# 信用等级公告

联合[2018] 1211 号

联合资信评估有限公司通过对阳江市恒财城市投资控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，维持“15 阳江债/PR 阳江投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

# 阳江市恒财城市投资控股有限公司跟踪评级报告

## 评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

| 债券简称 | 债券余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 15 阳江债/PR 阳江投 | 8.80 | 2022/4/14 | AA | AA |

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

**评级时间：**2018 年 6 月 22 日

## 财务数据

| 项 目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 现金类资产（亿元） | 9.60 | 11.74 | 12.14 |
| 资产总额(亿元) | 149.21 | 147.11 | 148.68 |
| 所有者权益(亿元) | 78.44 | 78.29 | 80.21 |
| 短期债务(亿元) | 4.35 | 13.29 | 6.21 |
| 长期债务(亿元) | 36.29 | 21.77 | 22.24 |
| 全部债务(亿元) | 40.64 | 35.08 | 28.45 |
| 营业收入(亿元) | 11.09 | 13.00 | 16.10 |
| 利润总额(亿元) | 0.68 | 0.94 | 0.72 |
| EBITDA(亿元) | 2.03 | 2.15 | 3.20 |
| 经营性净现金流(亿元) | -7.55 | 15.51 | 18.31 |
| 营业利润率(%) | 13.06 | 12.62 | 13.40 |
| 净资产收益率(%) | 0.93 | 0.67 | 0.76 |
| 资产负债率(%) | 47.43 | 46.78 | 46.05 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.13 | 30.93 | 26.18 |
| 流动比率(%) | 415.70 | 270.40 | 305.34 |
| 经营现金流动负债比（%） | -36.74 | 54.70 | 82.02 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 20.02 | 16.28 | 8.89 |

**分析师**

张龙景　霍正泽

**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

跟踪期内，阳江市经济稳步增长，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、自来水供应和生猪屠宰业务经营主体，区域专营优势明显，并能够获得政府财政补贴、资产划入等方面支持，公司营业收入不断增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收款项占比高、资产流动性弱、盈利能力弱等因素对公司信用水平的不利影响。

“15阳江债/PR阳江投”设置了分期偿还本金安排，公司经营活动现金流量净额以及EBITDA对分期偿还本金保障程度较好。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“15阳江债/PR阳江投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

## 优势

1. 公司作为阳江市基础设施建设、自来水供应和生猪屠宰业务重要经营主体，区域专营优势明显。
2. 公司能够持续获得阳江市政府财政补贴、资产划转等方面的支持。

## 关注

1. 公司其他应收款规模大且账龄长，土地资产及在建工程占比高，资产流动性弱。
2. 公司利润形成仍依赖财政补助，盈利能力较弱。在建项目投资规模较大，未来仍存在一定的筹资压力。
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，但土地出让收益实现时点存在较大不确定性。

# 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；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 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

根据有关法规要求，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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为阳江市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“阳江市国资委”）。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 5.60 亿元。

跟踪期内，公司仍为阳江市重要的城市基础设施建设、自来水供应和生猪屠宰业务的经营主体，营业范围未发生变化，截至 2017 年底，公司纳入合并口径子公司 71 家。公司内设办公室、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 2018 年 3 月底，公司本部在职员工 34 人。

截至2017年底，公司资产总额148.68亿元，所有者权益80.21亿元。2017年，公司营业收入16.10亿元，利润总额0.72亿元。

公司住所：阳江市江城区仙踪路 189 号公用事业大厦；法定代表人：周湘东。

## 三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 5 月底，联合资信所评“15 阳江债/PR 阳江投”尚需偿还债券本金 8.80 亿元。跟踪期内，公司已按期支付债券利息及分期偿还本金。截至 2018 年 5 月底，“15 阳江债/PR 阳江投”募集资金已按照约定用途使用完毕。“15 阳江债/PR 阳江投”募投项目尚在建设中，具体投资进度见“七、经营分析”，募投项目收益实现主要依赖配套土地出让，截至 2017 年底，公司未获得配套土地出让收益。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日 | 期限 |
|---|---|---|---|---|
| 15 阳江债/PR 阳江投 | 11.00 | 8.80 | 2015/4/14 | 7 年 |

资料来源：联合资信整理

## 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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导、融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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措施，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。

特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2017 年 4 月 | 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文 | 提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。 |
| 2017 年 5 月 | 《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文 | 规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则； |
| 2017 年 6 月 | 《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号） | PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品 |
| 2017 年 6 月 | 《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文 | （1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。 |
| 2017 年 7 月 | 全国金融工作会议 | 各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。 |
| 2017 年 11 月 | 《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号 | 对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。 |
| 2017 年 12 月 | 《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》 | 推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制 |
| 2018 年 2 月 | 《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号 | 城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。 |

| | | |
|---|---|---|
| 2018 年 2 月 | 《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号 | 强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。 |
| 2018 年 3 月 | 《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号 | 在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。 |
| 2018 年 4 月 | 《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号 | 及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。 |

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

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退出，对市场供给形成影响，进而影响价格。

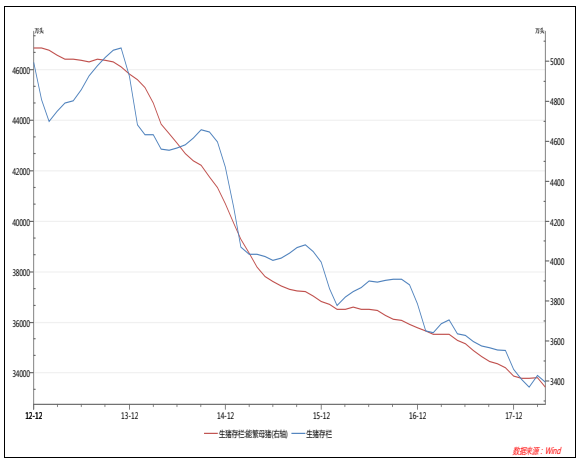
从过往猪肉价格变动情况看，猪肉价格波动具有明显的周期性，通常表现为“生猪养殖盈利增加——种猪存栏增加——生猪供应增加——猪价下跌——生猪盈利下降——种猪存栏下降——猪价上涨——生猪盈利增加”这一传递链条。

2015 年下半年开始，随着前期能繁母猪数量和生猪存栏量的下降，肉猪养殖开始进入下一轮周期。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；此外，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，生猪价格快速上涨最高价格达 21.05 元/千克。2017 年上半年，生猪供应和消费均出现下降的形势，市场整体供大于求，导致上半年肉

猪价格的持续下跌；下半年，受季节性需求回暖以及市场当期供应偏紧等因素影响，价格缓慢小幅反弹；全年生猪价格整体呈下降趋势，2017年底为15.04元/千克。进入2018年，生猪养殖周期进入下行通道，生猪价格快速下跌，截至2018年5月底为10.63元/千克，达到2015年以来的最低点，部分企业出现经营性亏损。

图1　2013～2018年中国生猪及能繁母猪存栏量

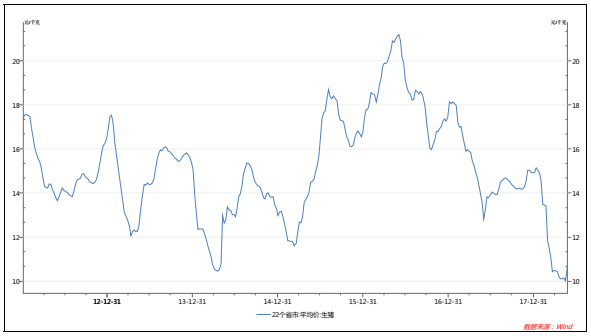
（单位：万头）



数据来源：wind资讯

图2　2012～2018年全国22省市生猪平均价格

（单位：元/千克）



资料来源：wind资讯

总体来看，目前全国生猪存栏量和能繁母猪存栏量以及生猪价格处于历史低位，部分企业出现经营性亏损，行业景气度下降。

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。

**阳江市经济稳步增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。**

根据《阳江市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年阳江市实现地区生产总值（GDP）1408.63亿元，同比增长6.2%，其中第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长4.1%、6.9%和6.1%，三大产业比例调整为16.5:41.7:41.8，三大产业对GDP的贡献率分别为10.4%、49.9%和39.7%。

2017年阳江市完成固定资产投资540.21亿元，同比增长7.2%。分产业看，第一产业投资8.42亿元，下降33.3%；第二产业投资275.61亿元，下降2.9%；第三产业投资256.19亿元，增长23.4%。地产开发投资144.86亿元，增长42.9%。其中商品房住宅投资112.80亿元，增长35.0%；商品房销售面积452.07万平方米，增长45.3%；年末商品房待售面积144.92万平方米，下降39.9%。

## 五、基础素质分析

1．股权状况

截至2017年底，公司注册资本和实收资本均为5.60亿元，阳江市国资委持股100%，系公司实际控制人。

2．外部支持

**跟踪期内，阳江市一般预算收入实现增长，综合财力提升，但债务负担较重；阳江市政府持续给予公司财政补贴、资产划转等方面支持，支持力度较大。**

根据阳江市2017年预算执行情况，全市一般公共预算收入60.66亿元，可比口径增长7.1%，当期获上级补助资金104.47亿元，较上期增加12.32亿元；全市政府性基金收入34.30亿元，可比增长28.4%。2017年阳江市地方政府债务限额151.47亿元。其中一般债务限额77.94亿元、专项债务限额73.54亿元。2017

年末，阳江市地方政府债务余额 141.74 亿元。其中一般债务余额 73.85 亿元、专项债务余额 67.90 亿元。总体看，阳江市政府财力实现增长，但债务规模大，债务负担较重。

跟踪期内，公司职能定位未变，仍是阳江市内基础设施建设承接主体，同时开展食品加工、供水、铁路运输等经营性业务。2017 年，阳江市政府向公司拨付补助资金 0.66 亿元，同时划转广东保利南海一号文化实业有限公司、阳江市公路勘察设计有限公司、阳江市陆通监理有限公司、阳江市陆通试验检测有限公司和阳江市公路工程有限公司五家公司，增加了公司业务收入来源。

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码 G1044170100031510K），截至 2018 年 6 月 5 日，公司无未结清和已结清的不良类信贷信息记录。已结清信贷信息中有 7 笔关注类贷款，其中 5 笔关注类贷款系国家开发银行广东分行贷款分类标准的划分结果造成，并出具了相关说明；另外 2 笔，公司未给出相关解释说明。

截至 2018 年 6 月 11 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高管人员、管理制度等无重大变化。

## 七、经营分析

1. 经营概况

**跟踪期内，公司业务结构有所调整，新增公路桥梁施工业务。公司营业收入快速增长，综合毛利略有提升。**

公司的营业收入主要来自食品加工、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最高。2017 年，公司实现营业收入 16.10 亿元，同比增长 23.79%，主要系食品加工收入增加和新增公路桥梁工程收入；综合毛利率 14.41%，较上年略有上升，其中铁路运输、河砂销售业务毛利率增幅较大，主要系铁路运输未合并全部成本，河砂开采资源费摊销额减少。

表 3　2016~2017 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

| 业务类别 | 2016 年 | | 2017 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 营业收入 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利率 |
| 食品加工 | 87297.98 | 7.88 | 103727.32 | 7.95 |
| 供水 | 18198.23 | 26.14 | 20472.36 | 26.80 |
| 铁路运输 | 8483.03 | 9.74 | 9552.23 | 23.59 |
| 河砂 | 8939.24 | 10.04 | 6433.03 | 29.79 |
| 公路桥梁工程 | 0.00 | 0.00 | 12822.09 | 6.92 |
| 房地产 | 3075.02 | 24.32 | 3547.70 | 16.82 |
| 工程 | 3760.72 | 83.56 | 3486.71 | 91.38 |
| 旅店 | 157.22 | -23.19 | 138.70 | -31.57 |
| 融资担保 | 104.26 | 100.00 | 553.73 | 100.00 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 218.88 | 52.37 |
| **合计** | **130015.71** | **13.32** | **160952.75** | **14.41** |

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

(1) 食品加工业务

**跟踪期内，随猪肉销售价格上涨，公司食品加工收入较快增长，毛利率略有提升。**

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。

2017 年公司生猪屠宰业务实现收入 10.33 亿元，同比增长 18.31%，主要受市场因素以及去产能影响，生猪收购成本增加，对应猪肉销售价格也上涨。同期生猪屠宰业务毛利率为 7.95%，同比略有上升。

表 4 2015~2017 年公司生猪屠宰业务经营情况（单位：头、吨、万元）

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 生猪屠宰数量 | 744949.00 | 786504.00 | 709330.00 |
| 生猪屠宰重量 | 66922.10 | 67964.00 | 65197.65 |
| 食品加工收入 | 74217.10 | 87297.98 | 103727.32 |

资料来源：公司提供

(2) 供水业务

**跟踪期内，公司供水能力、覆盖区域未发生变化，年度供水量、售水量增加，供水收入增长，毛利率略有提升。**

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 830 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 98.90%。

2017 年公司供水收入 2.05 亿元，同比增长 12.50%，供水业务毛利率 26.80%，较上年略有增加。

表 5 2015~2017 年公司自来水业务经营情况

| 业务指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 日供水能力（万立方米） | 36 | 36 | 36 |
| 供水管网（DN150 以上）总长度（公里） | 780 | 800 | 830 |
| 供水面积（平方公里） | 80 | 80 | 80 |
| 管网覆盖率（%） | 99.60% | 98.80% | 98.90% |
| 全年供水量（万立方米） | 8360 | 8914 | 9376 |
| 全年售水量（万立方米） | 6271 | 6500 | 7248 |
| 自来水用户数（万户） | 13.13 | 14.00 | 13.80 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 自来水销售收入（万元） | 16419.52 | 18198.23 | 20472.36 |

资料来源：公司提供

(3) 铁路运输业务

**跟踪期内，公司铁路运营线路、运输物资、结算方式等无明显变化，但毛利率增幅较大。**

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。公司铁路运输业务的结算方式为以现金方式到发货结算。2017 年，公司铁路运输业务实现收入 0.95 亿元，同比增长 12.60%；毛利率 23.59%，较上年大幅增长，主要系当期未合并全部成本。

(4) 河砂业务及其他

2014 年，公司通过资产置换取得河砂经营权，并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。2017 年，公司开挖河砂量和河砂销售价格较上年均有下降，累计开挖河砂 120 万立方米，河砂的销售价格为 60 元/立方米。2017 年公司实现河砂业务收入 0.64 亿元，毛利率 29.79%。

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。2017 年公司无在建、拟建房地产项目，房地产收入主要来自渔民上岸安居工程项目销售尾款。

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，2017 年自来水公司主要在建工程项目为金平路工程，施工合同额 1271 万元。2017 年公司工程收入为 0.35 亿元，同比有所下降；毛利率升至 91.38%。

2017 年，公司新增公路桥梁工程业务，主要系当期阳江市政府将阳江市公路勘察设计有限公司、阳江市陆通监理有限公司、阳江市陆通试验检测有限公司和阳江市公路工程有限公司划入公司合并范围，当期新增公路桥梁工程收入 1.28 亿元，期末在手公路施工合同额 1.80 亿元。

(5) 市政基础设施建设

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。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 2017 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 2017 年底已投资额度 | 尚需投资 |
|---|---|---|---|
| 城南新区市政基础设施建设项目 | 127900 | 89000 | 38900 |
| 国道 G325 线阳江市北惯至白沙段改线工程项目 | 91755 | 19127 | 72628 |
| 阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目 | 49073 | 23320 | 25753 |
| 阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目 | 46036 | 20000 | 26036 |
| 阳西县城北新区路网建设项目 | 45128 | 25500 | 19628 |
| 阳西县河西区开发建设项目 | 43682 | 18500 | 25182 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 阳春市蟠龙河小流域综合治理工程 | 43320 | 20000 | 23320 |
| 海陵市政基础设施项目 | 37295 | 20200 | 17095 |
| 阳东县广雅片区基础设施建设项目 | 32540 | 15000 | 17540 |
| 阳江市地下综合管廊及同步建设一期工程项目（郦阳路） | 29740 | 3256 | 26484 |
| 阳江市连围河整治工程项目 | 26000 | 11000 | 15000 |
| 阳东县湖滨龙山片区路网建设改造项目 | 25002 | 18780 | 6222 |
| 阳江市漠阳湖公园建设项目一期工程 | 13000 | 8900 | 14100 |
| 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 | 11800 | 2092 |
| 福冈工业园三期市政工程 | 11313 | 8614 | 2699 |
| **合 计** | **635676** | **312997** | **332679** |

资料来源：公司提供

如上表所示，公司主要在建基础设施建设项目总投资额为 63.57 亿元，截至 2017 年底，已投资 31.30 亿元，尚需投资 33.27 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 2017 年底“15 阳江债”募投项目已投资合计 15.25 亿元，未来还需投资 10.78 亿元。

3. 未来发展

公司作为市内基础设施项目重要建设主体，将继续推进基础设施项目建设，但尚需投资规模大，公司仍面临较大筹资压力。另外，公司计划成立恒财金控，逐步开展小额贷款、融资担保、区域性股权交易、融资租赁、商业保理等非银行金融业务，组建阳江区域创新母基金及广东（阳江）风电产业发展基金。公司计划开展市内广告运营业务，目前已编制了市区公共户外广告设置总体规划，待相关部门审批。

## 八、财务分析

公司提供了2017年财务报表，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017年公司合并口径子公司71家，其中2017年新设子公司5家，阳江市政府划入公司5家。新划入公司资产、权益规模较小，对公司财务数据的可比性影响一般。

1. 资产质量

**跟踪期内，公司资产总额及结构较上期变动较小，但其他应收款规模大且账龄长，土地资产及在建工程占比高，资产流动性偏弱，资产质量较差。**

2017 年底，公司资产总额 148.68 亿元，同比增长 1.07%，其中在建工程增幅较大。相应地，非流动资产占比有所增加。

2017 年底，公司流动资产 68.18 亿元，同比下降 11.06%，主要由货币资金、其他应收款、存货构成。公司货币资金 12.06 亿元，同比增长 4.42%，其中银行存款 12.04 亿元。公司其他应收款 44.22 亿元，同比减少 15.51%，主要是与阳江市财政局、土地开发储备中心等单位往来款，前五大客户往来款占比 42.53%，账龄 2 年以上的占比 55.68%，账龄较长，当期计提坏账准备 0.26 亿元。公司存货 10.53 亿元，略有增长，其中土地储备 10.30 亿元。

2017 年底，公司非流动资产 80.50 亿元，同比增长 14.27%，主要系在建工程增加。公固定资产 20.23 亿元，同比增长 7.86%，系购置房屋及建筑物。公司在建工程 26.68 亿元，同比增长 13.08%，系深茂铁路、金平路、始兴路改造等工程项目投入增加。公司无形资产 22.89 亿元，同比增长 5.95%，其中土地使用权

12.49 亿元、河砂开采及销售经营权 10.37 亿元。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016 年 | | 2017 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 11.55 | 7.85 | 12.06 | 8.11 |
| 其他应收款 | 52.34 | 35.58 | 44.22 | 29.74 |
| 存货 | 10.44 | 7.10 | 10.53 | 7.08 |
| **流动资产** | 76.66 | 52.11 | 68.18 | 45.86 |
| 固定资产 | 18.75 | 12.75 | 20.23 | 13.61 |
| 在建工程 | 23.59 | 16.04 | 26.68 | 17.95 |
| 无形资产 | 21.61 | 14.69 | 22.89 | 15.40 |
| **非流动资产** | **70.45** | **47.89** | **80.50** | **54.14** |
| **资产总额** | **147.11** | **100.00** | **148.68** | **100.00** |

资料来源：根据公司审计报告整理

2. 资本结构

**跟踪期内，公司所有者权益规模及结构变动较小，负债总额略有下降，有息债务减少，债务负担较轻。**

2017 年底，公司的所有者权益 80.21 亿元，同比增长 2.46%，主要系政府划入资产，形成资本溢价 1.63 亿元。较上期，公司所有者权益规模及结构变动较小。

2017 年底，公司负债合计 68.47 亿元，同比略有下降。较上期，非流动负债占比增加。

2017 年底，公司流动负债 22.33 亿元，同比下降 21.24%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司其他应付款 13.96 亿元，同比变动较小，主要为往来款。一年内到期的非流动负债 5.91 亿元，其中一年内到期的长期借款 1.71 亿元、一年内到期的应付债券 4.20 亿元。

2017 年底，公司非流动负债 46.14 亿元，同比增长 14.01%，主要系长期应付款和专项应付款增加。公司长期借款 6.24 亿元，其中抵押借款 4.95 亿元。应付债券 12.80 亿元，部分转入一年内到期的应付债券。专项应付款 20.80 亿元，同比增长 40.56%，主要为政府拨付的项目专款。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016 年 | | 2017 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 其他应付款 | 13.36 | 9.08 | 13.96 | 9.39 |
| 一年内到期的非流动负债 | 12.99 | 8.83 | 5.91 | 3.98 |
| **流动负债** | **28.35** | **19.27** | **22.33** | **15.02** |
| 长期借款 | 4.77 | 3.24 | 6.24 | 4.20 |
| 应付债券 | 17.00 | 11.56 | 12.80 | 8.61 |
| 长期应付款 | 1.14 | 0.78 | 3.20 | 2.15 |
| 专项应付款 | 14.80 | 10.06 | 20.80 | 13.99 |
| **非流动负债** | **40.47** | **27.51** | **46.14** | **31.03** |
| **负债总额** | **68.82** | **46.78** | **68.47** | **46.05** |
| 实收资本 | 5.60 | 3.81 | 5.60 | 3.77 |
| 资本公积 | 53.09 | 36.09 | 54.72 | 36.80 |
| 未分配利润 | 6.69 | 4.54 | 6.71 | 4.51 |
| **所有者权益合计** | **78.29** | **53.22** | **80.21** | **53.95** |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 负债和所有者权益合计 | 147.11 | 100.00 | 148.68 | 100.00 |

资料来源：根据公司审计报告整理

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 28.45 亿元，同比下降 18.85%。其中长期债务 22.24 亿元、短期债务 6.21 亿元。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 21.71%、26.18%和 46.05%，同比均有所下降。

3. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入较快增长，营业利润率略有提升，但利润形成仍依赖财政补助，盈利能力较弱。**

2017 年，公司营业收入 16.10 亿元，同比增长 23.79%，主要系食品加工收入增加以及当期新增公路施工收入。同期，公司营业成本 13.78 亿元，同比增长 22.23%。公司营业利润率 13.40%，较上期增加 0.78 个百分点。

2017 年，公司期间费用 2.57 亿元，主要为管理费用，期间费用率 15.95%，较上期变动较小。公司期间费用控制能力较弱。

2017 年，公司获得财政补助 0.66 亿元，计入“其他收益”和营业外收入；当期利润总额 0.72 亿元，较上期略有减少。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比均有所上升，分别为13.40%、1.11%和0.76%。整体看，公司盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

**跟踪期内，公司经营性现金收入实现质量较好，经营活动现金持续净流入，投资活动净流出增加，考虑到公司在建项目规模较大，未来仍存在一定的筹资压力。**

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入 35.19 亿元，同比下降 21.93%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 16.47 亿元，为公司供水、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 18.72 亿元，主要为收到的政府补助款和收到的往来款。2017 年经营活动现金流出 16.87 亿元，同比下降 42.92%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 12.41 亿元，构成为支付项目工程款等；支付其他与经营活动有关的现金 2.86 亿元，为支付的往来款等。同期，经营活动现金流量净额 18.31 亿元，同比增长 18.09%。2017 年公司现金收入比为 102.32%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入 0.57 亿元，同比减少 75.57%，主要系处置固定资产和其他长期资产收回的现金减少所致；投资活动现金流出 11.21 亿元，同比增长 18.64%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 7.29 亿元，投资支付的现金 3.92 亿元。2017 年公司投资活动现金流量净额-10.64 亿元。

从筹资活动看，2017 年公司筹资活动现金流入 8.60 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 15.77 亿元，主要为偿还债务收到的现金；公司筹资活动产生的现金流量净额-7.17 亿元，较上年净流出有所增加。

5. 偿债能力

**公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力有所增强，考虑到阳江市政府对公司的支持，公司整体偿债风险较小。**

从短期偿债能力指标看，2017年公司流动比率和速动比率同比均有所增加，分别为305.34%和258.18%；经营现金流动负债比同比大幅上升，为82.02%。2017年底，公司现金类资产12.14亿元，能够覆盖短期债务。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为3.20亿元，同比增长48.60%；全部债务/EBITDA倍数为8.89倍，指标值大幅下降，EBITDA对全部债务保障能力增强。

截至2017年底，公司银行授信总额15.00

亿元，已使用授信金额4.40亿元，公司银行授信总额一般，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司无对外担保。

## 九、存续债券偿债能力分析

**截至2017年底，公司存续债券余额17.00亿元。公司经营活动现金流入量、流量净额对存续期债券分期偿付金额保障能力较好。**

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券4.20亿元，后期存续债券每年应待偿本金4.20亿元。2017年底，公司现金类资产对一年内到期债权保障能力较好；经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值保障能力较好。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

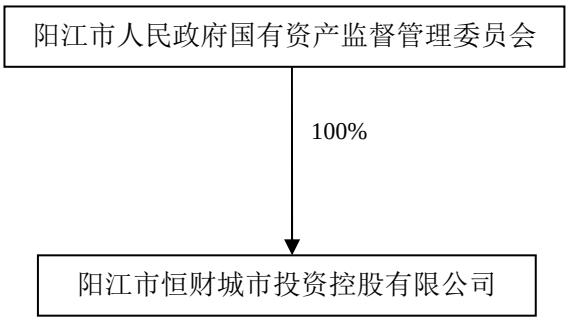
| 项 目 | 2017 年 |
|---|---|
| 一年内到期债券余额 | 4.20 |
| 未来待偿债券本金峰值 | 4.20 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 2.89 |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 8.38 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | 4.36 |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值 | 0.76 |

资料来源：根据审计报告整理。

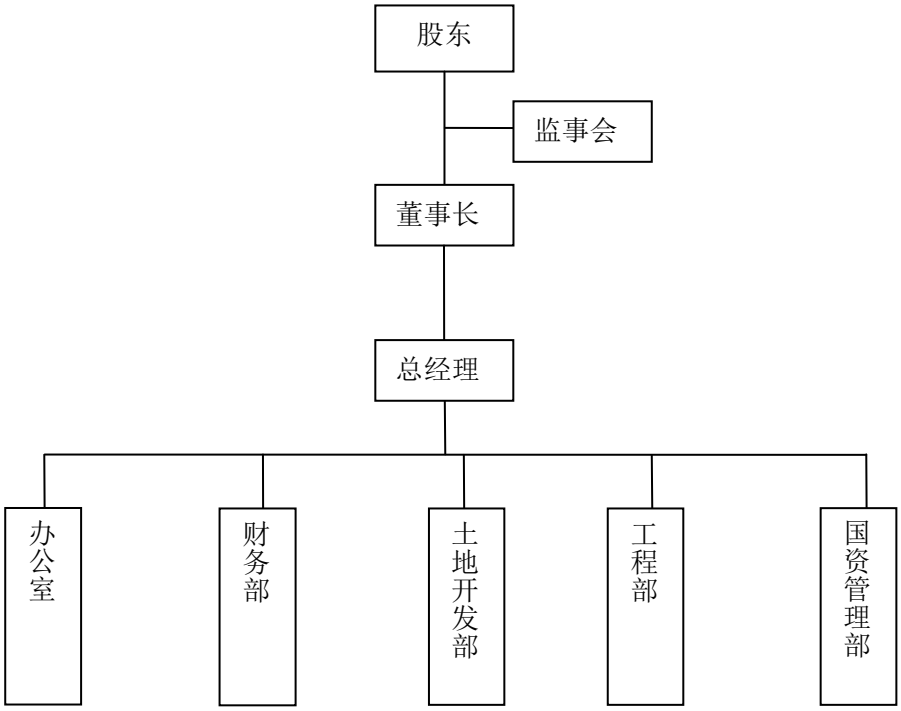
## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“15 阳江债/PR 阳江投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

## 附件 1-1　公司股权结构图




## 附件 1-2　公司组织架构图



# 附件 2　主要财务数据及指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | |
| 现金类资产(亿元) | 9.60 | 11.74 | 12.14 |
| 资产总额(亿元) | 149.21 | 147.11 | 148.68 |
| 所有者权益(亿元) | 78.44 | 78.29 | 80.21 |
| 短期债务(亿元) | 4.35 | 13.29 | 6.21 |
| 长期债务(亿元) | 36.29 | 21.77 | 22.24 |
| 全部债务(亿元) | 40.64 | 35.06 | 28.45 |
| 营业收入(亿元) | 11.09 | 13.00 | 16.10 |
| 利润总额(亿元) | 0.68 | 0.94 | 0.72 |
| EBITDA(亿元) | 2.03 | 2.15 | 3.20 |
| 经营性净现金流(亿元) | -7.55 | 15.51 | 18.31 |
| **财务指标** | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 43.38 | 63.79 | 47.62 |
| 存货周转次数(次) | 0.91 | 1.07 | 1.31 |
| 总资产周转次数(次) | 0.08 | 0.09 | 0.11 |
| 现金收入比(%) | 102.23 | 100.83 | 102.32 |
| 营业利润率(%) | 13.06 | 12.62 | 13.40 |
| 总资本收益率(%) | 1.04 | 0.66 | 1.11 |
| 净资产收益率(%) | 0.93 | 0.67 | 0.76 |
| 长期债务资本化比率(%) | 31.63 | 21.76 | 21.71 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.13 | 30.93 | 26.18 |
| 资产负债率(%) | 47.43 | 46.78 | 46.05 |
| 流动比率(%) | 415.70 | 270.40 | 305.34 |
| 速动比率(%) | 364.42 | 233.57 | 258.18 |
| 经营现金流动负债比(%) | -36.74 | 54.70 | 82.02 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 20.02 | 16.28 | 8.89 |

# 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%<br>（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

# 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。