

# 信用等级公告

联合〔2019〕1223号

联合资信评估有限公司通过对阳江市恒财城市投资控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阳江市恒财城市投资控股有限公司主体长期信用等级为AA，维持“15阳江债/PR 阳江投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告



## 阳江市恒财城市投资控股有限公司跟踪评级报告

### 评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 阳江债/PR 阳江投	6.60	2022/4/14	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 11 日

### 财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	11.74	12.14	21.46
资产总额(亿元)	147.11	148.68	146.92
所有者权益(亿元)	78.29	80.21	73.91
短期债务(亿元)	13.29	6.21	7.74
长期债务(亿元)	21.77	19.04	14.73
全部债务(亿元)	35.06	25.25	22.47
营业收入(亿元)	13.00	16.10	17.83
利润总额(亿元)	0.94	0.72	1.26
EBITDA(亿元)	2.15	3.20	2.96
经营性净现金流(亿元)	15.51	18.31	20.30
营业利润率(%)	12.62	13.40	18.36
应收类款项/资产总额(%)	35.72	31.07	23.73
净资产收益率(%)	0.67	0.76	1.37
资产负债率(%)	46.78	46.05	49.70
全部债务资本化比率(%)	30.93	23.94	23.31
流动比率(%)	270.40	305.34	269.09
经营现金流动负债比(%)	54.70	82.02	83.83
全部债务/EBITDA(倍)	16.28	7.89	7.58

分析师：张龙景 霍正泽

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

### 评级观点

跟踪期内，阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“公司”）作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经营主体，区域专营优势明显，能够获得一定的外部支持，公司营业收入持续增长，债务规模下降，债务负担较轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收款项占比高、资产流动性弱、盈利能力弱等因素对公司信用水平的不利影响。

阳江市经济缓慢发展，固定资产投资保持增长，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持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“15阳江债/PR阳江投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司作为阳江市基础设施建设、自来水供应和生猪屠宰业务重要经营主体，区域专营优势明显。
2. 跟踪期内公司营业收入持续增长，债务规模下降，债务负担较轻。

### 关注

1. 跟踪期内，公司其他应收款规模大，土地资产及在建工程占比高，资产流动性弱。
2. 跟踪期内，公司利润形成仍依赖财政补助及投资收益，经营性业务盈利能力弱。
3. 跟踪期内，阳江市政府收回部分土地，公司资本公积有所减少。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

# 阳江市恒财城市投资控股有限公司跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于阳江市恒财城市投资控股有限公司（以下简称“公司”）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 2018 年底，公司注册资本和实收资本均为 5.60 亿元。

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，经营范围新增财务咨询、工程咨询、国内贸易以及投资教育。截至 2018 年底，公司纳入合并口径一级子公司 45 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 2018 年底，公司本部在职员工 34 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 146.92 亿元，所有者权益 73.91 亿元。2018 年，公司营业收入 17.83 亿元，利润总额 1.26 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：周湘东。

## 三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评“15 阳江债/PR 阳江投”尚需偿还债券本金 6.60 亿元。跟踪期内，公司已按期支付债券利息及分期偿还本金。“15 阳江债/PR 阳江投”募集资金已按照约定用途使用完毕，募投项目已经完工，但公司尚未获得配套土地出让收益。

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
15 阳江债/PR 阳江投	11.00	6.60	2015/4/14	7 年

资料来源：联合资信整理

## 四、行业及区域经济环境

### 1. 城市基建行业分析

#### （1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了

一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

## （2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。

	意见》国发办〔2019〕6号	
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

### （3）行业发展

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

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

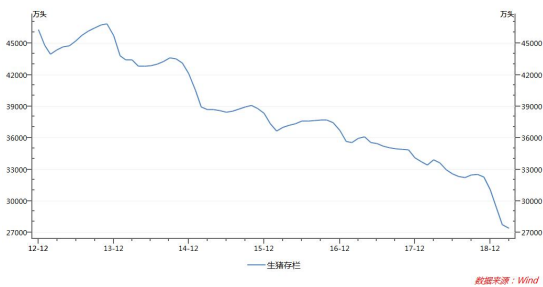
### 2. 生猪养殖行业概况

2014年，受前期补栏数量大，存栏量保持高位，餐饮业受“三公”消费影响需求小于预期，养殖户对未来行情持悲观态度等因素综合作用，生猪价格整体波动下降；猪粮比全年几

乎都处于6.0以下，最低探至4.6，大部分养殖户出现深度亏损，行业进入周期性波谷；养殖户开始淘汰屠宰母猪，控制生猪存栏量，能繁母猪数量及生猪存栏量在此期间快速下滑，行业深度洗牌，抗风险能力弱的散户加速退出。2015年4月~2016年底，能繁母猪数量及生猪存栏量继续惯性下滑，供需关系转变，生猪行情进入新一轮上涨周期，叠加饲料原材料价格下跌，生猪价格飙升，最高达到21.05元/公斤；猪粮比均超过6.0，且持续增长，最高到10.95的历史最高点，行业内企业获利颇丰。进入2017年，生猪价格理性回落，但猪粮比仍维持在7.7以上，养殖户盈利仍显著高于历史数据。2018年3月底，生猪价格继续降至10.89元/公斤，猪价一度跌破全行业成本线，显著减少了养殖户的盈利水平，部分缺乏规模效应的养殖户已出现亏损。其后，随着生猪存栏量继续快速下滑，截至2019年3月底国内生猪存栏量27421万头，较2017年底大幅下降19.71%。

图1 2012~2019年3月底中国生猪存栏量

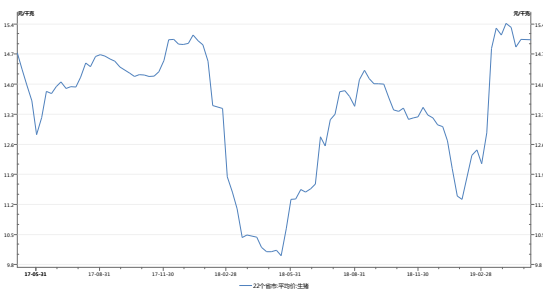
（单位：万头）



数据来源：wind 资讯

跟踪期内，生猪价格进入下行周期，从2017年底的约15元/千克，降至最低2018年5月的10元/千克，下半年虽有所回升但均低于上年同期水平。此外，2018年8月以来，我国发生非洲猪瘟疫情，现已扩散至全国范围，考虑非洲猪瘟暂无有效疫苗防控，预计短期难以根除，疫情加大了猪价的周期波动。

图2 2017年以来中国生猪价格情况（元/千克）



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

### 3. 阳江市区域经济概况

公司是阳江市重要的基础设施项目建设主体、自来水供应和生猪屠宰业务经营主体，阳江市社会经济的持续发展对公司的稳健发展有重要影响。

**阳江市经济缓慢发展，固定资产投资保持增长，公司发展外部环境较稳定。**

根据《阳江市2018年统计公报摘要》，2018年阳江市实现地区生产总值（GDP）1350亿元，

同比增长3.5%。全市规模以上工业增加值215亿元，增长3.0%。全年完成固定资产投资预计391亿元，同比增长4.0%，其中有经济投资85.82亿元，增长6.9%；民间投资210.84亿元，增长3.7%；港澳台、外商经济投资16.33亿元，增长10.4%。分产业看，第一产业投资0.81亿元，下降62.4%；第二产业投资156.98亿元，增长11.8%，其中工业投资156.98亿元，增长11.8%，工业投资中的制造业投资57.26亿元，增长23.6%；第三产业投资232.98亿元，下降0.2%。房地产开发投资141.61亿元，下降2.2%，其中商品房住宅投资111.10亿元，下降1.5%。商品房销售面积412.09万平方米，下降8.8%。国内贸易方面，全市社会消费品零售总额750亿元，同比增长9.5%。按消费形态分，商品零售675亿元，增长9.9%；餐饮收入75亿元，增长6.0%。总体看，阳江市经济缓慢发展，固定资产投资保持增长，公司外部发展环境较稳定。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至2018年底，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

**阳江市一般公共预算收入保持增长，但财政自给能力弱，债务负担较重。跟踪期内，公司获阳江市政府财政补贴、项目建设资金支持。**

根据《阳江市2018年预算执行情况和2019年预算草案的报告》，全市一般公共预算收入62.62亿元，增长3.2%。其中税收收入44.97亿元，增长17.6%。2018年，阳江市获上级补助收入145.97亿元；全市一般公共预算支出224.25亿元，财政自给率27.92%，财政自给能力弱。全市政府性基金收入42.83亿元，增长24.9%。2018年底，阳江市地方政府债务余额预计执行数169.86亿元，整体债务率约

67.56%。总体看，阳江市一般预算收入保持增长，但财政自给能力弱，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。

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

### 3. 企业信用记录

**跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。**

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码G1044170100031510K），截至2019年5月7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8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，并出具了相关说明；。

截至2019年6月6日，未发行公司被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

表3 2017~2018年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务类别	2017年		2018年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
食品加工	103727.32	7.95	108398.33	7.83
供水	20472.36	26.80	19327.58	35.66
铁路运输	9552.23	23.59	10145.15	10.04
河砂	6433.03	29.79	10962.19	45.93
公路桥梁工程	12822.09	6.92	4763.77	4.43
房地产	3547.70	16.82	7609.30	8.50
工程	3486.71	91.38	7064.26	57.14
其他	911.31	68.08	9990.20	78.90
合计	160952.75	14.41	178260.79	19.19

资料来源：公司审计报告

### 2. 业务经营分析

#### (1) 食品加工业务

**跟踪期内，公司生猪屠宰量增加，食品加工收入有所增长，毛利率略有下降。**

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

跟踪期内，公司法人治理结构、高管人员、管理制度等无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**跟踪期内，公司业务结构稳定，仍以食品加工、供水、铁路运输以及河砂销售为主。公司营业收入较快增长，综合毛利有所提升。**

公司的营业收入主要来自食品加工、供水、铁路运输、工程、房地产、河砂销售等，其中食品加工收入占比最高。2018年，公司实现营业收入17.83亿元，同比增长10.75%，主要系食品加工、河砂销售、房地产销售以及其他业务收入增加。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。当期，综合毛利率19.19%，较上年有所上升，主要系河砂销售以及供水业务毛利率上升。其中河砂销售业务毛利率上升主要系河砂销售价格上涨以及本期规费缴纳减少；供水业务毛利率上升主要系税费和漏损率下降。

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

肉销售均采用现金结算方式。

2018 年，公司生猪屠宰重量 8.62 万吨，同比增长 32.24%；食品加工收入 10.84 亿元，同比增长 4.50%。当期，公司食品加工毛利率略有下降，为 7.83%。

表 4 2016~2018 年公司生猪屠宰业务经营情况（单位：头、吨、万元）

项目	2017 年	2018 年
生猪屠宰数量	709330.00	968544.00
生猪屠宰重量	65197.65	86217.00
食品加工收入	103727.32	108398.33

资料来源：公司提供

## (2) 供水业务

**跟踪期内，公司供水能力、覆盖区域未发生变化，年度供水量、售水量略增加。**

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。公司目前拥有的主要供水管道达 838.70 公里，供水面积近 80 平方公里，在阳江市区的供水管网覆盖率达 98.90%。

2018 年，公司售水量为 7530.00 万立方米，

较上年略有增加；公司供水收入 1.93 亿元，较上年略有下降，主要系其中的安装工程收入减少所致。

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

表 5 阳江市不同区域居民生活用水收费标准  
单位（元/吨）

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

资料来源：公司提供

表 6 2016~2018 年公司自来水业务经营情况

业务指标	2017 年	2018 年
日供水能力（万立方米）	36	36
供水管网（DN150 以上）总长度（公里）	830	838.70
供水面积（平方公里）	80	80
管网覆盖率（%）	98.90	98.90
全年供水量（万立方米）	9376.00	9430.00
全年售水量（万立方米）	7248	7530
自来水用户数（万户）	13.80	13.9
自来水销售收入（万元）	20472.36	19327.58

资料来源：公司提供

### (3) 铁路运输业务

**跟踪期内，公司铁路运输收入略有增加，毛利率大幅下降。**

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、广东省粤流发电有限责任公司等，合计占比 96.30%。2018 年，公司铁路运输业务收入 1.01 亿元，较上年略有增加；当期，公司铁路运输业务毛利率为 10.04%，较上年大幅下降，主要系设备修理费用增加所致。

### (4) 河砂业务及其他

2014 年，公司通过资产置换取得河砂经营权，并相继成立阳江市恒财河砂经营有限公司、江城区恒财河砂经营有限公司、阳东县恒财河砂经营有限公司、阳春市恒财河砂经营有限公司和阳西县丹江河砂经营有限公司负责河砂开采及销售，清淤工程等。2018 年，由于周边市区因环保治理河砂销售价格上涨，阳江本地河砂价格相对较低，从而阳江河砂市场形成抢购局面，价格也有所上涨。2018 年，公司开挖河砂量 142 万立方米，较上年增加 22 万立方米；公司实现河砂销售收入 1.10 亿元，同比增长 70.40%。

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。2018 年公司房地产业务收入 7609.30 万元，较上年大幅增长，主要系公司将阳西县滨江北路安置房项目卖给阳西县

住建局及出售了部分阳春国恒雅苑和平冈住宅楼项目房屋。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约 200 万元。

2018 年，公司公路桥梁工程收入 0.48 亿元，较上年大幅下降，主要系当期公司将下属的阳江市公路工程有限公司、阳江市公路勘察设计有限公司以及阳江市陆通监理有限公司等主要施工单位无偿划转出所致。

### (5) 市政基础设施建设

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

公司作为阳江市重要的基础设施建设投资主体，主要接受阳江市人民政府的委托，从事道路、桥梁、供水管道、雨水管道、燃气管道、照明以及绿化等基础设施工程的投资建设。对于承接的市政基础设施项目，政府针对部分项目提供前期启动资金，剩余大部分资金由公司自行筹措。公司基建项目建设过程中不确认收入，待项目竣工后，阳江市及各区县财政局将对项目予以补偿，补偿金额为项目投资支出（含资本化利息）。公司先后承接了城南新区、银岭科技产业园、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。根据公司向联合资信提供的说明：在实际建设过程中，部分项目由于规划调整等原因工程量减少，招投标中标价比可研金额减少，公司多数项目实际均已完工。截至 2018 年底，公司期末账面尚未结转金额 29.57 亿元（反映在在建工程科目，含自营项目 3.32 亿元）。截至 2019 年 3 月底，公司目前主要在建项目总投资 20.69 亿元，已完成投资 15.12 亿元，未来尚需投资 5.57 亿元。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	项目类型	计划投资额	已完成投资额	未来投资计划
----	------	-------	--------	--------

				2019年	2020年
金平路	代建	70528.00	35790.00	4707.00	8968.00
城南东路	代建	7072.00	4140.00	810.00	1061.00
银铃工业园	代建	91073.00	86920.98	4152.02	--
深茂铁路配套设施	自营	18000.00	12595.20	5404.80	--
供水工程	自营	13000.00	8450.13	4549.87	--
阳西县人民医院住院楼	PPP项目	7200.00	3327.00	3873.00	--
<b>合计</b>	--	<b>206873.00</b>	<b>151223.31</b>	<b>23496.69</b>	<b>10029.00</b>

资料来源：公司提供

### 3. 未来发展

公司基建项目大部分已完工，后期项目建设筹资压力较小。公司目前计划成立恒财金融控股，逐步开展小额贷款、融资担保、区域性股权交易、融资租赁、商业保理等非银行金融业务，组建阳江区域创新母基金及广东（阳江）风电产业发展基金。另外，公司计划开展市内广告运营业务，目前已编制了市区公共户外广告设置总体规划，待相关部门审批。

## 八、财务分析

公司提供了2018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。

2018年，公司合并口径一级子公司45家。同期，公司发生非同一控制下企业合并3家，处置子公司6家，新设子公司4家。公司增加或减少的子公司规模较小，对公司财务数据的可比性影响小。

### 1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额及结构较上期变动较小。公司资产中其他应收款规模大，固定资产及在建工程占比高，资产流动性偏弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额146.92亿

元，较上年末下降1.18%；流动资产占比44.36%，非流动资产占比55.64%，资产结构较上年变化很小。

截至2018年底，公司流动资产65.17亿元，较上年末下降4.41%，主要由货币资金、其他应收款、存货构成。公司货币资金21.41亿元，较上年末增长77.46%，其中银行存款21.39亿元。公司其他应收款32.45亿元，较上年末下降26.62%，主要是与阳江市财政局、阳江市土地开发储备中心等单位往来款，前五大客户往来款占比46.47%，累计计提坏账准备0.16亿元，计提比例为0.5%。公司存货10.52亿元，略有减少，其中土地储备10.34亿元。

截至2018年底，公司非流动资产81.74亿元，较上年末增长1.55%。公司固定资产21.87亿元，较上年末增长8.11%，主要系在建工程完工转入所致。公司在建工程29.57亿元，较上年末增长10.81%，系银铃工业园工程、金平路、始兴路改造工程等项目投入增加。公司无形资产16.09亿元，较上年末下降29.71%，主要系政府收回部分土地使用权。公司无形资产中土地使用权5.69亿元、河砂开采及销售经营权10.37亿元。

截至2018年底，公司受限资产合计12.06亿元，占资产总额8.21%。其中存货受限账面价值9.48亿元，固定资产受限账面价值1.77亿元。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年末		2018年末	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.06	8.11	21.41	14.57
其他应收款	44.22	29.74	32.45	22.09

存货	10.53	7.08	10.52	7.16
<b>流动资产</b>	<b>68.18</b>	<b>45.86</b>	<b>65.17</b>	<b>44.36</b>
固定资产	20.23	13.61	21.87	14.88
在建工程	26.68	17.95	29.57	20.12
无形资产	22.89	15.40	16.09	10.95
<b>非流动资产</b>	<b>80.50</b>	<b>54.14</b>	<b>81.74</b>	<b>55.64</b>
<b>资产总额</b>	<b>148.68</b>	<b>100.00</b>	<b>146.92</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

## 2. 资本结构

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

截至 2018 年底，公司的所有者权益合计 73.91 亿元，较上年末下降 7.86%，主要系资本公积减少。2018 年底，公司资本公积较上年末减少 6.90 亿元，主要系阳春市国土资源局依法收回了公司位于春城街道兴华路南段西侧旗头和育德路南侧云凌小学对面两块划拨土地，并注销了上述 2 宗土地的产权证。另外，根据阳府办复〔2018〕5 号，阳江市人民政府将公司下属子公司阳江市高新投资开发有限公司全部产权无偿划转至阳江高新资产经营有限公司。2018 年，公司实收资本较上年末无变动，未分配利润和少数股东权益较上年末变动很小。

截至 2018 年底，公司负债合计 73.01 亿元，较上年末增长 6.64%；流动负债占比 33.17%，非流动负债占比 66.83%，负债结构较上年变化很小。

截至 2018 年底，公司流动负债 24.22 亿

元，较上年末增长 8.47%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司其他应付款 14.39 亿元，较上年末增长 3.01%，主要为往来款。一年内到期的非流动负债 4.57 亿元，其中一年内到期的长期借款 0.37 亿元、一年内到期的应付债券 4.20 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 48.79 亿元，较上年末增长 5.75%，主要系专项应付款和递延收益增加。公司长期借款 6.13 亿元，其中质押借款 2.82 亿元、保证借款 2.51 亿元、抵押担保借款 0.59 亿元、信用借款 0.22 亿元。应付债券 8.60 亿元，较上年末减少 4.20 亿元，主要系“13 阳江债”和“15 阳江债/PR 阳江投”部分转入一年内到期的应付债券。专项应付款 23.48 亿元，较上年末增长 12.90%，主要为政府拨付的项目建设专款（针对完工验收后需移交的代建项目，后期与“在建工程”科目冲抵）。递延收益 8.15 亿元，较上年末增加 5.05 亿元，也主要为政府拨付的项目建设资金（针对未来可能由公司运营的项目，后期转成营业收入）。

表9 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	13.96	20.40	14.39	19.70
一年内到期的非流动负债	5.91	8.64	4.57	6.27
<b>流动负债</b>	<b>22.33</b>	<b>32.61</b>	<b>24.22</b>	<b>33.17</b>
长期借款	6.24	9.11	6.13	8.40
应付债券	12.80	18.70	8.60	11.78
长期应付款	3.20	4.68	2.42	3.32
专项应付款	20.80	30.38	23.48	32.16
递延收益	3.10	4.53	8.15	11.16
<b>非流动负债</b>	<b>46.14</b>	<b>67.39</b>	<b>48.79</b>	<b>66.83</b>
<b>负债总额</b>	<b>68.47</b>	<b>100.00</b>	<b>73.01</b>	<b>100.00</b>

实收资本	5.60	6.98	5.60	7.58
资本公积	54.72	68.22	47.82	64.71
未分配利润	6.71	8.36	7.29	9.86
少数股东权益	12.29	15.32	12.28	16.62
<b>所有者权益合计</b>	<b>80.21</b>	<b>100.00</b>	<b>73.91</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

有息债务方面，截至 2018 年底，公司调整后全部债务 24.89 亿元，较上年末下降 12.51%。其中调整后长期债务 17.16 亿元、短期债务 7.74 亿元。2019~2021 年，公司到期债务分别为 7.74 亿元、5.88 亿元和 2.61 亿元。公司调整后长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率分别为 18.84%和 25.20%，较上年末均有所下降；资产负债率 49.70%，较上年末有所增长。公司整体债务负担较轻。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入较快增长，营业利润明显增加，但投资收益对利润贡献大，整体盈利能力弱。**

2018 年，公司营业收入 17.83 亿元，同比增长 10.75%，主要系食品加工、河砂销售、房地产销售以及其他业务收入增加。同期，公司营业成本 14.40 亿元，同比增长 4.57%；营业利润 1.29 亿元，较上年增加 0.63 亿元。公司营业利润率 18.36%，较上年上升 4.96 个百分点。

2018 年，公司期间费用 2.85 亿元，主要为管理费用（占比 57.89%），期间费用率 15.98%，较上期变动较小。公司期间费用控制能力较弱。

2018 年，公司投资收益 0.68 亿元，较上年增加 0.39 亿元，其中长期股权投资收益 0.32 亿元（主要来自投资单位广东烟草阳江市有限责任公司）；可供出售金融资产投资收益 0.19 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资收益 0.15 亿元。公司获得财政补助 0.12 亿元，计入“其他收益”，较上年减少 0.54 亿元。公司利润总额 1.26 亿元，较上期增加 0.54 亿元。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.97%和 1.37%，较上年有明显上升，但仍处于低水平。整体看，公司盈利能力仍较弱。

### 4. 现金流分析

**跟踪期内，公司经营现金收入实现质量较好，经营活动现金持续净流入，投资活动及筹资活动净流出规模减少。**

从经营活动看，2018 年公司经营活动现金流入 40.38 亿元，同比增长 14.77%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 18.45 亿元，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 21.84 亿元，主要为收到的政府补助款和往来款。2018 年经营活动现金流出 20.08 亿元，同比增长 19.00%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 14.21 亿元，构成为支付项目工程款等；支付其他与经营活动有关的现金 1.01 亿元，为支付的各项费用和保证金。同期，经营活动现金流量净额 20.30 亿元，同比增长 10.86%。2018 年，公司现金收入比为 103.49%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入 1.96 亿元，同比增长 241.31%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 7.91 亿元，同比下降 29.44%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 6.51 亿元，投资支付的现金 1.40 亿元。2018 年，公司投资活动现金流量净额-5.95 亿元，投资活动净流出规模减少。

从筹资活动看，2018 年公司筹资活动现金流入 10.65 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 15.66 亿元，主要为偿还债务支付的现金；公司筹资活动产生的现金流量

净额-5.01 亿元，较上年净流出规模有所减少。

#### 5. 偿债能力

**公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱。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2018年底，公司流动比率和速动比率较上年末均有所下降，分别为269.09%和225.64%；经营现金流动负债比较上年末变化很小，为83.83%。2018年底，公司现金类资产21.46亿元，是短期债务的2.77倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为2.96亿元，同比下降7.44%；调整后全部债务/EBITDA倍数为8.40倍，指标值小幅下降，EBITDA对全部债务保障能力较弱。考虑到公司债务负担较轻且能够获得一定的外部支持，公司整体偿债风险较小。

截至2018年底，公司银行授信总额15.00亿元，已使用授信金额4.40亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年底，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适中；母公司债务负担较轻，盈利能力弱。**

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

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

截至2018年底，母公司负债合计35.45亿元，占合并报表负债总额的48.55%。母公司负债主要由其他应付款（占比30.47%）、一年内到期的非流动负债（占比12.61%）和应付债券

构成（24.26%）。截至2018年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为48.59%、33.57%，债务负担较轻。

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

#### 九、存续债券偿债能力分析

**截至2019年5月底，公司存续债券余额10.60亿元。公司经营活动现金流入量、流量净额对存续期债券分期偿付金额保障能力较好。**

截至2019年5月底，公司一年内到期兑付债券2.00亿元，2020年公司存续债券达到偿付峰值4.20亿元。2018年底，公司现金类资产对一年内到期债券金额保障程度高；经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值保障能力较好。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

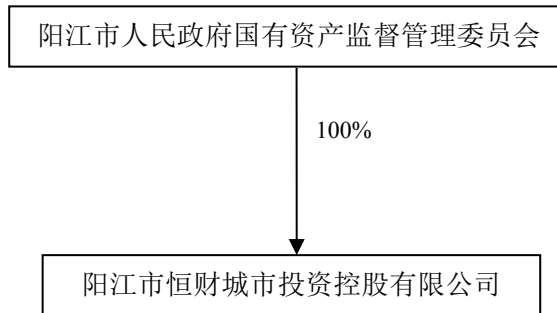
项目	2018年
一年内到期债券余额	2.00
未来待偿债券本金峰值	4.20
现金类资产/一年内到期债券余额	10.73
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	9.61
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	4.83
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.70

资料来源：根据审计报告整理。

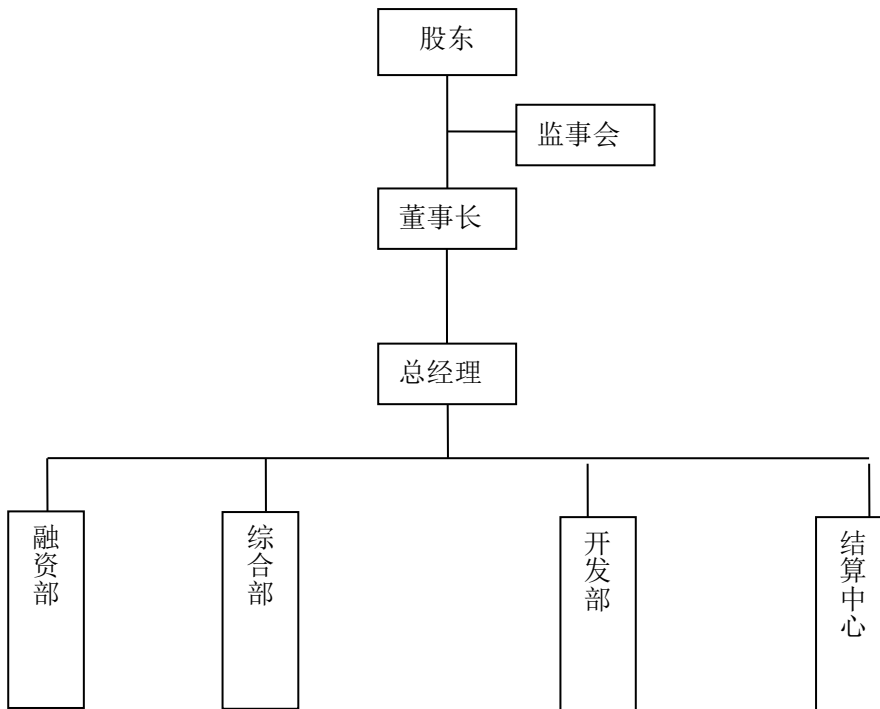
#### 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“15阳江债/PR阳江投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图



### 附件 1-2 公司组织架构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

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

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务



### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
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%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

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

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

注：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 4-2 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 4-3 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