跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1107 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”的信用等级为AA^{+}，维持“13江阴高新债”和“16江阴高新MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	担保方评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
11 江阴开投债	4.00 亿元	2011/4/25	7 年	AA+	AA+	AA+
13 江阴高新债	4.80 亿元	2013/2/27	7 年	--	AA	AA
16 江阴高新 MTN001	5.00 亿元	2016/3/25	5+2 年	--	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.84	53.58	85.82	75.11
资产总额(亿元)	203.55	253.23	330.48	326.49
所有者权益(亿元)	84.49	87.48	88.94	87.42
短期债务(亿元)	50.84	71.34	90.53	91.84
长期债务(亿元)	52.13	79.66	138.45	134.61
全部债务(亿元)	102.97	150.99	228.98	226.45
营业收入(亿元)	17.96	9.25	5.77	0.58
利润总额(亿元)	1.97	2.67	1.55	-1.53
EBITDA(亿元)	4.15	5.22	7.09	--
经营性净现金流(亿元)	-10.38	-23.30	-32.54	-6.12
营业利润率(%)	51.12	34.89	52.17	98.14
净资产收益率(%)	2.33	3.04	1.74	--
资产负债率(%)	58.49	65.45	73.09	73.23
全部债务资本化比率(%)	54.93	63.32	72.02	72.15
流动比率(%)	233.47	246.10	280.76	265.58
经营现金流动负债比(%)	-15.50	-27.06	-31.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.83	28.94	32.30	--

注：2017 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

黄海伦　宋金玲

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

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，具有区域专营性。跟踪期内，公司在经营环境以及江阴高新区管委会支持等方面保持优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司应收账款规模大，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不利影响。

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、政府补助以及划拨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。

综合评估，联合资信确定维持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”的信用等级为AA+，维持“13江阴高新债”和“16江阴高新MTN001”的信用等级为AA。

优势

1. 江阴高新区财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 跟踪期内，公司在政府补贴以及项目回购

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. 跟踪期内，公司有息债务规模增长较快，债务负担重。
4. 2016 年公司担保比率很高，存在或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江阴高新区投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江阴高新区投资开发有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于江阴高新区投资开发有限公司（以下简称“公司”或“江阴高新”）主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东仍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”），实际控制人仍为高新区管委会。截至2017年3月底，公司注册资本和实收资本均为27.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。公司本部设有财务管理部、工程管理部、资产管理部、综合管理部四个职能部门。截至2017年3月底，公司下属8家一级子公司。

截至2016年底，公司合并资产总额330.48亿元，所有者权益合计88.94亿元。2016年，公司合并口径实现营业收入5.77亿元，利润总额1.55亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额326.49亿元，所有者权益合计87.42亿元。2017年1-3月，公司合并口径实现营业收入0.58亿元，利润总额-1.53亿元。

公司注册地址：江阴市长江路201号；法定代表人：张运东。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2017年5月底，联合资信所评公司存续待偿还债券本金合计13.80亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，并于2017年4月25日偿还“11江阴开投债”分期本金4.00亿元，2017年2月27日偿还“13江阴高新债”分期本金合计1.60亿元。公司既往还本付息情况良好。

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。截至2017年3月底，募投项目均已完工，募集资金已全部使用完毕。

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。截至2017年3月底，募投项目均已完工，募集资金已全部使用完毕。

公司于2016年发行5亿元“16江阴高新MTN001”，募集资金全部用于偿还金融机构借款，截至2017年3月底募集资金已全部使用完毕。

表1　截至2017年5月底联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
11江阴开投债	8.00	2011/4/25	7年	4.00	按年付息，在债券存续期的第6、7个计息年度分别按照债券发行总额50%、50%的比例偿还债券本金。
13江阴高新债	8.00	2013/2/27	7年	4.80	7年期固定利率，按年付息，即自第3~7年每年偿还债券本金的20%。
16江阴高新MTN001	5.00	2016/3/25	5+2年	5.00	按年计息，到期一次还本。在第5年末，公司有调整票面利率选择权和投资者有回售选择权。
合计	**21.00**			**13.80**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持

稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通

知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济及地方财力情况

江阴市经济概况

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。

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《2016年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2016年全年江阴市实现地区生产总值3083.3亿元，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18.8万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。2016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1681.0亿元，增长7.1%；第三产业增加值1357.9亿元，增长8.3%。三次产业比例调整为1.5:54.5:44.0，第三产业增加值占GDP比重比上年提高0.6个百分点。

2016年江阴市建筑业略有下降。全年实现建筑业总产值98.8亿元，下降9.5%；其中建筑工程产值87.4亿元，安装工程产值9.4亿元，其他产值2.0亿元。

2016年江阴市投资呈现平稳增长。全年固定资产投资完成1133.0亿元，增长0.4%。第一产业投资5.6亿元，下降16.9%，第二产业投资495.4亿元，下降3.7%，第三产业投资632.1亿元，增长4.1%。分投资主体看：国有企业投资247.7亿元，增长23.6%；民营企业投资735.5亿元，下降9.9%；外商及港澳台投资149.8亿元，增长33.9%。

2016年江阴市完成房地产开发投资281.1亿元，增长8.0%；商品房施工面积1532.6万平方米，下降11.3%，房屋新开工面积276.9万平方米，下降10.8%；房屋建筑竣工面积261.0万平方米，下降24.6%。商品房销售面积233.1万平方米，增长10.2%，其中商品房现房销售面积80.6万平方米，增长17.4%，住宅69.1万平方米，增长31.6%；商品房期房销售面积152.4万平方米，增长6.7%，住宅145.7万平方米，增长16.6%。商品房销售成交总额169.3亿元，增长13.5%；其中住宅销售额151.3亿元，增长26.5%。

2016年江阴市财政收支总体稳定，全年实现一般公共预算收入229.9亿元，增长5.0%，其中税收收入191.2亿元，增长6.0%；政府性基金收入17.0亿元，增长0.1%，其中土地出让金13.2亿元，增长25.0%；上划中央四税收入176.7亿元，下降3.5%。实现一般公共预算支出226.3亿元，增长10.2%，其中政府性基金预算支出27.8亿元，增长53.2%；国有资本经营预算支出1.3亿元。总体看，江阴市财政收入有所增长，整体财政实力较强。

江阴高新区经济概况

江阴高新区是1993年11月经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。

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。

表 2　2015~2016 年江阴市高新区地方综合财力情况

（单位：万元）

科目	2015 年	2016 年	同比增长
一般预算收入	309089	340526	10.17%
其中：税收收入	286831	322353	12.38%
非税收收入	22258	18173	-18.35%
国有土地使用权出让收入	7176	10211	42.29%
上级补助收入	--	--	--
预算外财政专户资金	6696	7765	15.96%
地方综合财力	**322961**	**358502**	**11.00%**

数据来源：江阴高新区财政局

2016 年，江阴高新区地方综合财力 35.85 亿元，同比增长 11.00%，其中一般预算收入 34.05 亿元，同比增长 10.17%，税收收入占 94.66%；土地出让金 1.02 亿元，同比增长 42.29%。

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2016年底，高新区地方政府债务9.64亿元，其中直接债务2.44亿元和担保债务14.40亿元。截至2016年底，江阴高新区地方政府债务率26.89%，债务负担较轻。

表 3　2016 年底江阴高新区地方政府债务和财力情况表　　（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年）	金额
（一）直接债务余额	24400	（一）一般预算收入	340526
1、外国政府贷款		其中：税收收入	322353
2、国际金融组织贷款		非税收收入	18173
（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	10211
5、国内金融机构借款	24400	1、 国有土地出让权使用金	10211
（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	24400	3、农业土地开发资金	
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	7765
8、其他			
（二）担保债务余额	144000		
1、政府担保的融资平台债券融资	144000		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	96400	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	358502
地方政府债务率=（地方政府债务余额/地方综合财力）×100%			**26.89%**

数据来源：江阴高新区财政局

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，股东仍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，实际控制人仍为高新区管委会。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 27.00 亿元，实收资本 27.00 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变动。

截至 2017 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。

3. 政府支持

公司是江阴高新区内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

2016年，公司收到江阴高新区财政局支付的政府补助为4.81亿元，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。2016年和2017年一季度，公司确认的管理服务费分别为2.70亿元和0.58亿元。

公司于2011年发行8.00亿元“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。2016年回购款已到位，反映在现金流量表的“收到其他与经营活动有关现金”中。

表4 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	7000.00	7000.00	7000.00	7000.00	
支付时间	**2015年**	**2016年**	**2017年**	**2018年**	**合计**
支付金额	24000.00	30000.00	45000.00	94000.00	221000.00

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2017年3月底，上述项目已全部完工，但由于项目未进行决算审计，前期建设投入计入“应收账款”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。

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。

4. 企业信用记录

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2017年6月9日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理与管理体制无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入由管理服务费构成，2016年公司主营业务收入为2.70亿元，同比大幅下降，主要系“营改增”后土地一级开发业务记账方式变更为基础设施建设记账方式所致。其他业务收入为3.07亿元，主要系公司将“营改增”之前的土地一级开发业务收入放入其他业务收入中核算。公司整体毛利率56.81%，同比上升16.31个百分点；2017年一季度，公司主营业务收入0.58亿元，全部为管理服务费收入，毛利率为100%，营业成本为其他业务成本0.01亿元。

表5 2014~2016年和2017年一季度公司营业收入情况（单位：亿元，%）

业务板块	2014年			2015年			2016年			2017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	2.92	16.26	100.00	2.54	27.40	100.00	2.70	46.84	100.00	0.58	100.00	100
土地一级开发	14.85	82.70	47.95	5.69	61.49	6.82	--	--	--	--	--	--
主营业务小计	17.77	98.96	56.50	8.23	88.89	35.54	2.70	46.84	100.00	0.58	100.00	100
其他业务	0.19	1.04	75.57	1.02	11.11	80.18	3.07	53.16	18.74	--	--	--
合计	**17.96**	**100.00**	**56.70**	**9.25**	**100.00**	**40.50**	**5.77**	**100.00**	**56.81**	**0.58**	**100.00**	**98.25**

注：2017年1季度整体毛利率为95.28%系其他业务未发生收入但发生成本所致。

资料来源：公司提供

2. 经营分析

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。2016年和2017年一季度，公司确认的管理服务费收入分别为2.70亿元和0.58亿元，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”。2016年，公司已完工结算的项目规模为40.72亿元，江阴高新区财政局支付相关成本返还款11.46亿元（包含“11江阴开投债”募投项目回购款3.00亿元），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29.26亿元计入“应收账款”科目。

截至2017年3月底，公司主要建设的基础设施项目有消防大队楼、第二实验幼儿园双牌分园、西苑幼儿园、山观实验小学金童校区等，截至2017年3月底已完成投资1.70亿元，尚需投资0.20亿元。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。由于“营改增”影响，公司将2016年1~4月土地一级开发收入2.90亿元计入其他业务收入，2016年5月起，公司土地一级开发业务记账方式变更为基础设施建设记账方式。

2016年，公司开发的土地面积为31.50万平方米；未来高新区可开发面积为230万平方米。2017年，预计江阴高新区出让土地615亩（包括经营性土地150亩、工业用地465亩），可实现土地出让收入合计4.79亿元，受土地市场行情影响，未来产生的土地出让收入存在一定的不确定性。

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，截至2017年3月底前期建设投入13.84亿元计入“应收账款”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，截至目前已全部完工并交房，截至2017年3月底公司账面体现部分预付款项52.00亿元；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。

九、财务分析

公司提供了2016年度合并财务报告，该财务报告经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年第一季度财务数据未经审计。

截至2017年3月底，公司纳入合并范围的子公司合计8家，未发生变化。

截至2016年底，公司合并资产总额330.48亿元，所有者权益合计88.94亿元。2016年，公司合并口径实现营业收入5.77亿元，利润总额1.55亿元。

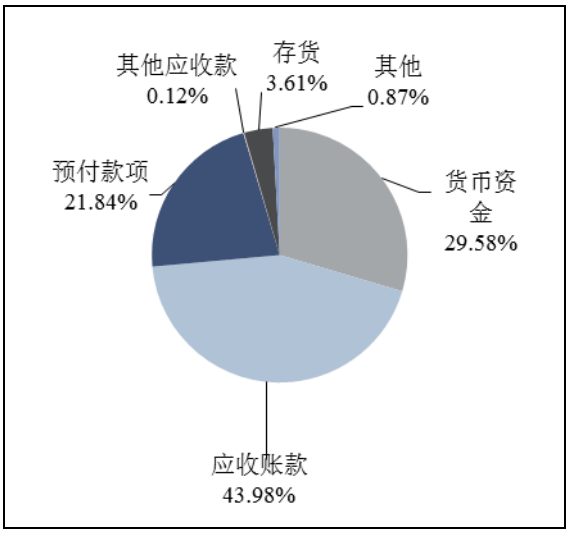
截至2017年3月底，公司合并资产总额326.49亿元，所有者权益合计87.42亿元。2017年1-3月，公司合并口径实现营业收入0.58亿元，利润总额-1.53亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额330.48亿元，同比增长30.51%，主要来源于货币资金、应收账款和预付款项的增加。公司资产以流动资产为主，其中流动资产占比87.58%，非流动资产占比12.42%。

截至2016年底，公司流动资产289.43亿元，同比增长36.60%，主要是货币资金、应收账款和预付款项的增加。流动资产主要由货币资金（占29.58%）、应收账款（占43.98%）和预付款项（占21.84%）构成。

图1　截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金85.61亿元，同比增长60.40%。其中，现金及银行存款占50.42%、其他货币资金占49.58%；公司其他货币资金为42.45亿元，全部为受限资金，公司货币资金受限比例高。

截至2016年底，公司应收账款为127.29亿元，同比增长33.92%，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代建款。从账龄看，公司应收账款余额中1年以内占35.46%；1～2年占18.62%，2～3年占27.90%，3年以上的占18.02%。公司计提坏账准备0.64亿元，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2016年底，公司预付款项为63.21亿元，同比增长26.89%，主要是预付安置房款项不断增加所致。从账龄结构看，1年以内的预付款项占34.64%，1~2年的占46.57%，2~3年的占9.08%，3年以上的占9.71%。整体看，公司预付账款账龄较短。

截至2016年底，公司存货为10.46亿元，同比下降19.90%，主要系存货-开发成本-土地一级开发科目结转成本所致。公司存货构成中，由开发成本-土地一级开发2.96亿元和开发成本-待开发土地7.50亿元构成。

截至2016年底，公司新增其他流动资产2.30亿元，全部为银行理财产品。

截至2016年底，公司非流动资产41.06亿元，同比下降0.73%，以投资性房地产（占32.31%）、固定资产（占35.33%）、在建工程（占19.45%）和无形资产（占12.20%）为主。

截至2016年底，公司投资性房地产为13.26亿元，同比下降3.63%，系土地使用权公允价值变动损失以及出让部分土地使用权所致。

截至2016年底，公司固定资产账面原值16.84亿元，其中房屋建筑物占98.97%；固定资产累计计提折旧2.34亿元，固定资产账面净值14.50亿元，成新率为86.11%。

截至2016年底，公司在建工程为7.99亿元，同比增长8.89%，主要系增加对科技大道（东快速干道）项目和山观实验小学金童校区项目投资增加所致。

截至2016年底，公司无形资产为5.01亿元，同比增长23.11%，主要系新增土地使用权所致。

截至2017年3月底，公司资产总额合计326.49亿元，较2016年底下降1.21%。截至2017年3月底，公司应收账款131.96亿元，较上年底增长3.67%，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；公司预付款项56.27亿元，较上年底下降10.97%，主要系部分确认收入结转应收账款以及预付恒天东广场19号楼1.97亿元购买款转入固定资产；公司固定资产28.46亿元，较上年底增长96.26%，主要系延陵路、创新大道、科技大道由在建工程转入固定资产所致；公司在建工程2.04亿元，较上年底下降74.41%，主要系项目完工转入固定资产所致。从资产构成看，流动资产占比84.97%，较上年底减少2.61个百分点，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。

2. 所有者权益及负债

截至2016年底，公司所有者权益88.94亿元，同比增长1.67%，其中实收资本占30.36%，资本公积占39.18%，未分配利润占28.47%，盈余公积占2.00%；其中公司资本公积34.84亿元，同比下降0.25%，主要系政府将公司部分固定资产无偿划拨给江阴市公安局滨江派出所与江阴市城东街道养老服务中心所致。截至2017年3月底，公司所有者权益87.42亿元，较2016年底略有下降，主要系未分配利润减少，所有

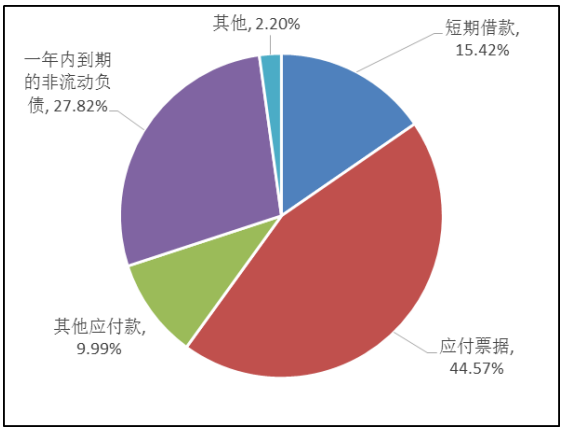
者权益结构变动小。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益略有增长，其中未分配利润较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2016 年底，公司负债总额为 241.54 亿元，同比增长 45.73%，主要系应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券增加所致。其中流动负债占 42.68%、非流动负债占 57.32%，负债结构变为以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 103.08 亿元，同比增长 19.74%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要包括短期借款（占比 15.42%）、应付票据（占比 44.57%）、其他应付款（占比 9.99%）和一年内到期的非流动负债（占比 27.82%）。

图2　截至2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司短期借款 15.90 亿元，同比下降 50.73%，全部为担保借款。

截至 2016 底，公司应付票据 45.95 亿元，同比增长 107.92%，均为银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司应付账款 1.05 亿元同比下降 64.56%，主要是因为随着工程的完工支付与供应商的欠款所致，其中一年以上的款项金额为 0.30 亿元，系尚未与供应商结算的款项。

截至 2016 年底，公司其他应付账款 10.30 亿元，同比下降 1.63%，主要系与江阴城市建设投资有限公司资金往来款减少所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 28.68 亿元，同比增长 69.06%，主要由保证担保借款（占比 56.46%）、抵押担保借款（占比 15.06%）和质押借款（占比 18.21%）构成。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 138.45 亿元，由长期借款和应付债券构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 102.93 亿元，同比增长 94.99%，主要包括保证担保借款（占比 68.81%）、质押担保借款（占比 12.92%）和质押借款（占比 11.98%）。

截至 2016 年底，公司应付债券 35.53 亿元，同比增长 32.21%，主要系 2016 年新发行 5.00 亿元“16 江阴高新 MTN001”和 5.00 亿元“16 江阴高新 CP001”，其中 5.00 亿元“16 江阴高新 CP001”已于 2017 年 3 月 24 日兑付。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 239.07 亿元，较上年底下降 1.02%，系一年内到期的非流动负债和应付债券减少所致。截至 2017 年 3 月底，公司应付票据 49.08 亿元，较上年底增长 6.81%；公司其他应付款 11.75 亿元，较上年底增长 14.07%，主要系保证金和往来款增加所致；公司一年内到期的非流动负债 26.86 亿元，较上年底下降 6.35%；公司长期借款 106.48 亿元，较上年底增长 3.46%；公司应付债券 28.13 亿元，较上年底下降 20.82%，主要系偿还 5.00 亿元“16 江阴高新 CP001”和偿还“13 江阴高新债”1.60 亿元本金所致。从负债结构看，截至 2017 年 3 月底，公司流动负债占 43.69%，流动负债占比较上年底增长 1.01 个百分点。

有息债务方面，受银行借款增长和发行债券影响，公司有息债务规模大幅增长。截至 2016 年底，公司全部债务 228.98 亿元，同比增长 51.65%，其中短期债务占比 39.53%、长期债务占比 60.47%，。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 226.45 亿元，其中短期债务占比 40.55%、长期债务占比 59.45%。

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、全

部债务化比率和长期债务资本化比率持续增长，截至 2016 年底，上述指标分别为 73.09%、72.02%和 60.89%。截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.23%、72.15%和 60.63%，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快速增长。公司负债结构以非流动负债为主，目前总体债务负担重。

.

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 5.77 亿元，同比下降 37.63%，主要是受“营改增”影响，4 月以后土地一级开发业务记账方式变更为基础设施建设记账方式所致。公司营业成本主要为其他业务成本，2016 年公司营业成本为 2.49 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，2016 年公司期间费用 5.54 亿元，同比增长 127.42%，由管理费用和财务费用构成。2016 年，公司管理费用 0.73 亿元，同比下降 23.71%；公司财务费用 4.81 亿元，同比增长 225.78%，主要系公司债务规模大幅增长以及利息支出费用化导致利息支出大幅增长 3.20 亿元所致。2016 年期间费用占营业收入的比重为 96.01%，主要系公司将江阴高新区返还的成本冲减应收账款，因此营业收入较小，同时期间费用增长较多所致。公司对期间费用的控制能力有待加强。

2016 年，公司营业利润-3.03 亿元，同比大幅下降 389.87%；主要是因为财务费用大幅增加以及 2016 年投资性房地产评估价值下降，“公允价值变动收益”由正转负。2016 年营业外收入 4.81 亿元，其中政府补助占 99.95%。2016 年，公司利润总额为 1.55 亿元。公司利润总额对政府补贴的依赖性大。

从盈利指标看，2016 年，公司营业利润率为 52.17%，同比增长 17.28 个百分点，主要是因为本期无土地一级开发业务收入及成本所致。2016 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 2.04%和 1.74%。公司整体盈利能力较弱。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.58 亿元，占 2016 年全年的 10.05%，主要为项目建设管理服务费，故 2017 年一季度公司营业利润率上升至 98.14%。

整体看，2016 年公司主营业务收入大幅降低，公司利润总额对政府补贴依赖性大。公司整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

经营活动现金流方面，2016 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，为-32.54 亿元。2016 年公司经营活动现金流入为 22.41 亿元，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金 2.36 亿元，同比下降 73.82%，主要是系 2016 年江阴高新区将部分项目返还款作为政府补贴返还公司计入“收到其他与经营活动有关的现金”科目中；公司收到其他与经营活动有关的现金 20.05 亿元，主要为政府补助 4.81 亿元、收到的代建项目建设支出款 11.46 亿元和收到其他单位的资金往来 3.55 亿元。2016 年公司经营活动现金流出为 54.95 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 54.38 亿元，主要包括支付其他单位资金往来 6.46 亿元和支付的代建业务支出款 47.82 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。2016 年，公司现金收入比为 40.86%，同比大幅下降 56.47 个百分点，公司收现质量差。

投资活动现金流方面，2016 年公司投资活动现金流入 39.46 亿元，主要为收回投资收到的现金 38.38 亿元，主要为收回理财产品款；投资活动产生的现金流出 42.37 亿元，其中投资支付的现金 40.66 亿元，主要为购买理财产品。2016 年，公司投资活动现金流净额分别为-2.92 亿元。

筹资活动现金流方面，2016 年，公司筹资活动现金流入量为 124.65 亿元，同比增长 60.43%，主要通过借款和发行债券筹资；其中，2016 年公司发行“16 江阴高新 MTN001”本金 5.00 亿元和“16 江阴高新 CP001”本金 5.00 亿元。2016 年，公司筹资活动现金流出 75.77 亿元，主要为偿还债务本息。2016 年公司筹资活动现金流量净额为 48.88 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 9.70 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 9.10 亿元，为管理服务费和以前年度的代建收入；经营活动现金流出 15.82 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 13.48 亿元，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-6.12 亿元。2017 年 1~3 月，公司投资活动流量净额为-0.75 亿元。2017 年 1~3 月份公司筹资活动现金流入为 11.26 亿元，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 18.67 亿元，全部为偿还债务本息；筹资活动现金流量净额为-7.41 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。

5. 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，2016 年上述指标分别为 280.76%和 270.62%，2017 年 3 月底上述指标有所下降，分别分 265.58%和 255.55%。2016 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，2016 年公司 EBITDA 为 7.09 亿元；全部债务/EBITDA 为 32.30 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较弱。

截至2017年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度为121.67亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

截至2016年底，公司对外担保合计139.03亿元，担保比率为156.31%，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2017年3月底，江阴城投资产规模668.52亿元，所有者权益205.74亿元；2017年一季度，江阴城投实现营业收入2.02元，利润总额0.94亿元。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，担保比率高，存在或有负债风险。

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、存续债券偿债能力分析

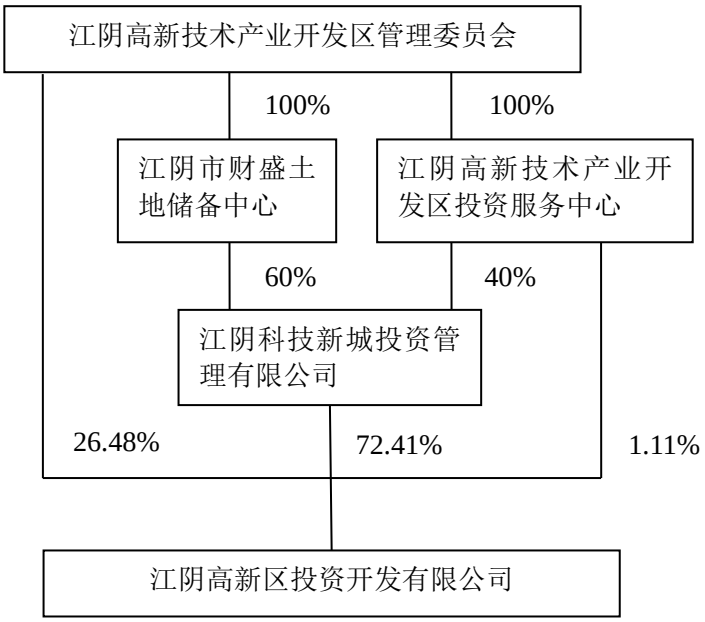
截至跟踪日，联合资信所评公司待偿还债券本金合计13.80亿元。2016年公司经营活动现金流入量为待偿还债券本金合计的1.62倍，公司经营活动现金流量净额为负，对待偿还债券本金合计没有覆盖能力。截至2016年底，公司EBITDA为待偿还债券本金合计的0.51倍。2018年公司待偿还债券本金合计5.60亿元，2016年公司经营活动现金流入量为2018年公司待偿还债券本金合计的4.00倍；截至2016年底，公司EBITDA为2018年公司待偿还债券本金合计的1.27倍。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金合计的保障能力尚可。

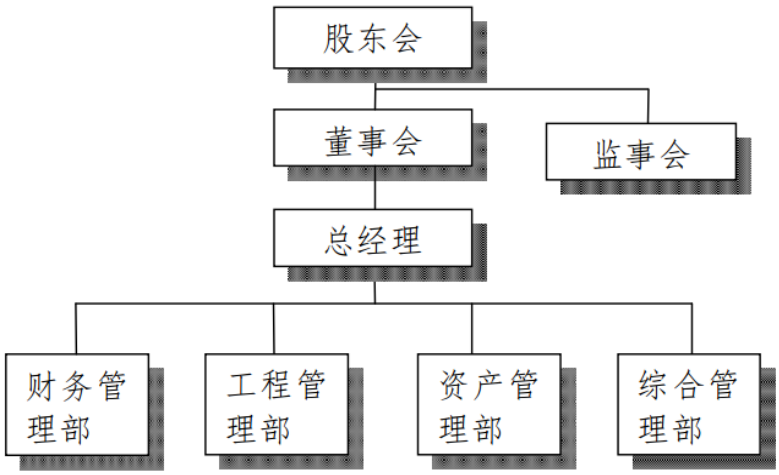
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“11江阴开投债”的信用等级为AA^{+}，维持“13江阴高新债”和“16江阴高新MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2016 年底公司合并范围一级子公司基本情况（单位：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

资料来源：公司审计报告

附件 1-4 截至 2016 年底公司对外担保明细 （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	393500.00
江阴临港新城开发建设有限公司	338000.00
江阴暨南建设开发有限公司	107400.00
江阴新港投资管理有限公司	44527.52
江阴临港新天地开发建设有限公司	35000.00
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	25000.00
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	10000.00
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
江阴芙蓉湖旅游开发有限公司	4000.00
江阴高青建设有限公司	4900.00
江阴市迎秀农业发展有限公司	4500.00
江阴临港公有资产经营有限公司	66445.87
江阴临港创业投资有限公司	78000.00
江阴临港惠民新农村建设有限公司	15000.00
江阴临港文化旅游发展有限公司	10000.00
江阴是澄利资产经营投资有限公司	3000.00
江阴市澄西资产经营管理有限公司	40000.00
江阴市黄金现代农业发展有限公司	6000.00
江阴市璜土城乡一体化建设发展有限公司	8000.00
江阴苏南港口发展有限公司	28000.00
合 计	**1390273.39**

附件2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.84	53.58	85.82	75.11
资产总额(亿元)	203.55	253.23	330.48	326.49
所有者权益(亿元)	84.49	87.48	88.94	87.42
短期债务(亿元)	50.84	71.34	90.53	91.84
长期债务(亿元)	52.13	79.66	138.45	134.61
全部债务(亿元)	102.97	150.99	228.98	226.45
营业收入(亿元)	17.96	9.25	5.77	0.58
利润总额(亿元)	1.97	2.67	1.55	-1.53
EBITDA(亿元)	4.15	5.22	7.09	--
经营性净现金流(亿元)	-10.38	-23.30	-32.54	-6.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.23	0.10	0.05	--
存货周转次数(次)	1.41	0.59	0.21	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.04	0.02	--
现金收入比(%)	104.79	97.33	40.86	1567.79
营业利润率(%)	51.12	34.89	52.17	98.14
总资本收益率(%)	1.96	1.85	2.04	--
净资产收益率(%)	2.33	3.04	1.74	--
长期债务资本化比率(%)	38.16	47.66	60.89	60.63
全部债务资本化比率(%)	54.93	63.32	72.02	72.15
资产负债率(%)	58.49	65.45	73.09	73.23
流动比率(%)	233.47	246.10	280.76	265.58
速动比率(%)	225.18	230.93	270.62	255.55
经营现金流动负债比(%)	-15.50	-27.06	-31.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.83	28.94	32.30	--

注：2017 年 1 季度财务数据未经审计。

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	
全部债务/EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。