

跟踪评级公告

联合[2016]208 号

阳江市恒财城市投资控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对阳江市恒财城市投资控股有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行主动跟踪评级，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 AApi，评级展望为“稳定”

阳江市恒财城市投资控股有限公司发行的“15 阳江债”公司债券信用等级为 AApi

特此公告



二零一六年三月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

阳江市恒财城市投资控股有限公司 公司债券主动跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA_{pi}

上次评级结果：AA_{pi}

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果
15 阳江债	11 亿元	AA _{pi}	AA _{pi}

上次评级时间：2014 年 07 月 08 日

跟踪评级时间：2016 年 03 月 18 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额（亿元）	52.55	109.11	122.97
所有者权益（亿元）	28.93	72.43	73.42
长期债务（亿元）	14.02	21.01	28.54
全部债务（亿元）	14.46	23.78	31.80
营业收入（亿元）	3.80	7.85	9.07
净利润（亿元）	1.44	3.16	1.70
EBITDA（亿元）	1.77	3.96	3.07
经营性净现金流（亿元）	5.05	-2.77	-16.06
营业利润率（%）	15.21	17.91	14.60
净资产收益率（%）	4.99	4.36	2.32
资产负债率（%）	44.96	33.62	40.30
全部债务资本化比率（%）	33.32	24.72	30.23
流动比率	7.67	4.62	6.09
EBITDA 全部债务比	0.12	0.17	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	39.46	16.02	7.69

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

②本报告中数据如无特别说明均为合并口径；

评级观点

阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“阳江恒财”或“公司”）作为阳江市主要的城市基础设施建设、自来水供水和生猪屠宰主体，在区域经营以及政府支持等方面的优势明显。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司未来投资规模大、其他应收款规模大、土地抵押比率高等因素对公司信用水平的不利影响。

2014年，公司自来水收入增加，生猪屠宰和铁路业务的稳定运营。未来随着阳江市经济持续发展及财政实力不断增强，政府支持有望持续。同时随着阳江市基础设施建设推进，公司收入和利润规模有望持续增长，将有助于支撑公司信用基本面。

综合考虑，联合评级维持公司主体长期信用等级为AA_{pi}，评级展望为“稳定”，并维持“15阳江债”的债项信用等级为AA_{pi}。

优势

1. 阳江市经济持续增长、公共财政收入水平提高，对市政基础设施改善的需求，为公司的发展创造了良好的外部环境。

2. 公司作为阳江市自来水供应和城市基础设施项目建设的主要主体，具备区域垄断优势。

3. 公司作为阳江市最大的生猪屠宰企业，具备一定的规模优势。

4. 2014 年，公司获得阳江市政府在资金和资产注入等方面的大力支持。

关注

1. 截至 2014 年底，公司经营活动现金流量净额持续下降，2013~2014 年持续为负；公司未来投资规模大，面临一定的资金压力。

2. 截至 2014 年底，公司其他应收款规模大，对公司资金形成占用，公司资产流动性

偏弱，公司土地资产中，土地抵押比率高。

3. 公司在建及拟建工程主要通过项目周边土地出让收益进行资金平衡，但土地出让收益存在一定的不确定性。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本跟踪评级报告为主动跟踪评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告自出具之日起一年之内有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

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）。公司自成立至今经多次增资，截至2014年底，公司注册资本为5.60亿元；公司股东和实际控制人为阳江市财政局。

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，公共事业和社会公益性项目投资建设，土地储备和整理，资产管理和营运，股权管理和运营，投资经营，投资收益的管理及再投资，市国有资产管理部門所授权的其他业务。

截至2014年底，公司本部下设办公室、财务部、土地开发部、工程部和国资管理部5个职能部门；同时，公司拥有47家子公司。

截至2014年底，公司资产总额为122.97亿元，负债合计49.55亿元，所有者权益为73.42（含少数股东权益）亿元，其中归属于母公司所有者权益为67.14亿元。2014年，公司实现营业总收入9.07亿元，净利润1.70（含少数股东损益）亿元。经营活动产生的现金流量净额-16.06亿元，现金及现金等价物净增加额为1.01亿元。

公司注册地址：阳江市江城区石湾北路225号财政大楼主楼七层、十四层；法定代表人：周湘东。

二、债券发行及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会文件发改财经（2014）3042号文核准批复，公司于2015年4月14日发行公司债募集资金11亿元，债券期限为七年，发行利率为6.24%。本次公司债已于2015年4月14日上市（品种简称：15阳江债，上市代码：127167.SH）。

“15阳江债”募集资金于2015年4月14日投放，用于4个项目，“15阳江债”共募集资金11亿元，募投项目进展项目如下：

（1）城南新区市政基础设施建设项目

该项目于2013年1月开工建设，项目总投资12.79亿元，使用“15阳江债”资金为7.00亿元，截至2014年底，项目已投入金额1.38亿元，项目累计完成总进度10.79%，截至2015年11月底，已使用募集资金2.75亿元。

（2）阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目

该项目于2013年1月开工建设，项目总投资额为4.60亿元，使用“15阳江债”额度为1.80亿元，截至2014年底，项目已投入金额0.24亿元，项目累计完成总进度5.22%，截至2015年11月底，已使用募集资金1.15亿元。

（3）阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目

该项目于2013年2月开工建设，项目总投资4.91亿元，使用“15阳江债”额度为1.20亿

元，截至 2014 年底，项目已投入金额 2.83 亿元，项目累计完成总进度 57.64%，截至 2015 年 11 月底，已使用募集资金 1.02 亿元。

（4）海陵区市政基础设施项目

该项目于 2013 年 1 月开工建设，项目总投资 3.73 亿元，使用“15 阳江债”额度为 1.00 亿元，截至 2014 年底，项目已投入金额 1.60 亿元，项目累计完成总进度 42.90%，截至 2015 年 11 月底，已使用募集资金 0.41 亿元。截至 2015 年 11 月底，“15 阳江债”募投项目均处于建设期，部分项目处于初始阶段，未来随着项目的进展，募集资金将陆续到位。

三、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物质基础，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、加强区域交流与合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。中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2014 年全年，全国固定资产投资总额完成 512,761 亿元，比上年名义增长 15.3%，扣除价格因素，实际增长 14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502,005 亿元，增长 15.7%；农户投资 10,756 亿元，增长 2.0%。东部地区投资 206,454 亿元，比上年增长 15.4%；中部地区投资 124,112 亿元，增长 17.6%；西部地区投资 129,171 亿元，增长 17.2%；东北地区投资 46,096 亿元，增长 2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 11,983 亿元，比上年增长 33.9%；第二产业投资 208,107 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 281,915 亿元，增长 16.8%。

截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础

设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

（2）行业政策

2014年10月初，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43号文》）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称《351号文》），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

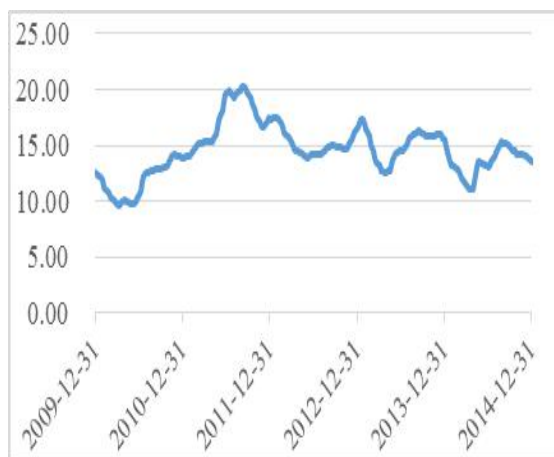
2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 生猪屠宰行业概况

中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉占六成以上。近十年，随着中国人口增长、生活水平提升，人们对猪肉的需求也逐步增加。2004~2013年，中国肉类总产量年均复合增长率1.69%。2014年，中国肉类总产量8,540万吨，同比增长2.0%，其中，猪肉产量5,671万吨，同比增长3.2%。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

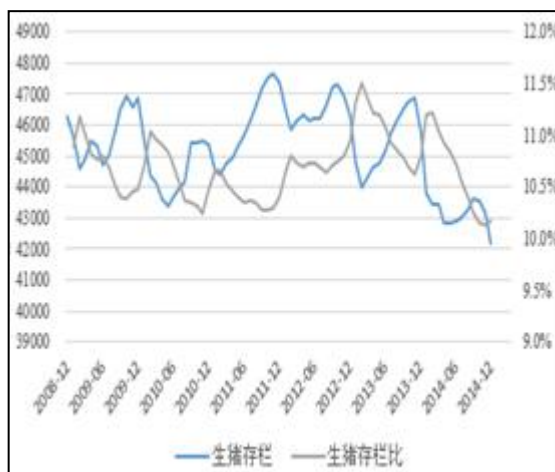
图2 2009~2014年中国城市生猪零售价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind 资讯

猪肉价格具有明显的周期性波动特点, 通常表现为: “生猪养殖盈利增加——种猪存栏增加——生猪供应增加——猪价下跌——生猪盈利下降——种猪存栏下降——猪价上涨——生猪盈利增加”这一传递链条。2014年春节期间, 生猪价格行情出现了罕见的大幅下跌, 其主要原因是春节前终端需求小于之前预期, 养殖户对年后行情持悲观心态, 因而集中出栏, 造成市场供大于求的局面, 全部母猪的存栏量大大过剩。而目前需求下滑也从客观层面导致了供过于求, 作为猪肉消费大户的餐饮业因受到“三公”消费的影响, 需求下降也导致生猪价格走跌。截至2014年4月底, 生猪价格跌至10.55元/公斤的低谷, 较年初的15.04元/公斤的价格大幅下降了29.85%。从2014年5月起, 受国内生猪阶段性断档影响, 生猪价格开始不断上升, 2014年8月22日, 生猪的价格已经回复至15.36元/公斤的年内最高值。2014年9月, 生猪价格受中秋节前压栏生猪大量集中出栏影响, 一路下行, 截至2014年12月底, 生猪价格稳定在13.53元/公斤左右, 较年初的生猪价格有所提升。

图3 2008~2014年中国生猪存栏和生猪存栏比情况
(单位: 万头)

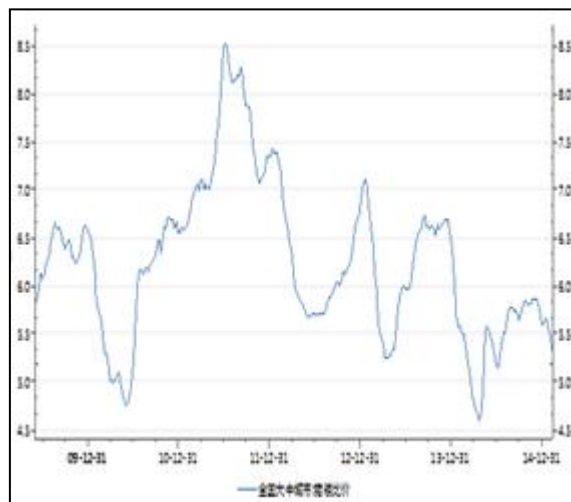


资料来源: wind 资讯

2014年以来, 由于猪肉价格继续下降, 全国能繁母猪存栏量持续下滑, 截至2014年12月底为4,190万头。截至2014年12月底, 全国母猪平均存栏比(能繁母猪存栏量/生猪存栏量)为9.94%, 仍高于9%的正常比值, 高的母猪存栏比将导致育肥猪增加, 在不发生大的疫情情况下, 猪肉产能

处于相对过剩状态，未来一段时间猪价上涨仍面临阻力。

图4 2009~2014年全国大中城市猪粮比



资料来源：wind资讯

实践中常用生猪价格与玉米价格的比率，即“猪粮比”来衡量养殖业的盈利情况。猪粮比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。按照相关规定，当猪粮比达到6时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。2013年一季度末期，猪粮比探至5的水平，生猪养殖业处于深度亏损状态；二季度，国家冻猪肉收储工作陆续展开实施，生猪价格在政策和端午节节日效应的双重利好下，在5月中下旬上扬，之后持续走高，至2013年底达6.69。2014年以来，受猪价下降影响，猪粮比大幅回落，2014年3月底，大中城市猪粮比下滑至4.66。2014年5月，猪粮比小幅回升至5.64，但全年猪粮比均未达到盈亏平衡点以上。整体上看，2014年以来养殖户亏损严重。

总体看，受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等因素影响，近几年，猪肉价格虽呈阶段性波动调整但整体上处于上涨趋势；养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险，而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力，有望在竞争中进一步做大做强。

3. 阳江市区域经济概况

公司是阳江市唯一的基础设施投融资平台、建设主体，阳江市社会经济的持续发展对公司的稳健发展有决定性的影响。

阳江市位于广东省西南沿海，位于广州与湛江两个沿海开放城市的中点，是1988年2月经国务院批准设立的地级市，现辖江城区、高新区（原高新技术开发区）、海陵区（原海陵岛经济开发试验区）三个市辖区和阳东县、阳西县两个县，代管县级阳春市。

2014年，阳江市社会经济实现了较快的发展，全年实现地区生产总值1,168.55亿元，同比增长10.5%，其中第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长4.2%、14.3%和7.8%。三大产业比例由上年同期的18.6：49.4：32.0调整为17.5：50.4：32.1；全年新增城镇就业人数4.25万人，完成目标的106.3%。年末城镇登记失业率2.39%；全年固定资产投资662.01亿元，同比增长16.7%。其中，项目投资567.35亿元，增长18.6%；房地产开发投资94.66亿元，增长6.4%。全市投资中工业投资385.05亿元，增长31.0%。未来几年，伴随着珠三角一体化的加速和广东海洋经济上升为国家级战略的推进，以及珠三角和港澳台地区的产业转移，阳江市经济将持续快速发展。

4. 阳江市地方财政实力和政府债务情况

根据阳江市财政局提供的数据, 2012~2014 年, 阳江市地方综合财力分别为 156.06 亿元、154.06 亿元和 203.64 亿元。其中, 一般预算收入持续快速增长, 分别为 43.12 亿元、53.72 亿元和 62.97 亿元, 年均复合增长 20.84%, 税收收入占一般预算收入的平均比重为 66.66%; 政府性基金收入方面, 2012~2014 年, 阳江市基金收入波动下降, 分别为 37.35 亿元、24.74 亿元和 34.76 亿元, 主要受土地出让收入下降的影响; 上级补助收入方面, 2012~2014 年, 阳江市分别获得上级补助 71.44 亿元、70.64 亿元和 98.77 亿元, 其中, 专项转移支付所占比例较高, 分别为 64.44%、68.49%和 52.41%。

财政支出方面, 2012~2014 年, 阳江市财政总支出分别为 142.96 亿元、147.13 亿元和 166.12 亿元, 其中, 地方公共财政支出分别为 101.30 亿元、114.30 亿元和 123.60 亿元, 年均复合增长 10.46%, 低于一般预算收入增速。

表 1 阳江财政状况 (单位: 亿元、%)

科目	2012 年	2013 年	2014 年	增长率
地方综合财力	156.06	154.06	203.64	14.23
一般预算收入	43.12	53.72	62.97	20.84
其中: 税收收入	28.63	35.19	38.83	16.46
地方公共财政支出	101.30	114.30	123.60	10.46
政府性基金收入	37.35	24.74	34.76	-3.53
政府性基金支出	38.95	29.17	37.99	-1.24

资料来源: 阳江市财政局

2014年, 阳江市地方综合财力为203.64亿元, 较上年有所上升, 其中一般预算本级收入和基金收入均有所增加。2014年, 阳江市地方债务总额49.71亿元, 主要为直接债务余额。从财政收支平衡看, 地方财政总收入基本能够覆盖地方财政总支出。2014年, 阳江市地方政府债务率为24.41%, 总体看, 阳江市债务负担较轻。

表 2 阳江市地方政府债务及综合财力情况 (单位: 万元)

地方债务 (截至 2014 年底)	金额	地方财力 (2014 年度)	金额
(一) 直接债务余额	457,769.23	(一) 地方一般预算本级收入	629,708.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	388,321.00
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	241,387.00
3、国债转贷基金		(二) 转移支付和补助收入	987,708.00
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	416,268.00
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	517,673.00
6、粮食企业亏损挂账		3、税收返还收入	53,767.00
7、国内金融机构借款		(三) 政府性基金收入	347,597.00
8、债券融资		1、国有土地使用权出让金收入	304,816.00
9、向单位、个人借款		2、城市基础设施配套费收入	13,988.00
9、其他		3、其他收入	28,793.00
(二) 或有负债余额	78,567.89	(四) 预算外财政专户收入	71,397.00
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	497,053.17	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	2,036,410.00
地方政府债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%		24.41%	

资料来源: 阳江市财政局

四、管理及政府支持

1. 管理分析

截至 2014 年底，公司注册资本 5.60 亿元，股东和实际控制人为阳江市财政局。截至 2014 年底，公司的法定代表人由张建社变更为周湘东；公司的董事长和总经理发生变更，原董事长张建社变更为周湘东，原总经理周湘东变更为关劲。此次变更系正常职位调动，未对公司日常经营造成影响。

2. 政府支持

公司作为阳江市唯一的基础设施投融资主体，得到了阳江市政府在资产注入、资金等方面的大力支持：

资产划拨

截至 2014 年底，公司向阳江市国资委请示置换账面 19 宗划拨地，阳江市国资委同意用以下资产置换等值的划拨土地（阳江市人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳江市恒财城市投资控股有限公司置换部分资产批复》（阳国资【2014】2 号）），明细如下：

表 3 2014 年公司资产置换列表（单位：亿元）

项目	金额
置换出资产	
无形资产-土地	29.08
置换入资产	
现金	7.36
长期股权投资	9.30
固定资产-房屋建筑物	2.05
无形资产-采砂权	10.37
合计	29.08

资料来源：公司审计报告

置换入的现金 7.36 亿元为，根据阳江市财政局《关于确定阳江市恒财城市投资控股有限公司为阳江市财政经营性资金受托管理机构的通知》（阳财工【2014】33 号）置换入现金 7.36 亿元，截至 2015 年 1 月底已全部到位，其中 2014 年末公司收到 6.00 亿元，2015 年 1 月 23 日公司收到 1.36 亿元。根据阳江市人民政府要求，公司将置换入得现金 7.36 亿元以股权形式投资到阳江市其他平台公司：阳江市银岭投资建设有限公司、阳江市恒新开发建设有限公司、阳江市东珠投资建设有限公司和阳江市中阳联合发展有限公司），用于珠海（阳江）产业园区，珠海（阳东万象）产业园区和中山火炬（阳西）产业园区项目建设。在财务上体现在吸收投资收到的现金。

置换入的长期股权投资 9.30 亿元，根据阳江市人民政府《阳江市人民政府关于将阳江市恒财城投滨海建设有限公司股权无偿划转给阳江市恒财城市投资控股有限公司有关问题批复》（阳府复【2014】27 号）置换入股 9.30 亿元（按照实际投资账面价值）。根据粤东西北股权基金发放的要求，市政府需出资 9.30 亿元注入阳江市恒财城投滨海建设有限公司（以下简称“滨海公司”）购买土地，市政府将滨海公司的股权无偿划拨给公司，其中 9.00 亿元实收资本，3000 万元资本公积。公司与阳江市财政局（以下简称“财政局”）签订《借款协议》，规定财政局向公司借款 9.30 亿元，委托公司代财政局出资滨海公司作为资本金，公司代财政局行使出资人权利，该出资款由滨海公司按照相关要求购置土地资产，所购置的土地资产权益归属财政局。《借款协议》中规定借款期限为 2 年 11 个月，从 2014 年 10 月 8 日起至 2017 年 9 月 7 日止，借款年利率为 7.75%，从 2015 年起每年 9 月 8 日前支付利息，本金到期一次性还清（2017 年 9 月 7 日前归还），财政局按

以上约定还款期限偿还公司。

置换入的固定资产-房屋及建筑物 2.07 亿元为，根据阳江市人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳江市恒财城市投资控股有限公司置换部分资产批复》（阳国资【2014】2 号）和阳江市政府和财政局依据阳财资【2014】9 号、阳财资【2014】104 号、阳财资【2014】118 号及阳财资【2014】259 号等文件置换入公司长江国际俱乐部、党校大厦和碧琴楼三栋房产，广东中联羊城资产评估有限公司对上述资产出具资产评估报告（中联羊城咨字【2014】第 FYGPZ0373 号），估价 2.05 亿元，另外截至报告日，上述资产的产权证书尚未办好。上述资产的划入体现在固定资产中。

置换入的无形资产-采砂权 10.37 亿元为，根据阳江市人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳江市恒财城市投资控股有限公司置换部分资产批复》（阳国资【2014】2 号）和阳江市人民政府《阳江市人民政府关于授权阳江市恒财城市投资控股有限公司我市河砂开采和销售单位有关问题的通知》（阳府函【2014】102 号）置换入河砂开采和销售经营权 10.37 亿元，上述入账价值经广东中联羊城资产评估有限公司出资产价值咨询报告（中联羊城咨字【2014】第 OYGGZ0370 号）评估。公司的采砂权在无形资产中体现。公司将获得的采砂权注入其新设子公司阳江市恒财河砂经营有限公司（以下简称“恒财河砂”）及其子公司。恒财河砂及其子公司目前负责阳江市河砂开采和销售，拥有采砂区 300 万平方米，预计年采砂量达 180 万立方米。公司通过招标方式将河砂的采挖任务承包予第三方，并向第三方支付采挖费用，但河砂销售由公司自身负责。

资金支持

截至 2014 年底，公司收到阳江市政府拨付资金 1.33 亿元，体现在营业外收入中。公司获得的专项资金 10.55 亿元，计入专项应付款科目。

业务支持

截至 2014 年底，政府划拨给公司的采砂权拓展了公司的业务，河砂经营是垄断行业，全市的河砂由公司统筹统销、独家经营，未来将对公司盈利提供有力支持。

政策支持

根据财政部《关于印发地方政府存量债务纳入预算管理甄别办法的通知》（财预【2014】351 号）。阳江市财政局已将阳江市恒财城市投资控股有限公司“13 阳江债”10 亿元及“14 恒财投资 PPN001”10 亿元纳入阳江市政府债务，债务类型为政府负有偿还责任的债务，并已经上报财政厅。

考虑到阳江市财政局将公司的“13 阳江债”10 亿元及“14 恒财投资 PPN001”纳入政府债务，极大程度上减轻了公司的债务负担。

总体看，公司在资产、资金、河砂业务等方面获得了政府的大力支持。

五、经营分析

1. 经营概况

2014 年公司营业收入为 9.07 亿元，同比增长 15.65%，系食品加工业务和供水业务收入增长所致。公司主营业务由供水业务、食品加工业务、工程业务、铁路运输业务和房地产业务构成，其中，供水和食品加工业务收入占营业收入的比重较大。

毛利率方面，截至 2014 年底，阳江市自来水价格上涨，公司供水业务毛利率有所上升，为 34.32%。公司食品加工业务毛利率略有下降，2014 年为 8.98%；公司的工程业务毛利率有所上升，2014 年为 48.92%，系成本下降所致；公司铁路运输毛利率为 21.82%，较去年略有下降；公司房地产业务毛利率下降幅度较大，2014 年为 4.83%，系房地产业务收入大幅下降所致。

表 4 公司主营业务经营情况（单位：万元、%）

业务类别	主营业务收入			主营业务毛利率		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
供水	9,002.75	9,920.70	10,297.34	27.88	26.93	34.32
食品加工	26,189.95	52,035.23	66,434.70	8.89	10.92	8.98
工程	1,854.82	2,127.28	2,231.06	18.35	20.88	48.92
铁路运输		9,237.14	8,424.74		22.46	21.82
房地产		3,160.86	1,687.33		76.48	4.83
合计	37,047.52	76,481.20	89,075.18	13.98	17.38	14.04

资料来源：公司年报

2. 食品加工业务

公司食品加工业务主要为生猪屠宰业务，具体由阳东县食品集团东城有限公司等 25 家食品公司及肉联厂负责。该 25 家食品公司分布在阳江市各乡镇，均有政府颁发的禽畜定点屠宰许可证，其中分布于阳东县 7 家、阳西县 7 家，以及阳春县 10 家。

公司食品加工业务模式为以市场价格定期向养猪户收购生猪，养猪户主要以散户为主。生猪经检疫合格后进行屠宰，并加工成热鲜肉，主要销售给当地农贸市场的个体经销户。公司生猪屠宰加工业务的销售价格采取成本加成法，其中阳东县东城镇的猪肉销售价格按照每头生猪的总采购成本加 50 元确定，其余 24 家均按每斤生猪的采购成本加 0.5~0.8 元确定。公司生猪收购和鲜肉销售均采用现金结算方式。

整体看，公司生猪业务发展稳定，在食品加工业务占比重。

表 5 公司生猪屠宰业务经营情况（单位：头、吨、万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
生猪屠宰数量	291,523.00	754,254.00	744,502.00
生猪屠宰重量	25,593.80	66,021.19	64,402.28
食品加工收入	26,189.95	52,035.23	66,434.70

资料来源：公司提供

3. 供水业务

公司自来水供水业务由子公司阳江市自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责，自来水公司是阳江市区内唯一的供水主体。

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。

截至目前，公司拥有漠江水厂和第二水厂，漠江水厂日供水能力 26 万立方米，以漠阳江为原水水源，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。公司目前拥有的主要供水管道达 680 公里，供水面积近 60 平方公里，在阳江市区的供水管网覆盖率达 99.60%，截至 2014 年底用户 12.88 万户。第二水厂于 2015 年 4 月 28 日完工，2015 年 5 月 1 日正式使用，第二水厂日供水能力 10 万立方米，供水区域主要为阳江市区。

表 6 近三年公司自来水业务经营情况

业务指标	2012 年	2013 年	2014 年
日供水能力（万立方米）	26	26	26
供水管网（DN150 以上）总长度（公里）	680	680	750
供水面积（平方公里）	60	60	80
管网覆盖率（%）	99.5	99.6	99.7
全年供水量（万立方米）	6,422	7,557	7,940
全年售水量（万立方米）	5,138	5,668	5,955
自来水用户数（万户）	11.3	12.67	12.88
自来水销售收入（万元）	9,002.75	9,920.70	10,297.34

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，根据广东省阳江市物价局《关于调整市区自来水价格相关问题的批复》（阳物价价格【2014】31 号），阳江市自来水价格较之前进行调整，具体调整为：市区、城西居民生活用水，第一阶梯水价由 1.48 元/立方米调整为 1.70 元/立方米；第二阶梯水价为 2.55 元/立方米；第三阶梯水价为 3.40 元/立方米。非居民生活用水价格：行政事业用水市区、城西、埠场镇调整为 2.45 元/立方米；阳江港、平冈镇调整为 2.55 元/立方米；闸坡沿线（原海陵镇）调整为 2.65 元/立方米；闸坡镇调整为 2.95 元/立方米。经营服务用水：白沙调整为 2.95 元/立方米，其余不变。工业用水均调整为 1.70 元/立方米。特种用水：市区、白沙、城西、埠场镇统一调整为 5.15 元/立方米；阳江港、平冈镇统一调整为 5.25 元/立方米；闸坡沿线（原海陵镇）调整为 5.45 元/立方米；闸坡镇调整为 5.65 元/立方米。工业园区工业用水 2.45 元/吨、工业园区以外工业用水 1.30 元/吨、经营服务用水 2.95 元/吨、特种用水 5.15 元/吨。

公司自来水业务方面的在建项目主要为水厂和管道工程等。2015 年，公司自来水业务方面投入 3253 万元用于第二水厂的建设，第二水厂已于 2015 年 4 月 28 日完工，并于 2015 年 5 月 1 日使用。

总体看，2014 年，由于自来水价格的上涨，公司供水业务收入有所增加。未来随着第二水厂的投产，公司供水业务收入有望得到进一步提升。

4. 工程业务

公司工程业务为子公司自来水公司的供水和消防设施安装工程业务，自来水公司先后完成了瑞禾路 DN600 给水管道工程、城西加压站进出水管道修改工程、中鼎国际花园给水管道工程、高凉路 DN400 钢管改造等工程的建设任务。2013 年，自来水公司新增了沿 X594 线江闸供水主管道改造工程、综合楼装修工程、城北片区供水主管道工程等项目的建设。截至 2014 年底，公司的工程业务无变化。2014 年公司工程收入为 2,231.06 万元，较上年增长，2014 年工程业务成本下降导致毛利率上升，为 48.92%。

5. 市政基础设施建设业务

公司作为阳江市唯一的基础设施建设工程投融资主体，主要接受阳江市人民政府的委托，从事道路、桥梁、供水管道、雨水管道、燃气管道、照明以及绿化等基础设施工程的建设。

对于承接的市政基础设施项目，政府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进行投资建设，投资支出计入“在建工程”，在现金流量表中“购建固定资产、无形资产

产等支付的现金”中体现。公司在建及拟建项目主要通过项目周边土地出让收益进行资金平衡，但土地出让收益存在一定的不确定性；公司小部分项目采用代建模式进行开发建设，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），但目前该部分项目尚未签订相关协议。

表 7 公司主要在建市政基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2013 年底 已投资额度	截至 2014 年底 已投资额度	尚需投资
洛西大道	9,000.00	2,150.00	2,710.00	6,290.00
福冈工业园三期市政工程	11,313.96	434.69	1,313.96	10,000.00
阳西县城北新区路网建设项目	45,128.00	17,250.00	20,250.00	24,878.00
佛山禅城（阳东万象）产业转移工业园（东片）基础设施建设项目	13,892.00	8,389.00	10,889.00	3,003.00
阳东县湖滨龙山片区路网建设改造项目	25,002.28	15,400.00	16,900.00	8,102.28
南浦大道东段	8,400.00	3,841.00	4,341.00	4,059.00
城南新区市政基础设施建设项目	127,900.00	6,000.00	13,800.00	114,100.00
阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目	46,036.00	540.00	2,430.00	43,606.00
阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目	49,073.07	19,650.00	28,300.00	20,773.07
海陵市政基础设施项目	37,295.00	11,320.00	16,000.00	21,295.00
阳春市蟠龙河小流域综合治理工程	43,320.79	200.00	400.00	42,920.79
阳西县河西区开发建设项目	43,682.00	3,560.00	5,200.00	38,482.00
阳东县广雅片区基础设施建设项目	32,540.00	350.00	500.00	32,040.00
合计	492,583.10	89,084.69	123,033.96	369,549.14

资料来源：公司提供

如上表所示，公司主要在建的基础设施建设项目总投资额为 49.26 亿元，截至 2014 年底，公司在建市政基础设施项目已投资额 12.30 亿元，未来仍需投资 36.95 亿元，在建项目中城南新区市政基础设施建设项目、阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目、阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目和海陵市政基础设施项目为公司“15 阳江债”的募投项目，截止 2014 年底“15 阳江债”募投项目已投资合计 6.05 亿元，未来还需投资 19.98 亿元。上表中所示公司主要在建市政基础设施项目中，除佛山禅城（阳东万象）产业转移工业园（东片）基础设施建设项目通过发展资金贴息解决，其余的项目都是经过土地收益平衡，所有项目均未采用代建模式。

总体看，公司市政基础设施建设业务模式较成熟，业务来源集中于阳江市人民政府，但资金平衡依赖于土地出让收入，收入具有一定的不确定性；未来公司建设项目较多，收入较有保障，但存在一定的资金压力。

6. 铁路运输和房地产业务

铁路运输业务

公司的铁路运输业务由子公司中铁（阳江）铁路有限公司负责运营。公司拥有 1 条铁路线路，由阳江港站至阳春站，全长 64 公里，全部为货运，主要的货运对象为电煤、铁矿石和豆油豆粕等。

截至 2014 年底，公司铁路业务无变化。

公司铁路运输业务的结算方式为以现金方式到发货结算。2014 年，公司铁路运输业务实现收入 8,424.74 万元，毛利率为 21.82%。

截至目前，公司尚无铁路新建计划。

房地产业务

公司房地产业务的运营主体为子公司阳江市公用事业投资有限公司和阳春市国恒房地产开发有限公司。截至 2014 年底，公司主要在建和运营渔民上岸安居工程和国恒雅苑 2 个项目，上述渔民上岸安居工程项目建设资金由公司自行筹措，并通过项目自身收益实现投资支出平衡。

渔民上岸安居工程项目是根据省人大议案精神，旨在解决漠阳江流域内连家船渔民上岸安居和转产转业问题而实施的项目。该项目总投资约 1.65 亿元，分两期建设，首期投资约 9,000 万元，占地面积 12,315.6 平方米，项目用地为政府划拨用地，建设渔民安居房 3 幢，每幢 11 层共 400 套，建筑总面积 35,733.2 平方米。该项目于 2013 年 7 月份开工建设。截至 2014 年底，该项目售楼面积为 4,958 平方米，销售金额为 1,250.73 万元。

截至 2014 年底，新增子公司阳春市国恒房地产开发有限公司的国恒雅苑项目，该项目占地 8,296 平方米，共 6 幢，建筑面积 51,000 平方米，该项目已于 2013 年底已竣工并完成住房销售，截至 2014 年底项目收入为 436.60 万元，系销售车库的收入。

7. 经营关注

公司承接的市政基础设施项目，政府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进行投资建设，项目建设期内公司承担较大资金压力。公司在建及拟建项目主要通过项目周边土地出让收益进行资金平衡，但土地出让收益存在一定的不确定性；公司小部分项目采用代建模式进行开发建设，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，但目前该部分项目尚未签订相关协议。

8. 未来发展

公司是阳江市重要的工程施工建设主体，在开发区建设和发展中具有重要地位。公司主要在建市政基础设施项目总投资额为 49.26 亿元，截至 2014 年底已投资 17.35 亿元，未来还需投资 31.91 亿元；截至 2014 年底“15 阳江债”募投项目已投资合计 9.19 亿元，未来还需投资 16.84 亿元。随着阳江市持续进行的大规模基础设施建设，公司将继续对委托代建项目投入，公司对外筹资压力上升。

2014 年公司采砂业务营业收入为 32.64 万元，营业利润为 2.47 万元；2015 年 1~7 月，采砂业务实现营业收入 3,861.92 万元，营业利润 377.98 万元。总体看，公司主营业务稳定，在建及拟建项目的推进为公司带来一定筹资压力，置换入的河砂业务丰富了公司业务范围，公司未来将实现更多收益。

六、财务分析

公司 2012~2014 年财务报表和 2014 年财务报表均经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并均出具了标准无保留意见的审计报告。

2014 年，公司合并范围新增子公司 5 家，分别是：阳江市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、阳江市银岭投资建设有限公司和阳江市恒财城投滨海建设有限公司。其中阳江市恒财城投滨海建设有限公司的规模较大，截至2014年底，其资产总额为13.69亿元，净资产为12.32亿元。随着5家公司的并入，对公司财务数据的可比性有一定的影响。

截至2014年底，公司资产总额为122.97亿元，负债合计49.55亿元，所有者权益为73.42（含少数股东权益）亿元，其中归属于母公司所有者权益为67.14亿元。2014年，公司实现营业总收入9.07亿元，净利润1.70（含少数股东损益）亿元。经营活动产生的现金流量净额-16.06亿元，现金及现金等价物净增加额为1.01亿元。

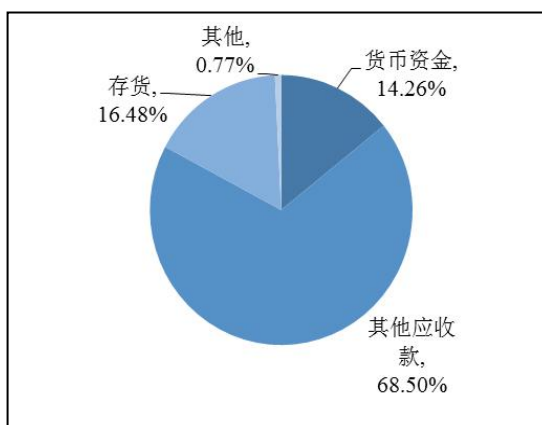
1. 资产及负债结构

资产

截至2014年底，公司资产总额122.97亿元，其中流动资产占51.74%，非流动资产占48.26%。

截至2014年底，公司流动资产63.62亿元，较上年增加28.28亿元，公司货币资金、存货和其他应收款占流动资产的99.23%。

图5 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

截至2014年底，公司货币资金9.07亿元，较上年增加1.01亿元。公司货币资金主要以银行存款为主，无因质押、冻结等对变现有限制或存在回收风险的款项。

截至2014年底，公司其他应收款总额43.58亿元，主要系阳江市财政局（16.10亿元）、高新区财政局扶持资金户（3.40亿元）、阳江市高新产业开发区管委会（2.57亿元）、阳江市中阳联合发展有限公司（2.00亿元）和阳江高新技术开发区管理委员会（1.86亿元）的往来款，共计25.92亿元，占其他应收款的比例为59.19%。从账龄结构看，1年以内的占58.04%、1~2年的占11.00%、2~3年的占2.65%、3~4年的占25.96%、4~5年的占1.51%、5年以上的占0.84%，公司其他应收款账龄较短；其他应收款计提坏账准备0.22亿元，占其他应收款总额的0.5%，坏账准备计提合理。

截至2014年底，公司存货10.48亿元，较去年同期增加10.33亿元，系增加土地储备10.01亿元，公司于2014年9月15日~2015年10月24日购置价值为9.71亿元的土地418,583平方米。公司此次购置土地用于抵押的土地价值9.37亿元，面积为359,087平方米，抵押比率为96.51%，抵押比率高。

表 8 公司购置土地情况（单位：万元、平方米）

土地性质	价格	面积
文化用地	493	6,154
中小学用地	2,370	40,701
市政公共设施用地	521	12,641
住宅兼商业用地	4,420	16,305
住宅、商业、金融、文化娱乐用地	3,580	22,317
住宅、商业、金融、文化娱乐、公园绿地用地	3,080	16,994
住宅、商业、金融、文化娱乐用地	8,040	44,660
住宅用地	33,460	113,972
住宅用地	28,920	96,013
住宅兼商业用地	4,220	15,055
住宅、商业、金融、文化娱乐用地	6,060	24,236
住宅、商业、金融、文化娱乐用地	1,890	9,535
合计	97,054	418,583

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司非流动资产 59.35 亿元，较上年减少 14.42 亿元，主要系无形资产减少所致。

截至 2014 年底，公司在建工程 18.08 亿元，公司的在建工程主要系公司的代建工程。截至 2014 年底，投资较大的有银岭工业园工程、新华路北段工程、供水工程、高新区工业园工程和滨江北路工程，合计占在建工程的 70.58%。

截至 2014 年底公司固定资产为 16.82 亿元，较上年增加 1.39 亿元，主要系在建工程转入 1.78 亿元和阳江市政府和财政局置换入公司长江国际俱乐部、党校大厦和碧琴楼三处房产，估价 2.05 亿元，在前文政府支持中提及。截至 2014 年底，公司固定资产累计折旧 4.26 亿元，其中房屋及建筑物累计折旧 2.90 亿元、路轨桥梁及其他线路资产累计折旧 0.72 亿元。

截至 2014 年底，公司无形资产 22.10 亿元，同比减少 21.32 亿元，主要系阳江市人民政府置换出公司 29.08 亿元划拨地和阳东县人民政府无偿划出子公司阳东县金峰资产经营有限公司 3.44 亿元的划拨地，3.44 亿元土地资产的无偿划拨，系公司土地的相关证件不齐全，审计上存在问题，故阳东县人民政府将其划走。截至 2014 年底，无形资产中土地减少共计 32.52 亿元，剩余土地 11.70 亿元，全部为通过招拍挂获得的土地，其中包括子公司滨海公司的土地 9.30 亿元。同期阳江市人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳江市恒财城市投资控股有限公司置换部分资产批复》（阳国资【2014】2 号）和阳江市人民政府《阳江市人民政府关于授权阳江市恒财城市投资控股有限公司为我市河砂开采和销售单位有关问题的通知》（阳府函【2014】102 号）置换入河砂开采和销售经营权 10.37 亿元，上述入账价值经广东中联羊城资产评估有限公司出资产价值咨询报告（中联羊城咨字【2014】第 OYQGZ0370 号）评估。公司资产置换一事，在前文政府支持中提及。

截至 2014 年底，公司的长期股权投资为 1.97 亿元，较 2013 年增长 171.58%，增长了 1.24 亿元，系公司对阳江市恒新开发建设投资有限公司的追加投资 1.20 亿元。

总体看，截至 2014 年底，公司资产以流动资产为主，其他应收款规模大，对公司资金形成了占用，公司资产流动性偏弱；公司部分在建工程转固定资产后，计提的折旧对公司利润造成侵蚀。整体看，公司资产质量一般。

负债及所有者权益

截至 2014 年底，公司负债合计 49.55 亿元，较 2013 年增加 12.87 亿元，主要由于公司 2014 年发行 10 亿元的“14 恒财投资 PPN001”。从其结构看，公司流动负债占 21.08%，非流动负债占 78.92%。

截至 2014 年底，公司流动负债 10.45 亿元，同比增加 2.80 亿元，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款 5.85 亿元，较 2013 年增加 1.47 亿元，主要系债权买卖和往来款项。金额较大的债权单位或项目有：财政局债权包 1.58 亿元、市财政局 2013 年地方债券转贷资金 0.87 亿元、阳江市财政局（土储中心）往来款 0.70 亿元、阳西县财政局往来款 0.19 亿元和代收污水处理费 0.11 亿元。公司一年内到期的非流动负债 3.26 亿元，较 2013 年增加 1.29 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债 39.10 亿元，同比增加 10.07 亿元，主要由公司 2014 年发行的 10 亿元“14 恒财投资 PPN001”所致。

截至 2014 年底，公司的长期借款为 8.11 亿元，长期借款中抵押贷款 8.09 亿元；公司的应付债券为应付 10 亿元“13 阳江债”和 10 亿元“14 恒财 PPN001”，应付当年利息共计 0.43 亿元；公司的专项应付款为 10.55 亿元，为子公司的专项应付款，其中专项应付款金额较大的子公司为阳江市银铃科技新城开发有限公司，阳东县金峰资产经营有限公司，阳西县丹江城建开发有限公司和阳江市自来水公司，2014 年其专项应付款分别为 3.80 亿元、1.93 亿元、3.70 亿元和 1.05 亿元。

截至 2014 年底，公司全部债务 31.80 亿元，其中长期债务占 89.75%，短期债务占 10.25%，公司的债务以长期债务为主；截至 2014 年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 27.99%、30.23%和 40.30%。近三年，上述平均值分别为 27.27%、29.19%和 39.24%。

总体看，截至 2014 年底，公司资产负债率较低；有息债务以长期债务为主；公司负债结构合理。预计公司未来持续投资，债务规模预计将有所上升。

公司所有者权益主要由资本公积、实收资本和未分配利润构成。资本公积方面，截至 2014 年底为 53.11 亿元，较 2013 年下降 5.46%，系阳东市政府无偿划走子公司—阳东县金峰资产经营有限公司土地 3.44 亿元。公司的实收资本为 5.60 亿元。截至 2014 年底，公司的未分配利润为 7.68 亿元，较 2013 年增加 0.93 亿元。

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 73.42 亿元，其中包含 6.28 亿元少数股东权益。

总体看，截至 2014 年底，受益于政府对公司的支持，公司所有者权益增长；公司所有者权益结构稳定，以资本公积为主。

2. 盈利能力

2014 年，公司营业收入 9.07 亿元，同比增加 1.22 亿元。2014 年，公司期间费用为 1.97 亿元，同比增长 19.02%；同期，公司期间费用占营业收入的比重为 21.69%。2014 年，公司利润总额为 1.95 亿元，公司获得政府财政补贴 1.33 亿元，体现在营业外收入中，在利润总额中的占比为 68.21%，对公司利润总额有较大幅度的提升。

从盈利指标看，2014 年公司营业利润率和总资本收益率有所下降，分别为 14.60%和 2.00%，净资产收益率受大规模土地划拨的影响，降至 2.32%，近三年上述指标平均值分别为 15.72%、2.75%和 3.47%。整体看公司盈利能力处于较弱水平。

总体看，截至 2014 年底，公司期间费用占营业收入比重较大，财政补贴对公司的利润总额有较大幅度的提升，公司盈利能力较弱

3. 现金流

从经营活动看，2014 年公司经营活动现金流入量为 15.22 亿元，较上年增加 0.70 亿元。公司

销售商品、提供劳务收到的现金为 9.77 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金为 5.45 亿元，较去年同期略有下降。

2014 年公司经营活动现金流出量为 31.28 亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金为 17.75 亿元，2014 年购买商品、接受劳务支付的现金较 2013 年增加 11.89 亿元主要系公司购买土地 10.02 亿元，体现在存货中；公司支付其他与经营活动有关的现金 12.23 亿元；2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为-16.06 亿元；从收入实现质量方面，2014 年公司现金收入比为 107.71%，公司整体收入实现质量较好。

从投资活动看，2014 年公司投资活动现金流入为 0.94 亿元，主要系取得投资收益收到的现金 0.36 亿元；投资活动现金流出为 5.87 亿元，主要构成为购建固定资产、无形资产等支付的现金（公司基建工程项目投资支出）4.57 亿元；2014 年投资活动现金流出较 2013 年增加 1.11 亿元，系投资支付的现金较 2013 年增加 1.30 亿元，为母公司长期股权投资增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-4.92 亿元。

从筹资活动看，2014 年公司筹资活动现金流入为 26.59 亿元；2014 年公司吸收投资收到的现金为 15.89 亿元，较 2013 年增加 10.35 亿元，其构成为公司通过资产置换划入的现金 6.00 亿元和合并入的子公司阳江市恒财城投滨海建设有限公司增加的 9.30 亿元的注册资本；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2014 年为 3.25 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 21.99 亿元。

总体看，截至 2014 年底，公司经营性现金收入实现质量较好，经营活动和投资活动产生的现金流均为净流出，公司通过对外举债来满足经营性和投资活动资金需求。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率三年平均值分别为 5.97 倍和 5.45 倍，2014 年底分别为 6.09 和 5.09 倍；2014 年公司经营现金流动负债比为 -153.76%。整体看，公司短期偿债能力较弱，考虑到公司短期债务规模较小，现金类资产相对充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司 EBITDA 为 3.07 亿元，同比下降 22.40%；2012~2014 年，公司 EBITDA 全部债务比三年均值为 0.13，2014 年为 0.10；2012~2014 年，公司 EBITDA 利息倍数均值为 1.45 倍，2014 年为 1.38 倍；EBITDA 对全部债务保障能力一般。综合看，考虑到公司的代建项目的逐步回购以及政府对公司的支持力度，公司全部债务保护能力尚可。

截至 2014 年底，公司尚无银行授信，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，机构信用代码 G1044170100031510K），截至 2015 年 12 月 25 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。公司有两笔已结清的关注类贷款，其为公司就阳江市城市防洪工程（首期）项目向国家开发银行广东分行申请长期借款 6,200 万元，贷款期限为 2007 年 6 月 28 日至 2017 年 6 月 27 日。该笔贷款已于 2015 年 1 月 5 日提前还款，贷款余额为零。该笔贷款被列为关注类是根据国家开发银行广东分行贷款分类标准的划分结果确定。国家开发银行股份有限公司广东省分行已于 2015 年 11 月 16 日出具说明。

八、公司债券偿债能力分析

“15 阳江债”于 2015 年 4 月 14 日发行，发行额度为 11 亿元，占 2014 年底公司全部债务的 34.59%。“15 阳江债”设置债券本金分期兑付条款，在“15 阳江债”存续期的第 3 至第 7 个计息年度末每年偿还债券本金的 20%即 2.20 亿元。

从资产情况来看，截至2014年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达9.13亿元，约为本次债券本金的0.83倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达73.42亿元，约为本次债券本金的6.67倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对本次债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2014年，公司EBITDA为3.07亿元，约为本次债券本金的0.28倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2014年经营活动产生的现金流入15.22亿元，约为本次债券本金的1.38倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司作为作为阳江市自来水供应和城市基础设施项目建设的主要主体，在政府支持、区域垄断等方面具有优势，公司对本次债券的偿还能力较强。

“15 阳江债”募投项目为基础设施建设项目，经阳江市人民政府和项目所在地政府同意，项目所在区域的配套土地增值开发收益为“15 阳江债”募投项目成本补偿和收益来源。公司承诺，因上述项目获得的配套土地增值开发收益将优先用于“15 阳江债”的本息偿付。“15 阳江债”各项的预期收益情况如下表所示。

表 9 公司“15 阳江债”募投项目收益情况（单位：亿元、%、倍）

序号	募投项目	项目总投资	配套土地增值开发收益	收益成本比率
1	城南新区市政基础设施建设项目	12.79	15.22	1.19
2	阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目	4.60	5.85	1.27
3	阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目	4.91	5.37	1.09
4	海陵区市政基础设施项目	3.73	5.40	1.45
合计		26.03	31.84	1.22

资料来源：公司提供

如上表所示，“15 阳江债”募投项目的配套土地增值开发收益均能覆盖各项目的总投资，但各项目的配套土地开发计划尚不明确，开发收益的实现具有一定不确定性，因而对“15 阳江债”本息偿付具有一定不确定性。

考虑到阳江市政府对公司的各项支持，有助于减轻公司的集中偿付压力，公司对存续期债券的实际偿付能力较强。

九、综合评价

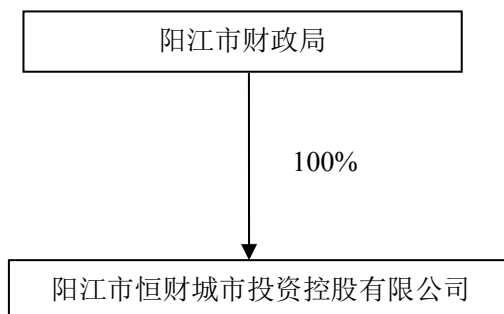
综合考虑，公司作为阳江市主要的城市基础设施建设、自来水供水和生猪屠宰主体，在区域经营以及政府支持等方面的优势明显。未来随着阳江市经济持续发展及财政实力不断增强，政府支持有望持续，将为公司提供了良好的外部发展环境。

截至2014年，公司其他应收款规模大、土地抵押比率高，未来投资规模大，公司面临一定的

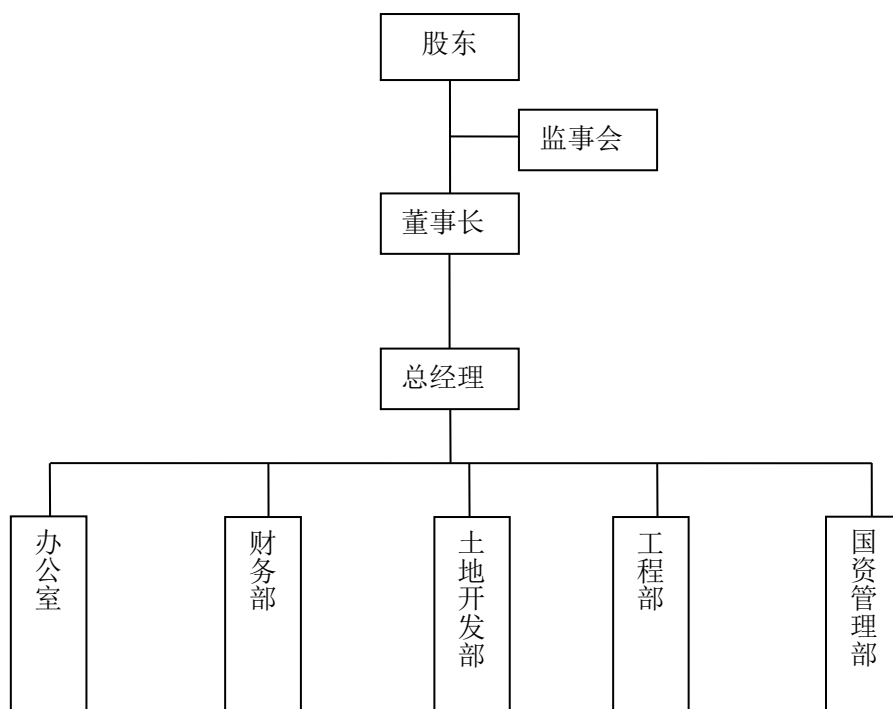
资金压力。

综合考虑，联合评级维持公司主体长期信用等级为AApi，评级展望为稳定，并维持“15阳江债”AApi的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 截至 2014 年底公司子公司情况

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	级次
1.	广东阳江铁路有限公司	25,850	100%	二
2.	阳春市金叶发展公司	5,210	100%	二
3.	阳江市高新投资开发有限公司	4,500	100%	二
4.	阳西县丹江城建开发有限公司	4,180	100%	二
5.	阳东县金锋资产经营有限公司	4,000	100%	二
6.	阳江市海裕资产经营有限公司	3,100	100%	二
7.	阳江市自来水公司	2,998.10	100%	二
8.	阳江市银岭科技新城开发有限公司	2,100	100%	二
9.	阳江市公用事业投资有限公司	300	100%	二
10.	阳江市公用肉类食品有限公司	300	100%	二
11.	阳春市春湾食品公司	258	100%	二
12.	阳春市春城食品公司	219	100%	二
13.	阳春市食品总公司肉联厂	173	100%	二
14.	阳春市三甲食品公司	170	100%	二
15.	阳春市马水食品公司	137	100%	二
16.	阳春市合水食品公司	100	100%	二
17.	阳春市双滘食品公司	92	100%	二
18.	阳西县食品总公司织箕食品公司	86	100%	二
19.	阳春市潭水食品公司	65	100%	二
20.	阳东县食品集团东平有限公司	65	100%	二
21.	阳东县食品集团大沟有限公司	65	100%	二
22.	阳东县食品集团合山有限公司	65	100%	二
23.	阳东县食品集团大八有限公司	60	100%	二
24.	阳东县食品集团北惯有限公司	60	100%	二
25.	阳春市坡面食品公司	55	100%	二
26.	阳春市岗美食品公司	55	100%	二
27.	阳东县食品集团东城有限公司	50	100%	二
28.	阳东县食品集团红丰有限公司	50	100%	二
29.	阳西县食品总公司沙扒食品公司	33	100%	二

30.	阳西县食品总公司程村食品公司	32	100%	二
31.	阳西县食品总公司儒洞食品公司	30	100%	二
32.	阳西县食品总公司溪头食品公司	30	100%	二
33.	阳西县食品总公司肉联厂	30	100%	二
34.	阳西县食品总公司塘口食品公司	30	100%	二
35.	中铁（阳江）铁路有限公司	39,202	67.64%	三
36.	阳江市自来水公司安装工程有限公司	1,500	100%	三
37.	阳江市国恒房地产开发有限公司	500	100%	三
38.	阳东县金叶发展公司	150	100%	三
39.	阳江市国恒投资控股有限公司	100	100%	三
40.	阳江市白沙自来水有限公司	50	100%	三
41.	阳江市自来水公司消防工程有限公司	50	100%	三
42.	阳江市江城区银岭科技产业园物业管理有限公司	30	100%	三
43.	阳江市恒财河砂经营有限公司	1,000	100%	二
44.	阳东县恒财河砂经营有限公司	200	100%	二
45.	阳春市恒财河砂经营有限公司	200	100%	二
46.	阳江市银铃投资建设有限公司	3,000	100%	二
47.	阳江市恒财城投滨海建设有限公司	180,000	50%	三

附件2 阳江市恒财城市投资控股有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额（亿元）	52.55	109.11	122.97
所有者权益（亿元）	28.93	72.43	73.42
短期债务（亿元）	0.44	2.77	3.26
长期债务（亿元）	14.02	21.01	28.54
全部债务（亿元）	14.46	23.78	31.80
营业收入（亿元）	3.80	7.85	9.07
净利润（亿元）	1.44	3.16	1.70
EBITDA（亿元）	1.77	3.96	3.07
经营性净现金流（亿元）	5.05	-2.77	-16.06
应收账款周转次数(次)	780.79	151.18	45.27
存货周转次数（次）	47.26	62.08	1.45
总资产周转次数（次）	0.07	0.10	0.08
现金收入比率（%）	106.18	103.94	107.71
总资本收益率（%）	3.43	3.54	2.00
总资产报酬率（%）	5.23	3.93	1.68
净资产收益率（%）	4.99	4.36	2.32
营业利润率（%）	15.21	17.91	14.60
费用收入比（%）	18.50	21.07	21.69
资产负债率（%）	44.96	33.62	40.30
全部债务资本化比率（%）	33.32	24.72	30.23
长期债务资本化比率（%）	32.64	22.48	27.99
EBITDA 利息倍数（倍）	39.46	16.02	7.69
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.17	0.10
流动比率（倍）	7.67	4.62	6.09
速动比率（倍）	7.66	4.60	5.09
现金短期债务比（倍）	12.09	2.92	2.80
经营现金流动负债比率（%）	169.67	-36.28	-153.76

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 拆入资金

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。