

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1320 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将江阴高新区投资开发有限公司主体长期信用等级由AA⁻调整为AA，评级展望为稳定，并维持“11江阴开投债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日



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>

江阴高新区投资开发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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 江阴开投债	8 亿元	2011/4/25~ 2018/4/24	AA	AA

跟踪评级时间: 2012 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年
现金类资产(亿元)	17.12	10.69	7.22
资产总额(亿元)	88.42	85.91	94.56
所有者权益(亿元)	35.92	40.34	49.41
短期债务(亿元)	23.95	12.55	14.12
全部债务(亿元)	37.90	32.13	32.52
营业收入(亿元)	14.04	19.92	2.34
利润总额(亿元)	5.95	4.41	4.08
EBITDA(亿元)	6.29	4.76	4.42
经营性净现金流(亿元)	-3.65	0.66	-3.60
营业利润率(%)	7.62	6.37	71.52
净资产收益率(%)	16.64	10.94	8.26
资产负债率(%)	59.37	53.05	47.75
全部债务资本化比率(%)	51.34	44.33	39.69
流动比率(%)	183.80	249.03	231.67
全部债务/EBITDA(倍)	6.03	6.76	7.36
经营现金流流动负债比(%)	-9.47	2.52	-13.46

分析师

王紫临

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, 江阴高新区投资开发有限公司(以下简称“公司”)作为江阴高新技术产业开发区(以下简称“高新区”)管理委员会指定的基础设施建设主体, 在经营环境、区域垄断性、高新区管委会及江阴市支持等方面持续保持优势。同时, 联合资信注意到, 公司目前的经营模式易受高新区经济环境的影响; 应收款项净额占比较大, 回款周期受建设工程进度和政府财政拨付资金效率的影响, 以及对外担保比率高等不利因素对其运营及发展可能带来的负面影响。

跟踪期内, 高新区由省级开发区升级为国家级高新区, 运营模式也有所改进, 即江阴市和江阴高新区对公司从事的基础设施项目联合付款, 项目回款资金来源范围扩大, 回款保障程度明显提升, 有助于提高其信用水平。

“11江阴开投债”由江阴城市建设投资有限公司(以下简称“江阴城投”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。跟踪期内江阴城投收入规模及利润水平基本保持稳定, 江阴市财政对于江阴城投的支持可以较好地保证其对本期债券本息偿还的担保能力。

综上所述, 联合资信将公司 AA⁻ 的主体长期信用等级调整为 AA, 并维持“11江阴开投债” AA 的信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内, 公司所属地区经济保持稳定, 江阴高新区升级为国家级园区为公司持续提供了良好的外部经营环境。
2. 跟踪期内, 公司在项目承接、资金筹措等方面继续得到高新区管委会的有力支持。
3. 跟踪期内, 公司公益性项目运营模式有所改进, 资金回流来源扩大到江阴市财政局, 回款保障程度提升。

关注

1. 公司自身市场化运作程度不高，整体盈利水平偏低。
2. 跟踪期内，公司应收款项净额占比较大，回款周期受公司建设工程进度和市区财政拨付资金效率的影响。
3. 2011年，公司对外担保比率高，存在一定代偿风险。
4. 2011年，公司运营模式及会计核算方式的变化导致公司收入规模下降很快，但对公司利润规模未构成实质影响。

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）与江阴高新区投资开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江阴高新区投资开发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，未因江阴高新区投资开发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高新区投资开发有限公司提供，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高新区投资开发有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

江阴高新区投资开发有限公司（以下简称“公司”）原名为江阴经济开发区投资开发有限公司，是2001年经江苏省无锡市江阴工商行政管理局核准成立，注册资本15000万元；公司经过数次增资，注册资本为270000万元，其中高新区管理委员会出资71500万元，占注册资本的26.48%；江阴科技新城投资管理有限公司（高新区管委会下二级全资子公司）出资195500万元，占注册资本的72.41%；高新区集体资产管理处（高新区管委会下一级全资事业单位）出资3000万元，占注册资本的1.11%。2011年6月，高新区集体资产管理处将其拥有的公司1.11%的股权（计3000万元）以3000万元的价格转让给高新区投资服务中心。截至2012年3月底，公司实收资本为270000万元人民币。

2011年11月，鉴于江阴高新技术产业园区升级为国家级高新技术产业开发区（江阴高新技术产业开发区），公司名称由“江阴经济开发区投资开发有限公司”变更为“江阴高新区投资开发有限公司”，公司股东名称分别变更为江阴高新技术产业高新区管理委员会（以下简称“管委会”）、江阴高新技术产业高新区投资服务中心和江阴科技新城投资管理有限公司。管委会直接和间接合计持有公司100%的权益。

公司本部设有办公室、财务部、资产管理部、工程管理部、投资开发部、人力资源部等六个职能部门。截至2011年底，公司下属6家子公司，全部为公司100%持股。

截至2011年底，公司合并资产总额为94.56亿元，所有者权益合计为49.41亿元。2011年，公司实现营业收入2.34亿元，利润总额4.08 亿

元。

公司注册地址：江阴市长江路201号；法定代表人：冯爱东。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。2011年，中国全年货物运输总量369亿吨，比上年增长13.7%。货物运输周转量159014亿吨公里，增长12.1%。

2012年上半年实现国内生产总值22.7万亿元，同比增长7.8%，增幅比上年同期回落1.8个百分点。其中二季度同比增长7.6%，增速比

上季度回落 0.5 个百分点，环比增长 1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-8 月，固定资产投资（不含农户）217958.07 亿元，同比增长 20.2%。其中，东部地区投资 103988.31 亿元，同比增长 20.2%；中部地区投资 60090.23 亿元，同比增长 25.3%；西部地区投资 52375.59 亿元，同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月，全社会货物运输量 261.06 亿吨，同比增长 11.5%；货物运输周转量 110199.09 亿吨公里，同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度

《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

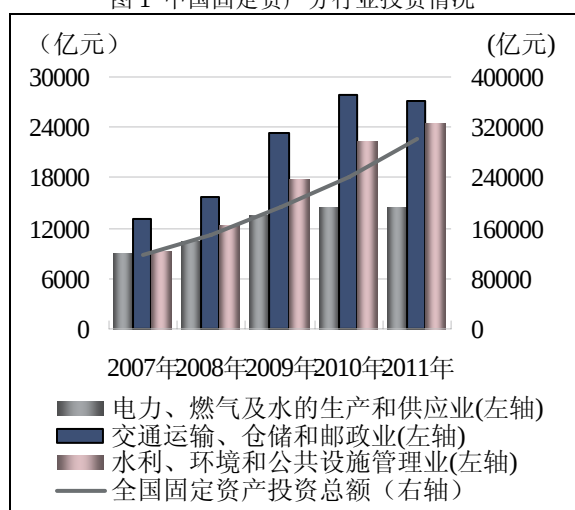
产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业分析和区域环境

(1) 行业情况

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2011年全年，全国固定资产投资总额完成30.19万亿元，其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.46万亿元，交通运输、仓储和邮政业完成固定资产投资2.73万亿元，水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资2.45万亿元，均保持近年来较高水平。2011年度，全国全年新开工建设城镇保障性安居工程住房1043万套(户)，基本建成城镇保障性安居工程住房432万套，均比2010年有较大幅度增加。

图1 中国固定资产分行业投资情况



资料来源：Wind资讯

截至2011年，中国城镇化率为51.27%，全国共有657个设市城市，建制镇增至19683个，未来中国城镇化率还有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

地方政府融资平台类公司，作为代表政府行使公用事业及城市基础设施建设的主体，跟

踪期内得到了较快发展。截至2011年9月末，全国有地方政府融资平台10468家，平台贷款余额9.1万亿元，已退出平台，纳入一般公司类贷款管理的(监测类平台)1974家，贷款余额2.9万亿元；仍按平台贷款管理的(监管类平台)8494家，贷款余额6.2万亿元。2011年，全国国内生产总值47.16万亿元，财政总收入10.37万亿元，其中税收收入8.97万亿元，中国平台债余额仍在可控范围内。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

(2) 区域经济

跟踪期内，江阴市经济总体保持了快速稳定的发展态势。2011年全市实现地区生产总值2335.90亿元，比上年增长12.0%。2011年，江阴市财政收入快速增长，全年财政收入445.00亿元，比上年增长16.5%，其中一般预算收入153.4亿元，同比增长17.3%，一般预算支出136.4亿元，同比增长17.7%，

2011年，高新区完成地区生产总值305亿元，同比增长17%；工商业开票销售1490.3亿元，同比增长26.1%，其中：工业开票销售993.3亿元，同比增长28.3%，服务业开票销售497亿元，同比增长21.8%，占全区总量的33.3%；财政一般预算收入达到21.3亿元，同比增长24.7%；到位注册外资2.02亿美元，同比增长150%；全社会固定资产投资77亿元，其中工业投入45亿元。

高新区管委会属于国家级高新区行政级别，管委会具有一级财政资质，财政分配体制方面具有独立财政支配权。高新区管委会地方

预算内收入主要来源于税收。

从产业分布上来看，江阴高新区税收主要来自于金属新材料、电子信息、精密机械、高档纺织、精细化工等五大产业，近年来上述产业税收合计占税收总收入的90%以上。高新区上述主要产业均属于国家支持的产业，近年来始终保持20%~30%的增速，其中金属新材料、电子信息具有较为明显的市场竞争实力。

高新区采取以收定支的模式，按照收入全额安排预算支出，基本不留结余。其财政支出主要包括公共服务、教育、社会保障等刚性支出。

2011年，高新区可控财力31.90亿元，其中一般预算收入21.27亿元，占比66.66%，土地出让金9.94亿元，占比31.16%，上级补助收入0.35亿元，占比1.10%，预算外财政专户0.34亿元，占比1.08%。

表 1 2010~2011 年江阴市高新区财政收支情况
(单位: 万元、%)

科目	2010 年	2011 年	同比增长
财政总收入	439727	514495	17.00
一般预算收入	170550	212672	24.70
其中: 税收收入	167550	203894	21.69
土地出让金	77347	99419	28.54
上级补助收入	479	3511	632.99
预算外财政专户资金	3120	3441	10.29
地方可控财力	251496	319043	26.86
财政总支出	251496	319043	26.86
其中: 一般预算支出	110354	136218	23.44
上缴支出	60196	76454	27.01
建设支出	80946	106371	31.41
财政当年结余	0	0	--

数据来源: 高新区管委会。

五、基础素质分析

1. 公司规模及人员素质

跟踪期内，公司规模及人员未发生明显变化。

2. 政府支持

跟踪期内，高新区管委会给予公司持续的支持。

2011年12月，经江阴高新技术产业高新区管理委员会批准，江阴市高新技术产业高新区国有资产监督管理办公室将江阴扬子江创智投资发展有限公司100%股权无偿划拨给公司，增加资本公积49949.39万元。该公司主要利用自有资金对外投资，房屋拆迁，物业管理和资产重组，目前引进入驻企业37家，以征收租金为主。

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、公司经营

(1) 跟踪期内运营模式调整

在2011年之前，公司投资业务集中在高新区范围之内，营业收入主要为高新区管委会支付的回购款项。根据公司与江阴高新区管委会于2005年2月15日签订的《代建项目回购协议书》，高新区管委会将全额支付委托公司建设的市政基础设施、安置房及开发完成的建设用地的成本，并综合考虑公司的税负及利润，高新区管委会根据公司承建项目所发生的成本，按成本的14%的标准给付经济补偿（扣除一些必要规费，公司实际反映的利润率要略低于14%）。

跟踪期内，公司与江阴市财政局和江阴高新区财政局联合签订了《江阴经济开发区基础设施建设、安置房建设项目委托代建协议书》，协议约定由公司负责基础设施投资，由江阴市财政局和江阴高新区联合支付相关成本及管理费（江阴市财政局和江阴高新区各承担50%），有关协议内容如下：

①江阴市财政局及江阴高新区财政局授予

公司对江阴高新技术产业开发区基础设施项目、安置房建设项目进行投资、融资和施工建设。按规定使用项目建设用地，并独家享有代建项目管理费收益权。

②江阴市财政局及江阴高新区财政局应支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并支付上述投资成本的14%作为管理服务费。成本返还和管理服务费由江阴市财政局及江阴高新区财政局各支付50%。

③江阴市财政局及江阴高新区财政局在本协议项下的付款义务是不可撤销和不可变更的，不得以任何理由拒绝履行、延期履行或变更履行本协议项下的付款义务。若因公司过错导致出现任何问题，双方可另行协商补偿事宜，但不得影响本协议项下政府对公司的付款义务。

从以上运营模式来看，《江阴经济开发区基础设施建设、安置房建设项目委托代建协议书》保障了公司投资支出的本金及投资收益的归还，进而对公司因此而产生的对外借款本息的足额偿还提供了保障。公司的资金回流来源扩大到整个江阴市范围，回款得到了更高层次的保障。

总体来看，公司运营模式的改进扩大了回购资金的来源范围及行政级别，有助于公司整体信用水平的提高。

（2）跟踪期经营状况

公司自成立以来，按照江阴市和江阴高新区发展规划要求，组织实施区域内基础设施建设、土地一级开发和安置房建设。

2011年，公司主要建设的基础设施项目为江阴市内龙泉路、大河港桥改造、控源截污、新科路、澄山路污水、贝卡尔特蒸汽管道、石牌四村二期、石牌三村二、三、四期、蟠龙山路、科技大道、延陵东路延伸段、创新大道等。

自2011年起，公司将江阴市及江阴高新区支付的管理服务费计入主营业务收入，返还的成本冲减应收账款，不反映到利润表中，因此导致当年收入水平大幅下降，2011年实现营业

收入2.34亿元。

整体看，跟踪期内公司经营范围扩大，业务涉及区域的行政级别有所提高，地域范围有所扩大，地方财政实力增强，公司未来回款能够得到保障。

八、债券募集资金使用和债权保护情况分析

1. 11 江阴开投债概况

公司已于2011年发行债券8亿元（以下简称“11江阴开投债”），债券期限为7年。该期债券从第6年开始按照50%和50%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

2. 11 江阴开投债募投项目建设进度

11 江阴开投债募集资金 8 亿元人民币，其中 6.4 亿元用于东快速干道、心经路、延陵路、蟠龙山路、大河湾及东横河疏浚整治及污水管网工程等建设项目。截至 2012 年 3 月底，募集资金全部投放完毕。

3. 对存续期债券的保障程度分析

以 2011 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量对“11 江阴开投债”本金的保护倍数分别为 0.55 倍和 0.89 倍，EBITDA 和经营活动产生的现金流量对“11 江阴开投债”本金保障能力尚可；截至 2011 年底，公司现金类资产为 7.22 亿元，是“11 江阴开投债”本金的 0.90 倍，2009~2010 年现金类资产为“11 江阴开投债”的 2.14 倍和 1.34 倍。考虑到“11 江阴开投债”存在分期偿付条款，公司对“11 江阴开投债”的保障能力较强。

4. 担保方分析

11 江阴开投债由江阴城市建设投资有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。联合资信评定 2012 年江阴城投主体长期信用等级为 AA。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供2011年经天衡会计师事务所有限公司审计的合并财务报告，并出具了无保留意见的审计结论，公司提供的2012年1季度财务报表未经审计。公司2011年新纳入合并范围子公司三家，对公司的财务报表有一定影响，但2010~2011年的审计报告仍具有可比性。

截至2011年底，公司合并资产总额为94.56亿元，所有者权益合计为49.41亿元。2011年，公司实现营业收入2.34亿元，利润总额4.08亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受公司更改盈利模式的影响，公司营业收入及营业成本显著下降。2011年，公司营业收入及成本分别为2.34亿元和0.54亿元，较2010年分别下降88.26%和96.95%。2010年，公司营业收入以相关财政支付项目建设成本及管理费构成为主。成本主要由土地一级开发成本组成。自2011年起，公司将江阴市及江阴高新区支付的管理服务费计入主营业务收入，返还的成本冲减应收账款，不反映到利润表中。

由于公司公允价值变动损益科目主要受当地土地价格影响，无法真实体现经营情况，因此计算从净利润中扣除公允价值变动收益。2010~2011年，公司净利润（扣除公允价值变动收益）分别为1.31亿元和1.85亿元，2011年同比增长41.22%，公司盈利规模处于稳中有升趋势。

跟踪期内，受公司盈利模式的变化，公司营业利润率变化较大，其中2011年为71.52%，较2010年的6.37%上升65.15个百分点；考虑到公司收入确认标准变化这一特殊情况，该项指标参考意义不大。

整体看，近年来，随着公司由原先的委托代建回购变更为计提项目管理费模式，公司主营业务收入明显下降，盈利指标值快速提升，

但从净利润（扣除公允价值变动收益）来看，公司盈利规模三年稳中有升，盈利能力基本稳定。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金收入为5.07亿元，同比下降68.92%。同时，公司收到其他与经营活动有关的现金流入为政府补助及收到其他单位的往来款项，跟踪期内有所下降，主要受往来流入减少影响。2010~2011年，公司经营活动现金流入分别为23.01亿元和7.15亿元，2011年同比下降68.91%。公司经营活动现金流出主要为主营业务相关支出及支付其他区内建设单位往来款，受经营模式变化影响，2011年公司主营业务相关支出现金大幅下降，因此公司经营活动现金流出波动较大，2010~2011年分别为22.36亿元和10.75亿元，同比下降51.92%。同期，经营活动现金流净额分别为0.66亿元和-3.60亿元。由于公司经营活动现金流来源于高新区管委会对公司基础设施项目、安置房项目和土地开发项目的回款及管理款，受高新区管委会拨款效率影响而波动较大，同时公司与区内建设单位往来款净额分别为-1.03亿元和-0.78亿元，往来款的波动对公司经营活动现金流量净额也具有一定影响。

2011年前，由于高新区管委会工程回购资金的拨付存在一定周期跨越性，加之拨付资金不均匀，公司整体回款质量波动大，2011年，随着公司经营模式的变化，公司确认收入方式随之改变，但代建现金流流入流出情况并未发生变化，导致公司经营活动现金流入明显大于确认的收入，2011年，公司现金收入比率为216.71%，较2010年的81.81%，上升134.89个百分点。

从投资活动看，2010~2011年，公司投资活动产生的现金流入和流出规模较小，主要是由于公司自有投资的项目建设较少，基本是承担代建项目和统建项目。2010~2011年，公司

投资活动现金流量净额分别为-1.29 亿元和-1.42 亿元。

从筹资活动前现金流来看，公司筹资压力较大，2010~2011 年筹资活动前现金流量净额均为负数，分别为-0.63 亿元和-5.02 亿元。从筹资活动看，2010~2011 年公司主要通过借款及发行债券筹资，现金流入分别为 18.35 亿元和 10.45 亿元，2011 年同比减少 43.05%。2010~2011 年公司筹资活动净流入分别为-3.16 亿元和 2.70 亿元。

整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流的稳定性受财政拨付效率影响较大，易产生波动。

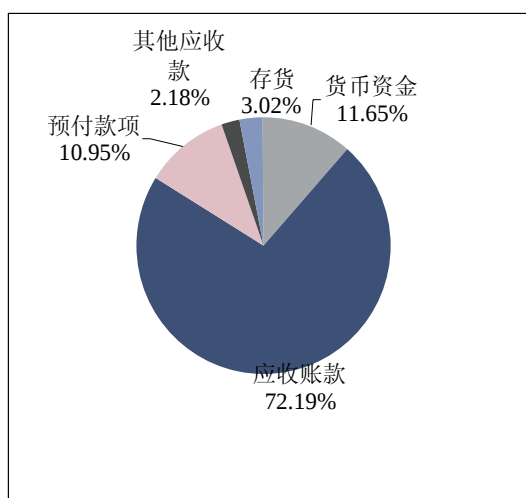
3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，受合并范围变化及投资性房地产评估增值的影响，公司资产增长较快，2011 年同比增长10.07%，公司资产结构以流动资产为主，并随着流动资产的下降其占比有所下降。2011年底，公司资产总额94.56亿元，流动资产占65.54%。

截至2011年底，公司流动资产合计61.97亿元，同比下降4.29%，其中货币资金占11.65%，应收账款占72.19%，预付款项占10.95%；其他应收款占2.18%，存货占3.02%。

图1 公司流动资产构成



资料来源：根据审计报告编制。

截至2011年底，公司货币资金为7.22 亿元，较2010年底下降30.50%，主要由于2010~2011年，公司归还大量借款及银行承兑汇票减少导致。

截至2011年底，公司应收账款为44.74 亿元，较2010年底增长6.49%。应收账款全部为公司本部及子公司-江阴市财盛土地储备开发有限公司应收江阴高新技术产业开发区财政局相关款项。公司应收账款余额中1年以内占35.33%；1~2年占39.38%，2~3年占13.67%，3~4年占6.97%，4~5年占4.45%，公司计提坏账准备2248.19万元，计提比例不足1%，考虑到应收账款欠款客户主要为高新区管委会，实际偿付风险较小，但应收账款的回款期受高新区管委会资金拨付效率的影响，存在一定不确定性。

截至2011年底，公司预付账款为6.79 亿元，较2010年底增长27.16%，主要是预付的工程款项。

截至2011年底，公司其他应收款为1.35亿元，较2010年底下降62.38%，公司其他应收款账龄分布在1年以内占52.24%，1~2年占44.60%，三年以上占3.16%；公司计提坏账准备68.01万元，计提比例不足1%。考虑到其他应收款欠款客户主要为高新区内各基础设施建设实体及高新区管委会，实际坏账风险较小。

截至2011年底，公司存货为1.87 亿元，较2010年底下降39.83%，全部为土地资产。

截至2011年底，公司投资性房地产为17.83 亿元，较2010年底增长14.32%，全部为土地资产，2011年增加4.12亿元，均系土地评估增值所致，为此江阴中泰土地评估有限公司出具了评估报告，受评土地合计692213.8平方米，评估价值178310.25万元，评估均价为2575.94元/平方米。公司该项资产受未来土地市场价格走势及土地政策影响较大，未来价值具有不确定性。

截至2011年底，公司固定资产净额为7.17 亿元，其中房屋建筑物占99%。较2010年底增

长168.25%，主要是2011年合并范围变化导致。

截至2011年底，公司在建工程为2.80亿元，较2010年底增长52.05%，主要是公司进行项目建设导致。全部是下属子公司在建的办公楼建筑物工程。

截至2011年底，公司无形资产为4.23亿元，全部为土地使用权。较2010年底增长486.00%，主要是合并范围变化导致。

整体看，跟踪期内，公司资产增长较快。流动资产中的应收款项占比大，应收款项回款周期受公司建设工程进度和财政拨付资金效率的影响，存在不确定性。非流动资产中，投资性房地产价值未来具有不确定性。总体来看，公司资产质量一般。

所有者权益

跟踪期内，受公允价值变动损益增加导致未分配利润增加影响和接受政府注入资产的带动，公司2011年所有者权益同比增长22.50%，截至2011年底，公司所有者权益49.41亿元。其中实收资本占54.46%，资本公积占11.25%，未分配利润占32.76%，其中未分配利润部分来自于投资性房地产的公允价值的评估增值所形成的利润增加，因此该部分未分配利润的增长质量不高。

总体来看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2011年底，公司负债总额为45.15亿元，较2010年底下降0.93%，负债总额变化不大。其中流动负债占59.24%，非流动负债占40.76%，公司负债主要以流动负债为主。

截至2011年底，公司流动负债为26.75亿元，较2010年底增长2.89%；非流动负债为18.40亿元，较2010年底下降5.99%。全部为长期借款及2011年发行的“11江阴开投债”。

跟踪期内，受2011年公司增资及未分配利润增加带来的所有者权益增长及负债下降的双重影响，公司负债指标有所下降。截至2011年

底，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27.14%、39.69%和47.75%，较2010年底分别下降5.54个百分点、4.64个百分点和5.30个百分点，公司债务负担尚可。

整体看，跟踪期内，受公司增资及未分配利润增加带来的所有者权益和资产增大的影响，公司负债指标有所下降，总体债务负担尚可。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2011年底，公司流动比率为231.67%，较2010年底的249.03%下降17.36个百分点；速动比率为224.67%，较2010年底的237.05%下降12.38个百分点；同期，公司现金类资产为7.22亿元，是短期债务的0.51倍。考虑到高新区管委会对公司欠款较大，加之公司经营活动现金流稳定性较差，公司短期偿债能力一般。

从长期支付能力看，2010~2011年公司全部债务/EBITDA分别为6.76倍和7.36倍，除去公允价值变动收益对EBITDA的影响，公司全部债务/EBITDA分别为19.46倍和14.90倍，指标值大，考虑到公司借款主要用于基础设施项目、安置房项目和土地开发建设，公司承担的债务通过财政局支付，公司未来回流款项较多，减轻了公司未来偿债压力。

截至2011年底，公司共获得累计授信总额16.29亿元，均已使用。截至2012年3月底，公司共获得银行授信额度约16.62亿元，已使用额度为16.62亿元，未使用额度为0亿元。

截至2012年3月底，公司对外担保合计41.15亿元，担保比率为83.28%。公司对外担保中33.45亿元为对江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”）提供的担保。根据2010年5月18日江阴市人民政府出具《关于江阴高新区投资开发有限公司对外担保有关情况的说明》，公司为江阴城投所担保的贷款项目主要是城市道路建设、污水管网建设、控源截

污工程等市政 BT 类建设工程，该类工程最终由江阴市政府通过财政、建设等部门实施回购，江阴城投贷款资金无法偿还的风险相对较低。整体看，公司对外担保比率高，存在一定代偿风险。

5. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力处于行业一般水平。

6. 过往债务履约情况

根据公开信息，公司无公开市场违约记录。

十、结论

综合考虑，联合资信将公司AA⁺的主体长期信用等级调整为AA，评级展望为稳定，并维持“11江阴开投债”AA的信用等级。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	171214.93	103854.19	72181.39	-35.07
交易性金融资产				
应收票据		3000.00		
应收账款	387404.51	420111.82	447389.46	7.46
预付款项	68614.14	53367.01	67859.56	-0.55
应收利息				
应收股利				
其他应收款	37100.55	35976.84	13533.81	-39.60
存货	44166.55	31140.26	18737.32	-34.87
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	708500.67	647450.12	619701.54	-6.48
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	711.86	2676.92	4911.61	162.67
投资性房地产	137131.85	155970.15	178310.25	14.03
固定资产	27184.07	26741.57	71733.91	62.44
在建工程	3252.48	18392.42	27965.07	193.22
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	6855.81	7212.40	42264.88	148.29
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用				
递延所得税资产	590.62	662.73	732.82	11.39
其他非流动资产				
非流动资产合计	175726.69	211656.20	325918.54	36.19
资产总计	884227.36	859106.31	945620.08	3.41

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	112000.00	35000.00	20000.00	-57.74
交易性金融负债				
应付票据	92500.00	73000.00	44500.00	-30.64
应付账款	22878.56	11059.07	27058.05	8.75
预收款项	2764.82	235.88	235.88	-70.79
应付职工薪酬				
应交税费	35288.58	45854.71	1361.59	-80.36
应付利息	359.93	322.88	297.28	-9.12
应付股利				
其他应付款	84688.67	77015.81	97387.19	7.24
预计负债				
一年内到期的非流动负债	35000.00	17500.00	76650.00	47.99
其他流动负债				
流动负债合计	385480.56	259988.35	267489.98	-16.70
非流动负债：				
长期借款	139500.00	195750.00	101000.00	-14.91
应付债券			83021.58	
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	139500.00	195750.00	184021.58	14.85
负债合计	524980.56	455738.35	451511.56	-7.26
所有者权益：				
实收资本(或股本)	270000.00	270000.00	270000.00	
资本公积	5638.65	5638.65	55588.04	213.98
减：库存股				
盈余公积	3504.12	4807.26	6667.71	37.94
未分配利润	80104.02	122922.05	161852.77	42.15
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	359246.80	403367.97	494108.52	17.28
少数股东权益				
所有者权益合计	359246.80	403367.97	494108.52	17.28
负债和所有者权益总计	884227.36	859106.31	945620.08	3.41

附件 2 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	140412.08	199218.77	23378.46	-59.20
减: 营业成本	122340.87	175974.82	5363.21	-79.06
营业税金及附加	7367.05	10557.87	1295.86	-58.06
销售费用				
管理费用	1605.74	1385.08	2331.08	20.49
财务费用	4315.73	1110.91	1324.07	-44.61
资产减值损失	428.49	150.08	16.85	-80.17
加: 公允价值变动收益	50019.97	31049.17	22340.10	-33.17
投资收益	-161.46	-171.94	227.39	
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	54212.72	40917.25	35614.87	-18.95
加: 营业外收入	5287.00	3231.47	5158.03	-1.23
减: 营业外支出		22.80	2.78	
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	59499.72	44125.91	40770.12	-17.22
减: 所得税费用	-271.67	4.74	-21.04	-72.17
四、净利润	59771.39	44121.17	40791.16	-17.39

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	23985.64	162987.04	50662.81	45.33
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	50271.80	67131.79	20880.23	-35.55
经营活动现金流入小计	74257.44	230118.83	71543.04	-1.84
购买商品、接受劳务支付的现金	106583.16	145804.52	32688.68	-44.62
支付给职工以及为职工支付的现金	71.58	112.43	271.13	94.62
支付的各项税费	49.59	240.17	45858.18	2941.09
支付其他与经营活动有关的现金	4074.57	77402.96	28725.55	165.52
经营活动现金流出小计	110778.90	223560.08	107543.54	-1.47
经营活动产生的现金流量净额	-36521.46	6558.76	-36000.49	-0.72
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		2600.00		
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金			784.32	
投资活动现金流入小计		2600.00	784.32	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	3614.61	10728.70	12946.46	89.25
投资支付的现金		4737.00	2007.30	
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	3614.61	15465.70	14953.76	103.40
投资活动产生的现金流量净额	-3614.61	-12865.70	-14169.44	97.99
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	245640.00	183500.00	24500.00	-68.42
发行债券收到的现金			80000.00	
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	245640.00	183500.00	104500.00	-34.78
偿还债务支付的现金	121100.00	211750.00	75100.00	-21.25
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17472.90	3303.80	1308.98	-72.63
支付其他与筹资活动有关的现金	1432.00		1093.88	-12.60
筹资活动现金流出小计	140004.90	215053.80	77502.86	-25.60
筹资活动产生的现金流量净额	105635.10	-31553.80	26997.14	-49.45
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	65499.03	-37860.74	-23172.80	
加: 期初现金及现金等价物余额	23215.89	88714.93	50854.19	48.00
六、期末现金及现金等价物余额	88714.93	50854.19	27681.39	-44.14

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	59771.39	44121.17	40791.16	-17.39
加: 资产减值准备	428.49	150.08	16.85	-80.17
固定资产折旧及其他	741.07	756.43	726.58	-0.98
无形资产摊销	133.91	187.64	187.64	18.38
长期待摊费用摊销	4.99			-100.00
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-50019.97	-31049.17	-22340.10	-33.17
财务费用	3916.57	1076.95	1283.37	-42.76
投资损失	161.46	171.94	-227.39	
递延所得税资产减少	-307.49	-72.11	-70.09	-52.26
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-9913.63	69011.73	12402.93	
经营性应收项目的减少	-81451.71	-47248.82	-9494.94	-65.86
经营性应付项目的增加	40013.48	-30547.08	-59276.53	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-36521.46	6558.76	-36000.49	-0.72

附件 4 公司主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	0.36	0.49	0.05
存货周转次数(次)	2.77	4.67	0.22
总资产周转次数(次)	0.16	0.23	0.03
现金收入比(%)	17.08	81.81	216.71
盈利能力			
营业利润率(%)	7.62	6.37	71.52
总资本收益率(%)	8.43	6.43	5.28
净资产收益率(%)	16.64	10.94	8.26
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	27.97	32.67	27.14
全部债务资本化比率(%)	51.34	44.33	39.69
资产负债率(%)	59.37	53.05	47.75
偿债能力			
流动比率(%)	183.80	249.03	231.67
速动比率(%)	172.34	237.05	224.67
经营现金流动负债比(%)	-9.47	2.52	-13.46
EBITDA 利息倍数(倍)	25.30	19.14	17.78
全部债务/EBITDA(倍)	6.03	6.76	7.36
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	-0.02	-0.15
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-16.15	-2.54	-20.19

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

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
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 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 6 主体长期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。