

阳江市城市投资集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4495号

联合资信评估股份有限公司通过对阳江市城市投资集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阳江市城市投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 阳江恒财 MTN002”的信用等级为 AA，“19 阳江恒财 MTN001”和“20 阳江恒财 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十六日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受阳江市城市投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

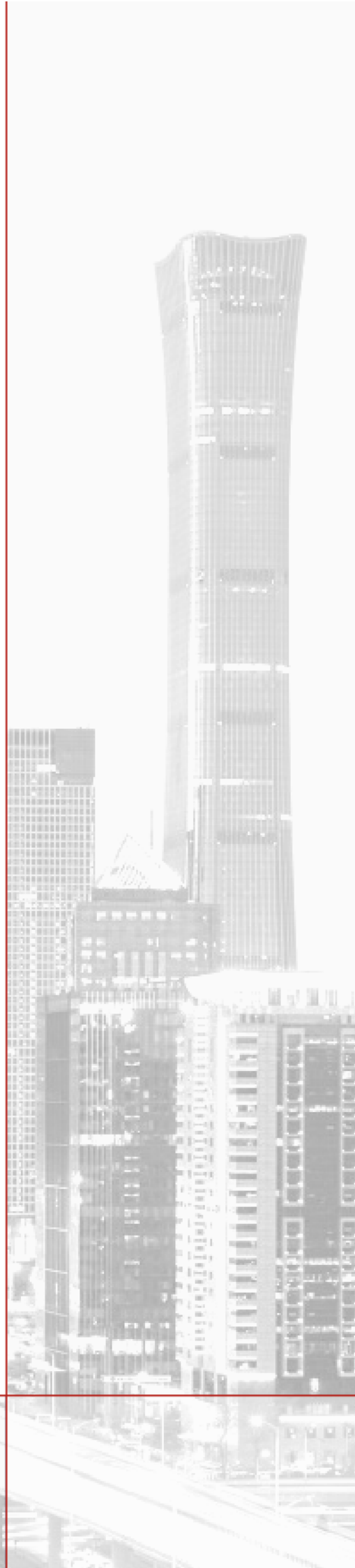
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



阳江市城市投资集团有限公司 2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
阳江市城市投资集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/07/26
广东粤财融资担保集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
19 阳江恒财 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
20 阳江恒财 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
20 阳江恒财 MTN002	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，阳江市城市投资集团有限公司（以下简称“公司”）仍是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，在区域内具有明显的专营优势。2023 年，阳江市经济总量及一般公共预算收入同比均有所增长，财政自给能力弱。公司基础设施建设资金主要来自委托方拨付，项目回款情况较好，在建及拟建基础设施建设项目未来尚需投资规模较大；食品加工收入较为稳定，毛利率小幅上升，仍是公司收入的主要来源；公司供水业务在江城区具有专营优势，供水量及售水量均有所增长，供水收入有所增长，毛利率有所下降；铁路运输货源相对稳定，铁路运输收入有所增长，毛利率回归正常水平，利润易受燃料油价格波动影响；贸易业务收入大幅下降，毛利率大幅上升，需关注可能存在的款项回收风险。跟踪期内，公司资产总额稳定增长，其他应收款规模较大，账龄较长，对资金形成较大占用；以土地储备为主的存货及以代建项目投入为主的在建工程占比较高，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般；公司有息债务规模持续增长，整体债务负担适中，公司短期偿债能力指标表现强，长期偿债能力指标表现较强；或有负债风险相对可控；间接融资渠道较为畅通。

广东粤财融资担保集团有限公司为“19 阳江恒财 MTN001”和“20 阳江恒财 MTN001”提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著提升了“19 阳江恒财 MTN001”和“20 阳江恒财 MTN001”本息偿付的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在基础设施建设项目专项资金、财政补贴和资金注入等方面获得有力的外部支持。

评级展望

随着公司食品加工、基础设施建设、自来水供应以及铁路运输等业务的持续运营，公司未来经营有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司职能定位提升，获得优质资产划入，资本实力显著增强，盈利能力明显提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱，债务负担明显加重，再融资环境恶化。

优势

- **外部发展环境有利。**近年来，阳江市已形成了合金材料、海上风电、装备制造、电力能源、五金刀剪、食品加工等特色产业集群。2023 年，阳江市经济总量及一般公共预算收入保持增长，地区生产总值为 1581.79 亿元，增速为 3.8%；一般公共预算收入为 81.25 亿元，增速为 3.7%。
- **业务具有明显的专营优势。**跟踪期内，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，在区域内继续保持明显的专营优势。
- **持续获得有力的外部支持。**公司在基础设施建设项目专项资金、财政补贴和资金注入等方面持续获得有力的外部支持。截至 2024 年 3 月底，公司“专项应付款”余额 30.24 亿元，主要为阳江市政府部门拨付的项目专项资金；2023 年，公司获得财政补贴 0.58 亿元，公司收到阳江市财政局注入的产业有序转移专项资金 2.40 亿元。

关注

- **在建及拟建基础设施建设项目未来尚需投资规模较大。**截至 2024 年 3 月底，公司主要在建基础设施建设项目未来尚需投资 3.02 亿元，拟建基础设施建设项目预计总投资 29.16 亿元，未来尚需投资规模较大。
- **其他应收款对资金形成较大占用。**截至 2024 年 3 月底，公司其他应收款为 35.97 亿元，主要为往来款，占流动资产的 35.58%，且账龄较长，对资金占用较大。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	6
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				a ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AA

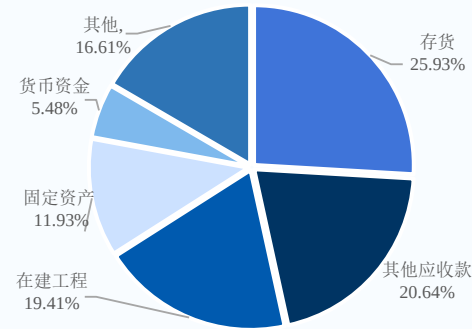
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

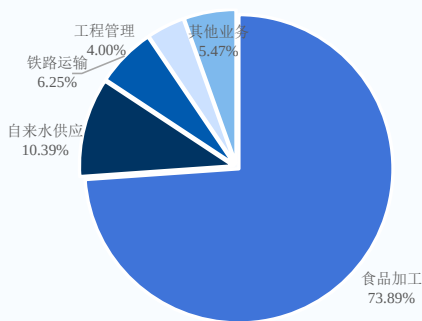
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	7.11	9.60	15.75
资产总额（亿元）	165.99	174.16	181.77
所有者权益（亿元）	72.05	72.10	71.91
短期债务（亿元）	6.20	11.52	10.75
长期债务（亿元）	29.53	33.90	42.75
全部债务（亿元）	35.73	45.42	53.50
营业总收入（亿元）	27.88	23.92	5.36
利润总额（亿元）	0.39	0.08	-0.16
EBITDA（亿元）	2.62	2.17	--
经营性净现金流（亿元）	-10.84	-1.16	-1.23
营业利润率（%）	10.47	13.05	10.98
净资产收益率（%）	0.42	0.04	--
资产负债率（%）	56.59	58.60	60.44
全部债务资本化比率（%）	33.15	38.65	42.66
流动比率（%）	301.71	276.96	307.48
经营现金流动负债比（%）	-37.26	-3.41	--
现金短期债务比（倍）	1.15	0.83	1.47
EBITDA 利息倍数（倍）	1.51	1.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.61	20.89	--
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	101.19	118.13	125.24
所有者权益（亿元）	51.16	54.52	54.20
全部债务（亿元）	27.10	41.83	49.33
营业总收入（亿元）	1.59	1.81	0.28
利润总额（亿元）	0.09	0.46	-0.32
资产负债率（%）	49.44	53.84	56.72
全部债务资本化比率（%）	34.63	43.41	47.65
流动比率（%）	380.75	288.47	325.46
经营现金流动负债比（%）	-81.43	-38.05	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将 2021 年合并口径长期应付款带息部分纳入长期债务核算；4. 2024 年一季报财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

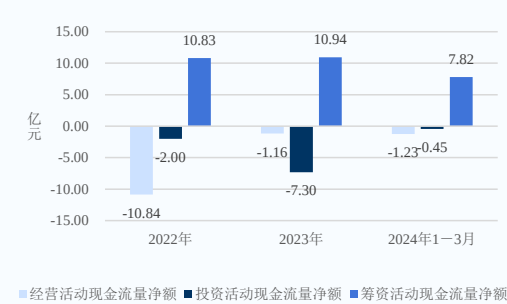
2023 年底公司资产构成



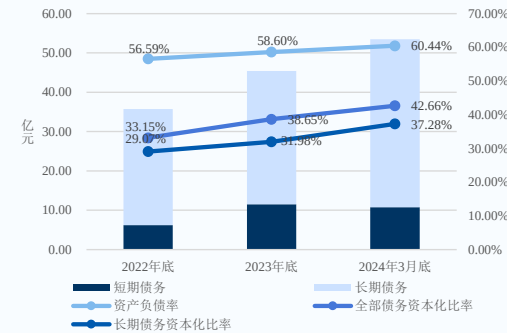
2023 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
19 阳江恒财 MTN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2024/10/11	--
20 阳江恒财 MTN001	2.00 亿元	2.00 亿元	2025/03/12	--
20 阳江恒财 MTN002	2.00 亿元	2.00 亿元	2025/07/03	回售

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“20 阳江恒财 MTN002”含投资者回售选择权，上表中到期兑付日为不行权到期日
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 阳江恒财 MTN002	AA/稳定	AA/稳定	2023/07/26	张婷婷 吕 雯	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
19 阳江恒财 MTN001 20 阳江恒财 MTN001	AAA/稳定	AA/稳定	2023/07/26	张婷婷 吕 雯	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
20 阳江恒财 MTN002	AA/稳定	AA/稳定	2020/04/06	张龙景 张 铖 郑 重	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 阳江恒财 MTN001	AAA/稳定	AA/稳定	2020/02/19	张龙景 张 铖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
19 阳江恒财 MTN001	AAA/稳定	AA/稳定	2019/08/12	张龙景 张 铖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

评级项目组

项目负责人：张丽斐 zhanglf@lhratings.com

项目组成员：张婷婷 zhangtt@lhratings.com | 胡汉雄 huhx@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于阳江市城市投资集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。2023 年 10 月，公司将资本公积转增实收资本 9.36 亿元，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 14.96 亿元，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”）和广东省财政厅分别持有公司 91.41%和 8.59%的股权，公司控股股东和实际控制人为阳江市国资委。

跟踪期内，公司仍是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，在区域内具有明显的专营优势。截至 2024 年 3 月底，公司本部内设风险管理部、资金管理部、战略与投资部等职能部门；公司拥有纳入合并范围的一级子公司共 47 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 174.16 亿元，所有者权益 72.10 亿元（含少数股东权益 3.03 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 23.92 亿元，利润总额 0.08 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 181.77 亿元，所有者权益 71.91 亿元（含少数股东权益 3.00 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.36 亿元，利润总额-0.16 亿元。

公司注册地址：阳江市江城区仙踪路 189 号公用事业大厦；法定代表人：张勋武。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表。募集资金均已使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 阳江恒财 MTN001	3.00	3.00	2019/10/11	5 年
20 阳江恒财 MTN001	2.00	2.00	2020/03/12	5 年
20 阳江恒财 MTN002	2.00	2.00	2020/07/03	5（3+2）年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

阳江市已形成了合金材料、海上风电、装备制造、电力能源、五金刀剪、食品加工等特色产业集群。近年来，阳江市经济总量及一般公共预算收入持续增长，财政自给能力弱，政府性基金收入持续下降。

阳江市于 1988 年 2 月经国务院批准，撤阳江县，建立阳江市，为地级市建制，辖阳西县、阳东区和江城区，代管阳春市（县级市），设海陵岛经济开发试验区和阳江高新技术产业开发区。全市共有 10 个街道办事处，38 个镇，142 个居民委员会和 710 个村民委员会。截至 2023 年底，阳江市全市常住人口 262.47 万人，比上年增长 0.1%，城镇化率 56.99%；全市户籍人口 303.31 万人，增长 0.03%，城镇化率 40.53%。交通方面，阳江市海运可通航广州、湛江、香港、澳门等地，陆运有汕湛高速、中山至阳春高速、西部沿海高速、沈海高速阳江段和罗阳高速，深茂铁路（江湛段）、三茂铁路、阳阳铁路和南山铁路，水陆交通较为便捷。

阳江市已形成了合金材料、海上风电、装备制造、电力能源、五金刀剪、食品加工等特色产业集群。根据《阳江市 2023 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2024 年计划草案的报告》，2023 年阳江市主导产业持续壮大。绿色能源方面，全市各类电力能源建成装机容量 2019.7 万千瓦，其中绿色能源 1487 万千瓦、占比 73.6%；加快规划建设绿能示范产业园。国际风电城加快建设，粤电青洲一二、明阳青洲四海上风电完成建设，海上风电累计建成 500 万千瓦；新增三山岛 1000 万千瓦海上风电场址纳入省海上风电发展规划，其中 300 万千瓦完成竞配并开展前期工作；成功举办海陵岛国际风能大会，成立广东（阳江）国际风电城专家咨询委员会。装备制造方面，已落户风电装备制造项目 38 个、总投资约 364 亿元，中材叶片等项目建成投产，天顺风能、东方海缆等项目加快推进。捷龙三号、长征十一号等运载火箭在阳江附近海域成功发射。新型储能产业方面，中国（阳江）储能装备制造产业园落户阳东经开区，倬粤锌离子电池生产基地等项目动工建设，峡安储能站并网投产。先进材料方面，甬金技改、广青技改等项目建成投产，硬质合金项目部分投产，新兴铸管产品获评国家级“绿色设计产品”。海洋牧场基本完成规划编制，建设国家级海洋牧场示范区 3 个，探索开展深蓝现代化海洋牧场项目试点，重力式深水网箱增至 866 口、年产量超 10 万吨，数量、产量均居全省第二，全球首台风渔一体化智能装备“明渔一号”成功收获第一批近万斤优质金鲳鱼。五金刀剪持续巩固，王麻子新智造基地加快推进。食品加工加快集聚，金龙鱼、安辰蛋白等项目投产，旺渔生物、酷鼠精酿等项目试产，阳西县纳入广东省食品工业培育试点县。

根据《阳江市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，阳江市将按照“比较优势+龙头企业”模式，以实体经济为根基，依托珠江口西岸先进装备制造产业带等平台，落实广东省培育发展战略性新兴产业集群和战略性新兴产业集群部署，大力发展沿海临港产业，推动产业全链式、集群式发展，突出中高端制造关键环节，促进产业基础高级化和产业链现代化，打造特色产业集群地。

图表 2 • 阳江市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	1515.86	1535.02	1581.79
GDP 增速（%）	8.3	0.8	3.8

固定资产投资增速（%）	37.8	-32.8	29.5
三产结构	/	/	16.2: 38.0: 45.8
人均 GDP（万元）	5.80	5.86	6.03

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《阳江市 2023 年国民经济和社会发展统计公报》，2023 年，阳江市地区生产总值保持增长，但在广东省下辖地市中排名靠后。产业结构方面，第三产业占比相对较高，2023 年第三产业增加值 723.93 亿元，增长 4.5%。固定资产投资增速由负转正，分产业看，第一产业投资下降 25.0%，第二产业投资增长 65.5%，第三产业投资下降 3.1%。工业投资增长 63.5%，占固定资产投资的比重为 59.4%，其中工业技改投资增长 5.4%。基础设施投资增长 28.7%，占固定资产投资的比重为 63.5%，其中电力、燃气及水的生产和供应业投资增长 60.1%，道路运输业投资增长 18.9%。

图表 3 • 阳江市主要财政指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	77.72	78.35	81.25
一般公共预算收入增速（%）	18.3	0.8	3.7
税收收入（亿元）	53.32	47.55	51.84
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	68.61	60.69	63.80
一般公共预算支出（亿元）	245.71	269.43	261.34
财政自给率（%）	31.63	29.08	31.09
政府性基金收入（亿元）	48.02	38.94	28.99
地方政府债务余额（亿元）	298.15	380.24	443.42

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《阳江市 2023 年预算执行情况和 2024 年预算草案的报告》，2023 年，阳江市一般公共预算收入有所增长，但在广东省下辖地市中排名靠后，一般公共预算收入质量尚可，一般公共预算支出有所下降，财政自给能力弱；受土地市场行情影响，政府性基金收入持续下降。截至 2023 年底，阳江市政府债务余额 443.42 亿元，其中一般债务余额 182.63 亿元，专项债务余额 260.80 亿元。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

企业规模和竞争力方面，跟踪期内，公司仍是阳江市重要的基础设施项目建设、自来水供应和生猪屠宰业务经营主体，业务保持明显的专营优势。截至本报告出具日，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，公开市场履约情况良好。根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91441702770193849M），截至 2024 年 7 月 11 日，公司本部无未结清的不良类信贷信息记录；已结清信贷信息中有 9 笔关注类贷款，均已正常还本付息。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

2023 年 5 月，根据阳江市国资委相关要求，经研究决定取消公司外派监事会，截至 2024 年 3 月底，公司无监事。根据公司 2023 年 12 月发布的《阳江市城市投资集团有限公司关于董事长、高级管理人员变动的公告》，周永贵卸任公司董事长职务，公司总经理张勋武主持党委和董事会工作。截至 2024 年 3 月底，公司法定代表人为张勋武，公司董事长暂时处于缺位状态，其余董事已到位。公司内部管理制度未发生重大变化，其余高级管理人员未发生变更。

张勋武先生，1979 年 5 月生，硕士研究生学历；曾任中建五局广东公司项目砼工长、木工工长、钢筋工长、栋号长、技术主管、项目经理，中建五局深圳分公司安全总监、总经理助理；现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入有所下降，主要系工程管理和贸易收入减少所致。毛利率方面，2023 年，公司工程管理业务、铁路运输业务及贸易业务毛利率上升，带动公司毛利率同比提升。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
食品加工	17.61	63.16	6.66	17.68	73.89	7.69	4.38	81.67	9.49
工程管理	4.66	16.71	13.99	0.96	4.00	71.31	--	--	--
自来水供应	1.90	6.82	28.55	2.49	10.39	22.07	0.56	10.53	29.82
铁路运输	1.20	4.31	-2.94	1.50	6.25	11.84	0.29	5.34	-26.98
贸易	1.89	6.79	13.09	0.88	3.69	23.37	0.03	0.53	100.00
其他	0.62	2.22	75.76	0.42	1.77	56.86	0.10	1.94	63.13
合计	27.88	100.00	10.93	23.92	100.00	13.44	5.36	100.00	11.20

注：尾差系四舍五入所致；其他业务主要分为停车场、租赁、安装等实业板块业务以及保理、融资担保等金融板块业务
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(1) 基础设施建设

公司基础设施建设资金主要来自委托方拨付，项目回款情况较好，在建及拟建基础设施建设项目未来尚需投资规模较大。

公司作为阳江市重要的基础设施建设投资主体，主要接受阳江滨海新区管理委员会（以下简称“滨海新区管委会”）和阳江市江城银岭科技产业园管理委员会（以下简称“银岭管委会”）等政府部门的委托，从事土地平整和城市基础设施建设工作。其中，滨海新区管委会委托建设的项目资金主要由公司自筹，在项目建设完成后，滨海新区管委会负责组织相关部门验收，并按约定支付投资成本及投资收益，公司据此确认收入并结转成本。银岭管委会等委托建设的项目资金主要由银岭管委会等委托方进行拨付，公司收到建设资金计入“专项应付款”科目，项目建设完成后，由银岭管委会等组织审计结算，待项目审计结算后冲抵专项应付款，该部分项目不确认收入。

2023 年，公司工程管理收入大幅下降，主要系大多项目前期已结算，2023 结算项目减少，截至 2023 年底，公司主要已完工项目包括公共消防基础设施及配套项目、阳江市连围河整治工程、阳江市漠阳湖建设项目一期工程（含绿化、路灯、配套服务房等）、国道 G325 工程和阳江市地下综合管廊及同步建设一期工程项目（郇阳路、新阳路）等。2023 年，公司基础设施建设业务毛利率大幅上升，主要系当年确认收入的项目毛利率较高所致。

截至 2024 年 3 月底，公司主要在建的基础设施建设项目 6 个，预计总投资 7.21 亿元，已完成投资 4.19 亿元，未来尚需投资 3.02 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司“专项应付款”余额 30.24 亿元，待未来完工结算时与“在建工程”进行冲抵，公司基础设施项目回款情况较好。截至 2024 年 3 月底，公司拟建的基础设施建设项目分别为江城银岭科技产业园基础设施改造项目（二期）、江城银岭科技产业园创业服务中心、阳江工业园基础设施建设项目一期、江城银岭激光产业园区基础设施建设项目和江城银岭产业园区智能电器生产基地建设项目，预计总投资 29.16 亿元。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	计划建设期间（年）
江城银岭科技产业园东侧扩展区基础设施一期项目	33176.00	19691.91	2021—2025
江城银岭园区银沙南二路二期道路工程项目	8000.00	4217.82	2021—2025
江城银岭科技产业园基础设施改造项目（一期）	11600.00	2305.81	2021—2025
江城银岭科技产业园 A 区一期道路项目	650.00	389.57	2021—2023
江城银岭科技产业园 B 区一期道路项目及 B 区道路改造项目	3139.56	2348.20	2021—2023

银岭科技产业园孵化中心房建及园区市政道路工程项目 B 部分	15584.00	12970.48	2011—2023
合计	72149.56	41923.79	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（2）食品加工业务

2023 年，公司食品加工收入较为稳定，毛利率小幅上升，仍是公司收入的主要来源。

公司食品加工业务主要为生猪屠宰加工业务，具体由公司下属的 34 家肉食品加工全资子公司运营。该 34 家肉食品加工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。

公司定期以市场价格向养猪户收购生猪，养猪户以散户为主。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，其中阳江市阳东区食品集团东城有限公司的猪肉销售价格按照每头生猪的总采购成本加成确定，其余食品公司的猪肉销售价格按照每斤生猪的采购成本加成。公司生猪收购和鲜肉销售多采取现款结算方式，采取直接收款方式结算的，根据收到销售食品货款或者取得销售食品收款凭据确认收入；采取赊销和分期收款方式结算的，根据合同约定确认收入，账期最长不超过 10 天。

2023 年，公司食品加工收入同比基本保持稳定，当期，公司食品加工毛利率小幅上升至 7.69%，主要系跟踪期内生猪价格处于下降周期，公司采购成本同比下降所致。2024 年 1—3 月，公司实现食品加工收入 4.38 亿元，毛利率为 9.49%。

（3）供水业务

公司供水业务在江城区具有专营优势，2023 年，公司供水量及售水量均有所增长，供水收入有所增长，毛利率有所下降。

公司自来水供水业务由子公司阳江市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）负责，自来水公司是阳江市主城区江城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。2023 年，公司供水管道长度增加 1.96 公里，自来水用户数增加 0.65 万户。截至 2023 年底，公司拥有的主要供水管道达 942.96 公里，供水面积 80 平方公里，在阳江市区的供水管网覆盖率达 99.45%。

跟踪期内，公司负责区域居民生活用水收费标准未发生变化。2023 年，公司供水量和售水量同比均有所增长；公司实现供水业务收入 2.49 亿元，同比有所增长；公司供水业务毛利率为 22.07%，同比有所下降，主要系公司扩建维修第二水厂导致当期费用上升所致。

图表 6 • 阳江市不同区域居民生活用水收费标准（单位：元/吨）

区域	市区、城西	埠场镇	阳江港、平岗镇	闸坡沿线	闸坡镇
第一阶梯	1.80	1.90	2.10	2.10	2.40
第二阶梯	2.70	2.85	3.15	3.15	3.60
第三阶梯	3.60	3.80	4.20	4.20	4.80

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 7 • 公司自来水业务经营情况

业务指标	2022 年	2023 年
日供水能力（万立方米）	36.00	36.00
供水管网（DN150 以上）总长度（公里）	941.00	942.96
供水面积（平方公里）	80.00	80.00
管网覆盖率（%）	99.40	99.45
全年供水量（万立方米）	11135.00	11510.00
全年售水量（万立方米）	9372.15	10502.19
自来水用户数（万户）	14.81	15.46
自来水销售收入（万元）	19010.46	24855.11

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(4) 铁路运输业务

公司铁路运输货源相对稳定，2023 年，公司铁路运输收入有所增长，毛利率回归正常水平，利润易受燃料油价格波动影响。

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 条货运铁路线路，自阳江港站至阳春站全长 64 公里。公司货运物品主要为大宗商品，包括电煤、铁矿石、豆油和豆粕等，其中电煤是最稳定的大宗货源，从阳江港站经阳春站运往广西贺州地区、广东省罗定和云浮等地的火电站。公司主要货运客户包括广东粤通铁路物流有限公司、广东能源茂名热电厂有限公司和阳江宏旺实业有限公司等。2023 年，前五大客户货运量合计占 89.10%。2023 年，公司铁路运输业务收入为 1.50 亿元，同比有所增长，毛利率为 11.84%，回归至正常水平，主要系工业燃料油价格 2023 年以来逐步回落，公司铁路运输成本下降所致。

2024 年 1—3 月，公司铁路运输业务收入为 0.29 亿元，毛利率为-26.98%，主要系安全生产投入较大所致。

(5) 贸易业务

2023 年，公司贸易业务收入大幅下降，毛利率大幅上升，需关注可能存在的款项回收风险。

公司贸易业务起步较晚，规模较小。公司贸易业务主要赚取货物的进销差价。目前公司以阳江市城投物流有限公司为业务主体开展商品贸易，贸易货品以钢材为主。公司贸易业务主要采用现金结算的方式，对于部分客户会给予一个月的账期，若超过一个月账期，公司会额外收取价外费用。公司贸易业务客户均为公司基础设施建设项目施工方，均为民企，主要包括浙江天勤建设有限公司、阳江市交建路面工程有限公司和广东安大路桥工程有限公司等，前五大客户贸易金额合计占 96.95%，其中浙江天勤建设有限公司¹存在被执行记录，被执行总金额 388.18 万元，近一年因欠税、未按期申报税款多次被行政机关采取监管措施，需关注可能存在的款项回收风险。2023 年，公司贸易业务收入大幅下降主要系公司 2023 年集中履行存量业务合同，未新增贸易合同所致；毛利率大幅上升，主要系公司加大款项回收力度，收回货款的同时获得延期价外费用所致。

2024 年 1—3 月，公司贸易业务收入为 0.03 亿元，毛利率为 100.00%，主要系收回延期支付所产生的价外费用所致。

(6) 其他业务

公司其他业务主要包括保理、融资担保等金融板块业务。公司保理业务是以债权人转让其应收账款为前提，为债权人提供应收账款债权融资的金融服务，公司保理业务类型主要为有追索权的保理，具体业务由子公司深圳华方沃尔商业保理有限公司开展。公司开展保理业务的风险缓释措施主要为应收账款折价转让及追索和融资企业实际控制人连带责任担保等。公司保理业务客户主要系基于工程背景产生应收账款的债权人，客户群体主要为承建阳江市本地基础设施建设工程的工程承包商或供货商，应收账款的最终回款方主要为阳江市人民政府单位或公司。

公司担保业务包括融资担保以及保函业务，具体担保业务由子公司阳江市恒财融资担保有限公司开展，公司担保业务主要为履约保函业务与支付保函业务。公司开展担保业务的风险缓释措施主要为资产抵押、实际控制人连带责任担保等。公司担保业务客户群体主要为承建阳江市基础设施建设工程的工程承包商以及阳江市国有企业等。

截至 2024 年 3 月底，公司在建自营项目有两个，分别为阳江市主平台产业新空间项目和阳江市滨海城投建设有限公司（以下简称“滨海建设”）共青湖花园小区项目。阳江市主平台产业新空间项目占地约 1000 亩，总投资 30.00 亿元，分 3 期开发，其中首期 141 亩工程阳江市主平台产业新空间项目（一期）首期计划总投资 5.51 亿元，截至 2024 年 3 月底已投资 0.71 亿元，由子公司阳江市主平台园区投资开发有限公司负责建设运营，资金来源为政府专项债和自筹，2023 年省级财政专项资金 2.4 亿元已到位，可租赁资产主要为生产厂房及相关配套设施，收入主要来自出租生产厂房及相关配套设施产生的租赁收入。招商引资方面，公司已与广东绿华新能源科技公司签订合作框架协议，未来拟建设钠锂离子动力及储能电池生产基地。滨海建设共青湖花园小区项目计划总投资 22.35 亿元，资金来源预计为自有资金、自筹资金和销售收入再投入，截至 2024 年 3 月底已投资 0.59 亿元；该项目为住宅项目，暂未开始预售，未来预计通过出售商品房、商业物业和停车位获取收入，项目的建设期计划为 2022 年至 2026 年。

2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别实现其他业务收入 0.42 亿元和 0.10 亿元，毛利率分别为 56.86%和 63.13%。

2 未来发展

未来，公司将继续负责阳江市基础设施建设工作以及市区供水任务，以城市投资建设运营为主体，产业投资、金融服务为两翼，深入推进一体两翼业务布局，推动主业发展。

¹ 公司与浙江天勤建设有限公司的贸易业务分为不同项目，公司会要求每个项目的实控人为该项目提供连带责任保证。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年度合并财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司通过投资设立和非同一控制下企业合并新增 3 家一级子公司，通过注销和划出减少 2 家一级子公司。2024 年 1—3 月，公司一级子公司无变化。截至 2024 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司共 47 家。整体看，公司新增或减少一级子公司规模不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，公司资产总额稳定增长，其他应收款规模较大，账龄较长，对资金形成较大占用；以土地储备为主的存货及以代建项目投入为主的在建工程占比较高，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

图表 8 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	87.79	52.89	93.93	53.93	101.09	55.61
货币资金	7.06	4.26	9.55	5.48	15.69	8.63
其他应收款	36.74	22.13	35.95	20.64	35.97	19.79
存货	40.57	24.44	45.15	25.93	47.05	25.88
非流动资产	78.20	47.11	80.24	46.07	80.68	44.39
其他权益工具投资	9.00	5.42	8.93	5.12	8.95	4.93
固定资产	21.30	12.83	20.78	11.93	20.68	11.38
在建工程	31.92	19.23	33.80	19.41	34.10	18.76
资产总额	165.99	100.00	174.16	100.00	181.77	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2023 年底，公司货币资金主要为银行存款，无受限货币资金。公司其他应收款主要为往来款；从欠款单位来看，以当地国有企业、政府部门和事业单位为主；集中度方面，前五名欠款方占其他应收款账面余额的 51.82%，集中度一般；账龄方面，账龄在 3 年以上的其他应收款账面余额占 89.39%，账龄较长；公司对其他应收款计提坏账准备 0.18 亿元。公司存货较上年底有所增长，主要系通过招拍挂取得土地，土地储备增加所致，存货主要由土地储备（35.21 亿元，占 77.99%）、林场使用权（9.36 亿元，占 20.73%）和工程施工（0.46 亿元，占 1.02%）构成；公司土地储备主要是招拍挂取得的商业用地和住宅用地，后续视土地政策和市场行情等因素确定处置方式，其中账面价值 2.46 亿元的工业用地未缴纳土地出让金，这部分工业用地系置换河砂资产时取得，暂未完成权属变更，待权证转移手续办理完成后公司拟进行开发或转让。

图表 9 • 公司 2023 年底主要其他应收款明细

名称	款项性质	期末余额（亿元）	占其他应收款总额的比例
阳江市财政局	往来款	8.29	22.96%
阳江市高新区财政局	往来款	3.40	9.41%
阳江市中阳联合发展有限公司	往来款	2.83	7.83%
阳江市江城银岭科技产业园管理委员会	往来款	2.17	6.00%
阳江市土地开发储备中心	往来款	2.03	5.63%
合计	--	18.72	51.82%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司其他权益工具投资主要由对阳江农村商业银行股份有限公司（2.40 亿元）、阳江宏旺实业有限公司（1.03 亿元）、广东龙马铸造有限公司（2.97 亿元）和阳江海上风电产业发展基金合伙企业（有限合伙）（2.01 亿元）的投资构成。公司固定资产主要由房屋及建筑物（10.98 亿元）、路轨桥梁及其他线路资产（8.14 亿元，主要是中铁（阳江）铁路有限公司和广东阳江铁路有限公司的铁路轨道等资产）构成。公司在建工程包括代建项目及自有经营性项目投资，其中代建项目由政府拨付建设资金，项目基本完工，待政府出具相关文件后移交。

截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例低。

图表 10 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
无形资产	0.59	0.34	借款抵押
在建工程	1.42	0.82	借款抵押
合计	2.01	1.16	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，以实收资本和资本公积为主。公司有息债务规模持续增长，负债中政府拨付的基础设施建设专项资金规模较大，整体债务负担适中，集中偿付压力不大。

截至 2023 年底，公司实收资本较上年底有所增加，主要系林场资产自资本公积转增实收资本所致。2023 年公司收到阳江市财政局注入的产业有序转移专项资金，资本公积增加 2.40 亿元。截至 2023 年底，公司资本公积主要由政府划入的土地、房产和股权等构成。整体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主。

图表 11 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	5.60	7.77	14.96	20.75	14.96	20.80
资本公积	52.20	72.45	46.23	64.12	46.23	64.29
未分配利润	7.26	10.08	6.85	9.50	6.70	9.32
归属于母公司所有者权益合计	66.04	91.66	69.07	95.79	68.92	95.83
少数股东权益	6.01	8.34	3.03	4.21	3.00	4.17
所有者权益合计	72.05	100.00	72.10	100.00	71.91	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	29.10	30.97	33.91	33.23	32.88	29.93
其他应付款	20.75	22.08	20.37	19.95	20.09	18.29
一年内到期的非流动负债	4.34	4.62	10.64	10.42	9.72	8.85
非流动负债	64.84	69.03	68.15	66.77	76.98	70.07
长期借款	12.53	13.34	5.40	5.29	8.75	7.96
应付债券	17.00	18.10	28.50	27.92	34.00	30.95
长期应付款（合计）	34.49	36.72	33.45	32.77	33.43	30.43
负债总额	93.94	100.00	102.06	100.00	109.86	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2023 年底，公司经营负债主要为以应付区域内政府部门往来款为主的其他应付款和政府拨付的项目建设款形成的专项应付款，公司专项应付款主要由银岭产业园建设资金 14.05 亿元和基础设施项目专项资金 17.35 亿元等构成。

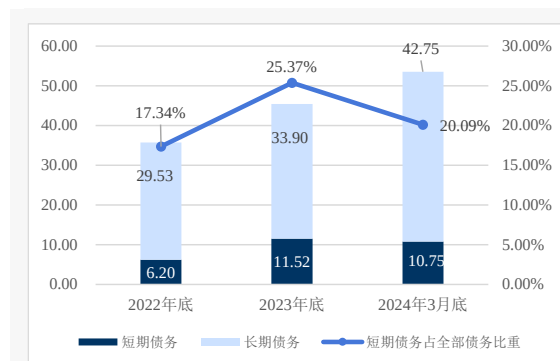
截至 2023 年底，公司全部债务为 45.42 亿元，较上年底有所增加，短期债务占 25.37%，长期债务占 74.63%，以长期债务为主。融资渠道方面，公司银行借款和债券融资分别约占全部债务的 37.25%和 62.75%。资金成本方面，公司银行借款利率区间为 3.20%~4.65%；截至 2024 年 6 月底，公司存续债券票面利率为 3.10%~4.77%。债务期限方面，以 2023 年底的有息债务为基础，公司 1 年以内（含 1 年）、1~2 年、2~5 年和 5 年以上需偿还的有息债务分别为 14.52 亿元、17.73 亿元、12.19 亿元和 0.98 亿元，集中偿付压力不大。从债务指标看，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比比较 2023 年底进一步上升，整体看，公司债务负担适中。

图表 13 • 截至 2024 年 6 月底公司存续债券情况

债券简称	发行日期	期限（年）	债券余额（亿元）	票面利率（%）
24 阳江 01	2024/01/18	5（3+2）	5.50	3.10
23 阳江 02	2023/07/06	5（3+2）	6.50	4.10
23 阳江 01	2023/03/01	5（3+2）	5.00	4.77
20 阳江恒财 MTN002	2020/07/02	5（3+2）	2.00	3.90
22 阳江 01	2022/05/31	3	10.00	3.67
20 阳江恒财 MTN001	2020/03/11	5	2.00	3.80
19 阳江恒财 MTN001	2019/10/10	5	3.00	4.25
合计	--	--	34.00	--

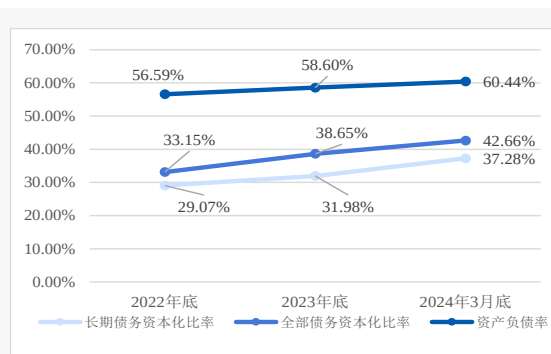
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

（3）盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入和利润总额有所下降，利润总额对财政补贴和投资收益依赖大。公司盈利能力较弱。

2023 年，公司工程管理和贸易收入同比有所减少，公司营业总收入同比有所下降；工程管理业务、铁路运输业务及贸易业务毛利率上升，带动公司营业利润率有所上升。2023 年，公司期间费用同比变化不大，主要以管理费用（占 56.18%）和财务费用（占 26.13%）为主，期间费用率为 15.64%。2023 年，公司其他收益均为获得的财政补贴；投资收益主要为对参股公司广东烟草阳江市有限责任公司等的投资收益。整体看，利润总额对财政补贴和投资收益依赖大。

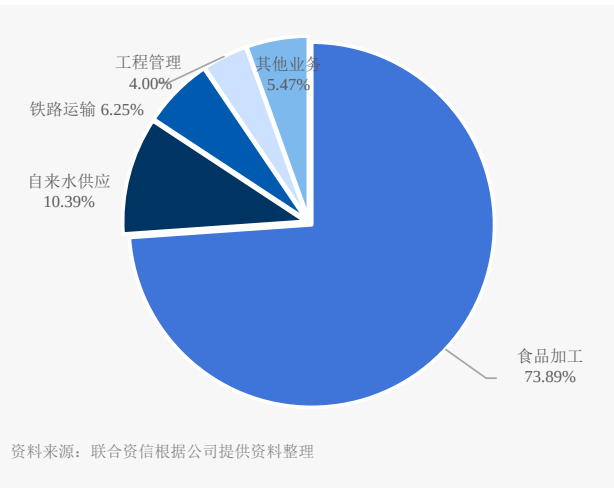
盈利指标方面，2023 年，公司总资本收益率和净资产收益率均大幅下降，系营业外支出（主要由滨海建设拆除危房产生非流动资产报废损失以及自来水公司补缴以前年度的水资源费和滞纳金产生罚款违约支出构成）同比大幅增加所致。公司盈利能力较弱。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	27.88	23.92	5.36
营业成本	24.84	20.71	4.76
期间费用	3.68	3.74	1.09
其他收益	0.66	0.58	0.02
投资收益	0.48	0.35	0.23
利润总额	0.39	0.08	-0.16
营业利润率（%）	10.47	13.05	10.98
总资本收益率（%）	1.41	0.95	--
净资产收益率（%）	0.42	0.04	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 17 • 2023 年公司营业收入构成



（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金净流出收窄，投资活动现金净流出规模同比有所扩大，筹资活动现金持续净流入。考虑到债务到期及项目建设需求，公司未来仍存在一定的融资需求。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	25.66	26.73	6.44
经营活动现金流出小计	36.50	27.89	7.67
经营活动现金流量净额	-10.84	-1.16	-1.23
投资活动现金流入小计	2.50	0.50	0.00
投资活动现金流出小计	4.50	7.80	0.45
投资活动现金流量净额	-2.00	-7.30	-0.45
筹资活动前现金流量净额	-12.84	-8.46	-1.68
筹资活动现金流入小计	25.17	28.05	11.28
筹资活动现金流出小计	14.34	17.10	3.46
筹资活动现金流量净额	10.83	10.94	7.82
现金收入比（%）	82.82	95.92	114.55

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从经营活动来看，公司经营活动现金主要以经营业务收支为主。2023 年公司贸易业务规模下降但往来款流入增加，经营活动现金流入同比变化不大，经营活动现金流出同比减少，经营活动现金净流出收窄，同期，公司现金收入比有所上升，收现质量较好。

从投资活动来看，2023 年公司投资活动现金流入规模很小；公司投资活动现金流出同比大幅增加，主要系回购滨海建设股权，投资支付的现金的增加所致。2023 年公司投资活动现金净流出规模同比有所扩大。

从筹资活动来看，2023 年公司筹资活动现金流入主要为银行借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金，公司筹资活动现金持续净流入。考虑到债务到期及项目建设需求，公司未来仍存在一定的融资需求。

2 偿债指标变化

公司短期偿债能力指标表现强，长期偿债能力指标表现较强；或有负债风险相对可控；间接融资渠道较为畅通。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月底
短期偿债指标	流动比率（%）	301.71	276.96	307.48
	速动比率（%）	162.28	143.82	164.37

长期偿债指标	现金短期债务比（倍）	1.15	0.83	1.47
	EBITDA（亿元）	2.62	2.17	--
	全部债务/EBITDA（倍）	13.61	20.89	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.51	1.92	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债指标看，2023 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降。截至 2024 年 3 月底，公司现金短期债务比上升至 1.47 倍，整体看，公司短期偿债能力指标表现强。从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 有所下降，EBITDA 对全部债务的保障程度一般，对利息支出保障程度有所上升。整体看，公司长期偿债能力指标表现较强。

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保余额（非担保业务）合计 3.43 亿元，均为保证担保，占净资产的比例为 4.76%，被担保单位为阳江市交通投资集团有限公司和阳江市阳东漠江水务有限公司，均为区域内国有企业。整体看，公司或有负债风险相对可控。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼和仲裁。

截至 2024 年 3 月底，公司共获得金融机构授信额度为 53.09 亿元，尚未使用额度为 33.28 亿元。整体看，公司间接融资渠道较为畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司本部承担部分基础设施建设业务，债务负担适中，短期偿债压力不大。

公司本部承担部分基础设施建设业务，但收入主要来自子公司。截至 2023 年底，公司本部资产总额 118.13 亿元，负债总额 63.61 亿元，全部债务 41.83 亿元，资产负债率为 53.84%，全部债务资本化比率为 43.41%，债务负担适中。截至 2024 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.72 倍，短期偿债压力不大。

（五）ESG 方面

环境方面，根据公司提供的相关情况说明，公司近一年不曾因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等而受到政府部门处罚，但需关注到公司基础设施建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险。

社会方面，根据公司提供的相关情况说明，公司近一年未发生安全事故或产品质量问题，无拖欠员工工资、社保等情形，遵守政策法规规范经营。此外，公司关注员工发展，员工激励机制、培养体系较为健全。

治理方面，公司发展战略符合行业政策和公司经营目标，且建立了比较有效的法人治理结构。

七、外部支持

公司实际控制人综合实力强。公司是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，在区域内具有明显的专营优势，在基础设施建设项目专项资金、财政补贴和资金注入等方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系阳江市国资委，近年来，阳江市已形成了合金材料、海上风电、装备制造、电力能源、五金刀剪、食品加工等特色产业集群，经济总量及一般公共预算收入持续增长。截至 2023 年底，阳江市政府债务余额 443.42 亿元。公司实际控制人综合实力强。

公司是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，在区域内具有明显的专营优势。跟踪期内，公司在基础设施建设项目专项资金、财政补贴和资金注入等方面持续获得有力的外部支持。截至 2024 年 3 月底，公司“专项应付款”余额 30.24 亿元，主要为阳江市政府部门拨付的项目专项资金；2023 年，公司获得财政补贴 0.58 亿元，计入“其他收益”；2023 年，公司收到阳江市财政局注入的产业有序转移专项资金 2.40 亿元，计入“资本公积”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

广东粤财融资担保集团有限公司（以下简称“粤财担保”）为“19 阳江恒财 MTN001”和“20 阳江恒财 MTN001”提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

粤财担保原名广东省中小企业信用再担保有限公司，系由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）代表广东省人民政府全额出资成立的省级担保公司，初始注册资本 20.00 亿元，成立目的是为广东省基础设施建设和经济发展提供担保和再担保服务。粤财担

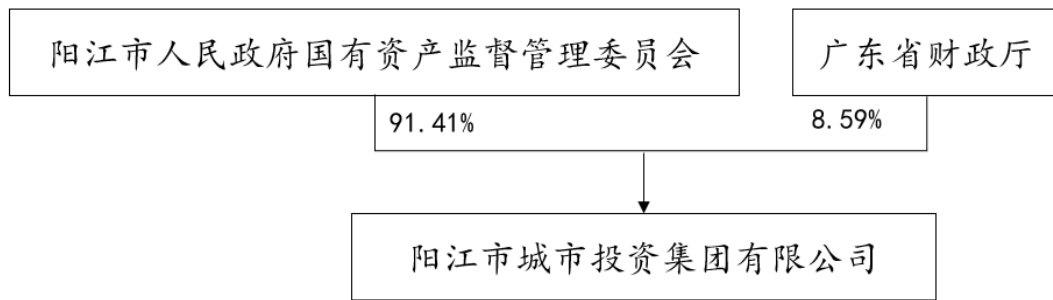
保承担了推进广东省内政策性担保体系建设的职责。截至 2023 年底，粤财担保注册资本和实收资本均为 60.60 亿元，唯一股东为粤财控股，实际控制人为广东省人民政府，实收资本在行业中排名靠前，资本实力很强。粤财担保主要业务包括再担保业务和直保业务。截至 2023 年 6 月底，粤财担保合并保规模为 1157.45 亿元，本部在保余额 279.72 亿元，业务规模很大。粤财担保是广东省属国有重点企业，业务范围覆盖广东省，具有很强的区域竞争力。2016 年以来，粤财担保采取公司控股、地方参股的形式设立广东省政府性担保机构。截至 2023 年 6 月底，粤财担保控股的 10 家地市担保公司（珠海、湛江、清远、中山、惠州、汕尾、潮州、汕头、江门、揭阳）均已运营，注册资本合计 13.71 亿元，粤财担保出资共计 7.36 亿元；同时，粤财担保已出资参股广州、茂名、肇庆、云浮、梅州、韶关、佛山区域的 7 家政府性融资担保机构。粤财担保控股地市担保公司建立了“0123”的银担合作机制，即“零保证金”“一九分险”（银行至少承担 10% 的风险）、“二项担保”（只担保本金和利息）、“三月代偿”（争取代偿宽限期不少于三个月），有利于风险分担。截至 2023 年底，粤财担保合并口径资产总额 95.43 亿元，所有者权益 74.08 亿元。2023 年，粤财担保合并口径实现营业收入 7.30 亿元，其中担保业务收入 4.70 亿元，实现净利润 1.44 亿元。

联合资信评定粤财担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“19 阳江恒财 MTN001”和“20 阳江恒财 MTN001”本息偿付的安全性。

九、跟踪评级结论

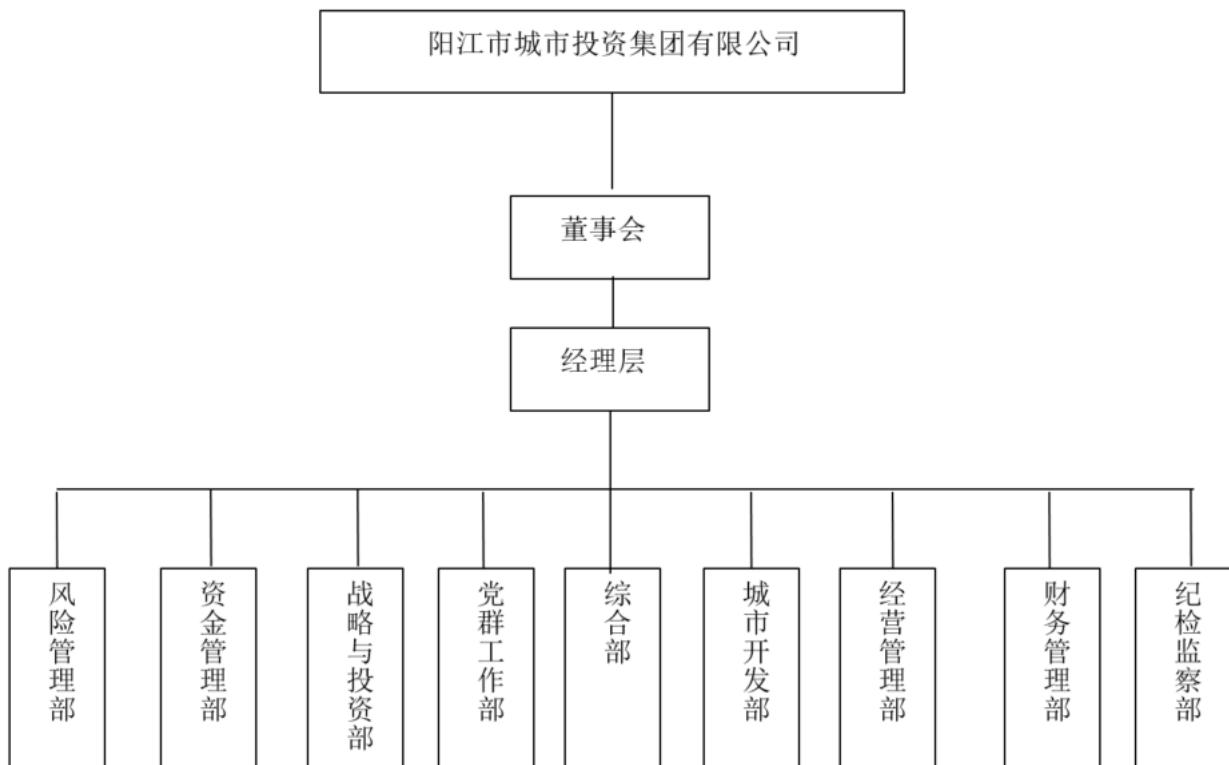
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 阳江恒财 MTN002”的信用等级为 AA，“19 阳江恒财 MTN001”和“20 阳江恒财 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
阳江市公用事业投资有限公司	基础设施建设	100.00%	非同一控制下合并
阳江市滨海城投建设有限公司	土地开发、基础设施建设	100.00%	非同一控制下合并
阳江市恒财河砂经营有限公司	河砂开采、销售、运输	100.00%	设立
阳江市碧湖宾馆有限公司	旅店	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区恒财始兴建设有限公司	基础设施建设	100.00%	非同一控制下合并
阳江市银岭科技新城开发有限公司	土地开发、基础设施建设	100.00%	非同一控制下合并
阳江市自来水有限公司	供水	100.00%	非同一控制下合并
广东阳江铁路有限公司	铁路建设及营运管理	100.00%	非同一控制下合并
阳春市恒财陶瓷城建设有限公司	土地开发、基础设施建设	100.00%	非同一控制下合并
阳西县丹江城建开发有限公司	土地开发、基础设施建设	100.00%	非同一控制下合并
阳江市公用肉类食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区恒财江台建设有限公司	基础设施建设	100.00%	非同一控制下合并
阳江市恒财融资担保有限公司	融资担保、咨询等服务	100.00%	非同一控制下合并
阳江市城投物流有限公司	物流服务	100.00%	设立
阳江恒财国际会展中心有限公司	会议策划组织	100.00%	设立
阳江市江城区鹭城食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市陂面食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市春城食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市春湾食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市岗美食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市合顺食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市马水食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市三甲食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市嘉盛食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市潭水食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳春市双滘食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区食品集团北惯有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区食品集团大八有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区食品集团大沟有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区食品集团东城有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区食品集团东平有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区食品集团合山有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江市阳东区食品集团红丰有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳西县程村山海食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳西县山海畜禽屠宰有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳西县儒洞镇山海食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳西县沙扒山海食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳西县塘口山海食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳西县织篢山海食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并

阳西县溪头山海食品有限公司	肉食品加工	100.00%	非同一控制下合并
阳江恒财海上风电产业投资基金管理有限公司	投资	100.00%	设立
深圳华方沃尔商业保理有限公司	商业保理	88.00%	非同一控制下合并
阳江市合金产业投资基金合伙企业（有限合伙）	投资	99.90%	设立
阳江市创新资本投资有限公司	投资	100.00%	设立
阳江市主平台园区投资开发有限公司	投资、园区管理服务	100.00%	设立
阳江市中小微企业服务有限公司	企业管理咨询	100.00%	设立
广东启进建筑工程有限公司	建筑工程服务	100.00%	非同一控制下合并

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.11	7.11	9.60	15.75
应收账款（亿元）	1.83	3.00	3.02	2.11
其他应收款（亿元）	35.99	36.74	35.95	35.97
存货（亿元）	17.57	40.57	45.15	47.05
长期股权投资（亿元）	7.19	7.27	7.21	7.44
固定资产（亿元）	21.20	21.30	20.78	20.68
在建工程（亿元）	31.25	31.92	33.80	34.10
资产总额（亿元）	146.29	165.99	174.16	181.77
实收资本（亿元）	5.60	5.60	14.96	14.96
少数股东权益（亿元）	12.26	6.01	3.03	3.00
所有者权益（亿元）	69.34	72.05	72.10	71.91
短期债务（亿元）	4.66	6.20	11.52	10.75
长期债务（亿元）	18.31	29.53	33.90	42.75
全部债务（亿元）	22.97	35.73	45.42	53.50
营业总收入（亿元）	26.69	27.88	23.92	5.36
营业成本（亿元）	23.47	24.84	20.71	4.76
其他收益（亿元）	0.11	0.66	0.58	0.02
利润总额（亿元）	0.50	0.39	0.08	-0.16
EBITDA（亿元）	2.32	2.62	2.17	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	27.81	23.09	22.95	6.14
经营活动现金流入小计（亿元）	32.08	25.66	26.73	6.44
经营活动现金流量净额（亿元）	2.03	-10.84	-1.16	-1.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.18	-2.00	-7.30	-0.45
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.04	10.83	10.94	7.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	29.18	11.56	7.95	--
存货周转次数（次）	2.67	0.85	0.48	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.18	0.14	--
现金收入比（%）	104.18	82.82	95.92	114.55
营业利润率（%）	11.51	10.47	13.05	10.98
总资本收益率（%）	1.40	1.41	0.95	--
净资产收益率（%）	0.62	0.42	0.04	--
长期债务资本化比率（%）	20.89	29.07	31.98	37.28
全部债务资本化比率（%）	24.88	33.15	38.65	42.66
资产负债率（%）	52.60	56.59	58.60	60.44
流动比率（%）	302.47	301.71	276.96	307.48
速动比率（%）	220.36	162.28	143.82	164.37
经营现金流动负债比（%）	9.47	-37.26	-3.41	--
现金短期债务比（倍）	1.95	1.15	0.83	1.47
EBITDA 利息倍数（倍）	2.58	1.51	1.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.89	13.61	20.89	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将 2021 年合并口径长期应付款带息部分纳入长期债务核算；4. 2024 年一季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.86	1.21	2.53	6.89
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	25.98	35.12	46.07	47.58
存货（亿元）	7.02	19.23	19.23	19.23
长期股权投资（亿元）	23.74	30.03	35.10	36.36
固定资产（亿元）	4.23	4.08	3.90	3.86
在建工程（亿元）	0.07	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	80.00	101.19	118.13	125.24
实收资本（亿元）	5.60	5.60	14.96	14.96
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	42.06	51.16	54.52	54.20
短期债务（亿元）	3.68	1.69	10.36	9.51
长期债务（亿元）	13.82	25.41	31.47	39.82
全部债务（亿元）	17.50	27.10	41.83	49.33
营业总收入（亿元）	1.74	1.59	1.81	0.28
营业成本（亿元）	0.71	0.72	0.12	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.56	0.49	0.00
利润总额（亿元）	0.04	0.09	0.46	-0.32
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.81	0.50	0.77	0.08
经营活动现金流入小计（亿元）	9.48	3.91	2.65	0.28
经营活动现金流量净额（亿元）	0.74	-11.88	-8.95	-1.42
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.04	2.07	-5.41	-1.27
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.28	8.16	15.67	7.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	0.20	0.05	0.01	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	103.94	31.63	42.75	29.09
营业利润率（%）	57.51	52.61	90.90	98.02
总资本收益率（%）	1.44	1.64	2.12	--
净资产收益率（%）	0.10	0.17	0.85	--
长期债务资本化比率（%）	24.73	33.18	36.60	42.35
全部债务资本化比率（%）	29.38	34.63	43.41	47.65
资产负债率（%）	47.42	49.44	53.84	56.72
流动比率（%）	263.06	380.75	288.47	325.46
速动比率（%）	211.56	248.98	206.69	240.54
经营现金流动负债比（%）	5.44	-81.43	-38.05	--
现金短期债务比（倍）	0.78	0.71	0.24	0.72
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2024 年一季报财务数据未经审计；4. 个别指标分母为 0，计算结果无穷大用“*”表示，“/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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