跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1479 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，并维持“11江阴开投债”AA^{+}的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十日

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企业债跟踪评级报告

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^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 20 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.83	17.86	29.95	42.01
资产总额(亿元)	176.94	203.55	253.23	329.67
所有者权益(亿元)	80.02	84.49	87.48	88.33
长期债务(亿元)	41.14	52.13	79.66	127.21
全部债务(亿元)	84.67	102.97	150.99	229.04
营业收入(亿元)	5.21	17.96	9.25	1.57
利润总额(亿元)	1.93	1.97	2.67	0.85
EBITDA(亿元)	3.09	4.15	5.22	--
经营性净现金流(亿元)	-15.68	-10.38	-23.30	-31.24
营业利润率(%)	70.74	51.12	34.89	99.71
净资产收益率(%)	2.41	2.33	3.04	--
资产负债率(%)	54.78	58.49	65.45	73.21
全部债务资本化比率(%)	51.41	54.93	63.32	72.17
流动比率(%)	208.65	233.47	246.10	251.98
全部债务/EBITDA(倍)	27.38	24.83	28.94	--
经营现金流动负债比(%)	-28.12	-15.50	-27.06	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；
2.现金类资产已扣除受限货币资金。

分析师
张 宁　黄静雯
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财政拨付资金效率的影响大以及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，联合资信对公司评级展望为稳定。

“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^+，担保能力很强，有助于提升“11江阴开投债”到期偿还的安全性。

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。

优势

1. 江阴地区经济保持稳定增长，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。
3. “11江阴开投债”由江阴城投提供全额无

条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了其到期偿还的安全性。

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，公司存在短期支付压力。
3. 公司担保比率很高，存在或有负债风险。
4. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担趋重。

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”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 2016 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 2016 年 3 月底，公司下属 8 家子公司，全部为公司全资子公司（见附件 1-3）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 253.23 亿元，所有者权益合计为 87.48 亿元。2015 年，公司合并口径实现营业收入 9.25 亿元，利润总额 2.67 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 329.67 亿元，所有者权益合计为 88.33 亿元。2016 年 1-3 月，公司合并口径实现营业收入 1.57 亿元，利润总额 0.85 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、

7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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调整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《2015年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2015年全年江阴市实现地区生产总值2880.9亿元，按可比价格计算，比上年同期增长7.4%。按常住人口计算人均生产总值达到17.6万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。2015年以来，江阴市产业结构持续优化。全市实现第二产业增加值1584.4亿元，增长7.0%；第三产业增加值1250.2亿元，增长8.0%。三次产业比例调整为1.6:55.0:43.4，三产增加值占GDP比重比上年提高0.6个百分点。

2015年江阴市建筑业有所萎缩。全年全社会建筑业完成营业收入109.2亿元，下降11.1%；全年共获鲁班奖1个，无锡市“太湖杯”优质工程奖11个，无锡市建筑装饰优质工程3个，2家企业获得无锡市优秀装饰企业称号。

2015年江阴市投资呈现平稳增长。全年固定资产投资完成1128.6亿元，增长7.9%。分产业投向看：第一产业投资6.7亿元，下降37.8%，第二产业投资514.6亿元，增长7.5%，第三产业投资607.3亿元，增长9.1%。分注册类型看：国有经济投资210.2亿元，增长68.6%，三资经济投资119.2亿元，增长4.2%，其他经济投资799.2亿元，下降1.0%。全年固定资产投资建成投产项目683个，项目建成投产率为89.0%；新增固定资产595.2亿元，固定资产交付使用率为83.2%。

2015年江阴市房地产市场有所回暖。全年完成房地产开发投资260.4亿元，下降20.8%；商品房施工面积1727.3万平方米，增长3.2%，房屋新开工面积310.6万平方米，增长42.9%；房屋建筑竣工面积346.0万平方米，增长105.6%。商品房销售面积211.5万平方米，增长11.1%，其中商品房现房销售面积68.7万平方米，增长18.0%，住宅52.5万平方米，增长5.8%；商品房期房销售面积142.8万平方米，增长8.0%，住宅125.0万平方米，增长8.9%。商品房销售成交总额149.2亿元，下降18.2%；其中住宅销售额119.6亿元，下降18.1%。

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。

2015年，江阴高新区完成GDP461亿元，可比价增长10.6%；公共财政预算收入30.9亿元，同比增长12%；到账外资2.6亿美元；全社会固定资产投入185亿元，同比增长18%，其中工业投入103亿元，同比增长20%，服务业投入82亿元，同比增长16%。

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。

2015 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 2015 年高新区土地出让规模受市场行情影响大幅下降使得土地出让金大幅降低，故高新区地方可控财力同比有所下降。2015 年，江阴高新区可控财力 36.40 亿元，其中一般预算收入 30.91 亿元，土地出让金 3.84 亿元，较上年大幅下降 82.39%；上级补助收入 0.98 亿元。

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 2015 年底，高新区地方政府债务 11.42 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3.42亿元和政府担保的融资平台借款16亿元。截至2015年底，江阴高新区地方政府债务率35.36%，债务负担较轻。

表 1　2013~2015 年江阴市高新区财政收入情况

（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
财政总收入	526290	561822	638258
一般预算收入	246201	268695	309089
其中：税收收入	236766	257947	286831
非税收收入	9402	10748	22258
土地出让金	73082	218065	38403
上级补助收入	7035	7303	9801
预算外财政专户资金	2662	2306	6696
地方可控财力	**328525**	**496369**	**363989**

数据来源：江阴高新区财政局

表 2　2015 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 2015 年底）	金额	地方财力（2015 年）	金额
（一）直接债务余额	34200	（一）一般预算收入	309089
1、外国政府贷款		其中：税收收入	286831
2、国际金融组织贷款		非税收收入	22258
（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	7176.22
5、国内金融机构借款	34200	1、 国有土地出让权使用金	7137.83
（1）政府直接借款		2、国有土地收益基金	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	34200	3、农业土地开发资金	38.39
6、债券融资		4、新增建设用地有偿使用费	
7、粮食企业亏损挂账		（四）预算外财政专户收入	6696
8、其他			
（二）担保债务余额	160000		
1、政府担保的融资平台借款	160000		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	114200	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	322961.22
地方政府债务率=（地方政府债务余额/地方综合财力）×100%			**35.36%**

数据来源：江阴高新区财政局

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 2016 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 2016 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。

跟踪期内，公司高管人员无重大变动。

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。2013~2015年，公司收到江阴高新区财政局支付的政府补助分别为0.63亿元、1.65亿元和1.63亿元，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。2015年和2016年一季度，公司确认的管理服务费分别为2.57亿元和1.57亿元。

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。2013~2015年每年回购款均已到位，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，2015年公司主营业务收入为8.23亿元，2015年主营业务收入较2014年大幅降低，主要是受土地市场出让行情影响，土地一级开发收入下降所致。公司整体毛利率35.60%，系占比较高土地一级开发业务收入毛利率降低所致。2015年公司土地一级开发毛利率为6.85%，主要是受土地一级开发收入下降影响；2016年一季度，公司主营业务收入1.57亿元，全部为管理服务费收入，毛利率为100%。

表 4　2013~2015 年和 2016 年 1~3 月公司主营业务板块收入构成（单位：亿元，%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	41.58	100.00	2.92	16.43	100.00	2.57	30.86	100.00	1.57	100.00	100.00
土地一级开发	2.95	58.42	61.43	14.85	83.57	47.95	5.69	69.14	6.85	--	--	--
合计	**5.05**	**100.00**	**77.45**	**17.77**	**100.00**	**56.50**	**8.23**	**100.00**	**35.60**	**1.57**	**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。2015年和2016年一季度，公司确认的管理服务费收入分别为2.57亿元和1.57亿元，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”。2015年，公司已完工结算的项目规模为36.29亿元，江阴高新区财政局支付相关成本返还款22.43亿元（包含“11江阴开投债”募投项目回购款2.40亿元），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13.86亿元计入“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）、消防大队楼、滨江派出所、西苑幼儿园、开发区养老中心等，截至2015年底已完成投资8.64亿元。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。2015年，公司土地一级开发收入为5.69亿元；2016年一季度未实现土地一级开发收入。受土地一级开发收入下降影响，2015年公司毛利率为6.85%。

2013～2015年，公司开发的土地面积合计235万平方米；未来高新区可开发面积为300万平方米。2016年，预计江阴高新区出让土地596亩（包括经营性土地116亩、工业用地480亩），可实现土地出让收入合计1.80亿元，受土地市场行情影响，未来产生的土地出让收入同比大幅下降，对公司未来土地一级开发收入将产生一定影响。

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不少于总房款的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，预计公司未来以总价48.72亿元从第三方房地产公司购买，截至目前已全部完工并交房，截至2016年3月底公司账面体现部分预付款项45.00亿元；剩余款项将于决算审计后支付。

总体看，跟踪期内，公司安置房建设项目已完工，未来土地开发规模也较去年大幅下降，未来资本支出以基建为主。根据代建协议，政府承若采取代建模式建设安置房在竣工结算后，高新区政府给予14%的管理费收入，将对未来收入规模形成一定支撑。

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、延陵路项目还未结算，故仍反映在“在建工程”科目。截至目前，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。2015年2.40亿元回购款均已到位，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2013~2015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2016年一季度财务数据未经审计。

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。2015年，公司新增江阴龙泉置业有限公司1家子公司。公司2013~2015年，公司合并范围变动小，财务数据可比性强。

截至2015年底，公司合并资产总额为253.23亿元，所有者权益合计为87.48亿元。2015年，公司合并口径实现营业收入9.25亿元，利润总额2.67亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为329.67亿元，所有者权益合计为88.33亿元。2016年1-3月，公司合并口径实现营业收入1.57亿元，利润总额0.85亿元。

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。2015 年，公司实现营业收入 9.25 亿元，同比降低 83.04%，主要是受土地出让市场情况影响土地出让收入下降影响。公司营业成本主要为土地一级开发成本，2015 年公司营业成本为 5.51 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，2015 年公司期间费用由管理费用和财务费用构成，同比增长 18.90%，2015 年为 2.44 亿元。2015 年，公司管理费用为 0.96 亿元，同比增长 66.83%。主要是因为固定资产折旧增加所致。2015 年，公司财务费用为 1.48 亿元，同比小幅增长 0.16%。2015 年期间费用占营业收入的比重为 26.33%，公司对期间费用的控制能力有待加强。

2015 年，公司营业利润 1.05 亿元，同比增长 223.02%；主要是因为 2015 年投资性房地产评估价值增值部分大于出让土地使用权核减的增值部分，“公允价值变动收益”由负转正。2015 年营业外收入 1.63 亿元，全部为政府补贴。2015 年，公司利润总额为 2.67 亿元。公司利润总额对政府补贴的依赖性大。

从盈利指标看，2015 年，公司营业利润率为 34.89%，同比下降 16.23 个百分点，主要是因为土地开发板块毛利率下降所致。2015 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 1.85%和 3.04%。公司整体盈利能力较弱。

2016 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.57 亿元，占 2015 年全年的 16.97%，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 99.71%。

整体看，2015 年公司主营业务收入大幅降低，但受公允价值变动损益影响，利润总额有所增长。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，2015 年，公司经营活动现金流量净额持续为负。2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 9.01 亿元，同比降低 51.63%，主要是因为土地出让收入较上年减少所致。公司收到其他与经营活动有关的现金，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，2015 年为 34.00 亿元同比增长 155.97%，主要是因为系收到的代建项目建设支出款由 2014 年 9.32 亿元大幅上升至 22.43 亿元所致。2015 年公司经营活动现金流入为 43.01 亿元。2015 年公司经营活动现金流出为 66.30 亿元，主要为支付其他与经营活动有关的现金。同期，公司支付其他与经营活动有关的现金为 64.75 亿元，同比增长 55.79%，主要是因为支付的代建项目建设支出款大幅增长所致，2015 年支付的代建项目建设支出款 58.86 亿元；公司购买商品、接受劳务支付的现金规模较小主要为土地开发支付款项； 2015 年公司经营活动现金净流量为-23.30 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，2015 年为 97.33%。

投资活动现金流方面，2015 年公司投资活动现金流入规模很小，2015 年公司收回投资收到的现金 0.51 亿元，主要为主要为收回对江阴百桥国际生物科技孵化园有限公司及江阴滨江热电有限公司股权所致，同期投资活动现金流入 0.56 亿元；投资活动产生的现金流出主要为收购房屋土地款，2015 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 0.73 亿元。2015 年，公司投资活动现金流净额分别为-0.16 亿元。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为-23.46 亿元，公司筹资压力较大。筹资活动现金流方面，2015 年，公司筹资活动现金流入量为 77.70 亿元，同比增长 31.62%，主要通过借

款和发行债券筹资；其中，2015 年公司发行“15 江阴高新 PPN001”本金 10 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息,2015 年公司筹资活动现金流出为 42.27 亿元。2015 年公司筹资活动现金流量净额为 35.43 亿元。

2016 年 1-3 月，公司销售商品提供劳务收到的现金为 1.58 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 7.63 亿元，主要为收到以前支出的代建项目建设款和往来款；经营活动现金流出主要由支付其他与经营活动现金构成，支付其他与经营活动有关的现金 40.40 亿元，占 2015 年的 62.39%，支出较大，主要是因为公司代建项目的支出主要集中在一季度所致，经营活动现金流量净额为-31.24 亿元。2015 年 1-3 月，公司投资活动流量净额为-0.65 亿元，由于 2016 年 1~3 月份公司取得大量银行借款以及发行成功 16 江阴高新 MTN001 以及 16 江阴高新 CP001 共 10.00 亿元，导致同期筹资活动产生的现金流量净额规模较大为 49.65 亿元。

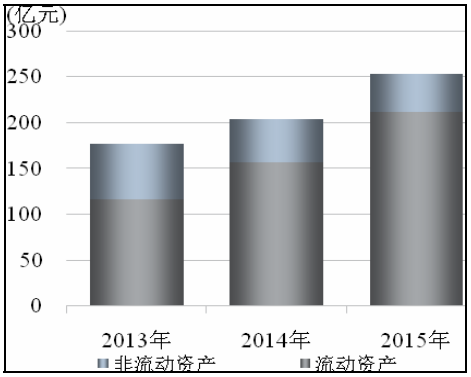
整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流的稳定性受财政拨付效率和代建项目建设支出款影响较大，易产生波动；筹资规模逐年扩张，公司对外融资需求较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 253.23 亿元，同比增长 24.41%，主要是受政府划拨土地以及基础设施建设不断投入的影响。其中流动资产占比 87.24%，非流动资产占比 12.76%。

图 1 2013~2015 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

截至 2015 年底，公司流动资产 211.87 亿元，同比增长 35.57%，主要是货币资金、应收账款、预付款项和存货的增长。其中货币资金占 25.19%、应收账款占 44.86%、预付款项占 23.51%。

截至 2015 年底，公司货币资金 53.37 亿元，同比增长 69.69%。其中，现金及银行存款占 55.55%、其他货币资金占 55.73%；公司其他货币资金为 23.63 亿元，公司货币资金受限比例高。

截至 2015 年底，公司应收账款为 95.05 亿元同比增长 8.32%，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 24.93%；1～2 年占 37.37%，2～3 年占 22.80%，3 年以上的占 14.90%。公司计提坏账准备 0.48 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。

截至 2015 年底，公司预付款项为 49.81 亿元，同比增长 117.51%，主要是预付安置房、道路、绿化等工程款项不断增加所致。从账龄结构看，1 年以内的预付款项占 65.30%，1~2 年的占 18.22%，2~3 年的占 10.32%，3 年以上的占 6.16%。整体看，公司预付账款账龄较短。

截至 2015 年底公司其他应收款为 0.30 亿元，同比降低 96.34%，主要是因为公司与高新区内各基础设施建设实体及高新区管委会的资金拆借款同比有所下降所致，其中 64.70%的其他应收款是按账龄分析法计提坏账准备，35.30%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 24.48%，1~2 年占 18.64%，2~3 年以占 30.57%,3 年以上占 26.31%，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。

截至 2015 年底，公司存货为 13.06 亿元，同比增加 135.31%，主要是因为新纳入子公司江阴龙泉置业有限公司中的土地，全部放至存货-开发成本-待开发土地反应。公司存货构成中，由开发成本-土地一级开发 5.56 亿元，开发成本-待开发土地 7.50 亿元和原材料 18.14 万元构成。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 41.36 亿元，同比降低 12.51%，以投资性房地产（占 33.28%）、固定资产（占 38.60%）、在建工程（占 17.73%）和无形资产（占 9.84%）为主。

截至 2015 年底，公司投资性房地产为 13.76 亿元，同比降低 27.19%，系已出让部分土地所致。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 18.22 亿元，其中房屋建筑物占 97.42%；固定资产累计计提折旧 2.25 亿元，固定资产账面净值 15.97 亿元，成新率为 87.65%。

截至 2015 年底，公司在建工程为 7.33 亿元，同比降低 9.34%，主要系部分在建转入固定资产所致。

截至 2015 年底，公司无形资产为 4.07 亿元，同比变换不大，全部为土地使用权。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 329.67 亿元，较 2015 年底增长 30.19%，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。截至 2016 年 3 月底，公司应收账款 114.27 亿元，较上年增长 20.22%，主要系公司应收高新区财政局的项目返还款逐年增长所致。从资产构成看，流动资产占比 87.24%，较 2015 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

截至 2015 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 4.56%。截至 2015 年底，公司所有者权益 87.48 亿元，同比增长 3.55%，其中实收资本占 30.86%，资本公积占 39.93%，未分配利润占 27.49%，盈余公积占 1.71%。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 88.33 亿元，较 2015 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，但稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 165.75 亿元，同比增长 39.21%，主要系短期借款、应付票据、长期借款及应付债券增加所致。其中流动负债占 51.94%、非流动负债占 48.06%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 86.09 亿元，短期借款、应付票据和其他应付款的增长，其中短期借款（占比 32.27%）、应付票据（占比 22.10%）、其他应付款（占比 10.47%）和一年内到期的非流动负债（占比 16.96%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款 32.27 亿元，其中担保借款占 85.78%，抵押借款占 6.20%。

截至 2015 底，公司应付票据 22.10 亿元，同比增长 50.03%，均为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应付账款 2.96 亿元同比降低 41.94%，主要是因为随着工程的完工支付支付与供应商的欠款所致，其中一年以上的款项金额为 1.97 亿元，系尚未与供应商结算的款项。

截至 2015 年底，公司其他应付账款 10.47 亿元，同比增加 38.86%，主要系与江阴城市建

设投资有限公司资金往来款增加所致。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.96 亿元，同比增加 1.90%，主要由保证担保借款（占比 77.77%）构成。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 79.66 亿元，由长期借款 52.79 亿元和应付债券 26.87 亿元（2011 年发行“11 江阴开投债”本金 8 亿元、2013 年发行“13 江阴高新债”本金 8 亿元和 15 江阴高新 PPN001 本金为 10.00 亿元）构成。

截至 2016 年 3 月底，公司负债规模合计 241.35 亿元，较 2015 年底增长 45.61%，主要系应付票据和长期借款的增长所致。截至 2016 年 3 月底，公司应付票据 57.60 亿元，较 2015 年底大幅增加 35.50 亿元；截至 2016 年 3 月底，公司其他应付款 8.47 亿元，较 2015 年底下降 19.15%，主要系往来款所致。从负债结构看，截至 2016 年 3 月底，公司流动负债占全部债务的 47.29%，流动负债占比较上年底有所下降。

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。截至 2015 年底，公司全部债务 150.99 亿元，其中短期债务占比 47.24%、长期债务占比 52.76%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 229.04 亿元，其中短期债务占比 44.46%、长期债务占比 55.54%，较 2015 年底增长 51.69%，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，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、长期债务化比率和全部债务资本化比率持续增长，截至 2015 年底，上述指标分别为 65.45%、63.32%和 47.66%。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 73.21%、59.02%和 72.17%，目前公司的整体债务负担重。

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，目前总体债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动资产快速增长的影响，公司流动比率和速动比率有所上升，2015 年上述指标的分别为 246.10%和 230.93%，2016 年 3 月底分别进一步上升至 251.98%和 240.54%。2015 年，公司经营现金流净额为负数，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，2015 年公司 EBITDA 分别为 5.22 亿元；全部债务/EBITDA 为 28.94 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2016年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度为115.06亿元，已使用85.06亿元，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

截至2015年底，公司对外担保合计110.59亿元，担保比率为126.42%，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2016年3月底，江阴城投资产规模650.35亿元，所有者权益189.09亿元；2015年一季度，江阴城投实现营业收入1.40元，利润总额0.11亿元。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。总体看，公司对外担保金额大，存在或有负债风险。

表 6　截至 2015 年底公司对外担保（单位：万元）

被担保方名称	担保金额
江阴城市建设投资有限公司	561509.14
江阴临港新城开发建设有限公司	93000.00
江阴暨南建设开发有限公司	54400.00
江阴新港投资管理有限公司	60000.00
江阴临港新天地开发建设有限公司	51800.00
江阴港城投资发展有限公司	50000.00
华欧德变速器有限公司	50000.00
江阴市海港国际物流有限公司	30000.00
江阴港发投资有限公司	22000.00
江阴市保税物流中心有限公司	17000.00
江阴市卧龙文化产业发展有限公司	10000.00
江阴市澄西生态农业发展有限公司	10000.00
江阴市春申现代农业发展有限公司	10000.00
江阴市秦望山生态资源发展有限公司	7000.00
江苏江阴软件和文化创意产业发展有限公司	5500.00
江阴金山建筑安装工程有限公司	5000.00
江阴临港新城低碳产业投资发展有限公司	4900.00
江苏华东煤炭交易市场有限公司	3800.00
江阴市水韵城建建设有限公司	1000.00
瀚华担保有限公司无锡分公司	1000.00
江阴临港开发建设有限公司	30000.00
江阴暨南建设开发有限公司	28000.00
合　计	**1105909.14**

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 2016 年 6 月 13 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(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。经联合资信评定，江阴城投主体长期信用等级为AA^{+}，担保能力很强，江阴城投担保有助于提升“11江阴开投债”到期本息偿付安全性。

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。公司于 2016 年 2 月兑付“13 江阴高新债”20%本金，即 1.6 亿元，剩余待偿还本金 6.4 亿元。两期待偿还本金合计为 14.40 亿元，2015 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对两期债券待偿还本金的覆盖倍数分别为 0.36 倍、1.26 倍和-1.62 倍。公司 EBITDA、经营活动现金流入量对两期债券剩余待偿还本金覆盖程度一般。

“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。2015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0.93倍、7.68倍和-4.16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。

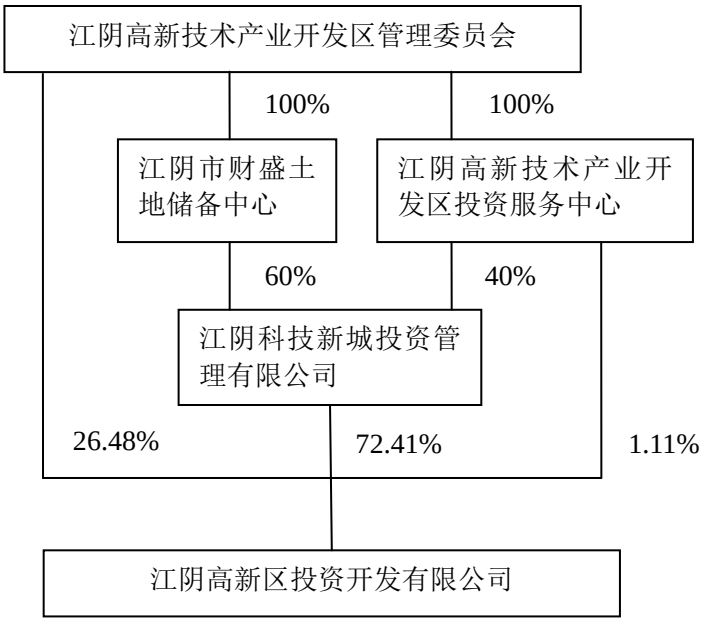
此外，江阴高新区政府对公司的大力支持，

有助于提高存续期债券到期偿付的安全性。

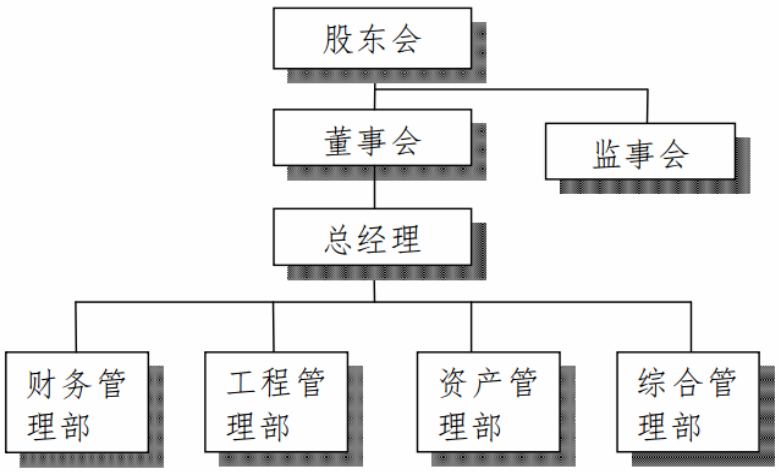
十二、结论

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^{+}。

附件 1-1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2016 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2015 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
江阴市东江港务有限公司	15000	有限公司（法人独资）	100%	仓储服务
江阴龙泉置业有限公司	3000	有限责任公司（法人独资）	100%	房地产开发

附件2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.83	17.86	29.95	42.01
资产总额(亿元)	176.94	203.55	253.23	329.67
所有者权益(亿元)	80.02	84.49	87.48	88.33
短期债务(亿元)	43.53	50.84	71.34	101.83
长期债务(亿元)	41.14	52.13	79.66	127.21
全部债务(亿元)	84.67	102.97	150.99	229.04
营业收入(亿元)	5.21	17.96	9.25	1.57
利润总额(亿元)	1.93	1.97	2.67	0.85
EBITDA(亿元)	3.09	4.15	5.22	--
经营性净现金流(亿元)	-15.68	-10.38	-23.30	-31.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.09	0.23	0.10	--
存货周转次数(次)	0.26	1.41	0.59	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.09	0.04	--
现金收入比(%)	254.94	104.79	97.33	100.50
营业利润率(%)	70.74	51.12	34.89	99.71
总资本收益率(%)	1.60	1.96	1.85	--
净资产收益率(%)	2.41	2.33	3.04	--
长期债务资本化比率(%)	33.96	38.16	47.66	59.02
全部债务资本化比率(%)	51.41	54.93	63.32	72.17
资产负债率(%)	54.78	58.49	65.45	73.21
流动比率(%)	208.65	233.47	246.10	251.98
速动比率(%)	198.77	225.18	230.93	240.54
经营现金流动负债比(%)	-28.12	-15.50	-27.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.38	24.83	28.94	--

注：1.2016 年 1 季度财务数据未经审计；2.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（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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券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

信用等级设置及其含义同中长期债券主体长期信用等级。