跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1706 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^{+}、“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

二零一五年六月三十日

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：2015 年 6 月 30 日

财务数据

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.27	15.83	17.86	18.00
资产总额(亿元)	147.54	176.94	203.55	242.47
所有者权益(亿元)	72.22	80.02	84.49	85.17
长期债务(亿元)	38.40	41.14	52.13	65.35
全部债务(亿元)	62.86	84.67	102.97	134.10
营业收入(亿元)	5.07	5.21	17.96	1.70
利润总额(亿元)	2.15	1.93	1.97	0.69
EBITDA(亿元)	2.73	3.09	4.15	--
经营性净现金流(亿元)	-6.12	-15.68	-10.38	0.81
营业利润率(%)	57.55	70.74	51.12	91.83
净资产收益率(%)	2.90	2.41	2.33	--
资产负债率(%)	51.05	54.78	58.49	64.88
全部债务资本化比率(%)	46.53	51.41	54.93	61.16
流动比率(%)	247.53	208.65	233.47	212.10
全部债务/EBITDA(倍)	23.05	27.38	24.83	--
经营现金流动负债比(%)	-16.58	-28.12	-15.50	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已扣除使用受限的货币资金。

分析师
黄静雯　张庆扬
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“江阴高新区”）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，江阴城投资产规模稳步增长、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，可控财力大幅提长，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 跟踪期内，公司在资金注入和筹措、项目承接、财政补贴等方面继续得到高新区管委会的有力支持。

关注

1. 公司自身市场化运作程度不高，整体盈利水平偏弱。
2. 跟踪期内，公司应收款项规模进一步扩大且其净额占比较大，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，对公司资金形成一定占用，公司存在一定短期支付压力。
3. 跟踪期内，公司出让投资性房地产中部分土地对公司利润影响较大。
4. 公司对外担保比率很高，存在或有负债风险。

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”或“江阴高新”）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，其中江阴经济开发区管理委员会出资 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（江阴经济开发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%；江阴经济开发区集体资产管理处（江阴经济开发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，江阴经济开发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 万元的价格转让给江阴经济开发区投资服务中心。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，以下简称“江阴高新区”），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”，公司股东名称分别更名为江阴高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）、江阴高新技术产业开发区投资服务中心（以下简称“高新区投资服务中心”）和江阴科技新城投资管理有限公司（以下简称“科技新城公司”）。高新区管委会直接和间接合计持有公司 100%的股权（见附件 1-1）。截至 2015 年 3 月底，公司实收资本为 270000 万元人民币。

公司经营范围：资本经营组织区内的国有土地开发、使用权转让、基础设施建设及参与区内企业的投资建设；建材的销售；物业管理；房屋租赁。

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 2015 年 3 月底，公司下属 7 家子公司，全部为公司 100%持股（见附件 1-3）。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 203.55 亿元，所有者权益合计为 84.49 亿元（少数股东权益为 0）。2014 年，公司合并口径实现营业收入 17.96 亿元，利润总额 1.97 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 242.47 亿元，所有者权益合计为 85.17 亿元（少数股东权益为 0）。2015 年 1-3 月，公司合并口径实现营业收入 1.70 亿元，利润总额 0.69 亿元。

公司注册地址：江阴市长江路 201 号；法定代表人：张运东。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的

归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

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

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

2. 江阴市区域经济环境

江阴市位于长江三角洲中部，面积987.53平方公里，北濒长江，南临太湖，西连常州，东邻苏州，距上海、南京各150公里左右，是一座滨江港口城市。江阴市下辖3个街道、10个镇、2个经济开发区，1个国家高新区。2014年末，江阴市全市户籍总人口123.2万人，城市建成区面积55.1平方公里。

江阴市北枕长江，有长江公路大桥与泰州江市相连；南近太湖，有锡澄高速公路与无锡市相接；东接苏州；西连常州，地处苏锡常“金三角”几何形中心，是长江下游集水、路、铁于一体，江、河、湖、海联运的重要交通枢纽城市。

根据《2014年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2014年全年江阴市实现地区生产总值2754.0亿元，按可比价格计算，比上年同期增长7.8%。按常住人口计算人均生产总值达到16.9万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。

2014年以来，江阴市产业结构持续优化。全市实现第一产业增加值54.4亿元，增长3.4%；第二产业增加值1520.9亿元，增长6.4%；第三产业增加值1178.7亿元，增长9.9%。三次产业比例调整为2.0:55.2:42.8，三产增加值占GDP比重比上年提高0.8个百分点。

2014年，江阴市工业经济较快增长。全市完成工业总产值6522.5亿元，下降1.7%；其中规模以上工业企业实现产值6021.3亿元，下降2.7%。规模以上工业中，轻工业实现产值1802.9亿元，增长0.9%；重工业实现产值4218.4亿元，下降4.1%。在全市跟踪统计的15种重点产品中，有4种产品的产量实现增长。全市工业骨干企业支撑作用明显。三房巷集团、华西集团、海澜集团、阳光集团、兴澄特钢、新长江实业等6家企业集团主营业务收入超200亿元，法尔胜集团、双良集团、西城三联、澄星实业、远景能源、华宏实业等6家企业集团主营业务收入超100亿元，10家企业超50亿元，8家企业超30亿元，16家企业超20亿元，28家企业超10亿元。47家工业百强企业利税总额超亿元，其中超10亿元12家。百强企业贡献继续增大。全市工业百强企业全年完成产品销售收入4049.2亿元，实现利税392.4亿元，分别占全市规模以上工业总量的70.3%和74.4%。

2014年，全年固定资产投资完成1046.0亿元，增长10.2%。分产业投向看：第一产业投资10.7亿元，下降17.2%，第二产业投资478.6亿元，增长3.5%，第三产业投资556.7亿元，增长17.6%。分注册类型看：国有经济投资124.7亿元，增长44.0%，三资经济投资114.4亿元，增长47.8%，其他经济投资806.9亿元，增长2.8%。全年固定资产投资建成投产项目690个，项目建成投产率为66.7%；新增固定资产653.7亿元，固定资产交付使用率为62.5%。

2014年，江阴市财政收支保持稳定。全年全口径财政收入569.2亿元，增长16.9%；公共财政预算收入200.7亿元，增长10.1%；基金收入198.4亿元，增长41.7%；上划中央四税收入170.1亿元，增长3.3%。财政支出结构继续调整，公共财政预算支出187.3亿元，增长9.4%；基金支出196.1亿元，增长40.9%。

3. 江阴高新区区域经济环境

江阴高新区概况

江阴高新区是1993年11月江苏省人民政府批准的省级重点高新区。2002年10月，江苏省委、省政府又赋予江阴经济高新区国家级高新区的经济审批权和行政级别。2011年经国务院正式批准升格为国家级高新区。

江阴高新区位于长三角苏锡常地区的几何中心，北靠长江35公里深水岸线，东距国际港口张家港8公里，西距一级对外开放港口江阴港4公里，南临锡澄高速。全国最大的主骨架公路之一的黑龙江同江至海南三亚沿海大道经过区域内的江阴长江大桥。高新区150公里半径内，有上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场、南京禄口国际机场、苏州硕放机场、常州奔牛机场等空港。水陆空交通网络完备的江阴，已成为长江中下游南北交通的枢纽。

2014 年，江阴高新区完成地区生产总值 428.47 亿元，按可比价计算同比增长 10.4%；工业总产值 1218.26 亿元，同比增长 0.56%；公共财政预算收入 26.87 亿元，同比增长 9.01%；固定资产投资总额 156.83 亿元，其中：工业投入 86.23 亿元，同比增长 23.01%，服务业投入 70.61 亿元，同比增长 19.50%。

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。

财政实力

江阴高新区管委会属于国家级高新区行政级别，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。

2012~2014 年，江阴高新区财政总收入和一般预算收入稳步增长，一般预算收入以税收收入为主；由于 2014 年高新区土地出让规模增大使得土地出让金大幅增长，故高新区地方可控财力近三年波动上升。2014 年，江阴高新区可控财力 49.64 亿元，其中一般预算收入 26.87 亿元，土地出让金 21.81 亿元，较上年大幅上涨 198.38%；上级补助收入 0.73 亿元和预算外财政专户 0.23 亿元。

表 1　2012~2014 年江阴市高新区财政收入情况

（单位：万元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
财政总收入	518228	526290	561822
一般预算收入	228114	246201	268695
其中：税收收入	217697	236766	257947
非税收收入	10417	9402	10748
土地出让金	92722	73082	218065
上级补助收入	8925	7035	7303
预算外财政专户资金	3476	2662	2306
地方可控财力	333237	328525	496369

数据来源：江阴高新区财政局

高新区地方政府债务由直接债务和担保债务两部分构成，截至2014年底，高新区地方政府债务14.20亿元，其中直接债务为由财政承担偿还责任的融资平台公司借款6.20亿元和政府担保的融资平台借款16.00亿元。截至2014年底，江阴高新区地方政府债务率28.81%，债务负担较轻。

表 2　2014 年底江阴高新区地方政府债务构成

（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（2014 年）	金额
（一）直接债务余额	62009.41	（一）一般预算收入	268695.00
1、外国政府贷款		其中：税收收入	257947.00
2、国际金融组织贷款		非税收收入	10748.00
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	
（3）国际农业发展基金会贷款		1、一般性转移支付	
3、国债转贷基金		2、专项转移支付	
4、解决地方金融风险专项借款		（三）国有土地使用权出让收入	221989.81
5、国内金融机构借款	62009.41	1、 国有土地出让权使用金	218065.47
（1）政府直接借款		2、国有土地收益基金	3638.80
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	62009.41	3、农业土地开发资金	240.88
6、债券融资		4、新增建设用地有偿使用费	44.66
7、粮食企业亏损挂账		（四）预算外财政专户收入	2309.00
8、其他			
（二）担保债务余额	160000.00		
1、政府担保的融资平台借款	160000.00		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	142009.41	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	492990.81
地方政府债务率=（地方政府债务余额/地方综合财力）×100%			28.81%

数据来源：江阴高新区财政局

未来发展规划

2014年江阴高新区先后获批全国示范型国际科技合作基地、国家火炬计划特色产业基地、国家创新型产业集群（试点）、国家现代服务业产业化基地等多块国家级基地和上市公司总部集聚园、孵化链条建设示范园区、江阴现代中药及生物医药科技产业园等多块省级牌子。国务院正式批复同意江阴高新区等8个国家高新区和苏州工业园区共同建设苏南国家自主创新示范区，标志着江阴高新区已被纳入国家战略，大大增强了对区域创新发展的辐射带动力。高新区将围绕建成全市转型升级示范区、科技创新引领区、对外开放窗口区的目标定位，以苏南国家自主创新示范区建设为

契机，高水平建设创新核心区、滨江科技城。紧盯特钢新材料、汽车、集成电路、生物医药、科技金融等特色产业，抓紧抓好重大产业项目和重大创新平台的招引建设，加快形成创新产业集群和产城互动融合发展的新优势。

总体来看，近年来江阴高新区的经济水平稳步提升，对城市基础设施和公用事业硬件水平的要求不断提高，江阴高新区依托江阴市便利的交通条件，以及良好的经济发展环境，发展快速。公司作为江阴高新区的基础设施建设主体，未来发展空间广阔。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司股东分别为高新区管委会、高新区投资服务中心和科技新城公司，高新区管委会直接和间接合计持有公司 100%的股权。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本为 27.00 亿元，其实际控制人为高新区管委会。

2. 企业规模

公司作为高新区管委会主要的国有资产和公用事业运营主体，全面负责江阴高新区基础设施和公益事业以及重大项目的开发建设。公司集高新区管委会的投资主体、开发建设载体和资本经营实体于一体。

公司以资产为纽带、以投资为手段，已初步发展为江阴高新区内大型投资管理公司，下属子公司业务涉及高新区内基础设施建设、土地一级开发、安置房建设等。

3. 人员素质

截至 2015 年 3 月底，公司现有高级管理人员 3 人，包括董事长 1 人，总经理 1 人，董事 1 人。公司高级管理人员均具有长期的专业管理经验，领导层的整体素质较高。

公司董事长张运东先生，1963 年 11 月出生，曾任江阴经济开发区靖江园区规划建设局拆迁管理科科长、江阴经济开发区三创办公室三创资产管理科科长、江阴扬子江科技发展有限公司总经理助理兼资产运营部经理、江阴扬子江科技发展有限公司副总经理、江阴高新区重点重大项目领导小组办公室主任助理、公司总经理助理兼重点重大项目领导小组办公室主任助理。2014 年 5 月起任公司董事长。

公司总经理何红娟女士，1970 年 10 月出生，曾任中国农业银行江阴市支行国际业务部副总经理、中国农业银行江阴支行国际业务部副总经理及滨江支行行长、江阴经济开发区财政局征收管理科科长、江阴经济开发区财政局资产管理科科长、公司总经理助理兼财务管理部经理、公司副总经理。2014 年 5 月起任公司总经理。

截至 2015 年 3 月底，公司本部共有员工 20 人，全部为大学本科以上学历，并全部为管理人员；从年龄构成看，30 岁至 50 岁 15 人，30 岁以下 5 人。

总体来看，公司高管人员具有较高的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高。公司在职人员学历水平较高，能够满足日常工作需要。

4. 政府支持

公司是江阴高新区管委会唯一的国有资产运营主体，江阴高新区管委会在各个方面均给予公司较大力度的支持。

资本注入及财政补贴

2014年江阴高新区政府向公司注资2.50亿元，计入资本公积科目。2012~2014年，公司收到江阴高新区财政局支付的政府补助分别为0.35亿元、0.63亿元、1.65亿元，计入营业外收入科目。

项目回购

公司主要参与江阴高新区基础设施建设、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，针对基础设施建设项目，与公司建立委托代建回购的模式，其中的管理服务费是公司营业收入的重要来源。2012~2014年和2015年一季度，公司确认的管理服务费分别为2.10亿元、2.10亿元、2.92

亿元和1.70亿元。

公司于2011年发行8亿元“11江阴开投债”，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。公司已与江阴高新区管委会签署了项目BT协议，高新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3），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。2011~2014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

公司于2013年发行8亿元“13江阴高新债”，募投项目为8个安置房项目，即南苑六期、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，总投资13.84亿元；截至2015年3月底，上述项目已全部完工，但由于未进行决算审计，前期建设投入计入“预付款项”科目。未来，高新区财政局将回购上述项目并支付14%管理服务费。

资产划拨

2011年12月，经江阴高新区管委会批准，江阴市高新技术产业开发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（以下简称“创智投资公司”）100%股权无偿划拨给公司，增加资本公积49949.39万元。创智投资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。

2012年，土地划拨方面，根据“澄国土前拨（2012）15、16、17、18、19、20号”文，江阴市国土资源局将位于江阴市城东街道范围内的六宗土地划拨给子公司江阴市财盛土地储备开发有限公司，评估价值为13.41亿元，计入“投资性房地产”科目。道路划拨方面，根据《关于同意江阴高新区投资开发有限公司拨用道路资产的通知》，江阴高新区管委会将位于江阴市城东街道范围内的部分道路划拨给公司，计入“固定资产”科目，评估价值为7.27亿元，并将两部分划拨资产总额20.68亿元计入“资本公积”科目。

2013年，土地划拨方面，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”科目，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。

综上所述，公司获得江阴高新区政府各方面的大力支持，综合实力和竞争力稳步增强。

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

公司作为江阴高新区唯一的基础设施建设主体，负责江阴高新区基础设施以及重大项目的开发建设，投资建设范围包括：高新区“七通一平”的土地一级开发、基础设施建设（含道路、桥梁、绿化、污水管网）和安置房建设项目。公司主营业务收入由管理服务费和土地一级开发收入构成，2012~2014年公司主营业务收入分别为4.90亿元、5.05亿元和17.77亿元，2014年主营业务收入较往年大幅增长，系土地一级开发收入增加所致。公司整体毛利率高，系基础设施建设资金投入不计入营业成本，同时土地一级开发业务毛利率较高所致；

2012~2014年公司整体毛利率分别为62.99%、77.45%和56.50%，呈波动下降趋势系毛利率相对较低的土地一级开发收入占比持续上升所致。2015年一季度，公司主营业务收入1.70亿元，全部为管理服务费收入，毛利率为100%。

表 4　2012~2014 年和 2015 年一季度公司主营业务板块收入构成（单位：亿元，%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
管理服务费	2.10	42.86	100.00	2.10	41.58	100.00	2.92	16.43	100.00	1.70	100.00	100.00
土地一级开发	2.80	57.14	35.22	2.95	58.42	61.43	14.85	83.57	47.95	--	--	--
合计	**4.90**	**100.00**	**62.99**	**5.05**	**100.00**	**77.45**	**17.77**	**100.00**	**56.50**	**1.70**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

基础设施建设

2012年，公司与江阴高新区财政局签订了《江阴国家高新技术产业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。成本返还和管理服务费由江阴高新区财政局支付。

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，如未按时结算的金额还须向公司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，《江阴国家高新技术产业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。

公司基础设施建设项目包含江阴高新区范围内道路、桥梁、绿化、污水管网等。2012~2014年和2015年一季度，公司确认的管理服务费收入分别为2.10亿元、2.10亿元、2.92亿元和1.70亿元，计入主营业务收入，高新区财政局于当年支付，反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”中；另外，公司将返还的前期投入成本冲减“应收账款”科目，不反映到利润表中，故此业务毛利率为100.00%，成本返还的相关资金反映在“收到其他与经营活动有关的现金”。2014年，公司已完工结算的项目规模为20.86亿元，江阴高新区财政局支付相关成本返还款9.32亿元（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的现金——收到的代建项目建设支出款”，二者的差额11.54亿元计入“应收账款”科目。

公司主要建设的基础设施项目有延陵路项目、创新大道（心经路）、科技大道（东快速干道）、蟠龙山路项目、大河港及东横河疏浚整治工程、污水管网工程、消防大队楼、滨江派出所、西苑幼儿园、开发区养老中心等，总投资11.99亿元，截至2015年3月底已完成投资8.39亿元。目前公司暂无其他较大规模投资计划。

土地一级开发

公司按照江阴高新区管委会确定的土地一级开发计划安排支出资金，待土地一级开发完成后，由江阴市财盛土地储备中心进行招拍挂。

江阴市财政局首先收到土地招拍挂资金，在扣除相关规费（约占土地招拍挂总价的15%）后，将剩余资金支付给高新区财政局，高新区财政局将收到的资金全额返还给公司。2012~2014年，公司土地一级开发收入分别为2.80亿元、2.95亿元和14.85亿元；2015年一季度未实现土地一级开发收入。受土地一级开发成本影响，2012~2014年公司毛利率波动较大，分别为35.22%、61.43%和47.95%。

2012～2014年，公司开发的土地面积合计120万平方米；未来高新区可开发面积为200万平方米。2015年，预计江阴高新区出让土地2885.02亩（包括经营性土地836.25亩、工业用地2048.77亩），可实现土地出让收入合计27.39亿元，将对公司未来营业收入和代建资金返还形成一定支撑。

公司土地一级开发资金来源于高新区财政局自有资金（约占总投资10%~20%）和银行贷款；基础设施建设资金来源于土地一级开发资金返还和对外融资等。

安置房建设

公司安置房建设有两种业务模式：代建模式和市场化运作模式。

（1）代建模式

代建模式是2014年以前公司建设安置房的主要模式，与基础设施代建模式一致，即安置房相关土地由公司去公开市场招拍挂获取，由公司出资建设安置房，待安置房竣工后由高新区政府进行回购，并支付给公司14%管理服务费。该安置房建设的资金来源于公司土地一级开发资金返还和对外融资。

公司按第一种模式建设的安置房项目有8个，总投资13.84亿元，包括南苑六期、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8.30亿元计入“预付款项”科目。未来由高新区财政局进行回购并支付14%管理服务费。

（2）市场化运作模式

根据《江阴市人民政府关于加强安置房建设及安置管理的意见》（澄政发[2011]139号），安置房建设采用公开招拍挂方式确定开发建设单位，通过带建设方案实行招拍挂的方式确定安置房开发建设单位；公司作为业主单位具体负责组织安置房的前期方案委托设计、资金筹措、房款结算等相关工作；业主单位在安置房交付使用六个月内支付给开发建设单位总房款的80%，剩余款项待小区评审后统一结算支付。

资金平衡方面，公司购买安置房资金来源于公司土地一级开发资金返还和对外融资。公司在购买安置房后进行安置工作，依据政府制定的安置任务和约定价格进行分配和销售，在安置过程中会有少量销售资金回流。在安置工作中，公司安置工作相关支出与销售资金流入的差额由政府补贴。

按第二种模式建设的安置房项目有东苑五期、蟠龙华都、东园六期、金童小区、南苑八期、蟠龙山庄、南苑六期，目前正在建设过程中，预计公司未来以总价48.72亿元从第三方房地产公司购买，故截至2015年3月底公司账面仅体现部分预付款项21.20亿元；待建完交房时，公司需支付总价款的80%，剩余20%待决算结束后支付。预计2015年底，将有6个安置房项目建完交房。

总体看，公司业务稳步发展，后期以安置房建设支出为主。

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、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、石牌四村三期住宅（拆迁安置房）等8个项目，上述项目已全部完工，但由于未进行决算审计，前期建设投入计入“预付款项”科目。截至目前，上述两支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5），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。2013年和2014年每年7000万元回购款均已到位，反映在现金流量表中收到其他与经营活动有关现金科目。

表5 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2012~2014年审计报告已经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年一季度财务数据未经审计。

2012年公司新增江阴扬子江科技发展有限公司、江阴扬子江创智投资发展有限公司、江阴市东江港务有限公司；2013年江阴融智担保有限公司不再纳入公司合并范围；2014年公司合并范围未发生变化。2012~2014年，公司合并范围变动小，财务数据可比性强。

截至2014年底，公司合并资产总额为203.55亿元，所有者权益合计为84.49亿元（少数股东权益为0）。2014年，公司合并口径实现营业收入17.96亿元，利润总额1.97亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为242.47亿元，所有者权益合计为85.17亿元（少数股东权益为0）。2015年1-3月，公司合并口径实现营业收入1.70亿元，利润总额0.69亿元。

1. 盈利能力

公司的营业收入以项目建设管理服务费及土地一级开发收入构成为主。2012~2014年，公司分别实现营业收入5.07亿元、5.21亿元和17.96亿元，2014年公司营业收入大幅上涨主要系土地出让收入大幅增加所致。公司营业成本主要为土地一级开发成本，2012~2014年公司营业成本分别为1.87亿元、1.23亿元和7.77亿元。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。

从期间费用看，2012~2014年公司期间费用由管理费用和财务费用构成，呈快速增长趋势，年均复合增长76.80%，2014年为2.05亿元。2012~2014年期间费用占营业收入的比重分别为12.92%、22.06%和11.41%。

2012~2014年，公司营业利润逐年下降，利润总额波动下降，系公允价值变动亏损逐年扩大所致；2014年随着投资性房地产中部分土地出让，其以前评估增值部分随之减少，反映在“公允价值变动收益”科目。近三年公司营业外收入分别为0.35亿元、0.63亿元和1.65亿元，全部为政府补贴。2012～2014年，公司利润总额分别为2.15亿元、1.93亿元和1.97亿元。公司利润总额对政府补贴的依赖性有所增加。

从盈利指标看，2012~2014年，公司营业利润率波动中略有下降，三年平均值为58.29%，2014年为51.12%。2012~2014年，公司总资本收益率波动上升、净资产收益率逐年下降，三年平均值分别为1.82%和2.47%，2014年分别

为 1.96%和 2.33%。公司整体盈利能力较弱。

2015 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.70 亿元，占 2014 年全年的 9.47%，主要为项目建设管理服务费，故 2015 年一季度公司营业利润率上升至 91.83%。

整体看，2014 年公司主营业务收入大幅增长，但受公允价值变动损益影响，利润总额增长幅度小。公司整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额持续为负。2012~2014 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 23.65%，2014 年为 31.90 亿元。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模快速增长，年均复合增长 52.16%，主要系土地整理收入回款所致；收到其他与经营活动有关的现金波动增长，2014 年为 13.28 亿元，主要为政府补助、收到的代建项目建设支出款、收到其他单位的资金往来；2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金由上年的 5.32 亿元大幅上升至 13.28 亿元，系收到的代建项目建设支出款由 2013 年 0.87 亿元大幅上升至 9.32 亿元所致。公司经营活动现金流出主要为主营业务相关支出及代建项目建设支出款，2012~2014 年分别为 26.99 亿元、33.88 亿元和 42.28 亿元。2012~2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金规模较小且持续下降；支付其他与经营活动有关的现金快速增长，主要系支付的代建项目建设支出款大幅增长所致，2014 年支付其他与经营活动有关的现金 41.56 亿元，其中支付的代建项目建设支出款 33.25 亿元。2012~2014 年公司经营活动现金净流量分别为-6.12 亿元、-15.68 亿元和-10.38 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——收到和支付代建项目建设支出款均主要为安置房项目的工程款，代建项目建设款和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，公司现金收入比波动大，2012~2014 年别为 164.10%、254.94%和 104.79%。

投资活动现金流方面，2012~2014 年公司投资活动现金流入规模很小；投资活动产生的现金流出主要为收购房屋土地款，其中 2012 年公司收购高新区房屋土地导致当年投资活动产生的现金流出较多。2012~2014 年，公司投资活动现金流净额分别为-6.45 亿元、-2.15 亿元和-2.07 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额均为负值，分别为-12.57 亿元、-17.83 亿元和-12.44 亿元，公司筹资压力较大。筹资活动现金流方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量分别为 36.72 亿元、42.04 亿元和 63.61 亿元，年均复合增长 31.62%，主要通过借款和发行债券筹资；其中，2013 年公司发行“13 江阴高新债”本金 8 亿元，2014 年吸收投资收到的现金 2.5 亿元，系政府注资所致。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息。2012~2014 年公司筹资活动现金流量净额分别为 25.07 亿元、18.16 亿元和 14.32 亿元。

2015 年 1-3 月，公司销售商品提供劳务收到的现金为 2.28 亿元，为管理服务费和以前年度的土地出让收入；收到其他与经营活动有关的现金 21.22 亿元，主要为收到以前支出的代建项目建设款和往来款；经营活动现金流量净额为 0.81 亿元。2015 年 1-3 月，公司投资活动和筹资活动现金流量净额分别为-0.44 亿元和 5.56 亿元。

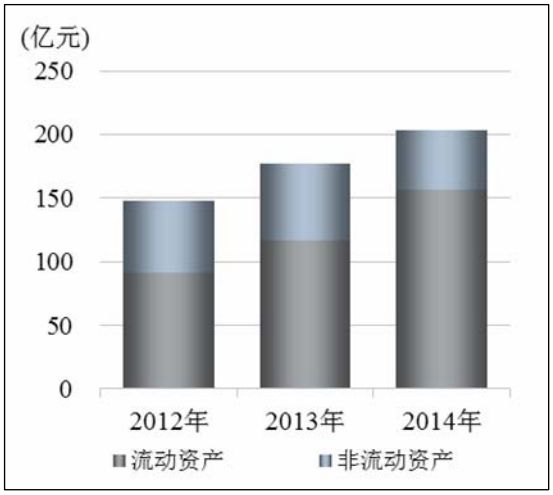
整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流的稳定性受财政拨付效率和代建项目建设支出款影响较大，易产生波动；筹资规模逐年扩张，公司对外融资需求较大。

3. 资本及债务结构

资产

2012~2014 年底，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，年均复合增长 17.46%。截至 2014 年底，公司合并资产总额为 203.55 亿元，其中流动资产占比 76.77%。

图 1　2012~2014 年底公司资产规模及构成

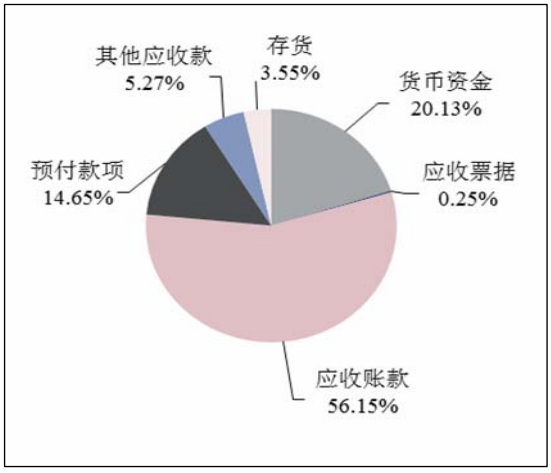


资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014 年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长 30.78%，主要是货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款的增长。截至 2014 年底，公司流动资产 156.28 亿元，其中货币资金占 20.13%、应收账款占 56.15%、预付款项占 14.65%。

图 2　2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年底，公司货币资金稳步增长，年均复合增长 14.99%。截至 2014 年底，公司货币资金为 31.45 亿元，其中，现金及银行存款占 55.55%、其他货币资金占 44.45%；公司其他货币资金为 13.98 亿元，公司货币资金受限比例高。

2012~2014 年底，公司应收账款快速增长，年均复合增长 32.07%，主要系随着公司在建项目的完工，公司应收高新区财政局的项目返还款逐年增长所致。截至 2014 年底，公司应收账款为 87.74 亿元，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项目建设成本返还款和土地出让收入返还款。从账龄看，公司应收账款余额中 1 年以内占 31.70%；1～2 年占 24.70%，2～3 年占 26.91%，3 年以上的占 16.69%，综合账龄较长。公司计提坏账准备 0.44 亿元，计提比例 0.50%，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。公司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。

2012~2014 年底，随着安置房建设支付的增加，公司预付款项持续增长，年均复合增长 38.67%。截至 2014 年底，公司预付款项为 22.90 亿元，主要是预付安置房、道路、绿化等工程款项。从账龄结构看，1 年以内的预付款项占 50.49%，1~2 年的占 31.33%，2~3 年的占 16.67%，3 年以上的占 1.51%。整体看，公司预付账款账龄较长。

2012~2014 年底，公司其他应收款规模快速增长，主要由于 2014 年新增应收江阴龙泉置业有限公司（2014 年成立，江阴高新的兄弟公司）的往来款 7.50 亿元。截至 2014 年底公司其他应收款为 8.24 亿元，其中 98.04%的其他应收款是按账龄分析法计提坏账准备，1.96%的为单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，账龄 1 年以内占 91.71%，1~2 年占 1.48%，2 年以上的占 6.81%，综合账龄较短，同时考虑

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为0.50%。单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款0.17亿元，系无法查找到对方单位进行账务核对（或未能与对方单位账务核对一致）而全额计提坏账准备。

2012~2014年底，公司存货稳步增长，年均复合增长16.26%。截至2014年底，公司存货为5.55亿元，全部为土地一级开发成本。

非流动资产

2012~2014年底，公司非流动资产波动下降，年均复合下降8.26%，主要是投资性房地产波动所致。截至2014年底，公司非流动资产47.27亿元，以投资性房地产（占39.99%）、固定资产（占32.58%）、在建工程（占17.11%）和无形资产（占8.69%）为主。

2012~2014年底，公司投资性房地产分别为29.94亿元、33.37亿元和18.90亿元，全部为土地使用权。2013年根据“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。2014年公司投资性房地产大幅减少，系已出让部分土地所致。

2012~2014年底，公司固定资产年均复合下降1.89%，主要系每年折旧所致。截至2014年底，公司固定资产账面原值16.93亿元，其中房屋建筑物占97.46%；固定资产累计计提折旧1.52亿元，固定资产账面净值15.40亿元，成新率为90.96%。

2012~2014年底，随着项目建设投入的增长，公司在建工程的规模快速扩张，年均复合增长24.51%。截至2014年底，公司在建工程为8.09亿元，主要有延陵东路延伸段、创新大道（心经路）、科技大道（东快速干道）等。

2012~2014年底，公司无形资产规模变动小。截至2014年底，公司无形资产为4.11亿元，全部为土地使用权。

截至2015年3月底，公司资产总额合计242.47亿元，较2014年底增长19.12%，主要由于货币资金和预付款项大幅上升所致；公司预付款项大幅增长，仍系安置房建设投入（以市场化运作的安置房支付为主）所致。从资产构成看，流动资产占比80.44%，较2014年底有所增大，公司资产结构变动不大。

整体看，跟踪期内，公司资产稳步增长。流动资产中的应收账款占比较大，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。总体来看，公司资产质量一般。

所有者权益

2012~2014年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长8.16%。截至2014年底，公司所有者权益84.49亿元，其中实收资本占31.96%，资本公积占41.01%，未分配利润占25.60%。2012~2014年底，公司资本公积年均复合增长14.82%，其中2013年增长系政府以前年度划拨的土地和道路产生资本溢价所致，2014年增长系政府注资2.50亿元所致。截至2015年3月底，公司所有者权益85.17亿元，较2014年底略有增长，所有者权益结构变动小。

总体来看，跟踪期内，受政府注资的影响，公司所有者权益稳步增长，且稳定性一般。

负债

2012~2014年底，公司负债规模快速增长，年均复合增长25.74%。截至2014年底，公司负债总额为119.07亿元，其中流动负债占56.22%、非流动负债占43.78%。

2012~2014年底，公司流动负债快速增长，年均复合增长34.66%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债的增长。截至2014年底，公司流动负债为66.94亿元，以短期借款（占比29.08%）、应付票据（占比22.01%）、应付账款（占比7.63%）、其他应付款（占比11.27%）和一年内到期的非流动负债（占比24.87%）为主。

2012~2014年底，公司短期借款年均复合增长86.44%。截至2014年底，公司短期借款19.47

亿元，其中担保借款占 89.73%，抵押借款占 10.27%。

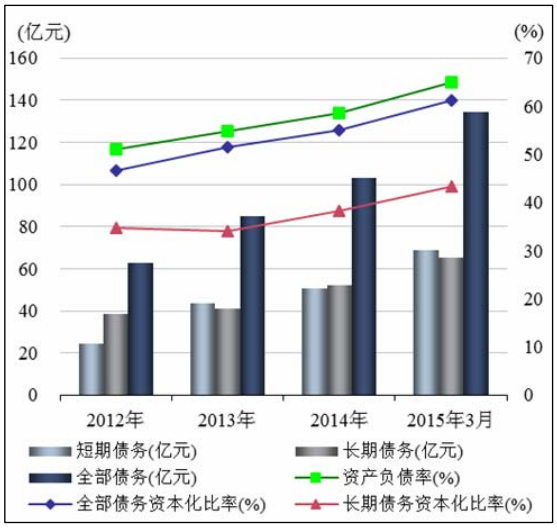
2012~2014 年底，公司应付票据波动增长，年均复合增长 31.49%。截至 2014 年底，公司应付票据 14.73 亿元，均为银行承兑汇票。

2012~2014 年底，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 10.69%，截至 2014 年底为 7.54 亿元，主要是公司与江阴市财政局、江阴市新城东投资有限公司等单位的资金往来款、与江阴市盛达土地储备中心的暂收款。

2012~2014 年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长，三年分别为 10.34 亿元、23.30 亿元、16.65 亿元，为一年内到期的长期借款。

2012~2014 年底，公司非流动负债年均复合增长 16.51%。截至 2014 年底，公司非流动负债为 52.13 亿元，由长期借款 35.41 亿元和应付债券 16.73 亿元（2011 年发行“11 江阴开投债”本金 8 亿元和 2013 年发行“13 江阴高新债”本金 8 亿元）构成。

图 3　2012 年~2015 年 3 月底公司债务水平



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年 3 月底，公司负债规模合计 157.31 亿元，较 2014 年底增长 32.12%，主要系应付票据、其他应付款和长期借款的增长所致。截至 2015 年 3 月底，公司应付票据 39.93 亿元，较 2014 年底大幅增加 25.20 亿元；截至 2015 年 3 月底，公司其他应付款 14.12 亿元，较 2014 年底上涨 87.26%，主要系新增与江阴暨南建设开发有限公司、江阴城市建设投资有限公司等的往来款所致。从负债结构看，截至 2015 年 3 月底，公司流动负债占全部债务的 58.46%，流动负债占比较上年底略有上升。

近年来随着公司项目建设规模的扩大，公司有息债务大幅增长。2012~2014 年底，公司全部债务年均复合增长 27.99%，2014 年底为 102.97 亿元，其中短期债务占比 49.37%、长期债务占比 50.63%。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 134.10 亿元，其中短期债务占比 51.27%、长期债务占比 48.73%，较 2014 年底增长 30.23%，主要系应付票据和长期借款快速增长所致。

从债务指标来看，2012~2014 年底，受债务规模逐年扩大和有息债务结构变动影响，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续增长，长期债务资本化比率波动增长，上述指标平均值分别为 55.89%、52.20%和 36.21%，2014 年底分别为 58.49%、54.93%和 38.16%。截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 64.88%、61.16%和 43.42%，目前公司的整体债务负担较重。

整体看，随着项目建设不断投入，跟踪期内公司债务规模持续增长。公司负债结构以流动负债为主，目前总体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动负债快速增长的影响，公司流动比率和速动比率波动下降，2012~2014 年上述指标的平均值为 228.84%和 219.50%，2014 年底分别为 233.47%和 225.18%，2015 年 3 月底分别进一步下降至 212.10%和 206.06%。2012~2014 年，公司经营现金流净额均为负数，对公司流动负债不具有保障能力。考虑到江阴高新区财政局对公司欠款较大，回款时间不确定，对公司资金形成一定占用，公司短期偿债能力较弱，存在一定的

短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 2.73 亿元、3.09 亿元和 4.15 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 23.05 倍、27.38 倍和 24.83 倍。公司长期偿债压力较大，但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2015年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度为77.69亿元，已全部使用，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

截至2014年底，公司对外担保合计84.28亿元，担保比率为98.96%，公司担保比率很高。被担保企业主要包括江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”，江阴市内的政府投融资主体）、江阴临港新城开发建设有限公司、江阴临港新天地开发建设有限公司、江阴暨南建设发开有限公司等单位，主要为对江阴城投银行、信托和融资租赁借款提供的保证担保，江阴城投贷款资金无法偿还的风险相对较低。截至2015年3月底，江阴城投资产规模590.90亿元，所有者权益183.61亿元；2015年一季度，江阴城投实现营业收入1.38亿元，利润总额0.12亿元。江阴城投经营状况正常，但其建设资金主要来源于财政资金支持和外部融资，且债务规模较大。公司存在或有负债风险。

表 6　截至 2014 年底公司对外担保

（单位：万元）

被担保方名称	金额
江阴市新城东投资有限公司	3000.00
江阴城市建设投资有限公司	637000.00
江阴临港新城开发建设有限公司	70000.00
江阴临港新天地开发建设有限公司	28900.00
江阴暨南建设开发有限公司	73000.00
江阴华东煤炭交易市场有限公司	4000.00
江阴高青建设有限公司	5000.00
江阴市华西建筑安装工程有限公司	6000.00
江阴金山建筑安装工程有限公司	5000.00
江阴市三农农业发展有限公司	6000.00
江阴临港新城低碳产业投资发展有限公司	4900.00
合　计	**842800.00**

资料来源：审计报告

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G9932028100044530L），截至 2015 年 5 月 19 日，公司存在 4 笔已结清关注类贷款，根据江苏江阴农村商业银行股份有限公司高新区支行（以下简称“江阴农商银行”）开具的《关于江阴高新区投资开发有限公司<企业信用报告>有关情况的说明》，该 4 笔已结清关注类贷款系江阴农商银行根据五级分类监管要求，将融资平台类贷款划分为关注类，江阴高新涉及的所有关注类贷款项目还本付息均为正常。此外公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及江阴高新区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到高新区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），两期存续债项发行总额为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

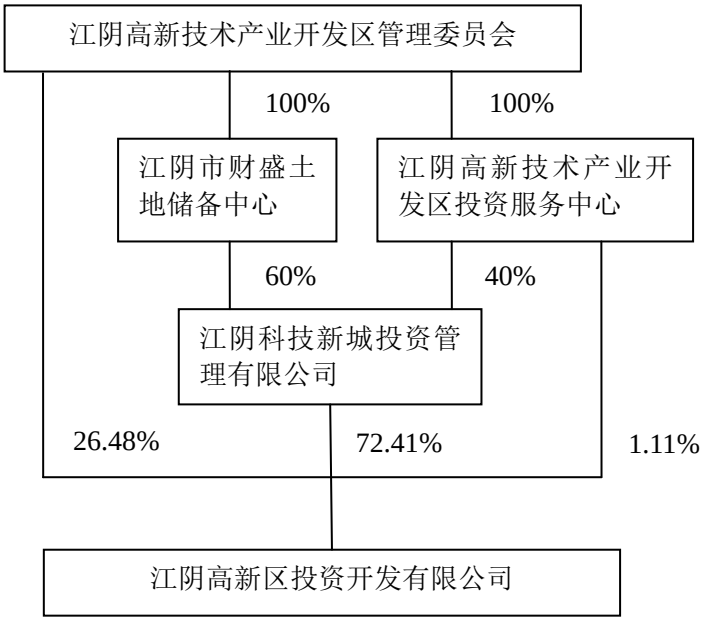
第3、4、5、6、7个计息年度末按20%的比例等额偿还本金。2017年和2018年公司需要兑付债券本金均为5.60亿元，偿债压力较大。2014年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对上述年份债券偿还额度的保护倍数分别为0.74倍、5.70倍和-1.85倍。公司经营活动现金流入量对错期兑付压力最大年份的偿债额度的保障能力较好。

此外，江阴高新区政府对公司的大力支持，有助于提高存续期债券到期偿付的安全性。

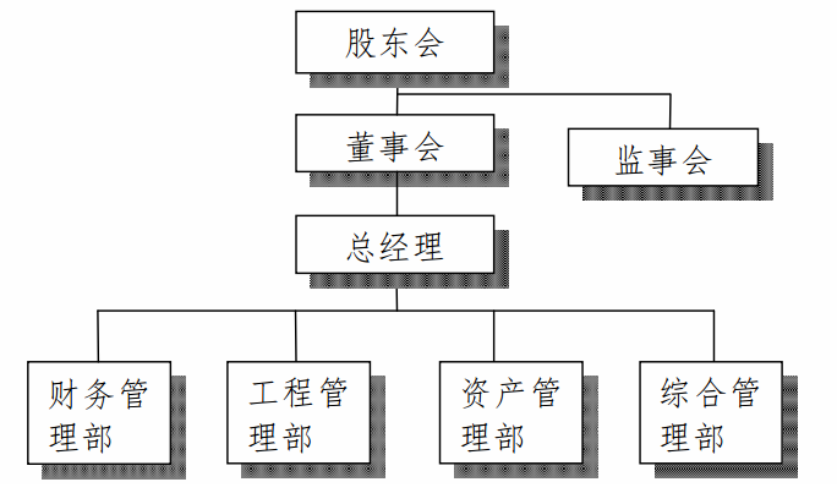
十二、结论

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 2015 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2015 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2015 年 3 月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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.27	15.83	17.86	18.00
资产总额(亿元)	147.54	176.94	203.55	242.47
所有者权益(亿元)	72.22	80.02	84.49	85.17
短期债务(亿元)	24.46	43.53	50.84	68.76
长期债务(亿元)	38.40	41.14	52.13	65.35
全部债务(亿元)	62.86	84.67	102.97	134.10
营业收入(亿元)	5.07	5.21	17.96	1.70
利润总额(亿元)	2.15	1.93	1.97	0.69
EBITDA(亿元)	2.73	3.09	4.15	--
经营性净现金流(亿元)	-6.12	-15.68	-10.38	0.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.20	0.09	0.23	--
存货周转次数(次)	0.91	0.26	1.41	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.03	0.09	--
现金收入比(%)	164.10	254.94	104.79	134.51
营业利润率(%)	57.55	70.74	51.12	91.83
总资本收益率(%)	1.79	1.60	1.96	--
净资产收益率(%)	2.90	2.41	2.33	--
长期债务资本化比率(%)	34.71	33.96	38.16	43.42
全部债务资本化比率(%)	46.53	51.41	54.93	61.16
资产负债率(%)	51.05	54.78	58.49	64.88
流动比率(%)	247.53	208.65	233.47	212.10
速动比率(%)	236.40	198.77	225.18	206.06
经营现金流动负债比(%)	-16.58	-28.12	-15.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.84	4.36	1.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.05	27.38	24.83	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已扣除使用受限的货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

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