信用评级公告

联合〔2020〕4247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，确定维持阳江市城市投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，“20阳江恒财MTN002”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十一月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

阳江市城市投资集团有限公司
“20 阳江恒财 MTN002”跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
阳江市城市投资集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20 阳江恒财 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 阳江恒财 MTN002	2.00 亿元	2.00 亿元	2023/07/03

注：1.含权中票所列到期兑付日按最近一次行权日计算

评级时间：2020 年 11 月 10 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	4
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			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

阳江市城市投资集团有限公司（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。跟踪期内，公司在区域内保持明显的专营优势，能够获得一定的外部支持，公司主营业务稳定经营，债务负担仍较轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司其他应收款规模较大，资产流动性较弱，盈利能力弱等因素可能对其信用水平带来的不利影响。阳江市经济稳定发展，固定资产投资较快增长，公司外部发展环境较稳定。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保持稳定。

综合评估，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，评级展望为稳定。

优势

1. **业务保持明显的专营优势。**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的重要经营主体，在区域内保持明显的专营优势。
2. **持续获得一定的政府支持，主营业务稳定经营。**2019 年及 2020 年一季度，公司分别获得政府补助 0.72 亿元和 0.06 亿元。2019 年实现营业收入和利润总额分别为 17.45 亿元和 1.28 亿元，收入和利润水平同比保持稳定。
3. **债务负担较轻。**截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 50.08%和 27.15%，现金类资产相当于短期债务的 1.70 倍，公司整体债务负担较轻。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中其他应收款规模较大，固定资产及在建工程占比仍较高，截至 2020 年 3 月底，其他应收款、固定资产及在建工程合计占资产总

分析师：张婷婷　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

额的 59.38%，公司资产流动性仍较弱，资产质量一般。

2. **盈利能力仍弱。**2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.25%和 1.38%，公司整体盈利能力仍弱。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.14	21.46	10.76	11.98
资产总额(亿元)	148.68	146.92	149.44	149.05
所有者权益(亿元)	80.21	73.91	74.31	74.41
短期债务(亿元)	6.21	7.74	6.34	7.04
长期债务(亿元)	19.04	14.73	16.66	18.64
全部债务(亿元)	25.25	22.47	23.00	25.68
营业收入(亿元)	16.10	17.83	17.45	5.05
利润总额(亿元)	0.72	1.26	1.28	0.10
EBITDA(亿元)	3.20	2.96	3.45	--
经营性净现金流(亿元)	18.31	20.30	-3.39	2.49
营业利润率(%)	13.40	18.36	16.61	15.34
净资产收益率(%)	0.76	1.37	1.38	--
资产负债率(%)	46.05	49.70	50.27	50.08
全部债务资本化比率(%)	23.94	23.31	23.64	25.66
流动比率(%)	305.34	269.09	242.09	250.89
经营现金流动负债比(%)	82.02	83.83	-13.30	--
现金短期债务比(倍)	1.95	2.77	1.70	1.70
EBITDA 利息倍数(倍)	1.47	0.93	2.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.89	7.58	6.67	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	83.89	72.95	76.17	74.90
所有者权益(亿元)	48.17	37.51	37.72	37.72
全部债务(亿元)	22.75	18.95	17.58	19.51
营业收入(亿元)	1.21	0.57	0.37	0.02
利润总额(亿元)	0.61	0.14	0.45	0.00
资产负债率(%)	42.58	48.59	50.48	49.64
全部债务资本化比率(%)	32.07	33.57	31.80	34.09
流动比率(%)	303.47	217.34	222.83	244.39
经营现金流动负债比(%)	108.06	71.21	-3.31	--

注：公司 2020 年一季报未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	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	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	阅读正文

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无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由阳江市城市投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

阳江市城市投资集团有限公司
“20 阳江恒财 MTN002”跟踪评级报告

一、跟踪原因

根据有关要求，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 2020 年度第二期中期票据（以下简称“20 阳江恒财 MTN002”）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 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本较上年同期未发生变化，均为 5.60 亿元。2020 年 11 月，公司名称由“阳江市恒财城市投资控股有限公司”变更为现名，并已办理完工商变更登记手续。

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，经营范围无变化。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并口径子公司 72 家。公司内设融资部、开发部、综合部和结算中心四个职能部门。截至 2020 年 3 月底，公司本部在职员工 34 人。

截至 2019 年底，公司资产总额 149.44 亿元，所有者权益 74.31 亿元（含少数股东权益 12.29 亿元）。2019 年，公司营业收入 17.45 亿元，利润总额 1.28 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 149.05 亿元，所有者权益 74.41 亿元（含少数股东权益 12.29 亿元）。2020 年 1-3 月，公司营业收入 5.05 亿元，利润总额 0.10 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：周永贵。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年10月底，联合资信所评“20阳江恒财MTN002”尚需偿还债券余额2.00亿元，跟踪期内，“20阳江恒财MTN002”尚未到还本付息日。

截至 2020 年 10 月底，“20 阳江恒财 MTN002”募集资金已全部用于偿还公司债务。

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
20 阳江恒财 MTN002	2.00	2.00	2020/07/03	3+2 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业概况

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通

知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务

与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

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。

跟踪期内，阳江市经济稳定增长，固定资产投资实现较快增长，公司发展外部环境良好。

根据阳江市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284.1亿元，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%。总体看，阳江市经济持续发展，固定资产投资较快增长，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 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%，仍为公司实际控制人。

2. 外部支持

2019 年，阳江市一般公共预算收入保持增长，但财政自给能力仍弱，债务负担较重。跟踪期内，公司持续获阳江市政府财政补贴支持。

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，同比增长 2.7%。其中税收收入 48.39 亿元，同比增长 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，同比增长 17.7%。截至 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，但财政自给能力仍弱，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，公司在财政补贴方面持续获得一定的外部支持。2019年及2020年一季度，公司分别获得政府补助0.72亿元和0.06亿元，反映在“其他收益”科目。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信用记录，过往债务履约情况良好。联合资信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）》（机构信用代码：G1044170100031510K），截至2020年10月23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9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。公司实际过往债务履约情况良好。

截至2019年11月6日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员有所变动，法人治理结构、管理制度等方面均无重大变化，内部管理制度相对简单，尚需完善。

2020年4月，公司董事长和总经理发生变动，周永贵先生任公司董事长，公司原董事长兼总经理关劲先生退休，由副总经理许绍棉先生暂为代替主持日常经营管理活动。上述高管人员变动属于正常人事调整，对公司的日常经营管理活动无重大不利影响。

周永贵先生，1978年5月生，研究生学历。曾任广东省交通集团有限公司（以下简称“广东省交通集团”）财务结算中心高级业务主办、副主任，广东省交通集团风险管理部副部长、部长；2020年4月至今，任公司董事长。

此外，公司法人治理结构、管理制度等方面均无重大变化，法人治理执行情况较好，内部管理制度相对简单，尚需完善。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入构成未发生变化，营业收入规模基本保持稳定，综合毛利率同比小幅下降。

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、河砂销售等业务，其中食品加工收入占比最高。2019年，公司实现营业收入17.45亿元，较上年基本保持稳定。公司其他业务收入主要为租金收入、保理收入以及利息收入等。跟踪期内，公司综合毛利率呈小幅下降趋势，2019年为17.11%，主要系食品加工以及供水两大业务毛利率小幅下降所致。

2020年一季度，公司实现营业收入5.05亿元，同比增长11.54%，主要为食品加工业务收入的增长；综合毛利率为15.71%，较上年全年进一步下降。

表3 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务类别	2018年			2019年			2020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	108398.33	60.81	7.83	110586.86	63.37	6.44	38926.57	77.02	7.13
供水	19327.58	10.84	35.66	19451.22	11.15	32.27	5251.83	10.39	31.10
铁路运输	10145.15	5.69	10.04	10414.07	5.97	22.90	1650.35	3.27	18.90
河砂	10962.19	6.15	45.93	6783.39	3.89	50.87	1070.14	2.12	52.13
公路桥梁工程	4763.77	2.67	4.43	--	--	--	--	--	--
房地产	7609.30	4.27	8.50	448.57	0.26	-24.49	--	--	--
工程管理	7064.26	3.96	57.14	3098.09	1.78	24.95	--	--	--
其他	9990.20	5.60	78.90	23737.47	13.60	42.15	3642.25	7.21	73.11
合计	**178260.79**	**100.00**	**19.19**	**174519.68**	**100.00**	**17.11**	**50541.15**	**100.00**	**15.71**

资料来源：公司提供

2. 业务分析

（1） 食品加工业务

跟踪期内，公司生猪屠宰量有所下降，但受益于猪肉价格的上涨，公司食品加工收入有所增长，毛利率小幅波动。

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 105~121 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。

2019年，公司生猪屠宰重量为5.30万吨，同比下降38.52%；受益于猪肉价格的上涨，公司食品加工收入同比增长2.03%，为11.06亿元。当期，公司食品加工毛利率小幅下降至6.44%，主要系公司生猪采购成本增加所致。2020年一季度，公司生猪屠宰重量1.42万吨，实现食品加工收入3.89亿元，毛利率回升至7.13%。

表4 公司生猪屠宰业务经营情况（单位：万吨、万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年一季度
生猪屠宰重量	8.62	5.30	1.42
食品加工收入	108398.33	110586.86	38926.57

资料来源：公司提供

（2）供水业务

跟踪期内，公司供水能力保持稳定，供水管网长度及覆盖区域小幅增长，年度供水量、售水量小幅增加。

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。2019 年，公司供水管道长度增加 51.30 公里，截至 2020 年 3 月底，公司拥有的主要供水管道达 890.50 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 99.10%。

2019 年，公司供水量和售水量分别为 9815 万立方米和 8025 万立方米，同比分别增长 4.08%和 6.57%；公司实现供水收入 1.95 亿元，较上年略有增长。2020 年 1-3 月，公司售水量为 1886 万立方米，实现供水收入 0.53 亿元。

水价方面，跟踪期内，公司负责区域水价未发生变化。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　公司自来水业务经营情况

业务指标	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
日供水能力（万立方米）	36.00	36.00	36.00
供水管网（DN150 以上）总长度（公里）	838.70	890.00	890.50
供水面积（平方公里）	80.00	80.00	80.00
管网覆盖率（%）	98.90	99.10	99.10
全年供水量（万立方米）	9430.00	9815.00	2398.00
全年售水量（万立方米）	7530.00	8025.00	1886.00
自来水用户数（万户）	13.90	13.86	13.87
自来水销售收入（万元）	19327.58	19451.22	5251.83

资料来源：公司提供

（3）铁路运输业务

跟踪期内，公司铁路运输收入基本保持稳定，随着货运设备大修检的完成，毛利率大幅回升。

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%。2019 年及 2020 年一季度，公司铁路运输业务收入分别为 1.04 亿元和 0.17 亿元，同比基本保持稳定；毛利率分别为 22.90%和 18.90%，毛利率均较 2018 年的 10.04%大幅提升，主要系 2018 年设备大修理费用增加所致。

（4）河砂业务及其他

2019 年，公司河砂业务由于环保整治原因收入大幅下降，整体毛利水平较高且持续上升，可为公司利润形成一定补充。

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、阳江市江城区恒财河砂经营有限公司、阳江市阳东区恒财河砂经营有限公司、阳西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春市恒财新型建筑材料有限公司 6 家子公司负责河砂开采及销售、清淤工程等。2019 年，公司开挖河砂量 74 万立方米，较上年的 142 万立方米大幅减少，主要系公司部分河砂厂受环保治理影响前三季度基本未开工所致；价格方面，跟踪期内，由于近年来河砂行情向好，公司跟随市场行情及区域供需关系调高销售价格，2019 年公司河砂业务平均销售单价为 93 元/立方米；公司实现河砂销售收入 0.68 亿元，同比下降 38.12%，主要受开挖量下降影响；毛利率较高，为 50.87%。2020 年一季度，公司开挖河砂量为 13 万立方米，平均销售单价进一步提升至 147 元/立方米，公司实现河砂销售收入 0.11 亿元，毛利率小幅上升至 52.13%。

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。2019 年公司房地产业务收入规模小，为 448.57 万元，较上年大幅下降，主要系公司在售房地产项目接近销售尾期。截至目前公司无在建、拟建房地产项目，剩余尾房预计后期销售回款小。

2018 年，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（划出企业规模小，净资产合计约 0.50 亿元），2019 年及之后年度，公司将不再承揽公路桥梁工程施工业务。

公司其他业务主要包括小额贷款、担保、保理、融资租赁等非银行金融业务，2019 年，

公司实现其他业务收入 2.37 亿元，同比增长137.64%，主要为非银行金融业务收入的增加；毛利率 42.15%，同比下降幅度较大。公司上述业务客户基本为民营企业，公司通过设置追索权以及要求提供抵质押资产等方式来控制风险，公司目前尚无无法收回或者正在追偿的情况。截至 2020 年 3 月底，公司对外发放贷款及垫款共计 3.93 亿元，公司非银行金融业务客户质量一般，未来需持续关注该部分业务款项回收风险。

（5）市政基础设施建设

公司基建项目后期投资规模较小。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、银岭科技产业园、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。2019年和2020年一季度，公司基础设施建设项目分别新增投资2.43亿元和2.55亿元。截至2020年3月底，公司期末账面尚未结转金额31.92亿元（反映在在建工程科目，含自营项目2.43亿元）。截至2020年3月底，公司主要在建的基础设施建设项目总投资20.97亿元，已完成投资14.59亿元，未来尚需投资6.37亿元。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缩减，招投标中标价比可研金额减少，公司大部分项目实际已完工，后续投资规模较小。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司主要在建的基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目	项目类型	计划总投资额	已完成投资额	未来尚需投资额
银岭工业园工程	代建	91073.00	74272.94	16800.06
金平路	代建-	70528.00	37178.92	33349.08
深茂铁路	自营-	18000.00	12595.20	5404.8
供水工程	自营-	13000.00	11729.13	1270.87
城南东路	代建-	7072.00	4579.76	2492.24
阳西县人民医院住院楼	PPP 项目	7200.00	3411.41	3788.59
漠阳湖公园一期工程	代建	2788.00	2158.73	629.27
合计	--	**209661.00**	**145926.09**	**63734.91**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司基础设施建设项目后期建设筹资压力较小，暂无拟建项目，未来将根据阳江市政府城市规划安排承揽相关市政基础设施项目。公司于 2018 年以来，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，跟踪期内，非银行金融业务收入大幅增长。未来，公司计划组建阳江区域创新母基金及广东（阳江）风电产业发展基金，进一步发展非银行金融业务板块。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2019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。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司合并范围内新增子公司 1 家，系公司投资设立，注销 2 家子公司，规模

小。2020 年 3 月底，公司合并范围较 2019 年底无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司 72 家。整体看，公司增加或减少的子公司规模小，对公司财务数据的可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额基本保持稳定，非流动资产占比小幅上升。公司资产中其他应收款规模较大，固定资产及在建工程占比仍较高，资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 149.44 亿元，较上年底增长 1.71%；流动资产和非流动资产分别占比 41.23%和 58.77%，非流动资产占比较上年上升 3.13 个百分点。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.41	14.57	10.70	7.16	11.93	8.00
其他应收款	32.45	22.09	38.56	25.80	35.03	23.50
存货	10.52	7.16	10.58	7.08	10.58	7.10
流动资产	**65.17**	**44.36**	**61.62**	**41.23**	**59.37**	**39.83**
固定资产	21.87	14.88	21.51	14.39	21.57	14.47
在建工程	29.57	20.12	31.34	20.97	31.92	21.41
无形资产	16.09	10.95	15.98	10.69	15.96	10.71
非流动资产	**81.74**	**55.64**	**87.82**	**58.77**	**89.68**	**60.17**
资产总额	**146.92**	**100.00**	**149.44**	**100.00**	**149.05**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至2019年底，公司流动资产61.62亿元，较上年底小幅下降5.46%，主要由货币资金、其他应收款、存货构成。公司货币资金 10.70 亿元，较上年底大幅下降50.00%，基本全部为银行存款，无受限情况。公司其他应收款38.56亿元，较上年底增长18.82%，主要是与阳江市财政局、阳江市高新区财政局、阳江市土地开发储备中心等政府部门及相关事业单位往来款，前五大客户往来款占比45.17%；累计计提坏账准备0.19亿元。公司存货10.58亿元，与上年底基本持平，其中土地储备9.98亿元。

截至 2019 年底，公司非流动资产 87.82 亿元，较上年底增长 7.43%。公司发放贷款及垫款 3.93 亿元，较上年底增长 21.26%；固定资产 21.51 亿元，较上年底略有下降，仍主要由房屋及建筑物 11.88 亿元、路轨桥梁及其他线路资产 9.02 亿元构成。公司在建工程 31.34 亿元，较上年底增长 5.99%，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。公司无形资产 15.98 亿元，较上年底略有下降，仍主要由河砂经营权 10.37 亿元和土地使用权 5.69 亿元构成。此外，公司新增其他权益工具投资 7.12 亿元，主要为公司对阳江农村商业银行股份有限公司的投资（2.40 亿元）以及广东润发铸造有限公司、阳江宏旺实业有限公司等民营企业的投资。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 149.05 亿元，较上年底略有下降。其中非流动资产占比小幅上升至 60.17%。各资产科目较上年底变化小。其他应收款资产、固定资产及在建工程合计占资产总额的 59.38%，公司资产流动性仍较弱，资产质量一般。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月底，公司受限资产合计 9.98 亿元，全部为存货中的土地资产抵押受限，占资产总额 6.70%。公司存货中的土地资产已全部抵押，对后续再融资具有一定局限性。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模较上年同期变动较小；有息债务规模有所增长，整体债务负担仍较轻。

截至 2019 年底，公司的所有者权益合计 74.31 亿元，较上年底略有增长。公司实收资本和资本公积较上年底均无变化，分别为 5.60 亿元和 47.83 亿元。未分配利润和盈余公积较上年底小幅增长，少数股东权益较上年底无变化。公司所有者权益中实收资本和资本公积合计占比 71.90%，占比较高，所有者权益稳定性较好。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 74.41 亿元，较 2019 年底略有增长。其中资本公积增加 0.04 亿元至 47.87 亿元，系政府注资所致。

表 9　公司主要所有者权益构成情况　（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	5.60	7.58	5.60	7.54	5.60	7.53
资本公积	47.82	64.71	47.83	64.36	47.87	64.34
未分配利润	7.29	9.86	7.64	10.28	7.69	10.33
少数股东权益	12.28	16.62	12.29	16.53	12.29	16.51
所有者权益合计	**73.91**	**100.00**	**74.31**	**100.00**	**74.41**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至2019年底，公司负债合计75.13亿元，较上年底小幅增长 2.90%；流动负债占比 33.88%，非流动负债占比 66.12%，负债结构较上年底变化很小。

表10　公司主要负债构成情况　（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	14.39	19.70	16.42	21.89	14.59	19.55
一年内到期的非流动负债	4.57	6.27	4.98	6.63	4.91	6.57
流动负债	**24.22**	**33.17**	**25.45**	**33.88**	**23.66**	**31.70**
长期借款	6.13	8.40	9.26	12.33	9.24	12.37
应付债券	8.60	11.78	7.40	9.85	9.40	12.59
长期应付款	2.42	3.32	2.10	2.79	2.05	2.75
专项应付款	23.48	32.16	25.30	33.67	24.68	33.06
递延收益	8.15	11.16	5.62	7.48	5.62	7.53
非流动负债	**48.79**	**66.83**	**49.67**	**66.12**	**50.98**	**68.30**
负债总额	**73.01**	**100.00**	**75.13**	**100.00**	**74.65**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至2019年底，公司流动负债25.45亿元，较上年底增长 5.08%，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 16.42 亿元，较上年底增长 14.17%，主要为往来款。一年内到期的非流动负债 4.98 亿元，主要为一年内到期的应付债券 4.20 亿元。

截至2019年底，公司非流动负债49.67亿元，较上年底增长1.81%。其中，长期借款9.26亿元，包括质押借款2.06亿元、保证借款3.04亿元和信用借款3.65亿元。应付债券7.40亿元，较上年末减少1.20亿元，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应付债券。长期应付款2.10亿元，较上年底有所减少，主要为融资租赁款，系公司有息

债务。专项应付款25.30亿元，主要为政府针对完工验收后需移交的代建项目拨付的项目建设专款，后期与“在建工程”科目冲抵。递延收益5.62亿元，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）。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 25.10 亿元，较上年底略有增长，其中长期债务 18.76 亿元、短期债务 6.34 亿元；债务结构仍以长期债务为主。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率分别为 50.27%、25.25%和 20.16%，较上年底变化均略有上升。公司整体债务负担仍较轻。2020-2022 年，公司到期债务分别为 6.34 亿元、4.97 亿元和 4.97 亿元，集中偿付压力不大。

截至2020年3月底，公司负债总额74.65亿元，较上年底略有下降，流动负债和非流动负债分别占比31.70%和68.30%，资产结构较2019年底变化不大。其中，应付债券增加2.00亿元至9.40亿元，系公司于2020年3月发行2亿元的“20阳江恒财MTN001”所致。有息债务方面，公司全部债务较上年底增长9.06%至27.73亿元，仍以长期债务为主，债务结构较上年底变化不大。公司资产负债率为50.08%，较上年底略有下降；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底上升至27.15%和21.75%。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额较上年同期基本保持稳定，利润总额对财政补贴和投资收益依赖大，整体盈利能力仍弱。

2019 年，公司实现营业收入 17.45 亿元，较上年基本保持稳定。同期，公司营业成本 14.47 亿元，较上年略有增长；公司营业利润率 16.61%，较上年小幅下降 1.75 个百分点。

2019 年，公司期间费用 2.82 亿元，主要为管理费用（占比 61.70%），期间费用率为 16.16%，较上年的 15.98%略有上升。公司期间费用控制能力仍有待加强。

2019 年，公司投资收益 0.52 亿元，较上年减少 0.16 亿元，其中长期股权投资收益 0.39 亿元（主要来自投资单位广东烟草阳江市有限责任公司），理财收益 0.13 亿元。公司获得财政补助 0.72 亿元，计入“其他收益”，较上年增加 0.60 亿元。公司利润总额 1.28 亿元，较上年基本持平。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.25%和1.38%，较上年略有上升，但仍处于低水平。整体看，公司盈利能力仍弱。

2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 5.05 亿元，收到政府补贴 0.06 亿元，投资收益 0.08 亿元，实现利润总额 0.10 亿元。

4．现金流分析

2019年，随着往来款现金流入规模的下降，公司经营性现金流呈现净流出状态，收入实现质量保持较好水平；投资活动现金净流出规模变化不大；筹资活动净流出规模有所减少。

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入 19.92 亿元，较 2018 年的 40.38 亿元明显下降。其中销售商品、提供劳务收到的现金 17.76 亿元，较上年小幅下降 3.73%，主要为公司供水、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 2.06 亿元，较 2018 年的 21.84 亿元大幅减少，主要系收到的政府及相关单位的往来款的减少。2019 年经营活动现金流出 23.31 亿元，同比增长 16.06%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 14.21 亿元，构成为生猪采购、供水管网维修养护等经营性成本支出；支付其他与经营活动有关的现金 6.54 亿元，为支付的各项费用、保证金和往来款。同期，经营活动现金流量呈现净流出，为 -3.39 亿元。2019 年，公司现金收入比为 101.77%，收入实现质量保持较好。

从投资活动看，2019 年公司投资活动现金流入 0.54 亿元，规模较上年有所下降，主要系

收回投资收到的现金（理财产品赎回）减少所致；投资活动现金流出 6.15 亿元，同比下降 22.21%，系基础设施建设项目等支付的现金减少所致，投资支付的现金主要为购买理财产品支出。2019 年，公司投资活动现金流量净额 -5.61 亿元，投资活动现金持续净流出。

从筹资活动看，2019 年公司筹资活动现金流入 10.53 亿元，规模与上年基本持平，主要为取得借款和发行债券收到的现金；筹资活动现金流出 12.24 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金；公司筹资活动产生的现金流量净额 -1.71 亿元，净流出规模较上年有所减少。

2020 年 1-3 月，公司经营活动现金流入规模较大，主要为往来款现金流入增加所致，经营活动现金流净额为 2.49 亿元。投资活动现金持续净流出，为-3.48 亿元。当期发行债券、银行借款收到的现金 3.30 亿元，筹资活动现金净流入 2.21 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力和长期偿债能力均较强，同时考虑到公司债务负担较轻且能够获得一定的外部支持，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，分别为242.09%和200.53%；经营活动现金流净额为负，对流动负债无保障能力。截至2020年3月底，流动比率和速动比率分别小幅上升至250.89%和206.16%。截至2019年底和2020年3月底，公司现金类资产分别为10.76亿元和11.98亿元，分别为短期债务的1.70倍和1.70倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为3.45亿元，同比增长16.42%，主要由利润总额（占比36.99%）、费用化利息支出（占比35.28%）和固定资产折旧（占比23.16%）构成。EBITDA利息倍数为2.28倍，较上年的0.93倍有所上升；全部债务/EBITDA倍数为7.28倍，指标值小幅下降。公司长期偿债能力较强，同时考虑到公司债务负担较轻且能够获得一定的外部支持，公司整体偿债风险很低。

截至 2020 年 3 月底，公司银行授信总额 4.00 亿元，已使用授信金额 2.79 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。跟踪期内，公司分别于 2019 年 10 月、2020 年 3 月和 2020 年 7 月发行“19 阳江恒财 MTN001”“20 阳江恒财 MTN001”和“20 阳江恒财 MTN002”三期中期票据，募集资金合计 7.00 亿元，公司直接融资渠道较为畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

6. 母公司财务概况

母公司资产、负债占合并口径比重一般，所有者权益稳定性较好，债务负担较轻；营业收入规模很小，盈利能力弱。

截至2019年底，母公司资产总额76.17亿元，占合并报表资产总额的50.97%，占比一般。母公司资产主要由货币资金（占比4.52%）、其他应收款（占比45.54%）、长期股权投资（占比33.32%）以及其他权益工具投资（占比9.57%）构成。

截至2019年底，母公司所有者权益合计37.72亿元，占合并报表所有者权益的50.76%，占比一般。母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，占比达71.90%，稳定性较好。

截至2019年底，母公司负债合计38.45亿元，占合并报表负债总额的48.55%。母公司负债较上年底增长8.48%，主要由其他应付款（占比32.97%）、一年内到期的非流动负债（占比11.64%）、长期借款（占比14.85%）和应付债券构成（19.24%）。截至2019年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为50.48%、31.80%，债务负担仍较轻。

2019 年，母公司实现营业收入 0.37 亿元，在合并报表营业收入中占比很小；利润总额为 0.45 亿元，占合并报表利润总额的 35.16%。母公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.78%和 1.15%，母公司盈利能力弱。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至2020年10月底，公司存续债券余额11.40亿元。公司现金类资产对一年内到期债券余额保障程度好，经营活动现金流入量对存续期债券分期偿付金额保障能力较好。

截至2020年3月底，公司需一年内到期兑付债券余额为4.20亿元，2020年公司存续债券达到偿付峰值4.20亿元。2019年底，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障程度好，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力较好。

表11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

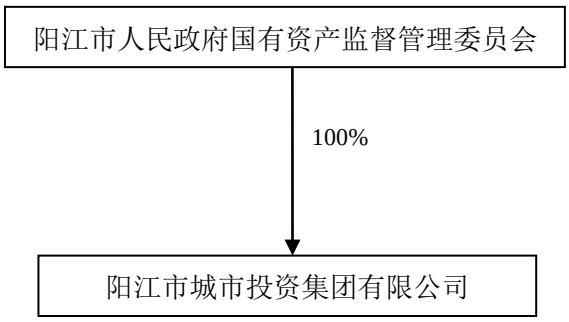
项 目	截至 2020 年 3 月底
一年内到期债券余额	4.20
未来待偿债券本金峰值	4.20
现金类资产/一年内到期债券余额	2.56
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.74
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.81
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.82

资料来源：根据公司公开资料整理

十、结论

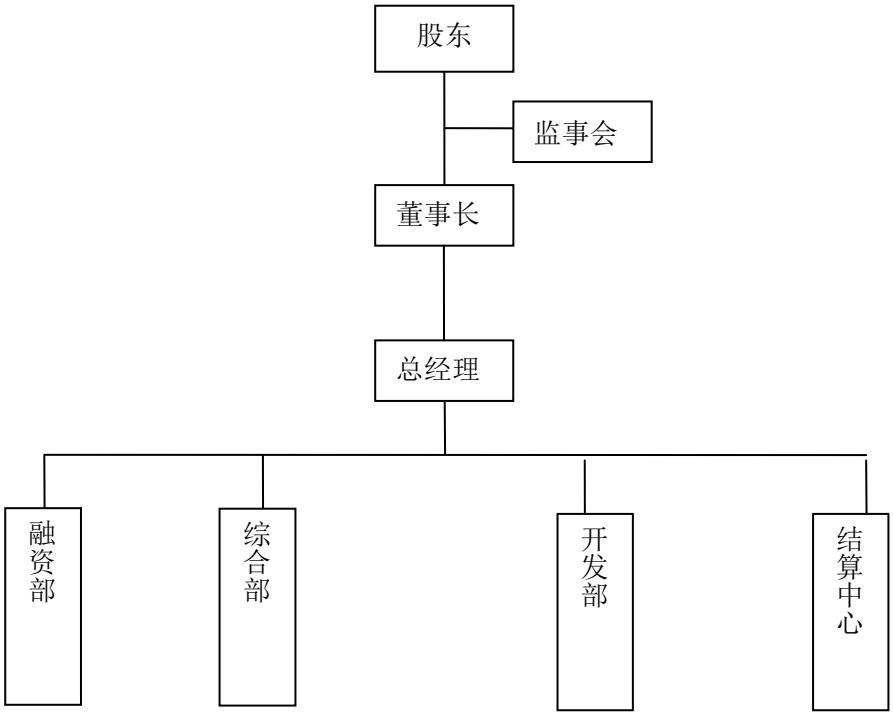
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“20阳江恒财MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	公司持股比例		取得方式
					直　接	间　接	
1	阳江市公用事业投资有限公司	阳江市	阳江市	基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并
2	阳江市国恒投资控股有限公司	阳江市	阳江市	股权投资	-	100.00%	非同一控制下合并
3	阳春市国恒房地产开发有限公司	阳春市	阳春市	房地产	-	100.00%	非同一控制下合并
4	阳江市恒财智慧城市经营有限公司	阳江市	阳江市	智慧城市技术开发服务	-	100.00%	设立
5	阳江市恒财住房租赁经营有限公司	阳江市	阳江市	住房租赁	-	100.00%	设立
6	阳江市海裕资产经营有限公司	阳江市	阳江市	土地开发、基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并
7	广东保利南海一号文化实业有限公司	阳江市	阳江市	旅游开发服务		76.00%	非同一控制下合并
8	阳江市恒财城投滨海建设有限公司	阳江市	阳江市	土地开发、基础设施建设	50.00%	-	非同一控制下合并
9	阳江市恒财河砂经营有限公司	阳江市	阳江市	河砂开采、销售、运输	100.00%	-	设立
10	阳江市阳东区恒财河砂经营有限公司	阳江市	阳江市	河砂开采、销售、运输	-	100.00%	设立
11	阳春市恒财河砂经营有限公司	阳江市	阳江市	河砂开采、销售、运输	-	100.00%	设立
12	阳春市恒财新型建筑材料有限公司	阳春市	阳春市	河砂开采、销售、运输	-	100.00%	设立
13	阳江市江城区恒财河砂经营有限公司	阳江市	阳江市	河砂开采、销售、运输	-	100.00%	设立
14	阳西县恒财河砂经营有限公司	阳西县	阳西县	河砂开采、销售、运输	-	100.00%	设立
15	阳江市碧湖宾馆有限公司	阳江市	阳江市	旅店	100.00%	-	非同一控制下合并
16	阳江市阳东区恒财始兴建设有限公司	阳江市	阳江市	基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并
17	阳江市银岭科技新城开发有限公司	阳江市	阳江市	土地开发、基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并
18	阳江市江城区银岭科技产业园物业管理有限公司	阳江市	阳江市	物业管理	-	100.00%	非同一控制下合并
19	阳江市自来水公司	阳江市	阳江市	供水	100.00%	-	非同一控制下合并
20	阳江市自来水公司安装工程有限公司	阳江市	阳江市	工程	-	100.00%	非同一控制下合并
21	阳江市白沙自来水有限公司	阳江市	阳江市	供水	-	100.00%	非同一控制下合并
22	阳江市高新自来水有限公司	阳江市	阳江市	供水	-	100.00%	设立
23	中铁（阳江）铁路有限公司	阳江市	阳江市	铁路建设及营运管理	-	67.64%	非同一控制下合并
24	广东阳江铁路有限公司	阳江市	阳江市	铁路建设及营运管理	100.00%	-	非同一控制下合并
25	阳春市新振阳驾驶员培训有限公司	阳江市	阳江市	驾驶员培训		100.00%	设立
26	阳春市恒财陶瓷城建设有限公司	阳春市	阳春市	土地开发、基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并
27	阳东县金峰资产经营有限公司	阳江市	阳江市	土地开发、基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并
28	阳东县金叶发展公司	阳江市	阳江市	零售业	-	100.00%	非同一控制下合并
29	阳西县丹江城建开发有限公司	阳西县	阳西县	土地开发、基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并

30	阳西县恒财公共事业建设有限公司	阳西县	阳西县	土地开发、基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并
31	阳江市公用肉类食品有限公司	阳江市	阳江市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
32	阳春市金叶发展公司	阳春市	阳春市	土地开发、基础设施建设	-	100.00%	非同一控制下合并
33	阳江市阳东区恒财江台建设有限公司	阳江市	阳江市	基础设施建设	100.00%	-	非同一控制下合并
34	阳江市恒财融资担保有限公司	阳江市	阳江市	融资担保、咨询等中介服务	100.00%	-	非同一控制下合并
35	阳江市恒财物流有限公司	阳江市	阳江市	物流服务	100.00%		设立
36	阳江恒财国际会展中心有限公司	阳江市	阳江市	会议策划组织	100.00%		设立
37	阳江市江城区食品总公司	阳江市	阳江市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
38	阳江市江城区双捷食品有限公司	阳江市	阳江市	肉食品加工	-	100.00%	非同一控制下合并
39	阳江市江城区埠场食品公司	阳江市	阳江市	肉食品加工	-	100.00%	非同一控制下合并
40	阳江市江城区食品总公司岗列食品公司	阳江市	阳江市	肉食品加工	-	100.00%	非同一控制下合并
41	阳江市江城区食品总公司平冈食品公司	阳江市	阳江市	肉食品加工	-	100.00%	非同一控制下合并
42	阳江市江城区白沙食品有限公司	阳江市	阳江市	肉食品加工	-	100.00%	非同一控制下合并
43	阳江市江城区食品总公司城西食品公司	阳江市	阳江市	肉食品加工	-	100.00%	非同一控制下合并
44	阳春市陂面食品公司	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
45	阳春市春城食品公司	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
46	阳春市春湾食品公司	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
47	阳春市岗美食品公司	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
48	阳春市合水食品公司	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
49	阳春市马水食品公司	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
50	阳春市三甲食品公司	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
51	阳春市食品总公司肉联厂	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
52	阳春市潭水食品公司	阳春市	阳春市	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
53	阳江市阳东区食品集团北惯有限公司	阳江市	阳东区	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
54	阳江市阳东区食品集团大八有限公司	阳江市	阳东区	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
55	阳江市阳东区食品集团大沟有限公司	阳江市	阳东区	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
56	阳江市阳东区食品集团东城有限公司	阳江市	阳东区	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
57	阳江市阳东区食品集团东平有限公司	阳江市	阳东区	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
58	阳江市阳东区食品集团合山有限公司	阳江市	阳东区	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
59	阳江市阳东区食品集团红丰有限公司	阳江市	阳东区	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
60	阳西县食品总公司程村食品公司	阳西县	阳西县	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
61	阳西县食品总公司肉联厂	阳西县	阳西县	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
62	阳西县食品总公司儒洞食品公司	阳西县	阳西县	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
63	阳西县食品总公司沙扒食品公司	阳西县	阳西县	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
64	阳西县食品总公司塘口食品公司	阳西县	阳西县	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
65	阳西县食品总公司织篢食品公司	阳西县	阳西县	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
66	阳西县食品总公司溪头食品公司	阳西县	阳西县	肉食品加工	100.00%	-	非同一控制下合并
67	阳江恒财海上风电产业投资基金管理有限公司	阳江市	阳江市	投资	100.00%	-	设立
68	阳江海上风电产业发展基金合伙企业（有限合伙）	阳江市	阳江市	投资	-	99.86%	设立
69	深圳华方沃尔商业保理有限公司	深圳市	深圳市	商业保理	88.00%	-	非同一控制下合并
70	香港盈嘉和贸易有限公司	香港	香港	投资、贸易	-	88.00%	非同一控制下合并
71	盈嘉和融资租赁（深圳）有限公司	深圳市	深圳市	融资租赁	-	88.00%	非同一控制下合并
72	盈嘉和融资租赁（深圳）有限公司	深圳市	深圳市	融资租赁	-	88.00%	非同一控制下合并

资料来源：根据公司审计报告整理

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.14	21.46	10.76	11.98
资产总额(亿元)	148.68	146.92	149.44	149.05
所有者权益(亿元)	80.21	73.91	74.31	74.41
短期债务(亿元)	6.21	7.74	6.34	7.04
长期债务(亿元)	22.24	17.16	18.76	20.69
全部债务(亿元)	28.45	24.89	25.10	27.73
营业收入(亿元)	16.10	17.83	17.45	5.05
利润总额(亿元)	0.72	1.26	1.28	0.10
EBITDA(亿元)	3.20	2.96	3.45	--
经营性净现金流(亿元)	18.31	20.30	-3.39	2.49
财务指标				
销售债权周转次数(次)	47.62	65.65	31.13	--
存货周转次数(次)	1.31	1.37	1.37	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.12	0.12	--
现金收入比(%)	102.32	103.49	101.77	106.64
营业利润率(%)	13.40	18.36	16.61	15.34
总资本收益率(%)	1.14	1.97	2.25	--
净资产收益率(%)	0.76	1.37	1.38	--
长期债务资本化比率(%)	21.71	18.84	20.16	21.75
全部债务资本化比率(%)	26.18	25.20	25.25	27.15
资产负债率(%)	46.05	49.70	50.27	50.08
流动比率(%)	305.34	269.09	242.09	250.89
速动比率(%)	258.18	225.64	200.53	206.16
经营现金流动负债比(%)	82.02	83.83	-13.30	--
现金短期债务比(倍)				
全部债务/EBITDA(倍)	8.89	8.40	7.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.47	0.93	2.28	--

注：1、2020 年一季报财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.55	10.90	3.50	4.87
资产总额(亿元)	83.89	72.95	76.17	74.90
所有者权益(亿元)	48.17	37.51	37.72	37.72
短期债务(亿元)	5.71	7.33	4.47	4.40
长期债务(亿元)	17.04	11.62	13.11	15.11
全部债务(亿元)	22.75	18.95	17.58	19.51
营业收入(亿元)	1.21	0.57	0.37	0.02
利润总额(亿元)	0.61	0.14	0.45	0.00
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	15.15	12.97	-0.57	0.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	135.73	79.05	106.95	107.47
营业利润率(%)	94.94	99.41	92.96	--
总资本收益率(%)	0.85	0.22	0.00	--
净资产收益率(%)	1.24	0.33	0.00	--
长期债务资本化比率(%)	26.13	23.65	25.79	28.60
全部债务资本化比率(%)	32.07	33.57	31.80	34.09
资产负债率(%)	42.58	48.59	50.48	49.64
流动比率(%)	303.47	217.34	222.83	244.39
速动比率(%)	303.47	217.34	222.83	244.39
经营现金流动负债比(%)	108.06	71.21	-3.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季报财务数据未经审计

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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+长期应付款中有息债务

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+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