跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1234 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主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15阳江债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15 阳江债	11 亿元	2015/04/14	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产（亿元）	9.13	9.60	11.74
资产总额(亿元)	122.97	149.21	147.11
所有者权益(亿元)	73.42	78.44	78.29
短期债务(亿元)	3.26	4.35	13.29
长期债务(亿元)	28.54	36.29	21.77
全部债务(亿元)	31.80	40.64	35.08
调整后全部债务(亿元)	31.80	40.64	36.20
营业收入(亿元)	9.07	11.09	13.00
利润总额(亿元)	1.95	0.68	0.94
EBITDA(亿元)	3.07	2.03	2.15
经营性净现金流(亿元)	-16.06	-7.55	15.51
营业利润率(%)	14.60	13.06	12.62
净资产收益率(%)	2.32	0.93	0.67
资产负债率(%)	40.30	47.43	46.78
全部债务资本化比率(%)	30.23	34.13	30.93
调整后全部债务资本化比率(%)	30.23	34.13	31.62
流动比率(%)	608.97	415.70	270.40
经营现金流动负债比（%）	-153.76	-36.74	54.70
全部债务/EBITDA(倍)	10.36	20.02	16.28
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.36	20.02	16.81

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务。

分析师

霍正泽　申晓波

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

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业务经营主体，在区域专营性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”）也关注到阳江市地方综合财力有所下降，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。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。综合评估，联合资信确定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”的信用等级为AA。

优势

1. 公司作为阳江市自来水供应和城市基础设施项目建设的重要主体，具备区域专营优势。
2. 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。
3. 2016 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。

关注

1. 2016 年，阳江市地方综合财力有所下降。
2. 跟踪期内，公司盈利能力有所下降，利润总额对营业外收入的依赖度高。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。

声 明

一、本报告引用的资料主要由阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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；根据跟踪后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

阳江市恒财城市投资控股有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“公司”或“阳江恒财”）主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人由阳江市财政局变更为阳江市人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均为 5.60 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至 2016 年底，公司纳入合并口径子公司 61 家。公司下设办公室、财务部、土地开发部、工程部和国资管理部 5 个职能部门。截至 2017 年 4 月底，公司本部在职员工 34 人。

截至2016年底，公司资产总额147.11亿元，所有者权益78.29亿元（含少数股东权益12.08亿元）。2016年公司营业收入13.00亿元，利润总额0.94亿元。

公司住所：阳江市江城区仙踪路 189 号公用事业大厦；公司法定代表人：周湘东。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2016 年底，联合资信所评“15 阳江债”相关募投项目正在建设中，募集资金均已全部使用完毕，尚需偿还债券本金 11.00 亿元（详见表 1）。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息，公司既往付息情况良好。

表 1　截至 2016 年底联合资信所评债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期 限	债券余额	还本付息方式
15 阳江债	11.00	2015/04/14	7 年	11.00	固定利率，每年付息一次，在存续期的第 3~7 年每年偿还 20%的本金
合 计	**11.00**	--	--	**11.00**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1．城市基建行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是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

效率开展的基础设施建设，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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造

相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）中国基础设施建设发展展望

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 生猪屠宰行业概况

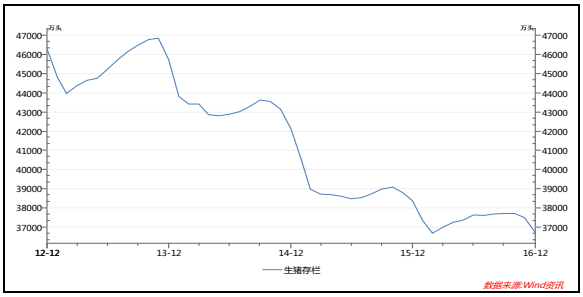
中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，目前猪肉的年消费量已超过 5000 万吨，占世界猪肉总消费量的 50%以上，猪肉产量也已达到世界总产量的一半。

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　2012～2016 年中国生猪存栏量

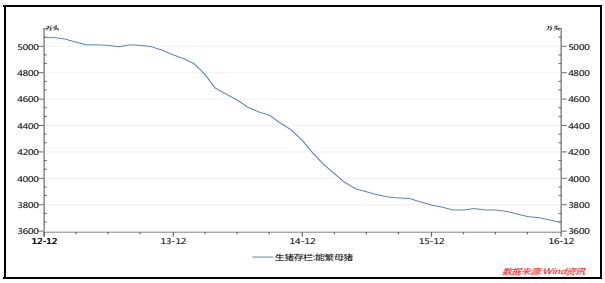
（单位：万头）



数据来源：wind 资讯

图 2　2012～2016 年中国能繁母猪存栏量

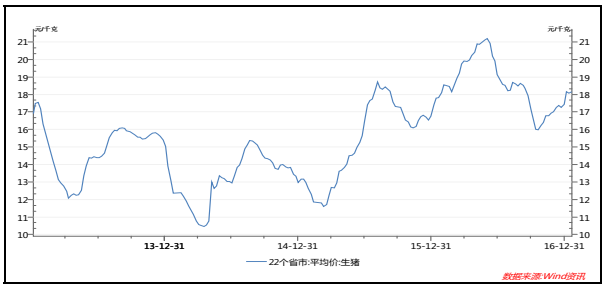
（单位：万头）



数据来源：wind 资讯

图3　2012～2016年全国22省市生猪平均价格

（单位：元/千克）



资料来源：wind 资讯

长期以来，以散户养殖为主的养殖模式决定了中国养殖行业受猪肉价格波动影响，具有一定的周期性特征。2011 年生猪价格达到历史高点，养殖户大幅补栏，能繁母猪存栏量保持上升，至 2012 年底达到 5078 万头的高峰，生猪价格进入下行通道。2013 年前三季度，随着猪价的回调，生猪存栏量有所上升，能繁母猪存栏量呈缓慢下滑态势，但总体较为稳定，基本在 5000 万头左右徘徊，能繁母猪存栏量过高导致市场普遍预期猪肉供应将有所增加，生猪价格进一步下降。2014 年以来，全国能繁母猪存栏量进一步下降，且同比跌幅不断加深，2014 年 3 月跌破农业部 4800 万头的预警线，生猪价格步入上升通道，生猪养殖利润实现扭亏；2015 年 12 月能繁母猪存栏量为 3798 万头，同比下降 11.45%，生猪存栏量 38379 万头，同比下降 8.96%，养殖行业去产能化较为彻底。2016 年是生猪行业继续去产能以及猪价迎来周期高点的一年，中国能繁母猪存栏量继续下跌，截至 2016 年底为 3666 万头，同比降低 3.48%，生猪存栏量为 36733 万头，同比降低 4.29%，能繁母猪及生猪存栏量都处于极低水平。2016 年，受环保政策收紧影响，南方水网以及各省禁养、限养区内大量猪场被强制拆除，散养户大量退出，市场普遍预期 4 月份开始的新一轮猪肉价格强劲上涨态势可能持续。

总体来看，目前全国生猪存栏量和能繁母猪存栏量依然处于低位，生猪价格快速反弹。

3. 阳江市区域经济概况

公司是阳江市重要的基础设施项目投融资平台、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重要影响。

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。

根据《阳江市2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年阳江市实现地区生产总值（GDP）1319.33亿元，同比增长6.7%，其中第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.4%、4.7%和10.4%。三大产业比例由上年同期的16.4：45.1:38.5调整为17.2:41.4:41.4。三大产业对GDP的贡献率分别为8.3%、31.6%和60.1%，分别拉动全市GDP增长0.6个百分点、2.1个百分点和4.0个百分点。

2016年肉类总产量17.74万吨，下降2.3%。其中，猪肉产量14.08万吨，下降3.1%；禽肉产量2.97万吨，增长0.4%。

2016年固定资产投资503.92亿元，同比下降27.1%。其中，项目投资402.53亿元，下降31.3%；房地产开发投资101.38亿元，下降3.3%。从三次产业看，第一产业投资12.62亿元，下降42.8%；第二产业投资283.73亿元，下降20.8%；第三产业投资207.57亿元，下降33.2%。全市投资中工业投资283.98亿元，下降20.8%。

4. 阳江市地方财政情况

根据阳江市财政局提供的数据，2016 年。阳江市地方综合财力 197.35 亿元，同比下降 7.92%，主要为一般预算收入、转移支付和税收返还收入同比下降所致。

2016 年阳江市一般预算收入 57.99 亿元，同比下降 14.64%，其中税收收入 35.46 亿元，同比下降 6.70%，系营改增之后税收收入减少所致；非税收入 22.53 亿元，同比下降 24.72%，系政策性减免导致政府性收费减少。

2016 年，阳江市转移支付和税收返还收入 97.66 亿元，同比下降 9.92%。阳江市政府性基金收入主要以土地出让收入为主，2016 年为 26.71 亿元，同比增长 23.39%。

总体看，跟踪期内，阳江市地方综合财力有所下降。

表 2　2014~2016 年阳江市全口径财政收入情况（单位：万元、%）

科 目	2014 年	2015 年	2016 年	2016 年同比变动率
（一）一般预算收入	629708	679307	579861	-14.64
其中：税收收入	388321	380032	354557	-6.70
非税收入	241387	299275	225304	-24.72
（二）转移支付和税收返还收入	896014	1084119	976622	-9.92
（三）政府性基金收入	347597	216477	267115	23.39
其中：土地出让收入	304816	177207	223542	26.15
（四）预算外专户收入	71397	163295	149900	-8.20
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**1944716**	**2143198**	**1973498**	**-7.92**

资料来源：阳江市财政局

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2016 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，公司员工素质方面未发生较大变化。

3. 政府支持

2016 年公司收到政府补助资金 0.15 亿元，计入营业外收入。公司获得的各种补助及项目专款资金 14.80 亿元，计入“专项应付款”科目。

总体看，跟踪期内，公司在政府补助和项目资金方面获得政府支持。

4. 企业信用记录

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 2017 年 6 月 5 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 5 笔已结清的关注类贷款，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共计 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司的营业收入主要来自由食品加工、供水、铁路运输、工程、房地产、河砂销售等，其中食品加工收入占比大，受其影响 2016 年公司营业收入 13.00 亿元，同比有所增长；毛利率 13.32%，同比略有下降。

表 3　2014~2016 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务类别	主营业务收入			主营业务毛利率		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
供水	10297.34	16419.52	18198.23	34.32	29.97	26.14
食品加工	66434.70	74217.21	87297.98	8.98	8.58	7.88
工程	2231.06	1669.29	3760.72	48.92	95.50	83.56
铁路运输	8424.74	8392.71	8483.03	21.82	15.24	9.74
房地产	1687.33	2000.55	3075.02	4.83	21.02	24.32
河砂	--	8159.21	8939.24	--	7.17	10.04
旅店	--	86.92	157.22	--	-55.19	-23.19
融资担保	--	--	104.26	--	--	100.00
合计	**89075.18**	**110945.41**	**130015.71**	**14.04**	**13.63**	**13.32**

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

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。

公司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。

2016 年公司生猪屠宰业务实现收入 8.73 亿元，同比增长 17.62%，同期生猪屠宰业务毛利率为 7.88%，同比略有下降。

表 4　2014~2016 年公司生猪屠宰业务经营情况（单位：头、吨、万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
生猪屠宰数量	744502.00	744949.00	786504.00
生猪屠宰重量	64402.28	66922.10	67964.00
食品加工收入	66434.70	74217.10	87297.98

资料来源：公司提供

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。

公司拥有漠江水厂和第二水厂，日供水能

力 36 万立方米，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等地。公司目前拥有的主要供水管道达 800 公里，供水面积近 80 平方公里，在阳江市区的供水管网覆盖率达 98.80%。

表 5　2014~2016 年公司自来水业务经营情况

业务指标	2014 年	2015 年	2016 年
日供水能力（万立方米）	26	36	36
供水管网（DN150 以上）总长度（公里）	750	780	800
供水面积（平方公里）	80	80	80
管网覆盖率（%）	99.70	99.60%	98.80%
全年供水量（万立方米）	7940	8360	8914
全年售水量（万立方米）	5955	6271	6500
自来水用户数（万户）	12.88	13.13	14
自来水销售收入（万元）	10297.34	16419.52	18198.23

资料来源：公司提供

2016 年公司供水收入 1.82 亿元，同比增长 10.83%。受管网维修成本增加等因素的影响，2016 年公司自来水业务毛利率为 26.14%，同比略有下降。

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，政府针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，投资支出计入“在建工程”，在现金流量表“购建固定资产、无形资产等支付的现金”中体现，项目完工后计入“固定资产”。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，公司基建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 6　截至 2016 年底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 2016 年底已投资额度	尚需投资
洛西大道	9000.00	7150.00	1850.00
福冈工业园三期市政工程	11313.96	7613.96	3700.00
阳西县城北新区路网建设项目	45128.00	23500.00	21628.00
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	10800.00	3092.00
阳东县湖滨龙山片区路网建设改造项目	25002.28	16780.00	8222.28
南浦大道东段	8400.00	6754.00	1646.00
城南新区市政基础设施建设项目	127900.00	87000.00	40900.00
阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目	46036.00	18000.00	28036.00
阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目	49073.07	21320.00	27753.07
海陵市政基础设施项目	37295.00	18200.00	19095.00
阳春市蟠龙河小流域综合治理工程	43320.79	18000.00	25320.79
阳西县河西区开发建设项目	43682.00	16500.00	27182.00

阳东县广雅片区基础设施建设项目	32540.00	8500.00	24040.00
合 计	**492583.10**	**260117.96**	**232465.14**

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2016年底，已投资26.01亿元，尚需投资23.25亿元，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，截至2016年底“15阳江债”募投项目已投资合计14.45亿元，未来还需投资11.58亿元。上表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。

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。2016年公司工程收入为0.38元，同比有所增长；毛利率为83.56%，同比有所下降，近年来公司工程业务毛利波动较大，系相应的工程业务成本支出变动所致等。

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。2016年，公司铁路运输业务实现收入0.85亿元，同比略有增长；毛利率9.74%，同比有所下降，系公司交付装卸费、安全生产费等导致成本增长所致。

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2016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。

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。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，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2016年底，该项目售楼面积为9407.68平方米，2016年的销售金额为0.27亿元。国恒雅苑项目占地8296平方米，共6幢，建筑面积51000平方米，2016年，国恒雅苑项目售楼面积为334.55平方米，销售金额为0.04亿元。

2016年公司房地产业务实现收入为0.31亿元，同比有所增长；毛利率24.32%，同比略有增长。

河砂业务及其他

公司的河砂业务为2014年公司通过资产置取得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，清淤工程等。2016年，公司累计开挖河砂

145 万立方米，河砂的销售价格为 58 元/立方米。2016 年公司实现河砂业务收入 0.89 亿元，毛利率 10.04%。

公司营业收入中还有旅店收入和融资担保收入，但收入规模均较小，对公司营业收入和毛利率的影响较小。

3. 未来发展

截至 2016 年底，公司拟建项目计划总投资 5.88 亿元。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来存在一定的资金筹措压力。

表 7 公司主要拟建市政基础设施项目情况

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	工期
郦阳路项目	2.97	1 年
新阳路项目	1.88	1 年
生态公园项目	1.03	1 年
合 计	**5.88**	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了2016年财务报表，经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2016年公司合并口径子公司61家，其中2016年新增子公司2家，为公司新设子公司：阳江市阳东区恒财江台建设有限公司、阳江市恒财融资担保有限公司。减少子公司1家：阳江市银岭投资建设有限公司，因阳江市江城银岭科技产业园管理委员会对其增资，导致公司的持股比例由100%降至30%，故不纳入合并范围。因合并、减少的子公司规模较小，对公司财务数据的可比性影响较小。

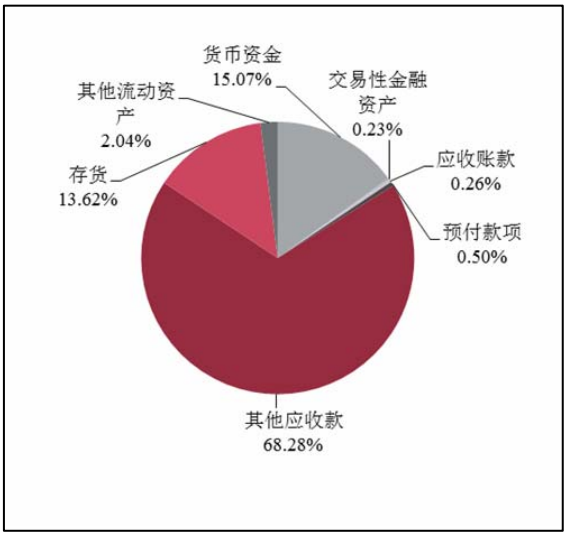
截至2016年底，公司资产总额147.11亿元，所有者权益78.29亿元（含少数股东权益12.08亿元）。2016年公司营业收入13.00亿元，利润总额0.94亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 147.11 亿元，同比变化不大，其中流动资产占 52.11%，非流动资产占 47.89%。

截至 2016 年底，公司流动资产 76.66 亿元，同比下降 10.29%，其中货币资金、存货、其他应收款占比大。

图 4 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 11.55 亿元，同比增长 21.23%。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 2016 年底，公司其他应收款 52.34 亿元，同比下降 7.00%。公司的其他应收款全部为按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款，均为往来款，计提坏账准备 0.26 亿元。公司其他应收款前五名合计 29.73 亿元，占其他应收款的 58.48%。

表 8 截至 2016 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	期末余额	占其他应收款的比例
阳江市财政局	17.02	33.47
阳江高新技术产业开发区管理委员会	5.82	11.44
阳江市土地开发储备中心	3.50	6.88
阳江市江城区资产经营有限公司	1.80	3.54
阳江市江城区财政局	1.60	3.15
合 计	**29.73**	**58.48**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货 10.44 亿元，同

比略有下降，公司存货中主要为土地储备10.21亿元，工程施工0.16亿元等。

截至2016年底，公司的其他非流动资产1.56亿元，同比大幅下降，构成主要为理财产品。

截至2016年底，公司非流动资产70.45亿元，同比增长10.50%，主要为在建工程和长期股权投资的增长所致。

截至2016年底，公司长期股权投资6.23亿元，同比大幅增长，为公司对阳江市恒新开发建设投资有限公司的股权增资所致。公司的长期股权投资主要为公司对阳江市阳东区东珠投资建设有限公司、广东烟草阳江市有限责任公司等公司的股权投资。

截至2016年底，公司的固定资产18.75亿元，同比略有增长，公司固定资产主要为房屋及建筑物8.33亿元、路轨、桥梁及其他线路资产9.41亿元。

截至2016年底，公司的在建工程23.59亿元，同比增长19.09%，为公司在建项目工程成本的增长。公司在建工程中规模较大的项目有：银铃工业园工程、新华路北段、金平路、滨江路北段工程等。2016年在建工程转入固定资产0.53亿元。

截至2016年底，公司无形资产21.61亿元，同比略有下降，公司的无形资产中土地使用权11.22亿元，河沙开采和销售经营权10.37亿元，软件172.23万元。

公司所有权或使用权受到限制的资产为，应收账款4.10亿元，存货9.38亿元，固定资产0.24亿元，在建工程2.51亿元和无形资产0.65亿元，合计16.88亿元。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10.03亿元。2016年公司账面上土地资产合计21.77亿元，用于抵押的土地占公司账面上土地资产的比例为46.07%，占比较大。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，其中其他应收款规模大，对公司资金形成了占用，资产流动性偏弱，资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

截至2016年底，公司的所有者权益78.29亿元，同比略有下降，公司所有者权益中资本公积占比大，2016年为53.09亿元，同比变化不大；实收资本5.60亿元，同比无变化；未分配利润6.69亿元，同比下降14.81%；少数股东权益12.08亿元，同比增长9.26%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性较好。

截至2016年底，公司负债合计68.82亿元，同比略有下降，其中流动负债占41.20%，非流动负债占58.80%，以非流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债28.35亿元，同比增长37.91%，系一年内到期的非流动负债增加所致。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2016年底，公司其他应付款13.36亿元，同比下降9.43%，其中往来款13.12亿元，押金及保证金0.24亿元，往来款主要为与阳江市财政局的款项。

截至2016年底，公司的一年内到期的非流动负债12.99亿元，同比大幅增长221.10%，其中一年内到期的应付债券12.00亿元（10.00亿元的“14恒财投资PPN001”和2.00亿元的“13阳江债”），一年内到期的长期借款0.99亿元。

截至2016年底，公司非流动负债40.47亿元，同比下降19.41%，系应付债券下降所致。

截至2016年底，公司的长期借款4.77亿元，同比下降29.99%，其中信用借款0.02亿元，抵押担保借款4.75亿元。

截至2016年底，公司的应付债券17.00亿元，为“13阳江债”6.00亿元和“15阳江债”11.00亿元。

截至2016年底，公司的长期应付款1.14亿元，同比大幅增长，主要为融资租赁款，为长期有息债务。

截至 2016 年底，公司的专项应付款 14.80 亿元，同比增长 7.31%，公司的专项应付款主要为政府拨付的项目专款。

有息债务方面，截至 2016 年底，将长期应付款中得有息债务纳入到长期债务中核算，公司调整后的全部债务 36.20 亿元，同比下降 10.92%，其中调整后的长期债务 22.91 亿元，短期债务 13.29 亿元。公司调整后的长期债务资本化比率、调整后的全部债务资本化比率和资产负债率分别为 22.64%、31.62%和 46.78%，同比均有所下降。

总体看，跟踪期内，公司有息债务有所下降，以长期债务为主，公司债务结构合理。

3. 盈利能力

2016 年，公司营业收入 13.00 亿元，受营业收入中占比较大的食品加工收入增长的影响，公司营业收入同比增长 17.19%；同期，公司营业成本快速增长，同比增长 17.61%，2016 年为 11.27 亿元。公司期间费用为 2.08 亿元，同比增长 11.44%，公司期间费用占营业收入的 15.99%，同比略有下降。公司营业外收入 1.70 亿元，其中政府补助 0.15 亿元、非流动资产处置收益 1.52 亿元，系公司出让土地获得的收益。公司利润总额 0.94 亿元，同比增长 37.07%。利润总额对营业外收入依赖较大。

从盈利指标看，2016年，公司营业利润率为12.62%，同比略有下降；公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，分别为0.66%和0.67%。整体看公司盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所增长，利润总额对营业外收入依赖较大，整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

从经营活动看，2016 年公司经营活动现金流入 45.07 亿元，同比增长 15.00%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 13.11 亿元，为公司供水业务、食品加工业务等收到的款项；收到其他与经营活动有关的现金 31.96 亿元，主要为收到的政府补助款和收到的往来款。2016 年经营活动现金流出 29.56 亿元，同比下降 36.76%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 10.16 亿元，构成为支付项目工程款等；支付其他与投资活动有关的现金 17.74 亿元，为支付的往来款等。同期，经营活动现金流量净额 15.51 亿元，同比转负为正。

2016 年公司现金收入比为 100.83%，同比略有下降，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2016 年公司投资活动现金流入 2.35 亿元，同比大幅增长，其中处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额 2.10 亿元，为公司出让土地收到的现金；投资活动现金流出 9.45 亿元，同比增长 90.67%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 5.39 亿元；投资支付的现金 4.05 亿元，为公司支付的股权投资款等。2016 年公司投资活动现金流量净额-7.10 亿元，同比有所下降。

从筹资活动看，2016 年公司筹资活动现金流入 2.32 亿元，其中吸收投资收到的现金 2.23 亿元，为子公司收到的增资款；筹资活动现金流出 8.71 亿元，同比大幅增长，其中偿还债务支付的现金 5.24 亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.44 亿元；支付其他与筹资活动有关的现金 1.02 亿元，为支债付的债券利息等；公司筹资活动产生的现金流量净额-6.38 亿元，同比大幅下降。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金收入实现质量较好，经营活动现金净流入，投资活动和筹资活动现金净流出，考虑到公司在建项目规模较大，未来存在一定的筹资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为270.40%和233.57%；2016年受经营活动现金流量净流入的影响，公司经营现金流动负债比同比大幅上升，为54.70%。2016年公司现金类资产11.74亿元。考虑到公司短期债务规模较大，

公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016年公司EBITDA为2.15亿元，同比有所增长；同期，公司调整后的全部债务/EBITDA倍数为16.81倍，同比略有下降。

截至2016年底，公司尚无银行授信，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年底，公司无对外担保。

十、存续债券偿债能力分析

“15阳江债”共募集资金11.00亿元，目前待偿还债券本金11.00亿元。2016年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为待偿还债券本金合计的4.10倍和1.41倍。2016年公司EBITDA为待偿还债券本金合计的0.20倍。

“15阳江债”存续期的第3~7个计息年度每年需偿还20.00%的债券本金，即2.20亿元。2016年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为分期偿还债券本金合计的20.49倍和7.05倍。2016年公司EBITDA为分期偿还债券本金合计的0.98倍

总体看，2016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。

经阳江市人民政府和项目所在地政府同意，“15阳江债”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 “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。

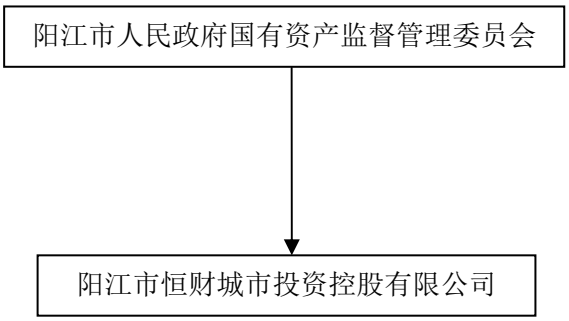
如上表所示，“15 阳江债”募投项目的配套土地增值开发收益均能覆盖各项目的总投资，但各项目的配套土地开发计划尚不明确，开发收益的实现具有一定不确定性。截至 2016 年底，公司未获得上述土地开发收益。

考虑到阳江市政府对公司的各项支持以及分期偿付条款，公司的集中偿付压力较小，公司对存续期债券的实际偿付能力尚可。

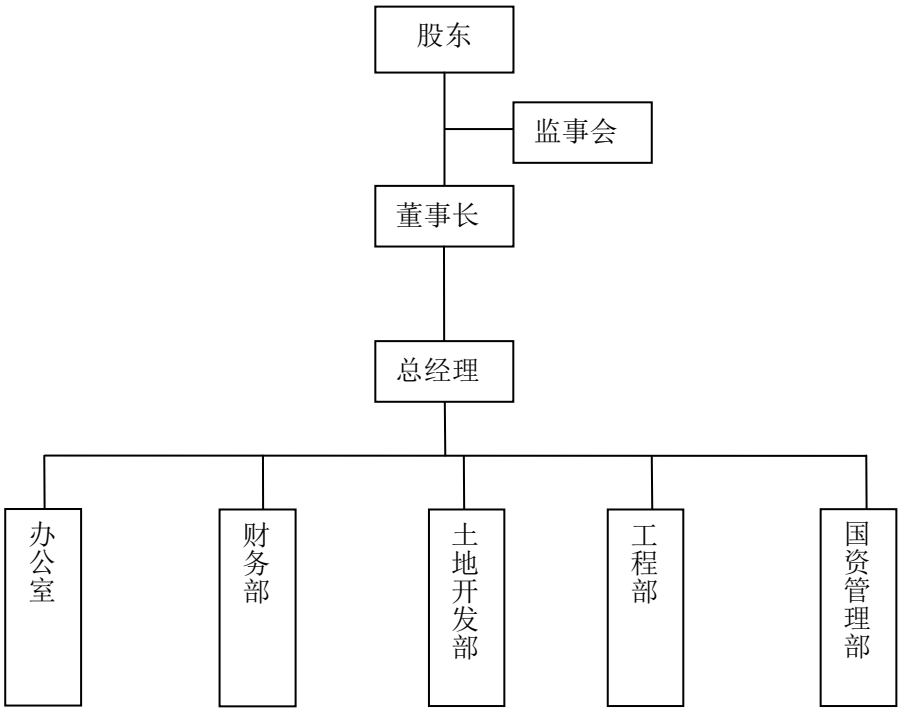
十一、结论

综合评估，联合资信确定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”的信用等级为 AA。

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 2016 年底公司子公司情况

序号	公司名称
1.	阳西县丹江城建开发有限公司
2.	阳东县金峰资产经营有限公司
3.	阳东县金叶发展公司
4.	阳江市银岭科技新城开发有限公司
5.	阳江市江城区银岭科技产业园物业管理有限公司
6.	阳东县食品集团东城有限公司
7.	阳东县食品集团合山有限公司
8.	阳东县食品集团北惯有限公司
9.	阳西县食品总公司沙扒食品公司
10.	阳西县食品总公司儒洞食品公司
11.	阳西县食品总公司程村食品公司
12.	阳西县食品总公司织篢食品公司
13.	阳春市合水食品公司
14.	阳春市潭水食品公司
15.	阳春市春城食品公司
16.	阳春市食品总公司肉联厂
17.	阳江市自来水公司
18.	阳江市自来水公司安装工程有限公司
19.	阳江市自来水公司消防工程有限公司
20.	阳江市白沙自来水有限公司
21.	阳江市海裕资产经营有限公司
22.	中铁（阳江）铁路有限公司
23.	广东阳江铁路有限公司
24.	阳东县食品集团大八有限公司
25.	阳东县食品集团大沟有限公司
26.	阳东县食品集团东平有限公司
27.	阳东县食品集团红丰有限公司
28.	阳江市高新投资开发有限公司
29.	阳春市金叶发展公司
30.	阳春市岗美食品公司
31.	阳春市春湾食品公司
32.	阳春市陂面食品公司
33.	阳春市马水食品公司
34.	阳春市双滘食品公司
35.	阳春市三甲食品公司
36.	阳春市国恒房地产开发有限公司
37.	阳西县食品总公司溪头食品公司
38.	阳西县食品总公司塘口食品公司
39.	阳西县食品总公司肉联厂

40.	阳江市公用肉类食品有限公司
41.	阳江市国恒投资控股有限公司
42.	阳江市公用事业投资有限公司
43.	阳江市恒财城投滨海建设有限公司
44.	阳江市恒财河砂经营有限公司
45.	阳东县恒财河砂经营有限公司
46.	阳春市恒财河砂经营有限公司
47.	阳西县恒财河砂经营有限公司
48.	阳江市江城区恒财河砂经营有限公司
49.	阳江市江城区食品总公司
50.	阳江市江城区食品总公司平冈食品公司
51.	阳江市江城区食品总公司岗列食品公司
52.	阳江市江城区食品总公司城西食品公司
53.	阳江市江城区埠场食品公司
54.	阳江市江城区双捷食品有限公司
55.	阳江市江城区白沙食品有限公司
56.	阳江市碧湖宾馆有限公司
57.	阳春市恒财陶瓷城建设有限公司
58.	阳西县恒财公共事业建设有限公司
59.	阳江市阳东区恒财始兴建设有限公司
60.	阳江市阳东区恒财江台建设有限公司
61.	阳江市恒财融资担保有限公司

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.13	9.60	11.74
资产总额(亿元)	122.97	149.21	147.11
所有者权益(亿元)	73.42	78.44	78.29
短期债务(亿元)	3.26	4.35	13.29
长期债务(亿元)	28.54	36.29	21.77
全部债务(亿元)	31.80	40.64	35.08
调整后的全部债务(亿元)	31.80	40.64	36.20
营业收入(亿元)	9.07	11.09	13.00
利润总额(亿元)	1.95	0.68	0.94
EBITDA(亿元)	3.07	2.03	2.15
经营性净现金流(亿元)	-16.06	-7.55	15.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	45.27	43.38	63.79
存货周转次数(次)	1.45	0.91	1.07
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.09
现金收入比(%)	107.71	102.23	100.83
营业利润率(%)	14.60	13.06	12.62
总资本收益率(%)	2.00	1.04	0.66
净资产收益率(%)	2.32	0.93	0.67
长期债务资本化比率(%)	27.99	31.63	21.76
全部债务资本化比率(%)	30.23	34.13	30.93
调整后全部债务资本化比率(%)	30.23	34.13	31.62
资产负债率(%)	40.30	47.43	46.78
流动比率(%)	608.97	415.70	270.40
速动比率(%)	508.64	364.42	233.57
经营现金流动负债比(%)	-153.76	-36.74	54.70
全部债务/EBITDA(倍)	10.36	20.02	16.28
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.36	20.02	16.81

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务。

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	（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	
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

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

注：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　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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

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。