元；2012～2014年全部债务/EBITDA分别为8.16倍、6.01倍和10.36倍。综合看，考虑到公司的代建项目的逐步回购以及政府对公司的支持力度，公司全部债务保护能力尚可。

截至2014年底，公司尚无银行授信，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

7．过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，机构信用代码G1044170100031510K），截至 2015 年 12 月 25 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。公司有两笔已结清的关注类贷款，其为公司就阳江市城市防洪工程（首期）项目向国家开发银行广东分行申请长期借款 6200 万元，贷款期限为 2007 年 6 月 28 日至 2017 年 6 月 27 日。该笔贷款已于 2015 年 1 月 5 日提前还款，贷款余额为零。该笔贷款被列为关注类是根据国家开发银行广东分行贷款分类标准的划分结果确定。国家开发银行股份有限公司广东省分行已于 2015 年 11 月 16 日出具说明。

8．抗风险能力

考虑到公司自身经营和财务状况，阳江市经济和财政实力的不断增长，以及政府对公司在资产和资金等方面的有力支持，公司整体抗风险能力较强。

十、债券偿债能力分析

“15阳江债”于2015年4月14日发行，发行额度为11亿元，占2014年底公司全部债务的34.59%。“15阳江债”设置债券本金分期兑付条款，在“15阳江债”存续期的第3至第7个计息年度末每年偿还债券本金的20%即2.20亿元。

2012～2014年，公司EBITDA分别为“15阳江债”发行金额的0.16倍、0.36倍和0.28倍；分别为每年分期偿付本金的0.81倍、1.80倍和1.40倍；2012～2014年，公司经营活动产生的现金流入量对“15阳江债”保障倍数分别为0.89倍、1.32倍和1.38倍；经营活动现金流入量分别为每年分期偿付本金的4.46倍、6.60倍和6.92倍。2012～2014年，公司经营活动产生的现金净流量对“15阳江债”保障倍数分别为0.46倍、-0.25倍和-1.46倍。经营活动现金净流量分别为每年分期偿付本金的2.30倍、-1.26倍和-7.30倍。

总体看，2014年公司EBITDA对“15阳江债”保障能力弱，对每年分期偿付本金保障能力一般。2014年公司经营活动现金流入量对“15阳江债”保障程度一般，对“15阳江债”分期偿付本金保障程度好。2014年公司经营活动现金流净流量对“15阳江债”无保障能力。

“15阳江债” 募投项目为基础设施建设项目，经阳江市人民政府和项目所在地政府同意，项目所在区域的配套土地增值开发收益为“15阳江债”募投项目成本补偿和收益来源。公司承诺，因上述项目获得的配套土地增值开发收益将优先用于“15阳江债”的本息偿付。“15阳江债”各项目的预期收益情况如下表所示。

表 9　公司“15 阳江债”募投项目收益情况（单位：亿元、%、倍）

序号	募投项目	项目总投资	配套土地增值开发收益	收益成本比率
1	城南新区市政基础设施建设项目	12.79	15.22	1.19
2	阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目	4.60	5.85	1.27
3	阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目	4.91	5.37	1.09
4	海陵区市政基础设施项目	3.73	5.40	1.45
合计		**26.03**	**31.84**	**1.22**

资料来源：公司提供。

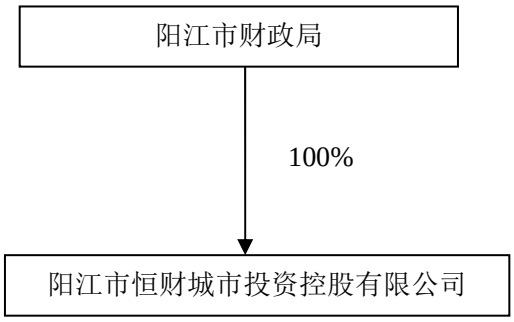
如上表所示，“15 阳江债”募投项目的配套土地增值开发收益均能覆盖各项目的总投资，但各项目的配套土地开发计划尚不明确，开发收益的实现具有一定不确定性，因而对“15 阳江债”本息偿付具有一定不确定性。

考虑到阳江市政府对公司的各项支持，有助于减轻公司的集中偿付压力，公司对存续期债券的实际偿付能力较强。

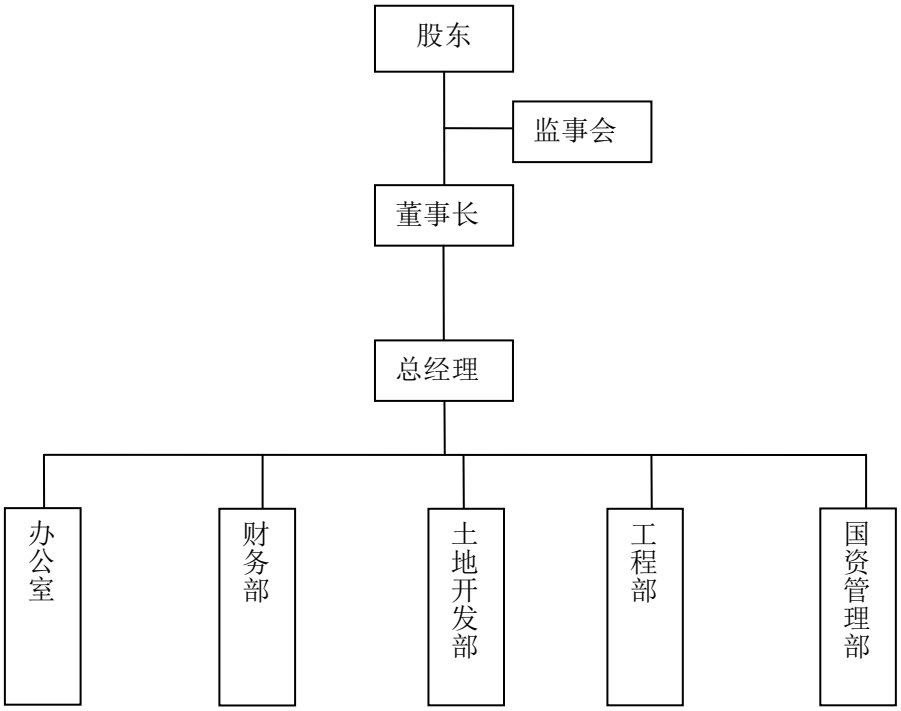
十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 阳江债”AA 的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 1-3　截至 2014 年底公司子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例	级次
1.	广东阳江铁路有限公司	25850	100%	二
2.	阳春市金叶发展公司	5210	100%	二
3.	阳江市高新投资开发有限公司	4500	100%	二
4.	阳西县丹江城建开发有限公司	4180	100%	二
5.	阳东县金锋资产经营有限公司	4000	100%	二
6.	阳江市海裕资产经营有限公司	3100	100%	二
7.	阳江市自来水公司	2998.10	100%	二
8.	阳江市银岭科技新城开发有限公司	2100	100%	二
9.	阳江市公用事业投资有限公司	300	100%	二
10.	阳江市公用肉类食品有限公司	300	100%	二
11.	阳春市春湾食品公司	258	100%	二
12.	阳春市春城食品公司	219	100%	二
13.	阳春市食品总公司肉联厂	173	100%	二
14.	阳春市三甲食品公司	170	100%	二
15.	阳春市马水食品公司	137	100%	二
16.	阳春市合水食品公司	100	100%	二
17.	阳春市双滘食品公司	92	100%	二
18.	阳西县食品总公司织簀食品公司	86	100%	二
19.	阳春市潭水食品公司	65	100%	二
20.	阳东县食品集团东平有限公司	65	100%	二
21.	阳东县食品集团大沟有限公司	65	100%	二
22.	阳东县食品集团合山有限公司	65	100%	二
23.	阳东县食品集团大八有限公司	60	100%	二
24.	阳东县食品集团北惯有限公司	60	100%	二
25.	阳春市坡面食品公司	55	100%	二
26.	阳春市岗美食品公司	55	100%	二

27.	阳东县食品集团东城有限公司	50	100%	二
28.	阳东县食品集团红丰有限公司	50	100%	二
29.	阳西县食品总公司沙扒食品公司	33	100%	二
30.	阳西县食品总公司程村食品公司	32	100%	二
31.	阳西县食品总公司儒洞食品公司	30	100%	二
32.	阳西县食品总公司溪头食品公司	30	100%	二
33.	阳西县食品总公司肉联厂	30	100%	二
34.	阳西县食品总公司塘口食品公司	30	100%	二
35.	中铁（阳江）铁路有限公司	39202	67.64%	三
36.	阳江市自来水公司安装工程有限公司	1500	100%	三
37.	阳江市国恒房地产开发有限公司	500	100%	三
38.	阳东县金叶发展公司	150	100%	三
39.	阳江市国恒投资控股有限公司	100	100%	三
40.	阳江市白沙自来水有限公司	50	100%	三
41.	阳江市自来水公司消防工程有限公司	50	100%	三
42.	阳江市江城区银岭科技产业园物业管理有限公司	30	100%	三
43.	阳江市恒财河砂经营有限公司	1000	100%	二
44.	阳东县恒财河砂经营有限公司	200	100%	二
45.	阳春市恒财河砂经营有限公司	200	100%	二
46.	阳江市银铃投资建设有限公司	3000	100%	二
47.	阳江市恒财城投滨海建设有限公司	180000	50%	三

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)	5.32	8.10	9.13
资产总额(亿元)	52.55	109.11	122.97
所有者权益(亿元)	28.93	72.43	73.42
短期债务(亿元)	0.44	2.77	3.26
长期债务(亿元)	14.02	21.01	28.54
全部债务(亿元)	14.46	23.78	31.80
营业收入(亿元)	3.80	7.85	9.07
利润总额(亿元)	1.45	3.18	1.95
EBITDA(亿元)	1.77	3.96	3.07
经营性净现金流(亿元)	5.05	-2.77	-16.06
财务指标			
销售债权周转次数(次)	780.79	151.18	45.27
存货周转次数(次)	47.26	62.08	1.45
总资产周转次数(次)	0.07	0.10	0.08
现金收入比(%)	106.18	103.94	107.71
营业利润率(%)	15.21	17.91	14.60
总资本收益率(%)	3.43	3.54	2.00
净资产收益率(%)	4.99	4.36	2.32
长期债务资本化比率(%)	32.64	22.48	27.99
全部债务资本化比率(%)	33.32	24.72	30.23
资产负债率(%)	44.96	33.62	40.30
流动比率(%)	767.46	461.98	608.97
速动比率(%)	765.62	460.02	508.64
经营现金流动负债比(%)	169.67	-36.28	-153.76
EBITDA 利息倍数(倍)	39.46	16.02	7.69
全部债务/EBITDA(倍)	8.16	6.01	10.36

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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（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　主体长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级