跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1291 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，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。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月六日

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：2016 年 7 月 6 日

财务数据

项　　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.77	48.32	46.28	63.27
资产总额(亿元)	485.12	563.09	605.77	650.35
所有者权益(亿元)	181.65	183.44	188.93	189.09
长期债务(亿元)	144.90	162.89	195.15	231.04
全部债务(亿元)	220.49	254.19	274.96	295.95
营业收入(亿元)	7.77	8.74	9.30	1.40
利润总额(亿元)	4.79	4.76	4.82	0.11
EBITDA(亿元)	6.66	6.23	6.90	--
经营性净现金流(亿元)	-44.55	8.91	6.58	-0.15
营业利润率(%)	64.38	58.58	57.88	92.19
净资产收益率(%)	2.66	2.63	2.53	--
资产负债率(%)	62.55	67.42	68.81	70.93
全部债务资本化比率(%)	54.83	58.08	59.27	61.02
流动比率(%)	618.26	589.71	672.33	857.49
全部债务/EBITDA(倍)	33.08	40.78	39.86	--
经营现金流动负债比(%)	-57.01	9.36	7.36	--

注：1.2016 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　黄海伦

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、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，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. 公司作为江阴市城市基础设施建设的重要主体，在区域基础设施建设领域具有垄断地位。
2. 跟踪期内，公司得到了江阴市政府在政府回购等方面的支持，公司管理费收入稳定。
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. 随着土地出让收入大幅下降，江阴市地方可支配收入规模有所收缩。
2. 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 年的项目回购进度安排放缓，对暂未回购的上述项目继续支付管理费。
3. 公司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。
4. 跟踪期内，公司债务规模增长，且存在一定短期支付压力。
5. 公司担保比率高，存在一定的或有负债风险。
6. “09 江阴城投债/09 江阴债”公司通过应收账款提供债券质押，2016 年尚未收到政府部门在约定时间内支付应收账款 27.21 亿元，联合资信将密切关注后续回款情况。

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。截至2016年3月底，公司注册资本10.00亿元。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2016年3月底，公司拥有江阴市环境卫生发展有限公司和江阴市大地造田有限公司两家全资子公司，并拥有江阴市纺织市场有限公司和江阴市金财铁路投资管理有限公司两家控股子公司，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2015年底，公司（合并）资产总额605.77亿元，所有者权益188.93亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2015年公司实现营业收入9.30亿元，利润总额4.82亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额650.35亿元，所有者权益189.09亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2016年1-3月公司实现营业收入1.40亿元，利润总额0.11亿元。

公司注册地址：江阴市暨阳路10号；法定代表人：薛菁。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显

外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

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

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

2. 区域经济概况

根据《2015年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2015年全年江阴市实现地区生产总值2880.9亿元，按可比价格计算，比上年同期增长7.4%。按常住人口计算人均生产总值达到17.6万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。2015年以来，江阴市产业结构持续优化。全市实现第二产业增加值1584.4亿元，增长7.0%；第三产业增加值1250.2亿元，增长8.0%。三次产业比例调整为1.6:55.0:43.4，三产增加值占GDP比重比上年提高0.6个百分点。

2015年江阴市建筑业有所萎缩。全年全社会建筑业完成营业收入109.2亿元，下降11.1%；全年共获鲁班奖1个，无锡市“太湖杯”优质工程奖11个，无锡市建筑装饰优质工程3个，2家企业获得无锡市优秀装饰企业称号。

2015年江阴市投资呈现平稳增长。全年固定资产投资完成1128.6亿元，增长7.9%。分产业投向看：第一产业投资6.7亿元，下降37.8%，第二产业投资514.6亿元，增长7.5%，第三产业投资607.3亿元，增长9.1%。分注册类型看：国有经济投资210.2亿元，增长68.6%，三资经济

投资119.2亿元，增长4.2%，其他经济投资799.2亿元，下降1.0%。全年固定资产投资建成投产项目683个，项目建成投产率为89.0%；新增固定资产595.2亿元，固定资产交付使用率为83.2%。

2015年江阴市房地产市场有所回暖。全年完成房地产开发投资260.4亿元，下降20.8%；商品房施工面积1727.3万平方米，增长3.2%，房屋新开工面积310.6万平方米，增长42.9%；房屋建筑竣工面积346.0万平方米，增长105.6%。商品房销售面积211.5万平方米，增长11.1%，其中商品房现房销售面积68.7万平方米，增长18.0%，住宅52.5万平方米，增长5.8%；商品房期房销售面积142.8万平方米，增长8.0%，住宅125.0万平方米，增长8.9%。商品房销售成交总额149.2亿元，下降18.2%；其中住宅销售额119.6亿元，下降18.1%。

从地方可支配收入看，2015年江阴市实现地方可支配收入264.46亿元，同比下降39.03%；构成主要以一般预算收入为主，占地方可支配收入的82.78%、。2015年，江阴市实现一般预算收入218.92亿元，同比增长9.10%，构成主要以税收收入为主，收入较为稳定；实现基金收入16.95亿元，同比下降91.46%，构成主要为土地出让收入；上级补助收入26.89亿元，同比上升3.62%；预算外财政专户资金1.7亿元，同比下降80.48%。总体看，受基金收入大幅下降影响，江阴市地方可支配财政收入2015年大幅下降，但整体财政实力较强。

表1　江阴市2013~2015年地方可支配收入

（单位：亿元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	182.28	200.66	218.92
其中：税收收入	151.90	164.88	180.31
非税收入	30.38	35.78	38.61
基金收入	140.01	198.43	16.95
土地出让收入	79.48	150.99	10.52
其他	60.53	47.44	6.43
上级补助收入	25.00	25.95	26.89
返还性收入	14.49	14.48	14.76
一般性转移支付	1.33	0.22	1.17
专项转移支付	9.18	11.25	10.96
预算外财政专户资金	11.38	8.71	1.70
地方可支配收入总计	**358.67**	**433.75**	**264.46**

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2015年底，江阴市政府直接债务余额为113.97亿元，主要为国内金融机构借款50.58亿元，（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63.29亿元（其中25亿元为由财政承担偿还责任的融资平台债券融资，38.29亿元为中央代发地方政府债券）；江阴市政府可能承担一定救助责任的债务133.95亿元。截至2015年底，江阴市政府全部债务余额180.94亿元（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68.42%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），债务负担较重。

表2　截至2015年底江阴市地方政府债务情况

（单位：亿元）

地方债务（截至2015年底）	金额
（一）直接债务余额	113.97
1．外国政府贷款	
2．国际金融组织贷款	
3．国债转贷资金	0.10
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	50.58
（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	50.58
7．债券融资	63.29
（1）中央代发地方政府债	38.29
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	25.00
8．粮食企业亏损挂账	
（二）担保债务余额	--
（三）可能承担一定救助责任的债务	133.95
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%+（三）×50%	180.94
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）	68.42%

资料来源：江阴市财政局

总体来看，江阴市经济平稳运行，地方财政实力较强，地方政府债务负担加重。另外，联合资信关注到，受土地市场遇冷影响，江阴市地方可支配收入中土地出让金收入大幅下降。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016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

公司实行董事会领导下的总经理负责制，主要高级管理人员包括董事长、总经理、董事共4人。

公司董事长兼总经理薛菁女士，1969年11月出生，本科学历，中共党员。历任江阴市场建设有限有限公司财务总监，江阴靖江园区财务负责人，江阴预算外结算中心主任，江阴财政信息中心主任。现任江阴城市建设投资有限公司董事长、总经理。

截至2016年3月底，公司合并口径拥有在职职工58人，其中按文化素质分，本科及以上的42人，占72.41%，本科以下的16人，占27.59%；按年龄结构分，30岁以下的占20.69%，31~50岁的占65.52%，50岁以上的占13.79%；按拥有的技术职称分，拥有高级职称的有7人，中级职称的有36人，初级职称的有8人，无职称7人。

总体看，公司高管人员具有政府工作背景和较高的学历水平，相关管理经验丰富，管理水平较高。公司的员工整体专业素质较高，构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

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。2013~2015年，公司确认的项目管理费收入分别为5.43亿元、5.62亿元和5.93亿元（2015年包括满10年未回购项目管理费收入0.14亿元），截至2016年3月，公司已收到2015年项目管理费资金2.70亿元，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”）。截至2016年3月底，公司已收到上述2015年代建工程款返还9.43亿元（反映在“收到其他与经营活动有关的现金”），剩余2.73亿元将于2016年全部收回。

2013~2015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办公室《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 平方米的鲥鱼港路 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办公室《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办公室《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。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理办公室《关于无偿划转国有产权的通知》（根据澄国资复【2011】33 号），将市土地勘探队持有江阴市大地造田有限公司的 80%股权、市国土资源学会持有江阴市大地造田有限公司的 20%股权，无偿划转给公司。上述划入公司已纳入公司 2015 年审计报告合并范围。

根据江阴市人民政府国有资产监督管理办公室《关于股权无偿划转的通知》（根据澄国资发【2013】28 号），江阴市政府同意以无偿划转方式将就江阴市市属集体资产管理办公室持有的江阴金财铁路投资管理有限公司 91%的股权划转给公司。上述划入公司已纳入公司 2015 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 2010~2015 年向公司划拨应收账款回款资金总计 23.7 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 2015 年公司收到回款 3.55 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 2010~2015 年计划回款金额 21.30 亿元，符合《BT 协议》相关规定。截

至2016年3月底，公司尚未收到当年计划回款。

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。2013~2015年，公司分别以2.23亿元、3.01亿元和3.17亿元（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28个竣工决算已满10年的市政工程项目（实际应回购共计52个），每年回购项目对于总投资分别为2.21亿元、3.01亿元和3.17亿元，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2016年3月底，公司累计决算项目金额合计198.31亿元，除政府回购或划出部分外，剩余完工结算项目金额150.98亿元均计入“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为公司提供资金支持。

根据江阴市人民政府2016年6月30日下发的《市政府关于修订澄政发【2005】135号文件的通知》（澄政发【2016】36号），原文件规定的“市政府同意在市政工程项目竣工满10年后，公司可选择不低于原决算价格出售该项目资产给市政府或取得该项目资产的经营权”修订为“市政府同意在市政工程项目竣工满10年后，公司以不低于原决算价格出售该项目资产给政府，并且在市政府未回购该项目前继续按竣工决算金额的6%收取项目管理费”。

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

公司主要经营业务包括江阴市区域内城市基础设施建设和保障房建设，其中基础设施由江阴市政府支付代建管理费并回购。

2013~2015年，公司营业收入呈逐年增长趋势，分别为7.77亿元、8.74亿元和9.30亿元。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和代建项目回购收入，近三年上述二者合计分别占当期营业收入的98.57%、98.72%和97.77%。回款方面，2014年已全额收回2013年确认的管理费和代建回购款；2015年实际共收回8.43亿元，剩余0.20亿元暂未收回，已计入应收账款，计划于2016年全额收回；2016年目前共回款2.7亿元（分别于2016年3月和4月收到管理费收入0.8亿元和1.9亿元）。

从毛利率来看，2013~2015年公司整体毛利率逐年下降，分别为70.04%、64.18%和63.45%，系由于毛利率低的代建项目回购业务收入逐年增加，使得公司营业收入中毛利率高的项目管理费占比逐年下降所致。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；同时，房屋租赁毛利率为负导致其他业务板块的毛利率为负，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。

2016年1-3月，公司实现营业收入1.40亿元，为2015年全年的15.05%，主要为项目管理费收入（占96.74%）。由于项目代建回购一般在每年的年底进行，故公司当期未实现相关收入。2016年1-3月，公司尚未确认房屋租赁收入和成本，故其他业务毛利率上升至29.71%。

表3 公司近年各业务板块收入构成情况（单位：万元、%）

项 目	2013年			2014年			2015年			2016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	54333.47	69.89	100.00	56160.56	64.25	100.00	59257.27	63.70	100.00	13500.00	96.74	100.00
其中：满10年暂未回购项目管理费	--	--	--	--	--	--	1433.66	1.54	100.00	--	--	--
代建项目回购	22298.16	28.68	0.99	30130.00	34.47	0.03	31691.78	34.07	0.10	--	--	--
其他	1106.64	1.42	-9.29	1121.82	1.28	-6.40	2071.26	2.23	-12.71	455.07	3.26	29.71
合计	**77738.27**	**100.00**	**70.04**	**87412.38**	**100.00**	**64.18**	**93020.31**	**100.00**	**63.45**	**13955.07**	**100.00**	**97.71**

资料来源：公司审计报告及公司提供

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次月起10年内。

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，根据澄政发【2005】135号和澄政发【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。

2015年开始，根据澄政发【2005】135号和澄政发【2016】36号文，对于竣工满10年且市政府尚未回购的项目，继续按竣工决算金额的6%收取项目管理费（对于以前年度符合上述条件的项目管理费不再追溯调整）。

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。2013~2014年，公司分别确认项目管理费收入5.43亿元和5.62亿元，全部为项目竣工未满10年的代建管理费。2015年，公司确认项目管理费收入5.93亿元，其中项目竣工未满10年的代建管理费5.79亿元、竣工满10年但尚未回购项目的管理费0.14亿元。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；2015年公司已全部收到2014年项目管理费资金5.62亿元；截至目前，公司已收到2015年项目管理费资金2.70亿元（2016年3月和4月分别收到0.80亿元和1.90亿元），均计入销售商品、提供劳务收到的现金科目。

表 4　截至 2016 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	527	349.25	168.47	180.78
城市管网	49	39.63	11.05	28.58
其他市政资产	734	169.24	65.66	103.58
合计	**1310**	**558.12**	**245.18**	**312.94**

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司共承接基础设施代建项目1310个，完工528项，完工项目总投资额为245.18亿元；公司累计决算项目金额合计198.31亿元，除政府回购或划出部分外，剩余完工结算项目150.98亿元均计入“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，故江阴市政府于2012年承诺在项目刚竣工满10年的当年进行全部回购（见表5）。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（总投资为2.06亿元），市政府以2.11亿元全部回购上述项目；2013年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计12个（总投资为5.21亿元），市政府以2.23亿元仅回购其中1个项目（总投资为2.21亿元）；2014年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计15个（总投资为5.97亿元），2014年江阴市政府以投资成本价回购了2013年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计3个（总投资为1.56亿元）和2014年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计1个（总投资为1.46亿元）；2015年公司竣工决算已满10年的市政工程项目共计19个（总投资为7.29亿元），市政府计划以1.44亿元回购2013年竣工决算已满10年的市政工程项目共计4个（总投资1.44亿元）、以0.88亿元回购了2014年竣工已满10年的市政工程项目共计4个（总投资0.88亿元）和以0.85亿元回购了2015年竣工已满10年的市政工程17个（总投资0.85亿元），2015年前已回购项目已全部到账，2015年回购暂未到账（已于2015年确认收入3.17亿元）。

除2016年计划回购项目外，2016~2022年，公司还将有227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78.10亿元。受市财政资金安排影响，上述模式回购执行情况较差，故2016年江阴市财政局承诺将逐年回购一定规模的上述项目，同时对于竣工满10年且市政府尚未回购的项目，继续按竣工决算金额的6%收取项目管理费。

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	12	5.21	--
2014 年竣工满 10 年项目	15	5.97	5.97	6	2.34	3.63
2015 年竣工满 10 年项目	19	7.29	7.29	4	0.85	6.44
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**	**88.61**	**28**	**10.46**	**78.1**

资料来源：公司提供

表 6　公司 2012 年后竣工满 10 年项目回购安排（单位：万元）

年份	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	
回购金额	21116.72	22298.16	30130.00	31691.78	33276.37	34940.19	36687.20	
暂未回购项目管理费	--	--	--	1433.66	2640.75	12368.54	22061.50	
小计	21116.72	22298.16	30130.00	33125.44	35917.12	47308.73	58748.70	
年份	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	
回购金额	38521.56	40447.63	42470.02	44593.52	46823.19	49164.35	51622.57	
暂未回购项目管理费	21817.45	22053.59	27462.13	28375.78	31087.34	34847.49	31808.09	
小计	60339.01	62501.22	69932.15	72969.30	77910.53	84011.84	83430.66	
年份	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**	**2031**	**2032**	**合计**
回购金额	54203.70	56913.88	59759.58	62747.56	65884.93	69179.18	72638.14	**965110.23**
暂未回购项目管理费	28616.72	27765.79	24247.30	20552.90	16673.77	12600.68	8323.95	**37737.43**
小计	82820.42	84679.67	84006.88	83300.46	82558.70	81779.86	80962.09	**1002847.66**

资料来源：公司提供

注：随着公司新建项目开工，2023年及以后竣工满10年项目总投资额将有所变化，则上表中相关年份暂未回购项目管理费金额会变动。

跟踪期内，公司业务及规模有所扩张，但公司垫付资金较大。政府对部分竣工满10年项目未进行回购，继续按竣工决算金额的6%支付项目管理费。

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为每月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，共建成保障性住房4034套，其中，经济适用房1870套，廉租房和公共租赁住房2164套，项目总投资15.84亿元，预计将于2016年内完成。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56.82%，其余资金由公司自筹。该项目已于2012年12月动工，截至2016年3月底，项目土建施工基本完成，已完成进度89%，实际支付工程款8.62亿元（计入“存货——开发成本”科目），包括使用募集资金3.85元，上级补助资金4.61

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312.94亿元，截至2016年3月底已完成投资284.70亿元，剩余投资计划在2020年前完成，资金来源于公司自筹、银行贷款和财政资金。未来公司投资规模逐年下降。

表 7　公司未来项目投资计划情况（单位：亿元）

项目		总投资	截至 2016 年 3 月底已投资	计划投资				
				2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
在建工程项目	路桥资产	180.78	166.59	3.55	4.26	4.26	2.12	--
	城市管网	28.58	25.62	0.74	0.89	0.89	0.44	--
	其他市政资产	103.58	92.49	2.77	3.33	3.33	1.66	--
合计		**312.94**	**284.70**	**7.06**	**8.48**	**8.48**	**4.22**	**--**

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 8　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2016年3月底，项目土建施工基本完成，已完成进度89%，实际支付工程款8.62亿元，其中已使用募集资金3.85元，计划将于2016年10月完工。

九、财务分析

公司提供的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、2015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；2014年公司合并范围无变化；2015年公司合并范围新增2家子公司，为江阴市大地造田有限公司和江阴金财铁路投资管理有限公司。新纳入合并范围子公司资产规模较小，公司近三年数据的可比性较强。公司提供的2016年一季度财务报表未经审计。

截至2015年底，公司（合并）资产总额605.77亿元，所有者权益188.93亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2015年公司实现营业收入9.30亿元，利润总额4.82亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额650.35亿元，所有者权益189.09亿元（其中少数股东权益0.04亿元）；2016年1-3月公司实现营业收入1.40亿元，利润总额0.11亿元。

1. 盈利能力

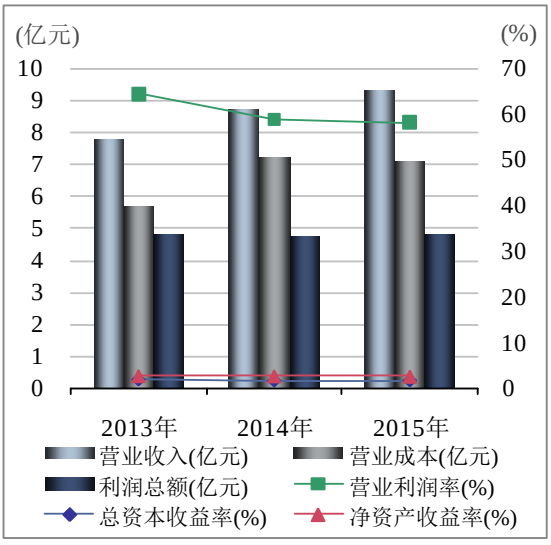
2013~2015年，伴随江阴市政工程及建设项目逐年增加，公司营业收入持续增长，年均复合增长9.39%。2015年公司实现营业收入9.30亿元，主要包括项目管理费收入5.93亿元（其中：竣工满10年暂未回购项目管理费0.14亿元）及代建项目回购收入3.17亿元；公司营业成本主要为代建项目回购成本（占全部成本95.15%）。

公司期间费用以财务费用为主，随着公司有息债务的增加和近年利率下行，2013~2015年财务费用分别为2.57亿元和3.16亿元和3.03亿元，期间费用率波动增长，分别为34.36%、38.14%和35.67%。公司期间费用的控制能力有待提升。

受营业收入不断增长影响，公司营业利润呈现波动上涨趋势，年均复合所致0.95%；2015年公司实现营业利润2.16亿元。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。2013~2015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政府无偿转出公司资产，其中2015年为2.34亿元，主要系2010年度城区污水管网完善配套工程、普惠路北段（滨江路—五星路)道路排水工程和普惠路南段（青山路—芙蓉大道)道路排水工程无偿划拨给建设局。2015年，公司实现利润总额4.82亿元。

从盈利指标看，由于公司营业收入以项目管理费和回购收入为主，其中项目管理费毛利率为100%，且其占营业收入比重较高，故公司营业利润率偏高。2013~2015年，公司总资本收益率分别为1.65%、1.42%和1.45%；净资产收益率分别为2.66%、2.63%和2.53%。

图1　公司盈利指标分析



资料来源：公司审计报告

2016年1-3月，公司实现营业收入1.40亿元，其构成以项目管理费收入为主，故营业利润率上升至92.19%；同期公司实现利润总额0.11亿元。

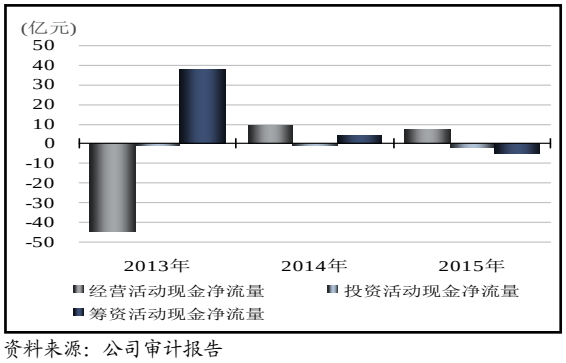
总体看，跟踪期内，公司收入规模略有增长，利润总额对财政补贴依赖性较大。公司整体盈利能力偏弱。

[1]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。

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归入销售商品、提供劳务收到的现金科目，2013~2015年销售商品、提供劳务收到的现金分别为8.50亿元、7.79亿元和8.63亿元；公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为7.20亿元、48.21亿元和56.12亿元，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；2015年公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长主要系往来款增加所致。现金流出方面，2013~2015年公司经营活动产生的现金流出分别为60.25亿元、47.08亿元和58.17亿元。2014年经营活动产生的现金流出快速下降主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降所致；2015年经营活动产生的现金流出增长主要系支付其他与经营活动有关的现金中往来款增加所致。故2013~2015年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-44.55亿元、8.91亿元和6.58亿元。从收入实现质量看，2013~2015年公司现金收入比分别为109.35%、89.07%和92.75%，公司收现质量有待进一步改善。

图2　2013~2015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，2013~2015公司投资活动现金流极少，无投资活动相关的现金流入，投资活动现金流出主要为2015年投资支付的现金2.00亿元，系公司对江苏招银城市发展基金有限公司投资。

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。2013~2015年，公司筹资活动现金流入量分别为124.03亿元、125.40亿元和122.89亿元。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年无收到其他与筹资活动有关的现金。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。2015年公司筹资活动现金流入包括发行债券收到的现金22.00亿元（为2015年发行的12.00亿元“15江阴城投ABN001A/B/C”和10.00亿元非公开定向债务融资工具）和取得借款收到的现金100.83亿元。2013~2015年，公司筹资活动现金流出分别为86.51亿元、121.43亿元和128.21亿元，主要用于偿还债务的本金和利息；公司筹资活动现金流净额分别为37.52亿元、3.96亿元和-5.32亿元。

2016年1-3月，公司经营性现金流净额、筹资现金流净额分别为-0.15亿元和19.51亿元，投资活动现金流发生极少，2016年一季度投资支付现金2.00亿元，主要系追加对江苏招银城市

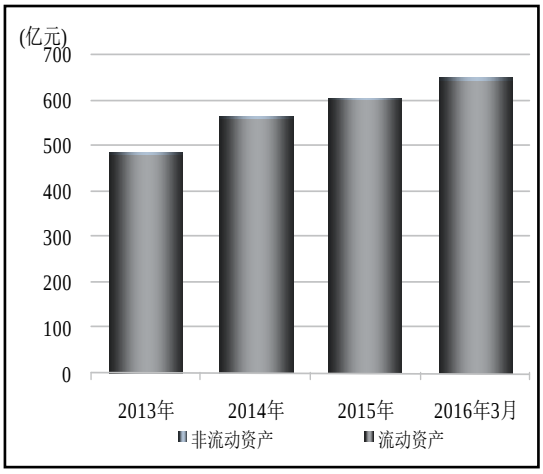
发展基金有限公司投资。

总体来看，跟踪期内，政府往来款大幅增加使得公司经营活动现金流规模加大，同时，公司对江阴市财政局拨入工程款依赖性较强。公司偿还本息有所增长导致筹资活动现金净流量由正转负。

3. 资本及债务结构

2013~2015年底，公司资产总额稳步增长。截至2015年底，公司资产总额605.77亿元，其中流动资产占比为99.18%，公司资产结构以流动资产为主。

图 3　2013～2016 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

2013~2015年底，公司流动资产不断增长，年均复合增长11.51%，主要系存货不断增长所致。截至2015年底，公司流动资产600.78亿元，以货币资金（占7.65%）、应收账款（占1.55%）、其他应收款（占6.61%）和存货（占83.61%）为主。

2013~2015年底，公司货币资金快速增长，年均复合增长18.58%。截至2015年底，公司货币资金45.94亿元，其中银行存款42.79亿元。公司使用受限的资金为3.15亿元。

2013~2015年底，公司应收账款不断增长，年均复合增长10.19%。截至2015年底，公司应收账款9.33亿元，其中9.30亿元为应收大股东江阴市财政局的代建工程项目管理费和回购款，且账龄全部在1年以内，坏账风险低，公司未计提坏账准备。

2013~2015年底，公司其他应收款有所波动，年均复合增长1.05%。截至2015年底，公司其他应收款39.72亿元，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工程款。公司计提坏账准备分为应收关联方款项（占6.63%）和按组合计提坏账准备的其他应收款（占93.37%），其中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90.28%，1~2年的占0.84%，2~5年的占6.73%，5年以上占2.15%，公司对该部分其他应收款计提坏账准备共计1.41亿元，计提比例为3.68%，计提较为充分。从欠款客户集中度来看，截至2015年底，公司欠款金额前五名客户合计欠款总额为36.21亿元，占94.29%，集中度高。

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，已于2015年内返还9.43亿元，剩余2.73亿元江阴市财政局将在2016年进行结算，联合资信将对上述还款计划保持持续关注。另外，2015年，公司其他应收款规模有所下降，联合资信将重点关注其变动情况。

表9　截至2015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	156852.59	40.84	往来款
江阴市土地储备中心	135000.00	35.15	往来款
江阴市财政局	27258.22	7.10	代建项目工程款
江阴经济开发区投资开发有限公司	24000.00	6.25	往来款
江阴经济开发区财政审计局	19000.00	4.95	往来款
合计	**362110.81**	**94.29**	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015年底，公司存货年均复合增长

11.81%。截至2015年底，公司存货共计502.31亿元，以开发成本、开发产品为主，包含少量工程施工。截至2015年底，公司开发成本351.32亿元，包括政府划拨的北门地区、澄江镇黄山村地区、澄江街道皮弄村地区、夏港街道葫桥村改造及澄江街道谢园村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265.88亿元（见表9）；公司开发产品150.98亿元（见表10）。公司存货未计提跌价准备。

表10　截至2015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	1538606.41
城市管网	287619.50
其他市政资产	832605.83
合计	**2658831.74**

资料来源：公司审计报告

表11　截至2015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	1047467.46
城市管网	37400.54
其他市政资产	424882.17
合计	**1509750.17**

资料来源：公司审计报告

非流动资产

2013~2015年底，公司非流动资产波动增长，年均复合增长58.67%。截至2015年底，公司流动资产为4.99亿元，其中可供出售金融资产2.00亿元（为公司对江苏招银城市发展基金有限公司投资）、投资性房地产1.37亿元和固定资产1.06亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额650.35亿元，较2015年底增长7.36%；其中流动资产643.34亿元，占比98.92%，资产结构变化不大；其中货币资金、存货规模扩张较多，其余科目较2015年底变化不大。截至2016年3月底，公司货币资金60.65亿元，使用受限资金0.50亿元；其他应收款43.87亿元，较2015年底增长10.46%，主要系公司与江阴市新农村建设发展有限公司往来款增加所致；可供出售金融资产较2015年底增加2亿元，系公司对江苏招银城市发展基金有限公司追加投资。截至2016年3月底，江阴市政府返还公司的代建项目工程款0.80亿元，故截至2016年3月底，江阴市政府还欠公司的代建项目工程款2.65亿元（反映在其他应收款中）。

所有者权益

2013~2015年底，公司所有者权益较为稳定，年均复合增长1.98%，主要源于未分配利润增加所致。截至2015年底，公司所有者权益合计188.93亿元（其中少数股东权益为0.04亿元），其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占5.29%、86.00%、2.03%和6.68%。截至2015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。其中资本公积较2014年底增加1.08亿元，主要系部分工程竣工决算引起资本公积增加。

截至2016年3月底，公司所有者权益189.09亿元，其中少数股东权益0.04亿元；所有者权益构成较2015年底变化不大。

负债

2013~2015年底，公司负债规模快速增长，年均复合增长17.20%。截至2015年底，公司负债总额416.85亿元，其中流动负债占比21.44%，非流动负债占比78.56%。公司负债结构基本稳定且非流动负债比重较高。

2013~2015年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长6.93%。截至2015年底，公司流动负债89.36亿元，主要以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，分别占比为7.15%和83.40%。

2013~2015年底，公司短期借款持续下降，年均复合下降71.78%。截至2015年底，公司短期借款2.14亿元，其中质押借款1.30亿元，保证

借款0.84亿元。

2013~2015年，公司其他应付款快速上涨，年均复合增长138.85%。截至2015年底，公司其他应付款6.39亿元，同比增长348.63%，主要系公司与江阴市财政局、财政集中支付中心暂存工程款、江阴市地产开发事务所往来款大幅增长所致。

随着公司部分应付债券陆续到期，公司一年内到期的非流动负债快速增长，三年年均复合增长23.68%，截至2015年底为74.52亿元，其中一年内到期的长期借款45.30亿元、一年内到期的长期应付款2.42亿元、一年内到期的应付债券26.80亿元（全部为2015年新增，包括“09江阴城投债”于2016年9月到期兑付全额本金25亿元、“12江阴城投债”于2016年6月到期兑付部分本金1.8亿元）。

2013~2015年底，公司非流动负债快速增长，年均复合增长20.56%，系公司长期借款和长期应付款快速增长所致。截至2015年底，公司非流动负债合计327.49亿元，其中长期借款、应付债券和长期应付款分别占41.67%、16.00%和42.33%。

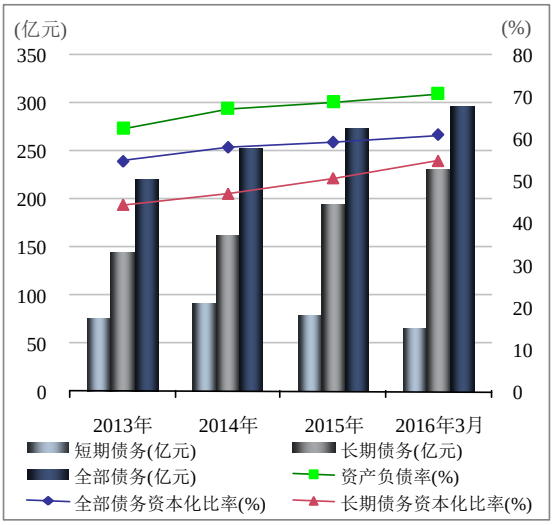
2013~2015年底，公司长期借款快速增长，年均复合增长29.19%。截至2015年底，公司长期借款为136.47亿元，同比增长64.17%，系公司随着业务量增加和债务结构的调整，通过银行项目贷款、金融租赁、信托计划等方式增加长期借款。

2013~2015年底，公司应付债券波动增长，年均复合增长3.41%。其中2014年底较2013年底大幅增长主要系新增非公开定向债务融资工具20亿元所致。截至2015年底，公司应付债券52.40亿元，较2014年底有所减少16.60亿元，主要系“09江阴城投债”全额本金25亿元、“12江阴城投债”部分本金1.8亿元和“12江阴城投PPN002”全额本金10亿元即将到期兑付，转入一年内到期的非流动负债所致，同时，2015年新增12.00亿元“15江阴城投ABN001A/B/C”和10.00亿元非公开定向债务融资工具。

2013~2015年底，公司长期应付款快速增长，年均复合增长21.08%。截至2015年底，公司长期应付款138.62亿元，其中与其他国资公司的长期往来款131.88亿元、有息其他借款2.01亿元、融资租赁应付款4.27亿元、工程款项0.45亿元。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2016年3月底，公司负债合计461.27亿元，较2015年底增长10.66%，其中流动负债占16.27%，较上年底下降5.17个百分点，非流动负债占76.61%。截至2016年3月底，公司流动负债中一年内到期的非流动负债63.07亿元，较上年底下降16.04%；非流动负债增长17.94%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。长期借款173.07亿元，较上年底增长26.82%，主要系信用借款和质押、担保借款大幅增长所致。长期应付款160.77亿元，较上年底增长15.98%，主要系往来款增加所致，其中其他借款和融资租赁应付款合计5.57亿元为有息债务，已计入长期债务中进行分析。

图4　2013～2016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，2013～2015年底，由于一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券的增加，公司全部债务规模持续扩张。截至2015年底，公司全部债务274.96亿元，其中短期债务占29.03%，长期债务占

70.97%；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50.81%、59.27%和68.81%，较上年分别上升3.78个百分点、1.19个百分点和1.39个百分点。受一年内到期的非流动负债、应付票据下降影响，截至2016年3月底，公司短期债务为64.91亿元；受长期借款增加影响，长期债务和全部债务分别上升至231.04亿元和295.95亿元；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上升至54.99%、61.02%和70.93%。

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，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保持稳定，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，整体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015年公司流动比率分别为618.26%、589.71%和672.33%，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。2013~2015年，公司速动比率分别为104.09%、109.27%和110.20%，该指标值保持稳定。2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为-57.01%、9.36%和7.36%，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年和2015年公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长，导致2014年和2015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。截至2016年3月底，受流动负债大幅下降影响，公司流动比率和速动比率分别上升至857.49%和156.70%，公司流动资产中其他应收款占比较大，若剔除其他应收款，该两项指标有所下降。公司经营现金流动负债比自2014年起由负转正，但对公司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。公司面临一定短期偿债压力。

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，2013～2015年公司EBITDA呈波动上升趋势，2015年为6.90亿元，且同期公司债务规模波动扩张，全部债务/EBITDA波动上升，2015年为39.86倍，三年均值为37.91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较强，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2016年3月底，公司对外担保金额为170.00亿元，担保比率为89.98%，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和政府非盈利性事业单位。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，公司存在一定的或有负债风险。

表12　截至2016年3月底公司对外担保前五名

（单位：万元）

被担保人	担保余额
江阴高新区投资开发有限公司	487000
江阴市公有资产经营有限公司	220000
江阴临港新城开发建设有限公司	190000
江阴普惠建设有限公司	155000
江阴市旅游文化产业发展有限公司	132000
合计	**1184000**

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径共获得各商业银行授信额度合计 110.58 亿元，已使用授信额度为 107.58 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 3.00 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

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 13　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
2015 年	3.55	3.55	51.13
2016 年	27.21	0.00	51.13
合计	**48.51**	**23.70**	**51.13**

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2014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2010~2015年向公司划拨应收账款回款资金总计23.70亿元（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、2015年公司分别收到回款1.50亿元和3.55亿元均反映在“收到其他与经营活动有关的现金”），符合《BT协议》规定2010~2015年应到款金额21.30亿元，2016年应到款金额27.21亿元，截至目前尚未收到付款。截至2015年底，公司应收账款质押余额为51.13亿元，质押倍数（应收账款质押余额/[本金+一年内支付的利息]）为2.00倍，质押应收账款对“09江阴城投债/09江阴债”覆盖较好，但2016年由于市建设局和交通局未按协议要求在约定时间支付应收账款，联合资信将密切关注后续回款情况。公司已于2015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，公司将于债券存续期的第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2016年6月按时偿付本息。

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2015年底，公司可供回售的工程约为150.98亿元，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9月一次性偿还本金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。2015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0.26倍、2.42倍和0.25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2016年3月底，公司现金类资产为63.27亿元，为公司2016年债券本息偿还额度的2.36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 9 月对“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（银行版）》（机构信用代码：G1032028100062020V），截至2016年6月20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。

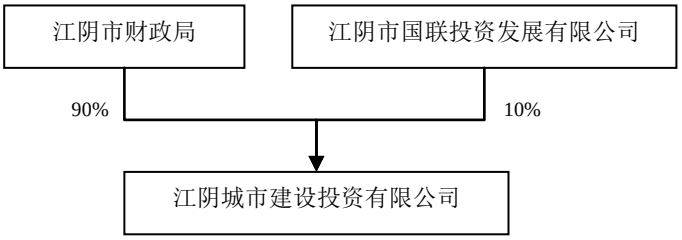
7. 抗风险能力

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很强。

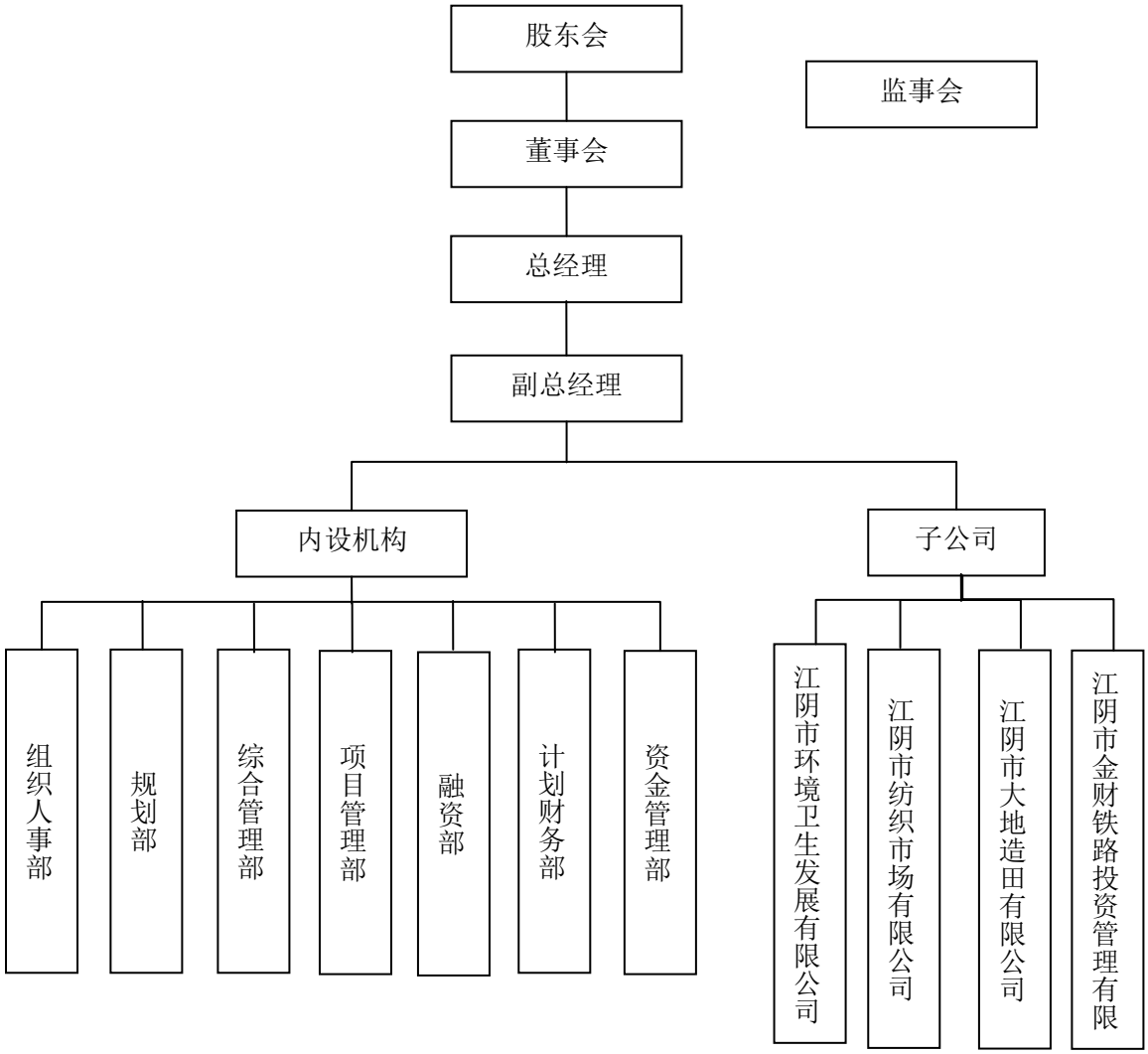
十、结论

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 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2016 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.77	48.32	46.28	63.27
资产总额(亿元)	485.12	563.09	605.77	650.35
所有者权益(亿元)	181.65	183.44	188.93	189.09
短期债务(亿元)	75.59	91.31	79.81	64.91
长期债务(亿元)	144.90	162.89	195.15	231.04
全部债务(亿元)	220.49	254.19	274.96	295.95
营业收入(亿元)	7.77	8.74	9.30	1.40
利润总额(亿元)	4.79	4.76	4.82	0.11
EBITDA(亿元)	6.66	6.23	6.90	--
经营性净现金流(亿元)	-44.55	8.91	6.58	-0.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.90	0.68	0.63	--
存货周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	109.35	89.07	92.75	60.52
营业利润率(%)	64.38	58.58	57.88	92.19
总资本收益率(%)	1.65	1.42	1.45	--
净资产收益率(%)	2.66	2.63	2.53	--
长期债务资本化比率(%)	44.37	47.03	50.81	54.99
全部债务资本化比率(%)	54.83	58.08	59.27	61.02
资产负债率(%)	62.55	67.42	68.81	70.93
流动比率(%)	618.26	589.71	672.33	857.49
速动比率(%)	104.09	109.27	110.20	156.70
经营现金流动负债比(%)	-57.01	9.36	7.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	33.08	40.78	39.86	--

注：1.2016 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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=【(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1】×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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。