

信用评级公告

联合〔2021〕161号

联合资信评估股份有限公司通过对江阴高新区投资开发有限公司及其拟发行的 2021 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定江阴高新区投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA，江阴高新区投资开发有限公司 2021 年度第二期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年二月二十二日



江阴高新区投资开发有限公司 2021 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项概况

本期中期票据发行规模: 1.65 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2021 年 2 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

江阴高新区投资开发有限公司(以下简称“公司”)是江阴高新技术产业开发区(以下简称“江阴高新区”)内唯一的基础设施建设主体,业务专营优势明显。联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了近年来公司外部发展环境良好,并持续在政府补助等方面获得有力的外部支持。同时,联合资信也关注到,公司受限货币资金规模大、应收类款项回款周期受财政资金拨付效率影响大、债务负担重、存在较大短期偿付压力以及担保比率很高等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响较小,公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度强。

未来,采用市场化运作模式的安置房业务预计对公司未来收入规模形成一定支撑,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”)将继续给予公司支持。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险很低,本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来,江阴高新区经济和财政实力稳定增长,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 业务专营优势明显。公司为江阴高新区内唯一的基础设施建设主体,业务专营优势明显。
3. 外部支持持续有力。近年来,公司在政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

关注

1. 资产质量一般。公司货币资金受限比例高;应收账款、其他应收款和预付款项占比较大,回款周期受高新区财政资金拨付效率影响大,资金占用较多,资产流动

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		4
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张雪婷 李思卓 初睿

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

性较弱，资产质量一般。

2. 债务负担重且存在较大的短期偿付压力，债务结构有待改善。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 222.20 亿元，其中短期债务 113.38 亿元，全部债务资本化比率达到 70.52%，债务负担重，债务结构有待改善。
3. 公司担保比率很高，存在或有负债风险。截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额合计 90.86 亿元，担保比率为 99.07%（以 2020 年 9 月底所有者权益为基准）。
4. 利润总额对财政补贴依赖性强。公司自身市场化运作程度不高，利润总额对财政补贴依赖性强，2017—2019 年，公司分别收到政府补助 5.25 亿元、4.15 亿元和 4.01 亿元，在“其他收益”反映。同期，公司利润总额分别为 1.58 亿元、1.65 亿元和 1.79 亿元。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	45.70	40.93	49.49	58.94
资产总额(亿元)	301.20	303.52	310.68	327.78
所有者权益(亿元)	90.44	92.08	93.87	92.90
短期债务(亿元)	69.11	87.92	100.37	113.38
长期债务(亿元)	129.65	112.70	105.18	108.82
全部债务(亿元)	198.77	200.62	205.55	222.20
营业收入(亿元)	9.53	2.07	9.41	0.74
利润总额(亿元)	1.58	1.65	1.79	-1.25
EBITDA(亿元)	6.14	6.42	7.02	--
经营性净现金流(亿元)	2.29	-4.83	10.14	-5.37
营业利润率(%)	17.90	90.76	25.16	97.57
净资产收益率(%)	1.65	1.79	1.91	--
资产负债率(%)	69.97	69.66	69.79	71.66
全部债务资本化比率(%)	68.73	68.54	68.65	70.52
流动比率(%)	310.46	257.89	241.03	226.93
经营现金流动负债比(%)	2.83	-4.89	9.08	--
现金短期债务比(倍)	0.66	0.47	0.49	0.52
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	0.61	0.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	32.37	31.26	29.30	--
公司本部(母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	277.42	282.34	273.12	286.82
所有者权益(亿元)	80.51	83.41	86.17	86.20
全部债务(亿元)	143.70	135.03	125.95	132.00
营业收入(亿元)	1.82	1.87	8.90	0.71
利润总额(亿元)	3.17	2.92	2.76	-0.25
资产负债率(%)	70.98	70.46	68.45	69.95
全部债务资本化比率(%)	64.09	61.81	59.38	60.49
流动比率(%)	238.60	202.64	211.80	208.79
经营现金流动负债比(%)	13.73	5.94	6.30	--

注: 公司 2020 年一季度财务数据未经审计; 已将其其他流动负债中有息部分计入短期债务核算

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2021/01/08	张雪婷、王中天	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
AA	稳定	2012/12/31	王紫临	城投债评级方法及风险点简介(2010 年)	阅读全文
AA*	稳定	2011/01/19	刘新宇、陈静	城投债评级方法及风险点简介(2010 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 2021 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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，于 2001 年成立，初始注册资本 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（江阴经济开发区管理委员会下属全资子公司）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（江阴经济开发区管理委员会下属一级全资事业单位）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”），公司名称变更为现名，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”）。

截至 2020 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 27.00 亿元；其中高新区管委会、高新区投资服务中心和科技新城公司分别持股 26.48%、1.11% 和 72.41%，实际控制人为高新区管委会。

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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年 9 月底，公司本部内设财务管理部、工程管理部、综合管理部和资产管理部 4 个职能部门。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司合计 6 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 310.68 亿元，所有者权益 93.87 亿元；2019 年，公司实现营业收入 9.41 亿元，利润总额 1.79 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 327.78 亿元，所有者权益 92.90 亿元；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.74 亿元，利润总额 -1.25 亿元。

公司住所：江阴市长江路 201 号。法定代表人：徐小丹。

二、本期中期票据概况

公司本次拟发行 2021 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 1.65 亿元，发行期限 3 年，募集资金全部用于偿还公司有息债务。本期中期票据采用固定利率，每年付息一次，本金于到期日一次性兑付。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。

由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复

苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017-2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。

2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。

2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1-8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。

2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1-9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1-9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1-3 月下降 36.7%、1-6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。

2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，

降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）

继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02

万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。

2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策

一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。

2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。

冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的

恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。

一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国

家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，

在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交

通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效；充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期

2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度,确保明年初即可使用见效,扩大专项债使用范围,明确重点领域和禁止领域,不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业,鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例,将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%;对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业,出台信息网络等新型基础设施投资支持政策,推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设,抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设,加快开展南水北调后续工程前期工作,适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑,要以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务,应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源:联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来,我国将以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前,中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度,2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设,并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在地方政府债务整肃和金融强监管

的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年,城投企业非标产品接续难度增加,“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

公司作为高新区管委会指定的基础设施建设主体,全面负责江阴高新区内的基础设施、安置房等重大项目投资建设和土地一级开发业务。江阴市及江阴市高新区的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

近年来,江阴市和江阴高新区经济稳定增长,为公司发展提供了良好的外部环境。尽管受到新冠肺炎疫情冲击,江阴市前三季度经济增速由负转正。

江阴市

江阴市位于江苏省南部,东接苏州张家港,南临无锡市区,西连常州,北望泰州靖江,现辖澄江街道等3个街道、10个镇、2个经济开发

区、1个国家级高新区，总面积986.97平方千米。

根据江阴市发布的统计公报，2017—2019年，江阴市经济持续发展，分别实现地区生产总值3488.3亿元、3806.18亿元和4001.12亿元。其中，2019年江阴市实现第一产业增加值36.08亿元，下降1.4%；第二产业增加值2042.02亿元，增长8.9%；第三产业增加值1923.02亿元，增长4.7%。三次产业比例调整为0.9:51.0:48.1。按常住人口计算，人均地区生产总值达24.21万元。2019年江阴市规模以上工业实现产值6069.31亿元，增长9.5%；其中轻工业实现产值2102.68亿元，增长3.6%；重工业实现产值3966.63亿元，增长12.9%。2019年江阴市固定资产投资802.89亿元，增长6.0%。分产业投向看，第一产业投资9.61亿元，增长93.0%，第二产业投资376.74亿元，增长5.5%，第三产业投资416.54亿元，增长5.4%。2019年，江阴市完成房地产开发投资271.53亿元，增长21.3%。房屋建筑施工面积1454.31万平方米，增长1.0%；房屋新开工面积296.17万平方米，下降16.0%；房屋建筑竣工面积248.81万平方米，增长13.5%。商品房销售面积308.83万平方米，下降6.5%。全年商品房销售额314.72亿元，增长9.1%，其中住宅销售额289.49亿元，增长16.5%。

尽管受到新冠肺炎疫情冲击，江阴市前三季度经济增速由负转正。2020年1—9月，江阴市实现地区生产总值2798.03亿元，按可比价格计算，增长2.0%。其中，第一产业增加值25.13亿元，增长1.0%；第二产业增加值1448.83亿元，增长2.8%；第三产业增加值1324.18亿元，增长1.0%。2020年1—9月，江阴市完成规模以上工业增加值810.83亿元，按可比价计算，增长4.4%。同期，江阴市完成固定资产投资总额654.88亿元，增长9.7%，较上年同期加快4.5个百分点。从房地产销售情况看，江阴市商品房销售面积259.88万平方米，增长18.5%，较上年同期加快20.8个百分点。

江阴高新区

江阴高新区是1993年11月经江苏省人民政

府批准设立的省级重点高新区。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。

根据公司提供资料，2017—2019年，江阴高新区经济保持增长，分别实现地区生产总值578亿元、627亿元和674亿元。2019年，江阴高新区服务业增加值227亿元、增长7.5%；规模以上工业产值1069亿元、增长15%；全社会固定资产投资154亿元、增长10.5%，其中工业投资90亿元、增长13.5%；进出口总额88.5亿美元，到位注册外资5.02亿美元。

五、基础素质分析

1. 股权概况

截至2020年9月底，公司注册资本和实收资本均为27.00亿元，其中高新区管委会、高新区投资服务中心和科技新城公司分别持股26.48%、1.11%和72.41%，公司实际控制人为高新区管委会。

2. 人员素质

公司高管曾在政府单位任职，有一定的管理经验，员工整体文化素质较高，能满足公司日常经营需求。

截至2020年9月底，公司高级管理人员包括董事长1人、总经理1人。

徐小丹女士，1987年生，大学本科学历；曾任江阴高新区经发局服务业办公室科员；江阴高新区财政局征管综合科科长、副科长；2018年3月起任公司董事长。

何红娟女士，1970年生；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2020年3月底，公司及全资控股子公司共有员工97人。从教育程度看，本科及以上学历人员占91.75%，大专及以下学历人员占8.25%；从年龄结构看，30岁及以下人员占28.87%，30~50岁员工占62.89%，50岁及以上人员占8.24%。

3. 企业规模

公司是江阴高新区内唯一的基础设施建设主体，业务专营优势明显。

公司是江阴高新区内唯一的基础设施建设主体，全面负责江阴高新区内的基础设施、安置房等重大项目投资建设和土地一级开发业务，业务专营优势明显。

4. 外部支持

近年来，江阴高新区财力稳定增长，财政自给能力很强。公司在政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

根据江阴高新区财政局提供的数据，2017—2019年，江阴高新区一般公共预算收入分别为35.90亿元、40.87亿元和41.90亿元；其中税收收入占比分别为94.93%、94.72%和95.39%，财政收入质量很高。同期，土地出让金分别为0.75亿元、16.38亿元和31.69亿元。2019年江阴高新区财政自给率为156.71%，财政自给能力很强。

近年来，公司在政府补助等方面持续获得有力的外部支持。2017—2019年和2020年1—9月，公司分别收到江阴高新区财政局支付的政府补助5.25亿元、4.15亿元、4.01亿元和69.77万元。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司被列入失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：3203020000692678），截至2021年2月19日，公司本部已结清信贷记录中有4笔

关注类贷款，根据江阴农村商业银行高新区支行提供的说明，由于其根据五级分类监管要求，将融资平台类贷款划分为关注类，因此公司产生4笔关注类贷款，上述款项还本付息均为正常。公司无未结清的不良信贷信息记录。

截至2021年2月20日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司制定了符合公司现阶段发展需求的法人治理结构，设立了股东会、董事会以及监事会，法人治理执行情况较好。

公司依据《公司法》及有关法律、法规的规定，制定了章程并设立了股东会、董事会和监事会。

股东会是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等。股东会由董事会召集，董事长主持。

公司董事会成员3人，其中2人由股东会选举产生，1人由职工大会选举产生；董事任期3年，任期届满，可连选连任；董事会设董事长1人，任期3年，由董事会选举产生，任期届满，可连选连任。董事会行使召集股东会，并向股东会议报告工作，执行股东会的决议等职权。

公司监事会成员3名，监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生；监事会中股东代表监事与职工代表监事比例为2:1。公司监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司设总经理1名，由董事会决定聘任或者解聘，总经理对董事会负责。总经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

截至2020年9月底，公司董事会、监事会和总经理人员到岗情况与章程一致。

2. 内部管理体制

公司内部管理制度相对简单，尚需完善。

财务审批方面，公司建设工程费用由工程管理部负责初审；动迁费用、土地征用费用由资产管理部负责初审；每月初由财务管理部负责编制月度支出计划表，经总经理审核后报高新区管委会分管领导复审，报高新区管委会主要领导批准。具体由总经理按照批准的月度支出计划执行。

印章管理方面，公司财务专用章、法人章由财务管理部负责保管使用。印章完成审批手续后方可用印，不符合规定和不经主管领导签发的文件、资料、合同等，印章管理人有权拒绝用印。

后勤管理方面，部门添置固定资产，由部门负责人提出申请，报总经理批准后，按政府采购程序统一购置。日常办公用品由各部门按需登记领用。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司营业收入波动较大，主要系2018年公司未实现土地一级开发业务收入所致；整体毛利率水平受各业务板块收入比重变化影响波动较大。

2017—2019年，公司营业收入分别为9.53亿元、2.07亿元和9.41亿元，波动较大，其中2018年公司未实现土地一级开发收入，营业收入规模大幅下滑。从收入构成看，营业收入主要来自土地一级开发业务和管理服务费，其他业务收入主要由房屋租赁收入构成。

2017—2019年，公司毛利率分别为20.87%、96.35%和26.83%，受土地一级开发业务和管理服务费在营业收入中的比重变化影响波动较大。其中，管理服务费毛利率为100.00%，土地一级开发毛利率很低。

2020年1—3月，公司实现营业收入0.74亿元，主要为管理服务费收入，相当于2019年全年的7.84%。

表3 公司2017—2019年及2020年1—3月营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020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	17923.58	18.80	100.00	16540.57	80.03	100.00	18996.26	20.19	100.00	6292.58	85.32	100.00
土地一级开发	76165.09	79.89	1.03	--	--	--	69535.55	73.91	2.74	--	--	--
主营业务小计	94088.67	98.69	19.88	16540.57	80.03	100.00	88531.81	94.10	23.61	6292.58	85.32	100.00
其他业务	1245.95	1.31	95.21	4126.57	19.97	81.70	5551.94	5.90	78.23	1082.78	14.68	98.47
合计	95334.63	100.00	20.87	20667.14	100.00	96.35	94083.74	100.00	26.83	7375.36	100.00	99.77

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）管理服务费业务

近年来，公司管理服务费收入波动增长，已审计决算待回款的项目成本挂账规模大，回款周期受高新区财政资金拨付效率影响大，存在一定不确定性。

公司的管理服务费来源于基础设施代建、土地整理和安置房建设三个板块的成本支出

（包括审计决算后每年费用化的利息支出），实施主体为公司本部。2017—2019年及2020年1—3月，公司确认管理服务费收入分别为1.79亿元、1.65亿元、1.90亿元和0.63亿元，主要来源为上述板块产生的利息支出；毛利率均为100.00%。上述板块已完成审计决算项目的前期成本投入反映在“应收账款”，截至2020年3月底，“应收账款”余额147.30亿元，挂账规模大，

回款周期受高新区财政资金拨付效率影响大；尚未审计决算的成本投入反映在“预付款项”，截至2020年3月底，公司“预付款项”余额58.13亿元，主要为市场化运营的安置房成本。

① 基础设施代建业务

公司基础设施代建业务在建项目未来剩余投资规模及拟建项目投资规模较小，业务持续性有待关注。

公司与江阴高新区财政局、江阴高新区管委会签订了委托代建协议书。根据协议约定，由公司负责江阴高新区内的安置房建设、基础设施建设和国有土地开发等业务的管理和融资。工程审计决算后，由江阴高新区财政局支付项目所发生的实际支出成本（包括审计决算后每年费用化的利息支出），并支付上述成本的14%作为管理服务费。其中，代建投资成本于五年内全部支付，如未按时结算的金额须向公

司每日支付回购工程款的万分之一作为逾期违约金；管理服务费基本于当年回款。

账务处理方面，前期投资成本计入“预付款项”科目，待审计决算后转入“应收账款”并将管理服务费计入“营业收入”，毛利率为100.00%。江阴高新区财政局支付代建投资成本和管理服务费时冲减“应收账款”。其中，管理服务费回款计入“销售商品、提供劳务收到的现金”，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”。

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。截至2020年3月底，公司主要在建基础设施建设项目总投资2.26亿元，已投资0.87亿元；主要拟建项目包含延陵路延伸段（科技大道-凤凰山大道）、朝阳路（环山路-周山路）等项目，总投资额为10.28亿元。

表4 截至2020年3月底公司主要在建项目情况表（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资额	是否签订合同或协议	投资计划		
				2020年	2021年	2022年
消防大队楼	6274.32	6274.32	是	--	--	--
曙光城市云项目装饰工程	670.32	584.67	是	85.65	--	--
新城东养老院后续工程等其他工程	15613.52	1882.55	是	3516.80	4530.20	3200.00
合计	22558.16	8741.54	--	3602.45	4530.20	3200.00

资料来源：公司提供

② 土地整理业务

公司暂无正在整理的土地整理项目，尚有一定规模的拟整理的土地整理项目；受土地市场行情影响，未来的土地出让情况存在一定的不确定性。

公司负责江阴高新区规划范围内的土地整理业务。业务模式方面，公司按照江阴高新区管委会确定的开发计划安排支出资金，资金来源为高新区财政局自有资金（约占总投资10%~20%）和银行贷款。在土地整理项目完成并办理决算后，高新区财政局返还公司实际发

生的成本同时支付管理服务费。2016年5月起，公司土地整理记账方式同基础设施代建业务。

截至2020年3月底，公司已确认的土地整理管理服务费收入已全部回款，暂无正在整理的土地整理项目，拟整理土地规模约1500亩。公司已完成土地整理项目需待江阴市财盛土地储备中心挂牌出让，受土地市场行情影响，未来的土地出让情况存在一定的不确定性。

③ 安置房建设

公司代建模式的安置房项目已全部完工，市场化运作模式的安置房尚未确认收入，预计

可对公司未来收入规模形成一定支撑。

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。

代建模式下安置房相关土地由公司通过公开市场招拍挂获取，并出资建设安置房，安置房竣工后由高新区财政局进行回购，其记账方式同基础设施代建业务。截至2020年3月底，公司代建模式的安置房项目已全部完工且无在建和拟建项目。

市场化运作模式下，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参与分配工作，待项目审计决算后确认收入，并由高新区财政局进行回购和支付14%的管理服务费，其记账方式同基础设施代建业务。截至2020年3月底，市场化运作模式的安置房项目有8个，购买价款总额54.00亿元，已支付价款52.86亿元，反映在“预付款项”，尚未进行审计决算，预计对公司未来收入规模形成一定支撑。

(2) 土地一级开发业务

公司土地一级开发业务回款差，该板块未来收入确认受当地土地市场及政策影响较大，且目前存量可转让土地规模较小，业务持续性有待关注。

公司土地一级开发业务的实施主体为公司本部和子公司江阴市财盛土地开发有限公司。2017年，公司实现土地一级开发业务收入7.62亿元，系平价转让公司拥有的三宗土地给江阴市财盛土地储备中心同时收到以往年度少量补款所致，该业务毛利率为1.03%。2018年，公司无土地一级开发业务收入。2019年，公司实现土地一级开发业务收入6.95亿元，系公司转让“无形资产”和“投资性房地产”中的土地给江阴市财盛土地储备中心所致；毛利率很低，为2.74%。截至2020年3月底，上述土地一级开发业务收入还未全部实现回款，体现在“其他应收款”科目中；公司尚余“投资性房地产”6.67亿元土地和“无形资产”4.50亿元土地可转让，目前存量可转让土地规模较小，业务持续

性有待关注。

3. 未来发展

未来，公司仍将积极推进基础设施建设进度，有序推进安置房、土地一级开发项目落地；在发展主业的基础上，公司将对自身资产进行整合盘活，达到转型升级的目的。

根据公司的发展规划，公司将继续承担江阴高新区内的基础设施、安置房等重大项目投资建设和土地一级开发业务。与此同时，公司还将对拥有的资产进行整合，将资产分为收购类资产、自建资产、安置房、社区公建房以及其他设施，并分别进行管理，达到公司转型升级的目的。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年度财务报表，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2020年1—3月财务报表未经审计。

从合并范围看，2017—2018年，公司合并范围内子公司未发生变化，均为7家。2019年，子公司江阴龙泉置业有限公司注销不再纳入合并范围。2020年1—3月，公司合并范围无变化。考虑到合并范围变化涉及的子公司规模小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额持续增长，结构上以流动资产为主。其中，货币资金受限比例高；应收账款、其他应收款和预付款项占比较大，回款周期受高新区财政资金拨付效率影响大，资金占用较多，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019年末，公司资产总额持续增长，年均复合增长1.56%。截至2019年底，公司资

产总额 310.68 亿元，较上年底增长 2.36%。公司资产结构以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	45.69	15.17	40.93	13.49	49.49	15.93	58.93	17.98
应收账款	136.76	45.41	138.04	45.48	141.80	45.64	147.30	44.94
预付款项	56.47	18.75	55.93	18.43	57.83	18.61	58.13	17.73
其他应收款	9.40	3.12	16.74	5.52	19.12	6.15	20.84	6.36
流动资产	251.80	83.60	254.65	83.90	269.07	86.61	286.06	87.27
投资性房地产	12.46	4.14	12.54	4.13	6.67	2.15	6.67	2.03
固定资产	29.39	9.76	28.66	9.44	29.32	9.44	29.41	8.97
无形资产	5.17	1.72	5.12	1.69	4.48	1.44	4.50	1.37
非流动资产	49.40	16.40	48.87	16.10	41.60	13.39	41.72	12.73
资产总额	301.20	100.00	303.52	100.00	310.68	100.00	327.78	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度整理

2017—2019 年末，公司流动资产有所增长，年均复合增长 3.37%。截至 2019 年底，公司流动资产 269.07 亿元，较上年底增长 5.66%。从构成来看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款构成。

2017—2019 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 4.08%。截至 2019 年底，公司货币资金 49.49 亿元，较上年底增长 20.91%，主要包含银行存款 21.59 亿元、其他货币资金 27.90 亿元和少量库存现金。其中受限资金合计 27.90 亿元，为银行承兑汇票保证金。

2017—2019 年末，公司应收账款保持相对稳定，年均复合增长 1.82%。截至 2019 年底，公司应收账款 141.80 亿元，较上年底增长 2.72%。公司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款项。从账龄看，期末余额中一年以内占比 10.31%，一至两年占比 9.92%，二至三年占比 18.43%，三年以上占比 61.34%。公司累计计提坏账准备 0.71 亿元，计提比例低。应收账款形成明显的资金占用且回款受江阴高新区财政局资金拨付效率的影响大。

2017—2019 年末，公司预付款项保持相对稳定，年均复合增长 1.20%。截至 2019 年底，

公司预付款项 57.83 亿元，较上年底增长 3.40%，构成主要是预付的安置房款 52.86 亿元。

2017—2019 年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 42.66%。截至 2018 年底，公司其他应收款 16.74 亿元，较上年底大幅增长 78.12%，构成主要为应收江阴市财盛土地储备中心的往来款 16.39 亿元。截至 2019 年底，公司其他应收款 19.12 亿元，较上年底增长 14.26%，主要系应收江阴市财盛土地储备中心的往来款增长至 18.36 亿元所致，该部分其他应收款不计提坏账准备。

2017—2019 年末，公司存货大幅下降，年均复合下降 48.55%。截至 2019 年底，公司存货 0.79 亿元，较上年底下降 73.55%，主要系部分土地出让结转开发成本所致。公司存货全部为土地一级开发成本。

2017—2019 年末，公司非流动资产有所下降，年均复合下降 8.22%。截至 2019 年底，公司非流动资产 41.60 亿元，较上年底下降 14.87%，主要系投资性房地产下降所致。从构成看，公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和无形资产构成。

2017—2019 年末，公司投资性房地产波动下降，年均复合下降 26.83%。截至 2019 年底，

公司投资性房地产 6.67 亿元，较上年底下降 46.80%，主要系土地出让结转成本所致。公司投资性房地产全部为待出让土地使用权。

2017—2019 年末，公司固定资产保持相对稳定，年均复合下降 0.12%。截至 2019 年底，公司固定资产 29.32 亿元，较上年底增长 2.30%，基本全部为房屋建筑物。固定资产成新率为 86.35%。

2017—2019 年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降 35.69%。截至 2019 年底，公司在建工程 0.87 亿元，较上年底下降 62.77%，主要系转入固定资产所致。

2017—2019 年末，公司无形资产有所下降，年均复合下降 6.86%。截至 2019 年底，公司无形资产 4.48 亿元，较上年底下降 12.48%，主要系转让土地使用权所致。公司无形资产全部为购置土地使用权。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 327.78 亿元，较上年底增长 5.50%。公司资产结构变化较小，其中流动资产占 87.27%，非流动资产占 12.73%。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金 58.93 亿元，较上年底增长 19.07%；应收账款 147.30 亿元，较上年底增长 3.88%，系应收江阴高新区财政局款项增长所致；其余重要科目变动较小。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产包括无形资产和固定资产中的土地使用权和房屋建筑

物 12.95 亿元，用于抵质押借款；货币资金 45.40 亿元，为银票保证金。

3. 资本结构

近年来，受益于经营盈余的积累，公司资本实力有所增强，其中实收资本和资本公积规模大，公司所有者权益稳定性较好。

2017—2019 年末，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长 1.88%。截至 2019 年底，公司所有者权益 93.87 亿元，较上年底增长 1.94%。

2017—2019 年末，公司实收资本无变化，为 27.00 亿元；公司资本公积构成主要为划入股权、土地等划拨资产和少量专项拨款，其中 2018 年底较上年底略有下降，系公司将办公设备无偿划出所致。2017—2019 年末，受益于经营盈余的积累，盈余公积和未分配利润持续增长。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 92.90 亿元，较上年底下降 1.03%，主要系未分配利润下降所致。此外，公司资本公积较上年底略有增长至 35.11 亿元，系公司委托江阴中天衡资产评估事务所对东外环路玻璃房等未登记入账资产进行资产评估，导致“资本公积”增加 0.28 亿元。

整体看，考虑到实收资本和资本公积规模大，公司所有者权益稳定性较好。

表6 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	27.00	29.85	27.00	29.32	27.00	28.76	27.00	29.06
资本公积	34.84	38.52	34.83	37.83	34.83	37.10	35.11	37.79
盈余公积	2.09	2.31	2.39	2.60	2.66	2.83	2.66	2.86
未分配利润	26.50	29.30	27.86	30.26	29.37	31.29	28.13	30.28
归属于母公司权益	90.44	100.00	92.08	100.00	93.87	100.00	92.90	100.00
所有者权益合计	90.44	100.00	92.08	100.00	93.87	100.00	92.90	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季度整理

近年来，公司负债规模和有息债务均有所增长，公司整体债务负担重，在 2021 年面临较

大的集中偿付压力，债务结构有待改善。

2017—2019 年末，公司负债总额年均复合

增长1.43%。截至2019年底，公司负债216.81亿元，较上年底增长2.54%。从负债结构看，流动

负债在负债总额的比重持续上升，2019年底流动负债和非流动负债比重基本持平。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.10	7.64	17.55	8.30	26.68	12.31	28.08	11.96
应付票据	23.94	11.36	25.17	11.90	30.96	14.28	47.96	20.42
其他应付款	9.86	4.68	8.35	3.95	9.29	4.28	11.38	4.85
一年内到期的非流动负债	29.07	13.79	36.20	17.12	36.23	16.71	30.84	13.13
流动负债	81.11	38.48	98.75	46.70	111.64	51.49	126.06	53.67
长期借款	96.10	45.60	79.93	37.80	65.22	30.08	70.47	30.00
应付债券	33.56	15.92	32.78	15.50	39.95	18.43	38.35	16.33
非流动负债	129.65	61.52	112.70	53.30	105.18	48.51	108.82	46.33
负债总额	210.76	100.00	211.45	100.00	216.81	100.00	234.88	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度整理

2017—2019年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长17.32%。截至2019年底，公司流动负债111.64亿元，较上年底增长13.05%，主要系短期借款和应付票据增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2017—2019年末，公司短期借款快速增长，年均复合增长28.73%。截至2019年底，公司短期借款26.68亿元，较上年底增长52.02%，主要构成为担保借款24.68亿元和抵押担保借款2.00亿元。

2017—2019年末，公司应付票据不断增长，年均复合增长13.72%。截至2019年底，公司应付票据30.96亿元，较上年底增长23.00%，全部为银行承兑汇票。

2017—2019年末，公司其他应付款年均复合下降2.94%。截至2019年底，公司其他应付款9.29亿元，较上年底增长11.29%。从构成看，公司其他应付款主要为与江阴滨江澄源投资集团有限公司资金往来款4.94亿元，江阴市新城东投资有限公司资金往来款0.58亿元，江阴城市建设投资有限公司0.50亿元，天然气费0.27亿元和履约责任金0.25亿元。

2017—2019年末，公司一年内到期的非流

动负债年均复合增长11.63%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债36.23亿元，较上年底增长0.09%，构成为到期的保证担保借款、质押担保借款等。

公司其他流动负债为发行的短期融资券，系有息性质负债。截至2018年底，公司其他流动负债9.00亿元，系公司发行的“18 江阴高新CP001”。截至2019年底，公司其他流动负债6.50亿元，系公司发行的“19 江阴高新CP001”。

2017—2019年末，公司非流动负债有所下降，年均复合下降9.93%。截至2019年底，公司非流动负债105.18亿元，较上年底下降6.68%。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2017—2019年末，公司长期借款快速下降，年均复合下降17.61%。截至2019年底，公司长期借款65.22亿元，较上年底下降18.39%，主要构成为49.23亿元保证担保借款和各类抵质押借款等。

2017—2019年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长9.11%。截至2019年底，公司应付债券39.95亿元，较上年底增长21.89%，主要系公司于当年发行“19 江阴高新PPN001”3.50亿

元和“19江阴高新PPN002”5.00亿元所致。

有息债务方面，2017—2019年末，将其他流动负债中有息部分纳入计算后，公司全部债务年均复合增长1.69%。截至2019年底，公司全部债务205.55亿元，较上年底增长2.45%，其中短期债务100.37亿元。从债务指标上看，2017—2019年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率变动很小，长期债务资本化比率持续下降。截至2019年底，上述指标分别为69.79%、68.65%、52.84%，公司债务负担重。

截至2020年3月底，公司负债总额234.88亿元，较上年底增长8.33%。公司流动负债126.06亿元，较上年底增长12.92%。其中，公司短期借款28.08亿元，较上年底增长5.25%；应付票据47.96亿元，较上年底增长54.91%，主要系开票所致；其他应付款11.38亿元，较上年底增长22.55%，系往来款增长所致。公司非流动负债108.82亿元，较上年底增长3.47%。其中，长期借款70.47亿元，较上年底增长8.04%。有息债务方面，公司全部债务规模222.20亿元，较上年底增长8.10%。其中，短期债务113.38亿元，长期债务108.82亿元。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为71.66%、53.95%、70.52%。以2020年底债务为基数，2021—2023年，公司计划偿还有息债务80.35亿元、23.03亿元和23.67亿元，公司将在2021年面临较大的集中偿付压力，公司计划通过借新还旧和高新区财政资金解决。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动较大，期间费用控制能力有待加强；公司利润总额对财政补贴依赖大。

2017—2019年，公司营业收入波动很大。其中，2018年，公司实现营业收入2.07亿元，同比下降78.32%，主要系当年无出让土地所致。2019年，公司实现营业收入9.41亿元，较上年增长355.23%；同期，营业成本6.88亿元，较上年增长9014.42%。2017—2019年，公司营

业利润率波动上升，分别为17.90%、90.76%和25.16%。

期间费用方面，2017—2019年，公司期间费用有所增长，分别为4.48亿元、4.46亿元和4.87亿元，主要系财务费用增长所致。其中，利息支出分别为3.79亿元、3.90亿元和4.35亿元。同期，期间费用占营业收入比重分别为47.03%、215.58%和51.77%，期间费用控制能力弱。

2017—2019年，公司分别收到政府补助5.25亿元、4.15亿元和4.01亿元，在“其他收益”反映。同期，公司利润总额分别为1.58亿元、1.65亿元和1.79亿元，公司利润对政府补助的依赖性大。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率持续上升，分别为1.83%、1.90%和2.05%；同期，公司净资产收益率持续增长，分别为1.65%、1.79%和1.91%。

2020年1—3月，公司实现营业收入0.74亿元，相当于上年营业收入的7.84%，主要系当季未确认土地一级开发业务收入所致。同期，公司实现利润总额1.25亿元，公司营业利润率97.57%。

5. 现金流分析

2017—2019年，公司经营活动现金流净额受往来资金和代建项目建设收支影响大，收现质量波动大；2018年和2019年投资活动现金流规模很小；筹资活动现金流净额持续净流出但收支规模很大，主要用于债务置换和还本付息。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、收到政府补助以及与其他单位往来款等。2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为17.35亿元、21.05亿元和38.96亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为2.03亿元、2.08亿元和9.51亿元，主要为管理服务费和土地出让回款。同期，公司现金收入比分别为21.29%、100.85%和101.04%，波动较大。其余为收到其他与经营活动有关的现金，构成主要

系公司收到的政府补助、往来款、代建项目建设款。2017—2019年，公司经营活动现金流出分别为15.06亿元、25.88亿元和28.82亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金规模很小，大部分为支付其他与经营活动有关的现金（支付其他单位资金往来和代建项目建设支出）。2017—2019年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.29亿元、-4.83亿元和10.14亿元。整体看，公司经营活动现金流净额受往来资金和代建项目建设收支影响大，收现质量波动大。

投资活动现金流方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为30.00亿元、0.50亿元和0.00亿元。其中，2017年投资活动现金流入规模很大系理财产品款收回。2017—2019年，公司投资活动现金流出分别为38.25亿元、0.29亿元和0.11亿元。其中，2017年投资活动现金流出规模很大系购买理财产品和在建工程的投资支出所致。2017—2019年，公司投资活动净现金分别为-8.24亿元、0.22亿元和-0.11亿元。

筹资活动现金流方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为49.44亿元、66.76亿元和60.15亿元，主要来自取得借款和发行债券收到的现金。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为58.90亿元、70.93亿元和67.55亿元，主要用于偿还债务本息。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-9.46亿元、-4.17亿元和-7.40亿元。整体看，公司筹资活动规模很大，主要系用于债务置换和还本付息。

2020年1—3月，公司经营活动现金流净额为-5.37亿元，主要系支付其他与经营活动有关的现金较多所致；公司投资活动现金流净额为-0.06亿元，规模很小；公司筹资活动现金流净额为-2.13亿元，主要系偿还债务本息所致。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度大，公司整体偿债风险很小；公司对外担保比率很高，存在或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年末，公司流动比率分别为310.46%、257.89%和241.03%；公司速动比率持续下降，分别为306.79%、254.87%和240.32%。截至2020年3月底，上述两指标分别为226.93%和226.30%。2017—2019年，经营现金流动负债比分别为2.83%、-4.89%和9.08%，经营性净现金流对流动负债覆盖能力弱。截至2019年底，公司短期债务100.37亿元，剔除受限后的现金类资产21.59亿元，是短期债务的0.22倍。考虑到江阴高新区财政局对公司欠款规模较大，回款时间不确定，对公司资金形成很大占用，公司短期偿债能力弱，存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为6.14亿元、6.42亿元和7.02亿元。同期，公司全部债务/EBITDA分别为32.37倍、31.26倍和29.30倍；EBITDA利息倍数分别为0.46倍、0.61倍和0.58倍。整体看，公司长期偿债能力弱。考虑到股东对公司的支持力度大，公司整体偿债风险很小。

截至2020年9月底，公司银行授信总额度为155.22亿元，已使用授信合计116.79亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年9月底，公司对外担保余额合计90.86亿元，担保比率为99.07%（以2020年9月底所有者权益为基准），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”，江阴市级政府投融资主体）、江阴临港新城开发建设有限公司（以下简称“临港开发”，江阴临港经济开发区政府投融资主体）等单位（担保明细详见附件），公司对外担保企业均为国有企业，主要为对江阴城投和临港开发的银行、信托等借款提供的保证担保。

截至2019年底，江阴城投资产规模681.75亿元，所有者权益236.72亿元；2019年，江阴城投实现营业收入14.17亿元，利润总额4.92亿元。截至2019年底，临港开发资产规模353.73亿元，所有者权益122.73亿元；2019年，临港

开发实现营业收入 13.80 亿元，利润总额 1.38 亿元。江阴城投和临港开发建设资金均主要来源于财政资金支持 and 外部融资，且债务规模较大。总体看，公司对外担保余额大，担保比率很高，存在或有负债风险。

7. 母公司财务概况

母公司资产和负债占合并口径比重高，所有者权益和收入占合并口径比重很高，整体债务负担重。

截至 2019 年底，母公司资产总额 273.12 亿元，较上年底下降 3.27%，规模占合并口径的比重为 87.91%，主要系货币资金和投资性房地产下降所致。从构成看，流动资产占比 81.88%，其中，货币资金 14.46 亿元，应收账款 135.07 亿元，预付款项 55.31 亿元和其他应收款 18.80 亿元。非流动资产占 18.12%，主要构成为长期股权投资 19.14 亿元，投资性房地产 1.52 亿元（土地出让导致下降明显）和固定资产 25.21 亿元。资产结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 286.82 亿元，较上年底增长 5.02%，主要系货币资金和应收账款增长所致。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 86.17 亿元，较上年底增长 3.30%，规模占合并口径的比重为 91.80%，主要系未分配利润增长所致。从构成看，实收资本占 31.33%、资本公积占 37.79%、未分配利润占 27.79%。截至 2020 年 3 月底，母公司所有者权益合计 86.20 亿元，较上年底增长 0.04%，主要系资本公积增长所致。

截至 2019 年底，母公司负债合计 186.94 亿元，较上年底下降 6.02%，规模占合并口径的比重为 86.22%，主要系长期借款和应付票据下降所致。其中，流动负债占 56.48%、非流动负债占 43.52%，流动负债占比有所增长。全部债务合计 125.95 亿元，且大部分为长期债务，债务负担重。截至 2020 年 3 月底，母公司负债合计 200.62 亿元，较上年底增长 7.31%，主要

系应付票据、其他应付款和长期借款增长所致。

2019 年，母公司实现营业收入 8.90 亿元，占合并口径的比重为 94.55%，营业利润率为 21.64%；同期，母公司实现利润总额 2.76 亿元，但对政府补助形成的其他收益依赖性高。2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.71 亿元，实现利润总额-0.25 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模 1.65 亿元，分别相当于 2019 年底公司长期债务和全部债务的 1.57%和 0.80%，对公司现有债务规模影响较小。

截至 2019 年底，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 69.79%、52.84%和 68.65%。以公司 2019 年底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，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将分别上升至 69.95%、53.23%和 68.13%。公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务，本期中期票据发行后，公司债务指标将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额的 3.72 倍、3.89 倍和 4.25 倍，EBITDA 对本期中期票据保障程度较强；公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额的 10.51 倍、12.76 倍和 23.61 倍，对本期中期票据保障程度强；同期，公司经营活动现金流净额分别为本期中期票据发行金额的 1.39 倍、-2.39 倍和 6.15 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高。

集中兑付方面，若本期中期票据于 2021 年发行，公司将于 2024 年兑付本期中期票据本金 1.65 亿元。同时，2024 年公司还需兑付“21 江阴高新 MTN001”本金 8.90 亿元。综上，2024 年公司需偿还债券本金合计 10.55 亿元。公司经营现金流入量分别为 2024 年需偿还债券本金的 1.64 倍、2.00 倍和 3.69 倍，保障程度尚可。

十、结论

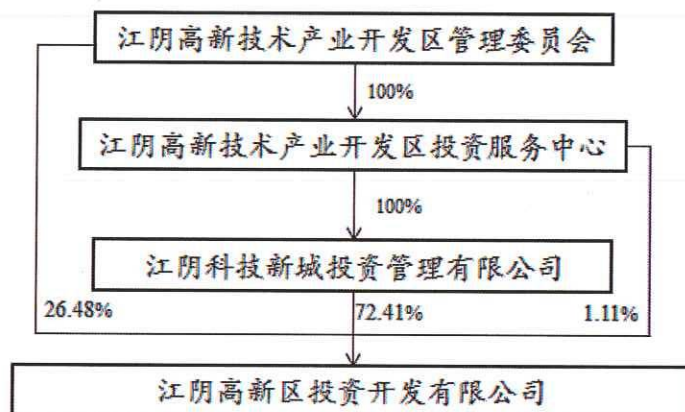
近年来，江阴高新区经济和财政实力保持稳定增长，财政自给能力很高，为公司发展提供了良好的外部环境。公司是江阴高新区内唯一的基础设施建设主体，全面负责江阴高新区内的基础设施、安置房等重大项目投资建设和土地一级开发业务，业务专营优势明显并持续在政府补助等方面获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司货币资金受限比例高；应收账款、其他应收款和预付款项占比较大，回款周期受高新区财政资金拨付效率影响大，资金占用较多，资产流动性较弱、资产质量一般、债务负担重、存在较大短期偿付压力、担保比率很高等不利因素可能对其信用水平可能带来的不利影响。

目前，公司基础设施代建业务在建项目未来剩余投资规模及拟建项目投资规模较小；尚有一定规模拟整理的土地整理项目；代建模式的安置房项目已全部完工。未来，市场化运作模式安置房业务预计对公司未来收入规模形成一定支撑，高新区管委会将继续给予公司支持。联合资信对公司的评级展望为稳定。

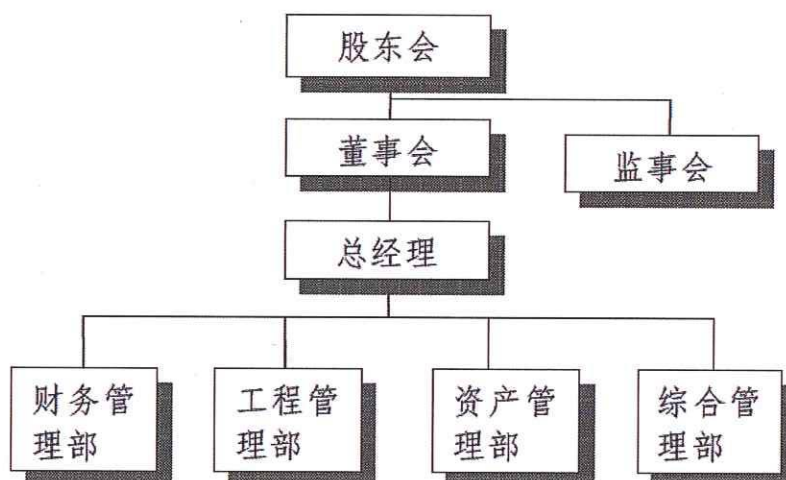
本期中期票据发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司一级子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
江阴市财盛土地开发有限公司	江阴市	土地开发	100.00	--	非同一控制下合并
江阴扬子江科技发展有限公司	江阴市	网络、科技	100.00	--	非同一控制下合并
江阴扬子江创智投资发展有限公司	江阴市	资本运作	100.00	--	非同一控制下合并
江阴高新区开隆投资有限公司	江阴市	资本运作	100.00	--	新设成立
江阴高新区开泰投资有限公司	江阴市	资本运作	100.00	--	新设成立
江阴高新区开泰房屋拆迁有限公司	江阴市	房屋拆迁	--	100.00	新设成立

资料来源：根据公司提供资料整理

附件 2 截至 2020 年 9 月底公司对外担保明细（单位：万元）

序号	借款单位	借款日期	到期日期	担保余额
1	江阴临港新城开发建设有限公司	2015/7/22	2023/7/22	12856.00
2	江阴新港投资管理有限公司	2015/6/29	2021/6/15	5522.80
3	江阴临港新城开发建设有限公司	2015/12/3	2023/11/30	28000.00
4	江阴苏南港口发展有限公司	2016/1/14	2024/1/7	27000.00
5	江阴临港新城开发建设有限公司	2016/1/13	2021/1/12	25000.00
6	江阴临港新天地开发建设有限公司	2016/1/20	2021/1/19	5000.00
7	江阴市澄西资产经营管理有限公司	2016/3/2	2026/2/24	26000.00
8	江阴临港惠民新农村建设有限公司	2016/2/6	2026/2/13	11000.00
9	江阴临港公有资产经营有限公司	2016/4/13	2024/4/15	36439.97
10	江阴临港新城开发建设有限公司	2016/7/15	2021/7/1	20000.00
11	江阴临港新城开发建设有限公司	2018/1/1	2023/1/1	110000.00
12	江阴临港创业投资有限公司	2017/4/14	2021/2/4	10000.00
13	江阴临港创业投资有限公司	2017/6/2	2021/8/4	10000.00
14	江阴临港创业投资有限公司	2016/10/8	2021/9/28	26323.00
15	江阴临港新城开发建设有限公司	2019/9/12	2028/10/21	38600.00
16	江苏江阴软件和文化创意产业发展有限公司	2020/2/27	2021/2/26	5000.00
17	江阴临港新天地开发建设有限公司	2019/12/18	2020/12/17	7100.00
18	江阴临港新天地开发建设有限公司	2020/1/7	2020/12/17	450.00
19	江阴市海港国际物流有限公司	2020/7/31	2021/7/23	30000.00
20	江阴临港新城开发建设有限公司	2020/7/10	2028/1/12	1000.00
21	江阴市黄金现代农业发展有限公司	2020/8/5	2021/8/4	6000.00
22	江阴市璜土城乡一体化建设发展有限公司	2019/12/13	2024/12/13	7150.00
23	江阴港发投资有限公司	2019/12/18	2020/12/17	3500.00
24	江阴临港新城开发建设有限公司	2020/1/10	2028/1/12	1000.00
25	江阴临港新城开发建设有限公司	2020/1/19	2025/1/17	2035.85
26	江阴市澄西生态农业发展有限公司	2020/1/13	2021/1/12	10000.00
27	江阴市春申现代农业发展有限公司	2020/1/6	2021/11/12	9950.00
28	江阴临港新城开发建设有限公司	2020/1/7	2028/12/21	56629.00
29	江苏江阴软件和文化创意产业发展有限公司	2020/5/28	2021/5/14	5000.00
30	江阴临港新城开发建设有限公司	2020/7/16	2025/1/17	2143.00
31	江阴临港新天地开发建设有限公司	2020/7/16	2027/6/25	5000.00
32	江阴城市建设投资有限公司	2016/3/15	2024/3/14	24800.00
33	江阴城市建设投资有限公司	2016/6/6	2021/6/5	17500.00
34	江阴城市建设投资有限公司	2016/6/8	2021/6/5	17500.00
35	江阴城市建设投资有限公司	2018/12/1	2023/12/1	225000.00
36	江阴暨南建设开发有限公司	2020/1/17	2021/1/17	1000.00

37	江阴暨南建设开发有限公司	2020/4/26	2027/12/31	19700.00
38	江阴暨南建设开发有限公司	2020/3/24	2021/2/14	4000.00
39	江阴暨南建设开发有限公司	2019/3/25	2024/3/20	20500.00
40	江阴暨南建设开发有限公司	2014/12/12	2022/12/11	24000.00
41	江阴正阳建设开发有限公司	2020/8/21	2021/8/20	4900.00
42	江阴市青阳文化产业发展有限公司	2020/5/9	2021/5/8	3000.00
43	江阴市卧龙文化产业发展有限公司	2020/4/28	2021/4/27	3000.00
--	总计	--	--	908599.62

资料来源：根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	45.70	40.93	49.49	58.94
资产总额(亿元)	301.20	303.52	310.68	327.78
所有者权益(亿元)	90.44	92.08	93.87	92.90
短期债务(亿元)	69.11	87.92	100.37	113.38
长期债务(亿元)	129.65	112.70	105.18	108.82
全部债务(亿元)	198.77	200.62	205.55	222.20
营业收入(亿元)	9.53	2.07	9.41	0.74
利润总额(亿元)	1.58	1.65	1.79	-1.25
EBITDA(亿元)	6.14	6.42	7.02	--
经营性净现金流(亿元)	2.29	-4.83	10.14	-5.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.07	0.02	0.07	--
存货周转次数(次)	1.12	0.03	3.66	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.01	0.03	--
现金收入比(%)	21.29	100.85	101.04	92.30
营业利润率(%)	17.90	90.76	25.16	97.57
总资本收益率(%)	1.83	1.90	2.05	--
净资产收益率(%)	1.65	1.79	1.91	--
长期债务资本化比率(%)	58.91	55.04	52.84	53.95
全部债务资本化比率(%)	68.73	68.54	68.65	70.52
资产负债率(%)	69.97	69.66	69.79	71.66
流动比率(%)	310.46	257.89	241.03	226.93
速动比率(%)	306.79	254.87	240.32	226.30
经营现金流动负债比(%)	2.83	-4.89	9.08	--
现金短期债务比(倍)	0.66	0.47	0.49	0.52
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	0.61	0.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	32.37	31.26	29.30	--

注：2020 年一季报财务数据未经审计；已将其他流动负债中有息部分计入短期债务核算

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.67	21.51	14.46	22.09
资产总额(亿元)	277.42	282.34	273.12	286.82
所有者权益(亿元)	80.51	83.41	86.17	86.20
短期债务(亿元)	38.95	47.26	44.59	44.98
长期债务(亿元)	104.75	87.76	81.36	87.01
全部债务(亿元)	143.70	135.03	125.95	132.00
营业收入(亿元)	1.82	1.87	8.90	0.71
利润总额(亿元)	3.17	2.92	2.76	-0.25
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	12.66	6.60	6.65	2.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.01	0.01	0.07	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.03	--
现金收入比(%)	104.71	100.59	103.87	91.28
营业利润率(%)	94.68	93.24	21.64	98.80
总资本收益率(%)	1.42	1.34	1.30	--
净资产收益率(%)	3.94	3.50	3.20	--
长期债务资本化比率(%)	56.54	51.27	48.56	50.23
全部债务资本化比率(%)	64.09	61.81	59.38	60.49
资产负债率(%)	70.98	70.46	68.45	69.95
流动比率(%)	238.60	202.64	211.80	208.79
速动比率(%)	238.60	202.64	211.80	208.79
经营现金流动负债比(%)	13.73	5.94	6.30	--
现金短期债务比(倍)	0.61	0.46	0.32	0.49
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2020 年一季报财务数据未经审计

附件 5 主要财务指标的计算公式

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 / 营业收入 × 100%
应收类款项/资产总额	(应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 资产总额 × 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 - 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
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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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

附件 6-1 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 6-2 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。

附件 6-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 江阴高新区投资开发有限公司 2021 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江阴高新区投资开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

江阴高新区投资开发有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江阴高新区投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江阴高新区投资开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江阴高新区投资开发有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江阴高新区投资开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江阴高新区投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江阴高新区投资开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江阴高新区投资开发有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与江阴高新区投资开发有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。