信用等级公告

联合[2018] 1891 号

联合资信评估有限公司通过对江阴市公有资产经营有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江阴市公有资产经营有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 江阴公 MTN001”和“17 江阴公 MTN001”的信用等级为 AA^+，维持“18 江阴公 CP001”和“18 江阴公 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江阴市公有资产经营有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 江阴公 MTN001[1]	16.00 亿元	2021/09/20	AA+	AA+
17 江阴公 MTN001	7.00 亿元	2020/07/31	AA+	AA+
18 江阴公 CP001	9.00 亿元	2019/03/20	A-1	A-1
18 江阴公 CP002	8.00 亿元	2019/06/27	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 23 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	80.68	113.89	98.93	94.16
资产总额(亿元)	220.62	249.04	273.83	279.61
所有者权益(亿元)	43.94	68.20	74.80	75.76
短期债务（亿元）	51.56	56.67	45.24	61.11
长期债务(亿元)	70.73	76.71	105.18	95.14
全部债务(亿元)	122.29	133.38	150.42	156.26
营业收入(亿元)	13.49	14.45	15.69	3.78
利润总额(亿元)	4.04	4.68	3.56	0.78
EBITDA(亿元)	12.07	12.85	12.80	--
经营性净现金流(亿元)	-24.60	32.18	-13.45	-2.65
营业利润率(%)	44.40	45.03	58.20	64.08
净资产收益率(%)	6.65	5.09	3.36	--
资产负债率(%)	80.09	72.61	72.68	72.90
全部债务资本化比率(%)	73.57	66.17	66.79	67.35
流动比率(%)	147.10	170.25	206.36	177.96
经营现金流动负债比(%)	-23.92	32.05	-15.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.13	10.38	11.75	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计。

评级观点

江阴市公有资产经营有限公司（以下简称“公司”）是江阴市自来水供应和江阴-靖江工业园区基础设施建设的唯一经营主体。跟踪期内，江阴市经济稳步增长，公司获得政府与股东的有力支持，公司所有者权益持续扩大；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到随着江阴-靖江工业园区建设日益完善，公司相关业务延续性存在不确定性、整体盈利能力弱、较大规模的其他应收款对公司资金形成占用、公司债务负担重、担保比率高等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。受益于公司水务业务的稳定经营以及公司受当地政府的有力支持，公司未来经营有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，维持“16江阴公MTN001”和“17江阴公MTN001”的信用等级为AA+，维持“18江阴公CP001”和“18江阴公CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为江阴市全市水务经营和江阴-靖江工业园区开发的唯一主体，专营性优势突出，跟踪期内，获得了政府和股东的有力支持。
2. 跟踪期内，公司新增项目管理费收入和利息收入，营业收入持续增长。

关注

1. 江阴-靖江工业园区基础设施建设日益完善，公司在该区域土地整理和安置房建设业务持续性存在不确定性。
2. 公司其他应收款规模快速增长且占比较大，对资金形成较大占用。

[1]注：“16 江阴公 MTN001”为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

分析师

黄海伦　张婷婷

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

3. 公司有息债务规模大，债务负担重。
4. 公司担保比率高，存在一定的或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江阴市公有资产经营有限公司（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。

江阴市公有资产经营有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于江阴市公有资产经营有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为江阴市人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“江阴市国资办”）。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司内设综合管理部、人力资源部、财务（审计）部、投资发展部和运营管理部5个职能部门；拥有江阴市城乡给排水有限公司（以下简称“给排水公司”）、江苏江南水务股份有限公司（以下简称“江南水务”）、江苏江阴-靖江工业园区投资开发有限公司（以下简称“靖江公司”）和江苏省扬子江投资发展有限公司（以下简称“扬子江公司”）等7家子公司。其中江南水务为上海证券交易所挂牌上市企业（证券代码：601199），截至2018年3月底，公司对江南水务直接和间接持股比例合计58.37%[2]。

截至2017年底，公司合并资产总额273.83亿元，所有者权益74.80亿元（其中少数股东权益14.94亿元）；2017年，公司实现营业收入15.69亿元，利润总额3.56亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额279.61亿元，所有者权益75.76亿元（其中少数股东权益15.39亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入3.78亿元，利润总额0.78亿元。

2 公司持有江苏江南水务股份有限公司 23.18%的股份，又通过子公司江阴市城乡给排水有限公司（公司持股 85.36%）持有江苏江南水务股份有限公司 35.19%的股份。

公司注册地址：江阴市暨阳路12号；法定代表人：杨卫红。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年6月底，联合资信所评债券“16江阴公MTN001”、“17江阴公MTN001”、“18江阴公CP001”和“18江阴公CP002”尚需偿还债券余额40.00亿元。跟踪期内，“16江阴公MTN001”已按期足额支付利息。上述债券募集资金均已按规定用途使用完毕（均为偿还公司借款）。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 江阴公 MTN001	16.00	16.00	2016/09/20	5+N 年
17 江阴公 MTN001	7.00	7.00	2017/07/31	3 年
18 江阴公 CP001	9.00	9.00	2018/03/20	365 日
18 江阴公 CP002	8.00	8.00	2018/06/27	365 日
合计	**40.00**	**40.00**	--	--

注：N 为续期数。
资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

（一）水务行业

水务行业分析

水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。

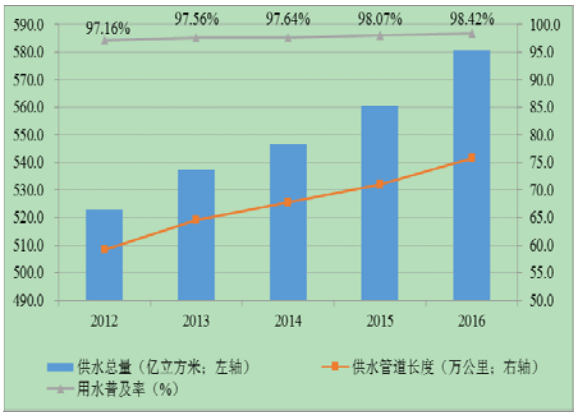
（1）供水行业分析

供水总量逐年提升，供水行业平稳发展；但我国水资源匮乏，人均水资源量与用水量不匹配

2012~2016 年，我国供水总量呈现出稳步上升的态势。2016 年底，我国城市供水能力达 3.03 亿立方米/日，较上年增长 2.2%；供水管道长度 75.7 万公里，较上年底增长 6.5%，

城市用水普及率增加 0.35 个百分点至 98.42%。从大趋势来看，近几年全国城镇供水总量保持 2%~3%的速度稳定增长，我国供水设施建设已趋近饱和，行业进入平稳发展状态。

图1　我国城市供水规模变动情况



资料来源：联合资信根据《2016年城乡建设统计公报》整理

由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，2016 年底仅为 2180.50 立方米（按 2016 年全年用水量占全年水资源总量的 18.6%，人均水资源量 406 立方米），不足世界平均水平的三之一，受制于南北地理环境和气候差异造成的水资源分布不均，全国约 81%的水资源集中分布在长江流域及以南地区，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。2016 年底，全年用水量 6040.2 亿立方米，占全年水资源总量的 18.6%，人均综合用水量 438 立方米。据统计，全国 663 个城市中，有 400 多个城市常年供水不足，110 个城市严重缺水。华北、西北、辽中南、山东及沿海部分城市水资源供需矛盾尤为突出，北京、天津、宁夏、上海、河北等 9 个省（市、自治区）人均水资源量不足 500 立方米，属于严重缺水地区。水资源短缺和人均水资源量与用水量不匹配一定程度上制约我国经济和社会可持续发展，水务行业重要性日益凸显。

自来水价格偏低，仍存在较大上调空间

目前，我国用水分类包括居民生活用水和生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。水价主要有自来水费、水资源费和污水处理费构成。

从定价模式来看，水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定，但是自来水价格正在逐步实现市场化。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，我国自来水价格也不断上涨。据统计，截至 2018 年 4 月底，全国 36 个大中城市，居民生活用水（自来水）价格（第一阶梯水价）平均为 2.29 元/吨，其中 47%的城市水价在 2~3 元/吨，14%的城市水价高于 3 元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。

表 2　2018 年 4 月底全国重点城市居民自来水价格

（单位:元/立方米）

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	天津	4.00	19	厦门	2.20
2	北京	3.64	20	银川	2.15
3	长春	3.60	21	福州	2.10
4	郑州	3.45	22	成都	2.08
5	济南	3.20	23	广州	1.98
6	西安	2.85	24	上海	1.92
7	石家庄	2.83	25	杭州	1.90
8	深圳	2.67	26	合肥	1.90
9	青岛	2.50	27	贵阳	1.82
10	重庆	2.50	28	西宁	1.76
11	昆明	2.45	29	兰州	1.75
12	宁波	2.40	30	海口	1.75
13	哈尔滨	2.40	31	长沙	1.63
14	呼和浩特	2.35	32	南京	1.62
15	沈阳	2.35	33	南昌	1.58
16	太原	2.30	34	南宁	1.45
17	大连	2.30	35	拉萨	1.54
18	乌鲁木齐	2.25	36	武汉	1.37

注：该表自来水单价为第一阶梯水价，且不含污水处理费的居民用水价格。

资料来源：自来水企业、中国水网等

从长期来看，基于水资源的稀缺性和城镇化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，自来水价格仍将长期处于上行通道。

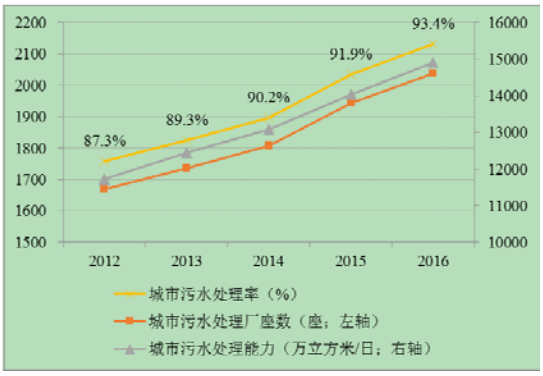
（2）污水处理行业分析

行业进入快速发展期，污水处理能力尚有

较大提升空间

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入快速发展期。

图2　我国污水处理规模变动情况



资料来源：联合资信根据《2016年城乡建设统计公报》整理

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水占全国污水排放总量的 60%以上。2016 年底，我国耗水总量 3192.9 亿立方米，全国废污水排放总量 765 亿立方米。截至 2016 年底，全国累计建成污水处理厂 3552 座，城市污水处理能力达 14910 万立方米/日（544 吨亿/年），较上年增长 6.2%；排水管道长度达 57.7 万公里，较上年底增长 6.9%，城市污水处理率提升 1.54 个百分点至 93.44%。自 2010 年以来污水处理行业增速基本稳定在 5%~6%左右。污水处理能力尚未无法满足国废污水排放总量，行业正处于快速成长期。

污水费处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位，但随着市场化改革推进，污水处理服务费结算方式得以变化，有效提升了污水处理企业盈利水平。长期看，污水处理费价格上涨已是必然之势。

表 3　2018 年 4 月底全国重点城市居民污水处理费

（单位：单位:元/立方米）

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.70	19	西安	0.95
2	南京	1.42	20	石家庄	0.95
3	北京	1.36	21	哈尔滨	0.95
4	南宁	1.14	22	大连	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95
6	杭州	1.00	24	福州	0.95
7	贵阳	1.00	25	乌鲁木齐	0.95
8	青岛	1.00	26	广州	0.95
9	济南	1.00	27	合肥	0.95
10	重庆	1.00	28	成都	0.95
11	昆明	1.00	29	天津	0.95
12	宁波	1.00	30	深圳	0.90
13	厦门	1.00	31	海口	0.80
14	西宁	0.95	32	南昌	0.80
15	兰州	0.95	33	拉萨	0.80
16	长沙	0.95	34	呼和浩特	0.65
17	长春	0.95	35	沈阳	0.60
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

注：该表污水处理费为居民生活用水污水处理收费，若有阶梯污水处理费的收费标准，表中数据为第一阶梯污水处理费。

资料来源：Wind资讯、自来水企业、中国水网等

根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格[2015]119 号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。2016 年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元。根据相关城市的市政府、发改委、物价局或自来水企业公布的数据显示，截至 2018 年 4 月底，居民生活污水处理费排名前十位的城市价格处于 1.0~1.7 元/吨之间，主要为水资源匮乏城市；居民生活污水处理费排名后六位的城市包括天津、深圳等地，价格处于 0.50 元~0.90 元每吨，未来尚有较大的价格上调空间。

水务行业政策

污水处理行业是典型的公用事业，为确保水务行业健康和可持续发展，国家有关部门明确了“十三五”水务发展目标，并制定了一系列涉及资质管理、产品和服务质量、项目建设

标准、价格管理、市场化改革、税收优惠、技术革新等方面的政策，为水务行业的发展提供了保障。

表 4　水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《水利改革发展“十三五”规划》（2016 年 12 月）	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资[2016]2849 号）	国家发改委、住建部
3	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》（环水体[2017]142 号）	环境保护部
5	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（环水体[2017]18 号）	环境保护部、财政部
6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社[2017]119 号）	科技部、环境保护部、住建部;林业局、气象局
7	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正》（2017 年 6 月 27 日）	全国人大常委会
8	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》（财建[2017]455 号）	财政部
9	《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资[2017]128 号）	国家发改委、水利部、住建部
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城[2017]143 号）	住建部
11	《排污许可管理办法（试行）》（环境保护部部令第 48 号）	环境保护部

资料来源：联合资信整理

水务行业竞争和发展趋势

水务企业大致可分为国有水务企业、投资型水务企业、外资企业和民营水务企业。其中国有水务企业作为行业主力军，多为原事业单位改制形成，区域专营优势明显，但在跨地域经营、规模经济水平较弱。投资型水务企业多数为上市企业，综合实力相对雄厚，正在通过并购、合资、参控股、BOT等手段积极扩大市场份额。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少。由于水务行业涉及国计民生，民营水务企业所占市场份额较小，主要集中在污水处理领域。伴随经济发达的一线城市水务行业进入成熟期，需求增长放缓，相关配套设施还不健全的二三线城市及乡镇地区成为主要渗透目标。行业地位突出、技术水平较好的水务企业逐步进行异地扩张。同时，部分国有水务企业受政资分离和鼓励社会资本合作等政策要求和影响，纷纷步入混改浪潮，2017年水务企业IPO全面爆发，其中4家企业A股上市和2家企业港股上市，行业竞争将进一步加剧。

随着经济水平增长、城市化进程推进，污水处理市场仍有有较大需求，水环境治理包括农村水环境治理和流域综合治理等领域随着新政落实，未来市场需求空间较大。同时，为推动水务行业健康发展，近年来国家出台相关政策鼓励社会资本参与水务项目建设投资，水务行业投资模式逐步向多元化转变，社会资本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革，对于行业地位突出、技术水平较好的水务企业会逐步进行异地扩张，水务市场初步呈现多元资本跨地区参与的趋势。

（二）城市基础设施建设行业

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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。

表5　2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

（三）区域经济概况

公司作为江阴市国有资产运营主体，业务范围涉及江阴市和江苏江阴-靖江工业园区（以下简称“园区”）。公司的经营发展取决于江阴市及园区经济水平及未来发展规划。

跟踪期内，江阴市经济持续增长，产业结构不断优化，房地产市场销售情况向好；园区规模工业产值快速增长。公司所在区域为公司创造了良好的外部环境。

根据《2017年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2017年，江阴市实现地区生产总值3488.3亿元，按可比价格计算，同比增长7.2%。人均地区生产总值达21.1万元。三次产业比例调整为1.2:54.4:44.4，三产增加值占GDP比重较上年提高0.7个百分点。

2017年，江阴市投资规模呈现小幅增长。全年实现固定资产投资1153.0亿元，同比增长1.8%。房地产方面，商品房施工面积1418.8万平方米，同比下降7.4%。商品房销售面积318.2万平方米，同比增长36.6%。商品房销售成交总额256.6亿元，同比增长51.6%。

根据《江苏江阴—靖江工业园区2017年度工作暨冬训大会上的讲话》，2017年，园区全年完成规模工业产值181.50亿元，增长24.5%；地区生产总值99.48亿元，增长10.7%；固定资产投资16.75亿元，增长10.9%。其中工业投入9.6亿元，增长15.2%；到账外资5002万美元，

增长451.8%；港口货物吞吐量1764.5万吨，增长12%。

五、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，仍为江阴市国资办。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。

2. 竞争优势

公司业务涵盖水务（包括城市供水、管网建设与维护）、园区基础设施建设、保障房及园区服务等市政公用事业。公司本部不直接参与经营，主要通过其子公司在水务、园区建设及服务等方面开展经营活动。

公司下属控股子公司江南水务为上市公司，负责江阴市全市域自来水供应（包括市区及乡镇），业务领域在江阴市具有专营性。

3. 外部支持

2017年江阴市财政收入持续增长，财政实力较强；跟踪期内，公司持续获得当地政府的有力支持。

根据江阴市财政局提供的《江阴市政府性债务余额及综合财力统计表》，2017年，江阴市地方综合财力292.31亿元，同比增长6.90%。地方一般预算收入235.16亿元，同比增长2.28%。其中税收收入195.86亿元，占比83.29%；上级补助收入21.69亿元，较上年下降13.21%；基金收入33.72亿元，同比增长98.59%。同期，根据《关于2017年财政预算执行情况和2018年财政预算草案的报告》，江阴市一般公共预算支出228.8亿元，同比增长1.1%，其中71%以上用于民生支出，财政支出弹性差。财政自给率103.48%，财政自给能力强。

截至2017年底，江阴市政府全部债务余额168.52亿元（直接债务余额+救助责任的债务×50%）。其中直接债务余额140.49亿元、救助责任债务余额56.06亿元，政府债务率57.65%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），较上年的63.07%有所下降，债务负担一般。

2017年，园区实现一般预算收入8.46亿元，同比增长31%。其中税收收入8.08亿元，占比95.51%。公共财政预算支出5.54亿元。财政自给率152.71%，财政自给能力很强。

2016~2017年和2018年1~3月，公司分别获得补贴收入6.30亿元、3.77亿元和1.01亿元，主要为江阴市财政局对公司的利息补贴以及园区管委会对安置房销售的补贴。

2017年，扬子江公司和靖江公司共收到财政拨款4.60亿元、秦望山公司收到财政拨入增资款1.02亿元。同期，根据澄国资发【2017】20号和澄国资发【2017】24号文，江阴市国资办决定将江阴市城乡给排水有限公司16.44%股权以及江阴市场建设有限公司30.00%的股权无偿划转至公司，增加资本公积1.82亿元。划拨后，公司对上述两家公司持股比例均上升至100%。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增不良信贷记录，未发现不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10320281001605709），截至2018年6月27日，公司无未结清的不良信贷信息记录。跟踪期内，公司无新增不良信贷记录。

截至2018年6月26日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司业务构成新增项目管理费收入和利息收入；营业收入有所增长，水务业务收入保持稳定且占比较大。

2017年，公司实现营业收入15.69亿元，同比增长8.65%，仍以水务收入为主（主要是自来水销售和工程业务，此外还包括少量污水处理和服务业收入，占比70.15%）。同期，公司园区业务实现收入相对少，2017年园区基础工程业务收入新增项目管理费收入，为1.27亿元。公司其他业务快速增长至2.89亿元，系新增对江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”）收取的利息收入2.24亿元，其他业务收入还包括少量融资担保业务、城市社区环境卫生和市场管理等。由于新增管理费收入和利息收入毛利率均为100%，公司综合毛利率由2016年的46.99%上升至59.89%。

2018年1~3月，公司实现营业收入3.78亿元，相当于2017年全年的24.09%。其中水务业务收入占比超过50%。公司综合毛利率较2017年有所上升，为65.29%。

表 6　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2016 年			2017 年			2018 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
水务业务		11.09	76.78	53.92	11.01	70.15	46.74	2.01	53.26	43.76
园区基础工程	土地整理	1.38	9.57	1.25	--	--	--	--	--	--
	安置房建设	1.25	8.64	14.47	0.53	3.38	38.10	0.77	20.41	81.26
	项目管理费	--	--	--	1.27	8.07	100.00	--	--	--
其他业务		0.72	5.01	84.20	2.89	18.40	96.42	1.00	26.33	96.44
合计		**14.45**	**100.00**	**46.99**	**15.69**	**100.00**	**59.89**	**3.78**	**100.00**	**65.29**

注：公司各板块收入总和与营业收入合计存在差异系各板块收入四舍五入所致。
资料来源：公司提供

（一）水务板块

跟踪期内，公司水务板块收入保持相对稳定，自来水产能利用率略有提升，水务工程业务稳步推进。

公司水务板块由其控股子公司给排水公司和江南水务经营。目前，公司的制水、售水业务全部由江南水务经营，给排水公司只行使对江南水务的出资人职责。跟踪期内，公司水务板块经营范围、业务模式和水费价格均未发生变化。

截至 2017 年底，江南水务拥有小湾水厂、肖山水厂、澄西水厂和利港水厂四家制水厂，上述四家水厂产能合计仍为 116.00 万立方米/日，整体产能利用率由 2016 年的 63.57%上升至 2017 年的 64.71%。2016~2017 年公司管网长度均为 3008 千米，覆盖江阴市全辖区域，供水面积 987.50 平方公里，服务人口超过 200 万。

2017年，江南水务完成供水量27398.20万立方米，同比增长1.79%；完成售水量25185.92万立方米，同比增长1.53%；产销差率为8.07%；水质综合合格率保持100%。2018年1~3月，公司完成供水量6221万立方米，售水量完成5750万立方米，平均日供水量69万立方米，产销差率7.57%，水质综合合格率保持100%。

2017年，江南水务实现自来水业务收入5.11亿元，同比增长2.73%；自来水业务毛利率49.96%，较上年略有下降，主要系自来水制造费用有所增加所致；江南水务自来水业务毛利率水平较高主要因其在技术装备方面具有一定优势。

江南水务工程业务主要由其下属子公司江南水务市政工程江阴有限公司（以下简称“市政工程公司”）负责，市政工程公司具备市政公用工程施工总承包二级资质，是江阴唯一一家能独立承担大中型自来水管安装和施工的企业。江南水务工程业务主要是单一施工模式，经营范围主要在江阴，目前主要有自来

水管道安装工程、一户一表改造工程、高层高压管工程、房产小区管网建设工程、二次供水设施建设和维护工程、房产小区雨污水工程等。2017年，江南水务市政工程业务收入5.49亿元（公司还有少量水务市政工程收入来源于给排水公司），同比下降4.18%，毛利率44.72%。

未来江南水务将主要开拓污水处理业务，通过收购或托管运营等市场化手段开拓污水处理业务，拓展环保新领域。公司将继续推进收购江阴市域内污水处理厂，积极参与市政污水管网建设，促进江阴市城乡污水一体化的发展。

（二）园区开发建设板块

江阴-靖江工业园区开发建设板块由扬子江公司和靖江公司负责经营，在区域内具有专营性，园区管委会与扬子江公司和靖江公司采取“一套人马，三块牌子”的模式运作。

目前，公司主要从事对园区管委会征用、收购的土地进行“五通一平”、园区内基础设施建设和安置房建设等业务。

跟踪期内，公司土地整理业务无投入，园区未有土地出让，该业务延续性存在很大不确定性。

跟踪期内，土地整理业务模式未发生变化。公司利用园区财政拨入款及银行贷款对园区管委会征用、收购的土地进行开发整理，包括“五通一平”和基础设施建设等工作（开发成本均反映在“在建工程”科目），开发完成后的土地按照园区土地出让相关规划通过靖江土地储备中心进行挂牌出让，土地出让收入上缴园区管委会，园区管委会在扣除相关规费后的土地出让净收益返还给公司，公司确认为收入，并从“在建工程”结转成本，如返还收入不足弥补成本，园区管委会将根据实际情况进行补贴。总体来看，公司基础工程建设收入的确认受园区土地开发进度及相关投入返还的时间影响较大。

由于土地整理收入确认与资金投入发生存在错配，公司需通过银行贷款筹集前期建设资金，为保证贷款利息的偿还，园区管委会对公司提供一定的贴息。

表7　近年来园区出让土地情况

（单位：亩、万元、万元/亩）

出让时间	土地类型	土地面积	出让金额	出让均价
2013 年	工业用地	1722.58	43064.29	25.00
2014 年	工业用地	163.72	4093.00	25.00
2016 年	工业用地	609.47	15236.75	25.00
合计	--	**2495.77**	**62394.04**	--

资料来源：公司提供

2017年，园区土地价格保持稳定，工业用地维持在25万元/亩。目前，公司无存量已整理待出让的土地，园区管委会亦无明确的未来土地整理和出让计划。随着园区基础设施日益完善，公司土地整理业务明显放缓，未来存在很大的不确定性。

跟踪期内，公司安置房建设收入系存量项目出售；公司没有新开工项目，已有存量项目规模较小，业务延续性存在一定不确定性。

跟踪期内，公司安置房销售模式未发生变化。公司通过货币安置形式对当地农户进行征地拆迁，安置房定向销售给被拆迁人，售价为靖江市政府指导价格。由于安置房销售价格低于其成本价，江阴-靖江工业园区财政局在销售价格与成本价差额的基础上加适当的利润（保证公司至少5%的收益率），以政府补贴的形式拨付给扬子江公司，用于平衡其收支。结算周期方面，园区财政局与公司在每年末对安置房业务进行一次性结算，结算方式为银行转账。

账务处理方面，安置房前期工程建设成本计入“在建工程”，建设完毕后根据结算凭证将“在建工程”转入“存货”，在按政府制定的指导价销售后确认房屋销售收入，并结转相关成本，收到政府补贴及购房款时，冲减“应收账款”。

2017年，公司安置房销售面积下降49.63%至0.68万平方米；2017年公司未新增安置房项目，在建的安置房溢馨苑四期项目为以前年度项目未开发部分。2017年和2018年1~3月，公司销售收入（含补贴后）分别为0.53亿元和0.77

亿元。2016~2017年和2018年1~3月，毛利率分别为14.47%、38.10%和81.26%，其中2017年毛利率上升系前期费用大部分已结转，当期确认的成本相对较少所致；2018年1~3月毛利率大幅上升系当年成本未全部结转所致。

表 8　2015~2018 年 3 月扬子江公司安置房销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
安置房建设面积（万平方米）	10.00	6.30	2.06	0.43
销售安置房面积（万平方米）	9.20	1.35	1.47	2.38
销售均价（元/平方米）	1498	1230	1285	1280
实际销售收入（万元）	13785	1661	1887	3053
安置房补贴（万元）	28030	10820	3415	4664

注：销售均价为政府指导均价
资料来源：公司提供

公司正在建设中的溢馨苑安置小区四期项目总投资10.00亿元，截至2017年底已完成投资8.23亿元，项目累计回笼资金6.11亿元。

跟踪期内，公司新增项目管理费收入，由于政府回购周期长，该业务对公司存在一定的资金占用。

跟踪期内，根据园区管委会2017年2月出具的《关于<关于向园区收取代建市政工程项目管理费的申请>的批复》，园区管委会同意公司对历年在园区代建的市政工程项目收取管理费。

根据《关于<关于向园区收取代建市政工程项目管理费的申请>的批复》，公司每年收取的管理费暂按项目竣工决算金额的8%计算，收取项目管理费的时间为工程项目竣工决算的下月起10年内。对于2016年12月底之前已经办理了竣工决算的项目于2017年1月1日起收取项目管理费，原竣工决算日至2016年12月底应收取的的管理费不再追溯，项目管理费一年一计，公司确认收入并于第二年实现资金回笼。

项目竣工决算后，列入公司长期资产进行管理，园区管委会拨入公司的项目资金作为对公司的投入，列入“资本公积”，但在园区市政工程项目竣工决算后的10年内相关资产经营权归园区管委会所有。园区管委会同意在市政工程项目竣工决算满10年后，公司可选择以不低于原决算价格出售该项目给园区管委会，并且在园区管委会未回购该项目前继续按竣工决算金额的8%收取项目管理费。

2017年，公司实现项目管理费收入1.27亿元，毛利率100%。截至2017年底，公司共承接基础设施代建项目174个，已完工118个，全部是公益性项目投入，单个项目投资规模较小；竣工项目总投资额15.84亿元（反映在“在建工程”）。

公司未来仍将以水务业务为主，该方面业务延续性好；公司在建项目待投资规模较大，存在一定融资需求。

未来公司重点在建项目计划投资总额82.99亿元（除园区基础工程项目外，其他项目以自建项目为主，未来通过出让或收取租金方式获得收入，收入规模不大；园区基础工程项目通过收取管理费实现收益），2018年3月底已经完成投资55.45亿元。公司重点在建项目见下表。

表 9　公司未来投资计划（单位：亿元）

工程名称	总投资	2018 年 3 月底已完成投资额	计划投资		
			2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
输水管网工程	12.49	4.53	1.50	2.00	2.00
应急备用水源地工程	9.00	2.95	1.06	2.80	2.00
园区基础工程项目	24.00	15.28	2.00	2.00	3.00
溢馨苑安置小区四期	10.00	8.23	0.77	1.00	--
恒德港口工程	4.00	3.87	0.05	0.08	--
引进项目（园区）	23.50	20.59	0.48	0.80	0.80
合计	**82.99**	**55.45**	**5.86**	**8.68**	**7.80**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2017年度财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行

了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2018年一季度财务数据未经审计。

2017~2018年3月，公司合并范围无变动，财务数据可比性强。

1．资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；资产中货币资金、其他应收款和在建工程占比较大，公司对政府及其他城投企业应收的往来款和园区投入对资金占用较大，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 273.83 亿元，同比增长 9.96%，主要系其他应收款和在建工程增长所致。公司资产以流动资产为主。

表10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	113.85	45.72	98.76	36.07	93.03	33.27
其他应收款	47.84	19.21	73.79	26.95	83.44	29.84
流动资产	**170.92**	**68.63**	**182.76**	**66.74**	**183.33**	**65.57**
固定资产	19.15	7.69	23.38	8.54	23.09	8.26
在建工程	51.72	20.77	60.02	21.92	65.40	23.39
非流动资产	**78.12**	**31.37**	**91.07**	**33.26**	**96.28**	**34.43**
资产总额	**249.04**	**100.00**	**273.83**	**100.00**	**279.61**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告、2018年1季度财务数据整理

2017年底，公司流动资产182.76亿元，同比增长6.93%。公司货币资金98.76亿元，同比下降13.25%，受限资金13.81亿元，受限比率13.98%。其他应收款73.79亿元，同比增长54.22%，主要系新增与江阴城投往来款、借款、利息及土地拆迁款23.88亿元；公司其他应收款主要是与江阴城投往来款（占86.63%，公司每月底按余额的0.5%收取江阴城投利息，产生的收入计其他业务收入），其他为与江阴市财政局、园区财政局往来款以及应收金融机构保证金等；其他应收款金额前五名合计占比92.93%，集中度高；账龄在1年内的占88.81%，账龄短；公司累计计提坏账准备901.59万元，计提比例低。其他流动资产7.67亿元，同比增长6.10%，其中理财产品7.50亿元、预缴税款0.17亿元。

2017年底，公司非流动资产91.07亿元，同比增长16.58%。公司固定资产23.38亿元，同比增长22.12%，主要系江南水务在建的房屋及建筑物和输水管网转入所致，固定资产成新率67.33%。在建工程60.02亿元，同比增长16.05%，主要是园区的安置房、学校、医院以及招商引资过程中建造的厂房、办公用房等零星工程。其中学校、医院、厂房等项目建成后拟向业主收取租金或使用费，园区基础工程项目通过收取管理费方式实现收入。

2018年3月底，公司资产总额279.61亿元，较上年底略有增长。资产结构较上年底变化不大。公司货币资金93.03亿元，较上年底下降5.80%，受限资金13.81亿元。其他应收款83.44亿元，较上年底增长13.08%，系与江阴城投往来款增加所致。其他流动资产3.17亿元，较上年底下降58.62%，主要系江南水务持有的银行理财产品到期赎回所致。在建工程65.40亿元，较上年底增长8.96%，主要系年初工程款集中支出所致。

2．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，所有者权益稳定性一般。

2017 年底，公司所有者权益 74.80 亿元（其中少数股东权益 14.94 亿元），同比增长 9.67%，主要系资本公积增长所致。所有者权益中实收资本占 4.01%、资本公积占 30.15%、其他权益

工具占 21.07%、未分配利润占 22.58%。所有者权益稳定性一般。

2017 年底，公司资本公积 22.55 亿元，同比增加 7.41 亿元，系江阴市国资办将江阴市城乡给排水有限公司和江阴市场建设有限公司部分股权无偿划拨至公司所致。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 75.76 亿元（其中少数股东权益 15.39 亿元），较上年底增长略有增长，主要系未分配利润增加所致。

跟踪期内，公司有息债务规模大，长期债务占比持续上升，整体债务负担仍很重。

2017年底，公司负债总额199.03亿元，同比增长10.07%，主要系长期借款和应付债券快速增长所致。公司非流动负债占比有所提升（占比上升至55.50%）。

表10　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22.68	12.54	19.95	10.02	16.95	8.31
应付票据	14.31	7.91	12.64	6.35	20.75	10.18
预收款项	10.49	5.80	8.93	4.49	9.23	4.53
一年内到期的非流动负债	19.68	10.88	12.66	6.36	23.42	11.49
其他流动负债	23.02	12.73	20.02	10.06	20.01	9.82
流动负债	**100.39**	**55.52**	**88.56**	**44.50**	**103.01**	**50.53**
长期借款	32.45	17.95	51.79	26.02	53.69	26.34
应付债券	44.26	24.48	53.39	26.83	41.46	20.34
非流动负债	**80.44**	**44.48**	**110.47**	**55.50**	**100.84**	**49.47**
负债总额	**180.83**	**100.00**	**199.03**	**100.00**	**203.85**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债88.56亿元，同比下降11.78%。公司短期借款19.95亿元，同比下降12.04%；其中保证借款18.38亿元、质押借款1.57亿元。公司应付票据12.64亿元，同比下降11.69%，主要系公司银票年底前到期未及时续开所致。预收款项8.93亿元，同比下降14.94%，主要系公司水务板块预收工程款项开票结算所致。一年内到期的非流动负债12.66亿元，同比下降35.69%，主要系偿还一年内到期的长期借款。其他流动负债20.02亿元，其中应付短期融资券20.00亿元。

2017年底，公司非流动负债110.47亿元，同比增长37.33%。公司长期借款51.79亿元，同比增加59.62%，主要是担保借款大幅增加所致；长期借款中担保借款42.94亿元、质押借款8.86亿元；应付债券53.39亿元，同比增加9.12亿元，系公司2017年偿还私募债“14江阴公PPN002”、“14江阴公PPN002”和“14江阴公PPN002”合计12.00亿元以及6.00亿元中期票据“14江阴公MTN001”，同时新增20.00亿元公司债“17江公01”和7.00亿元中期票据“17江阴公MTN001”所致。

2018年3月底，公司负债总额203.85亿元，较上年底略有增加。公司短期借款较上年底减少3.00亿元；应付票据20.75亿元，较上年底增加8.11亿元，主要系公司项目建设通过票据结算的方式增加所致。

2017年底，公司全部债务150.42亿元，同比增长12.77%。其中长期债务占比上升至69.92%。若将公司其他流动负债（2017年底含20.00亿元超短期融资券）和长期应付款（2017年底含1.00亿元融资租赁款）中有息债务纳入全部债务核算，2017年和2018年3月底，公司调整后全部债务分别为171.42亿元和177.26亿元，其中调整后长期债务占比分别为50.27%和51.98%。2017年底，公司资产负债率、长期债

务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为72.68%、58.44%和69.62%，资产负债率、全部债务资本化比率较上年底保持稳定。2018年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为72.90%、55.67%和70.06%。跟踪期内，公司债务水平略所上升，整体债务负担仍很重。

3. 盈利能力

跟踪期内，受益于新增项目管理费收入和利息收入，公司营业收入和营业利润率均小幅增长。但公司期间费用对营业利润侵蚀严重，利润总额对政府补贴依赖性强，整体盈利能力依然弱。

公司营业收入主要包括水务业务（自来水制售、安装及维修和管网维护）、园区基础工程业务（土地整理、安置房建设和项目管理费）以及少量其他业务（利息收入、融资担保业务、城市环境卫生等）。由于2017年新增项目管理费和利息收入且毛利率均为100%，2017年公司营业收入同比增长8.65%至15.69亿元；同期，公司营业成本快速下降17.80%。公司营业利润率上升至58.20%。

2017年，公司期间费用9.49亿元，同比增长15.10%。期间费用中财务费用占比73.63%（2017年为6.99亿元，同比增长16.67%），系公司有息债务快速增长所致。管理费用占比1.72亿元，同比增长29.78%，系江南水务资产折旧摊销增加所致。公司期间费用率60.45%，较上年有所增加，公司对期间费用控制能力差。

2017 年，公司其他收益 3.77 亿元，全部是政府补贴，较 2016 年的 6.30 亿元政府补贴（反映在“营业外收入”）有所减少；利润总额 3.56 亿元，同比下降 23.97%。整体看，公司利润对政府补助的依赖性强。

2017年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为4.01%和3.36%，较上年有所下降。公司整体盈利能力依然弱。

2018年1~3月，公司实现营业收入3.78亿元，其中水务板块占比50%以上，安置房建设和其他业务收入为营业收入重要补充。营业利润率上升至64.08%；其他收益1.01亿元，全部为政府补贴；公司利润总额0.78亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，受往来款支付大幅增长影响，公司经营活动表现为大额净流出。公司经营和投资活动净流出主要通过筹资活动弥补。

公司经营活动现金收支主要是经营业务收支、政府补助以及往来款等。2017年，公司经营活动现金流入22.19亿元，同比下降55.07%，系当年收回的往来款大幅下降所致；公司经营业务现金回笼反映在销售商品、提供劳务收到的现金，2017年为13.73亿元；同期，由于公司支付给江阴城投的往来款大幅增加（反映在“支付其他与经营活动有关的现金”），公司经营活动现金流出大幅增长107.07%至35.64亿元。受往来款净支出规模较大影响，公司经营活动现金流量净额-13.45亿元，较上年由正转负。2017年公司现金收入比由2016年的83.42%上升至87.49%，收入实现质量仍一般。

公司投资活动主要是园区在建工程投入、江南水务对理财产品的投资和赎回以及定期存款的到期收回。2017年，公司投资活动现金流入48.23亿元，同比增长74.07%。其中收回投资收到的现金28.13亿元（主要是理财产品本金收回）和收到其他与投资活动有关的现金19.60亿元（主要是江南水务定期存款到期收回）；同期，公司投资活动现金流出57.97亿元，同比增长34.95%。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金10.61亿元，主要是在建工程的持续投入。投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金分别为28.50亿元和18.80亿元，系江南水务购买理财产品和定期存款存出投资。投资活动现金流量净额-9.74亿元，净流出金额较上年的15.25亿元有所减少。

公司筹资活动主要通过银行借款和发行

债券获得。2017年，公司筹资活动现金流入量103.56亿元，其中取得借款收到的现金和发行债券收到的现金合计98.38亿元，较上年有所下降。公司筹资活动现金流出93.30亿元，同比下降25.50%，主要是偿还债务本息。此外，公司收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为5.18亿元和2.20亿元，系贷款和银行承兑汇票保证金的收回和支付。筹资活动现金流量净额10.26亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额-2.65亿元，经营活动现金流持续为负主要系支付给江阴城投往来款规模较大所致。现金收入比上升至107.28%。投资活动现金流量净额-2.07亿元，主要是江南水务购买理财产品及投资定期存款并到期收回、园区对在建项目的持续投入。筹资活动现金流量净额-3.95亿元。

5. 偿债能力

公司有息债务规模大，长短期偿债能力均较弱；公司担保比率高且单一客户集中度高，面临一定或有负债风险。

2017年底，由于公司流动资产增长且流动负债下降，公司流动比率和速动比率分别上升至206.36%和205.68%；2018年3月底，由于公司流动负债增长，上述比率分别下降至177.96%和177.25%；2017年，公司公司经营现金流动负债比为负，对短期债务无保障能力。2017年底和2018年3月底，公司现金类资产（已剔除受限资金）分别为85.12亿元和80.35亿元，为2018年3月底调整后短期债务的1.00倍和0.94倍。总体看，公司短期偿债能力较弱。

2017年，公司EBTIDA为12.80亿元，较上年保持稳定；公司调整后全部债务/EBITDA为13.40倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2018年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度116.95亿元，尚未使用额度34.59亿元；此外，子公司江南水务为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2018年3月底，公司对外担保余额78.00亿元，担保比率为102.96%，公司担保比率很高。公司对外担保包括对江阴城投担保55.50亿元、对江阴市华水农业水利开发建设投资有限公司4.00亿元、对江阴市新农村建设发展有限公司担保9.50亿元等，目前被担保对象经营情况正常。公司担保比率很高，被担保企业区域和行业集中度高，公司存在一定的或有负债风险。

九、存续债券偿还能力分析

公司对存续债券短期兑付压力以及对未来待偿本金峰值偿付压力均小。

2018年3月底，公司存续债券余额84.00亿元（含永续中票），一年内到期的应付债券余额24.00亿元（为15.00亿元“15江阴公”和9.00亿元“18江阴公CP001”），2020年将达到存续债券待偿峰值27.00亿元（假定公司发行的债券于首次可赎回日行权）。联合资信所评债券均设定了实现约束条款，此外“17江阴公MTN001”、“18江阴公CP001”和“18江阴公CP002”均设定了交叉保护条款。

2017年底，公司现金类资产98.93亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为22.19亿元、-13.45亿元和12.80亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司现金类资产对2018年3月底一年内到期债券余额以及存续债券未来待偿峰值保障能力强。

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

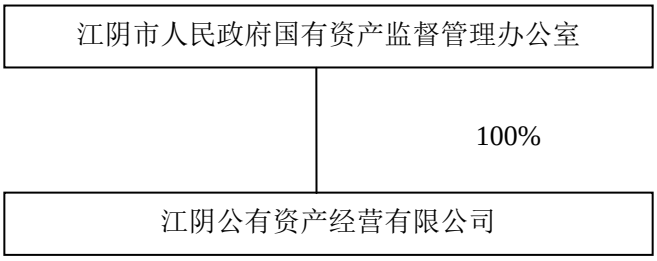
项 目	2017 年
截至 2018 年 3 月底一年内到期债券余额	24.00
未来待偿债券本金峰值	27.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.12
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.82
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.50
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.47

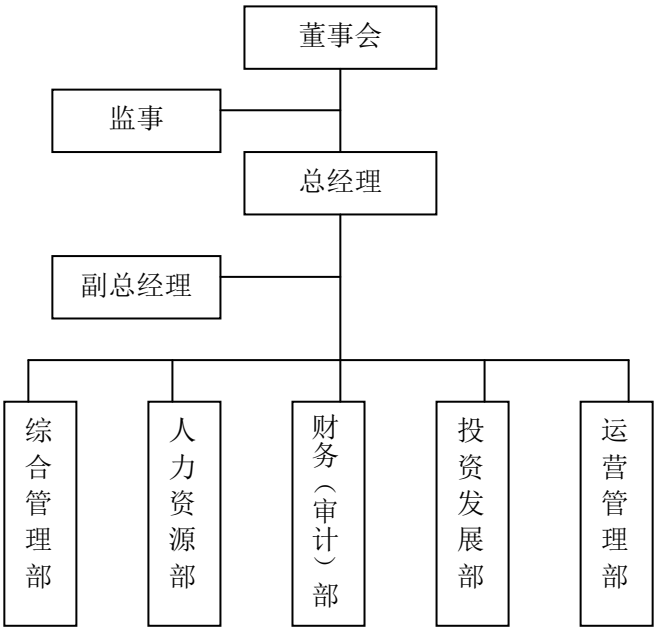
资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^+，维持“16江阴公MTN001”和“17江阴公MTN001”的信用等级为AA^+，维持“18江阴公CP001”和“18江阴公CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构和组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	80.68	113.89	98.93	94.16
剔除受限资金后现金类资产(亿元)	69.59	98.53	85.12	80.35
资产总额(亿元)	220.62	249.04	273.83	279.61
所有者权益(亿元)	43.94	68.20	74.80	75.76
短期债务(亿元)	51.56	56.67	45.24	61.11
调整后短期债务(亿元)	84.56	97.69	85.24	85.11
长期债务(亿元)	70.73	76.71	105.18	95.14
全部债务(亿元)	122.29	133.38	150.42	156.26
调整后全部债务(亿元)	146.29	156.41	171.42	177.26
营业收入(亿元)	13.49	14.45	15.69	3.78
利润总额(亿元)	4.04	4.68	3.56	0.78
EBITDA(亿元)	12.07	12.85	12.80	--
经营性净现金流(亿元)	-24.60	32.18	-13.45	-2.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	60.98	29.99	13.61	--
存货周转次数(次)	3.42	4.84	7.18	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	99.30	83.42	87.49	107.28
营业利润率(%)	44.40	45.03	58.20	64.08
总资本收益率(%)	5.76	5.01	4.39	--
调整后总资本收益率(%)	5.04	4.49	4.01	--
净资产收益率(%)	6.65	5.09	3.36	--
长期债务资本化比率(%)	61.68	52.94	58.44	55.67
全部债务资本化比率(%)	73.57	66.17	66.79	67.35
调整后全部债务资本化比率(%)	76.90	69.63	69.62	70.06
资产负债率(%)	80.09	72.61	72.68	72.90
流动比率(%)	147.10	170.25	206.36	177.96
速动比率(%)	145.15	169.10	205.68	177.25
经营现金流动负债比(%)	-23.92	32.05	-15.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.13	10.38	11.75	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	12.12	12.18	13.40	--

注：1.2018 年 1 季度财务数据未经审计；2.调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息债务+应付债券中一年内到期的应付债券；3.调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中有息债务+长期应付款中有息债务。

附件 3　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	（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

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。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息