

跟踪评级公告

联合[2015] 951 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持江阴城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,维持“09江阴城投债/09江阴债”和“12江阴城投债/12江阴债”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十五日



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)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江阴城市建设投资有限公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 江阴城投债 /09 江阴债	25 亿元	2009/9/15~ 2016/9/15	AA ⁺	AA ⁺
12 江阴城投债 /12 江阴债	9 亿元	2012/6/11~ 2019/6/11	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2015 年 6 月 25 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	37.66	31.77	48.32	39.38
资产总额(亿元)	451.02	485.12	563.09	590.90
所有者权益(亿元)	180.79	181.65	183.44	183.61
长期债务(亿元)	136.40	144.90	162.89	166.75
全部债务(亿元)	216.06	220.49	254.19	247.93
营业收入(亿元)	7.25	7.77	8.74	1.38
利润总额(亿元)	4.91	4.79	4.76	0.12
EBITDA(亿元)	5.59	6.66	6.23	--
经营性净现金流(亿元)	4.79	-44.55	8.91	2.11
营业利润率(%)	65.49	64.38	58.58	92.35
净资产收益率(%)	2.71	2.66	2.63	--
资产负债率(%)	59.91	62.55	67.42	68.93
全部债务资本化比率(%)	54.44	54.83	58.08	57.45
流动比率(%)	230.05	618.26	589.71	687.18
全部债务/EBITDA(倍)	38.68	33.08	40.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.41	0.36	0.35	--
经营现金流动负债比(%)	5.90	-57.01	9.36	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款中的融资租赁应付款和其他有息借款已计入长期债务和全部债务；3.现金类资产已扣除受限资金。

分析师

黄静雯 张庆扬
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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，江阴市地方经济持续增长，整体财政实力较强。江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”或“公司”）作为江阴市从事土地开发和基础设施建设的重要经营实体，得到了地方政府的持续支持，公司资产规模稳步增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司存货及其他应收款在资产总额中占比高、盈利能力偏弱、债务负担略有加重、对外担保比率高等不利因素对公司偿债能力带来的负面影响。

未来，随着江阴市财政实力的不断增强以及对城市基础设施建设的持续投入，公司的经营有望保持稳定，盈利水平有望提升。

“09江阴城投债/09江阴债”由公司合法拥有的对江阴市财政局的应收账款进行质押，跟踪期内应收账款回款符合《BT协议》要求，质押的应收账款余额对“09江阴城投债/09江阴债”的保护程度仍然较高。

公司设置了专门的偿债资金账户用于保障“12江阴城投债/12江阴债”的足额按期偿付，并且委托浙商银行股份有限公司无锡分行进行监管。公司将于债券存续期的第3年至第7年分期等额偿还债券本金，降低了“12江阴城投债/12江阴债”的集中偿付压力。

综上，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“09 江阴城投债/09 江阴债”和“12 江阴城投债/12 江阴债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，江阴市地方经济持续增长，整体财政实力较强。
2. 公司作为江阴市城市基础设施建设的重要主体，在跟踪期内得到了江阴市政府在政府回购等方面的持续支持，公司管理费

收入稳定持续。

3. “09 江阴城投债/09 江阴债”以应收账款作为质押担保，应收账款对其覆盖较好，对其保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内，受江阴市财政资金安排影响，江阴市政府对公司竣工后满 10 年的项目回购执行情况较差，联合资信将密切关注后续回购安排及资金到位情况。
2. 跟踪期内，存货中在建、已完工政府项目规模大，其他应收款主要为以前年度已结算未回款的款项以及与其他国资公司的往来款，且其规模有扩张趋势；存货和其他应收款在资产总额中占比大，对公司资金形成较大占用，公司资产质量一般，资产流动性弱。
3. 跟踪期内，公司债务规模逐年增长，且存在一定短期支付压力。
4. 公司对外担保比率高，存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江阴城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江阴城市建设投资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。

二、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。

三、本信用评级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，未因江阴城市建设投资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。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江阴城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江阴城市建设投资有限公司主体长期信用及存续期内债券“09江阴城投债/09江阴债”和“12江阴城投债/12江阴债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”或“公司”）为成立于2001年3月的有限责任公司，原始注册资本2.00亿元，其中江阴市财政局出资1.80亿元，江阴市国联投资发展有限公司出资0.20亿元。2004年3月，江阴市财政局出资和江阴市国联投资发展有限公司以公司未分配利润转增资本，公司注册资本变更为10.00亿元，其中江阴市财政局出资9.00亿元，江阴市国联投资发展有限公司出资1.00亿元。公司是江阴市城市基础设施建设的重要主体。公司实际控制人是江阴市财政局（见附件1-1）。

公司经营范围为：投资经营（除国家法律法规禁止的领域外）；资产管理；代理城市建设服务；保障房开发、经营；城市基础设施工程建设；水利工程建设。

截至2015年3月底，公司拥有江阴市环境卫生发展有限公司一家全资子公司和江阴市纺织市场有限公司一家控股子公司，本部下设组织人事部、规划部、综合管理部、项目管理部、融资部、计划财务部、资金管理部等七个职能部门（见附件1-2）。

截至2014年底，公司（合并）资产总额563.09亿元，所有者权益183.44亿元（其中少数股东权益0.09亿元）；2014年公司实现营业收入8.74亿元，利润总额4.76亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额590.90亿元，所有者权益183.61亿元（其中少数股东权益0.09亿元）；2015年1-3月公司实现营业收入1.38亿元，利润总额0.12亿元。

公司注册地址：江阴市暨阳路10号；法定

代表人：包锡龙。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，

比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性

债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

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放松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. 区域经济概况

（1）区域概况

江阴市位于长江三角洲中部，面积987.53平方公里，北濒长江，南临太湖，西连常州，东邻苏州，距上海、南京各150公里左右，是一座滨江港口城市。江阴市下辖3个街道、10个镇、2个经济开发区，1个国家高新区。2014年末，江阴市全市户籍总人口123.2万人，城市建成区面积55.1平方公里。

江阴市北枕长江，有长江公路大桥与泰州市相连；南近太湖，有锡澄高速公路与无锡市相接；东接苏州；西连常州，地处苏锡常“金三角”几何形中心，是长江下游集水、路、铁于一体，江、河、湖、海联运的重要交通枢纽城市。

（2）区域经济及财政实力

根据《2014年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2014年全年江阴市实现地区生产总值2754.0亿元，按可比价格计算，比上年同期增长7.8%。按常住人口计算人均生产总值达到16.9万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。2014年以来，江阴市产业结构持续优化。全市实现第一产业增加值54.4亿元，增长3.4%；第二产业增加值1520.9亿元，增长6.4%；第三产业增加值1178.7亿元，增长9.9%。三次产业比例调整为2.0:55.2:42.8，三产增加值占GDP比重比上年提高0.8个百分点。

2014年江阴市建筑业稳定发展。全年全社会建筑业完成营业收入130.8亿元，增长10.5%；实现增加值67.3亿元，增长9.3%。全年共获无锡市工程质量小组成果一等奖3项、二等奖6项、三等奖9项，无锡市“太湖杯”优质工程奖9项，无锡市建筑装饰优质工程6个，3家施工企业和2家监理企业获得无锡市建筑业优秀企业称号。

2014年江阴市投资呈现平稳增长。全年固

定资产投资完成1046.0亿元，增长10.2%。分产业投向看：第一产业投资10.7亿元，下降17.2%，第二产业投资478.6亿元，增长3.5%，第三产业投资556.7亿元，增长17.6%。分注册类型看：国有经济投资124.7亿元，增长44.0%，三资经济投资114.4亿元，增长47.8%，其他经济投资806.9亿元，增长2.8%。全年固定资产投资建成投产项目690个，项目建成投产率为66.7%；新增固定资产653.7亿元，固定资产交付使用率为62.5%。

2014年江阴市房地产市场稳步复苏。全年完成房地产开发投资328.9亿元，增长40.6%；商品房施工面积1673.4万平方米，增长25.6%，房屋新开工面积543.8万平方米，增长27.3%；房屋建筑竣工面积168.3万平方米，下降44.6%。商品房销售面积190.5万平方米，增长2.7%，其中商品房现房销售面积58.2万平方米，增长3.0%，住宅49.6万平方米，增长9.1%；商品房期房销售面积132.2万平方米，增长2.6%，住宅114.9万平方米，增长2.7%。商品房销售成交总额126.2亿元，下降3.1%；其中住宅销售额101.3亿元，下降3.8%。

从地方可支配收入看，2014年江阴市本级实现地方可支配收入433.75亿元，同比增长20.93%；构成主要以一般预算收入和基金收入为主，分别占地方可支配收入的46.26%和45.75%。2014年，江阴市实现一般预算收入200.66亿元，同比增长10.08%，构成主要以税收收入为主，收入较为稳定；实现基金收入198.43亿元，同比增长41.73%，构成主要为土地出让收入；上级补助收入25.95亿元，同比上升3.80%；预算外财政专户资金8.71亿元，同比下降23.46%。总体看，随着一般预算收入和基金收入增长，江阴市地方可支配财政收入逐年增长，整体财政实力较强。

表1 江阴市2012~2014年地方可支配收入

(单位: 亿元、%)

科目	2012年	2013年	2014年
----	-------	-------	-------

一般预算收入	167.19	182.28	200.66
其中：税收收入	139.24	151.90	164.88
非税收入	27.95	30.38	35.78
基金收入	96.41	140.01	198.43
土地出让收入	63.79	79.48	150.99
其他	32.62	60.53	47.44
上级补助收入	28.32	25.00	25.95
返还性收入	12.71	14.49	14.48
一般性转移支付	0.86	1.33	0.22
专项转移支付	14.75	9.18	11.25
预算外财政专户资金	21.01	11.38	8.71
地方可支配收入总计	312.93	358.67	433.75

资料来源：江阴市财政局

从江阴市政府债务负担看，其债务由直接债务和可能承担一定救助责任的债务构成。截至2014年底，江阴市政府直接债务余额为109.52亿元，主要为国内金融机构借款67.86亿元（全部为由财政承担偿还责任的融资平台公司借款）和债券融资41.20亿元（其中34亿元为由财政承担偿还责任的融资平台债券融资）；江阴市政府可能承担一定救助责任的债务179.27亿元。截至2014年底，江阴市政府全部债务余额199.16亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%+可能承担一定救助责任的债务×50%），债务率为45.92%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），债务负担适宜。

表2 截至2014年底江阴市地方政府债务情况

(单位: 亿元)

地方债务（截至2014年底）	金额
（一）直接债务余额	109.52
1. 外国政府贷款	
2. 国际金融组织贷款	
3. 国债转贷资金	0.14
4. 农业开发借款	
5. 解决地方金融风险专项借款	
6. 国内金融机构借款	67.86
（1）政府直接借款	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	67.86
7. 债券融资	41.20

(1) 中央代发地方政府债	7.20
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	34.00
8. 粮食企业亏损挂账	0.32
(二) 担保债务余额	--
(三) 可能承担一定救助责任的债务	179.27
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50% + (三) × 50%	199.16
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%	45.92 %

资料来源：江阴市财政局

总体来看，江阴市经济持续增长，地方财政实力持续增强，地方政府债务负担适宜。另外，联合资信关注到，江阴市地方可支配收入中土地出让金收入占比较高，受土地市场影响会存在一定的不确定性。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底，公司注册资本共计10.00亿元，其中江阴市财政局、江阴市国联投资发展有限公司分别持股90%和10%，公司实际控制人是江阴市财政局。

2. 企业规模

公司是由江阴市财政局和江阴市发展和改革局投资设立的国有企业，主要从事江阴市城市基础设施建设，对江阴市委、市政府确定的重大重点城市建设、交通道路等基础设施进行投资，作为投资主体和项目发包方，对项目进行投资管理，是江阴市政府的重要投融资主体，在江阴市城市建设领域具有重要地位。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及员工规模未发生明显变化。

4. 政府支持

作为江阴市城市基础设施建设的重要主体，公司得到了江阴市政府在业务和资产划拨

上的大力支持。

资金支持

根据江阴市人民政府2005年12月31日下发的《江阴市人民政府关于江阴城市建设投资有限公司（关于向代建市政府工程收取项目管理费的申请）的批复》（澄政发【2005】135号），江阴市政府与公司签订代建工程项目代建合同，从代建工程项目竣工决算的次月起10年内，公司可以每年按照该项目竣工决算金额的6%计提项目管理费，项目管理费一年一计，由市财政局汇算拨付，计入公司“营业收入”科目。2012~2014年，公司确认的项目管理费收入分别为5.06亿元、5.43亿元和5.62亿元，均于确认收入的第二年全部收到款项资金；截至目前，公司已全部收到2014年项目管理费资金5.62亿元（2015年3月和4月分别收到3.00亿元和2.62亿元），计入销售商品、提供劳务收到的现金科目。

截至2012年底，江阴市财政局欠公司的代建工程款43.19亿元（计入“其他应收款”科目），计划于2013~2015年分别归还15.00亿元、15.00亿元和13.19亿元，并将该还款计划列入年度预算，以确保按时偿还，同时承诺以后年度将按时支付新增代建工程款项。2013~2014年，公司已收到上述代建工程款返还合计31.03亿元（冲减“其他应收款”，2013年反映在“收到其他与筹资活动有关的现金”，2014年反映在“收到其他与经营活动有关的现金”）。

2012~2014年，公司收到政府补助款分别为5.00亿元、5.00亿元和5.00亿元（反映在“收到其他与经营活动有关的现金”）。

资产划拨

2011年江阴市政府向公司拨入资产53.41亿元，其中国有土地使用权40.23亿元（占75.32%），主要是根据澄国资发【2011】40号文，公司获得划拨的江阴北门地区改造项目的土地使用权（分别在“存货”和“资本公积”科目中反映）。

根据江阴市政府《关于江阴城市建设投资有限公司拨用国有建设用地的通知》（澄国土前

拨【2012】21号、22号），公司获得澄江街道范围内的17.6755公顷以及夏港街道葫桥村8.6667公顷的国有建设用地使用权用于地块内“三通一平”等基础设施前期开发整理建设（分别在公司“存货”和“资本公积”科目中反映）。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会《关于土地划拨冲销往来的通知》（澄国资发【2012】25号），江阴市政府同意将总面积为96662平方米的鲋鱼港路38号地块（评估价值为11.81亿元）划拨给公司，用于冲销公司与江阴市财政局的往来款（分别在公司“存货”和“其他应收款”科目中反映）。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会《关于土地划拨的通知》（澄国资复【2013】12号），江阴市政府同意将面积为12857平方米的澄江街道谢园村地块（评估价值为0.38亿元）划拨给公司（分别在公司“存货”和“资本公积”科目中反映）。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理委员会《关于股权无偿划转的通知》（澄国资发【2013】28号），江阴市政府同意将江阴市澄江环境卫生管理所持有江阴市环境卫生发展有限公司的80%股权，以及江阴市澄江环境卫生管理所工会持有江阴市环境卫生发展有限公司的20%股权无偿划转给公司。上述江阴市环境卫生发展有限公司已纳入公司2013年审计报告合并范围。

政府回购

根据江阴市建设局以及江阴市交通局经江阴市人民政府授权与公司签署的《投资建设与收购（BT）协议书》（以下称“《BT协议》”）的约定，公司以投资建设与收购（BT）方式运作江阴市城区道路工程、芙蓉大道西段（含扬子江路）工程、长山大道南延段一期工程、暨南大道一期工程。收购金额包括《BT协议》约定的工程项目建设投资总额和江阴市人民政府依据《BT协议》支付给公司的投资利息。其中，项目建设的投资额共计47.32亿元，政府收购价款共计74.83亿元，分期支付。江阴市人大常

委会已批准上述政府收购价款列入政府年度财政预算。根据《BT协议》的相关要求，江阴市建设局和江阴市交通局需在2010年至2018年每年的5月30日向公司支付当期应收账款回款资金（包括建设投资资金和投资利息）划入《账户及资金监管协议》规定的应收账款监管账户。根据公司提供资料显示，江阴市建设局及江阴市交通局已分别于2010~2014年向公司划拨应收账款回款资金总计20.15亿元（2014年前的回款反映在“收到其他与筹资活动有关的现金”；其中2014年公司收到回款1.50亿元反映在“收到其他与经营活动有关的现金”），应收账款回款到账资金总额高于2010~2014年计划回款金额17.75亿元，符合《BT协议》相关规定。

根据江阴市人民政府2005年12月31日下发的《江阴市人民政府关于江阴城市建设投资有限公司（关于向代建市政府工程收取项目管理费的申请）的批复》（澄政发【2005】135号）文件第四条，江阴市政府同意在市政工程项目竣工决算满10年后，公司可以选择以不低于原决算价格出售该项目资产给市政府或者取得该项目资产经营权。2012~2014年，公司分别以2.11亿元、2.23亿元和3.01亿元（确认为当年收入，并反映在下一年“销售商品、提供劳务收到的现金”）共回购了11个竣工决算已满10年的市政工程项目共计6个，每年回购项目对于总投资分别为2.06亿元、2.21亿元和3.01亿元，但低于公司竣工后满10年项目的回购计划，回购执行情况有待改善。截至2015年3月底，公司累计决算项目金额合计130.84亿元，除政府回购或划出部分外，剩余完工结算项目金额100.20亿元均计入“存货——开发产品”科目。未来若出现公司收取的管理费无法覆盖当年本息支出，或其他资金周转问题，江阴市政府将以回购形式收购公司代建资产的形式为公司提供资金支持。

总体来看，政府对公司给予了较大力度的支持，为其未来业务发展提供持续稳定的资金

及配套支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和公司管理体制无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

表3 公司近年各业务板块收入构成情况（单位：万元、%）

项 目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目管理费	50570.06	69.79	100.00	54333.47	69.89	100.00	56160.56	64.25	100.00	13500.00	97.54	100.00
代建项目回购	21116.72	29.14	2.22	22298.16	28.68	0.99	30130.00	34.47	0.03	--	--	--
其他	774.80	1.07	75.08	1106.64	1.42	-9.29	1121.82	1.28	-6.40	340.33	2.46	14.49
合计	72461.58	100.00	71.24	77738.27	100.00	70.04	87412.38	100.00	64.18	13840.33	100.00	97.90

资料来源：公司审计报告及公司提供

从收入构成来看，公司自成立以来，主要收入来源于为政府代建所获取的管理费收入；2012~2014 年公司项目管理费收入分别为 5.06 亿元、5.43 亿元和 5.62 亿元，分别占当期营业收入的 69.79%、69.89%和 64.25%，均于下一年收到款项资金。2012~2014 年，公司实现代建项目回购收入 2.11 亿元、2.23 亿元和 3.01 亿元。

2015 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.38 亿元，为 2014 年全年的 15.79%，主要为项目管理费收入（占 97.54%），未实现项目代建回购收入，主要是由于项目代建回购一般在每年的年底进行。

从盈利来看，2012~2014 年公司整体毛利率逐年下降，分别为 71.24%、70.04%和 64.18%，系由于 2014 年代建项目回购金额大幅增长，使得公司营业收入中毛利率高的项目管理费占比波动下降，同时，毛利率低的代建项目回购业务收入占比波动上升，且其毛利率逐年下降。公司其他业务收入主要为环卫工程结算收入和房屋租金收入；2014 年房屋租赁毛利率为负导

致其他业务毛利率为负，系公司本部的投资性房地产为提供给机关单位的办公用房，租金收入很少，但房屋折旧费用照常计入营业成本导致。2015 年 1-3 月因年度租金收入尚未收取，故其他业务毛利率上升至 14.49%。

2. 业务经营

基础设施建设

公司作为江阴市城市基础设施等重点项目的投资建设单位，与市政府就代建工程项目签订代建合同，明确建设资金的筹措和代建事宜的安排。根据江阴市人民政府下发的《江阴市人民政府关于江阴城市建设投资有限公司（关于向代建市政府工程收取项目管理费的申请）的批复》（澄政发【2005】135号），公司每年按代建项目已竣工决算金额的6%收取项目管理费，收取项目管理费的期限为工程竣工决算的下月起10年内。项目管理费一年一计，由市财政局汇算拨付，形成公司营业收入。2012~2014 年，公司分别确认项目管理费收入5.06亿元、5.43亿元和5.62亿元。每年确认的项目管理费收

入，公司将于确认收入的第二年收回全部款项资金；截至目前，公司已全部收到2014年项目管理费资金5.62亿元（2015年3月和4月分别收到3.00亿元和2.62亿元），计入销售商品、提供劳务收到的现金科目。

公司基础设施建设板块的主要业务模式是每年年初根据江阴市政府年度政府投资项目计划签订的委托代建协议，由江阴市政府与公司签订代建管理协议；按照协议要求，由公司负责具体建设管理工作，并承担融资职能。公司基础设施建设方面资金来源主要由江阴市财政局拨款及自身融资两个方面组成。江阴市财政局根据历年及当年建设项目数量、规模、资金支付计划等因素安排拨付委托建设资金，并列入年度财政预算，经审核后予以支付，其余建设资金由公司通过融资筹集（2012年以前，根据代建协议，剩余尚未支付的项目工程款，在项目竣工决算后，根据双方确认后的未付建设项目款，由江阴市财政局在不超过5年期限内的开发建设资金预算中安排拨付）。

2012年开始，根据上述批复文件和澄政发【2011】138号文，公司代建工程项目竣工决算后，列入公司长期资产进行管理（2013年审计报告调整至存货科目核算），市政府拨入的项目资金相应列入公司资本公积，但在市政府工程项目竣工决算后的10年内相关资产的经营权归市政府所有，对于市政府明确拨出的工程资产，公司应按照项目投入和政府拨款的差额核销所有者权益；同时市政府同意在市政工程项目竣工决算满10年后，公司可以选择以不低于原决算价格出售该项目资产给市政府或者取得该项目资产经营权。

表 4 截至 2015 年 3 月底公司代建管理项目情况
(单位: 个、亿元)

项目	项目数	总投资	完工项目 总投资	在建项目 总投资
路桥资产	504	328.31	111.83	216.48
城市管网	45	35.65	8.45	27.20

其他市政 资产	672	156.84	57.43	99.41
合计	1221	520.80	177.71	343.09

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司共承接基础设施代建项目1221个，完工458项，完工项目总投资额为177.71亿元；公司累计决算项目金额合计130.84亿元，除政府回购或划出部分外，剩余完工结算项目100.20亿元均计入“存货——开发产品”科目。未来若出现公司收取的管理费无法覆盖当年本息支出，或其他资金周转问题，江阴市政府将以回购形式收购公司代建资产的形式为公司提供资金支持。

2012年后，公司代建的市政工程项目竣工决算陆续满10年，其中2012年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计6个，总投资金额为2.06亿元，江阴市政府对上述项目全部进行了回购，回购金额为2.11亿元。2013年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计12个，总投资金额为5.21亿元，但受江阴市财政资金安排影响，江阴市政府仅回购其中2.21亿元的竣工决算已满10年的市政工程项目1个，回购金额为2.23亿元。上述回购资金已全部到账。2014年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计15个，总投资金额为5.97亿元。受江阴市财政资金安排影响，2014年江阴市政府用30130.00万元（已确认代建项目回购收入）回购了总投资为30120.33万元的项目，包括2013年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计3个（总投资15570.00万元）和2014年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计1个（14560.00万元）；截至2015年5月底，公司已收到上年确认收入的代建项目回购资金0.38亿元，预计剩余回购资金2.63亿元于2015年内到账。2013年和2014年竣工决算已满10年但尚未回购的项目将于2015年由江阴市政府回购。2015~2022年，公司还将有244个项目竣工决算满10年（含2013年和2014年未回购项目），总投资金额81.27亿元，公司

计划将上述项目以不低于原决算价格出售给江阴市政府（见表5）。目前回购执行情况较差，对其未来回款情况仍需关注。

表5 公司2012年后竣工满10年项目情况（单位：个、亿元）

项目	项目数	总投资	当年应回购	实际回购项目数	已回购项目总投资	待回购项目总投资
2012年竣工满10年项目	6	2.06	2.11	6	2.06	--
2013年竣工满10年项目	12	5.21	5.21	4	3.77	1.44
2014年竣工满10年项目	15	5.97	5.97	1	1.46	4.51
2015年竣工满10年项目	19	7.29	7.29	--	--	7.29
2016年竣工满10年项目	14	7.29	7.29	--	--	7.29
2017年竣工满10年项目	10	13.50	13.50	--	--	13.50
2018年竣工满10年项目	41	11.90	11.90	--	--	11.90
2019年竣工满10年项目	9	11.27	11.27	--	--	11.27
2020年竣工满10年项目	33	9.23	9.23	--	--	9.23
2021年竣工满10年项目	62	11.48	11.48	--	--	11.48
2022年竣工满10年项目	34	3.36	3.36	--	--	3.36
合计	255	88.56	88.56	11	7.29	81.27

资料来源：公司提供

近年来，公司为江阴市政府代建了一系列重大市政建设和城市改造工程，业务及企业规模快速扩张，但公司垫付资金较大，政府对代建项目回购周期较长。联合资信关注到，受江阴市财政资金安排影响，2013~2014年江阴市政府未能全部回购当年竣工满10年的所有项目，联合资信将密切关注后续回购安排及资金到位情况。

保障房业务

公司具有房地产开发暂三级资质（证书编号：无锡KF11251号）。2011年公司受江阴市政府委托，建设江阴市第四期经济适用房、廉租房和公共租赁住房项目。该项目经江阴市发展和改革委员会《关于江阴城市建设投资有限公司建设江阴市第四期经济适用住房、廉租房和公共租赁住房项目可行性研究报告的批复》（澄发改投【2011】122号）批准。公司拟建设19万平方米经济适用房，向符合条件的购买人出售，售价将不超过江阴同类型住宅商品房的平均销售价格的70%。同时，公司拟建设9.12万平方米的廉租房和20.9万平方米的公租房，公司

持有该物业产权并按期向承租人收取租金。根据《江阴市公共租赁住房管理办法》，江阴市公共租赁住房采用先按市场租金全额收取，政府再给予租金补贴的方式进行，租金标准为市场租金的30%，目前江阴市房地产租赁市场价格每月24元/平方米，本期廉租房按照每月2元/平方米收取。

公司负责建设的江阴第四期经济适用房、廉租房和公共租赁住房项目，拟建地位于江阴市规划中的夏东路东、毗陵路南、西外环路西、芙蓉大道北侧，项目用地总面积18.07万平方米，建设房屋6127套，项目总投资15.84亿元。公司于2012年6月成功发行9亿元“12江阴城投债”全部用于公司保障房建设，占项目总投资额的57%，其余资金由公司自筹。该项目已于2012年12月动工，截至2015年3月底，项目土建施工基本完成，已完成进度85%，实际支付工程款6.12亿元（计入“存货——开发成本”科目），包括使用募集资金1.85元，上级补助资金4.27亿元），计划将于2016年10月完工。项目建成后，预计经济适用房可实现销售收入12.10亿

元，公租房和廉租房每年可实现租金收入0.47亿元。

3. 未来发展

公司将按照江阴市的经济发展战略、产业政策的要求，进一步增强城市重点项目投资建设这一职能，以完善公路网络、加快水利基础设施建设为重点。未来公司主要投资的政府代建项目包括保障房建设以及公路、河道整治、农业土建水利工程等市政项目。

项目投资

公司未来的投资主要包括在建工程项目的持续投资以及已承接工程但尚未开工项目的未来投资。公司目前在建项目及已承接但未开工项目投资总额共计343.09亿元，截至2015年3月底已完成投资288.93亿元，未来三年公司计划投资总额为54.16亿元，资金来源于公司自筹、银行贷款和财政资金。2012~2013年公司投资规模较大，2014年投资减缓，未来公司投资规模相对有所下降。

表6 公司未来项目投资计划情况（单位：亿元）

项目		总投资	截至 2015 年 3 月底 已投资	计划投资				
				2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
在建工程项目	路桥资产	216.48	190.24	9.96	10.85	5.43	--	--
	城市管网	27.20	25.60	0.29	0.78	0.53	--	--
	其他市政资产	99.41	73.09	6.91	9.67	9.74	--	--
合计		343.09	288.93	17.16	21.30	15.70	--	--

资料来源：公司提供

注：公司在建的第四期保障房工程计入表中“其他市政资产”类别。

总体看，公司在建项目未来投资支出有所回落，新建项目受政府决策影响大。

八、募集资金使用情况

公司于2009年发行债券募集资金25亿元人民币，债券简称“09江阴城投债/09江阴债”，发行期限为7年，所募资金全部用于江阴市农业开发项目区农村水利工程、城区污水管网建设工程、芙蓉大道西段（含扬子江路）工程、长山大道南延段一期工程、暨南大道一期工程，截至2012年底，项目已全部完工，已使用募集资金25.00亿元，具体使用募集资金分配情况如下表所示。

表7 本期债券募集资金投向

（单位：亿元）

项目名称	总投资	计划使用募集资金	已使用募集资金
------	-----	----------	---------

农业开发项目区农村水利工程	10.10	6.00	6.00
城区污水管网建设工程	5.10	2.50	2.50
芙蓉大道西段（含扬子江路）工程	14.75	8.00	8.00
长山大道南延段一期工程	6.32	3.50	3.50
暨南大道一期工程	9.75	5.00	5.00
合计	46.03	25.00	25.00

资料来源：公司提供

公司于2012年6月11日发行人民币债券9亿元，债券简称“12江阴城投债/12江阴债”，募集资金全部投资于江阴市第四期经济适用住房、廉租房和公共租赁住房项目，估算总投资为15.84亿元。截至2015年3月底，项目土建施工基本完成，已完成进度85%，实际支付工程款6.12亿元，其中已使用募集资金1.85元，计划将于2016年10月完工。

九、财务分析

公司提供的2012年财务报表已由江苏天华大彭会计师事务所有限公司审计、提供的2013年财务报表已由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计、提供的2014年财务报表已由天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计¹，均出具了标准无保留意见的审计结论。

2013年公司合并范围新增1家子公司江阴市环境卫生发展有限公司，其资产和利润规模较小；2014年公司合并范围无变化。公司近三年数据的可比性较强。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

2013年起，公司财务报表进行了科目调整：将资产负债表中以前年度“在建工程”和“其他非流动资产”科目核算的内容全部调整至“存货”科目，同时现金流量表进行相应调整。

截至2014年底，公司（合并）资产总额563.09亿元，所有者权益183.44亿元（其中少数股东权益0.09亿元）；2014年公司实现营业收入8.74亿元，利润总额4.76亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额590.90亿元，所有者权益183.61亿元（其中少数股东权益0.09亿元）；2015年1-3月公司实现营业收入1.38亿元，利润总额0.12亿元。

1. 盈利能力

2012~2014年，伴随江阴市政工程及建设项目逐年增加，公司营业收入持续增长，年均复合增长9.83%。2014年公司实现营业收入8.74亿元，主要包括项目管理费收入5.62亿元及代建项目回购收入3.01亿元；公司营业成本主要为代建项目回购成本（占全部成本98.45%）。

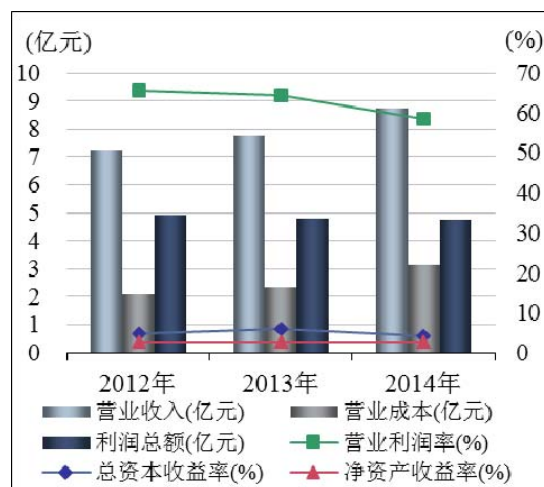
公司期间费用以财务费用为主，随着一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款的增加，2012~2014年财务费用分别

为2.05亿元、2.57亿元和3.16亿元，期间费用率逐年升高，分别为29.99%、34.36%和38.14%。公司期间费用的控制能力有待提升。

受财务费用大幅增长影响，公司营业利润持续下降，年均复合下降20.57%；2014年公司实现营业利润1.55亿元。公司近年来获得了较为稳定的政府补助，计入公司的营业外收入，对公司的利润形成了较好的补充。2012~2014年，公司每年均获得政府补助5.00亿元，均已实际到账，体现在各年度“收到其他与经营活动有关的现金”科目。公司的营业外支出主要为非流动资产处置损失，2014年为1.78亿元，系公司老小区改造、镇村河道、危桥改造项目等资产无偿转让给相关单位，相关转让事项已经江阴市人民政府国有资产监督管理委员会澄国资发【2014】33号文件批准。2014年，公司实现利润总额4.76亿元。

从盈利指标看，由于公司的主营业务中代江阴市政府对市政工程项目进行管理的相关业务无成本支出，导致公司综合利润水平较高；2014年，由于毛利率低的代建项目回购收入占营业收入比重提升，故公司营业利润率较往年有所下降至58.58%。2012~2014年，公司总资产收益率分别为1.40%、1.65%和1.42%；净资产收益率分别为2.71%、2.66%和2.63%。

图1 公司盈利指标分析



资料来源：公司审计报告

¹ 江苏天华大彭会计师事务所有限公司于2012年被并购，不具有债券发行审计资格，2013年公司由大华会计师事务所审计（审计团队不变）；2014年江阴市政府统一要求发行债券的国资单位由天衡会计师事务所审计。

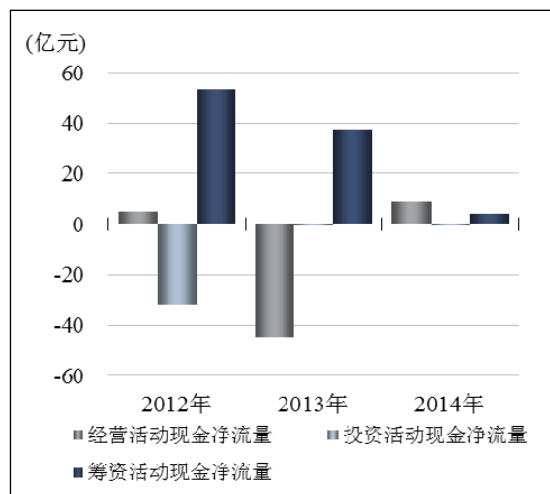
2015年1-3月,公司实现营业收入1.38亿元,其构成以项目管理费收入为主,故营业利润率上升至92.35%;同期公司实现利润总额0.12亿元。

总体看,跟踪期内,公司收入规模略有增长,利润总额对财政补贴依赖性较大。公司整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看,现金流入方面,公司将项目管理费和代建项目回购资金流入归入销售商品、提供劳务收到的现金科目,2012~2014年销售商品、提供劳务收到的现金分别为5.07亿元、8.50亿元和7.79亿元;公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为6.29亿元、7.20亿元和48.21亿元,主要为公司收到的政府补助款、代建工程款返还以及往来款。2014年公司收到的其他与经营活动有关的现金大幅增长,原因有①公司将以前年度计入收到其他与筹资活动有关的现金科目的代建工程款返还(冲减“其他应收款”),2014年调整至收到的其他与经营活动有关的现金科目;②公司将以前年度计入收到其他与筹资活动有关的现金科目的BT应收账款回款资金,2014年调整至收到的其他与经营活动有关的现金科目;③往来款项增长所致。现金流出方面,2012~2014年公司经营活动产生的现金流出分别为6.58亿元、60.25亿元和47.08亿元。2013年起经营活动现金流出规模大,原因有①公司以前年度计入支付其他与投资活动有关的现金科目的市政项目建设工程款,2013年起计入购买商品、接受劳务支付的现金科目;②2014年支付其他与经营活动有关的现金大幅增长系往来款增加所致。故2012~2014年公司经营活动产生的现金流量净额分别为4.79亿元、-44.55亿元和8.91亿元。从收入实现质量看,2012~2014年公司现金收入比分别为70.00%、109.35%和89.07%,公司收现质量有待进一步改善。

图2 2012~2014年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

从投资活动来看,公司投资活动现金流主要表现为2012年的收到其他与投资活动有关的现金38.85亿元(主要为收到江阴市财政局代建工程款,冲抵“其他应收款”或计入“长期应付款”)和支付其他与投资活动有关的现金70.64亿元(主要为支付市政项目建设的工程款),故2012年公司投资活动现金流净额为-31.89亿元。2013年起,公司将以前年度计入“在建工程”和“其他非流动资产”中的在建和已完工项目全部调整至“存货”科目核算,以前年度“收到其他与投资活动有关的现金”转而计入“收到其他与筹资活动有关的现金”,“支付其他与投资活动有关的现金”转而计入“购买商品、接受劳务支付的现金”。此外,公司又将上述2013年调整至“收到其他与筹资活动有关的现金”于2014年转而计入“收到其他与经营活动有关的现金”。受此影响,2013~2014年公司无投资活动相关的现金流入,且投资活动相关的现金流出极少。

由于政府代建项目需求的资金量大,公司的经营活动现金流入远不能满足市政项目建设的资金需求,公司对外筹资压力大。

从筹资活动来看,公司作为江阴市政府从事城市基础设施建设的投融资主体,投入规模大,但政府回款周期长导致此阶段年度回款规

模小，公司需通过对外筹资来满足部分建设资金需要，银行借款及发债是公司筹资活动现金流入的最主要来源。2012~2014年，公司筹资活动现金流入量分别为126.94亿元、124.03亿元和125.40亿元。2012年和2013年与其他国资公司的长期往来款增加是公司筹资活动现金流入的主要来源。2013年筹资活动现金流入包括发行债券收到的现金5.00亿元（“13江阴城投PPN001”）、取得借款收到的现金67.09亿元以及收到其他与筹资活动有关的现金51.94亿元（主要为公司收到江阴市财政局相关返还款、与其他国资公司的长期往来款和其他公司的项目借款）。2014年起，公司将以前计入“收到其他与筹资活动有关的现金”的款项全部调整计入“收到其他与经营活动有关的现金”，故2014年收到其他与筹资活动有关的现金为0。2014年公司筹资活动现金流入包括发行债券收到的现金30.00亿元（2014年发行的5期私募债）和取得借款收到的现金95.40亿元。2012~2014年，公司筹资活动现金流出分别为73.46亿元、86.51亿元和121.43亿元，以偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主；公司筹资活动现金流净额分别为53.49亿元、37.52亿元和3.96亿元。

2015年1-3月，公司经营性现金流净额、筹资现金流净额分别为2.11亿元和-10.56亿元，无投资活动现金流发生。

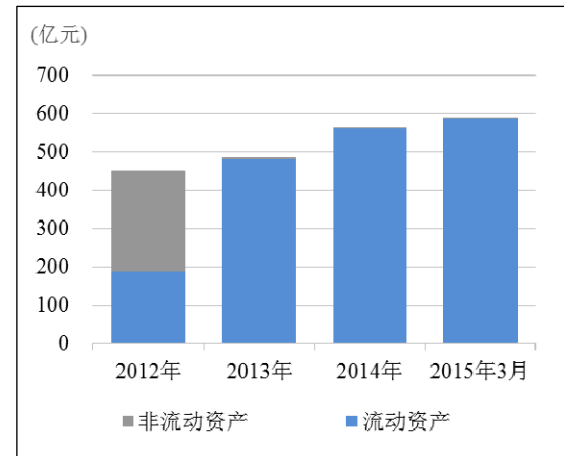
总体来看，跟踪期内，政府代建项目建设支出使得公司经营活动现金流规模大，对江阴市财政局拨入工程款和外部融资的依赖性强。

3. 资本及债务结构

2012~2014年底，公司资产总额稳步增长。截至2014年底，公司资产总额563.09亿元，其中流动资产占比为99.65%。公司资产几乎全部由流动资产构成。从资产结构来看，2013年起公司将以前年度计入“在建工程”和“其他非流动资产”中的在建和已完工项目分别计入了“存货”科目的开发成本和开发产品，导致公

司非流动资产大幅减少，流动资产规模显著上升，使得公司资产结构以流动资产为主。

图3 2012~2015年3月底公司资产构成



数据来源：公司审计报告及公司提供

流动资产

2012~2014年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长73.31%，主要系2013年起公司将以前年度计入“在建工程”和“其他非流动资产”科目中的在建和已完工项目分别计入了“存货”科目中的开发成本和开发产品使得流动资产显著增长所致。截至2014年底，公司流动资产561.12亿元，以货币资金（占7.94%）、其他应收款（占7.57%）和存货（占81.47%）为主。

2012~2014年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长2.97%。截至2014年底，公司货币资金44.53亿元，其中银行存款43.53亿元，使用受限的资金为4.50亿元。

2012~2014年底，公司应收票据大幅增长，三年分别为50万元、1.10亿元和8.29亿元，全部为银行承兑汇票。

2012~2014年底，公司应收账款波动小，年均复合增长1.30%。截至2014年底，公司应收账款8.64亿元，其中8.63亿为应收大股东江阴市财政局的款项，且账龄全部在1年以内，坏账风险低，公司未计提坏账准备。

2012~2014年底，公司其他应收款波动下降，年均复合下降14.54%。截至2014年底，公司其他应收款42.49亿元，较上年增长9.26%，主要系新增公司与江阴市土地储备中心往来款

7.50亿元。截至2014年底，公司其他应收款主要包括公司与江阴市新农村建设发展有限公司、江阴市土地储备中心等的往来款，以及公司代建的大量市政工程完工结算后，应向江阴市财政局收取的完工代建项目部分工程款项。公司计提坏账准备分为应收关联方款项（占27.61%）和按组合计提坏账准备的其他应收款（占72.39%），其中应收关联方款项主要系应向江阴市财政局收取的完工代建项目工程款项12.16亿元（占27.61%），考虑到回收风险较小，未计提坏账准备；按组合计提坏账准备的其他应收款按照账龄分析法计提坏账准备，其中1年以内占75.94%，1~2年的占4.64%，2~5年的占16.58%，5年以上占2.84%，公司对该部分其他应收款计提坏账准备共计1.55亿元，计提比例为4.85%，计提较为充分。从欠款客户集中度来看，截至2014年底，公司欠款金额前五名客户合计欠款总额为37.83亿元，占85.88%，集中度较高。

2013~2014年，江阴市财政局已按承诺返还代建工程款合计31.03亿元；截至2014年底，江阴市政府欠公司的代建项目工程款12.16亿元，将于2015年内返还。江阴市财政局一般在每年度末与公司进行结算，而截至本报告出具日其仍未支付2014年所计划款项，联合资信将对上述还款计划保持持续关注。另外，2014年起，公司其他应收款规模有扩张趋势，联合资信将重点关注其变动情况。

表8 截至2014年底其他应收款前五名明细
(单位：万元，%)

债务人	金额	占比	款项内容
江阴市新农村建设发展有限公司	152647.17	34.66%	往来款
江阴市财政局	121616.93	27.61%	代建项目工程款
江阴市土地储备中心	75000.00	17.03%	往来款
江阴经济开发区财政审计局	19000.00	4.31%	往来款
长泾镇财政所	10000.00	2.27%	往来款

合计	378264.10	85.88%	--
----	-----------	--------	----

资料来源：公司审计报告

2012~2014年底，公司存货年均复合增长143.58%，主要系2013年起公司将以前年度计入“在建工程”和“其他非流动资产”中的在建的代建项目和已完工的代建项目分别计入“存货”科目中的开发成本和开发产品所致。截至2014年底，公司存货共计457.15亿元，以开发成本、开发产品为主，包含少量工程施工。截至2014年底，公司开发成本356.92亿元，包括政府划拨的北门地区、澄江镇黄山村地区、澄江街道皮龙村地区、鲋鱼港路38号地块以及澄江街道谢园村等改造项目的土地使用权76.78亿元、公司于2014年购买霞客镇街道地区改造、顾山地区改造项目的土地使用权8.66亿元和在建的代建项目271.48亿元（见表9）；公司开发产品100.20亿元（见表10）。公司存货未计提跌价准备。

表9 截至2014年底公司在建的代建资产明细
(单位：万元)

项目	金额
路桥资产	1799045.93
城市管网	244736.05
其他市政资产	671067.29
合计	2714849.27

资料来源：公司审计报告

表10 截至2014年底公司已完工的代建项目明细
(单位：万元)

项目	金额
路桥资产	645628.77
城市管网	28754.43
其他市政资产	327576.02
合计	1001959.22

资料来源：公司审计报告

非流动资产

由于“在建工程”和“其他非流动资产”核算内容调整至“存货”科目，2013年底起公

司非流动资产大幅下降。截至2014年底，公司非流动资产仅1.97亿元，其中投资性房地产1.44亿元和递延所得税资产0.39亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额590.90亿元，较2014年底增长4.94%；其中流动资产588.8亿元，占比99.66%，资产构成较2014年底变化不大。公司流动资产构成中，货币资金、应收票据和应收账款均较上年底下降幅度较大；其他应收款64.15亿元，较2014年底大幅增长50.97%，主要系公司与江阴市新农村建设发展有限公司、江阴市土地储备中心往来款增加所致；2015年一季度，江阴市政府返还公司的代建项目工程款1.26亿元，故截至2015年3月底，江阴市政府还欠公司的代建项目工程款10.90亿元（反映在其他应收款中）。

所有者权益

2012~2014年底，公司所有者权益较为稳定，年均复合增长0.73%，主要源于划拨资产以及江阴市财政局和上级管理部门拨入的其他款项导致资本公积的增加。截至2014年底，公司所有者权益183.44亿元（其中少数股东权益为0.09亿元），其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占5.45%、87.96%、1.83%和4.71%。截至2014年底，公司实收资本10.00亿元，其中江阴市财政局出资9.00亿元，江阴国联投资发展有限公司出资1.00亿元。

截至2015年3月底，公司所有者权益183.61亿元，其中少数股东权益0.09亿元；所有者权益构成较2014年底变化不大。

负债

2012~2014年底，公司负债规模较快上升，年均复合增长18.53%。截至2014年底，公司负债总额379.65亿元，其中流动负债占比25.06%，非流动负债占比74.94%。公司负债结构基本稳定且非流动负债占比较高。

2012~2014年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长8.24%。截至2014年底，公司流动负债95.15亿元，主要以短期借款和一年内到期的非流动负债为主，分别占比为24.17%和

70.74%。

2012~2014年底，公司短期借款持续下降，年均复合下降20.56%。截至2014年底，公司短期借款23.00亿元，其中质押借款0.55亿元，保证借款2.45亿元，组合担保借款20亿元。同时，随着公司部分长期借款陆续到期，公司一年内到期的非流动负债增长较快，三年年均复合增长31.61%，截至2014年底为67.31亿元，其中一年内到期的长期借款63.97亿元，一年内到期的长期应付款3.33亿元（为融资租赁款）。

2012~2014年底，公司非流动负债快速增长，年均复合增长22.69%，系公司长期借款、应付债券和长期应付款的增加所致。截至2014年底，公司非流动负债合计284.50亿元；其中长期借款、应付债券和长期应付款分别占29.22%、24.25%和46.53%。

2012~2014年底，公司长期借款逐年增长，年均复合增长12.70%。截至2014年底，公司长期借款为83.13亿元，为保证借款、抵押借款等。

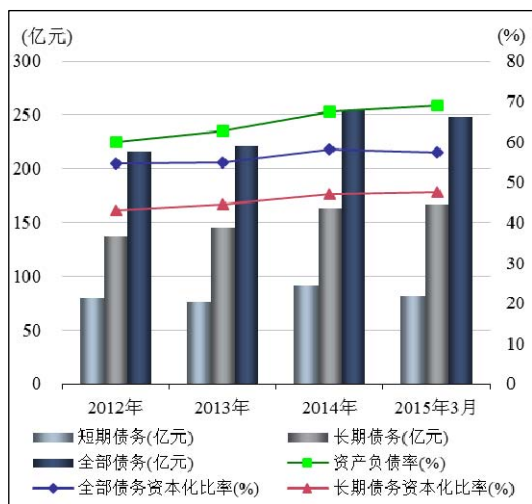
2012~2014年底，公司应付债券波动增长，年均复合增长13.04%。截至2014年底，公司应付债券69.00亿元，为公司于2009年发行的“09江阴城投债”，于2012年发行的“12江阴城投债”和“12江阴城投PPN002”，于2014年发行的“14江阴城投PPN002”、“14江阴城投PPN003”、“14江阴城投PPN004”和“14江阴城投PPN005”。

2012~2014年底，公司长期应付款快速增长，年均复合增长37.95%。截至2014年底，公司长期应付款132.37亿元，其中与其他国资公司的长期往来款120.72亿元、有息其他借款4.01亿元、融资租赁应付款6.75亿元、工程款项0.89亿元。上述有息其他借款和融资租赁应付款为有息债务，已计入长期债务中进行分析。

截至2015年3月底，公司负债合计407.29亿元，较2014年底增长7.28%，其中流动负债占21.04%，较上年底下降4.02个百分点，非流动负债占78.96%。截至2015年3月底，公司流动负债中一年内到期的非流动负债55.33亿元，较上年底下降17.80%；非流动负债中长期应付款

164.74亿元，较上年底增长24.45%，主要系与其他国资公司的长期往来款增加。

图4 2012~2015年3月底公司债务情况



资料来源：公司审计报告及公司提供

公司负债中有息负债占比较高；2012~2014年底，由于一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款的增加，公司全部债务规模持续扩张。截至2014年底，公司全部债务余额254.19亿元，其中短期债务占35.92%，长期债务占64.08%；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47.03%、58.08%和67.42%，较上年分别上升2.66个百分点、3.26个百分点和4.87个百分点。受一年内到期的非流动负债下降影响，截至2015年3月底，公司短期债务和全部债务分别小幅下降至81.18亿元和247.93亿元；受长期借款和长期应付款增加影响，长期债务上升至166.75亿元；相应地，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47.59%、57.45%和68.93%。

总体上，跟踪期内，随着公司代建市政工程项目投资规模的扩大以及政府对公司土地资产的划拨，公司资产总额稳步增长。公司资产中流动资产占比极大，且流动资产以存货为主，存货中代建项目回款周期长，货币资金规模较大且有所波动，其他应收款规模持续下降但仍对公司资金占用较大。公司整体资产质量一般，资产流动性弱。公司负债规模有所上升，债务

负担略有加重，但整体债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012年公司流动比率较低，为230.05%；2013年起由于资产科目变动调整使得存货规模大幅增长，2013~2014年公司流动比率分别上升至618.26%和589.71%，但公司存货主要为已完工和在建的政府代建项目，流动性较弱。2012~2014年，公司速动比率分别为135.17%、104.09%和109.27%，该指标值虽波动下降但仍处于较高水平。2012~2014年，公司经营现金流动负债比分别为5.90%、-57.01%和9.36%，公司2013年经营现金流动负债比为负值主要系公司以前年度将支付代建项目工程款的现金流计入投资活动现金流中，而2013年将其调整至经营活动现金流中，导致2013年经营活动现金流净额为负值所致。2014年公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增长，导致2014年公司经营现金流动负债比恢复为正值，但公司经营活动现金流对短期债务保护程度仍很弱。总体看，虽然公司流动比率很高，但是流动资产以待政府回购的代建项目为主，还包括土地资产以及待江阴市财政局返回的其他应收款，公司短期偿债能力受江阴市财政局支付效率的影响较大。公司短期偿债能力一般，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债指标看，随着近年来市政工程建设项目逐年增多，2011~2013年公司EBITDA呈波动上升趋势，2014年为6.23亿元，且同期公司债务规模波动扩张，全部债务/EBITDA波动上升，2014年为40.78倍，三年均值为38.05倍。虽然公司收取项目管理费水平很低，且竣工满10年回购执行情况较差，但考虑到江阴市地方财政实力的稳步提高，而且未来若出现公司收取的管理费无法覆盖当年本息支出，或其他资金周转问题，江阴市政府将以回购形式收购公司代建资产的形式为公司提供资金支持，因而考虑到公司在还本付息方面获得的政府支持，公司实际偿债压力不大，偿债能力较强。

截至2015年3月底，公司对外担保金额为157.01亿元，担保比率为85.81%，被担保企业主要为江阴高新区投资开发有限公司、江阴市公有资产经营有限公司、江阴普惠建设有限公司、江阴市新农村建设发展有限公司和江阴市旅游文化产业发展有限公司等江阴市内的政府投融资主体。公司对外担保规模大，担保比率高，且被担保企业经营性业务收入少，主要依靠政府支持和补贴，导致公司存在一定的代偿风险。

截至2015年3月底，公司合并口径共获得各商业银行授信额度合计105.33亿元，已使用授信额度为59.53亿元（公司有息债务中融资方式除银行借款外还包括融资租赁、信托和发行债券等，未占用授信额度），尚未使用的授信额度为45.80亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 存续期内债券偿还能力

公司于2009年9月发行了期限为7年的企业债（“09江阴城投债/09江阴债”），于2012年6月发行了期限为7年的企业债（“12江阴城投债/12江阴债”），共34亿元。

“09江阴城投债/09江阴债”

公司于2009年发行债券募集资金25亿元人民币，债券简称“09江阴城投债/09江阴债”，发行期限为7年，利息采用固定利率，单利按年计息，不计复利，计息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。募集资金全部用于江阴市农业开发项目区农村水利工程、城区污水管网建设工程、芙蓉大道西段（含扬子江路）工程、长山大道南延段一期工程、暨南大道一期工程。

为确保“09江阴城投债/09江阴债”本息的按期足额偿付，江阴市政府提供了政府财政支持。根据江阴市人民政府文件《关于2009年江阴城市建设投资有限公司公司债券质押担保方案的批复》（澄政复【2009】4号文），“09江阴城投债/09江阴债”本息到期兑付时，如出现兑

付资金不能及时周转情况，由江阴市财政临时拨付资金解决不足部分。

此外，公司以与江阴市建设局及江阴市交通局签署的《投资建设与收购（BT）协议书》（以下简称“《BT协议》”）未来所产生的应收账款74.83亿元为本期债券还本付息提供质押担保。

根据《BT协议》的相关要求，江阴市建设局和江阴市交通局需在2010年至2018年每年的5月30日向公司支付当期应收账款回款资金（包括建设投资资金和投资利息）划入《账户及资金监管协议》规定的应收账款监管账户。

表 11 近年公司应收账款质押情况（单位：亿元）

年份	应收账款回 款安排	应收账款实 际回款额	应收账款余额
2009 年	--	--	74.83
2010 年	3.55	3.55	71.28
2011 年	3.55	7.10	64.18
2012 年	3.55	5.00	59.18
2013 年	3.55	3.00	56.18
2014 年	3.55	1.50	54.68
截至 2014 年底	17.75	20.15	54.68

资料来源：公司提供

注：本年应收账款余额=上年应收账款余额-本年应收账款实际回款额

根据公司提供资料显示，公司已于2013年2月6日收到划拨应收账款回款资金总计1.50亿元，虽然低于《BT协议》规定2014年度应到款金额3.55亿元，但江阴市建设局及江阴市交通局已分别于2010~2014年向公司划拨应收账款回款资金总计20.15亿元（2014年前的回款反映在“收到其他与筹资活动有关的现金”；其中2014年公司收到回款1.50亿元反映在“收到其他与经营活动有关的现金”），符合《BT协议》规定2010~2014年应到款金额17.75亿元。截至2014年底，公司应收账款质押余额为54.68亿元，质押倍数（应收账款质押余额/[本金+一年

内支付的利息])为1.92倍,质押应收账款对“09江阴城投债/09江阴债”覆盖较好,对其保障程度较高。公司已于2014年9月按时付息。

“12江阴城投债/12江阴债”

公司于2012年6月11日发行人民币债券9亿元,债券简称“12江阴城投债/12江阴债”,为7年期固定利率债券,同时设置提前还本条款,公司将债券存续期的第3年至第7年分期等额偿还债券本金。“12江阴城投债/12江阴债”募集资金全部投资于江阴市第四期经济适用住房、廉租房和公共租赁住房项目。公司已于2014年6月按时付息。

根据《2012年江阴城市建设投资有限公司公司债券专项偿债资金账户监管协议》,公司设置了专门的偿债资金账户用于保障“12江阴城投债/12江阴债”的足额按期偿付,并且委托浙商银行股份有限公司无锡分行进行监管。专项偿债资金由公司自行筹集,其中主要来源为公司经营获得的代建管理费、以及通过向政府出售回购资产而获得的资金回流,截至2014年底,公司可供回售的工程约为100.20亿元,公司将其反映在存货科目中,未来这部分资产可用来提供偿债保障。

“09江阴城投债/09江阴债”于2016年一次性偿还本金25.00亿元,“12江阴城投债/12江阴债”于2015~2019年分别偿还本金1.80亿元,故公司在2016年兑付压力较大,需偿还本息26.80亿元。2014年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对2016年债券偿还额度的保护倍数分别为0.23倍、2.08倍和0.33倍。公司经营活动现金流入量对错期兑付压力最大年份的偿债额度的保障能力尚可。截至2015年3月底,公司现金类资产为39.38亿元,为公司2016年债券本息偿还额度的1.47倍,公司现金类资产对错期兑付压力最大年份的偿债额度的保护程度尚可。

总体看,“12江阴城投债/12江阴债”采取分期偿还债券本金的方式,有效地降低了其集中偿付压力,但考虑到公司将在2016年对“09

江阴城投债/09江阴债”一次性还本付息,届时将面临较为集中的偿付压力。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告(报告编号为:B-2015051400788631)》,截至2015年5月14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。

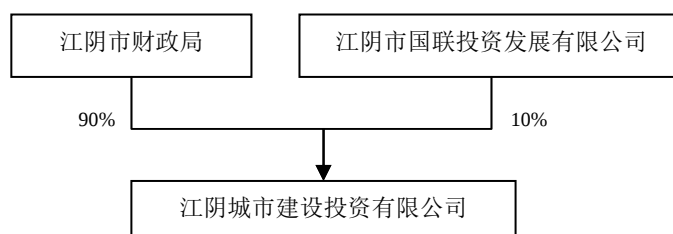
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况,以及江阴市发展及财力水平的综合分析,并考虑到江阴市政府对于公司在管理费收入、资产划拨、政府回购等方面的各项支持,公司整体抗风险能力较强。

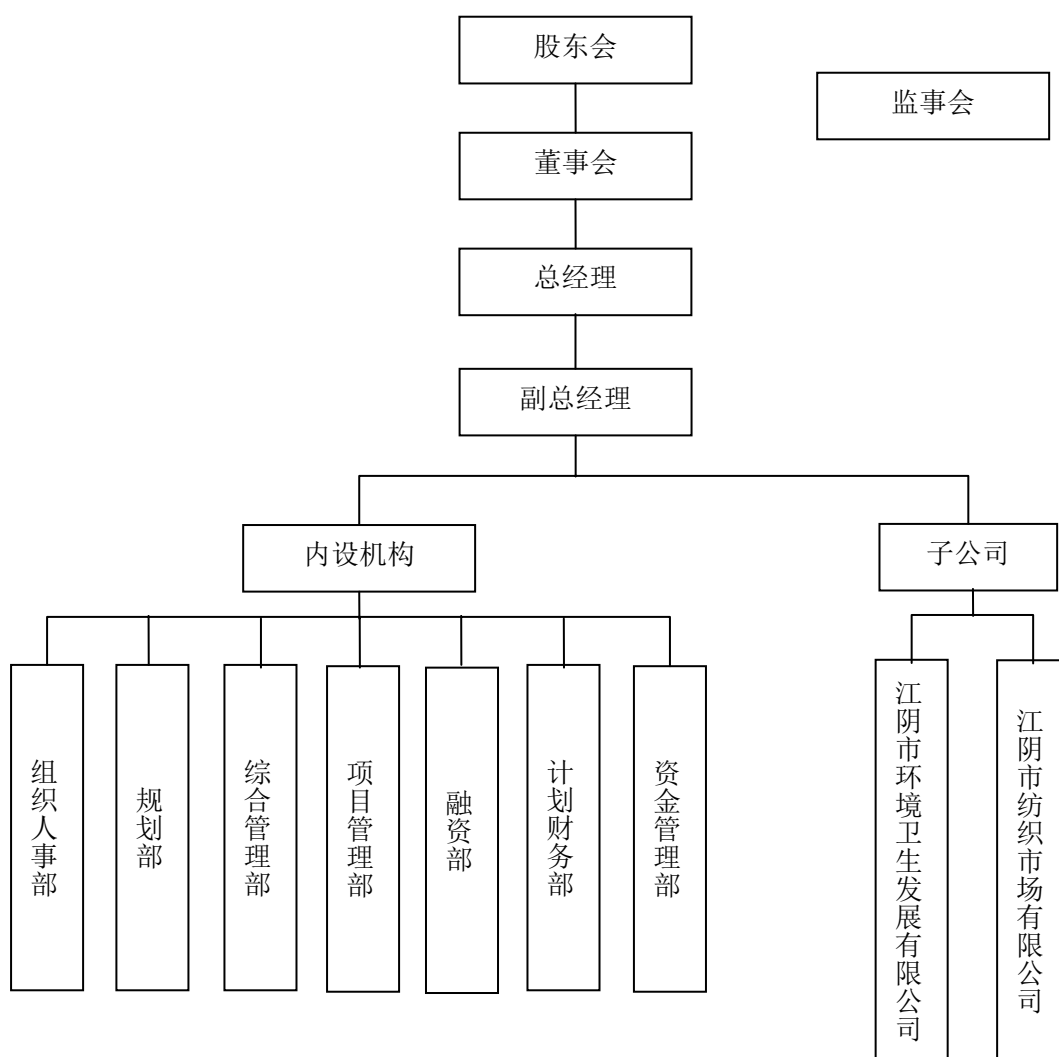
十、结论

综合考虑,联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“09江阴城投债/09江阴债”和“12江阴城投债/12江阴债”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 截至 2015 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.66	31.77	48.32	39.38
资产总额(亿元)	451.02	485.12	563.09	590.90
所有者权益(亿元)	180.79	181.65	183.44	183.61
短期债务(亿元)	79.65	75.59	91.31	81.18
长期债务(亿元)	136.40	144.90	162.89	166.75
全部债务(亿元)	216.06	220.49	254.19	247.93
营业收入(亿元)	7.25	7.77	8.74	1.38
利润总额(亿元)	4.91	4.79	4.76	0.12
EBITDA(亿元)	5.59	6.66	6.23	--
经营性净现金流(亿元)	4.79	-44.55	8.91	2.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.99	0.90	0.68	--
存货周转次数(次)	0.04	0.01	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	70.00	109.35	89.07	219.00
营业利润率(%)	65.49	64.38	58.58	92.35
总资产收益率(%)	1.40	1.65	1.42	--
净资产收益率(%)	2.71	2.66	2.63	--
长期债务资本化比率(%)	43.00	44.37	47.03	47.59
全部债务资本化比率(%)	54.44	54.83	58.08	57.45
资产负债率(%)	59.91	62.55	67.42	68.93
流动比率(%)	230.05	618.26	589.71	687.18
速动比率(%)	135.17	104.09	109.27	133.38
经营现金流动负债比(%)	5.90	-57.01	9.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.41	0.36	0.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	38.68	33.08	40.78	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；

2.长期应付款中的融资租赁应付款和其他有息借款已计入长期债务和全部债务；

3.现金类资产已扣除受限资金。

附件 3 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	
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) ^{1/(n-1)} - 1】×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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×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

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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。