跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 822 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“12江阴城投债/PR江阴债”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月十二日

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
12 江阴城投债/PR 江阴债	3.60 亿元	2012/06/11	7 年	AA+	AA+

评级时间：2017 年 6 月 12 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产（亿元）	52.82	49.43	59.88
资产总额(亿元)	563.09	605.77	659.19
所有者权益(亿元)	183.44	188.93	204.74
短期债务（亿元）	91.31	79.81	76.07
长期债务(亿元)	152.13	188.87	232.22
全部债务(亿元)	243.43	268.68	308.29
调整后全部债务(亿元)	254.19	274.96	336.02
营业收入(亿元)	8.74	9.30	12.30
利润总额(亿元)	4.76	4.82	4.66
EBITDA(亿元)	7.02	6.90	8.72
经营性净现金流(亿元)	8.91	6.58	-17.30
营业利润率(%)	58.58	57.88	63.25
净资产收益率(%)	2.63	2.53	2.31
资产负债率(%)	67.42	68.81	68.94
全部债务资本化比率(%)	57.03	58.71	60.09
流动比率(%)	589.71	672.33	538.31
经营现金流动负债比(%)	9.36	7.36	-14.30
全部债务/EBITDA(倍)	34.67	38.95	35.33
调整后全部债务/EBITDA(倍)	36.20	39.86	38.51

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分。

分析师

黄海伦　宋金玲
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

江阴城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是江阴市基础设施建设的重要主体。跟踪期内，江阴市经济和财政实力稳步增长，江阴市财政局在政府补贴和资金划拨等方面给予公司大力支持，公司营业收入快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司存货占比大、债务规模大、担保比率高等因素对公司经营带来的不利影响。

随着江阴市财政对城市基础设施建设的持续投入，公司经营有望保持稳定，公司区域地位优势明显，政府支持明确，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定，维持“12江阴城投债/PR江阴债”的信用等级为AA+。

优势

1. 2016年，江阴市经济稳步增长，作为县级城市，其地方财力规模较大。
2. 跟踪期内，公司得到了江阴市政府在资金划拨和政府补贴等方面持续有力支持。
3. 作为江阴市基础设施建设的重要主体，公司受到了江阴市政府采购方面的支持，营业收入快速增长。

关注

1. 江阴市政府对公司竣工满10年项目回购进度延期，对满10年但暂未回购的项目继续支付管理费。
2. 跟踪期内，公司存货占比大，对公司资金形成较大占用。公司债务持续增长，债务负担偏重，存在一定短期支付压力。
3. 公司担保比率高，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江阴城市建设投资有限公司（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。

江阴城市建设投资有限公司跟踪评级报告

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跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”或“公司”）股东及实际控制人未发生变化，股东仍为江阴市财政局和江阴市国联投资发展有限公司，持股比例分别为90%和10%，公司实际控制人是江阴市财政局（见附件1-1）。截至2016年底，公司注册资本10.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至2016年底，公司拥有2家全资子公司和2家控股子公司。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2016年底，公司员工总数58人。

截至2016年底，公司（合并）资产总额659.19亿元，所有者权益204.74亿元（其中少数股东权益9.18万元）；2016年公司实现营业收入12.30亿元，利润总额4.66亿元。

公司注册地址：江阴市暨阳路10号；法定代表人：薛菁。

三、债券概况与募集资金使用情况

跟踪期内，“12江阴城投债/PR江阴债”（以下简称“本期债券”）已按期支付本息，公司既往还本付息情况良好。本期债券募集资金已按规定用途使用。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
12 江阴城投债/PR 江阴债	9.00	2012/06/11	7 年	3.60	每年付息一次，存续期第 3 年至第 7 年每年分别偿付债券本金的 20%

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理

增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的

通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着融资平台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济概况

根据《2016年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2016年全年江阴市实现地区生产总值3083.3亿元，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18.8万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。2016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1681.0亿元，增长7.1%；第三产业增加值1357.9亿元，增长8.3%。三次产业比例调整为1.5:54.5:44.0，第三产业增加值占GDP比重比上年提高0.6个百分点。

2016年江阴市建筑业略有下降。全年实现建筑业总产值98.8亿元，下降9.5%；其中建筑工程产值87.4亿元，安装工程产值9.4亿元，其他产值2.0亿元。全年共获无锡市“太湖杯”优质工程奖7个，无锡市政优质工程4个，无锡市优质结构工程20个，无锡市优秀物业管理项目11个。

2016年江阴市投资呈现平稳增长。全年固定资产投资完成1133.0亿元，增长0.4%。第一产业投资5.6亿元，下降16.9%，第二产业投资495.4亿元，下降3.7%，第三产业投资632.1亿元，增长4.1%。分投资主体看：国有企业投资247.7亿元，增长23.6%；民营企业投资735.5亿元，下降9.9%；外商及港澳台投资149.8亿元，增长33.9%。

2016年江阴市房地产市场有所回暖。全年完成房地产开发投资281.1亿元，增长8.0%；商品房施工面积1532.6万平方米，下降11.3%，房屋新开工面积276.9万平方米，下降10.8%；房屋建筑竣工面积261.0万平方米，下降24.6%。商品房销售面积233.1万平方米，增长10.2%，其中商品房现房销售面积80.6万平方米，增长17.4%，住宅69.1万平方米，增长31.6%；商品房期房销售面积152.4万平方米，增长6.7%，住宅145.7万平方米，增长16.6%。商品房销售成交总额169.3亿元，增长13.5%；其中住宅销售额151.3亿元，增长26.5%。

2016年江阴市财政收支总体稳定，全年实现一般公共预算收入229.91亿元，同比增长5.0%，其中税收收入191.20亿元，同比增长6.0%；政府性基金收入16.98亿元，同比增长0.1%；其中土地出让金13.16亿元，同比增长25.0%；上划中央四税收入176.7亿元，同比下降3.5%。实现一般公共预算支出226.3亿元，增长10.2%，其中政府性基金预算支出27.8亿元，增长53.2%；国有资本经营预算支出1.3亿元。总体看，江阴市财政收入有所增长，整体财政实力较强。

表2　江阴市2015~2016年地方可支配收入

（单位：亿元）

科目	2015 年	2016 年
一般预算收入	218.92	229.91
其中：税收收入	180.31	191.20
非税收入	38.61	38.71
基金收入	16.95	16.98
土地出让收入	10.52	13.16
其他	6.43	3.82
上级补助收入	26.89	24.99
返还性收入	14.76	8.84
一般性转移支付	1.17	1.60
专项转移支付	10.96	14.55
预算外财政专户资金	1.70	1.56
地方可支配收入总计	**264.46**	**273.44**

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2016年底，江阴市政府直接债务余额119.52亿元，主要为国内金融机构借款30.74亿元，（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88.73亿元（其中5.40亿元为由财政承担偿还责任的融资平台债券融资，88.33亿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105.88亿元。截至2016年底，江阴市政府全部债务余额172.46亿元（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63.07%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）），较上年有所下降（2015年为68.42%），但债务负担一般。

表3　截至2016年底江阴市地方政府债务情况

（单位：亿元）

地方债务（截至2016年底）	金额
（一）直接债务余额	119.52
1．外国政府贷款	
2．国际金融组织贷款	
3．国债转贷资金	0.04
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	30.74
（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	30.74
7．债券融资	88.73
（1）中央代发地方政府债	88.33
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	5.40
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	105.88
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%+（三）×50%	172.46
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）	**63.07%**

资料来源：江阴市财政局

总体来看，跟踪期内，江阴市经济稳步增长，地方财政实力较强，地方政府债务负担有所减轻。

六、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍为江阴市财政局和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。截至2016年底，公司注册资本10.00亿元。

2．人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至2016年底，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，公司员工整体素质较高，年龄结构合理。

3. 政府支持

公司作为江阴市城市基础设施建设的重要主体，得到了江阴市政府在业务和资产划拨等方面的大力支持。

跟踪期内，江阴市政府按原“其他应收款”偿还计划归还公司13.19亿元代建工程款，截至2016年底，公司已收到全额原定计划偿还款；2016年，公司收到政府补助款5.00亿元（反映在“营业外收入”以及“收到其他与经营活动有关的现金”）；同期，公司陆续收到财政局资金和工程拨款11.14亿元（反应在“资本公积”）；跟踪期内，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》”），约定投资江阴市城区道路工程、芙蓉大道西段（含扬子江路）工程等工程共计47.32亿元，政府收购价款共计74.83亿元，分期支付，截至2016年底，公司已全额收到当年应回款27.21亿元（反映在“收到其他与经营活动有关的现金”）。

跟踪期内，政府在政府补贴、资金拨付等方面给予公司持续支持，进而确保了公司项目建设顺利进行。联合资信认为，作为公司的实际控制人，江阴市财政局对公司的支持是持续和长期的，同时也是公司未来发展的重要保障。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告（银行专业版）》（NO.B201705160197617700），截至2017年5月16日，公司无未结清不良信贷信息记录。

七、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。公司管理体制完善，人员构成合理，能满足日常工作需要。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，主要从事江阴市区域内城市基础设施建设和保障房建设。

2016 年，公司营业收入 12.30 亿元，同比快速增长 32.26%，主要系占比较大的项目管理费收入快速增长所致；同期，代建回购收入有所增长，受项目管理费收入快速增长影响，在当年营业收入占比降至 27.75%。公司其他业务收入 0.18 亿元，主要包括房屋租赁收入、环卫工程结算收入和信息技术服务费等，较上年有所下降。

2016 年，公司综合毛利率 65.26%，同比略有增长，系毛利率高的项目管理费占比扩大所致；公司代建项目回购毛利率-18.60%；其他业务收入持续为负主要是房屋租赁毛利率为负所致，系公司标准厂房并未全部租出，相关折旧费用高于现有收入所致。

表 4　公司近年各业务板块收入构成情况（单位：万元、%）

项　目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目管理费	59257.27	63.70	100.00	87063.64	70.77	100.00
其中：满 10 年暂未回购项目管理费	1433.66	1.54	100.00	1760.80	1.43	100.00
代建项目回购	31691.78	34.07	0.10	34145.53	27.75	-18.60

其他	2071.26	2.23	-12.71	1821.37	1.48	-23.03
合计	**93020.31**	**100.00**	**63.45**	**123030.54**	**100.00**	**65.26**

资料来源：公司审计报告

2．经营分析

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，明确建设资金筹措和代建事宜安排。公司基础设施建设板块的主要业务模式是每年年初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。

根据澄政发【2005】135号文，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。

自2012年起，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年起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。由于绝大部分需回购的资产无法产生收益，故公司基本采用出售给市政府方式。

2015年开始，根据澄政发【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）。

项目管理费采用一年一计，由市财政局汇算拨付，确认公司营业收入，公司将于确认收入的第二年收回全部款项资金。2016年，公司确认项目管理费收8.71亿元，其中项目竣工未满10年的代建管理费8.53亿元、竣工满10年但尚未回购项目的管理费0.18亿元。公司已于2017年1月和3月分别收到上年管理费收入回款各1.00亿元（反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”）。

表5　截至2016年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	545	367.07	198.04	169.03
城市管网	55	43.18	11.85	31.33
其他市政资产	802	188.80	62.05	126.75
合计	**1402**	**599.05**	**271.94**	**327.11**

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司共承接基础设施代建项目1402个，完工581项，完工项目总投资额271.94亿元；公司累计决算项目金额合计208.88亿元，除政府回购或划出部分外，剩余完工已决算项目183.73亿元均计入“存货——开发产品”科目。

代建项目回购方面，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年的当年进行回购。截至2016年底，市政府应付回购款25.66亿元，实际回购14.01亿元。2016年，市政府以3.55亿元（计入代建项目回购收入3.41亿元，其余为增值税）回购2014年和2015年项目。受市财政资金安排影响，上述模式回购执行情况较差，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。2016年，公司代建项目回购毛利率-18.60%，原因包括：1.营改增使得部分缴税计入成本；2.部分项目已完工决算，项目后续额外支出依然计入营业成本，但未反映在收入部分。

跟踪期内，公司业务规模有所扩张，但垫

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。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。公司于2012年6月成功发行9.00亿元“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年底，项目基本完成，目前正在进行项目验收及销售准备阶段，截至2016年底已实际支付工程款8.99亿元（计入“存货——开发成本”科目）。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。

公司目前在建项目及已承接但未开工项目投资总额共计327.11亿元，截至2016年底已完成投资282.88亿元，资金来源于公司自筹、银行贷款和财政资金。未来公司计划投资规模保持稳定。

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2016年底已投资	计划投资			
				2017年	2018年	2019年	2020年
在建工程项目	路桥资产	169.03	144.00	5.01	5.01	5.01	5.01
	城市管网	31.33	29.02	0.46	0.46	0.46	0.46
	其他市政资产	126.75	109.86	3.37	3.37	3.37	3.37
合计		**327.11**	**282.88**	**8.84**	**8.84**	**8.84**	**8.84**

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。

资料来源：公司提供

总体看，公司项目未来投资支出有所回落且保持稳定，新建项目受政府决策影响大。

九、财务分析

公司提供了2016年度合并财务报告，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。

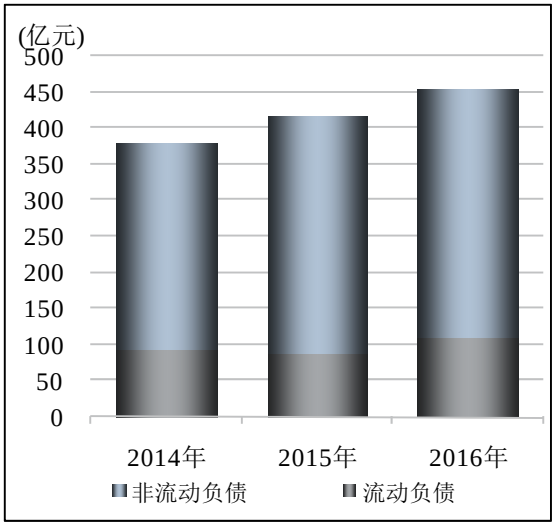
2016年，公司合并范围无变化，财务数据的可比性强。

截至2016年底，公司（合并）资产总额659.19亿元，所有者权益204.74亿元（其中少数股东权益9.18万元）；2016年公司实现营业收入12.30亿元，利润总额4.66亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额659.19亿元，其中流动资产占98.76%，公司资产结构以流动资产为主。

图1 2014~2016年底公司资产构成



数据来源：公司审计报告

截至2016年底，公司流动资产650.98亿元，以货币资金（占7.69%）、应收账款（占1.82%）、其他应收款（占4.81%）和存货（占84.80%）为主。

截至2016年底，公司货币资金50.07亿元，其中银行存款49.07亿元。公司无使用受限的资金。

截至2016年底，公司应收账款11.83亿元，其中11.80亿元为应收大股东江阴市财政局2016年代建管理费收入和回购款，账龄全部在1年以内，坏账风险低，公司未计提坏账准备。

截至2016年底，公司其他应收款27.20亿元，主要包括公司与江阴市土地储备中心、江阴市新农村建设发展有限公司等往来款。其他应收款中账龄在1年以内的占52.87%，1~2年的占39.13%，2~5年的占1.79%，5年以上占6.21%，公司对其他应收款累计提坏账准备1.68亿元，计提比例5.80%，计提较为充分。截至2016年底，客户欠款金额前五名合计23.77亿元，占82.30%，集中度高。

表7 截至2016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
江阴市土地储备中心	95000.00	32.89	往来款
江阴市新农村建设发展有限公司	70895.41	24.55	往来款
江阴市华水农业水利开发建设投资有限公司	27791.69	9.62	往来款
国联信托股份有限公司	25000.00	8.66	往来款
江阴经济开发区财政审计局	19000.00	6.58	往来款
合计	**237687.10**	**82.30**	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货552.06亿元，以开发成本和开发产品为主，此外包含少量工程施工和原材料。截至2016年底，公司开发成本368.32亿元，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等土地使用权85.44亿元以及在建的代建项目282.88亿元；公司开发产品183.73亿元，为路桥资产、城市管网和其他市政资产。公司存货未计提跌价准备。

表8 截至2016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	1440016.02
城市管网	290181.57
其他市政资产	1098564.62
合计	**2828762.21**

资料来源：公司审计报告

表9 截至2016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	1317833.77
城市管网	59140.69
其他市政资产	460329.92
合计	**1837304.19**

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司非流动资产8.20亿元，其中可供出售金融资产5.00亿元（为公司对江苏招银城市发展基金有限公司投资）和投资性房地产1.30亿元。公司非流动资产0.30亿元为

公司对南沿江城际铁路的股权投资款，因该公司尚未成立，暂放入该科目（投资款资金由财政拨入）。

总体来看，跟踪期内，公司资产总额稳步增长。公司资产中流动资产占比大，且流动资产以存货为主，存货中代建项目回款周期长，公司其他应收款以往来款为主且对公司资金占用较大。整体看，公司资产质量一般，资产流动性弱。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益204.74亿元（其中少数股东权益9.18万元），所有者权益结构较上年变化不大，其中资本公积增加11.14亿元为财政局资金和工程拨款。实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占4.88%、84.77%、2.11%和8.23%。

负债

截至2016年底，公司负债总额454.45亿元，其中流动负债占24.41%，非流动负债占75.59%。公司非流动负债占比较高。

截至2016年底，公司流动负债120.93亿元，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26.65%和59.60%。

截至2016年底，公司短期借款4.00亿元，全部为保证借款。

截至2016年底，公司其他应付款32.23亿元，同比大幅增长404.54%，主要为应付江阴市财政局转贷暂存款和工程款31.17亿元。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债72.07亿元，其中一年内到期的长期借款43.17亿元、一年内到期的长期应付款2.10亿元、一年内到期的应付债券26.80亿元（包括“PR江阴债”于2017年6月到期兑付部分本金1.80亿元、“14江阴城投PPN002/004/005”分别于2017年6月、9月和11月到期兑付本金共计20.00亿元和“15江阴城投ABN001A”于2017年4月到期兑付本金5.00亿元）。

截至2016年底，公司其他流动负债10.00亿元，为公司发行的一年期“16江阴城投PPN001”和“16江阴城投PPN002”各5.00亿元。

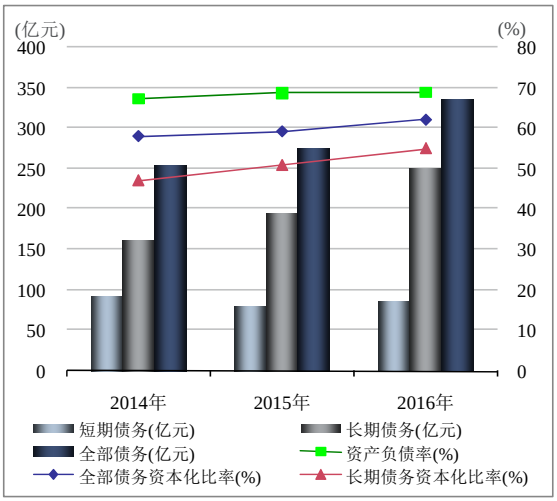
截至2016年底，公司非流动负债合计333.52亿元，其中长期借款、应付债券和长期应付款分别占59.55%、10.07%和30.37%。

截至2016年底，公司长期借款198.62亿元，同比增长45.54%，系公司随着业务量扩大使得资金需求增加，新增信用借款和质押借款所致。

截至2016年底，公司应付债券33.60亿元，较2015年底减少18.80亿元，系“12江阴城投债”部分本金1.8亿元、“14江阴城投PPN002”5.00亿元、“14江阴城投PPN004”10.00亿元、“14江阴城投PPN005”5.00亿元和“15江阴城投ABN001A”5.00亿元合计26.80亿元转入一年内到期的非流动负债，同时，公司新增2016年第一期非公开发行公司债券8.00亿元。

截至2016年底，公司长期应付款101.30亿元，其中与其他国资公司的长期往来款83.12亿元、其他有息借款15.58亿元、融资租赁款2.14亿元、工程款0.45亿元。

图2 2014~2016年底公司债务情况



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，2014~2016年底，由于长期借款的增加，公司全部债务规模持续扩张。截至2016年底，公司全部债务308.29亿元，其中短期债务占24.68%，

长期债务占75.32%。近三年，公司长期债务资本化比率分别为45.33%、49.99%和53.14%；全部债务资本化比率分别为57.03%、58.71%和60.09%；资产负债率分别为67.42%、68.81%和68.94%。若将其他流动负债、长期应付款中有息借款和融资租赁款计入债务核算，截至2016年底，公司调整后全部债务336.02亿元，其中调整后短期债务86.07亿元，调整后长期债务249.95亿元；2014~2016年，公司调整后长期债务资本化比率分别为47.03%、50.81%和54.97亿元；调整后全部债务资本化比率分别为58.08%、59.27%和62.14%。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

3．盈利能力

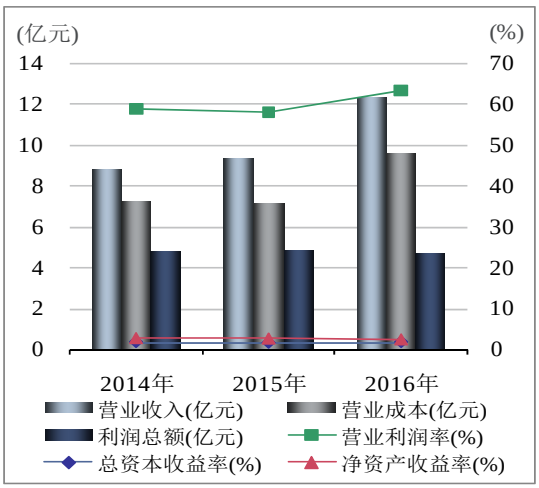
2016年，公司实现营业收入12.30亿元，同比增长32.26%，主要包括项目管理费收入及代建项目回购收入；公司营业成本同比增长25.72%，主要为代建项目回购成本（占全部成本96.38%）。由于公司营业收入以项目管理费和回购收入为主，其中项目管理费毛利率为100%，且其占营业收入比重较高，故公司营业利润率较高，2016年为63.25%。

公司期间费用以财务费用为主，受公司有息债务的增加影响，2016年财务费用为4.65亿元，同比大幅增长53.57%。期间费用率38.79%，公司期间费用的控制能力有待提升。

2016年公司实现营业利润2.74亿元。2016年，公司获得政府补助5.00亿元，已实际到账。公司营业外支出主要为养护补贴、工程补贴等必要支出。2016年，公司实现利润总额4.66亿元。

2014~2016年，公司调整后总资本收益率分别为1.60%、1.42%和1.60%；净资产收益率分别为2.63%、2.53%和2.31%。

图3　公司盈利指标分析



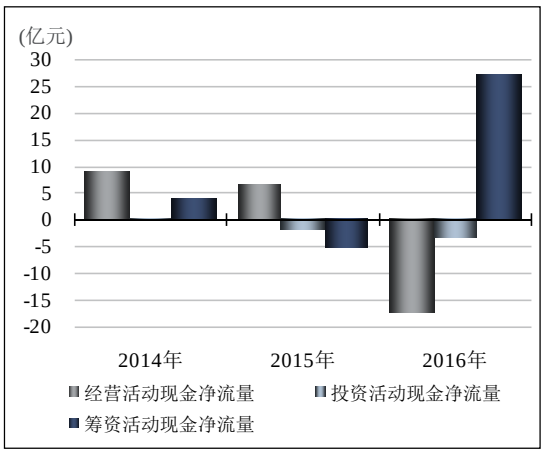
资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司营业收入主要为管理费收入和代建项目回购收入，利润总额对财政补贴依赖性大。

4．现金流

2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金10.40亿元，为项目管理费和代建项目回购资金；公司收到其他与经营活动有关的现金43.24亿元，主要为收到的政府补助款、回购款以及往来款。2016年公司经营活动产生的现金流出70.94亿元，较上年大幅增长主要系系支付其他与经营活动有关的现金中往来款增加所致。2016年公司经营活动产生的现金流量净额-17.30亿元。2016年，公司现金收入比为84.54%，公司收现质量有待进一步改善。

图4　2014~2016年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

2016年，公司投资活动现金流较少，无投资活动相关的现金流入，投资活动现金流出主要为2016年投资支付的现金3.02亿元，系公司对江苏招银城市发展基金有限公司投资。支付其他与投资活动有关的现金0.30亿元为公司对南沿江城际铁路的股权投资款。

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现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。2016年，公司筹资活动现金流入量135.84亿元。2016年公司筹资活动现金流入包括发行债券收到的现金18.00亿元（为2016年发行的“16江阴城投PPN001”和“16江阴城投PPN002”各5.00亿元以及2016年第一期非公开发行公司债券8.00亿元）和取得借款收到的现金112.84亿元；公司收到其他与筹资活动有关的现金5.00亿元，为财政拨款（反映在“资本公积”）。2016年，公司筹资活动现金流出107.94亿元，主要用于偿还债务本息；支付其他与筹资活动有关的现金2.97亿元，为公司财务顾问费和融资租赁支付本息。公司筹资活动现金流净额27.90亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动和筹资活动产生现金流规模大，对江阴市财政局拨款和外部融资的依赖性强。

5．偿债能力

截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为538.31%和81.80%，较2015年均有所下降，考虑到存货主要为已完工和在建的政府代建项目，公司流动性较弱。2016年，公司经营现金流动负债比为-14.30%，主要系公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长，导致经营活动产生的现金流量净额为负，公司经营活动现金流对短期债务无保障能力。总体看，公司短期偿债能力较弱。

2014~2016年，公司EBITDA波动增长，分别为7.02亿元、6.90亿元和8.72亿元，同期公司债务规模波动扩张，调整后全部债务/EBITDA波动上升，2014~2016年分别为36.20倍、39.86倍和38.51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，但考虑到江阴市财政实力较强，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为公司提供资金支持，公司实际偿债压力较小，偿债能力较强。

截至2016年底，公司合并口径共获得各商业银行授信额度139.64亿元，已使用授信额度110.34亿元，尚未使用的授信额度29.30亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6．对外担保

截至2016年底，公司对外担保余额188.42亿元，担保比率为92.03%，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。

十、存续期内债券偿债能力

2016年，公司经营活动现金流入量为53.64亿元，为本期债券余额3.60亿元的14.90倍，为本期债券分期需偿还金额1.80亿元的29.80倍；2016年，公司EBITDA为8.72亿元，为本期债券余额3.60亿元的2.42倍，为本期债券分期需偿还金额1.80亿元的4.85倍。

总体看，经营活动现金流入量对本期债券余额及分期需偿还金额覆盖能力强，EBITDA对本期债券分期需偿还金额覆盖能力强。

2016年，公司投资活动现金流较少，无投资活动相关的现金流入，投资活动现金流出主要为2016年投资支付的现金3.02亿元，系公司对江苏招银城市发展基金有限公司投资。支付其他与投资活动有关的现金0.30亿元为公司对南沿江城际铁路的股权投资款。

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现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。2016年，公司筹资活动现金流入量135.84亿元。2016年公司筹资活动现金流入包括发行债券收到的现金18.00亿元（为2016年发行的“16江阴城投PPN001”和“16江阴城投PPN002”各5.00亿元以及2016年第一期非公开发行公司债券8.00亿元）和取得借款收到的现金112.84亿元；公司收到其他与筹资活动有关的现金5.00亿元，为财政拨款（反映在“资本公积”）。2016年，公司筹资活动现金流出107.94亿元，主要用于偿还债务本息；支付其他与筹资活动有关的现金2.97亿元，为公司财务顾问费和融资租赁支付本息。公司筹资活动现金流净额27.90亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动和筹资活动产生现金流规模大，对江阴市财政局拨款和外部融资的依赖性强。

5．偿债能力

截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为538.31%和81.80%，较2015年均有所下降，考虑到存货主要为已完工和在建的政府代建项目，公司流动性较弱。2016年，公司经营现金流动负债比为-14.30%，主要系公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长，导致经营活动产生的现金流量净额为负，公司经营活动现金流对短期债务无保障能力。总体看，公司短期偿债能力较弱。

2014~2016年，公司EBITDA波动增长，分别为7.02亿元、6.90亿元和8.72亿元，同期公司债务规模波动扩张，调整后全部债务/EBITDA波动上升，2014~2016年分别为36.20倍、39.86倍和38.51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，但考虑到江阴市财政实力较强，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为公司提供资金支持，公司实际偿债压力较小，偿债能力较强。

截至2016年底，公司合并口径共获得各商业银行授信额度139.64亿元，已使用授信额度110.34亿元，尚未使用的授信额度29.30亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6．对外担保

截至2016年底，公司对外担保余额188.42亿元，担保比率为92.03%，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。

十、存续期内债券偿债能力

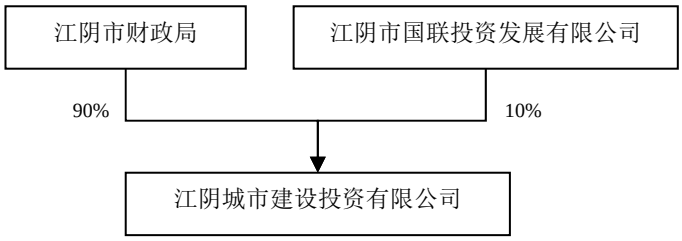
2016年，公司经营活动现金流入量为53.64亿元，为本期债券余额3.60亿元的14.90倍，为本期债券分期需偿还金额1.80亿元的29.80倍；2016年，公司EBITDA为8.72亿元，为本期债券余额3.60亿元的2.42倍，为本期债券分期需偿还金额1.80亿元的4.85倍。

总体看，经营活动现金流入量对本期债券余额及分期需偿还金额覆盖能力强，EBITDA对本期债券分期需偿还金额覆盖能力强。

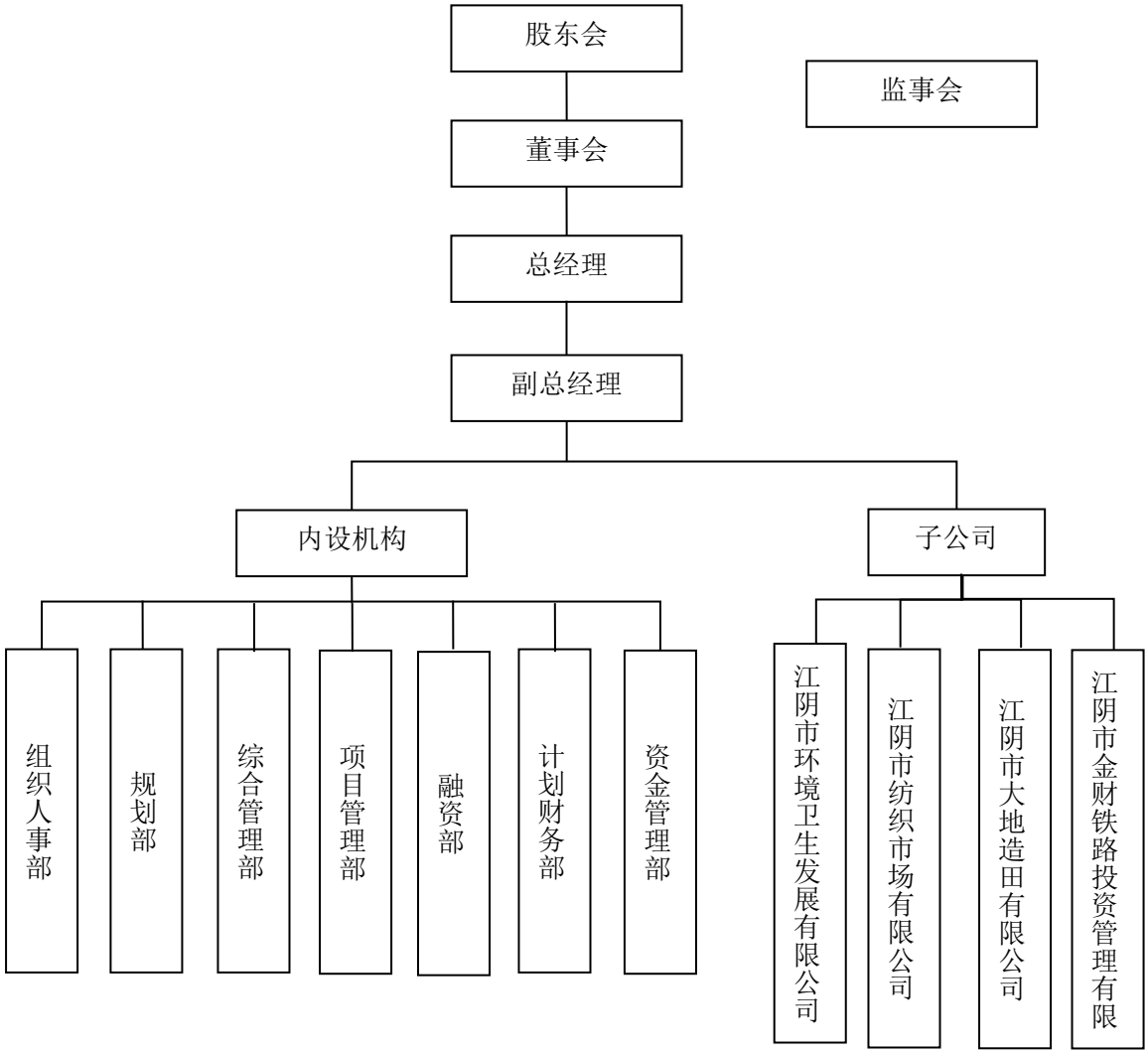
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定，维持“12江阴城投债/PR江阴债”的信用等级为AA^{+}。

附件 1-1　截至 2016 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2016 年底公司组织架构图



附件 2　公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	52.82	49.43	59.88
资产总额(亿元)	563.09	605.77	659.19
所有者权益(亿元)	183.44	188.93	204.74
短期债务(亿元)	91.31	79.81	76.07
调整后短期债务（亿元）	91.31	79.81	86.07
长期债务(亿元)	152.13	188.87	232.22
调整后长期债务(亿元)	162.89	195.15	249.95
全部债务(亿元)	243.43	268.68	308.29
调整后全部债务(亿元)	254.19	274.96	336.02
营业收入(亿元)	8.74	9.30	12.30
利润总额(亿元)	4.76	4.82	4.66
EBITDA(亿元)	7.02	6.90	8.72
经营性净现金流(亿元)	8.91	6.58	-17.30
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.68	0.63	0.71
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(%)	89.07	92.75	84.54
营业利润率(%)	58.58	57.88	63.25
总资本收益率(%)	1.64	1.42	1.68
调整后总资本收益率(%)	1.60	1.42	1.60
净资产收益率(%)	2.63	2.53	2.31
长期债务资本化比率(%)	45.33	49.99	53.14
调整后长期债务资本化比率(%)	47.03	50.81	54.97
全部债务资本化比率(%)	57.03	58.71	60.09
调整后全部债务资本化比率(%)	58.08	59.27	62.14
资产负债率(%)	67.42	68.81	68.94
流动比率(%)	589.71	672.33	538.31
速动比率(%)	109.27	110.20	81.80
经营现金流动负债比(%)	9.36	7.36	-14.30
全部债务/EBITDA(倍)	34.67	38.95	35.33
调整后全部债务/EBITDA(倍)	36.20	39.86	38.51

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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　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

附件 4-3　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。