

# 信用等级公告

联合〔2020〕786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及其拟发行的 2020 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定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，阳江市恒财城市投资控股有限公司 2020 年度第二期中期票据的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告



# 阳江市恒财城市投资控股有限公司

## 2020 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行金额: 2.00 亿元

本期中期票据期限: 5 年, 附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式: 按年付息, 于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息

募集资金用途: 偿还公司债务

评级时间: 2020 年 4 月 6 日

本次评级使用的评级方法、模型:

| 名称                       | 版本          |
|--------------------------|-------------|
| 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 |

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

本次评级模型打分表及结果:

| 指示评级    | aa   | 评级结果  |         | AA   |
|---------|------|-------|---------|------|
| 评价内容    | 评价结果 | 风险因素  | 评价要素    | 评价结果 |
| 经营风险    | C    | 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    | 3    |
|         |      |       | 企业管理    | 3    |
|         |      |       | 经营分析    | 3    |
| 财务风险    | F1   | 现金流   | 资产质量    | 4    |
|         |      |       | 盈利能力    | 4    |
|         |      |       | 现金流量    | 1    |
|         |      |       | 资本结构    | 2    |
|         |      |       | 偿债能力    | 1    |
| 调整因素和理由 |      |       |         | 调整子级 |
| --      |      |       |         | --   |

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

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”) 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。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级反映了公司区域专营优势明显, 能够获得一定的外部支持, 营业收入快速增长, 债务负担较轻。同时, 联合资信也关注到公司应收类款项占比高、资产流动性偏弱、盈利能力弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本期中期票据的发行对公司现有债务规模、债务结构影响程度较大。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

近年来, 阳江市经济保持增长, 2019 年固定资产投资力度增加, 公司外部发展环境良好。随着公司食品加工、自来水供应以及铁路等业务的稳定运营, 公司未来收入和利润规模有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. **区域专营优势明显。**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. **区域经济持续增长, 外部发展环境良好。**2016—2018 年, 阳江市地区生产总值分别为 1270.76 亿元、1311.45 亿元和 1350.31 亿元, 为公司业务发展提供了良好的外部环境。
3. **获得一定的外部支持。**公司能够持续获得阳江市政府在财政补贴、资产划转等方面的支持。

关注

1. **资产流动性偏弱。**公司应收类款项规模较大, 固定资产及在建工程占比高, 资产流动性偏弱。
2. **盈利能力弱。**公司利润形成对财政补助、投资收益依赖大, 整体盈利能力弱。

分析师：张龙景 张 铨 郑 重

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

**主要财务数据：**

| 合并口径           |        |        |        |            |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 项 目            | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
| 现金类资产(亿元)      | 11.74  | 12.14  | 21.46  | 24.40      |
| 资产总额(亿元)       | 147.11 | 148.68 | 146.92 | 151.30     |
| 所有者权益(亿元)      | 78.29  | 80.21  | 73.91  | 73.87      |
| 短期债务(亿元)       | 13.29  | 6.21   | 7.74   | 4.61       |
| 长期债务(亿元)       | 21.77  | 19.04  | 14.73  | 17.32      |
| 全部债务(亿元)       | 35.06  | 25.25  | 22.47  | 21.92      |
| 营业收入(亿元)       | 13.00  | 16.10  | 17.83  | 4.53       |
| 利润总额(亿元)       | 0.94   | 0.72   | 1.26   | 0.13       |
| EBITDA(亿元)     | 2.15   | 3.20   | 2.96   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 15.51  | 18.31  | 20.30  | 3.88       |
| 营业利润率(%)       | 12.62  | 13.40  | 18.36  | 20.69      |
| 净资产收益率(%)      | 0.67   | 0.76   | 1.37   | --         |
| 资产负债率(%)       | 46.78  | 46.05  | 49.70  | 51.18      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 30.93  | 23.94  | 23.31  | 22.89      |
| 流动比率(%)        | 270.40 | 305.34 | 269.09 | 330.25     |
| 经营现金流流动负债比(%)  | 54.70  | 82.02  | 83.83  | --         |
| 现金收入比(%)       | 100.83 | 102.32 | 103.49 | 84.08      |
| 现金短期债务比(倍)     | 0.50   | 0.97   | 1.49   | 3.43       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.96   | 1.47   | 0.93   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 16.28  | 7.89   | 7.58   | --         |

**公司本部（母公司）**

| 项 目           | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额(亿元)      | 88.10  | 83.89  | 72.95  | 79.68      |
| 所有者权益(亿元)     | 47.77  | 48.17  | 37.51  | 37.55      |
| 全部债务(亿元)      | 32.99  | 22.75  | 18.95  | 18.40      |
| 营业收入(亿元)      | 0.28   | 1.21   | 0.57   | 0.13       |
| 利润总额(亿元)      | 0.10   | 0.61   | 0.14   | 0.04       |
| 资产负债率(%)      | 45.78  | 42.58  | 48.59  | 52.88      |
| 全部债务资本化比率(%)  | 40.84  | 32.07  | 33.57  | 32.89      |
| 流动比率(%)       | 293.85 | 303.47 | 217.34 | 301.48     |
| 经营现金流流动负债比(%) | 77.22  | 108.06 | 71.21  | --         |

注：公司 2019 年一季度财务报表未经审计

**主体评级历史：**

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间       | 项目小组    | 评级方法/模型                                                                   | 评级报告                 |
|------|------|------------|---------|---------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AA   | 稳定   | 2020/02/19 | 张龙景 张 铨 | 城市基础设施投资企业信用评级方法<br>V3.0.201907<br>城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打<br>分表）V3.0.201907 | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA   | 稳定   | 2014/07/18 | 陈 丹 王晓辉 | 城投债评级方法及风险点简介（2010 年）                                                     | <a href="#">阅读全文</a> |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

## 2020 年度第二期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

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）。阳江市财政局多次向公司增资，截至2015年底，公司注册资本、实收资本均为5.60亿元。2016年6月，阳江市人民政府出具《阳江市人民政府关于变更市属国有企业出资人有关问题的批复》（阳府复〔2016〕46号），将公司出资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（以下简称“阳江市国资委”）。截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为5.60亿元，公司股东及实际控制人为阳江市国资委。

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，公用事业和社会公益性项目投资建设，土地整理，资产管理和营运，股权管理和营运，投资经营，投资收益的管理及再投资，财务咨询，工程咨询，国内贸易，投资教育业，市政府国有资产管理部门所授权的其他业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年3月底，公司纳入合并口径子公司45家。公司本部内设融资部、开发部、综合部和结算中心四个职能部门。公司本部在职工35人。

截至2018年底，公司资产总额146.92亿元，所有者权益73.91亿元（含少数股东权益12.28亿元）。2018年，公司营业收入17.83亿

元，利润总额1.26亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额151.30亿元，所有者权益73.87亿元（含少数股东权益12.26亿元）。2019年1—3月，公司营业收入4.53亿元，利润总额0.13亿元。

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：关劲。

### 二、本期中期票据概况

公司计划于2020年注册并发行中期票据2.00亿元，发行期限5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。公司计划将本期中期票据募集资金全部用于偿还公司债务。

### 三、宏观经济和政策环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

1. 经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长6.1%，为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三第四季度同比增长6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

| 项目                | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| GDP (万亿元)         | 73.6   | 78.7   | 84.0   | 89.2   |
| GDP 增速 (%)        | 6.8    | 6.9    | 6.7    | 6.1    |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 6.0    | 6.6    | 6.2    | 5.7    |
| 固定资产投资增速 (%)      | 8.1    | 7.2    | 5.9    | 5.4    |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.4   | 10.2   | 9.0    | 8.0    |
| 出口增速 (%)          | -1.9   | 10.8   | 7.1    | 5.0    |
| 进口增速 (%)          | 0.6    | 18.7   | 12.9   | 1.6    |
| CPI 增幅 (%)        | 2.0    | 1.6    | 2.1    | 2.9    |
| PPI 增幅 (%)        | -1.4   | 6.3    | 3.5    | -0.3   |
| 城镇登记失业率 (%)       | 4.0    | 3.9    | 3.8    | 3.6    |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 5.6    | 6.5    | 5.6    | 5.0    |
| 公共财政收入增速 (%)      | 4.5    | 7.4    | 6.2    | 3.8    |
| 公共财政支出增速 (%)      | 6.4    | 7.7    | 8.7    | 8.1    |

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模。

### (1) 消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

### (2) 工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点，运行于近 10 年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0%和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长 3.5%。12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

### (3) 居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

### (4) 财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较上年同

期大增 2.91 万亿元。

### **(5) 就业形势基本稳定，但就业压力持续存在**

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年 31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

## **2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间**

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

## **3. 宏观经济及政策前瞻**

### **(1) 新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长**

在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送

问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

### **(2) 受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加**

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复产，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

### **(3) 积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响**

财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债限额 8480 亿元（其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定



社会就业。

#### **(4) 稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关**

央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低了OMO操作利率和MLF利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10BP，5年期报价4.75，下调5BP，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

### **四、行业及区域经济环境**

#### **1. 城市基建行业分析**

##### **(1) 行业概况**

城市基础设施建设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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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**

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了



多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允

许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 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                                                                                                                                                                                                   |
|-------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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 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 9 月  | 《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》                               | 首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”                                                                                                                                  |
| 2018 年 10 月 | 《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号                | 提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求                                                         |
| 2019 年 2 月  | 《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号 | 政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信                                                                                                                                                             |
| 2019 年 3 月  | 《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号             | 严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目          |
| 2019 年 3 月  | 《2019 政府工作报告》                                       | 合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程                                                                                                                            |
| 2019 年 5 月  | 《政府投资条例》                                            | 明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金 |

资料来源：联合资信整理

### (3) 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

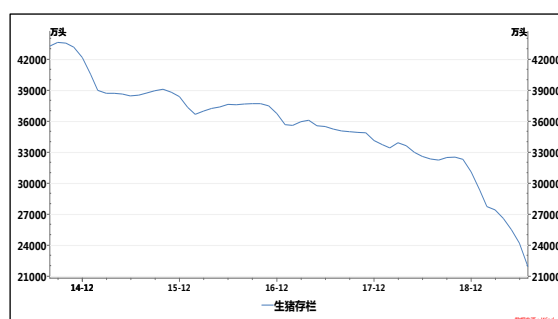
目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

### 2. 生猪养殖行业概况

2014年，受前期补栏数量大，存栏量保持高位，餐饮业受“三公”消费影响需求小于预期，养殖户对未来行情持悲观态度等因素综合作用，生猪价格整体波动下降；猪粮比全年几乎都处于6.0以下，最低探至4.6，大部分养殖户出现深度亏损，行业进入周期性波谷；养殖户开始淘汰屠宰母猪，控制生猪存栏量，能繁母猪数量及生猪存栏量在此期间快速下滑，行业深度洗牌，抗风险能力弱的散户加速退出。2015年4月—2016年底，能繁母猪数量及生猪存栏量继续惯性下滑，供需关系转变，生猪行情进入新一轮上涨周期，叠加饲料原材料价格下跌，生猪价格飙升，最高达到21.05元/公斤；猪粮比均超过6.0，且持续增长，最高到10.95的历史最高点，行业内企业获利颇丰。进入2017年，生猪价格理性回落，但猪粮比

仍维持在7.7以上，养殖户盈利仍显著高于历史数据。2018年3月底，生猪价格继续降至10.89元/公斤，猪价一度跌破全行业成本线，显著减少了养殖户的盈利水平，部分缺乏规模效应的养殖户已出现亏损。其后，随着生猪存栏量继续快速下滑，截至2019年3月底国内生猪存栏量27421万头，较2017年底大幅下降19.71%。

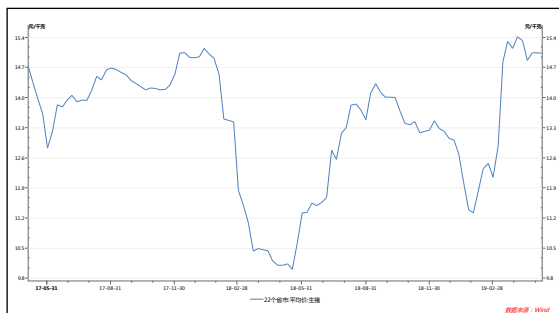
图1 近年来中国生猪存栏量  
(单位：万头)



数据来源：wind 资讯

价格方面，由于中国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。2016年，受生猪存栏较低以及极端气温影响，猪价快速上涨，并于2016年年中到达21.12元/公斤的历史高位；2017年，受生猪存栏量和能繁母猪存栏量的持续走低，以及养殖户补栏积极性犹存等多因素影响，猪肉价格呈现出供需博弈格局下的下行趋势。2018年上半年，生猪价格延续下降趋势；2018年6—8月，受养殖户补栏积极性降低，生猪严重过剩的局面已有所缓解影响，生猪价格有所上行；2018年8月以来，受非洲猪瘟突然爆发导致全国生猪调运基本暂停影响，猪价有所下降；随后生猪主销区的供给量不足、以及消费意愿的维持，猪价有所上涨。2019年以来，猪肉价格急剧上升，截至2019年8月底，生猪出场价格达到近年来最高值，为25.20元/公斤。

图 2 2017 年以来中国生猪价格情况（元/千克）



数据来源：Wind 资讯

总体来看，2018 年，中国生猪养殖行业景气度周期性低迷，叠加非洲猪瘟影响，2018 年二季度甚至出现全行业亏损的情况。随着生猪产能的出清，预计 2019 年下半年将迎来行业周期性回暖。

### 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建设主体、自来水供应和生猪屠宰业务经营主体，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。

近年来，阳江市经济保持增长，2019 年固定资产投资力度有所加大，公司发展外部环境较稳定。

根据《阳江市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018 年，阳江市地区生产总值分别为 1270.76 亿元、1311.45 亿元和 1350.31 亿元。2018 年，阳江市地区生产总值同比增长 4.1%。全市规模以上工业增加值 219.29 亿元，增长 3.2%。全年完成固定资产投资预计 390.76 亿元，同比增长 4.3%，分产业看，第一产业投资 0.81 亿元，下降 62.4%；第二产业投资 156.98 亿元，增长 11.8%，其中工业投资 156.98 亿元，增长 11.8%，工业投资中的制造业投资 57.26 亿元，增长 23.6%；第三产业投资 232.98 亿元，增长 0.3%。房地产开发投资 141.61 亿元，下降 2.2%，其中商品房住宅投资 111.10 亿元，下降 1.5%。商品房销售面积 412.09 万平方米，下降 8.8%。国内贸易方面，全市社会消费品零售总额 749.01 亿元，同比增长 9.3%。按消费形态分，

商品零售 675.13 亿元，增长 9.7%；餐饮收入 73.88 亿元，增长 5.0%。

根据阳江市人民政府网公布的最新数据，2019 年，阳江市实现地区生产总值 1292.18 亿元，同比增长 8.2%。其中，第一、二、三产业分别增长 2.6%、14.1% 和 4.2%。全年规模以上工业增加值 345.34 亿元，同比增长 17.0%，增幅比上年同期提高 13.8 个百分点。全年固定资产投资 450.45 亿元，同比增长 15.3%，增幅比上年同期提高 11.0 个百分点。其中，房地产开发投资 166.31 亿元，增长 17.4%；项目投资 284.14 亿元，增长 14.0%。工业投资增长 24.7%；装备制造业投资增长 45.3%；基础设施投资增长 2.2%。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2019 年 3 月底，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%，为公司实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

公司系阳江市重要的国有资产运营平台，其食品加工、城市供水以及河砂开采等业务具有较强的区域专营性。另外作为阳江市重要的基础设施投资建设平台，公司前期承接了阳江滨海新区、城北新区、银铃科技产业园以及高新区工业园等区域内的重大基础设施建设任务。截至 2019 年 3 月底，公司下属子公司 45 家，业务涵盖肉食品加工、土地开发、基础设施建设、城市供水等。

目前阳江市从事基础设施建设及国有资产经营的市级国有企业还有阳江市交通投资集团有限公司、阳江市水务集团有限公司和阳江市漠阳置业有限公司。其中，阳江市交通投资集团有限公司主要从事公路、码头等基础设施建设；阳江市水务集团有限公司主要负责阳东区自来水供应及阳江市主城区污

水处理；阳江市漠阳置业有限公司主要从事废旧汽车收购、管理以及阳江汽车站的运营。公司同上述三家企业在经营区域、主营业务方面交叉重叠较少，不存在直接的竞争关系。

### 3. 人员素质

**公司高管具备一定的经营管理经验；公司员工文化素质较高、年龄结构合理，能够满足公司目前经营需要。**

公司现有高级管理人员 2 人，其中副董事长兼总经理 1 名，副总经理 1 名。

公司副董事长兼总经理关劲先生，1960 年 2 月出生，大专学历；曾任阳江市华侨公司副科长、科长、副总经理、总经理。

公司副总经理许绍棉先生，1963 年 10 月出生，大专学历；曾任职于阳江市食品公司、阳江市商业房地产建设开发公司、阳江市商贸资产经营有限公司。

截至 2019 年 3 月底，公司本部拥有员工 35 人，其中本科及以上学历员工 26 人、大专学历员工 9 人；30 岁以下员工 16 人、30~50 岁员工 14 人、50 岁以上员工 5 人。

### 4. 外部支持

**近年来，阳江市一般公共预算收入保持增长，但财政自给能力弱，债务负担较重。公司在资产注入、财政补助等方面持续获得一定的外部支持。**

2016—2018 年，阳江市地方一般公共预算收入分别为 57.98 亿元、60.66 亿元和 62.62 亿元。其中，税收收入分别为 35.45 亿元、38.22 亿元和 44.97 亿元。

根据《阳江市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案的报告》，全市一般公共预算收入 64.29 亿元，增长 2.7%。其中税收收入 48.39 亿元，增长 7.6%。2019 年，阳江市获上级补助收入 154.45 亿元；全市一般公共预算支出 242.51 亿元，财政自给率 26.51%，财政自给能力弱。全市政府性基金收入 50.40 亿元，

增长 17.7%。2019 年底，阳江市地方政府债务余额预计执行数 205.1 亿元，整体债务率约 76.21%。总体看，阳江市一般公共预算收入保持增长，但财政自给能力弱，债务负担较重。

公司作为阳江市重要的国有资产运营及基础设施建设平台，近三年在财政补助、项目建设资金等方面得到了一定的外部支持。

2016 年，阳江市人民政府向公司拨付项目建设资金，新增专项应付款 1.00 亿元。当期，公司收到政府补助资金 0.15 亿元。

2017 年，阳江市人民政府向公司拨付各类项目建设资金，新增专项应付款 6.00 亿元；阳江市人民政府将阳江市公路工程有限公司、阳江市公路勘察设计有限公司、阳江市陆通监理有限公司以及阳江市陆通实验检测有限公司 100% 的股权以及广东保利南海一号文化实业有限公司投资 76% 划转给公司，相应增加资本公积 1.63 亿元。当期，公司合计获得政府补助收入 0.66 亿元。

2018 年，公司获得政府补助 0.12 亿元，反映在“其他收益”科目；获得项目建设资金 5.05 亿元，计入在“递延收益”科目。

### 5. 企业信用记录

**公司过往债务履约情况较好；未发现公司有其他不良信用记录。**

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》，截至 2020 年 2 月 12 日，公司无未结清的不良类信贷信息记录，已结清信贷信息中有 2 笔欠息记录（最近一次结清日期 2016 年 3 月 23 日），有 9 笔关注类贷款（最近一笔结清日期为 2013 年 10 月 18 日）。根据广发银行股份有限公司阳江分行出具的关于欠息情况说明，上述两笔欠息主要系银行系统升级以及客户经理通知不及时等造成。根据国家开发银行广东省分行出具的关于关注类贷款情况说明，上述关注类贷款主要系国家开发银行广东省分行贷款分类标准的划分结果造成。

截至 2020 年 2 月 12 日，未发现公司被列



入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

#### 公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司不设股东会，由出资人行使股东权利。公司设立了董事会、监事会、经理层。董事会处于决策的核心地位，监事会处于监督评价的核心地位，公司经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行者。

公司设董事会，由5名董事组成，其中设2名职工代表。董事会成员由股东任命，其中职工代表董事由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长1人<sup>1</sup>，副董事长2名，由股东任命。董事会会议由董事长召集和主持，董事长不能履行职务或者不履行职务的，由副董事长召集和主持，副董事长不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上董事共同推举一名董事召集和主持。

监事会设监事5人，其中职工代表2人，监事会成员由股东任命，职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。设监事会主席1名，由股东任命。监事会对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

公司设总经理1名，由股东任命；设常务副总经理1名，协助总经理完成各项工作。总经理不能履行职务或者不履行职务的，由常务副总经理行使总经理职权。

### 2. 管理水平

#### 公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，制度运作情况良好。

公司内设融资部、综合部、开发部、结算中心四个职能部门，并明确了各部门的工作职

责。同时为加强公司内部管理，规范运作，公司就财务管理、内部审计、项目建设、人力资源管理以及融资管理等方面制定了多项管理制度。

财务管理制度方面，公司制定了《会计管理规程》《出纳管理规程》《资金支付管理规程》等，对公司的财务管理体系及财务部门的职责进行了规范，规定了公司财务会计管理及预算管理的原则及要求，明确了公司投资管理、资产管理、资金管理、固定资产管理、应收及预付账款管理、负债及担保管理、收入成本费用等各方面财务行为的职能权限和防范风险流程；规定了公司会计核算、会计报表的编制方法及要求，保证了公司按照《中华人民共和国会计法》等法律法规和规章制度进行会计确认和计量、编制财务报告；同时明确会计档案的分类、整理、归档、借阅、保管的要求。

项目建设方面，公司制定了《项目工程建设管理制度》《工程管理策划指引》等业务管理制度，控制工程质量、进度，监督管理安全、文明施工，有效控制工程成本；规范工程管理策划编制要点和管控措施，使施工总平面布置、工程进度、质量、安全文明施工等工程管理内容有章可循、有据可依，提高各项目整体工程策划水平，从而使整个项目的工程管理更加规范、高效、经济。

融资管理方面，公司制定了《融资管理规程》等制度，规定了公司融资的审批程序，保证了公司融资活动的合规顺利开展。

人力资源管理制度方面，公司制定了《员工绩效管理制度》《薪酬管理规定》等，对公司劳动定员管理、内部劳动调配管理、劳动合同管理、职工奖惩办法和职工培训管理办法等做出了规定。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

作为阳江市重要的国有资产运营主体，公

<sup>1</sup> 公司原董事长周湘东因涉嫌违法违纪于2019年10月免职，目前由副董事长关劲主持董事会工作。

公司业务多元化发展，业务结构整体保持稳定。近年来，公司营业收入较快增长，综合毛利率持续上升。

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。2016—2018 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 17.09%，主要来自食品加工、供水以及铁路运输收入的增长。2016—2018 年，公司综合毛利率持续上升，分别为 13.32%、14.41%和 19.19%。

从各业务板块看，公司食品加工收入持续增长，主要系猪肉销售价格波动以及生猪屠宰量增加所致；随着售水量增加，公司供水收入波动增长；公司铁路运输业务收入稳定增长。

2018 年，公司公路桥梁工程收入较上年大幅下降，主要系当期公司将下属的阳江市公路工程有限公司、阳江市公路勘察设计院有限公司以及阳江市陆通监理有限公司等主要施工单位无偿划转出所致。从毛利率变动看，公司食品加工毛利率变动较小；供水业务 2018 年毛利率上升，主要系税费和漏损率下降所致；铁路运输业务毛利率波动较大；河砂销售业务毛利率上升，主要系河砂销售价格上涨以及规费缴纳减少所致。

2019 年一季度，公司实现营业收入 4.53 亿元，较上年同期增长 8.17%，相当于 2018 年全年收入的 25.42%。公司综合毛利率 22.06%，较 2018 年上升 2.87 个百分点。

表 3 2016—2018 年及 2019 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

| 业务类别   | 2016 年    |       | 2017 年    |       | 2018 年    |       | 2019 年 1—3 月 |       |
|--------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|--------------|-------|
|        | 营业收入      | 毛利率   | 营业收入      | 毛利率   | 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  | 108398.33 | 7.83  | 26015.60     | 7.91  |
| 供水     | 18198.23  | 26.14 | 20472.36  | 26.80 | 19327.58  | 35.66 | 5135.34      | 27.87 |
| 铁路运输   | 8483.03   | 9.74  | 9552.23   | 23.59 | 10145.15  | 10.04 | 2333.38      | 10.88 |
| 河砂     | 8939.24   | 10.04 | 6433.03   | 29.79 | 10962.19  | 45.93 | 1857.15      | 59.87 |
| 公路桥梁工程 | --        | --    | 12822.09  | 6.92  | 4763.77   | 4.43  | 4501.76      | 5.44  |
| 房地产    | 3075.02   | 24.32 | 3547.70   | 16.82 | 7609.30   | 8.50  | --           | --    |
| 工程     | 3760.72   | 83.56 | 3486.71   | 91.38 | 7064.26   | 57.14 | 1907.35      | 87.65 |
| 其他     | 264.48    | 25.93 | 911.32    | 68.54 | 9990.20   | 78.90 | 3561.37      | 90.55 |
| 合计     | 130015.71 | 13.32 | 160952.75 | 14.41 | 178260.79 | 19.19 | 45311.95     | 22.06 |

资料来源：公司审计报告及公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 食品加工业务

公司食品加工业务具备区域专营优势，业务经营稳定。由于猪肉销售价格波动以及生猪屠宰量增加，公司食品加工收入较快增长，毛利率相对稳定。

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 32 家食品公司及肉联厂负责。该 32 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 105~121 元确定，其余食品公司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用现金结算方式。

2016—2018 年，公司生猪屠宰重量分别为 6.80 万吨、6.52 万吨和 6.81 万吨；食品加工收入分别为 8.73 亿元、10.37 亿元和 10.84 亿元。其中 2017 年公司食品加工收入增长，主要系由于非洲猪瘟的影响，生猪收购价格普遍提高，每斤升 2~3 元，另外本地猪货源有限，要到外

地收购，增加了运输费用，从而食品加工成本增加，相应猪肉销售价格有所上涨；2018 年，食品加工收入增长，主要系当期生猪屠宰量增加。2016—2018 年，食品加工毛利率稳定，分

别为 7.88%、7.95%和 7.83%。

2019 年一季度，公司生猪屠宰重量 1.64 万吨，实现食品加工收入 2.60 亿元。

表 4 2016—2018 年以及 2019 年一季度公司生猪屠宰业务经营情况（单位：吨、万元）

| 项目     | 2016 年   | 2017 年    | 2018 年    | 2019 年 1—3 月 |
|--------|----------|-----------|-----------|--------------|
| 生猪屠宰重量 | 67964.00 | 65197.65  | 68133.61  | 16352.07     |
| 食品加工收入 | 87297.98 | 103727.32 | 108398.33 | 26015.60     |

资料来源：公司提供

## (2) 供水业务

公司供水业务区域覆盖程度较高，业务专营优势明显。近三年供水收入波动增长，毛利率持续上升。

公司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主城区重要的供水主体。

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，供水区域为江城区、海陵区、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 845.20 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 98.95%。

2016—2018 年，公司售水量逐年增长，分别为 6500 万立方米、7248 万立方米和 7530

万立方米。公司供水收入波动增长，分别为 1.82 亿元、2.05 亿元和 1.93 亿元。其中 2018 年供水收入略有下降，主要系其中的安装工程收入减少所致。

水价方面，按照《广东省城市供水价格管理实施办法》《关于调整市区自来水价格的批复》（阳府办复〔2014〕27 号）等文件相关规定，阳江市工业园区工业用水单价为 1.10 元/吨；工业园区以外工业用水单价为 1.30 元/吨、经营服务用水单价为 2.95 元/吨、特种用水单价为 3.80 元/吨；居民生活用水阶梯水价分为三级，不同区域收费标准有所差异。

表 5 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 | 杨镇   | 阳江港、平岗镇 | 闸坡沿线 | 闸坡镇  |
|------|-------|------|---------|------|------|
| 第一阶梯 | 1.70  | 1.90 | 2.00    | 2.10 | 2.30 |
| 第二阶梯 | 2.55  | 2.85 | 3.00    | 3.15 | 3.45 |
| 第三阶梯 | 3.40  | 3.80 | 4.00    | 4.20 | 4.60 |

资料来源：公司提供

表 6 2016—2018 年以及 2019 年一季度公司自来水业务经营情况

| 业务指标                  | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 日供水能力（万立方米）           | 36     | 36     | 36     | 36           |
| 供水管网（DN150 以上）总长度（公里） | 800    | 830    | 838.70 | 845.20       |
| 供水面积（平方公里）            | 80     | 80     | 80     | 80           |
| 管网覆盖率（%）              | 98.80  | 98.90  | 98.90  | 98.95        |
| 全年供水量（万立方米）           | 8914   | 9376   | 9430   | 2305         |
| 全年售水量（万立方米）           | 6500   | 7248   | 7530   | 1797         |
| 自来水用户数（万户）            | 14.00  | 13.80  | 13.90  | 13.93        |

资料来源：公司提供

### (3) 铁路运输业务

公司铁路货运线路单一，服务客户集中度高。近三年，公司货运收入呈增长趋势。

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。公司货运物品主要为大宗商品包括电煤、铁矿石和豆油、豆粕等，其中电煤是最稳定的大宗货源，从港口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。公司前五大货运客户包括阳春新钢铁有限公司、茂名臻能热电有限公司、广东省粤泷发电有限责任公司等，合计占比 96.30%。2016—2018 年，公司铁路运输业务收入持续增长，分别为 8483.03 万元、9552.23 万元和 10145.15 万元。

### (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。2018 年，由于周边市区因环保治理河砂销售价格上涨，阳江本地河砂价格相对较低，从而阳江河砂市场形成抢购局面，价格也有所上涨。2016—2018 年，公司开挖河砂量有所波动，分别为 145 万立方米、120 万立方米和 142 万立方米；河砂销售收入分别为 8939.24 万元、6433.03 万元和 10962.19 万元。

2017 年，公司新增公路桥梁工程业务，主要系当期阳江市人民政府将阳江市公路勘察设计院有限公司、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。2018 年，公司公路桥梁工程收入 0.48 亿元，较上年大幅下降，主要系当期公司将下属的阳江市公路工程有限公司、阳江市公路勘察设计院有限公司以及阳江市陆通监理有限公司等主要施工单位无偿划转所致。

### (5) 市政基础设施建设

公司基建项目大部分已完工，后期投资规模较小。目前公司尚有一定规模的未结转工程项目投入。

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投资建设。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）。公司先后承接了城南新区、银铃科技产业园、城北新区、高新区港口工业园等区域内的基础设施建设项目。根据公司向联合资信提供的说明：在实际建设过程中，部分项目由于规划调整等原因工程量减少，招投标中标价比可研金额减少，公司多数项目实际均已完工。截至 2018 年底，公司尚未结转金额 29.57 亿元（反映在“在建工程”科目，含自营项目 3.32 亿元）。截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目总投资 20.69 亿元，已完成投资 15.12 亿元，未来尚需投资 5.57 亿元。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目       | 项目类型 | 计划投资额    | 已完成投资额   | 未来投资计划  |         |
|----------|------|----------|----------|---------|---------|
|          |      |          |          | 2019 年  | 2020 年  |
| 金平路      | 代建   | 70528.00 | 35790.00 | 4707.00 | 8968.00 |
| 城南东路     | 代建   | 7072.00  | 4140.00  | 810.00  | 1061.00 |
| 银铃工业园    | 代建   | 91073.00 | 86920.98 | 4152.02 | --      |
| 深茂铁路配套设施 | 自营   | 18000.00 | 12595.20 | 5404.80 | --      |



|            |        |           |           |          |          |
|------------|--------|-----------|-----------|----------|----------|
| 供水工程       | 自营     | 13000.00  | 8450.13   | 4549.87  | --       |
| 阳西县人民医院住院楼 | PPP 项目 | 7200.00   | 3327.00   | 3873.00  | --       |
| 合计         | --     | 206873.00 | 151223.31 | 23496.69 | 10029.00 |

资料来源：公司提供

### 3. 未来发展

公司基建项目大部分已完工，后期项目建设筹资压力较小。公司目前计划成立恒财金控，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。另外，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2016—2018年合并财务报表，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。公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2017年，公司新设子公司5家、阳江市政府划入子公司5家。2018年，公司发生非同一控制下企业合并3家，处置子公司6家，新设子公司4家，截至2018年底，公司合并口径子公司45家。2019年一季度合并范围无变化。公司增加或减少的子公司规模较小，对公司财务数据的可比性影响小。

### 1. 资产质量

近年来，公司资产总额及结构变动较小。公司资产中应收类款项规模较大，固定资产及在建工程占比高，资产流动性偏弱，资产质量一般。

2016—2018 年，公司资产总额变动较小，年均复合下降 0.06%。截至 2018 年底，公司资产总额 146.92 亿元，较上年底下降 1.18%；流动资产占比 44.36%，非流动资产占比 55.64%，资产结构较上年底变化很小。

2016—2018 年，公司流动资产持续减少，年均复合下降 7.79%。截至 2018 年底，公司流

动资产 65.17 亿元，较上年底下降 4.41%，主要由货币资金、其他应收款、存货构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 21.41 亿元，较上年底增长 77.46%，其中银行存款 21.39 亿元。

2016—2018 年，公司其他应收款持续减少，年均复合下降 21.26%。截至 2018 年底，公司其他应收款 32.45 亿元，较上年底下降 26.62%，主要是与阳江市财政局、阳江市土地开发储备中心等单位往来款，前五大客户往来款占其他应收款总额的 46.47%，累计计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 0.5%。

表 8 截至 2018 年底其他应收款前五名概况

| 单位名称              | 金额<br>(亿元) | 款项性质 |
|-------------------|------------|------|
| 阳江市财政局            | 5.30       | 往来款  |
| 阳江市高新区财政局         | 3.12       | 往来款  |
| 阳江市中阳联合发展有限公司     | 2.83       | 往来款  |
| 阳江市土地开发储备中心       | 2.03       | 往来款  |
| 阳江市江城银铃科技产业园管理委员会 | 1.88       | 往来款  |
| 合计                | 15.16      | --   |

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货变动较小，年均复合增长 0.40%。截至 2018 年底，公司存货 10.52 亿元，略有减少，其中土地储备 10.34 亿元。

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 7.72%。截至 2018 年底，公司非流动资产 81.74 亿元，较上年底增长 1.55%。

2016—2018 年，公司固定资产年均复合增长 7.98%。公司固定资产 21.87 亿元，较上年底增长 8.11%，主要系在建工程完工转入所致。公司固定资产主要包括房屋及建筑物，路轨、桥梁及其他线路资产，机器及运输设备等。其中房屋及建筑物账面价值 11.88 亿元，路轨、

桥梁及其他线路资产账面价值 9.02 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 11.94%。截至 2018 年底，公司在建工程 29.57 亿元，较上年底增长 10.81%，系银岭工业园工程、金平路、始兴路改造工程等项目投入增加。

2016—2018 年，公司无形资产波动下降，年均复合下降 13.70%。截至 2018 年底，公司无形资产 16.09 亿元，较上年底下降 29.71%，主要系政府收回部分土地使用权所致。公司无形资产中土地使用权 5.69 亿元、河砂开采及销售经营权 10.37 亿元。

2016—2018 年，公司应收类款项占资产总

额比重有所下降，分别为 35.72%、31.07%和 23.73%。截至 2018 年底，公司应收类款项合计 34.87 亿元，应收类款项规模较大，对公司资金形成较大占用。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 151.30 亿元，较上年底增长 2.98%，主要系货币资金和其他应收款增加，其他科目变动较小。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产合计 12.46 亿元，占资产总额 8.24%。其中存货受限账面价值 10.34 亿元，固定资产受限账面价值 1.77 亿元。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目    | 2016 年 |        | 2017 年 |        | 2018 年 |        | 2019 年 3 月 |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|
|       | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额         | 占比     |
| 货币资金  | 11.55  | 7.85   | 12.06  | 8.11   | 21.41  | 14.57  | 24.35      | 16.09  |
| 其他应收款 | 52.34  | 35.58  | 44.22  | 29.74  | 32.45  | 22.09  | 33.65      | 22.24  |
| 存货    | 10.44  | 7.10   | 10.53  | 7.08   | 10.52  | 7.16   | 10.52      | 6.96   |
| 流动资产  | 76.66  | 52.11  | 68.18  | 45.86  | 65.17  | 44.36  | 69.43      | 45.89  |
| 固定资产  | 18.75  | 12.75  | 20.23  | 13.61  | 21.87  | 14.88  | 21.73      | 14.36  |
| 在建工程  | 23.59  | 16.04  | 26.68  | 17.95  | 29.57  | 20.12  | 29.83      | 19.72  |
| 无形资产  | 21.61  | 14.69  | 22.89  | 15.40  | 16.09  | 10.95  | 16.09      | 10.63  |
| 非流动资产 | 70.45  | 47.89  | 80.50  | 54.14  | 81.74  | 55.64  | 81.87      | 54.11  |
| 资产总额  | 147.11 | 100.00 | 148.68 | 100.00 | 146.92 | 100.00 | 151.30     | 100.00 |

资料来源：根据公司审计报告及季报整理

## 2. 资本结构

2018 年，由于政府收回部分土地，公司所有者权益规模有所下降。近三年，公司有息债务规模持续减少，整体债务负担较轻。

2016—2018 年，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 2.84%，截至 2018 年底，公司的所有者权益合计 73.91 亿元，较上年底下降 7.86%，主要系资本公积减少所致。截至 2018 年底，公司资本公积较上年底减少 6.90 亿元，主要系阳春市国土资源局依法收回了公司位于春城街道兴华路南段西侧旗头和育德路南侧云凌小学对面两块划拨土地，并注销了上述 2 宗土地的产权证。另外，根据阳府办复〔2018〕5 号，阳江市人民政府将公司下属子公司

阳江市高新投资开发有限公司全部产权无偿划转至阳江高新资产经营有限公司。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益规模及构成较上年底变动非常小。

2016—2018 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 3.00%。截至 2018 年底，公司负债合计 73.01 亿元，较上年底增长 6.64%；流动负债占比 33.17%，非流动负债占比 66.83%，负债结构较上年底变化很小。

2016—2018 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 7.57%。截至 2018 年底，公司流动负债 24.22 亿元，较上年底增长 8.47%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2016—2018 年，公司其他应付款有所增长，年均复合增长 3.77%。截至 2018 年底，公司其他应付款 14.39 亿元，较上年底增长 3.01%，主要为往来款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.57 亿元，其中一年内到期的长期借款 0.37 亿元、一年内到期的应付债券 4.20 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债有所增长，年均复合增长 9.80%。截至 2018 年底，公司非流动负债 48.79 亿元，较上年底增长 5.75%，主要系专项应付款和递延收益增加。

2016—2018 年，公司长期借款增长较快，年均复合增长 13.40%。截至 2018 年底，公司长期借款 6.13 亿元，其中质押借款 2.82 亿元、保证借款 2.51 亿元、抵押担保借款 0.59 亿元、信用借款 0.22 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券大幅下降，年均复合下降 28.87%。截至 2018 年底，应付债券 8.60 亿元，较上年底减少 4.20 亿元，主要系“13 阳江债”和“15 阳江债/PR 阳江投”部分转入一年内到期的非流动负债。

截至 2018 年底，公司专项应付款 23.48 亿元，较上年底增长 12.90%，主要为政府拨付的项目建设专款（针对完工验收后需移交的代建项目，后期与“在建工程”科目冲抵）。

截至 2018 年底，公司递延收益 8.15 亿元，较上年底增加 5.05 亿元，也主要为政府拨付的项目建设资金（针对未来可能由公司运营的项目，后期转成营业收入）。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 77.43 亿元，较上年底增长 6.06%，主要系长期借款和专项应付款增加，其他科目变动较小。

表10 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       |               | 2018 年       |               | 2019 年 3 月   |               |
|----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|                | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            |
| 其他应付款          | 13.36        | 19.41         | 13.96        | 20.40         | 14.39        | 19.70         | 14.24        | 18.38         |
| 一年内到期的非流动负债    | 12.99        | 18.88         | 5.91         | 8.64          | 4.57         | 6.27          | 4.30         | 5.56          |
| <b>流动负债</b>    | <b>28.35</b> | <b>41.20</b>  | <b>22.33</b> | <b>32.61</b>  | <b>24.22</b> | <b>33.17</b>  | <b>21.02</b> | <b>27.15</b>  |
| 长期借款           | 4.77         | 6.93          | 6.24         | 9.11          | 6.13         | 8.40          | 8.72         | 11.26         |
| 应付债券           | 17.00        | 24.70         | 12.80        | 18.70         | 8.60         | 11.78         | 8.60         | 11.11         |
| 长期应付款          | 1.14         | 1.66          | 3.20         | 4.68          | 2.42         | 3.32          | 2.41         | 3.11          |
| 专项应付款          | 14.80        | 21.50         | 20.80        | 30.38         | 23.48        | 32.16         | 28.57        | 36.90         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>40.47</b> | <b>58.80</b>  | <b>46.14</b> | <b>67.39</b>  | <b>48.79</b> | <b>66.83</b>  | <b>56.41</b> | <b>72.85</b>  |
| <b>负债总额</b>    | <b>68.82</b> | <b>100.00</b> | <b>68.47</b> | <b>100.00</b> | <b>73.01</b> | <b>100.00</b> | <b>77.43</b> | <b>100.00</b> |
| 实收资本           | 5.60         | 7.15          | 5.60         | 6.98          | 5.60         | 7.58          | 5.60         | 7.58          |
| 资本公积           | 53.09        | 67.81         | 54.72        | 68.22         | 47.82        | 64.71         | 47.82        | 64.74         |
| 未分配利润          | 6.69         | 8.54          | 6.71         | 8.36          | 7.29         | 9.86          | 7.26         | 9.83          |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>78.29</b> | <b>100.00</b> | <b>80.21</b> | <b>100.00</b> | <b>73.91</b> | <b>100.00</b> | <b>73.87</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：根据公司审计报告及季报整理

有息债务方面，2016—2018 年，公司有息债务持续减少，年均复合下降 17.08%，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 24.89 亿元，较上年底下降 12.51%。其中调整后长期债务 17.16 亿元、短期债务 7.74 亿元。2019—2021 年，公司到期债务分别为 7.74 亿元、5.88 亿元和 2.61 亿元。2016—2018 年，公司资产负债率波动上升、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率持续下

降，2018 年底分别为 49.70%、18.84%和 25.20%。

截至 2019 年 3 月底，公司调整后长期债务、调整后全部债务分别为 19.72 亿元、24.33 亿元，较上年底变动较小；资产负债率为 51.18%，较上年底略有上升；调整后全部债务资本化比率为 24.78%，较上年底略有下降。整体看，公司债务负担较轻。

### 3. 盈利能力

近年来，公司营业收入快速增长，营业利润率持续上升，但利润总额对财政补助、投资收益依赖大，盈利能力弱。

2016—2018 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 17.09%。2016—2018 年，公司营业成本持续增长，年均复合增长 13.06%；公司营业利润率持续上升，三年分别为 12.62%、13.40% 和 18.36%。2019 年一季度，公司实现营业收入 4.53 亿元，较上年同期增长 8.17%，为 2018 年全年收入的 25.42%；营业利润率为 20.69%，较上年有所上升。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用持续增长，三年分别为 2.08 亿元、2.57 亿元和 2.85 亿元。其中管理费用占比较大，分别为 1.40 亿元、1.59 亿元和 1.65 亿元。2016—2018 年，期间费用占营业收入比重分别为 15.99%、15.95% 和 15.98%，公司对期间费用的控制能力一般。

2016 年，公司营业外收入 1.70 亿元，其中非流动资产处置收益 1.53 亿元，主要为公司出让土地获得的收益。2018 年，公司投资收益 0.68 亿元，较上年增加 0.39 亿元，其中长期股权投资收益 0.32 亿元（主要来自投资单位广东烟草阳江市有限责任公司）；可供出售金融资产投资收益 0.19 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资收益 0.15 亿元。2016—2018 年，公司获得的财政补助收入分别为 0.15 亿元、0.66 亿元和 0.12 亿元。2016—2018 年，公司利润总额波动增长，分别为 0.94 亿元、0.72 亿元和 1.26 亿元，公司利润总额对财政补助、投资收益依赖大。

2016—2018 年，公司总资本收益率持续上升，2018 年为 1.97%；净资产收益率持续上升，2018 年为 1.37%。公司盈利能力弱。

### 4. 现金流分析

近年来，公司收入实现质量较好；随着

往来款支出减少，公司经营活动现金持续净流入；投资活动及筹资活动净流出规模减少。

从经营活动看，2016—2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，2018 年为 18.45 亿元，主要为公司供水、食品加工业务等收到的款项。2016—2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动减少，2018 年为 21.84 亿元，主要为收到的政府补助款和往来款。近三年公司经营活动现金流出波动减少，主要系往来款支出减少。2016—2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金持续增长，2018 年为 14.21 亿元，主要为供水、食品加工运营支出以及工程款支出。2016—2018 年，公司支付其他与经营活动有关的现金持续减少，2018 年为 1.01 亿元，主要为支出的往来款。2016—2018 年，公司经营活动现金净流入持续增加，2018 年为 20.30 亿元。2016—2018 年，公司收入实现质量较好，现金收入比分别为 100.83%、102.32% 和 103.49%。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动减少，年均复合下降 8.69%，2018 年为 1.96 亿元。其中，投资收回的现金为 1.52 亿元。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动减少，年均复合下降 8.51%，2018 年为 7.91 亿元。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 6.51 亿元；投资支付的现金 1.40 亿元。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -7.10 亿元、-10.64 亿元和 -5.95 亿元，投资活动净流出减少。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 114.06%，2018 年为 10.65 亿元。其中取得借款收到的现金 9.41 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金 1.23 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 34.08%，2018 年为 15.66 亿元。其中偿还债务支付的现金 12.19 亿元。2016—2018 年，



公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-6.38 亿元、-7.17 亿元和-5.01 亿元，公司筹资活动净流出减少。

2019 年一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.81 亿元，购买商品、接受劳务支付的现金为 3.83 亿元。公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金分别为 9.72 亿元、5.34 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为 3.88 亿元。公司投资活动产生的现金流量净额为-0.26 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.68 亿元。

#### 5. 偿债能力

**公司短期偿债能力强，长期偿债能力弱。考虑到公司债务负担较轻以及能够获得一定的外部支持，公司整体偿债风险很小。**

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2018 年底分别为269.09%和225.64%；经营现金流负债比不断提升，2018年为83.83%。2019 年3月底，公司流动比率、速度比率较上年底均有所上升，分别为330.25%、280.19%。公司现金类资产24.40亿元，足以覆盖短期债务。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 2.15 亿元、3.20 亿元和 2.96 亿元。公司调整后全部债务/EBITDA 指标值持续下降，2018 年底为 8.40 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力弱。考虑到公司债务负担较轻以及能够获得一定的外部支持，公司整体偿债风险很小。

截至 2018 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。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 月底，公司下属融资担保公司担保业务共担保 95 笔，担保余额 1.85 亿元。担保对象主要是阳江市中小微企业，涉及五金制造、服装鞋帽、农（海）产品、建筑施工等行业。

#### 6. 母公司财务概况

**母公司资产、负债占合并口径比重适中；母公司债务负担较轻，盈利能力弱。**

截至2018年底，母公司资产总额72.95亿元，占合并报表资产总额的49.65%，母公司资产主要由货币资金（占比14.87%）、其他应收款（占比39.04%）以及长期股权投资（占比33.74%）构成。

截至2018年底，母公司所有者权益合计37.51亿元，占合并报表所有者权益的50.75%。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和其未分配利润构成。

截至2018年底，母公司负债合计35.45亿元，占合并报表负债总额的48.55%。母公司负债主要由其他应付款（占比30.47%）、一年内到期的非流动负债（占比12.61%）和应付债券构成（24.26%）。截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为48.59%、33.57%，债务负担较轻。

2018 年，母公司实现营业收入 0.57 亿元，占合并报表营业收入的 3.20%；利润总额为 0.14 亿元，占合并报表利润总额的 11.11%。母公司净资产收益率 1.37%，盈利能力弱。

#### 九、本期中期票据偿债能力分析

##### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额为2.00亿元，分别相当于公司2018年底调整后长期债务和调整全部债务的11.66%和8.03%，对公司现有债务规模和结构的影响程度较小。

2018年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别为49.70%和25.20%。不考虑其他因素，本期中期票据发行后上述指标将分别上升至50.37%和26.68%，公司债务负担有所上升。考虑到公司计划将本期中期票据募集资金全部用于偿还公司债务，本期中期票据发行后实际债务指标或将低于预测值。

## 2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为45.07亿元、35.19亿元和40.38亿元，为本期中期票据发行金额的22.54倍、17.59倍和20.19倍，对本期中期票据保障能力强。2016—2018年，公司经营活动现金流量净额分别为15.51亿元、18.31亿元和20.30亿元，为本期中期票据发行金额的7.75倍、9.16倍和10.15倍，对本期中期票据保障能力强。2016—2018年，公司EBITDA分别为2.15亿元、3.20亿元和2.96亿元，分别为本期中期票据发行金额的1.08倍、1.60倍和1.48倍，对本期中期票据保障能力尚可。总体看，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。

## 十、结论

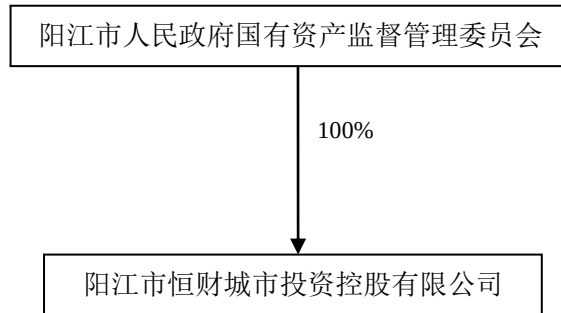
公司作为阳江市重要的国有资产经营和城市基础设施投资建设主体，区域专营优势明显，能够获得一定的外部支持，近年来公司营业收入快速增长，整体债务负担较轻。同时，联合资信也关注到，公司应收类款项占比高、资产流动性偏弱及盈利能力弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本期中期票据的发行对公司现有债务规模、债务结构影响程度较大。公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。

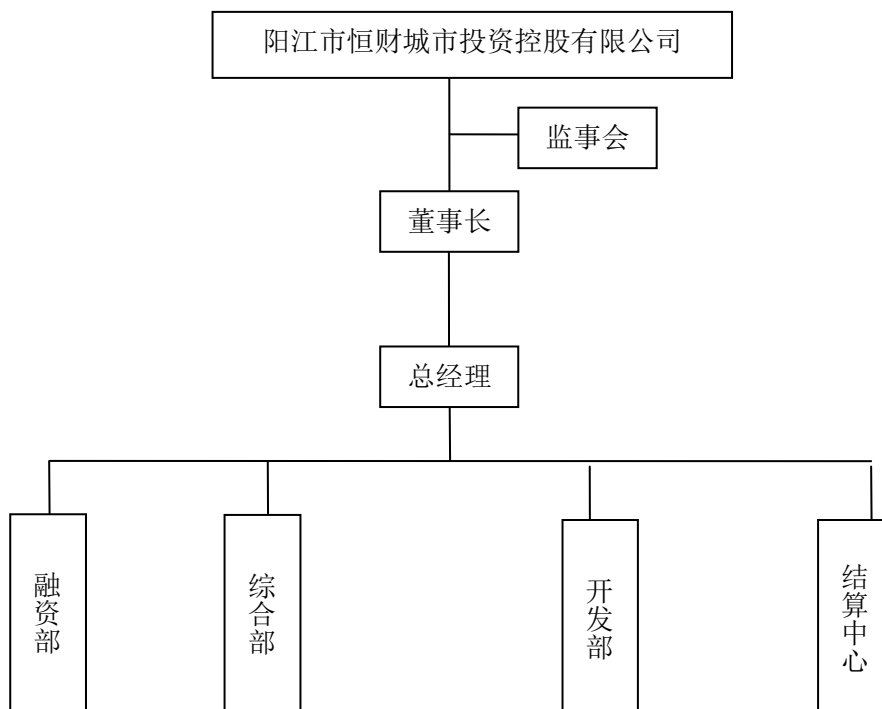
近年来，阳江市经济保持增长，2019年固定资产投资力度增加，为公司创造了良好的外部环境。随着公司食品加工、自来水供应以及铁路等业务的稳定运营，公司未来收入和利润规模有望持续增长。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

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 (合并口径)**

| 项目                | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>       |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)         | 11.74  | 12.14  | 21.46  | 24.40      |
| 资产总额(亿元)          | 147.11 | 148.68 | 146.92 | 151.30     |
| 所有者权益(亿元)         | 78.29  | 80.21  | 73.91  | 73.87      |
| 短期债务(亿元)          | 13.29  | 6.21   | 7.74   | 4.61       |
| 长期债务(亿元)          | 21.77  | 19.04  | 14.73  | 17.32      |
| 调整后长期债务(亿元)       | 22.91  | 22.24  | 17.16  | 19.72      |
| 全部债务(亿元)          | 35.06  | 25.25  | 22.47  | 21.92      |
| 调整后全部债务(亿元)       | 36.20  | 28.45  | 24.89  | 24.33      |
| 营业收入(亿元)          | 13.00  | 16.10  | 17.83  | 4.53       |
| 利润总额(亿元)          | 0.94   | 0.72   | 1.26   | 0.13       |
| EBITDA(亿元)        | 2.15   | 3.20   | 2.96   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)       | 15.51  | 18.31  | 20.30  | 3.88       |
| <b>财务指标</b>       |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)       | 63.79  | 47.62  | 65.65  | --         |
| 存货周转次数(次)         | 1.07   | 1.31   | 1.37   | --         |
| 总资产周转次数(次)        | 0.09   | 0.11   | 0.12   | --         |
| 现金收入比(%)          | 100.83 | 102.32 | 103.49 | 84.08      |
| 应收类款项/资产总额(%)     | 35.72  | 31.07  | 23.73  | 23.84      |
| 营业利润率(%)          | 12.62  | 13.40  | 18.36  | 20.69      |
| 总资本收益率(%)         | 0.66   | 1.14   | 1.97   | --         |
| 净资产收益率(%)         | 0.67   | 0.76   | 1.37   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)      | 21.76  | 19.18  | 16.62  | 18.99      |
| 调整后长期债务资本化比率(%)   | 22.64  | 21.71  | 18.84  | 21.08      |
| 全部债务资本化比率(%)      | 30.93  | 23.94  | 23.31  | 22.89      |
| 调整后全部债务资本化比率(%)   | 31.62  | 26.18  | 25.20  | 24.78      |
| 资产负债率(%)          | 46.78  | 46.05  | 49.70  | 51.18      |
| 流动比率(%)           | 270.40 | 305.34 | 269.09 | 330.25     |
| 速动比率(%)           | 233.57 | 258.18 | 225.64 | 280.19     |
| 经营现金流动负债比(%)      | 54.70  | 82.02  | 83.83  | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)    | 16.28  | 7.89   | 7.58   | --         |
| 调整后全部债务/EBITDA(倍) | 16.81  | 8.89   | 8.40   | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍)    | 0.96   | 1.47   | 0.93   | --         |

注：公司 2019 年一季度财务报表未经审计；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务



**附件 3 主要财务数据及指标** (公司本部/母公司)

| 项 目            | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 6.17   | 5.55   | 10.90  | 14.40      |
| 资产总额(亿元)       | 88.10  | 83.89  | 72.95  | 79.68      |
| 所有者权益(亿元)      | 47.77  | 48.17  | 37.51  | 37.55      |
| 短期债务(亿元)       | 12.44  | 5.71   | 7.33   | 4.20       |
| 长期债务(亿元)       | 20.55  | 17.04  | 11.62  | 14.20      |
| 全部债务(亿元)       | 32.99  | 22.75  | 18.95  | 18.40      |
| 营业收入(亿元)       | 0.28   | 1.21   | 0.57   | 0.13       |
| 利润总额(亿元)       | 0.10   | 0.61   | 0.14   | 0.04       |
| EBITDA(亿元)     | 0.10   | 0.61   | 0.14   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 13.34  | 15.15  | 12.97  | 4.15       |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | --     | --     | --     | --         |
| 存货周转次数(次)      | 2.42   | 0.00   | 0.00   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 0.01   | 0.01   | 0.01   | --         |
| 现金收入比(%)       | 104.41 | 135.73 | 79.05  | --         |
| 营业利润率(%)       | 95.38  | 94.94  | 99.41  | --         |
| 总资本收益率(%)      | 0.10   | 0.85   | 0.22   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 0.17   | 1.24   | 0.33   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 30.07  | 26.13  | 23.65  | 27.45      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 40.84  | 32.07  | 33.57  | 32.89      |
| 资产负债率(%)       | 45.78  | 42.58  | 48.59  | 52.88      |
| 流动比率(%)        | 293.85 | 303.47 | 217.34 | 301.48     |
| 速动比率(%)        | 293.85 | 303.47 | 217.34 | 301.48     |
| 经营现金流动负债比(%)   | 77.22  | 108.06 | 71.21  | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | --     | --     | --     | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | --     | --     | --     | --         |

注：母公司 2019 年一季度财务报表未经审计；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

| 指 标 名 称         | 计 算 公 式                                                                                        |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                                                                |
| 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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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      |                                                                                                |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                                                                |
| 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%                                                                      |
| <b>盈利指标</b>     |                                                                                                |
| 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-税金及附加) / 营业收入 ×100%                                                                 |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                                                                |
| 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%                                                                               |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                                                                |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                                                                    |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                                                                   |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                                                                |
| 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%                                                                     |
| 经营现金流流动负债比      | 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

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。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 5-2 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。

## 附件 5-3 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 |

# 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

### 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

阳江市恒财城市投资控股有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

阳江市恒财城市投资控股有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对阳江市恒财城市投资控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，阳江市恒财城市投资控股有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注阳江市恒财城市投资控股有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现阳江市恒财城市投资控股有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对阳江市恒财城市投资控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如阳江市恒财城市投资控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对阳江市恒财城市投资控股有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与阳江市恒财城市投资控股有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。