信用评级公告

联合〔2021〕3894 号

联合资信评估股份有限公司通过对江阴城市建设投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江阴城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 江阴城投 MTN001”信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

江阴城市建设投资有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江阴城市建设投资有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
中证信用增进股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20江阴城投MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20江阴城投MTN001	9.50亿元	9.50亿元	2023/06/30

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月10日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：1. 经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果；2. 考虑到公司部分债务被认定为政府隐性债务，评级模型中债务相关指标有所调整

评级观点：

江阴城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是江阴市重要的基础设施建设主体。跟踪期内，江阴市经济实现稳步增长。公司保持在区域内基建业务的专营地位，并持续获得股东的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司项目回购执行情况仍差，债务负担有所加重，担保比率高等因素对公司信用水平带来的不利影响。随着江阴市经济的持续发展以及公司存量项目的陆续回购，公司未来经营规模有望保持稳定。

“20江阴城投MTN001”由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证增”）提供不可撤销的连带责任保证担保；经联合资信评定，中证增主体长期信用等级为AAA，评级展望稳定。中证增担保实力极强，其担保显著提升了上述债券本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“20江阴城投MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司所在江阴市经济稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。**2020年及2021年一季度，江阴市GDP同比增速分别为3.0%和19.7%。2020年，江阴市固定资产投资增速为9.8%。
2. **跟踪期内，公司继续保持在区域内基建业务的专营地位。**公司是江阴市最大的基础设施建设主体，其业务具有较强的专营性。
3. **跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持。**2020年，公司确认财政资金专项补助5.00亿元，接受政府拨付用于注册公司资金1000万元。
4. **增信措施。**中证增提供的不可撤销的连带责任保证担保显著提升了“20江阴城投MTN001”本息偿还的安全性。

分析师：闫 蓉 高志杰 贾思然
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

关注

1. **回购执行情况差。**江阴市政府对公司竣工满 10 年的项目回购执行情况差，对资金形成很大占用。截至 2021 年 3 月底，政府尚未回购的已竣工决算项目成本合计 188.74 亿元。

2. **跟踪期内，公司债务负担有所加重，短期偿债压力大。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 386.57 亿元，全部债务资本化比率为 62.87%。公司现金类资产对短期债务覆盖倍数维持在较低水平。

3. **公司担保比率高。**截至 2021 年 3 月底，公司对外担保比率为 78.71%，较 2020 年 3 月底有所上升。考虑到被担保企业经营性业务收入较少，主要依靠政府支持和补贴，公司存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.08	21.66	23.28	15.73
资产总额(亿元)	682.90	681.75	699.27	689.44
所有者权益(亿元)	231.64	236.72	227.18	228.31
短期债务(亿元)	88.92	123.25	71.91	78.56
长期债务(亿元)	259.16	226.82	306.79	308.02
全部债务(亿元)	348.08	350.08	378.71	386.57
营业收入(亿元)	14.15	14.17	14.17	2.77
利润总额(亿元)	4.76	4.92	4.79	1.12
EBITDA(亿元)	13.24	14.67	15.14	--
经营性净现金流(亿元)	31.46	32.92	-3.51	15.24
营业利润率(%)	71.40	71.88	72.40	81.23
净资产收益率(%)	2.07	2.09	2.11	--
资产负债率(%)	66.08	65.28	67.51	66.88
全部债务资本化比率(%)	60.04	59.66	62.50	62.87
流动比率(%)	484.74	425.82	688.13	600.34
现金短期债务比(倍)	0.27	0.18	0.32	0.20
经营现金流动负债比(%)	22.63	20.97	-3.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.54	0.58	0.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.29	23.87	25.02	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	681.83	680.77	698.67	688.87
所有者权益(亿元)	230.99	236.14	226.49	227.62
全部债务(亿元)	348.08	350.08	378.71	386.57
营业收入(亿元)	13.97	14.00	14.02	2.71
利润总额(亿元)	4.86	4.99	4.88	1.13
资产负债率(%)	66.12	65.31	67.58	66.96
全部债务资本化比率(%)	60.11	59.72	62.58	62.94
流动比率(%)	486.73	426.69	687.18	599.32
经营现金流动负债比(%)	22.12	21.03	-3.23	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算；3. 母公司其他流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算，2018 和 2019 年相关债务指标有所更正

跟踪评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 江阴城投 MTN001	AAA	AA+	稳定	2020/07/16	闫蓉 王中天 贾思然	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 江阴城投 MTN001	AAA	AA+	稳定	2020/01/19	黄海伦 王中天	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2021 年跟踪评级报告

一、 跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江阴城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至2021年3月底，公司股东仍为江阴市财政局（持股90.00%）和江阴市国联投资发展有限公司（持股10.00%，以下简称“江阴国联投资”），实际控制人为江阴市财政局。截至2021年3月底，公司注册和实收资本均为10.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位、经营范围及组织结构较2020年3月底未发生重大变化。截至2021年3月底，公司本部内设7个职能部门，包括组织人事部、项目管理部、融资部、计划财务部、资金管理部等；拥有5家全资子公司和1家控股子公司。

截至2020年底，公司资产总额699.27亿元，所有者权益合计227.18亿元（含少数股东权益9.33万元）；2020年，公司实现营业收入14.17亿元，利润总额4.79亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额689.44亿元，所有者权益合计228.31亿元（含少数股东权益9.33万元）；2021年1－3月，公司实现营业收入2.77亿元，利润总额1.12亿元。

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

截至2021年3月底，联合资信所评公司存续债券“20江阴城投MTN001”尚需偿还债券余额为9.50亿元。跟踪期内，“20江阴城投MTN001”尚未到达付息日。截至报告出具日，“20江阴城投MTN001”债券募集资金按规定用途全部用于偿还公司有息债务。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 江阴城投 MTN001	9.50	9.50	2020/06/30	3

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%1，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

表 2　2017－2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，

但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治

局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债

			务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济概况

跟踪期内，江阴市经济仍保持增长，产业结构有所优化，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2020年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2020年，江阴市地区生产总值为4113.75亿元，同比增长3.0%。2020年，江阴市第一产业增加值38.04亿元，同比增长2.5%；第二产业增加值2094.11亿元，同比增长4.2%；第三产业增加值1981.60亿元，同比增长1.6%。三次产业比例调整为0.9:50.9:48.2，三产占比较上年增长0.1个百分点。

固定资产投资方面，2020年，江阴市固定资产投资增速为9.8%，较上年提高3.8个百分点。2020年，江阴市全年固定资产投资881.37亿元。分产业投向看，第一产业投资3.14亿元，同比下降67.3%；第二产业投资423.88亿元，同比增长12.5%；第三产业投资454.35亿元，同比增长9.1%。分投资主体看，国有投资83.15亿元，同比下降5.0%；民间投资676.78亿元，同比增长6.7%；外商及港澳台投资84.32亿元，同比增长16.6%。全年完成房地产开发投资303.04亿元，同比增长11.6%。房屋建筑施工面积1409.25万平方米，同比下降3.1%；房屋新开工面积376.14万平方米，同比增长27.0%；房屋建筑竣工面积398.15万平方米，同比增长60.0%。

2020年，江阴市规模以上工业实现营业收入5853.70亿元，同比增长1.3%；利润总额359.96亿元，同比增长3.2%；规模以上工业企业亏损面18.3%，比上年增加4.6个百分点，亏损额25.97亿元，比上年增加8.68亿元。

2021年一季度，江阴市完成地区生产总值915.2亿元，按可比价格计算，同比增长19.7%。一季度完成规上工业产值同比增长39.6%，完成规上工业增加值同比增长33.0%，规上工业产值总量攀升，其中新兴产业完成规上工业产值597.1亿元，增长41.3%，高于传统产业增速3个百分点，占规上工业总量的比重同比提高0.5个百分点。同期，全市实现社会消费品零售总额189.95亿元，同比增长38.3%；实现进出口总额52.4亿美元，同比增长15.6%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化。截至2021年3月底，公司股东仍为江阴市财政局（持股90.00%）和江阴国联投资（持

股10.00%），实际控制人仍为江阴市财政局。

2．企业规模和竞争优势

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，作为江阴市最大的基础设施建设主体，主要负责江阴市区域内重点城市建设、交通道路以及保障房建设，其业务具有较强的专营性。

3．外部支持

跟踪期内，江阴市财政收入持续增长，财政实力较强；跟踪期内，公司持续获得当地政府的有力支持。

根据江阴市人民政府披露的相关信息显示，2020 年，江阴市一般公共预算收入 259.66 亿元，同比增长 1.2%。其中税收收入 215.91 亿元，同比下降 1.0%。2020 年，江阴市一般公共预算支出 237.86 亿元，同比增长 2.9%。江阴市 2020 年财政自给率 109.17%，财政自给能力强。2020 年江苏省下达江阴市政府债务限额为 209.31 亿元。截至 2020 年底，江阴市债务余额为 200.66 亿元。

2021 年一季度，江阴市实现财政一般公共预算收入 65.52 亿元，同比增长 15.7%，其中税收收入 58.24 亿元，同比增长 18.2%。

2020 年，公司设立江阴粮源粮油集团有限公司，政府部门入资 1000 万元，公司计入“资本公积”。公司确认政府财政专项资金补助 5.00 亿元，计入“其他收益”。

4．企业信用记录

跟踪期内，公司本部未新增不良信贷记录，过往信用记录良好。

根据《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：91320281727236735M），截至 2021 年 5 月 13 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

截至2021年5月27日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司新聘任董事1名。新任董事钱丽艳，1974年11月出生，学历本科；历任中国建设银行江阴支行会计，江阴市财政国库集中支付中心会计；现任江阴市会计管理中心副主任，2020年5月起任公司董事。

跟踪期内，公司人员、组织结构及主要管理制度未发生变化。公司依据《公司章程》及管理制度有序推进各项事务。

八、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司业务构成未发生变化。2020年，公司营业收入和综合毛利率较2019年基本保持稳定。

2020 年，公司营业收入 14.17 亿元，其中项目管理费收入 10.58 亿元；收入规模及各板块收入占比较上年基本持平；同期，公司综合毛利率较上年变动很小，为 73.61%；其中，代建项目回购和其他业务板块毛利率持续为负，系营改增后补发回购款用于缴纳增值税未计入收入，造成结转成本大于收入所致。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.77 亿元，以项目管理费收入为主，综合毛利率 82.67%。满 10 年暂未回购项目管理费年底全年一次性结算，季度不予核算。

表 4　公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 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
项目管理费	104824.37	74.00	100.00	105771.99	74.62	100.00	22641.51	81.82	100.00
其中：满 10 年暂未回购项目管理费	17732.44	12.52	100.00	18721.31	13.21	100.00	/	/	/

代建项目回购	29571.20	20.87	-3.96	28995.66	20.46	-3.96	/	/	/
保障房销售	5518.70	3.90	4.06	5412.15	3.82	5.59	4477.10	16.18	6.69
其他	1748.76	1.23	-13.54	1561.64	1.10	-37.45	553.26	2.00	-11.01
合计	**141663.04**	**100.00**	**73.16**	**141741.44**	**100.00**	**73.61**	**27671.87**	**100.00**	**82.67**

注：1. 尾差系各板块收入四舍五入所致；2. 公司未对2021年一季度项目管理费收入做细分统计
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

跟踪期内，公司项目管理费收入同比变动小，竣工满10年项目政府回购执行情况仍差。联合资信将持续关注公司项目已投入资金平衡情况。

跟踪期内，公司代建业务模式和账务处理方式未发生变化。公司受江阴市政府委托进行基础设施建设，每年按代建项目已竣工决算金额的6%收取项目管理费，在工程项目竣工决算满10年后，可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），形成代建项目回购收入。自2015年开始，对于竣工满10年尚未回购的项目，公司继续按竣工决算金额的6%收取项目管理费。项目管理费由江阴市财政局汇算拨付。

2020年，公司确认管理费收入10.58亿元，确认代建项目回购收入2.90亿元，管理费和代建项目回购款实际到位12.98亿元，另外，公司从财政局以前年度拨付给公司的财政专项债专户转出0.50亿元（冲减“预收账款”），作为政府部门对公司未到位拨款的补充。

2020年，公司确认项目管理费收入较2019年变动小。其中对竣工满10年但暂未回购的项目确认的管理费收入为1.87亿元。2021年1－3月，公司项目管理费收入2.26亿元，毛利率100%。

表5 截至2020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	586	382.24	203.14	179.10
城市管网	89	64.64	14.68	49.96
其他市政资产	886	234.67	70.65	164.02
合计	**1561**	**681.55**	**288.47**	**393.08**

注：公司未提供截至2021年3月底代建管理项目投资数据
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司共承接基础设施代建项目1561个，完工671个；完工项目总投资额288.47亿元，公司累计决算项目金额合计288.41亿元（与完工项目总投资额存在差异系总投资额为概算数，存在较大不确定性所致）。政府尚未回购的已竣工决算项目成本（包含竣工满10年未回购项目）合计199.68亿元，（其中188.74亿元计入“存货—开发产品”科目，差额部分10.94亿元为历史累计无偿划出的资产，反映在各年的“营业外支出”）。

代建项目回购方面，截至2020年底，政府部门应付公司竣工满10年项目回购款68.54亿元（包含在199.68亿元内），实际累计回购支付款款项27.10亿元，政府回购执行情况差。2020年，公司代建项目回购毛利率依然为负，为-3.96%，主要系营改增后补发回购款用于缴纳增值税未计入收入，造成结转成本大于收入所致。

（2）保障房业务

跟踪期内，公司实现少量保障房销售收入，该板块目前无在建及拟建项目，业务持续性不强。

跟踪期内，公司存量未结算保障房项目一个，为“汇雁城”项目。“汇雁城”项目已于2017年11月完工验收合格。项目通过市场化方式向满足条件的业主销售。2020年和2021年1－3月，项目已实现销售收入分别为0.54亿元和0.45亿元，收入规模较小，毛利率为5.59%和6.69%。截至2021年3月底，公司销售保障房已

累计实现收入2.16亿元，累计结转保证房销售成本2.07亿元，目前尚未结转保障房开发成本11.60亿元。截至2021年3月底，公司无在建及拟建的保障房项目，该业务持续性不强。

3. 未来发展

公司未来仍将以基础设施建设业务为主，业务专营性较强；公司在建项目待投资规模一般，新建项目融资压力不大。

公司目前主要在建项目及已承接但未开工项目投资总额共计393.08亿元，截至2020年底已完成投资367.34亿元（计入“存货—开发成本”），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一般。

表 6 公司未来投资计划（单位：亿元）

项目		总投资	截至2020年底已投资	计划投资		
				2021年	2022年	2023年
在建工程项目	路桥资产	179.10	176.02	1.00	1.00	1.08
	城市管网	49.96	45.49	2.00	2.00	0.47
	其他市政资产	164.02	145.83	6.70	6.70	4.79
合计		**393.08**	**367.34**	**9.70**	**9.70**	**6.34**

注：公司未提供截至2021年3月底代建管理项目投资数据
资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

2020年，公司合并范围较2019年增加1家子公司，为江阴清源管网工程有限公司，系公司全资设立。2021年1－3月，公司新设立江阴粮源粮油集团有限公司。截至2021年3月底，公司合并范围内共包含5家全资子公司和1家控股子公司。跟踪期内公司合并范围变动涉及子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模较 2019 年底基本保持稳定；资产中存货占比进一步提升，对资金占用较大；资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 699.27 亿元，较上年底小幅增加。公司资产以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.16	2.81	22.89	3.27	15.73	2.28
应收票据及应收账款	2.51	0.37	0.39	0.06	0.00	0.00
其他应收款	8.76	1.28	7.25	1.04	7.25	1.05
存货	638.00	93.58	655.69	93.77	658.42	95.50
流动资产合计	**668.54**	**98.06**	**686.22**	**98.13**	**681.40**	**98.83**
可供出售金融资产	5.62	0.82	5.65	0.81	5.65	0.82
其他非流动资产	5.10	0.75	5.05	0.72	0.05	0.01
非流动资产合计	**13.22**	**1.94**	**13.05**	**1.87**	**8.04**	**1.17**
资产总额	**681.75**	**100.00**	**699.27**	**100.00**	**689.44**	**100.00**

注：截至2021年3月底，公司应收票据及应收账款共计2.17万元
资料来源：根据公司财务报告整理

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产686.22亿元，较上年底小幅增长2.65%，主要系存货增长所致。

截至2020年底，公司货币资金22.89亿元，较上年底增长19.45%。货币资金中银行存款

14.69亿元，占64.17%；其他货币资金8.20亿元，占35.83%，较2019年底增长241.67%，为公司开具银行承兑汇票的保证金。

截至2020年底，公司应收票据及应收账款0.39亿元，较上年底下降84.42%，主要为银行承兑汇票减少2.11亿元所致。

截至2020年底，公司其他应收款7.25亿元，较上年底下降17.21%，主要由于应收账款余额减少1.41亿元，但坏账准备余额增加0.10亿元所致；公司其他应收款均为非关联单位往来款；账龄分布为：1年以内占比32.08%，1—3年占比26.97%，三年以上占比40.95%。其他应收款余额前五名合计占比56.68%，集中度较高。

表 8　截至 2020 年底其他应收款前五名金额及占比

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
江阴市土地储备中心	2.00	21.32
江阴市华士镇投资有限公司	1.03	10.98
江阴市南门印象开发发展有限公司	1.00	10.66
江阴市顾山投资有限公司	0.70	7.46
江阴市申港镇投资有限公司	0.59	6.26
合　计	**5.32**	**56.68**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司存货为655.69亿元，较上年底增长2.77%，主要系代建项目的持续投入及资本化利息增加所致。存货中开发成本466.92亿元，其中代建资产382.75亿元，土地资产84.18亿元。开发产品188.74亿元，开发产品均为公司已完工结算的项目资产，公司根据已完工结算的代建基础设施资产收取管理费。其他存货为少量的工程施工及原材料。公司存货未计提跌价准备。整体来看，较大规模的存货对公司资金造成较大占用。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产13.05亿元，较上年底小幅下降1.24%，规模及构成较2019年底变动很小。其中可供出售金融资产5.65亿元，较上年底增长0.59%，公司可供出售金融资产为持有的江苏招银城市发展基金有限公司（占股16.67%）和江阴中建城市发展有限公司（占股10%）的股权。其他非流动资产5.05亿元，较上年底下降0.98%，公司其他非流动资产为江苏银行及兴业银行的贷款保证金，分别为5.00亿元、0.05亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额689.44亿元，较上年底下降1.41%，规模及结构较2020年底变动较小。截至2021年3月底，公司货币资金15.73亿元，较上年底下降31.28%，其中银行存款13.17亿元；其他货币资金2.56亿元，为公司开具保函的保证金及受限资金。公司存货658.42亿元，较上年底增长0.42%。同期，公司非流动资产8.04亿元，较上年底下降38.45%，其中可供出售金融资产5.65亿元，金额与结构较上年底保持不变；其他非流动资产0.05亿元，较上年底下降99.01%，主要为江苏银行贷款保证金减少5.00亿元所致。

截至2021年3月底，公司受限资产2.56亿元，系用于开具保函的受限资金。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受永续债偿还影响，公司所有者权益有所下降，实收资本及资本公积变化不大，所有者权益稳定性较好。

截至 2020 年底，公司所有者权益 227.18 亿元（含少数股东权益 9.33 万元），较上年底下降 4.03%，主要系其他权益工具较 2019 年底减少 14.91 亿元（永续债到期兑付），同时未分配利润较 2019 年底增加 4.80 亿元等综合影响所致。

截至 2020 年底，公司实收资本和资本公积基本保持稳定，分别为 10.00 亿元和 176.62 亿元。公司其他权益工具中的永续债到期兑付。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 228.31 亿元，规模及结构较上年底变化不大。

表9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	10.00	4.22	10.00	4.40	10.00	4.38
资本公积	176.05	74.37	176.62	77.74	176.62	77.36
未分配利润	30.77	13.00	35.56	15.65	36.69	16.07
其他权益工具	14.91	6.30	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	**236.72**	**100.00**	**227.18**	**100.00**	**228.31**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模有所扩大，整体债务负担有所加重，债务结构中长期债务占比进一步提高。

截至 2020 年底，公司负债总额 472.09 亿元，较上年底增长 6.08%，主要系长期借款、应付债券及其他流动负债等增加所致。公司负债仍以非流动负债为主且非流动负债占比较 2019 年底进一步上升。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.70	2.40	13.90	2.94	13.90	3.01
其他应付款	18.02	4.05	18.39	3.89	28.10	6.09
预收款项	12.79	2.87	6.26	1.33	3.96	0.86
一年内到期的非流动负债	94.25	21.18	43.01	9.11	49.66	10.77
其他流动负债	10.00	2.25	15.00	3.18	15.00	3.25
流动负债	**157.00**	**35.28**	**99.72**	**21.12**	**113.50**	**24.61**
长期借款	106.80	24.00	134.21	28.43	133.67	28.99
应付债券	29.15	6.55	80.50	17.05	75.50	16.37
长期应付款	152.09	34.17	157.65	33.39	138.46	30.03
非流动负债	**288.03**	**64.72**	**372.37**	**78.88**	**347.63**	**75.39**
负债总额	**445.03**	**100.00**	**472.09**	**100.00**	**461.13**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司流动负债99.72亿元，较上年底下降36.48%，主要为一年内到期的非流动负债大幅减少所致。

截至2020年底，公司短期借款13.90亿元，较上年底增长29.91%。公司短期借款均为保证借款。

截至 2020 年底，公司其他应付款 18.39 亿元，较上年底增长 2.04%。其他应付款主要构成为江阴财政局预付给公司的管理费收入及项目回购款 14.94 亿元以及应付江阴市新农村建设发展有限公司（江阴市平台企业，以下简称“新农村建设”）往来款 3.27 亿元。

截至2020年底，公司预收账款6.26亿元，较上年底减少6.53亿元，主要为公司确认营业收入转出所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债共计43.01亿元，较上年底下降54.36%，主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券到期兑付所致。一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款、一年内到期的长期应付款（融资租赁款）和一年内到期的应付债券构成，2020 年年底余额分别为 32.66 亿元、0.20 亿元和 10.15 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动负债 15.00 亿元，较上年底增长 50.00%，为公司增加短期债券的发行所致，公司其他流动负债均为公司发行的短期债券。其他流动负债纳入公司短期有息债务核算。

截至 2020 年底，公司非流动负债 372.37 亿元，较上年底增长 29.28%，主要系长期借款和应付债券大幅增长所致。

截至 2020 年底，公司长期借款 134.21 亿元，较上年底增长 25.68%，增长主要来自保证借款、信用借款的大幅增加；保证借款、信用借款、质押借款、质押并保证借款的余额分别为 63.27 亿元、23.42 亿元、30.62 亿元、16.91 亿元。

截至2020年底，公司应付债券80.50亿元，较上年底大幅增长 176.16%，主要系公司 2020 年度发行私募债 11.00 亿元、中期票据 9.50 亿元及定向工具 41.00 亿元所致。

截至 2020 年底，公司长期应付款 157.65 亿元，较上年底增长 3.66%，主要系公司往来款项增加所致；前五名情况具体见下表。长期应付款中主要包括融资租赁应付款 4.14 亿元，江阴市公有资产经营有限公司（以下简称“江阴公有资产”）对公司的委托融资款 70.81 亿元、江阴市文化旅游产业发展有限公司（以下简称“江阴文化旅游”）对公司的委托融资款 28.43 亿元、江阴市新国联投资发展有限公司（以下简称“江阴新国联”）对公司的委托融资款 16.24 亿元，江阴市招银城市发展基金有限公司对公司的借款 14.00 亿元。截至 2020 年底，公司纳入长期有息债务核算的长期应付款为 92.08 亿元。

表 11　截至 2020 年底长期应付款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
江阴市公有资产经营有限公司	70.81	46.13
江阴市文化旅游产业发展有限公司	28.43	18.52
江阴市华水农业水利开发建设投资有限公司	18.11	11.80
江阴市新国联投资发展有限公司	16.24	10.58
江阴招银城市发展基金有限公司	14.00	9.12
合计	**147.59**	**96.14**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 461.13 亿元，较上年底小幅下降 2.32%，其中流动负债 113.50 亿元，较上年底增长 13.82%；非流动负债 347.63 亿元，较上年底下降 6.64%。流动负债中，其他应付款 28.10 亿元，较上年底增长 52.81%，主要为对新农村建设的应付款项增加 9.69 亿元所致；公司其他流动负债无变化，为公司发行的短期债券，纳入公司短期有息债务核算。非流动负债中，长期应付款 138.46 亿元，较去年底下降 12.18%，主要为往来款项减少 16.01 亿元所致，长期应付款主要包括融资租赁应付款 4.14 亿元，江阴公有资产对公司的委托融资款 77.59 亿元、江阴文化旅游对公司的委托融资款 28.82 亿元、江阴新国联对公司的委托融资款 16.21 亿元，同时也包括江阴市华水农业水利开发建设投资有限公司对公司的往来借款 10.10 亿元及其他。截至 2021 年 3 月底，公司纳入长期有息债务核算的长期应付款为 98.85 亿元。

截至 2020 年底，公司全部债务 378.71 亿元，较上年底增长 8.18%；资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 67.51%、57.45%、62.50%，较上年底均有所上升。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 386.57 亿元，资产负债率 66.88%，长期债务资本化比率 57.43%、全部债务资本化比率 62.87%，与上年底相比变化不大。总体看，公司债务负担重，长期债务占比有所上升。

债务分布情况来看，2021 年 4－12 月、2022 年及 2023 年，公司各年度债务偿还规模均较大，将在 2023 年到达债券偿还峰值。

表12　截至2021年3月底待偿债务统计（单位：亿元）

项目	2021年4－12月	2022年	2023年	2024年及之后	合计
银行借款	29.69	38.29	25.02	83.88	176.88
应付债券	15.15	29.00	61.50	5.00	110.65
融资租赁	0.20	4.10	--	--	4.30
其他借款	--	--	--	94.74	94.74
合计	**45.04**	**71.39**	**86.52**	**183.62**	**386.57**

注：其他借款系往来借款
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020年，公司营业收入与上年比基本保持稳定，营业利润率高；财务费用对公司利润侵蚀加大，利润总额对财政补贴依赖仍大。

2020年，公司实现营业收入14.17亿元，较上年基本持平；营业成本3.74亿元，较上年下降1.64%；营业利润率72.40%，较去年同期增长0.53个百分点，保持相对稳定。

2020年，公司期间费用10.33亿元，同比增长2.24%，其中财务费用10.21亿元，同比增长2.38%，主要由公司有息债务增长所致。期间费用占营业收入比重由2019年的71.32%上升至2020年的72.88%，公司期间费用，尤其是财务费用对公司利润侵蚀严重。

2020年，公司实现其他收益5.00亿元，系财政补贴；利润总额4.79亿元。公司利润实现对财政补贴依赖大。

2020年，公司总资本收益率2.48%，较上年变动较小；净资产收益率2.11%，较上年小幅增长0.02个百分点。

2021年1－3月，公司实现营业收入2.77亿元，相当于2020年全年的19.52%，营业利润率81.23%，实现利润总额1.12亿元。

5. 现金流分析

2020年，受往来支出规模相对较大影响，公司经营活动现金流净额由正转负；投资活动资金规模小；筹资活动力度加大，呈现净流入状态。

公司经营活动现金流主要包括经营业务收支、政府补助以及与当地政府单位和国有企业的往来款等。

2020年，公司经营活动现金流入23.68亿元，较上年大幅下降53.82%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为13.18亿元，较上年增长3.85%；收到的其他与经营活动有关的现金10.50亿元，较上年大幅下降72.79%，主要为公司收到往来单位的往来款项减少。公司现金收入比92.99%，相比上年同期提升3.4个百分点。同期，公司经营活动现金流出27.19亿元，较上年同期大幅增长48.15%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金为9.63亿元，小幅下降2.83%；支付其他与经营活动有关的现金16.48亿元，较上年大幅增长125.42%。

2020年，公司经营活动现金流净额由正转负，为-3.51亿元。总体看，公司收入质量有所上升，但经营活动现金净流出状态对公司整体资金筹划造成一定压力。

2020年，公司投资活动涉及的资金规模较小，主要为收回投资收到的现金500.00万元，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金139.64万元，投资支付的现金334.00万元；投资活动产生的现金流量净额为27.03万元。

2020年，公司筹资活动现金流入156.46亿元，包括发行债券收到的现金76.50亿元以及取得借款收到的现金79.96亿元。同期，公司筹资活动现金流出155.03亿元，其中，偿还债务支出现金135.64亿元，偿还利息支出18.89亿元。2020年公司筹资活动净流入1.43亿元。

2021年1－3月，公司经营活动流入19.76亿元，经营活动现金流出4.52亿元，经营活动净额由负转正，为15.24亿元；现金收入比大幅

下降至22.82%，主要系款项于年底支付集中所致；投资活动现金净流入5.00亿元，系收回江苏银行贷款保证金。筹资活动现金流入63.39亿元，筹资活动现金流出85.15亿元，筹资活动现金净流出21.76亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产无法覆盖同期短期债务，短期偿债压力大；公司有息债务规模大，长期偿债能力弱，担保比率高。但考虑到公司在江阴市基础设施建设领域的重要地位和专营性优势，股东对公司的持续有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别为688.13%和30.62%，较上年底分别上升262.31个和11.17个百分点；截至2021年3月底，上述指标分别为600.34%和20.25%。公司流动资产中存货占比较大，主要构成为已完工及在建的政府基础设施代建项目投入，变现能力弱。2020年底，公司现金短期债务比为0.32倍，较上年底有所上升；经营现金流呈净流出状态，对流动负债无保障能力。2021年3月底，公司现金短期债务比为0.20倍。

2020年，公司EBITDA为15.14亿元，全部债务/EBITDA为25.02倍，较去年同期的23.87倍有所增长。

综上，相关财务指标显示，公司短期和长期偿债能力指标弱，但考虑到公司部分债务被纳入地方政府隐性债务，公司实际偿债能力强于指标值。

截至2021年3月底，公司合并口径共获得各商业银行授信额度236.72亿元，已使用授信额度188.99亿元，尚未使用的授信额度47.73亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2021年3月底，公司对外担保余额179.70亿元（担保明细见附件2），担保比率为78.71%，较2020年3月底上升12.89个百分点。被担保企业主要为江阴高新区投资开发有限公司、江阴公有资产、新农村建设、江阴市旅游文化产业发展有限公司等江阴市内的政府城投企业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。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产、所有者权益及负债占合并报表比重仍高，母公司负债及利润总额超过合并口径。

母公司财务方面，截至2020年底，母公司资产总额698.67亿元，较上年底增长2.63%，变化不大。其中，流动资产占98.17%、非流动资产占1.83%，资产以流动资产为主，存货占比很大，为95.60%，母公司资产流动性较差。母公司资产总额占合并报表资产总额的99.91%，占比高。

截至2020年底，母公司所有者权益合计226.49亿元，较上年底下降4.09%，主要系其他权益工具减少14.91亿元所致，母公司所有者权益以资本公积为主，占77.31%，母公司所有者权益较稳定。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的99.70%，占比高。截至2020年底，母公司负债合计472.18亿元，较上年底增长6.20%。其中，流动负债占比21.14%，非流动负债占比78.86%，非流动负债占比相比去年底提升14.08个百分点，母公司负债以非流动负债为主。

截至2020年底，母公司资产负债率67.58%，全部债务资本化比率62.58%，长期债务资本化比率57.73%，母公司债务负担一般。母公司负债占合并报表负债的100.02%，超过合并报表总负债。

2020年，母公司实现营业收入14.02亿元，较上年基本保持稳定，占合并报表收入的98.93%，占比高。母公司利润总额4.88亿元，较去年小幅下降，占合并报表利润总额的101.98%，超过合并报表利润总额。母公司资产、权益、负债、营业收入及利润总额在合并

报表中占比仍高。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 688.87 亿元，较去年底下降 1.40%，其中流动资产 680.98 亿元，非流动资产 7.89 亿元；所有者权益 227.62 亿元，较去年底上升 0.50%，其中实收资本 10 亿元，资本公积 175.11 亿元，未分配利润 37.51 亿元；负债合计 461.25 亿元，较去年底下降 2.31%，其中流动负债 113.63 亿元，非流动负债 347.63 亿元。资产、负债、权益情况较 2020 年底变化不大。

2021 年 1－3 月，母公司实现营业收入 2.71 亿元，利润总额 1.13 亿元，占合并报表收入和利润总额情况与 2020 年底相当。

十、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力较弱。2023年公司债券待兑付规模将达到峰值，公司将面临一定集中兑付压力。

截至2021年4月底，公司存续债券余额110.65亿元，其中一年内到期兑付的应付债券共计35.15亿元；存续债券的兑付峰值年份为2023年，兑付峰值共计61.50亿元。截至2021年3月底，公司现金类资产15.73亿元。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为23.68亿元、-3.51亿元和15.14亿元。公司对存续债券保障情况如下表：

表13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障情况
截至 2021 年 4 月底一年内到期债券余额	35.15
未来待偿债券本金峰值	61.50
2021 年 3 月底现金类资产/一年内到期债券余额	0.45
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.39
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.25

资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障能力较弱；经营活动现金流入量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力均偏弱，公司将面临一定集中兑付压力。

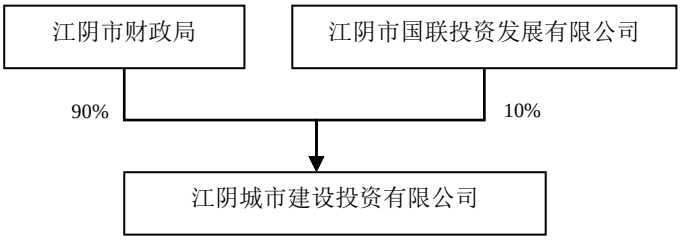
此外，中证增对“20江阴城投MTN001”的本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供不可撤销的连带责任保证担保。

根据联合资信于2020年7月16日出具的中证增的主体评级报告，中证增主体长期信用等级为AAA，评级展望稳定。中证增担保实力极强，显著增强了“20江阴城投MTN001”本息偿还的安全性。

十一、　结论

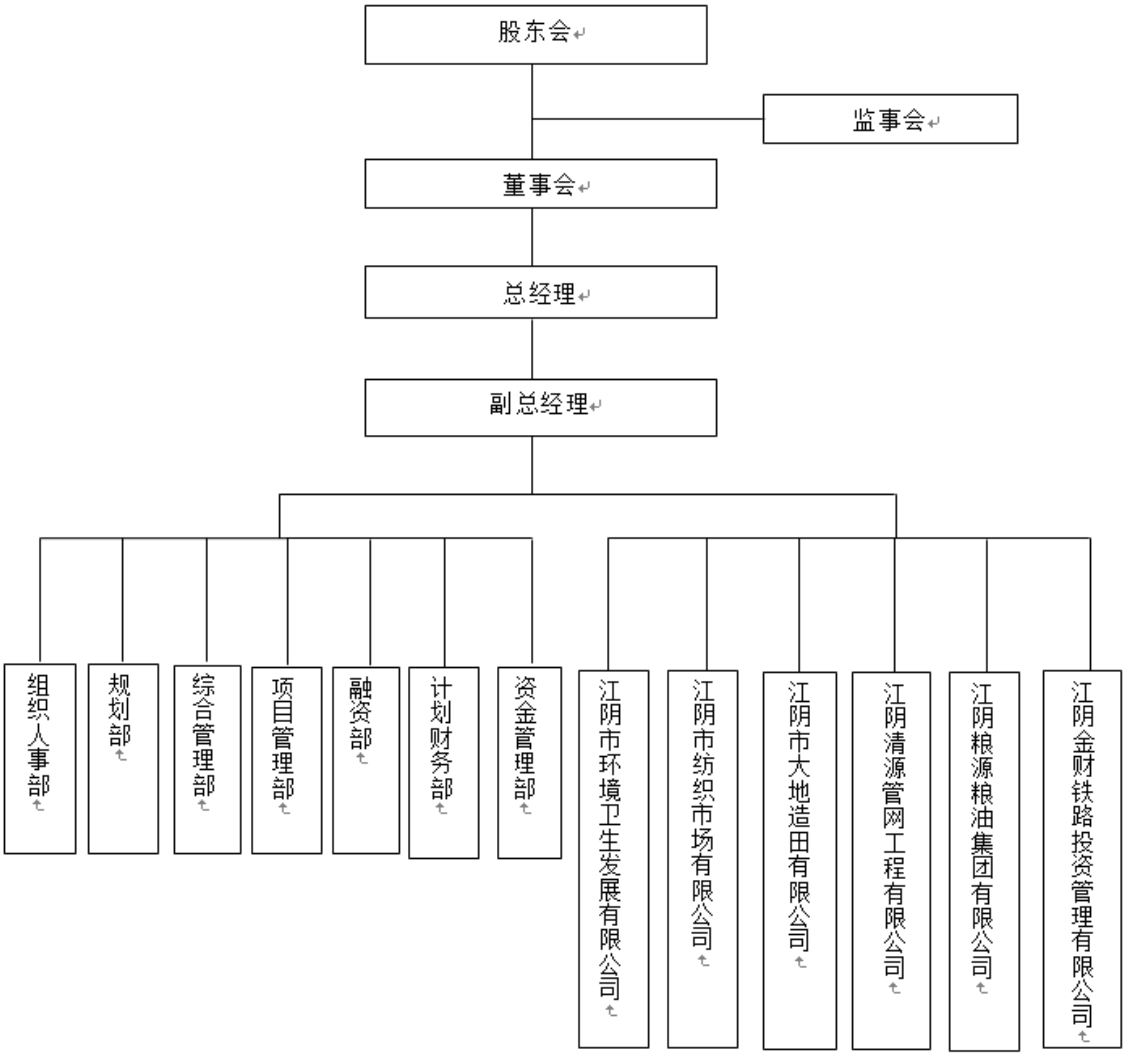
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“20江阴城投MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册资本	业务性质	公司持股比例	
				直接	间接
江阴市纺织市场有限公司	江阴	800 万元	服务业	100%	--
江阴市环境卫生发展有限公司	江阴	150 万元	服务业	100%	--
江阴市大地造田有限公司	江阴	50 万元	服务业	100%	--
江阴粮源粮油集团有限公司	江阴	1000 万元	批发业	100%	
江阴清源管网工程有限公司	江阴	5000 万元	土木工程建筑业	100%	--
江阴金财铁路投资管理有限公司	江阴	10000 万元	投资管理	91%	--

资料来源：公司提供

附件 2　截至 2021 年 3 月底对外担保明细（单位：亿元）

被担保单位	担保余额
江苏恒德港口发展有限公司	0.95
江苏江阴-靖江工业园区投资开发有限公司	1.10
江苏省江阴经济开发区靖江园区扬子江仓储有限公司	1.00
江阴港发投资有限公司	2.80
江阴高新区开隆投资有限公司	1.50
江阴高新区投资开发有限公司	27.24
江阴暨南建设开发有限公司	3.00
江阴临港创业投资有限公司	2.90
江阴临港机械装备产业投资发展有限公司	16.10
江阴临港新城开发建设有限公司	16.39
江阴市城乡给排水有限公司	3.00
江阴市春申现代农业发展有限公司	1.80
江阴市公有资产经营有限公司	13.00
江阴市华水农业水利开发建设投资有限公司	5.00
江阴市旅游文化产业发展有限公司	13.07
江阴市绮源生态开发有限公司	25.00
江阴市秦望山产业园投资发展有限公司	21.45
江阴市新国联投资发展有限公司	5.00
江阴市新农村建设发展有限公司	10.80
江阴市迎秀农业发展有限公司	0.30
江阴扬子江创智投资发展有限公司	4.60
江阴扬子江科技发展有限公司	3.70
合计	**179.70**

资料来源：公司提供

附件 3　公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.08	21.66	23.28	15.73
资产总额(亿元)	682.90	681.75	699.27	689.44
所有者权益(亿元)	231.64	236.72	227.18	228.31
短期债务(亿元)	88.92	123.25	71.91	78.56
长期债务(亿元)	259.16	226.82	306.79	308.02
全部债务(亿元)	348.08	350.08	378.71	386.57
营业收入(亿元)	14.15	14.17	14.17	2.77
利润总额(亿元)	4.76	4.92	4.79	1.12
EBITDA(亿元)	13.24	14.67	15.14	--
经营性净现金流(亿元)	31.46	32.92	-3.51	15.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.66	1.41	9.79	--
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(%)	108.41	89.59	92.99	22.82
营业利润率(%)	71.40	71.88	72.40	81.23
总资本收益率(%)	2.27	2.48	2.48	--
净资产收益率(%)	2.07	2.09	2.11	--
长期债务资本化比率(%)	52.80	48.93	57.45	57.43
全部债务资本化比率(%)	60.04	59.66	62.50	62.87
资产负债率(%)	66.08	65.28	67.51	66.88
流动比率(%)	484.74	425.82	688.13	600.34
速动比率(%)	42.10	19.45	30.62	20.25
经营现金流动负债比(%)	22.63	20.97	-3.52	--
现金短期债务比(倍)	0.27	0.18	0.32	0.20
全部债务/EBITDA(倍)	26.29	23.87	25.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	0.58	0.71	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.66	21.26	22.87	15.24
资产总额(亿元)	681.83	680.77	698.67	688.87
所有者权益(亿元)	230.99	236.14	226.49	227.62
短期债务(亿元)	88.92	123.25	71.91	78.56
长期债务(亿元)	259.16	226.82	306.79	308.02
全部债务(亿元)	348.08	350.08	378.71	386.57
营业收入(亿元)	13.97	14.00	14.02	2.71
利润总额(亿元)	4.86	4.99	4.88	1.13
EBITDA(亿元)	13.19	14.60	15.09	--
经营性净现金流(亿元)	30.65	32.93	-3.22	15.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.65	1.40	9.70	--
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(%)	108.57	89.37	92.56	21.87
营业利润率(%)	72.43	72.75	73.40	82.72
总资本收益率(%)	2.29	2.50	2.49	--
净资产收益率(%)	2.12	2.12	2.16	--
长期债务资本化比率(%)	52.87	48.99	57.53	57.50
全部债务资本化比率(%)	60.11	59.72	62.58	62.94
资产负债率(%)	66.12	65.31	67.58	66.96
流动比率(%)	486.73	426.69	687.18	599.32
速动比率(%)	42.77	19.29	30.26	19.86
经营现金流动负债比(%)	22.12	21.03	-3.23	--
现金短期债务比(倍)	0.27	0.17	0.32	0.19
全部债务/EBITDA(倍)	0.54	0.58	0.70	--
EBITDA 利息倍数（倍）	26.39	23.98	25.10	--

注：母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 母公司其他流动负债和长期应付款中有息部分计入有息债务核算，2018 和 2019 年相关债务指标有所更正

附件 5　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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
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	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 6-1　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 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。