

信用等级公告

联合[2015]020 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贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2015 年公司债券进行了主动评级，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 AA_{pi}
阳江市恒财城市投资控股有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一四年七月十八日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

阳江市恒财城市投资控股有限公司 2015 年度 11 亿元公司债券主动评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA_{Pi}

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA_{Pi}

本期债券发行额度：11 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，存续期后五年等额还本

发行目的：项目建设

评级时间：2014 年 7 月 18 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	50.21	52.55	109.11
所有者权益(亿元)	27.34	28.93	72.43
长期债务(亿元)	15.44	14.02	21.01
全部债务(亿元)	15.63	14.46	23.78
营业收入(亿元)	3.55	3.80	7.85
利润总额(亿元)	1.43	1.45	3.18
EBITDA(亿元)	1.73	1.77	3.96
经营性净现金流(亿元)	1.10	5.05	-2.77
营业利润率(%)	13.61	15.21	17.91
净资产收益率(%)	5.22	4.99	4.36
资产负债率(%)	45.55	44.96	33.62
全部债务资本化比率(%)	36.37	33.32	24.72
流动比率(%)	1,653.95	767.46	461.98
EBITDA/全部债务	0.11	0.12	0.17
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.16	0.36

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“公司”或“阳江恒财”）的评级，反映了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，在区域市场具备垄断地位，以及获得政府资产划拨和资金支持等方面的显著优势。同时，联合评级也关注到公司未来投资规模大和盈利能力弱等不利因素给公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

随着公司自来水供应和工程业务规模的不断扩大，以及生猪屠宰和铁路业务的稳定运营，公司未来收入和利润规模将有望持续增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本期公司债券设置了分期还款安排，有效地降低了公司资金集中偿付压力。基于对公司主体长期信用水平和本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 阳江市经济持续增长、公共财政收入水平快速提高和对市政基础设施的巨大需求，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. 公司获得阳江市政府在资金和资产注入等方面的支持，政府支持力度大。

5. 公司主营业务涉及自来水供应、生猪屠宰、城市基建、铁路运输和房地产等多个行业，可在一定程度上规避宏观和行业风险。

6. 本期公司债券设置了分期还款安排，有

效降低了公司资金集中偿付压力；公司经营活动现金流入量对本期债券每年还本金额保障程度较好。

关注

1. 公司未来投资规模大，面临一定的资金压力。
2. 公司经营活动现金流量净额规模波动较大，2013 年为负值。
3. 公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴的依赖程度大。
4. 公司其他应收款规模大，对公司资金形成占用。
5. 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。
6. 本期债券募投项目的投资及收益来源为项目配套土地增值开发收益，相关土地的开发计划尚不明确，开发收益的实现具有一定不确定性，因而对本期债券本息偿付具有一定不确定性。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fenl@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

本评级报告为主动评级报告，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阳江市恒财城市投资控股有限公司提供，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，未因阳江市恒财城市投资控股有限公司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、评级人员与阳江市恒财城市投资控股有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对阳江市恒财城市投资控股有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

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2013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，市国有资产管理部所授权的其他业务。

截至2013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42家子公司，具体情况见附件1-3所示。

截至2013年底，公司合并资产总额1,091,122.15万元，负债合计366,801.32万元，所有者权益（含少数股东权益）724,320.83万元。2013年公司实现营业收入78,451.38万元，净利润（含少数股东损益）31,586.68万元，2013年公司经营活动现金流量净额为-27,749.46万元，现金及现金等价物净增加额27,902.04万元。

公司住所：阳江市石湾北路356号四楼；公司法定代表人：张建社。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2015年发行11亿元公司债券（以下简称“本期债券”）。本期债券期限为7年，每年付息一次，在存续期的后五年每年偿还本金的20%，同当年利息一起支付。

本期债券无担保。

2. 募投项目情况

本期债券所募集资金将投资于4个项目，具体分配情况如下表所示。

表1 公司本期债券募投项目情况（单位：万元、%）

序号	募投项目	项目总投资	拟使用募集资金	占总投资比例
1	城南新区市政基础设施建设项目	127,900.00	70,000	54.73
2	阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目	46,036.00	18,000	39.10
3	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	12,000	24.45
4	海陵区市政基础设施项目	37,295.00	10,000	26.81
合计		260,304.07	110,000	42.26

资料来源：公司提供。

城南新区市政基础设施建设项目

（1）项目概况

城南新区市政基础设施建设项目建设地点为阳江市城南新区，建设内容为8条总长为16.10

公里的阳江市城南新区市政公用道路及相关配套工程等，具体包括（1）城西大道市政道路工程（城南新区江朗大道至东门南路），道路长 1.7 公里，红线宽 40 米。（2）二围大道市政道路工程（城南新区江朗大道南段至东门南路南段），道路总长 1.8 公里，红线宽 40 米。（3）城南西路市政道路工程（城南新区富康路至雅白线），道路长 3.3 公里，红线宽 40 米。（4）江南大道市政道路工程（城南新区富康路至雅白线），道路长 3 公里，红线宽 80 米。（5）城西大桥（含配套项目）（城南新区连接东体村），道路长 1.5 公里，红线宽 40 米。（6）东浦大道市政道路工程（城南新区江朗大道至城南东路），道路长 1.75 公里，红线宽 40 米。（7）城东大道市政道路工程（城南新区城南东路至江朗大道南段），道路长 1.55 公里，红线宽 60 米。（8）三围大道市政道路工程（城南新区新江南路至江朗大道），道路长 1.5 公里，红线宽 50 米。（9）项目配套拆迁、道路、排水、路灯、绿化、交通设施等。该项目可行性研究报告获得阳江市发展改革局《关于阳江市城南新区市政基础设施建设项目可行性研究报告的批复》（阳发改投资【2013】158 号）和阳江市环境保护局《关于阳江市城南新区市政基础设施建设项目环境影响报告书的批复》（阳环建审【2013】215 号）同意，并获得阳江市住房和城乡建设局颁发的建设用地规划许可证（地字第 441700201300471~44170020130048 号）。

项目总投资 12.79 亿元，建设期限为 24 个月。截至 2013 年底，已投入资金 0.60 亿元。

（2）项目收益

阳江市人民政府同意将阳江市振兴路以北地块、城南新区南阳公园旁地块和市一中侧雅白线边地块三宗地块合计约 1,087 亩的商住用地开发净收益归属于公司所有。经测算，公司因承建该项目获得的配套土地增值开发收入合计约 18.20 亿元，扣除开发成本和有关税费合计约 2.90 亿元，可产生净收益约 15.22 亿元。

阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目

（1）项目概况

阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目建设地点位于阳江高新区港口工业园。项目建设内容为平整土地面积 185.69 公顷，填土 560 万立方米；市政道路工程，路宽 25~50 米，道路总长 6.78km，包含道路、排水、路灯、绿化四个分项工程，其中宽 50 米道路总长为 0.48km，宽 40 米道路总长为 1.21km，宽 30 米道路总长为 1.87km，宽 25 米道路总长为 3.22km。该项目可行性研究报告获得阳江市发展改革局《关于阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目可行性研究报告的批复》（阳发改投资【2013】178 号）和阳江市环境保护局《关于阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目环境影响报告书的批复》（阳环高建审【2013】4 号）同意，并并获得阳江市住房和城乡建设局颁发的建设用地规划许可证（阳高规地 M2013-023 号）。

该项目总投资 46,036 万元，建设期限为 34 个月，建设主体为阳江市高新投资开发有限公司。项目进度方面，前期征地工作大约完成 70%，现在已征土地正在进行填土平整及部分路段的基础设施建设，截至 2014 年 3 月底已投入资金 540 万元。

（2）项目收益

该项目建成后可获得项目周边约 1,157.70 亩工业地块和 853.20 亩商住地块开发净收益。经测算，阳江市高新投资开发有限公司因承建该项目获得的配套土地增值开发收入合计约 8.87 亿元，扣除开发成本和有关税费合计约 3.02 亿元，可产生净收益约 5.85 亿元。

阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目

（1）项目概况

阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目位于阳江市银岭科技产业园 A15-1-1 号地，项目建设内容为拟建设园区 29 条道路，总用地面积约 737,738 平方米，总全长 27,699 米，包括道路的硬底化、排水、排污、给水、绿化、照明建设和园区 454.85 万平方米平土工程。该项目可行性研究报告获得阳江市江城区发展改革局《关于阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目可行性研究报告的批复》（江发改工交【2013】12 号）和阳江市环境保护局江城分局《关于阳江市江城银岭科技产业园基础设施建设三期项目环境影响报告书的审查批复》（江环建审【2013】104 号）同意，并获得阳江市江城区建设局颁发的建设用地规划许可证（江建银地 2014-001 号）。

项目估算总投资 49,073.07 万元，项目期限为 30 个月（包含前期准备工作 6 个月），建设主体为阳江市银岭科技新城开发有限公司。目前正在进行征地拆迁，截至 2014 年 3 月底，该项目已投入资金 2.73 亿元。

（2）项目收益

该项目建成后可获得项目周边的 2,017.50 亩工业土地和 689.70 亩商住用地出让收益。根据测算，阳江市银岭科技新城开发有限公司因承建该项目获得的配套土地增值开发收入合计约 9.67 亿元，扣除开发成本和有关税费合计约 4.69 亿元，可产生净收益约 5.37 亿元。

海陵区市政基础设施项目

（1）项目概况

海陵区市政基础设施项目建设地点位于阳江市海陵岛经济开发试验区，主要为对海陵岛内的白雪路工程、北湾路工程、白蒲社区市政升级改造工程、南海 I 号大道附属工程、太傅大道（东段）工程、白蒲污水管网工程、金屋路工程以及达港路扩建工程进行建设。该项目可行性研究报告获得阳江市海陵岛经济开发试验区经济发展局《关于海陵区市政基础设施项目可行性研究报告的批复》（海经发改【2014】1 号）和阳江市海陵岛经济开发试验区环境保护局《关于 2014 年海陵区市政基础设施建设项目环境影响报告书的审查批复》（海环建批【2014】9 号）同意，并获得阳江市住房和城乡建设局海陵分局颁发的建设用地规划许可证（地字第 2014-025 到 2014-031 号）。

项目总投资 37,295 万元，建设期限为 2 年，建设主体为阳江市海裕资产经营有限公司。目前主要工作是进行征地拆迁，截至 2014 年 3 月底，已投入约 1.50 亿元。

（2）项目收益

该项目建成后可获得项目周边 675 亩商住地块开发净收益。经测算，阳江市海裕资产经营有限公司因承建该项目获得的配套土地增值开发收入合计约 6.75 亿元，扣除开发成本和有关税费合计约 1.35 亿元，可产生净收益约 5.40 亿元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。

据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%。2013 年，中国

规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2,000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62,831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237,810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436,528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41,600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2,592 亿美元。

2014 年以来，中国经济继续在合理区间运行。消费平稳增长，进出口形势逐季好转，投资增速和物价涨幅有所放缓，经济结构调整步伐加快。前三季度，实现国内生产总值（GDP）42.0 万亿元，同比增长 7.4%，其中，各季度同比分别增长 7.4%、7.5%和 7.3%，环比分别增长 1.5%、2.0%和 1.9%。前三季度居民消费价格（CPI）同比上涨 2.1%，贸易顺差为 2,316 亿美元。

总体看，中国宏观经济依然稳中求进，未来发展态势良好。

2. 政策环境

财政政策方面，中国继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129,143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1,044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2,803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4,082 亿元，增加 1,369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目

扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1,000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基建行业分析

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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

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重要投资者。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。2013年全年，全国固定资产投资总额完成43.65万亿元，比上年名义增长19.6%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元。2013年全年新开工项目计划总投资35.78万亿元，比上年增长14.2%；施工项目计划总投资86.46亿元，同比增长16.2%。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16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。

2. 生猪屠宰行业概况

生猪屠宰行业承担着服务“三农”、满足居民消费生猪屠宰行业承担着服务“三农”、满足居民猪肉消费需求、保障肉品卫生和质量安全的产业功能和社会责任，是我国严格实行市场准入的行业之一。

猪肉作为普通民众的基础消费品，需求增长明显，为此，近年来我国生猪养殖及屠宰业保持了较好的发展态势。2013年，我国猪肉产量为5,493万吨，同比增长2.80%，全年出栏生猪71,557万头，同比增长2.50%，年末存栏47,411万头，同比下降0.40%。猪肉是我国绝大多数居民的主要肉品来源，我国居民猪肉消费量占全部肉类消费总量的60%以上。具体从消费结构来看，我国肉类消费量的90%以上为未经加工的鲜肉，以热鲜肉和冷冻肉为主。

我国生猪养殖行业长期以散养为主，规模化程度较低，具有小农生产特点。生猪养殖规模化程度低导致猪肉价格波动幅度较大，这对农民收入和居民消费的民生问题影响都较大。农户散养成本普遍高于规模养殖企业，收入无法保证。同时，散养农户由于分散、缺乏市场前瞻性、依靠经验决定生产等因素，往往无法判断未来市场行情，养殖存栏量波动较大，最终造成猪肉价格大幅波动。散养情况下，猪肉质量和安全无法保证，生猪养殖中瘦肉精、抗生素、消毒药滥用难以控制，

生猪屠宰是整个猪肉流通过程的中间环节，近些年来我国生猪屠宰行业集中度有所提升，但仍处于较低水平。2008年之前，我国共有3万余家畜禽定点屠宰企业，但80%以上为半机械化和手工屠宰的小型企业，产品流通高度分散。针对行业发展现状，2008年国务院和商务部分别发布了修订后的《生猪屠宰管理条例》（以下简称“《条例》”）及《生猪屠宰管理条例实施办法》（以下简称“《办法》”），并于2008年8月1日实施。《条例》和《办法》进一步强化了生猪定点屠宰、集中检疫等制度，严格规定了生猪定点屠宰证书等的发放程序，未经定点，任何单位和个人不得从事生猪屠宰活动。自《条例》及配套办法实施以来，我国生猪屠宰行业取得了较快发展。随着生猪定点屠宰制度的落实，县级以上城市猪肉供应已基本上来自生猪定点屠宰企业（包括生猪定点屠宰厂（场）和小型屠宰场点），乡镇进点屠宰率近95%，私屠滥宰现象得到有效遏制，食

用猪肉引起的食品安全事件明显减少。各地通过审核清理，取消生猪定点屠宰资格企业3,497家，限期整改3,748家。行业技术水平升级加快，全国机械化屠宰厂（场）已达到3,000余家，较实行定点屠宰制度前增加了10倍。

为进一步淘汰落后产能，加快产业升级，商务部于2009年制定《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010～2015年）》，提出逐步形成以跨区域流通的现代化屠宰加工企业为主体，区域性肉品加工企业发挥重要功能作用，以供应本地市场的定点屠宰企业为补充，梯次配置、布局合理、有序流通的产业布局。到2015年，在全国生猪生产区（包括生猪养殖基地县、调出大县，下同）培育一批年屠宰量在100万头以上的大型定点屠宰厂（场），其屠宰量占全国的比重逐步提升，实行品牌化经营的生猪定点屠宰厂（场）的数量适度增长；培育一批以大中城市为重点销售范围的区域性头品加工配送企业，定点屠宰厂（场）通过连锁店、专卖店等渠道销售的猪肉产品比例明显提升，一批猪肉产品批发市场的低温仓储设施得到改造和提升，跨区域销售的定点屠宰场全部配置与流通范围相适应的冷链设施、运输车辆。严格控制定点屠宰厂（场）数量，原则上，直辖市和常住人口在500万以上的城市城区要少于4家，其他地级市以上城市城区要少于2家，县（市）全境设1家，有条件的地方可不设屠宰厂（场），西部地区和其它欠发达地区市、县可根据实际情况适当放宽。小型生猪屠宰点的设置数量也要按照《生猪屠宰管理条例》的要求严格把握。

长远看，随着我国经济持续快速发展、城市化进程的加快和广大居民收入水平的提高，猪肉的消费量将在今后较长一段时间内保持持续增长，预计到2015年，全国人均猪肉需求量为61公斤，全国猪肉的总需求量达到5497万吨，为我国生猪屠宰行业的发展提供了广阔的发展空间。

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。

目前，阳江市已初步形成了五金刀剪、海洋渔业、旅游服务和电力能源等支柱产业。其中五金刀剪业是阳江最具特色的优势产业，也是中国百佳产业集群之一。全市五金刀剪生产企业1,500多家，产量占全国的65%，出口量占全国的85%；全市拥有7个国家级和省级重点渔港，全市海水养殖面积2.4万公顷，产量54.9万吨，建成了以对虾、牡蛎、罗非鱼、海水优质鱼和泥蚶为主的水产养殖基地37个；阳江市近年来全力打造广东新能源基地，目前续建项目包括总装机容量800万千瓦的阳江核电站、总装机容量640万千瓦的广东华夏阳西电厂和总装机容量240万千瓦的阳江抽水蓄能电站。此外，阳西县、海陵岛、阳东县和阳春市等地的风电项目也在陆续建设中，包括中航新能源阳西散头咀风电场、华润阳西菩提山49.8MW风电场和大唐阳西白沙湾风电场项目。上述电力能源项目建成后，阳江市将成为广东省乃至全国重要的电力能源基地。

2013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1,040亿元，同比增长15.30%，其中第一产业、第二产业、第三产业增加值分别同比增长4.30%、23.40%、10.10%，三大产业的比例为18.60：49.20：32.20；全年新增城镇就业人数4.46万人，完成目标任务的111.50%，年末城镇登记失业率2.25%；全年完成固定资产投资595亿元，同比增长23%；实现消费品零售总额525亿元，同比增长12.50%；实现规模以上工业总产值1,540亿元，同比增长30%。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，2011~2013 年，阳江市财政总收入分别为 139.75 亿元、156.06 亿元和 154.06 亿元。其中，一般预算收入持续快速增长，分别为 34.95 亿元、43.12 亿元和 53.72 亿元，年均复合增长 23.97%，其中，税收收入占一般预算收入的平均比重为 66.31%；政府性基金收入方面，2011~2013 年，阳江市基金收入逐年减少，分别为 42.47 亿元、37.35 亿元和 24.74 亿元，主要受土地出让收入下降的影响；上级补助收入方面，2011~2013 年，阳江市分别获得上级补助 58.54 亿元、71.44 亿元和 70.64 亿元，其中，专项转移支付所占比例较高，且逐年上升，分别为 60.40%、64.44%和 68.49%。

财政支出方面，2011~2013 年，阳江市财政总支出分别为 127.86 亿元、142.96 亿元和 147.13 亿元，其中，地方公共财政支出分别为 81.05 亿元、101.30 亿元和 114.30 亿元，年均复合增长 18.75%，低于一般预算收入增速。

表 2 阳江市财政收支状况（单位：亿元、%）

科目	2011 年	2012 年	2013 年	增长率
财政总收入	139.75	156.06	154.06	5.00
一般预算收入	34.95	43.12	53.72	23.97
其中：税收收入	23.43	28.63	35.19	22.55
地方公共财政支出	81.05	101.30	114.30	18.75
政府性基金收入	42.47	37.35	24.74	-23.68
政府性基金支出	43.64	38.95	29.17	-18.24

资料来源：阳江市财政局

2013 年，阳江市财政总收入为 144.02 亿元，较上年略有下降，其中一般预算收入同比增幅较大，基金收入略有下降。2013 年，阳江市地方债务总额 45.72 亿元，主要为国内金融机构借款。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。2013 年，阳江市地方政府债务率为 31.74%，总体看，阳江市债务负担较轻。

表 3 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 2013 年底）	金额	地方财力（2013 年度）	金额
（一）直接债务余额	419,873	（一）地方一般预算收入	537,170
1、外国政府贷款		1、税收收入	351,869
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	185,301
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	642,510
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	268,448
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	320,295
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	53,767
3、国债转贷资金	30,264	（三）国有土地使用权出让收入	210,846
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	206,433
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	
6、国内金融机构借款	279,157	3、农业土地开发资金	4,413
（1）政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	59,238	（四）预算外财政专户收入	49,720
7、债券融资	19,049	（五）其他基金收入	

(1) 中央代发地方政府债券		(六) 上年净结余	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	19,049	(七) 上解支出	
8、粮食企业亏损挂账		(八) 调入预算稳定调节基金	
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额	74,626		
1、政府担保的外国政府贷款	8,177		
2、其他	66,449		
地方政府债务余额= (一) + (二) ×50%	457,186	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四) + (五) + (六) - (七) + (八)	1,440,246
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) ×100%		31.74%	

资料来源：阳江市财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 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。

2. 员工素质

(1) 高管人员情况

公司董事长张建社先生，1956 年 2 月出生，本科学历；曾任广东发展银行阳江办事处副经理、阳江分行行长、阳江市财政局副局长、阳江市政协经济委员会主任；现任公司董事长。

公司总经理周湘东先生，1970 年 7 月出生，本科学历；曾任广东海上丝绸之路博物馆副馆长；现任公司副董事长、总经理。

(2) 公司员工情况

截至 2013 年底，公司本部拥有员工 21 人。从员工文化素质情况来看，大专及以下学历 12 人，本科学历 8 人，硕士及以上学历 1 人；从员工年龄构成来看，30 岁以下 3 人，30~50 岁 14 人，50 岁以上 4 人。其中，高级职称员工 1 人，中级职称员工 9 人。

整体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。公司员工整体素质较好，可满足公司日常经营的需求。

3. 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、资金和业务等方面的大力支持：

(1) 资产划拨

2011 年，根据阳江市人民政府阳府复【2011】14--24 号文件批复，阳江市人民政府无偿划拨石湾北路（原金山科技园）44,920 平方米以及城南新区地段 95,894 平方米的土地使用权给公司，土地类型为划拨地。根据阳江市国正土地房地产估价有限公司出具的《评估报告》，土地价值 14.94 亿元；根据阳江市人民政府 2005 年 7 月 11 日（办文编号 1-515），公司获得政府划拨的三江土地，根据（中广信评报字【2011】第 188 号）出具的《评估报告》，土地价值 0.49 亿元。

2012 年，公司新增子公司阳江市白沙自来水有限公司（期末净资产 20.76 万元），系根据 2011 年 10 月 20 日《关于请求解决市自来水公司收购白沙自来水有限公司部分资金的请示》批复同意，在 1,440 万元的收购资金中，由市价格调节基金中补贴 500 万元，阳江市财政局预借 220 万元，

剩余 720 万元由自来水公司自筹解决。

2013 年，根据阳府复【2013】21—23 号等相关发文，阳江市人民政府及辖属市县向无偿划拨价值 26.25 亿元土地（具体文号及评估详见列表）；根据阳江市财政局文件（阳财资【2013】112 号），以资本公积转增实收资本形式增加阳江市高新投资开发有限公司 0.40 亿元实收资本；根据阳西县人民政府工作会议纪要（西府办纪【2013】50 号），阳西县财政局拨付 1 亿元给予子公司丹江公司；阳江市及辖属市县向公司无偿划拨阳江市海裕资产经营有限公司、中铁（阳江）铁路有限公司等 23 家公司，其中，中铁（阳江）铁路有限公司划拨评估增值 5.07 亿元，评估增值部分经广东中联羊城资产评估有限公司出具中联羊城评字【2013】第 WKGPZ0272 号评估报告。

上述三年政府对公司的资产注入在公司“资本公积”中体现。

表 4 2013 年政府无偿划拨企业资产列表

单位名称	期末净资产（万元）	文号
阳江市海裕资产经营有限公司	2,500.56	海管函【2013】59 号
中铁（阳江）铁路有限公司	101,305.64	阳财资【2013】103 号
广东阳江铁路有限公司	26,496.90	
阳江市公用肉类食品有限公司	1,810.95	
阳江市国恒投资控股有限公司	948.40	
阳江市公用事业投资有限公司	2,253.83	
阳东县食品集团大八有限公司	48.56	东府【2013】23 号
阳东县食品集团大沟有限公司	10.73	
阳东县食品集团东平有限公司	331.06	
阳东县食品集团红丰有限公司	34.88	
阳江市高新投资开发有限公司	34,974.67	阳管通【2013】1 号
阳春市金叶发展公司	47,548.72	春府【2013】17 号
阳春市岗美食品公司	122.43	春府【2013】18 号
阳春市春湾食品公司	21.10	
阳春市陂面食品公司	105.22	
阳春市马水食品公司	31.12	
阳春市双滘食品公司	85.41	
阳春市三甲食品公司	132.77	
阳春市国恒房地产开发有限公司	1,190.83	阳财资【2013】103 号
阳西县食品总公司溪头食品公司	23.20	西府函【2013】124 号
阳西县食品总公司塘口食品公司	42.02	
阳西县食品总公司肉联厂	22.85	
总计	220,041.84	--

资料来源：公司审计报告

表 5 2013 年政府无偿划拨土地资产列表（单位：万元）

拨付单位	拨付文号	评估价值	评估报告	土地性质
阳西县人民政府	西府复【2013】87、88 号	15,410.01	中联羊城评字【2013】第 WKGPZ0267 号	住宅用地
阳江市人民政府	阳府复【2013】38--45 号	141,427.15	中联羊城评字【2013】第 WKGPZ0268 号	住宅用地
阳江市人民政府	阳府复【2013】21、22、23、	30,337.45	中联羊城评字【2013】第 WKGPZ0270 号	住宅用地
阳东县人民政府	东府复【2013】67 号	34,361.92	中联羊城评字【2013】第 WKGPZ0271 号	住宅用地
阳春市人民政府	春府【2013】69 号	40,933.39	中联羊城评字【2013】第 WKGPZ0266 号	住宅用地
合计	--	262,469.92	--	

资料来源：公司提供。

（2）资金支持

2011 年，公司收到阳江市财政局拨付的财政资金 1.44 亿元，计入公司营业外收入（阳财预【2011】186 号文）；2012 年，阳江市及辖属市县财政局向公司拨付 1.53 亿元，其中 0.20 亿元计入资本公积，其余 1.33 亿元计入营业外收入（阳财预【2012】144 号文）；2013 年，阳江市及辖属市县财政局向公司拨付 7.24 亿元，其中 4.34 亿元在公司“资本公积”中体现；其余 2.90 亿元计入公司营业外收入（阳财预【2013】127、128 号文）。

此外，2011~2013 年，公司分别获得 0.28 亿元、0.98 亿元和 1.40 亿元项目专项资金，专项用于公司子公司阳西县丹江城建开发有限公司（以下简称“丹江公司”）、阳东县金峰资产经营有限公司（以下简称“金峰公司”）、阳江市自来水公司和阳江市银岭科技新城开发有限公司（以下简称“银岭公司”）的项目建设，计入其他非流动负债。截至 2013 年底，公司其他非流动负债余额 7.97 亿元。

（3）业务支持

根据阳江市人民政府批复阳府复【2012】20 号，明确同意公司具有一级土地开发业务职能。公司开发整治的土地，经阳江市国土部门通过公开转让方式出让后，出让收入全额上缴市财政国库，按国家政策提取相关专项资金后，余额全额返还给公司，同时，政府投资项目使用公司的土地，由阳江市财政按不低于成本的金额予以补偿。

总体看，公司在资产、资金及土地业务等方面获得了政府的大力支持；同时，联合评级关注到，政府对公司划拨的资产主要以土地为主，变现能力差。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是依照《中华人民共和国公司法》的规定设立的国有独资公司。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 7 人组成，其中设 2 名职工代表。董事会成员由阳江市财政局委派或更换，职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长 1 人，副董事长 2 名，由出资人从董事会成员中指定。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，设监事会主席一名。公司监事及监事会主席由阳江市财政局委派或更换。监事的人气每届为 3 年，任期届满，可连任。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。

公司设经理，由董事会聘任或者解聘，经理对董事会负责。

2. 管理水平

为加强公司内部管理，规范运作，公司制定了多项内部管理制度，主要有员工人事劳资管理制度、奖惩制度、财务管理制度和行政事务管理制度。

为适应公司的经营发展以及规范公司人事劳资管理，使公司员工有章可循，提高员工责任感和归属感，公司制定《阳江市恒财城市投资控股有限公司人事劳资管理制度》，涉及员工聘用、人事调动、考勤、薪酬福利、绩效考核、员工培训和劳动合同的管理；公司通过奖罚制度，以公平公正公开为基础，强化员工劳动纪律管理，提高员工的积极性、创造性和执行力，加强公司员工遵纪守法的主动性、自觉性，规范员工的行为，提高员工素质，维护公司正常生产、经营、管理秩序。

公司根据《公司法》、《会计法》、《企业会计准则》、《小企业会计准则》等相关法律法规，结合公司实际情况，制定了《阳江市恒财城市投资控股有限公司财务管理制度（试行）》，对公司本部及各下属单位的资金使用、项目投融资、抵质押和担保等方面作了严格规定。由公司筹措资金投入的项目，必须按照公司董事会或出资人批准的投资方案执行，由分管项目的副总经理和分管财务的副总经理审核，并上报董事长、总经理审批；对于日常支持，则实行分级审批；公司对外抵质押和担保，以及对外借入与借出等融资事项，须按照董事会批准的方案执行，金额 3 万元以上的由公司分管财务的副总经理审核后报董事长、总经理审批。阳江市财政局向公司派驻财务总监，对公司的财务管理和会计核算工作进行监督，实行财务总监联签制度，对需呈报阳江市财政局审批或备案的事项以及明确由财务总监签署的事项实行由财务总监与董事长、总经理、副总经理共同签署审批意见。公司本部向下属各单位派驻财务总监，监督派驻单位的财务管理和会计核算工作，实行财务总监联签办法；各所属单位对外投融资、资产处置等事项须按法定程序进行，同时须报公司本部审批；各所属单位不得以其资产对非控股子公司或公司本部以外的法人提供担保，因特殊原因需提供担保的，必须经公司批准。

在档案管理、印鉴管理、文印管理、办公设备用品管理、公务车使用管理、会议管理、接待管理和出差管理等方面，公司制定了《阳江市恒财城市投资控股有限公司行政事务管理制度》予以指导，使各项管理标准化、制度化。

整体看，公司建立了较为规范的法人治理结构，制定并实施了较为严谨的、完善的管理制度，有助于公司的稳健运营。

七、经营分析

1. 经营现状

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，铁路运输和房地产业务收入为 2013 年新增收入，供水和食品加工业务收入占营业收入的比重较大。2011~2013 年，公司营业收入年均复合增长 48.61%，主要为供水量和生猪屠宰量的增加所致的业务收入增加，以及新增铁路运输和房地产业务收入所致，2013 年达到 7.85 亿元。

毛利率方面，近三年公司供水业务毛利率波动增长，分别为 24.07%、27.88%和 26.93%，其中 2012 年较 2011 年有所上升，主要为售水量增幅显著，摊低了单位成本，2013 年该板块毛利率有所下降，主要受在建工程的增多、固定资产划转导致折旧的増加的影响；食品加工业务毛利率逐年上升，主要多家食品公司的无偿划拨、规模效应所致；2013 年，公司新增的铁路运输和房地产业务毛利率分别为 22.46%和 76.48%。

表 6 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		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
供水	8,156.43	9,002.75	9,920.70	24.07	27.88	26.93
食品加工	24,686.46	26,189.95	52,035.23	6.96	8.89	10.92
工程	1,545.59	1,854.82	2,127.28	19.62	18.35	20.88
铁路运输			9,237.14			22.46
房地产			3,160.86			76.48
合计	34,388.48	37,047.52	76,481.20	11.59	13.98	17.38

资料来源：公司审计报告。

总体看，公司主营业务多元化，主营业务毛利率近三年波动增长，处于较好水平。

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。

2011~2013 年，公司生猪屠宰业务经营情况如下表所示。2013 年，公司生猪屠宰 754,254 头，实现食品加工收入 52,035.23 万元。

表 7 公司生猪屠宰业务经营情况（单位：头、吨、万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
生猪屠宰数量	258,311	291,523	754,254
生猪屠宰重量	21,977.60	25,593.80	66,021.19
食品加工收入	24,686.46	26,189.95	52,035.23

资料来源：公司提供。

总体看，公司食品加工业务中的生猪屠宰业务发展较好，生猪屠宰量和食品加工收入逐年上升，未来发展潜力较大。

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。

公司目前拥有漠江水厂 1 座，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 2013 年底用户 12.67 万户。

供水方面,近三年,公司供水和售水量均持续增长,具体情况见下表所示。

表 8 近三年公司自来水业务经营情况

业务指标	2011 年	2012 年	2013 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	680
供水面积(平方公里)	55	60	60
管网覆盖率	98.5%	99.5%	99.6%
全年供水量(万立方米)	5,708	6,422	7,557
全年售水量(万立方米)	4,566	5,138	5,668
自来水用户数(万户)	11.0	11.3	12.67
自来水销售收入	8,156.43	9,002.75	9,920.70

资料来源:公司提供。

水价方面,2010 年,根据广东省阳江市物价局《关于调整自来水价格的批复》(阳价函【2010】42 号),阳江市自来水价格较之前进行调整,具体调整为居民生活用水 1.48 元/吨、工业园区工业用水 1.10 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 3.80 元/吨。自 2010 年后,阳江市自来水价格未进行调整。

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,具体情况如下表所示。2014~2016 年,公司自来水业务方面预计将继续投入 12800 万元、3000 万元和 343 万元。

表 9 公司自来水业务主要在建项目情况(单位:万元)

项目名称	总投资	截至 2013 年底 已投资额度	2014 年	2015 年	2016 年
第二水厂	23,800	7,747	12,800	3,000	343
合计	23,890	7,747	12,800	3,000	343

资料来源:公司提供。

总体看,公司下属子公司是阳江市区范围内唯一的供水主体,近三年公司供水和售水量均保持快速增长态势,自来水销售收入稳定增长。

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。近三年,公司工程收入持续增长,但规模不大,分别为 1,545.59 万元、1,854.82 万元和 2,127.28 万元,毛利率分别为 19.62%、18.35%和 20.88%。

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、无形资产和其他长期资产支付的现金”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 10 公司主要在建和拟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	2014 年	2015 年	2016 年
（一）在建项目					
洛西大道	9,000.00	2,150.00	3,000.00	3,000.00	850.00
福冈工业园三期市政工程	11,313.96	434.69	7,485.08	3,054.77	339.42
阳西县城北新区路网建设项目	45,128.00	17,250.00	15,000.00	12,000.00	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	2,000.00	2,000.00	1,503.00
阳东县湖滨龙山片区路网建设改造项目	25,002.28	15,400.00	6,350.00	3,000.00	250.28
南浦大道东段	8,400.00	3,841.00	3,000.00	1,300.00	259.00
小计	112,736.24	47,464.69	36,835.08	24,354.77	4,079.70
（二）拟建项目					
城南新区市政基础设施建设项目	127,900.00	4,800.00	36,000.00	47,000.00	40,100.00
阳江高新区港口工业园二期基础设施建设项目	46,036.00	430.00	13,700.00	18,700.00	13,206.00
阳春市蟠龙河小流域综合治理工程	43,320.79	100.00	15,000.00	18,000.00	10,220.79
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	11,000.00	13,000.00	5,423.07
阳西县河西区开发建设项目	43,682.00	3,560.00	16,000.00	15,000.00	9,122.00
阳东县广雅片区基础设施建设项目	32,540.00	350.00	11,000.00	9,800.00	11,390.00
海陵市政基础设施项目	37,295.00	11,320.00	10,700.00	9,500.00	5,775.00
小计	379,846.86	40,210.00	113,400.00	131,000.00	95,236.86
合计	492,581.10	87,674.69	150,235.08	37,454.77	99,316.56

资料来源：公司提供。

如上表所示，2014~2016 年，公司工程业务方面预计将继续投入 15.02 亿元、3.75 亿元和 9.93 亿元。

总体看，公司作为阳江市唯一的基础设施建设工程投融资主体，在建项目和拟建项目较多，未来工程建设收入有望持续增长。

6. 铁路运输

2013 年，公司新增铁路运输业务，由子公司中铁（阳江）铁路有限公司负责运营。公司拥有 1 条铁路线路，由阳江港站至阳春站，全长 64 公里，全部为货运，主要的货运对象为电煤、铁矿石和豆油豆粕等。

公司铁路运输业务的结算方式为以现金方式到发货结算。2013 年，公司铁路运输业务实现收入 9,237.14 万元，毛利率为 22.46%。

截至目前，公司尚无铁路新建计划。

7. 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。截至 2013 年底，公司主要在建和运营平冈住宅楼项目和渔民上岸安居工程 2 个项目，上述两个项目建设资金均由公司自行筹措，并通过项目自身收益实现投资支出平衡。

平冈住宅楼项目占地 749 平方米，共六幢，每幢四层，属独立连体房，建筑面积 2,279 平方米。截至 2013 年底，该项目建设工程已基本完成，正处于销售中，已销售 2 幢住宅楼，销售面积 725.89 平方米。

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。至 2013 年底，该项目已完成 1、2 幢楼 10 层框架工程，预计 2014 年 9 月前竣工验收。3 号楼因地质等原因原桩基础需要进行桩底补强工作，现该项工作正在进行中。

截至 2013 年底，公司无新的房地产项目计划。

总体看，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，各个业务板块经营良好，公司经营收入有望继续保持快速稳定增长。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2011~2013 年财务报表已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2011 年，公司新纳入合并范围的子公司 1 家：阳江市江城区银岭科技产业园物业管理有限公司；2012 年，公司新纳入合并范围的子公司 1 家：阳江市白沙自来水有限公司；2013 年，公司新纳中铁（阳江）铁路有限公司、阳春市金叶发展公司、阳江市高新投资开发有限公司、广东阳江铁路有限公司、阳江市公用事业投资有限公司、阳江市国恒房地产开发有限公司等 22 家合并范围的子公司，2013 年新纳入子公司资产规模较大，对公司资产有较大程度提升，主营业务中新增铁路运输和房地产板块。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 1,091,122.15 万元，负债合计 366,801.32 万元，所有者权益（含少数股东权益）724,320.83 万元。2013 年公司实现营业收入 78,451.38 万元，净利润（含少数股东损益）31,586.68 万元，2013 年公司经营活动现金流量净额为 -27,749.46 万元，现金及现金等价物净增加额 27,902.04 万元。

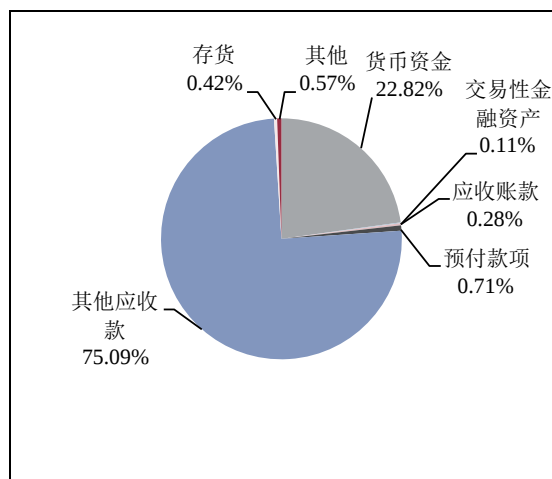
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额大幅增长，年均复合增长 47.42%，主要由货币资金、其他应收款、固定资产、在建工程 and 无形资产增长所致；从资产构成看，非流动资产所占比例较高，截至 2013 年底，公司资产总额 109.11 亿元，其中流动资产占 32.39%，非流动资产占 67.61%。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 26.14%，主要由货币资金和其他应收款构成。截至 2013 年底，公司流动资产 35.34 亿元，同比增加 12.48 亿元，公司货币资金和其他应收款占流动资产的 97.91%。

图 1 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

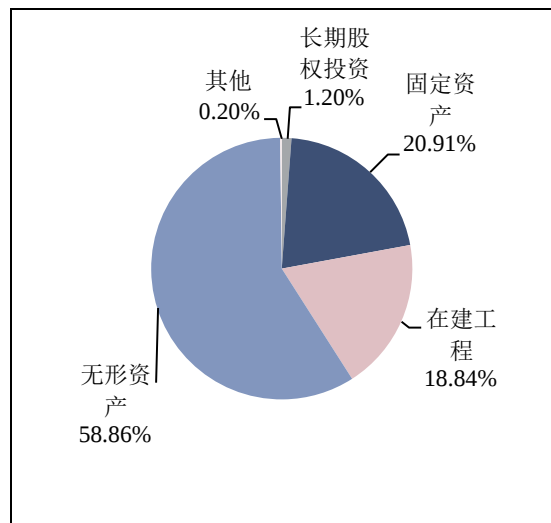
2011~2013 年，公司货币资金持续大幅增长，年均复合增长 42.34%。截至 2013 年底，公司货币资金 8.06 亿元，同比增加 2.79 亿元。公司货币资金主要以银行存款为主，不存在因质押、冻结等对变现有限制或存在回收风险的款项。

2011~2013 年，公司其他应收款年均复合快速增长 21.62%，截至 2013 年底，公司其他应收款总额 26.67 亿元，主要系阳江市高新区财政局（7.80 亿元）、阳江市土地储备中心（5.16 亿元）、阳江市财政局（3.01 亿元）、阳江市江城区财政局（1.60 亿元）和阳江市中医院（1.30 亿元）与公司的暂借款，其中阳江市财政局是公司的实际控制人。从账龄结构看，1 年以内的占 37.36%、1~2 年的占 11.92%、2~3 年的占 4.34%、3~4 年的占 26.93%、4~5 年的占 13.29%、5 年以上的占 6.16%，计提坏账准备 0.13 亿元，占其他应收款总额的 0.5%，坏账准备计提合理，其他应收款净额 26.54 亿元。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产呈大幅增长态势，年均复合增长 62.33%，主要由无形资产、固定资产和在建工程构成。截至 2013 年底，公司非流动资产 73.77 亿元，同比增加 44.08 亿元，主要系无形资产增加所致。

图 2 截至 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2011~2013 年，公司在建工程呈快速增长态势，分别为 8.28 亿元、10.01 亿元和 13.90 亿元，主要系公司的代建工程。截至 2013 年底，投资较大的有银岭工业园工程、新华路北段工程、高新区工业园工程和滨江北路工程，合计占在建工程的 72.11%。

2011~2012 年，公司固定资产保持稳定；2013 年，公司固定资产大幅增长至 15.43 亿元，同比增加 12.70 亿元，主要系新增铁路子公司后，并入公司的线路资产，以及公司从在建工程中转固定资产的 2.29 亿元路轨桥梁。截至 2013 年底，公司固定资产累计折旧 3.78 亿元，其中房屋及建筑物累计折旧 2.69 亿元、路轨桥梁及其他线路资产累计折旧 0.55 亿元。

2011~2013 年，公司无形资产年均大幅增长 60.88%，主要系政府划拨至公司的土地资产。截至 2013 年底，公司无形资产 43.42 亿元，同比增加 26.69 亿元，主要系政府划拨的土地资产（西府复【2013】87、88 号，阳府复【2013】21—23、37—45 号，东府复【2013】67 号、春府复【2013】69 号），经广东中联羊城资产评估有限公司评估，价值 26.25 亿元。

2011~2012 年，公司长期股权投资基本保持不变，系公司持有广东烟草阳江市有限责任公司 26.50% 的股份以及广州国际信托投资公司的小部分股份（均以成本法核算）；2013 年，公司长期股权投资同比增加 0.67 亿元，为 0.88 亿元，主要系公司对广东烟草阳江市有限责任公司转为权益法核算后追加的投资，以及对广东保利南海一号文化实业有限公司的投资（权益法核算，持股 25%），同期，公司获得广东烟草阳江市有限责任公司 0.32 亿元红利。

总体看，公司资产主要以非流动资产为主，货币资金较为充裕，但其他应收款和无形资产规模较大，导致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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益年均大幅增长 62.77%，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，2011 和 2012 年保持不变，主要系政府于 2011 年无偿划拨的土地，价值 15.43 亿元，受益于政府资产划拨和财政补贴，2013 年，公司资本公积合计 56.18 亿元，同比增加 37.46 亿元，系政府无偿划拨的土地资产（评估价值 26.25 亿元）、中铁（阳江）铁路有限公

司（5.07 亿元）、政府财政补贴（5.74 亿元）和对广东烟草阳江市有限责任公司权益法核算调增资产（0.41 亿元）；近三年，公司实收资本保持不变，为 5.06 亿元；未分配利润方面，近三年呈大幅增长态势，年均复合增长 50.84%，2013 年新增未分配利润 2.51 亿元，达到 6.75 亿元。

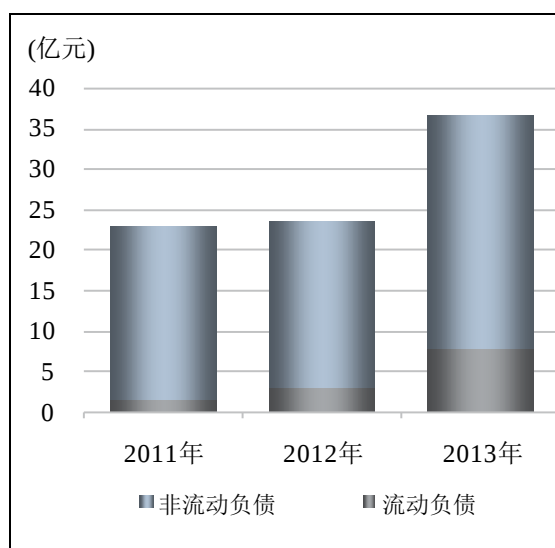
截至 2013 年底，公司所有者权益合计 72.43 亿元，其中包含 3.28 亿元少数股东权益，系铁路公司等股东的增加。

总体看，受益于政府对公司的支持，公司所有者权益保持持续增长态势；所有者权益结构稳定，以资本公积为主。

负债

2011~2013 年，公司负债年均复合快速增长 26.65%，低于公司资产增速，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券和其他非流动负债构成。截至 2013 年底，公司负债合计 36.68 亿元，同比增加 13.05 亿元，主要由于公司 2013 年发行的企业债券。从其结构看，2013 年，公司流动负债占 20.86%，非流动负债占 79.14%。

图 3 近三年公司负债结构



资料来源：审计报告

2011~2013 年，公司流动负债年均复合大幅增长 138.66%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和短期借款构成。截至 2013 年底，公司流动负债 7.65 亿元，同比增加 4.67 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。

2011~2013 年，公司其他应付款年均复合大幅增长 106.62%。截至 2013 年，公司其他应付款 4.38 亿元，同比增加 2.01 亿元，主要系往来款项。金额较大的债权单位或项目有：江城区银岭开发区管委会（0.15 亿元）、阳江市气象局（0.13 亿元）、代收的污水处理费（0.13 亿元）、阳江市日报社（0.11 亿元）和广东三茂铁路股份有限公司（0.11 亿元）。

2011~2013 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 222.22%。截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债 1.97 亿元，同比增加 1.76 亿元。

2011 公司无短期借款；2012 和 2013 年，公司短期借款分别为 0.23 亿元和 0.80 亿元，主要系保证借款。

2011~2013 年，公司非流动负债呈快速增长态势，年均复合增长 16.13%。公司非流动负债主

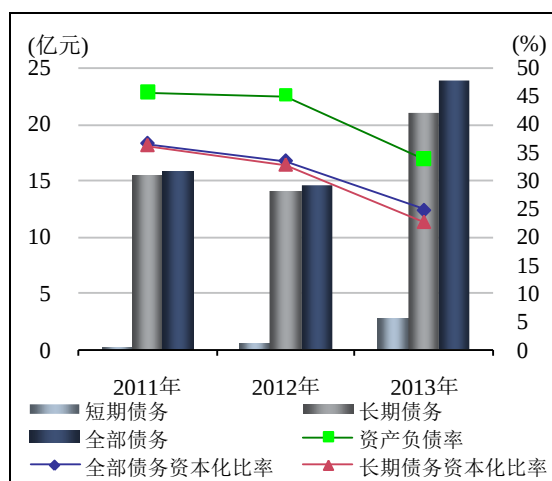
要由长期借款和其他非流动负债构成。截至 2013 年底，公司非流动负债 29.03 亿元，同比增加 8.38 亿元，主要由公司 2013 年发行的企业债券所致。

2011~2013 年，公司长期借款分别为 15.44 亿元、14.02 亿元和 10.80 亿元。截至 2013 年底，公司抵押贷款 10.78 亿元。

2011~2013 年，公司其他非流动负债持续增长，年复合增长 19.35%。截至 2013 年底，公司其他非流动负债 7.97 亿元，主要系政府拨付的专项项目建设资本金。

2013 年，公司发行 7 年期 10 亿元“13 阳江债”，应付当年利息 0.21 亿元。

图 4 近三年公司债务状况



资料来源：审计报告

在有息债务方面，2011~2013 年，受“13 阳江债”的影响，公司全部债务年均快速增长 23.35%。截至 2013 年底，公司全部债务 23.78 亿元。由于一年内到期的长期借款，短期债务占全部债务的比重略有上升，为 11.66%，长期债务的比重为 88.34%；受资本公积大幅增加的影响，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降至 22.48%、24.72%和 33.62%。近三年，上述平均值分别为 28.25%、29.63%和 39.41%。

总体看，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。预计公司未来的持续投资（以土地整理为主），债务规模预计将有所上升。

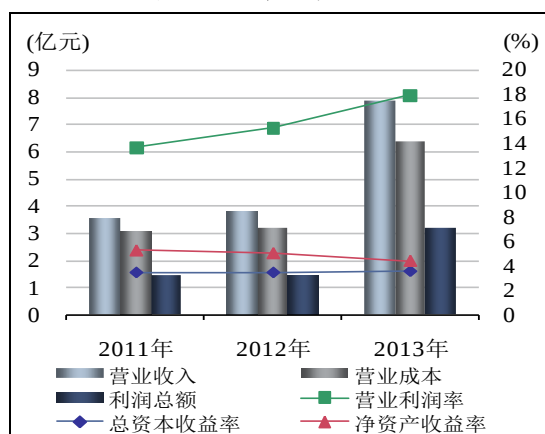
4. 盈利能力

2011~2013 年，随着公司供水面积的扩大、新纳入的食品公司带来的业务增加，以及新增的铁路运输和房地产板块收入，公司营业收入呈大幅上升态势，年均复合增长 48.61%。2013 年，公司营业收入 7.85 亿元，同比增加 4.05 亿元。

2011~2013 年，受管理费用（在建工程转固定资产后新增的折旧）增加的影响，公司期间费用呈大幅增长态势，年均复合增长 59.48%；同期，公司期间费用占营业收入的比重逐年上升，分别为 18.30%、18.50%和 21.07%。

2011~2013 年，公司分别获得政府财政补贴 1.44 亿元、1.99 亿元和 2.90 亿元，对公司利润总额有较程度的提升。

图5 近三年公司盈利状况



资料来源：审计报告

从盈利指标看，2013年，公司营业利润率和总资本收益率有所改善，分别为17.91%和3.54%，净资产收益率受大规模土地划拨的影响，降至4.36%，近三年上述指标平均值分别为16.24%、3.48%和4.72%。整体看公司盈利能力处于较弱水平。

总体看，公司期间费用占营业收入比重较大，财政补贴在公司利润总额中占比较大。公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴的依赖程度大。

5. 现金流

从经营活动看，2011~2013年，随着公司营业收入规模的逐年扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年大幅增长，分别为3.91亿元、4.03亿元和8.15亿元；由于大额往来款以及政府拨付的财政补贴，公司收到其他与经营活动有关的现金呈大幅增长态势，分别为2.23亿元、5.79亿元和6.36亿元，相应地，公司支付其他与经营活动有关的现金亦呈现大幅增长态势，近三年分别为1.65亿元、1.05亿元和10.26亿元；随着食品加工业务规模的扩大，公司因购买商品、接受劳务支付的现金逐年大幅增长42.96%，分别为2.87亿元、3.11亿元和5.86亿元；2011和2012年，公司经营活动产生的现金流呈净入，分别为1.10亿元和5.05亿元，2013年呈净流出，为2.77亿元。

从收入实现质量方面看，2011~2013年，公司现金收入比分别为110.02%、106.18%和103.94%，公司整体收入实现质量较好。

从投资活动看，2011~2013年，公司投资活动现金流入规模较少，主要系取得投资收益收到的现金，分别为0.17亿元、0.23亿元和0.33亿元；投资活动现金流出呈大幅上涨态势，年均复合增长84.83%，系购建固定资产、无形资产等支付的现金（公司基建工程项目投资支出）；投资活动产生的现金流量净额分别为-1.22亿元、-1.49亿元和-4.42亿元。

从筹资活动看，2011和2012年，公司筹资活动现金流入分别为0.38亿元和0.56亿元，主要系取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出主要系偿还债务支付的现金（1.34亿元和1.96亿元）；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.82亿元和-2.27亿元。2013年，公司筹资活动现金流入大幅增加，主要由公司发行的10.00亿元企业债券和吸收投资收到的5.54亿元现金所致，同期，偿还债务和利息支付的现金为5.38亿元，筹资活动产生的现金流量净额为9.98亿元。

总体看，经营性现金收入实现质量较好，但大额的往来款占用了公司的资金，公司通过对外举债来满足经营性和投资活动资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，受公司往来款和到期的长期负债影响，公司流动比率和速动比率逐年下降，但仍处于较高水平，三年平均值分别为792.01%和789.29%，2013年底分别为461.98%和460.02%；公司经营现金流流动负债比分别为81.60%、169.67%和-36.28%。整体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，随着公司利润总额的逐年增长，公司EBITDA逐年增加，分别为1.73亿元、1.77亿元和3.96亿元；EBITDA全部债务比逐年上升，分别为0.11倍、0.12倍和0.17倍。综合看，考虑到公司的土地资产、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2013年底，公司尚无银行授信，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2013年底，公司无对外担保。

7. 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2014年2月26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。

8. 抗风险能力

考虑到公司自身经营和财务状况，阳江市经济和财政实力的不断增长，以及政府对公司在资产和资金等方面的有力支持，公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行额度为11亿元，占2013年底公司长期债务和全部债务的52.36%和46.26%，对公司现有债务影响大。

截至2013年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为33.62%和24.72%，以公司2013年底报表财务数据为基础，预计本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至39.70%和32.44%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券的0.56倍、0.89倍和1.32倍；2011~2012年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期债券的0.10倍和0.46倍，2013年公司经营活动现金流量净额为负值；2011~2013年，公司EBITDA对本期债券的保障倍数分别为0.16倍、0.16倍和0.36倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障程度一般，经营活动产生的现金流量净额和EBITDA对本期债券保障程度较弱。

考虑到本期债券设置债券本金分期兑付条款，在本期债券存续期的第3至第7个计息年度末每年偿还债券本金的20%（2.20亿元）。将分期偿还金额纳入偿还能力分析，2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的2.79倍、4.46倍和6.60倍；EBITDA对分期偿还本金的保障倍数分别为0.79倍、0.80倍和1.80倍；公司于2013年9月9日发行的10亿元“13阳江债”也设置债券本金分期兑付条款，于债券存续期内的第3至第7个计息年度末每年偿还“13阳江债”本金的20%（2亿元），将单年度最高偿还额度4.20亿元纳入偿还能力分析，2011~

2013 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为单年度最高偿还额的 1.46 倍、2.34 倍和 3.46 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券每年还本金额及单年度最高偿还额的保障能力较好。

3. 本期债券偿付安排

本期债券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本期债券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本期债券的本息偿付。本期债券各项的预期收益情况如下表所示。

表 11 公司本期债券募投项目收益情况（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率	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，本期债券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，因而对本期债券本息偿付具有一定不确定性。

4. 债券债权代理

公司聘请国家开发银行股份有限公司广东省分行（以下简称“债权代理人”）作为本期债券的全体债券持有人的债权代理人，并签署了《2014 年阳江恒财城市投资控股有限公司公司债券债权代理协议》。债权代理人将于本期债券存续期内的每一个付息日、兑付日、回售日、到期日 5 日前督促发行人按时履行规定的付息和/或还本的义务。公司不能偿还债务时，债权代理人根据债券持有人会议之决议受托参与公司整顿、和解、重组或者破产的法律程序。

5. 偿债资金专户监管

公司聘请国家开发银行股份有限公司广东省分行作为监管银行，双方签署《2014 年阳江市恒财城市投资控股有限公司公司债券资金账户开立和监管协议》，公司在监管银行处开设募集资金专项账户和专项偿债账户，专用于存储本期债券发行的募集资金、向债券持有人支付本期债券本金和利息以及银行结算费用。协议约定，受托管理人应确保在兑付日或付息日前 5 个工作日将资金落实到位，同时由监管银行在本期债券存续期间对公司进行账户监管。

十、结论

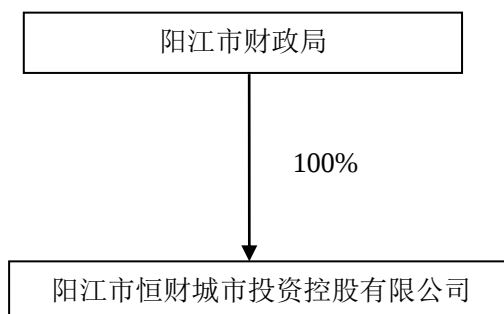
公司是阳江市主要的城市基础设施建设、自来水供水和生猪屠宰主体，在区域具有业务垄断性，持续获得阳江市政府在资金和资产等方面的大力支持。公司主营业务分别覆盖自来水供应、生猪屠宰、城市基建、铁路运输和房地产等多个行业，可有效规避单一业务风险。同时，联合评级也关注到公司未来投资规模大和盈利能力弱等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面

影响。

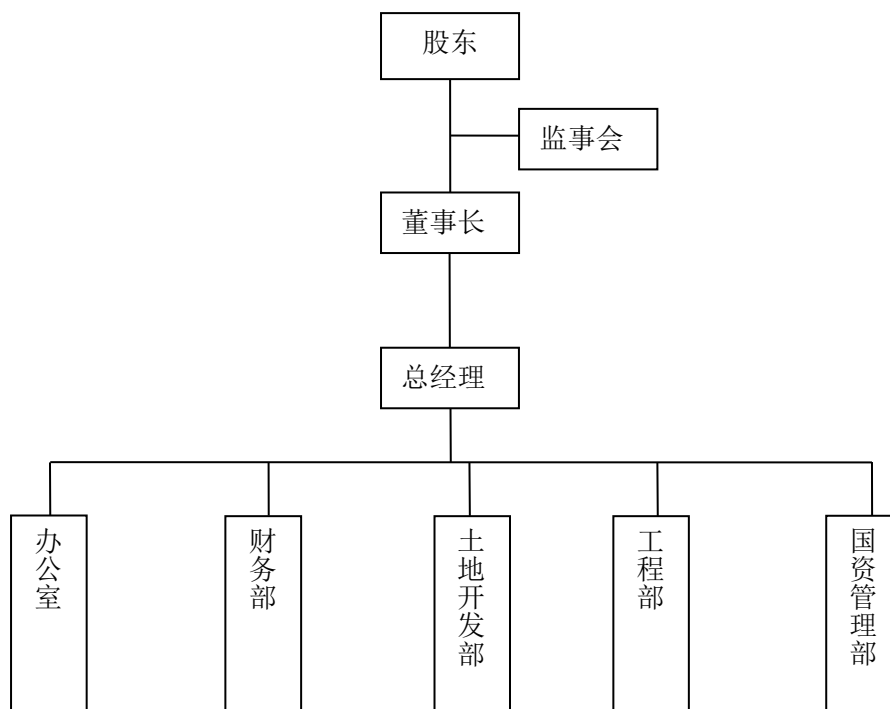
近年来，公司资产规模快速增长，资产构成中其他应收款和无形资产规模较大，公司资产流动性偏弱，资产质量一般。虽然大规模的市政项目建设将增大公司的债务压力，但良好的外部经营环境和有力的政府支持将有助于公司保持经营稳定性，并对公司偿债能力形成有效支撑。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 截至 2013 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

附件2-1 阳江市恒财城市投资控股有限公司

2011年~2013年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	39,799.16	52,732.98	80,635.02	42.34
交易性金融资产	427.00	468.89	397.97	-3.46
应收票据				
应收账款	48.54	48.70	989.15	351.40
预付款项	1,648.81	1,798.61	2,514.30	23.49
应收利息				
应收股利				
其他应收款	179,392.15	173,050.30	265,355.67	21.62
存货	806.05	547.78	1,494.38	36.16
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产			2,010.83	
流动资产合计	222,121.70	228,647.26	353,397.32	26.14
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	2,139.41	2,139.41	8,821.26	103.06
投资性房地产				
固定资产	27,193.34	27,303.08	154,268.19	138.18
在建工程	82,776.73	100,095.25	138,978.32	29.57
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	167,752.20	167,285.25	434,189.31	60.88
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产	81.25	66.25	1,449.37	322.35
其他非流动资产	0.08	0.00	5.33	692.75
非流动资产合计	13.05	13.05	13.05	
资产总计	279,956.07	296,902.30	737,724.82	62.33

附件2-2 阳江市恒财城市投资控股有限公司
2011年~2013年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款		2,300.00	8,014.00	
应付票据				
应付账款	113.22	264.27	2,328.30	353.48
预收款项	478.77	753.89	1,119.85	52.94
应付职工薪酬	223.94	289.91	1,009.39	112.31
应交税费	163.34	122.72	276.98	30.22
应付利息	285.07	262.16	194.82	(17.33)
应付股利				
其他应付款	10,265.47	23,699.89	43,826.50	106.62
预提费用				
一年内到期的非流动负债	1,900.00	2,100.00	19,727.00	222.22
其他流动负债				
流动负债合计	13,429.79	29,792.84	76,496.84	138.66
非流动负债：				
长期借款	154,404.45	140,163.18	107,980.00	(16.37)
应付债券			102,101.92	
长期应付款	4,885.04	573.56	516.44	(67.49)
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债	55,957.28	65,752.65	79,706.12	
非流动负债合计	215,246.78	206,489.39	290,304.48	16.13
负债合计	228,676.57	236,282.22	366,801.32	26.65
所有者权益：				
实收资本(或股本)	56,000.00	56,000.00	56,000.00	
资本公积	185,104.69	187,134.69	561,764.81	74.21
专项储备				
盈余公积	2,630.01	3,764.18	6,275.23	54.47
未分配利润	29,666.51	42,368.47	67,498.28	50.84
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	273,401.20	289,267.34	691,538.33	59.04
少数股东权益			32,782.50	
所有者权益合计	273,401.20	289,267.34	724,320.83	62.77
负债和所有者权益总计	502,077.77	525,549.56	1,091,122.15	47.42

附件 3 阳江市恒财城市投资控股有限公司

2011 年~2013 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	35,524.94	37,962.04	78,451.38	48.61
减: 营业成本	30,525.58	31,990.08	63,387.29	44.10
营业税金及附加	162.91	199.26	1,016.22	149.76
销售费用	1,301.20	1,510.01	2,656.18	42.88
管理费用	4,768.90	5,135.55	11,124.40	52.73
财务费用	430.65	378.93	2,752.72	152.82
资产减值损失	94.71	-31.87	400.10	105.53
加: 公允价值变动收益	-45.68	41.90	-119.29	61.60
投资收益	1,691.54	2,332.49	3,653.62	46.97
其中: 对合营企业投资收益	1,691.54	2,332.49	3,588.75	45.66
其他业务利润				
二、营业利润	-113.15	1,154.46	648.80	
加: 营业外收入	14,459.29	13,450.65	31,310.01	47.15
减: 营业外支出	50.33	122.52	179.85	89.04
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	14,295.81	14,482.59	31,778.96	49.10
减: 所得税费用	37.09	51.89	192.28	127.68
四、净利润	14,258.72	14,430.70	31,586.68	48.84

附件 4-1 阳江市恒财城市投资控股有限公司

2011 年~2013 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	39,083.27	40,309.51	81,542.44	44.44
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	22,301.68	57,859.36	63,611.60	68.89
经营活动现金流入小计	61,384.95	98,168.87	145,154.04	53.77
购买商品、接受劳务支付的现金	28,694.86	31,138.22	58,647.65	42.96
支付给职工以及为职工支付的现金	3,822.70	4,544.28	9,562.13	58.16
支付的各项税费	1,390.31	1,432.74	2,126.04	23.66
支付其他与经营活动有关的现金	16,518.13	10,504.05	102,567.67	149.19
经营活动现金流出小计	50,425.99	47,619.29	172,903.50	85.17
经营活动产生的现金流量净额	10,958.96	50,549.59	-27,749.46	
二、投资活动产生的现金流量:				
取得投资收益收到的现金	1,691.54	2,332.49	3,302.13	39.72
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	3.65	3.90	140.76	520.95
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	1,695.19	2,336.39	3,442.88	42.51
购建固定资产、无形资产等支付的现金	13,944.96	17,242.83	47,637.47	84.83
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	13,944.96	17,242.83	47,637.47	84.83
投资活动产生的现金流量净额	-12,249.78	-14,906.44	-44,194.59	89.94
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	1,428.01	2,030.00	55,380.05	522.75
发行债券所收到的现金			100,000.00	
取得借款收到的现金	2,328.00	3,600.00	10,390.00	111.26
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	3,756.01	5,630.00	165,770.05	564.34
偿还债务支付的现金	13,384.27	19,598.67	53,842.50	100.57
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,608.92	8,740.65	12,081.46	18.46
支付其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流出小计	21,993.19	28,339.32	65,923.96	73.13
筹资活动产生的现金流量净额	-18,237.18	-22,709.32	99,846.09	
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-19,528.00	12,933.82	27,902.04	
五、现金及现金等价物净增加额	59,327.15	39,799.16	52,732.98	-5.72
六、期末现金及现金等价物余额	39,799.16	52,732.98	80,635.02	42.34

附件 4-2 阳江市恒财城市投资控股有限公司

2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	14,258.72	14,430.70	31,586.68	48.84
加: 资产减值准备	94.71	-31.87	400.10	105.53
固定资产折旧及其他	2,165.54	2,299.82	4,237.41	39.88
无形资产摊销	379.56	466.94	669.55	32.82
长期待摊费用摊销	15.00	15.00	401.10	417.11
处置固定资产、无形资产等损失	-2.52	32.87	-101.34	533.55
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	45.68	-41.90	119.29	61.60
财务费用	481.16	448.90	2,468.63	126.51
投资损失	-1,691.54	-2,332.49	-3,653.62	46.97
递延所得税资产减少	-0.06	0.08	-5.33	868.09
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-230.28	258.27	-153.93	-18.24
经营性应收项目的减少	-17,285.33	7,530.38	-78,281.14	112.81
经营性应付项目的增加	12,728.31	27,472.87	14,563.14	6.97
其他				
经营活动产生的现金流量净额	10,958.96	50,549.59	-27,749.46	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	39,799.16	52,732.98	80,635.02	42.34
减: 现金的期初余额	59,327.15	39,799.16	52,732.98	-5.72
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-19,528.00	12,933.82	27,902.04	

附件 5 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.02	5.32	8.10
资产总额(亿元)	50.21	52.55	109.11
所有者权益(亿元)	27.34	28.93	72.43
短期债务(亿元)	0.19	0.44	2.77
长期债务(亿元)	15.44	14.02	21.01
全部债务(亿元)	15.63	14.46	23.78
营业收入(亿元)	3.55	3.80	7.85
利润总额(亿元)	1.43	1.45	3.18
EBITDA(亿元)	1.73	1.77	3.96
经营性净现金流(亿元)	1.10	5.05	-2.77
财务指标			
销售债权周转次数(次)	731.80	780.79	151.18
存货周转次数(次)	37.87	47.26	62.08
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.10
现金收入比(%)	110.02	106.18	103.94
营业利润率(%)	13.61	15.21	17.91
总资本收益率(%)	3.43	3.43	3.54
净资产收益率(%)	5.22	4.99	4.36
长期债务资本化比率(%)	36.09	32.64	22.48
全部债务资本化比率(%)	36.37	33.32	24.72
资产负债率(%)	45.55	44.96	33.62
流动比率(%)	1653.95	767.46	461.98
速动比率(%)	1647.95	765.62	460.02
经营现金流动负债比(%)	81.60	169.67	-36.28
EBITDA 利息倍数(倍)	36.03	39.46	16.02
EBITDA 全部债务比	0.11	0.12	0.17
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.56	0.89	1.32
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.10	0.46	-0.25
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.16	0.36

附件 6 有关计算指标的计算公式（新准则）

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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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	
总资本收益率	(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+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券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。