跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1212 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

二零一六年六月二十九日

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：2016 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产（亿元）	8.10	9.13	9.60
资产总额(亿元)	109.11	122.97	149.21
所有者权益(亿元)	72.43	73.42	78.44
短期债务(亿元)	2.77	3.26	4.35
全部债务(亿元)	23.78	31.80	40.64
营业收入(亿元)	7.85	9.07	11.09
利润总额(亿元)	3.18	1.95	0.68
EBITDA(亿元)	3.96	3.07	2.03
经营性净现金流(亿元)	-2.77	-16.06	-7.55
营业利润率(%)	17.91	14.60	13.06
净资产收益率(%)	4.36	2.32	0.93
资产负债率(%)	33.62	40.30	47.43
全部债务资本化比率(%)	24.72	30.23	34.13
流动比率(%)	461.98	608.97	415.70
全部债务/EBITDA(倍)	6.01	10.36	20.02
经营现金流动负债比(%)	-36.28	-153.76	-36.74

分析师

霍正泽　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

阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“公司”）作为阳江市重要的城市基础设施建设、自来水供水和生猪屠宰经营主体，在区域垄断经营以及政府支持等方面优势明显。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利能力下降、资产流动性弱等因素对公司信用水平的不利影响。

跟踪期内，公司自来水收入增长，生猪屠宰业务稳定。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增长。将有助于支撑公司信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15阳江债”的分期偿还本金的还款方式，降低了公司的集中偿付压力。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、财政实力较强，存在市政基础设施改善需求，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。

关注

1. 跟踪期内，公司盈利能力有所下降，利润总额对补贴收入依赖度高。
2. 跟踪期内，公司流动资产中其他应收款规模大，对公司资金形成占用。

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，但土地出让收益到位时点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 2015 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 2015 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；2015 年公司合并口径新增子公司 12 家，截至 2015 年底，公司拥有 59 家子公司，具体情况见附加 1-3 所示。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 149.21 亿元，所有者权益为 78.44 亿元；2015 年，公司实现营业收入 11.09 亿元，实现利润总额 0.68 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

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。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 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。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目

前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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。

（3）中国基础设施建设发展展望

国家加快投融资体制改革，放宽市场准入，新的市场主体大量涌现，激发了民间投资活力，其中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。

2015年，全年全社会固定资产投资562000亿元，比上年增长9.8%，扣除价格因素，实际增长11.8%。其中，固定资产投资(不含农户)551590亿元，增长10.0%。东部地区投资232107亿元，比上年增长12.4%；中部地区投资143118亿元，增长15.2%；西部地区投资140416亿元，增长8.7%；东北地区投资40806亿元，下降11.1%。在固定资产投资(不含农户)中，第一产业投资15561亿元，比上年增长31.8%；第二产业投资224090亿元，增长8.0%；第三产业投资311939亿元，增长10.6%。基础设施投资101271亿元，增长17.2%，占固定资产投资(不含农户)的比重为18.4%。

截至2015年底，中国城镇化率为53.10%，较上年提高1.33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．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，目前猪肉的年消费量已超过 5000 万吨，占世界猪肉总消费量的 50%以上，猪肉产量也已达到世界总产量的一半。

农产品定价市场化程度较高，国家调控在猪肉市场的作用相对较弱，基本由市场供需决定，影响因素主要包括需求量、疫情、政策、生猪存出栏量、进口猪肉和饲料成本：疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，短期市场价格的调整周期多与猪的成长周期相对应，疫情则通过影响出栏量进而影响价格；饲料成本和刚性的消费需求对猪肉价格的长期走势存在影响；由于国内养殖成本较高，进口猪肉价格普遍低于国内价格，进口猪肉进入国内市场，会对国内猪肉价格造成冲击；政策因素一方面以收储方式缓解供需间的不平衡，同时，通过加强环保标准对养殖区的规模和数量形成影响，趋严的环保要求提升了养殖成本，导致了大量散户养殖的困境和推出，对市场供给形成影响，进而影响价格。

从过往猪肉价格变动情况看，猪肉价格波动具有明显的周期性，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。

图1　2012～2015年中国大中城市生猪零售价

（单位：元/公斤）



资料来源：wind资讯

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，4 月生猪价格 12.62 元/公斤，比年初 17.32 元/公斤的价格下滑了 27.14%；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，生猪的价格又开始出现快速下滑的态势；2013 年底，生猪价格维持在 16.04 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；同时，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 11.05 元/公斤的低谷。从 2014 年 5 月起，生猪价格波动上升，2014 年 9 月，生猪价格已经回复至 15.26 元/公斤的年内最高值，此后生猪价格一路下行至 2015 年 3 月的 12.10 元/公斤。2015 年二季度起，生猪价格进入新一轮上涨通道，于 8 月底、9 月初达到 18.38 元/公斤的近年最高点，之后有所回落，2015 年 12 月底收于 16.80 元/公斤。2016 年 1 月，受春节等消费因素的拉动略有回升，1 月 20 日收于 17.78 元/公斤。

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 5.00 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，猪粮比在 5 月中下旬上扬，之后持续走高，至 2013 年底达 6.69。2014 年以来，受季节因素影响，猪粮比大幅回落，2014 年 3 月底，22 省市猪粮比为 4.66。2014 年 12 月底，猪粮比小幅回升至 5.67，但仍距 6 的盈亏平衡点略有差距。2015 年开始，随着市场生猪价格的先降后升，22 省市猪粮比小幅下降后快速上升，2015 年 12 月底猪粮比达 8.05 的高点。

图 2　2012~2015 年 22 省市猪粮比价



资料来源：wind 资讯

总体看，受粮价波动、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

公司是阳江市重要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。

2015年，阳江市实现地区生产总值(GDP)1250.01亿元，同比增长8.5%，其中第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.5%、9.9%和 8.6%。三大产业比例由上年同期的16.5：48.0：35.5调整为16.4：47.3：36.3。三大产业对GDP的贡献率分别为6.1%、60.0%和33.9%，分别拉动阳江市GDP增长0.5个百分点、5.1个百分点和2.9个百分点。2015年固定资产投资691.13亿元，同比增长4.4%。其中，项目投资586.26亿元，增长3.3%;房地产开发投资104.86亿元，增长10.8%。从三次产业看，第一产业投资22.06亿元，增长11.7%;第二产业投资358.33亿元，下降6.9%;第三产业投资310.73亿元，增长20.8%。阳江市投资中工业投资358.50亿元，下降6.9 %。

4．阳江市地方财政情况

根据阳江市财政局提供的数据，2015 年，阳江市地方财政收入为 214.32 亿元，较 2014 年有所增长，其中一般预算收入略有增张，政府性基金收入有所下降，上级补助收入大幅增长，阳江市财政收入以一般预算收入为主。一般预算收入中，税收收入略有下降。2015 年，阳江市全口径一般预算收入为 67.93 亿元，较 2014 年有所增长，其中税收收入为 38.00 亿元，占一般预算收入的 55.94%；上级补助收入为 108.41 亿元；政府性基金收入为 21.65 亿元，其中土地出让收入为 17.72 亿元；预算外专户收入为 16.33 亿元。财政住支出方面，2015 年阳江市财政支出总额为 218.07 亿元，其中公共财政支出 170.91 亿元，政府性基金支出 30.83 亿元，预算外专户支出 16.33 亿元。

总体看，跟踪期内，阳江市财政收入较去年有所增长，财政收入以一般预算收入为主，政府性基金收入有所下降，阳江市财政实力较强。

表 1　2013~2015 年阳江市财政状况（单位：万元）

项目	2013年		2014年		2015年	
	全口径	本级	全口径	本级	全口径	本级
财政收入	1476756	826671	1944716	1149527	2143198	1255235

（一）一般预算收入	537170	234075	629708	270557	679307	298545
其中：税收收入	351869	145005	388321	164103	380032	169067
非税收收入	**185301**	**89070**	**241387**	**106454**	**299275**	**129478**
（二）上级补助收入	642510	439292	896014	643294	1084119	765859
其中：返还性收入	53767	41558	53767	41558	53767	41558
一般性转移支付收入	268448	164066	416269	286138	576670	414736
专项转移支付	**320295**	**233668**	**425979**	**315598**	**453682**	**309565**
（三）政府性基金收入	247356	123114	347597	196250	**216477**	**117737**
其中：土地出让收入	206433	98262	304816	173393	177207	94103
（四）预算外财政专户收入	49720	30190	71397	39426	163295	73094
财政支出	**1471332**	**456624**	**1661214**	**625093**	**2180668**	**674044**
（一）公共财政支出	1142992	319587	1236039	405301	1709079	500015
（二）政府性基金支出	291691	113929	379945	187019	308294	100935
（三）预算外财政专户支出	36649	23108	45230	32773	163295	73094
公共财政收入/公共财政支出	**1.00**	**1.81**	**1.17**	**1.84**	**0.98**	**1.86**

资料来源：阳江市财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015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。

2. 员工素质

跟踪期内，公司高级管理人员未发生变更。

截至2015年底，公司本部拥有员工38人。从员工文化素质情况来看，本科及以上学历人员占52%，大专及以下学历人员占48%；从年龄分布来看，50岁以上人员占13%，30～50岁占40%，30岁以下占47%。

3. 政府支持

跟踪期内，公司收到政府补助资金0.76亿元，计在营业外收入中。公司获得的各种补助及项目专款资金13.79亿元，计入“专项应付款”科目。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2015年公司营业收入为11.09亿元，同比增长22.28%，系河砂业务和食品加工业务收入增长所致。公司的营业收入由供水、食品加工、工程、铁路运输、房地产、河砂和旅店收入构成，其中供水和食品加工业务收入占营业收入的比重较大。2015年，公司供水业务收入为1.64亿元，较2014年有所增长，系第二水厂投产所致；公司食品加工业务收入为7.42亿元，较2014年有所增长；工程业务收入同比略有下降，为0.17亿元；铁路运输业务收入同比略有下降，为0.84亿元；房地产业务同比略有增长，为0.20亿元；2015年公司新增河砂和旅店业务，营业收入分别为0.82亿元和86.92万元。

毛利率方面，跟踪期内公司供水业务毛利率为29.97%，较2014年有所下降，系公司于2015年新装水管道网导致成本增长；公司食品加工业务毛利率略有下降，2015年为8.58%；公司的工程业务毛利率快速增长，为95.50%，系成本下降所致；公司铁路运输毛利率为15.24%，为公司交付装卸费、安全生产费等导致成本增长所致；公司房地产业务毛利率快速增长，为21.02%。

表 2　公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务类别	主营业务收入			主营业务毛利率		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
供水	9920.70	10297.34	16419.52	26.93	34.32	29.97
食品加工	52035.23	66434.70	74217.21	10.92	8.98	8.58
工程	2127.28	2231.06	1669.29	20.88	48.92	95.50
铁路运输	9237.14	8424.74	8392.71	22.46	21.82	15.24
房地产	3160.86	1687.33	2000.55	76.48	4.83	21.02
河砂	--	--	8159.21	--	--	7.17
旅店	--	--	86.92	--	--	-55.19
合计	**76481.20**	**89075.18**	**110945.41**	**17.38**	**14.04**	**13.63**

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。

2013~2015 年，公司生猪屠宰业务经营情况如下表所示。2015 年公司生猪屠宰业务实现收入 7.42 亿元，同比增长 11.71%，同期生猪屠宰业务毛利率为 8.58%，同比下降 0.40 个百分点。

表 3　2013~2015 年公司生猪屠宰业务经营情况（单位：头、吨、万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
生猪屠宰数量	754254.00	744502.00	744949.00
生猪屠宰重量	66021.19	64402.28	91922.10
食品加工收入	52035.23	66434.70	74217.10

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 2015 年底，用户 13.31 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 4　2013~2015 年公司自来水业务经营情况

业务指标	2013 年	2014 年	2015 年
日供水能力（万立方米）	26	26	36
供水管网（DN150 以上）总长度（公里）	680	750	780
供水面积（平方公里）	60	80	80
管网覆盖率（%）	99.6	99.7	99.6%
全年供水量（万立方米）	7557	7940	8360
全年售水量（万立方米）	5668	5955	6271
自来水用户数（万户）	12.67	12.88	13.13
自来水销售收入（万元）	9920.70	10297.34	16419.52

资料来源：公司提供

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。

跟踪期内，受第二水厂投产的影响，公司供水业务实现收入 1.64 亿元，同比增长 59.45%；受第二水厂投资支出的影响，公司自来水业务成本同比增长，2015 年公司自来水业务毛利率为 29.97%，同比下降 4.35 个百分点。

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。

2015 年公司工程收入为 1669.29 万元，较 2014 年略有下降。

5. 市政基础设施建设业务

公司作为阳江市重要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）。

表 5　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 2015 年底已投资额度	尚需投资
洛西大道	9000.00	6800.00	2200.00
福冈工业园三期市政工程	11313.96	7313.96	4000.00
阳西县城北新区路网建设项目	45128.00	22500.00	22628.00
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	9766.00	4126.00
阳东县湖滨龙山片区路网建设改造项目	25002.28	14560.00	10442.28
南浦大道东段	8400.00	5400.00	3000.00

城南新区市政基础设施建设项目	127900.00	86000.00	41900.00
阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目	46036.00	17000.00	29036.00
阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目	49073.07	20320.00	28753.07
海陵市政基础设施项目	37295.00	17500.00	19795.00
阳春市蟠龙河小流域综合治理工程	43320.79	16700.00	26620.79
阳西县河西区开发建设项目	43682.00	15200.00	28482.00
阳东县广雅片区基础设施建设项目	32540.00	7500.00	25040.00
合计	**492583.10**	**246559.96**	**246023.14**

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 2015 年底，已投资 24.66 亿元，未来仍需投资 24.60 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 2015 年底“15 阳江债”募投项目已投资合计 14.08 亿元，未来还需投资 11.95 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，其余的项目都通过土地收益平衡。

6. 其他业务

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。2015 年，公司铁路运输业务实现收入 8392.71 万元，同比下降 32.03 万元。

跟踪期内，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 2015 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 2015 年底，该项目售楼面积为 6482.80 平方米，销售金额为 1636.89 万元。国恒雅苑项目占地 8296 平方米，共 6 幢，建筑面积 51000 平方米，2015 年，国恒雅苑项目售楼面积为 886.28 平方米，销售金额为 363.66 万元。

跟踪期内，公司房地产业务实现收入为 2000.55 万元。

河砂业务

跟踪期内，公司新增河砂业务和旅店业务。其中，河砂业务为 2014 年公司通过资产置换入的河砂经营权而开展的业务，公司相继成立阳江市恒财河砂经营有限公司，江城区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和阳西县丹江河砂经营有限公司负责河砂开采及销售。2015 年，公司累计开挖河砂 148 万立方米，河砂的销售价格为 57 元/立方米和 52 元/立方米。跟踪期内，公司实现河砂业务收入 0.82 亿元。

跟踪期内，公司新增的旅店业务，由子公

司阳江市碧湖宾馆有限公司负责，酒店业务实现收入规模较小，2015年实现收入82.96万元。

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49.29亿元，截至2015年底已投资24.66亿元，未来还需投资24.60亿元；截至2015年底“15阳江债”募投项目已投资合计14.29亿元，未来还需投资11.95亿元。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。

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2016年5月底，项目已投入金额7.20亿元，项目累计完成总进度56.29%，截至2016年5月底，已使用募集资金7.00亿元。

（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2016年5月底，项目已投入金额2.44亿元，项目累计完成总进度53.04%，截至2016年5月底，已使用募集资金1.80亿元。

（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2016年5月底，项目已投入金额3.00亿元，项目累计完成总进度61.10%，截至2016年5月底，已使用募集资金1.20亿元。

（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2016年5月底，项目已投入金额1.65亿元，项目累计完成总进度44.24%，截至2016年5月底，已使用募集资金1.00亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2013~2015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。

2015年，公司合并范围新增子公司12家，分别是：阳西县恒财河砂经营有限公司、阳江市江城区恒财河砂经营有限公司、阳春市恒财陶瓷城建设有限公司、阳西县恒财公共事业建设有限公司、阳江市碧湖宾馆有限公司、阳江市江城区食品总公司、阳江市江城区食品总公司平冈食品公司、阳江市江城区食品总公司岗列食品公司、阳江市江城区食品总公司城西食品公司、阳江市江城区埠场食品公司、阳江市江城区双捷食品有限公司和阳江市江城区白沙食品有限公司。12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2015年底，公司资产总额为149.21亿元，所有者权益为78.44亿元。2015年公司实现营业收入11.09亿元，利润总额0.68亿元。

2. 盈利能力

2015年，公司营业收入11.09亿元，同比增长22.28%；受食品加工业务成本增加和新增河砂业务的影响，公司营业成本快速增长，2015年为9.58亿元，同比增长24.46%。2015年公司期间费用为1.87亿元，同比下降5.20%，公司期间费用占营业收入的比重为16.81%，较2014年下降4.28个百分点。2015年，公司的投资收益为0.24亿元，同比下降40.81%，为公司的长期股权投资获得的收益；2015年，公司获得政府财政补助0.76亿元，较2014年减少0.57亿元，政府补助体现在营业外收入

中，对公司利润总额有较大程度的提升；公司的利润总额为 0.68 亿元，同比减少 64.92%。

从盈利指标看，2015年公司营业利润率为13.06%，同比下降1.54个百分点；总资本收益率和净资产收益率分比为1.04%和0.93%，受净利润下降的影响，上述两项指标均较2014年有所下降，其中净资产收益率下降幅度较大，下降了1.39个百分点。整体看公司盈利水平弱。

总体看，跟踪期内，公司盈利能力有所下降，利润总额对财政补贴的依赖度较大，公司盈利能力弱。

3. 现金流分析

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入为 39.19 亿元，较上年增加 23.98 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 11.34 亿元，构成为公司的营业收入确认的款项；收到其他与经营活动有关的现金为 27.85 亿元，较去年同期增加 22.40 亿元，构成为政府补助款和往来款。2015 年，公司经营活动现金流出为 46.75 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 8.93 亿元，构成为项目的投入款；支付其他与经营活动有关的现金 36.32 亿元，较 2014 年增加 24.39 亿元，其构成为支付的各项费用和往来款；公司经营活动产生的现金流量净额为-7.55 亿元，较 2014 年增长 52.98%；从收入实现质量方面，2015 年公司现金收入比为 102.23%，较 2014 年下降了 5.48 个百分点，公司整体收入实现质量较好。

从投资活动看，2015 年公司投资活动现金流入为 0.62 亿元，主要为取得投资收益收到的现金 0.44 亿元；投资活动现金流出为 4.96 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 3.89 亿元，为公司购置固定资产、无形资产和长期待摊费用等支付的现金；投资活动产生的现金流量净额为-4.33 亿元，较 2014 年增长 11.99%。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入为 16.19 亿元，构成为为吸收投资收到的现金为 4.79 亿元、取得借款收到的现金 0.40 亿元和发行债券收到的现金 11.00 亿元；公司筹资活动现金流出为 3.84 亿元，为偿还债务支付的现金 2.61 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 1.23 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 12.35 亿元，较 2014 年下降 43.86%。

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，受政府往来款增长的影响，公司经营活动净现金流较 2014 年有所增长，公司通过对外举债来满足经营性和投资活动资金需求。

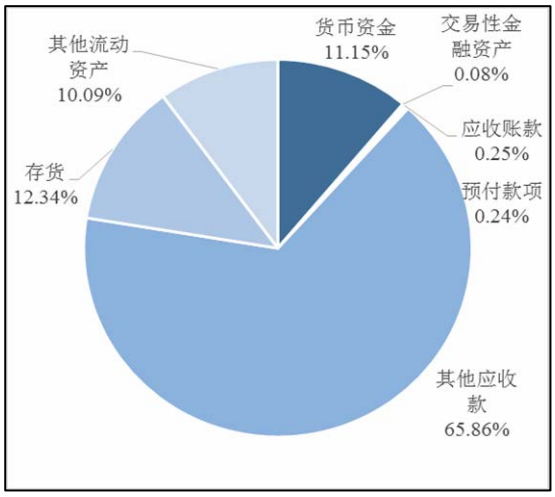
4. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 149.21 亿元，其中流动资产占 57.27%，非流动资产占 42.73%。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 85.46 亿元，同比增长 34.32%，其中货币资金、存货、其他应收款和其他流动资产占比较大。

图 3 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 9.53 亿元，较上年增加 0.46 亿元。公司货币资金以银行存款为主，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 2015 年底，公司其他应收款为 56.28 亿元，同比增长 29.15%。公司其他应收款金

额前五名单位为：阳江市财政局（24.04 亿元）、阳江市开发区管理局（0.78 亿元）、阳江市江城区财政局（0.62 亿元）、阳春市财政局（0.50 亿元）和阳春市经济和信息化局（0.45 亿元）的往来款，共计 26.38 亿元，占其他应收款的比例为 46.65%。从账龄结构看，1 年以内的占 39.24%、1～2 年的占 7.26%、2～3 年的占 8.49%、3～4 年的占 42.32%、4～5 年的占 0.60%、5 年以上的占 2.10%，公司其他应收款账龄较长；其他应收款计提坏账准备 0.28 亿元，占其他应收款总额的 0.50%，坏账准备计提比例低。

截至 2015 年底，公司存货 10.54 亿元，较去年同期增加 0.06 亿元，公司的存货主要为土地储备 10.47 亿元，占公司存货的 99.34%。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 63.75 亿元，较 2014 年底增长 7.43%，系长期股权投资等科目增加所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 2.95 亿元，较 2014 年底增长 49.61%，系公司对阳江市阳东区东珠投资建设有限公司的长期股权投资 1.00 亿元所致。公司的长期股权投资构成为阳江市阳东区东珠投资建设有限公司 1.00 亿元，广东烟草阳江市有限责任公司 0.66 亿元，广东保利南海一号文化实业有限公司 0.10 亿元，阳江市恒新开发建设投资有限公司 1.20 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程 19.81 亿元，较 2014 年底同比增长 9.57%，2015 年公司的在建工程中的供水工程转入固定资产 2.11 亿元和其他零星工程转入固定资产 0.06 亿元。截至 2015 年底规模较大的在建工程为：银铃工业园工程 6.28 亿元，新华路北段 2.27 亿元，高新区工业园工程 1.70 亿元。

截至 2015 年底公司固定资产为 18.71 亿元，较 2014 年底同比增长 11.28%，系在建工程中的供水工程和其他零星工程的转入。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧 4.87 亿元，计提折旧金额较大，对公司利润造成侵蚀。

截至 2015 年底，公司无形资产 21.95 亿元，较 2014 年底同比下降 0.65%，公司的无形资产构成为土地使用权 11.56 亿元，软件 0.02 亿元和河砂开采和销售经营权 10.37 亿元。

公司所有权或使用权受到限制的资产为，存货 9.38 亿元，固定资产 0.25 亿元，在建工程 3.44 亿元和无形资产 0.93 亿元。其中存货和无形资产中的受限资产均为土地，均用于抵押，账面价值合计为 10.31 亿元。2015 年公司账面上土地资产合计 22.03 亿元，用于抵押的土地占公司账面上土地资产的比例为 46.80%，占比较大。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，其他应收款规模大且继续增长，对公司资金形成了占用，公司资产流动性偏弱；公司固定资产计提的折旧金额较大，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

截至 2015 年底，公司的所有者权益 78.44 亿元，较 2014 年底同比增长 6.84%，系少数股东权益增长所致，为子公司阳江市恒财城投滨海建设有限公司的少数股东投资增长 4.77 亿元。公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益占公司所有者权益的比例分别为 7.14%、67.71%、1.06%、10.00%和 14.09%，其中资本公积占比较大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益结构稳定，以资本公积为主。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 70.77 亿元，较 2014 年底增长 42.82%，系公司于 2015 年发行 11 亿元的“15 阳江债”所致。从其结构看，公司流动负债占 29.05%，非流动负债占 70.95%，公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 20.56 亿元，较 2014 年底同比增长 96.77%，系其他应

付款增加所致。公司的流动负债中其他应付款和一年内到期的非流动负债占比大。

截至 2015 年底，公司其他应付款 14.75 亿元，较 2014 年增加 8.90 亿元，系财政局发展资金增长所致。金额较大的债权单位或项目有：财政局发展资金 8.70 亿元（为公司与阳江市财政局之间的往来款，款项均用于子公司的项目建设），阳江市高新区管理委员会 1.74 亿元，财政局债权包 1.58 亿元，阳江市财政局 2013 年地方债券转贷资金 0.87 亿元和应付阳江市财政局的公司与土储中心的往来款 0.70 亿元。

截至 2015 年底，公司的一年内到期的非流动负债 4.05 亿元，较 2014 年底同比增长 24.13%，公司一年内到期的非流动负债构成为一年内到期的长期借款 2.05 亿元和一年内到期的应付债券 2.00 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债 50.21 亿元，较 2014 年底同比增长 28.41%，系应付债券的增长所致。

截至 2015 年底，公司的长期借款为 6.81 亿元，构成为信用借款 0.02 亿元，抵押担保借款 6.79 亿元。

截至 2015 年底公司的应付债券为 29.48 亿元，为 2013 年 9 月发行的 10 亿元“13 阳江债”、2014 年 9 月发行的 10 亿元“14 恒财投资 PPN001”和 2015 年 4 月发行的“15 阳江债”，和相应的利息。

截至 2015 年底公司的专项应付款 13.79 亿元，较 2014 年底同比增长 30.67%，公司的专项应付款主要为政府给予的项目专款，其中科技新城开发专项应付款 4.07 亿元、新华路北段 1.75 亿元、阳西丹江建设资金 4.99 亿元等。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务 40.64 亿元，同比增长 27.16%，为长期债务的增长所致。2015 年，公司的有息债务中，长期债务为 36.29 亿元，短期债务为 4.35 亿元，公司的债务以长期债务为主。截至 2015 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 31.63%、34.13%和 47.43%，均较 2014 年有所上升。上述三个指标三年的平均值分别为 28.71%、31.08%和 42.53%。

总体看，跟踪期内，公司有息债务有所增长，且以长期债务为主，公司负债结构合理。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年公司流动比率和速动比率分别为415.70%和364.42%，均较2014年有所下降；2015年公司经营现金流动负债比为-36.74%，受经营活动现金流量净额增长的影响，公司经营现金流动负债比较2014年大幅上升，上升了117.02个百分点。2015年公司现金类资产为9.60亿元。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，受利润总额下降的影响，2015年公司EBITDA为2.03亿元，较2014年下降33.86%；2015年全部债务/EBITDA倍数为20.02倍，较2014年有所增长。公司长期偿债能力有所弱化。考虑到阳江市政府对的大力支持，公司全部债务保护能力尚可。

截至2015年底，公司尚无银行授信，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 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 2016 年 6 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。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2015年底公司全部债务的27.07%。“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。

2015年，公司EBITDA分别为“15阳江债”发行金额的0.18倍，为每年分期偿付本金的0.92倍；2015年，公司经营活动产生的现金流入量对“15阳江债”保障倍数为3.56倍，为每年分期偿付本金的17.82倍。

总体看，2015年公司经营活动现金流入量对“15阳江债”保障程度较好，对“15阳江债”分期偿付本金保障程度好。

“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 6 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。

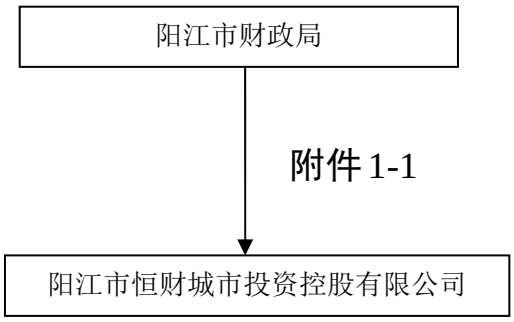
如上表所示，“15 阳江债”募投项目的配套土地增值开发收益均能覆盖各项目的总投资，但各项目的配套土地开发计划尚不明确，开发收益的实现具有一定不确定性，因而对“15 阳江债”本息偿付具有一定不确定性。

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。

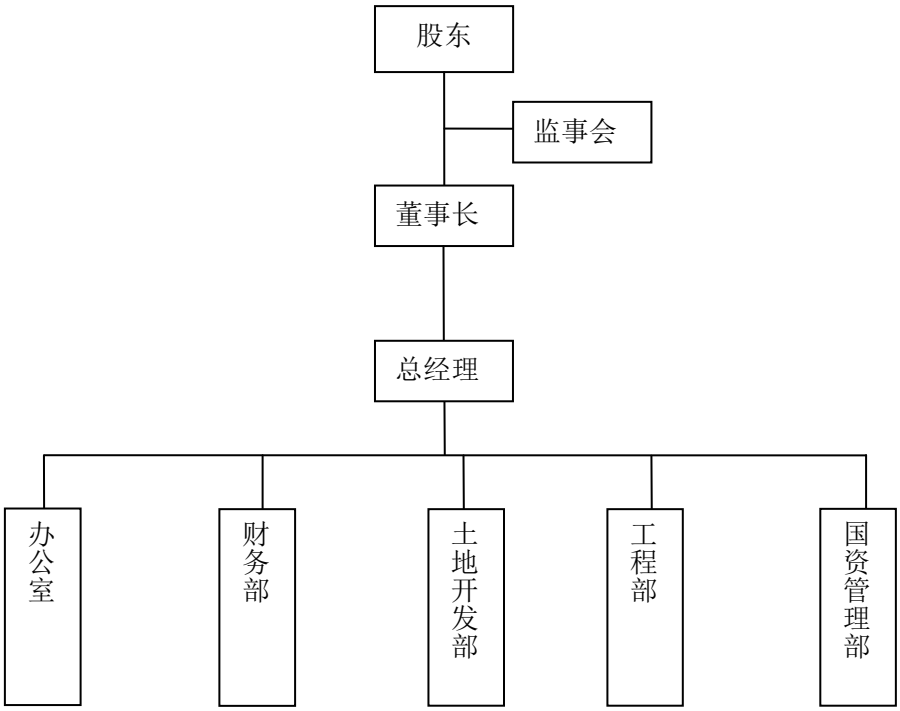
十一、结论

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 2015 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
48.	阳西县恒财河砂经营有限公司	200	100%	二
49.	阳江市江城区恒财河砂经营有限公司	200	100%	二
50.	阳春市恒财陶瓷城建设有限公司	100	100%	二
51.	阳西县恒财公共事业建设有限公司	100	100%	二
52.	阳江市碧湖宾馆有限公司	500	100%	二
53.	阳江市江城区食品总公司	50	100%	三
54.	阳江市江城区食品总公司平冈食品公司	80	100%	三
55.	阳江市江城区食品总公司岗列食品公司	30	100%	三
56.	阳江市江城区食品总公司城西食品公司	30	100%	三
57.	阳江市江城区埠场食品公司	30	100%	三
58.	阳江市江城区双捷食品有限公司	50	100%	三
59.	阳江市江城区白沙食品有限公司	65	100%	三

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)	8.10	9.13	9.60
资产总额(亿元)	109.11	122.97	149.21
所有者权益(亿元)	72.43	73.42	78.44
短期债务(亿元)	2.77	3.26	4.35
长期债务(亿元)	21.01	28.54	36.29
全部债务(亿元)	23.78	31.80	40.64
营业收入(亿元)	7.85	9.07	11.09
利润总额(亿元)	3.18	1.95	0.68
EBITDA(亿元)	3.96	3.07	2.03
经营性净现金流(亿元)	-2.77	-16.06	-7.55
财务指标			
销售债权周转次数(次)	151.18	45.27	43.38
存货周转次数(次)	62.08	1.45	0.91
总资产周转次数(次)	0.10	0.08	0.08
现金收入比(%)	103.94	107.71	102.23
营业利润率(%)	17.91	14.60	13.06
总资本收益率(%)	3.54	2.00	1.04
净资产收益率(%)	4.36	2.32	0.93
长期债务资本化比率(%)	22.48	27.99	31.63
全部债务资本化比率(%)	24.72	30.23	34.13
资产负债率(%)	33.62	40.30	47.43
流动比率(%)	461.98	608.97	415.70
速动比率(%)	460.02	508.64	364.42
经营现金流动负债比(%)	-36.28	-153.76	-36.74
全部债务/EBITDA(倍)	6.01	10.36	20.02

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　中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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级