

跟踪评级公告

联合[2014] 852 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持江阴高新区投资开发有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,维持“11江阴开投债”AA⁺的信用等级,维持“13江阴高新债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十五日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江阴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	2011/04/25-2018/04/25	AA ⁺	AA ⁺
13 江阴高新债	8 亿元	2013/02/27-2020/02/27	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	2.77	15.27	15.83
资产总额(亿元)	94.56	147.54	176.94
所有者权益(亿元)	49.41	72.22	80.02
短期债务(亿元)	14.12	24.46	43.53
全部债务(亿元)	32.52	62.86	84.67
营业收入(亿元)	2.34	5.07	5.21
利润总额(亿元)	4.08	2.15	1.93
EBITDA(亿元)	4.30	2.73	3.09
经营性净现金流(亿元)	-3.60	-6.12	-15.68
营业利润率(%)	71.52	57.55	70.74
净资产收益率(%)	8.26	2.90	2.41
资产负债率(%)	47.75	51.05	54.78
全部债务资本化比率(%)	39.69	46.53	51.41
流动比率(%)	231.67	247.53	208.65
全部债务/EBITDA(倍)	7.57	23.05	27.38
经营现金流流动负债比(%)	-13.46	-16.58	-28.12

注: 现金类资产已扣除受限货币资金。

分析师

黄静雯 陈茜

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、江阴高新区管委会支持等方面持续保持优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)注意到, 公司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款资金效率的影响大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, 江阴高新区支付给公司的基础设施项目代建管理服务费用资金全部到位。未来, 高新区管委会继续通过支付代建管理服务费用和成本返还、土地出让收益返还、政府补助以及划拨土地资产等方式给予公司支持。

“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。跟踪期内江阴城投资产规模保持快速增长、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该债券本息偿还的担保能力。经联合资信评定, 江阴城投主体长期信用等级为 AA⁺。

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“11 江阴开投债”AA⁺的信用等级, 以及维持“13 江阴高新债”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司所属地区经济保持稳定增长, 江阴高新区升级为国家级园区为公司发展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, 受政府划拨土地以及基础设施

建设不断投入的影响，公司整体资产规模增长较快。

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高新区财政拨付资金效率的影响，同时公司代建项目投入逐年增加使得经营活动现金流量净流出规模进一步扩大。
3. 公司对外担保比率高，存在一定代偿风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江阴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的“11 江阴开投债”和“13 江阴高新债”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，注册资本增至 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 2013 年底，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开发区管理委员会（以下简称“管委会”）、江阴高新技术产业开发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（见附件 1-1）。

公司本部设有财务管理部、工程管理部、资产管理部、综合管理部等四个职能部门（见附件 1-2）。截至 2013 年底，公司下属 8 家子

公司，全部为公司 100% 持股（见附件 1-3）。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 176.94 亿元，所有者权益合计为 80.02 亿元。2013 年，公司实现营业收入 5.21 亿元，利润总额 1.93 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规

模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年全年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全年社会融资规模为 17.29 万亿，比上年多 1.53 万亿；其中人民币贷款增加 8.89 万亿，同比多增 6879；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加 2.55 亿元和 1.84 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利

率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的

转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

城市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物质基础,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,全国各地区城建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。

中国是世界上最大的发展中国家,基础设施还比较薄弱,这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥,不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来,中央政府逐年增加基础设施建设投入,特别是增加城市基础设施建设的资金供

给规模,对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策,为城市基础设施建设领域注入了大量的资金,而地方政府也相应出台了许多优惠政策,积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业,是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展,目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模,在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点,目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

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。

2013年全年,全国固定资产投资总额完成44.71万亿元,比上年名义增长19.6%。截至2013年,中国城镇化率为53.73%,较上年提高1.16个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜力。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。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度,增强农村发展活力,从而逐步缩小城乡差距,促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制,着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化,促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置,形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中

国经济增长的动力。

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，江阴市国民经济运行平稳。2013 年全市实现地区生产总值 2706.1 亿元，比上年增长 9.6%。全市实现第一产业增加值 51.5 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 1518.1 亿元，同比增长 8.8%；第三产业增加值 1136.5 亿元，同比增长 11.0%；三次产业比例调整为 1.9:56.1:42.0。2013 年，江阴市全年全口径财政收入 487.0 亿元，同比增长 14.3%，其中公共财政预算收入 182.3 亿元，同比增长 9.0%；基金收入 140.0 亿元，同比增长 45.2%；上划中央四税收入 164.7 亿元，增长 1.4%。财政支出结构继续调整，公共财政预算支出 171.2 亿元，增长 11.2%；基金支出 139.2 亿元，增长 51.2%。

2013 年，江阴高新区完成地区生产总值 391.3 亿元，同比增长 13.9%；规上工业产值 928.9 亿元，同比增长 7.4%；公共财政预算收入 24.6 亿元，同比增长 9.6%；到账外资超 2.6 亿美元；全社会固定资产投资 129.2 亿元，增长 33.0%，其中：工业投入 70.1 亿元，同比增长 30.9%，服务业投入 59.1 亿元，同比增长 35.7%。

江阴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。

2013 年，江阴高新区可控财力 32.85 亿元，其中一般预算收入 24.62 亿元，占比 74.95%，土地出让金 7.31 亿元，占比 22.25%，上级补助收入 0.70 亿元和预算外财政专户 0.27 亿元。2013 年，江阴高新区税收收入稳步增长，但由于土地出让金收入同比下降 21.18%，故地方可控财力较上年略有下降 1.28%。

表 1 2012~2013 年江阴市高新区财政收入情况

(单位: 万元)

科目	2012 年	2013 年	同比增长
财政总收入	518228	526290	1.56%
一般预算收入	228114	246201	7.93%
其中：税收收入	217697	236766	8.76%
非税收入	10417	9402	-9.74%
土地出让金	92722	73082	-21.18%
上级补助收入	8925	7035	-21.18%
预算外财政专户资金	3476	2662	-23.42%
地方可控财力	333237	328525	-1.28%

数据来源：江阴高新区财政局

五、基础素质分析

1. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及员工规模未发生明显变化。

2. 政府支持

公司是江阴高新区管委会的唯一国有资产运营主体，江阴高新区管委会在各个方面给予

公司以较大力度的支持。

跟踪期内，江阴高新区管委会给予公司持续的支持。公司主要参与地区基础设施建设、土地一级开发和安置房建设，江阴高新区管委会为加强公司投资和融资能力，通过与公司建立委托代建回购的模式，确立了公司主营业务收入。2013年公司收到江阴高新区财政局支付的代建管理费2.10亿元。土地划拨方面，2013年，根据“澄国土前拨（2013）2、3号”文，江阴市国土资源局将位于江阴市城东街道蟠龙路、东盛路南的8.91公顷和江阴市城东街道长山大道西、东盛路南的9.60公顷国有建设用地使用权划拨给公司，评估价值为5.81亿元，计入“投资性房地产”，并对应计入“资本公积”科目。公司对上述划拨土地进行一级开发整理以便后期出让，该地块规划的用地性质为商业用地或居住用地。政府补助方面，2012年和2013年公司分别收到高新区财政局支付的政府补助0.35亿元和0.63亿元。

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. 主营业务模式

2012年，公司与江阴高新区财政局签订了《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，由江阴高新区支付相关成本及管理费，有关协议内容如下：

①江阴高新区财政局授予公司对江阴国家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。

③管理服务费按每年实际支出成本于当年进行支付；以工程完工结算为起始时点，代建投资成本于五年内全部支付，如按时未结算的金额还须向受托人每日支付回购工程款的万分之一作为逾期违约金。

④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。同时，江阴高新区财政实力较强，对相关回款保障程度较高。

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，其中基础设施建设管理服务收入和土地一级开发收入计入公司主营业务收入中。2012~2013年，公司主营业务收入分别为4.90亿元和5.05亿元；公司综合毛利率高，主要由于公司基础设施建设资金投入不计入公司营业成本，同时土地一级开发业务毛利率较高。

表2 公司近年主营业务板块收入构成情况
(单位：亿元、%)

项目	2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
管理服务	2.10	42.86	100.00	2.10	41.58	100.00
土地一级开发	2.80	57.14	35.22	2.95	58.42	61.43
合计	4.90	100.00	62.99	5.05	100.00	77.45

资料来源：审计报告

跟踪期内，公司将江阴高新区支付的管理服务费计入主营业务收入，返还的前期投入成本冲减应收账款，不反映到利润表中。2012年和2013年营业收入中的管理服务费分别为21009.20万元和20973.73万元。2013年，公司已完工结算的项目规模为14.98亿元，江阴高新区财政局支付相关成本返还款0.87亿元（包含“11江阴开投债”募投项目回购款0.70亿元），反映在“收到其他与经营活动有关现金——收到的代建项目建设支出款”，二者的差额14.11亿元计入“应收账款”科目，并在5年内全部支付完；同时，高新区财政局已支付给公司14%的管理服务费（2.10亿元），反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”中。

2013年，公司主要建设的基础设施项目为延陵东路延伸段、创新大道（心经路）、科技大道（东快速干道）、消防大队楼、滨江派出所、西苑幼儿园、新城东养老中心、污水管网等，总投资11.99亿元，截至2013年底已完成投资6.43亿元。目前公司暂无较大规模投资计划。

公司土地一级开发业务由其下属子公司江阴市财盛土地储备开发有限公司经营。公司进行土地平整后的土地出让收益，由区财政局划拨部分出让收益（高于土地平整成本）给公司。2012年和2013年公司土地一级开发收入分别为2.80亿元和2.95亿元；2013年由于土地一级开发成本下降使得该业务毛利率由上年的35.22%上升至61.43%。

整体看，跟踪期内，公司土地一级开发收入有所增长，江阴高新区地方财政实力较强，公司未来回款能够得到保障。

八、募集资金使用及募投项目回购情况

1. 募集资金使用情况

公司2011年发行8亿元“11江阴开投债”，其中6.4亿元用于东快速干道项目、心经路项目、延陵路项目、蟠龙山路项目、大河港及东横河疏浚整治工程和污水管网工程等6个项目，均已全部完工，但东快速干道项目、心经路项

目、延陵路项目和污水管网工程还未结算，故仍反映在“在建工程”科目。公司2013年发行8亿元“13江阴高新债”，全部用于南苑六期住宅（拆迁安置房）等8个项目，其中南苑七期、东苑四期、西苑新村二期、石牌四村二期三标段、石牌四村三期一标段、石牌三村三期一标段、石牌四村三期已全部完工，但由于未进行决算审计，前期建设投入计入“预付款项”科目，目前已完工的拆迁安置房形成拆迁差额补偿回款2.86亿元，计入“预收款项”科目；南苑六期完工50%。截至目前，上述两个公司债募集资金已全部投放完毕。

2. 募投项目回购情况

“11江阴开投债”的募投项目为东快速干道、心经路、延陵路、蟠龙山路、大河港及东横河疏浚整治工程、开发区污水管网工程等6个代建项目，公司已与江阴高新技术产业开发区管理委员会签署了项目BT协议，区财政局在债券存续期内向公司支付回购款22.10亿元（具体回购安排见表2），为公司“11江阴开投债”债券的还本付息提供了重要的资金来源。2012年和2013年每年7000万回购款均已到位，反映在现金流量表的收到其他与经营活动有关现金中。

表3 回购款支付安排（单位：万元）

支付时间	2011年	2012年	2013年	2014年	
支付金额	7000	7000	7000	7000	
支付时间	2015年	2016年	2017年	2018年	合计
支付金额	24000	30000	45000	94000	221000

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2011~2013年财务报表已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2013年无新纳入合并范围子公司，减少纳入合并范围子公司1家，对公司财务数据连续性影响不大，公司近三年财务报表可比性较强。

截至2013年底，公司合并资产总额为176.94亿元，所有者权益合计为80.02亿元。2013年，公司实现营业收入5.21亿元，利润总额1.93亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入5.21亿元，同比小幅上升2.67%，以相关财政支付的项目建设管理服务费及土地一级开发收入构成为主。公司营业成本主要为土地一级开发成本1.14亿元（占全部成本92.68%）。2013年公司将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。2012~2013年，公司净利润（排除公允价值变动损益影响）分别为2.58亿元和3.14亿元，2013年同比增长21.71%，公司盈利规模处于稳中有升趋势。

跟踪期内，公司营业利润率变化较大，其中2013年为70.74%，较2012年的57.55%上升13.19个百分点，主要系土地一级开发成本下降导致。2013年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.60%和2.41%，均较上年有所下降。

整体看，2013年公司主营业务收入逐步增长且营业利润率有所上升。同时，受公允价值变动损益影响，公司利润总额呈下降趋势，整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金收入为12.87亿元，同比增长60.07%。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、收到其他单位的资金往来和收到的代建项目建设支出款，跟踪期内由12.82亿元大幅下降至5.32亿元，

主要系收到的代建项目建设支出款由2012年8.64亿元大幅下降至0.87亿元所致。2012~2013年，公司经营活动现金流入分别为20.87亿元和18.19亿元，2013年同比下降12.84%。公司经营活动现金流出主要为主营业务相关支出及支付的代建项目建设支出款，2013年公司主营业务相关现金支出规模较上年大幅下降至1.45亿元；但支付其他与经营活动有关的现金进一步增加至31.33亿元，增幅为46.81%，主要受支付的代建项目建设支出款大幅增加至26.46亿元影响，因此公司经营活动现金流出规模大幅上升，2012~2013年分别为26.99亿元和33.88亿元。同期，经营活动现金流净额分别为-6.12亿元和-15.68亿元。由于公司经营活动现金流入来源于江阴高新区财政局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，其受江阴高新区财政局拨款效率影响而波动较大；同时，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金——收到和支付其他单位资金往来款均主要为安置房项目的工程款，往来款的波动对公司经营活动现金流量净额具有较大影响。

由于江阴高新区财政局拨付土地出让收益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。2013年，公司现金收入比率为247.07%，较2012年上升88.53个百分点，收现质量大幅提升。

从投资活动看，2013年，公司投资活动产生的现金流入规模很小，投资活动产生的现金流出主要为收购房屋土地款，2013年大幅下降至2.22亿元，主要由于2012年收购高新技术产业开发区房屋土地导致当年投资活动产生的现金流出较多。2012~2013年，公司投资活动现金流量净额分别为-6.45亿元和-2.15亿元。

从筹资活动前现金流来看，公司筹资压力逐年增大，2012~2013年筹资活动前现金流量净额均为负数，分别为-12.57亿元和-17.83亿元。从筹资活动看，2012~2013年公司主要通过借款及发行债券筹资，现金流入分别为36.72

亿元和 42.04 亿元，2013 年同比增长 14.49%。2012~2013 年公司筹资活动净流入分别 25.07 亿元和 18.16 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和代建项目建设支出款影响较大，易产生波动；投资活动现金流出规模较上年大幅下降，而筹资活动现金流入规模较上年有所上升。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，受政府划拨土地以及基础设施建设不断投入的影响，公司资产增长较快，2013 年同比增长 19.93%，公司资产结构以流动资产为主。2013 年底，公司资产总额 176.94 亿元，流动资产占 65.78%。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 116.38 亿元，同比增长 27.37%，其中货币资金占 22.29%，应收账款占 56.97%，预付款项占 14.85%；其他应收款占 0.95%，存货占 4.74%。

截至 2013 年底，公司货币资金为 25.94 亿元，较 2012 年底增长 9.04%；其中，银行存款占 60.10%、其他货币资金占 39.90%。公司其他货币资金为 10.35 亿元，其使用受限。

截至 2013 年底，公司应收账款为 66.30 亿元，较 2012 年底增长 31.78%。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区财政局的基础设施建设和土地整理等相关款项。公司应收账款余额中 1 年以内占 32.69%；1~2 年占 36.71%，2~3 年占 23.84%，3 年以上的占 6.76%，账龄较长，但公司只计提坏账准备 0.33 亿元，计提比例不足 1%，主要是考虑到应收账款欠款客户全部为江阴高新区财政局，实际偿付风险较小，而应收账款的回款期受江阴高新区财政局资金拨付效率的影响，存在一定不确定性。

截至 2013 年底，公司预付款项为 17.29 亿元，较 2012 年底增长 45.17%，主要是预付的工程款项。

公司其他应收款规模小，截至 2013 年底为 1.10 亿元，较 2012 年底下降 9.84%；其账龄分布在 1 年以内占 16.84%，1~2 年占 15.16%，2~3 年占 46.29%，3 年以上占 21.71%，账龄较长，但考虑到其他应收款主要为与高新区内各基础设施建设实体（如江阴临港新城开发建设有限公司）及高新区管委会的资金往来，实际坏账风险较小，故公司计提坏账准备比例仅约 1%。

截至 2013 年底，公司存货为 5.51 亿元，较 2012 年底增长 34.06%，全部为土地一级开发成本。

根据“澄国土前拨（2013）2、3 号”文，江阴市国土资源局将评估价值为 5.81 亿元的相关土地划拨给公司。受此影响，截至 2013 年底，公司投资性房地产为 33.37 亿元，较 2012 年底增长 11.46%。

截至 2013 年底，公司固定资产净额为 15.81 亿元，其中房屋建筑物占 97.85%，较 2012 年底略有下降。

截至 2013 年底，公司在建工程为 6.43 亿元，较 2012 年底增长 23.18%，主要是公司进行项目建设投入导致。

截至 2013 年底，公司无形资产为 4.15 亿元，全部为土地使用权，较 2012 年底下降 0.95%。

整体看，跟踪期内，公司资产增长较快。流动资产中的应收账款占比大，应收账款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，截至 2013 年底，公司所有者权益 80.02 亿元，同比增长 10.80%。其中实收资本占 33.74%，资本公积占 40.18%，未分配利润占 24.79%，其中资本公积增加部分主要来自于 2013 年政府划拨的 5.81 亿元土地产生的资本溢价。总体来看，受政府注入资产的影响，公司所有者权益增长较快。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 96.92 亿元，较 2012 年底增长 28.69%。跟踪期内，公司负债结构发生变化，流动负债比重有所上升，由 2012 年 49.01% 上升至 2013 年的 57.55%。

截至 2013 年底，公司流动负债为 55.78 亿元，较 2012 年底增长 51.12%。非流动负债为 41.14 亿元，较 2012 年底增长 7.14%，全部是长期借款、2011 年发行的“11 江阴开投债”和 2013 年发行的“13 江阴高新债”。

跟踪期内，受公司短期借款大幅增长影响，截至 2013 年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 51.41% 和 54.78%，较 2012 年底分别上升 4.88 个百分点和 3.73 个百分点；长期债务资本化比率略有下降至 33.96%，公司债务负担尚可。

整体看，跟踪期内，受短期借款大幅增长，公司负债结构以流动负债为主，但总体债务负担尚可。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2013 年底，公司流动比率为 208.65%，较 2012 年底的 247.53% 下降 38.88 个百分点；速动比率为 198.77%，较 2012 年底的 236.40% 下降 37.63 个百分点；同期，公司现金类资产（扣除受限资金 10.53 亿元）为 15.83 亿元，是短期债务的 0.36 倍。考虑到江阴高新区财政局对公司欠款较大，加之公司近年经营活动现金流入规模较大，公司短期偿债能力一般。

从长期支付能力看，2012~2013 年公司全部债务/EBITDA 分别为 23.05 倍和 27.38 倍，公司长期偿债压力大。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 2013 年底，公司共获得银行授信额度 67.98 亿元，已使用额度为 67.98 亿元，未使用额度为 0 亿元，融资渠道有待拓宽。

截至 2013 年底，公司对外担保合计 75.78 亿元，担保比率为 94.70%。公司对外担保包括对江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”）银行借款 54.08 亿元以及江阴城投签订的《融资租赁合同》15.00 亿元提供的保证担保。公司对江阴城投的融资租赁款担保期限至 2016 年；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，但公司仍存在一定代偿风险。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（报告编号：B-201403250026771593），截至 2014 年 3 月 25 日，公司无未结清不良信贷信息。

6. 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较强。

十、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。经联合资信评定，江阴城投主体长期信用等级为 AA⁺，江阴城投担保有助于提升“11 江阴开投债”到期按时偿还安全性。

十一、债券偿债能力

公司于 2011 年 4 月发行额度为 8 亿元、期限为 7 年的公司债（11 江阴开投债），于 2013 年 2 月发行额度为 8 亿元、期限为 7 年的公司债（13 江

阴高新债)，总额为16亿元。

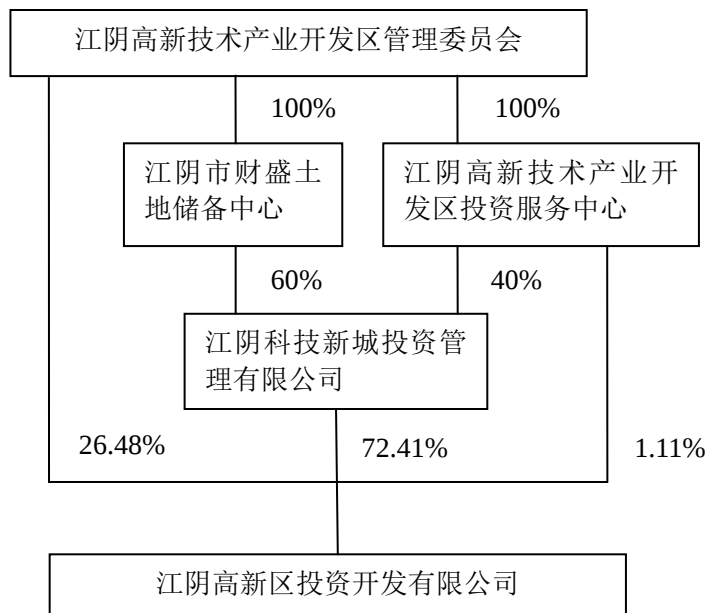
“11江阴开投债”从第6年开始按照50%和50%的比例偿还债券本金，“13江阴高新债”从第3、4、5、6、7个计息年度末按20%的比例等额偿还本金。2017年和2018年公司需要兑付债券本金均为5.60亿元，偿债压力较大。2013年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对上述年份债券偿还额度的保护倍数分别为0.55倍、3.25倍和-2.80倍。公司经营活动现金流入量对错期兑付压力最大年份的偿债额度的保障能力尚可。

此外，江阴高新区政府对公司的的大力支持，有助于提高存续期债券安全性。

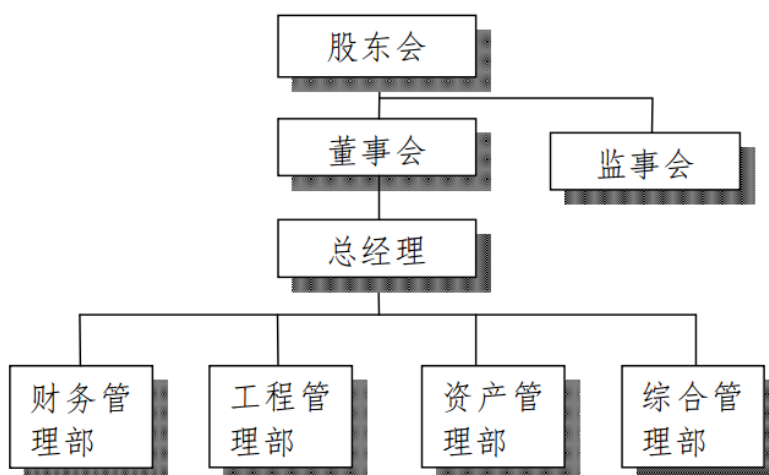
十二、结论

综合考虑，联合资信维持江阴高新区投资开发有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11江阴开投债”信用等级为AA⁺，以及维持“13江阴高新债”信用等级为AA。

附件 1-1 截至 2013 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2013 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2013 年底公司合并范围子公司基本情况

(单位：人民币万元)

公司名称	注册资本	公司类型	持股比例	业务性质
江阴市财盛土地储备开发有限公司	20000	有限公司（法人独资）	100%	土地储备、开发
江阴高新区开隆投资有限公司	3000	有限责任公司	100%	资本运作
江阴高新区开泰投资有限公司	3000	有限责任公司	100%	资本运作
江阴高新区开泰房屋拆迁有限公司	50	有限公司（法人独资）	100%	房屋拆迁
江阴扬子江科技发展有限公司	10000	有限公司（法人独资）	100%	网络、科技
江阴扬子江创智投资发展有限公司	10000	有限公司（法人独资）	100%	资本运作
江阴融智担保有限公司	16000	有限公司（法人独资）	100%	担保、咨询
江阴市东江港务有限公司	15000	有限公司（法人独资）	100%	仓储服务

附件2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.77	15.27	15.83
资产总额(亿元)	94.56	147.54	176.94
所有者权益(亿元)	49.41	72.22	80.02
短期债务(亿元)	14.12	24.46	43.53
长期债务(亿元)	18.40	38.40	41.14
全部债务(亿元)	32.52	62.86	84.67
营业收入(亿元)	2.34	5.07	5.21
利润总额(亿元)	4.08	2.15	1.93
EBITDA(亿元)	4.30	2.73	3.09
经营性净现金流(亿元)	-3.60	-6.12	-15.68
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.10	0.11	0.09
存货周转次数(次)	0.57	0.63	0.26
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.03
现金收入比(%)	216.71	158.54	247.07
营业利润率(%)	71.52	57.55	70.74
总资本收益率(%)	5.14	1.79	1.60
净资产收益率(%)	8.26	2.90	2.41
长期债务资本化比率(%)	27.14	34.71	33.96
全部债务资本化比率(%)	39.69	46.53	51.41
资产负债率(%)	47.75	51.05	54.78
流动比率(%)	231.67	247.53	208.65
速动比率(%)	224.67	236.40	198.77
经营现金流流动负债比(%)	-13.46	-16.58	-28.12
EBITDA 利息倍数(倍)	33.48	1.84	4.36
全部债务/EBITDA(倍)	7.57	23.05	27.38

注：现金类资产已扣除受限货币资金。

附件 3 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 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。