

信用等级公告

联合〔2020〕1004号

联合资信评估有限公司通过对江阴市国有资产经营有限公司及其拟发行 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定江阴市国有资产经营有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，江阴市国有资产经营有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年八月二十四日



江阴市国有资产经营有限公司

2020 年度第一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:

本期中期票据发行金额: 5.00 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: 偿还存量债务融资工具

评级时间: 2020 年 8 月 24 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

江阴市国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。近年来, 江阴市经济稳步增长, 公司持续获得政府和股东的有力支持; 公司下属控股子公司江苏江南水务股份有限公司为上市公司, 其业务在江阴市具有区域专营性。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, 公司相关业务持续性存在不确定性、较大规模的其他应收款对公司资金占用大、公司债务负担重、担保比率较高等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

随着区域经济的稳步发展以及污水处理、固废处理业务等环保新领域的拓展, 公司未来经营有望保持稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险很小, 本期中期票据的偿还能力很强, 违约风险很低。

优势

1. 公司所在江阴市经济稳步发展, 为公司发展提供了良好的外部环境。2017—2019 年, 江阴市地区生产总值持续增长, 分别为 3488.30 亿元、3806.18 亿元和 4001.12 亿元; 同期, 江阴市一般公共预算收入保持增长, 分别为 235.16 亿元、254.04 亿元和 256.58 亿元。
2. 公司区域专营性优势明显。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, 在特许经营等方面获得地方政府的有力支持, 区域专营性优势明显。
3. 公司持续获得政府支持。2017—2019 年和 2020 年 1—3 月, 公司分别获得补贴收入 3.77 亿元、4.07 亿元、5.63 亿元和 1.21 亿元。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺		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	2	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	1	
		资本结构		4	
		偿债能力		1	
调整因素和理由				调整子级	
--				--	

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: 闫蓉 王中天 贾思然

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

关注

1. 公司基础设施建设业务持续性存在不确定性。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较大, 对资金占用大。截至 2020 年 3 月底, 公司其他应收款为 139.34 亿元, 占总资产 39.34%, 对资金占用大。
3. 公司债务负担重, 且存在一定或有负债风险。公司债务规模较大, 截至 2020 年 3 月底, 公司全部债务资本化比率 69.40%, 债务负担重; 公司担保比率较高, 截至 2020 年 3 月底为 58.36%, 存在一定的或有负债风险。

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)	98.93	74.82	86.72	96.31
资产总额(亿元)	273.83	299.28	331.05	354.16
所有者权益(亿元)	74.80	77.34	89.71	90.18
短期债务(亿元)	45.24	69.13	75.98	84.38
长期债务(亿元)	105.18	106.04	125.18	120.11
全部债务(亿元)	150.42	175.17	201.16	204.49
营业收入(亿元)	15.69	15.09	16.46	3.50
利润总额(亿元)	3.56	2.87	3.47	0.94
EBITDA(亿元)	12.80	13.54	17.31	--
经营性净现金流(亿元)	-13.45	-29.93	1.63	-1.60
营业利润率(%)	58.20	61.90	67.88	71.22
净资产收益率(%)	3.36	2.83	2.82	--
资产负债率(%)	72.68	74.16	72.90	74.54
全部债务资本化比率(%)	66.79	69.37	69.16	69.40
流动比率(%)	206.36	172.75	196.27	173.40
现金短期债务比(倍)	2.19	1.08	1.14	1.14
经营现金流动负债比(%)	-15.19	-27.14	1.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.30	1.50	1.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.75	12.93	11.62	--
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)	144.72	175.59	205.28	225.23
所有者权益(亿元)	33.80	34.46	44.58	45.04
全部债务(亿元)	85.20	110.98	134.54	136.52
营业收入(亿元)	2.24	2.93	3.23	0.76
利润总额(亿元)	0.41	0.48	0.54	0.47
资产负债率(%)	76.64	80.37	78.29	80.00
全部债务资本化比率(%)	71.60	76.31	75.11	75.19
流动比率(%)	294.33	303.66	320.24	258.76
经营现金流动负债比(%)	-45.66	-78.51	-12.16	--

注: 公司 2020 年一季度财务报表未经审计

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	2020/6/22	闫蓉、王中天、贾思然	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	2017/7/18	黄海伦、宋金玲	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
AA	稳定	2013/6/27	侯煜明	城投债评级方法及风险点简介 (2010 年)	阅读全文
AA ⁻	稳定	2012/6/28	孙恒志、王紫临	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无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由江阴市国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，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。

江阴市国有资产经营有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江阴市国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）原名江阴市国有资产经营公司，成立于1993年4月13日，初始注册资本2000万元，系江阴市财政局出资组建的国有独资公司，代江阴市政府行使国有企业出资人权利。根据江阴市人民政府澄政复〔2003〕5号文，公司于2003年3月改制为有限责任公司并更为现名，注册资本3.00亿元，主营业务为资本经营（除国家限制经营的领域外）。2011年8月，公司出资人江阴市财政局将公司100%股权无偿划转给江阴市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江阴市国资办”），公司的实际控制人变更为江阴市国资办。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元，江阴市国资办为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：资本经营（除国家限制经营的领域外）；水利设施建设（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3月底，公司本部内设综合管理部、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。公司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8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2020年3月底，公司对江

南水务直接和间接持股比例合计58.37%¹。截至2020年7月底，江南水务股权质押总量1800万股，占流通A股合计1.92%。

截至2019年底，公司合并资产总额331.05亿元，所有者权益89.71亿元（其中少数股东权益17.17亿元）；2019年，公司实现营业收入16.46亿元，利润总额3.47亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额354.16亿元，所有者权益90.18亿元（其中少数股东权益16.91亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入3.50亿元，利润总额0.94亿元。

公司注册地址：江阴市暨阳路12号。法定代表人：杨卫红。

二、本期中期票据概况

公司拟注册并发行2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额5亿元，期限3年，采用固定利率，按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金拟全部用于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），其业务在江阴市具有区域专营性。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。

¹ 公司直接持有江南水务 23.18% 的股份，又通过给排水公司（公司持股 100%）持有江南水 35.19% 的股份

中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。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压力。

经济运行受疫情严重冲击

由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. 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，GDP 为不变价规模；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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩

2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个

百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5

个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显

2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1—3月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大

2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降

2020年6月底，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年底增幅（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，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上

年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大

2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善

2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困

难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然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，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资

为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加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；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；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。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持

注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的

“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、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认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，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。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要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；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长

投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；

基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域经济环境

1. 水务行业

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。水资源在日常生产、生活中不可或缺，水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低，属于弱周期性行业，且由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。水务行业产业链主要涉及原水获取、自来水生产、供应和污水处理和再生利用等环节，受区域水资源禀赋、水务政策影响较大。近年来，随着我国城市化进程推进，一系列节水和环保治污政策出台，为水务行业进一步发展释放空间。

(1) 区域水资源禀赋

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源禀赋较南

方大部分地区有所欠缺，原水获取受到一定挑战，南水北调成为缓解我国区域水资源短缺的重要方式

我国水资源主要来源于地表水，地表水占水资源总量的 95.85%。由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三分之一。受制于我国南北地理环境和气候差异因素，全国约五分之四的水资源集中在长江流域及以南地区，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。其中，部分省份人均水资源量不足 1000 立方米/人，人均水资源量匮乏。

表 2 我国人均水资源量匮乏区域分布

省份/直辖市	人均水资源量 单位：(立方米/人)
天津	112.9
上海	159.9
北京	164.2
宁夏	214.6
河北	217.7
山西	328.6
山东	342.4
河南	354.6
江苏	470.6
辽宁	539.4
陕西	964.8

注：列示区域为人均水资源量不足1000立方米/人的省份或直辖市

资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

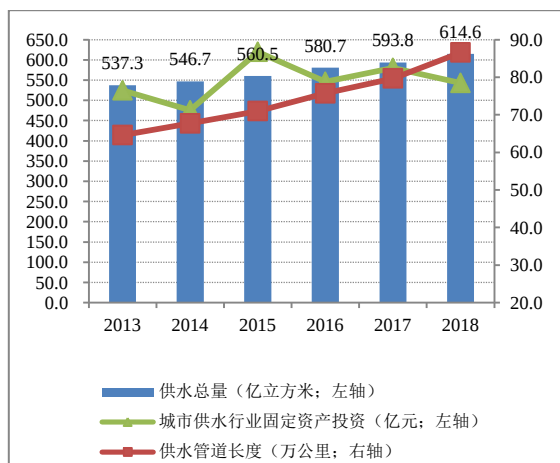
(2) 供水行业分析

城市化进程推动我国城市供水能力和供水总量逐年增长；城市用水普及率较高。城市供水行业固定资产投资规模稳中小幅波动。整体

看，我国城市供水行业进入平稳发展状态

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2018 年城市用水人口增至 5.03 亿人，同比增长 4.16%。同期，城市供水能力达 3.12 亿立方米/日，较 2017 年增长 2.42%，仍保持平稳增长。2018 年，我国城市供水总量达 614.6 亿立方米，较 2017 年增长 3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为 39.3%，生产运营用水占比 26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018 年，我国城市供水管道长度 86.51 万公里，较 2017 年增长 8.49%；城市用水普及率进一步上升至 98.36%。2018 年，城市供水行业固定资产投资 543.0 亿元，较 2017 年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

图 1 我国城市供水能力和固定资产投资情况



资料来源：联合资信根据《2018 年城市建设统计年鉴》整理

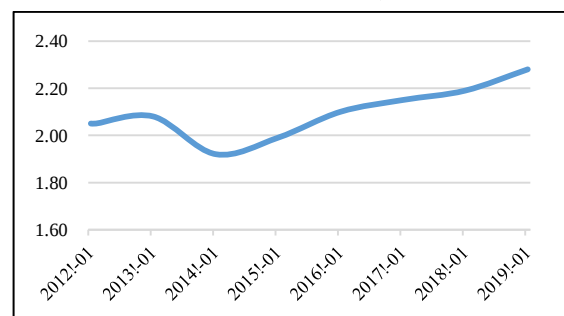
近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势，2019 年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，城市供水价格仍有进一步上调空间

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，目前我国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。水费征收范围包含居民生活用水、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。其中，居民生活用水水价整体最低，生产经营用水水价

次之，特种行业用水水价最高。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

2019 年，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.28 元/立方米，较 2018 年增加 0.09 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

图 2 重点城市居民生活用水平均水价变动情况
(单位:元/立方米)



注：选取样本为省会城市和计划单列市居民生活用水第一阶梯水价，居民生活用水水价不包含污水处理费、水价附加等

资料来源：wind，联合资信整理

2019 年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所调升，调整幅度在 0.2 元/立方米~0.5 元/立方米不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

表 3 截至 2019 年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	石家庄	4.28	19	大连	2.30
2	天津	4.00	20	乌鲁木齐	2.25
3	北京	3.64	21	厦门	2.20
4	长春	3.60	22	成都	2.08
5	郑州	3.45	23	南昌	2.03
6	济南	3.20	24	广州	1.98
7	西安	2.85	25	长沙	1.93
8	深圳	2.67	26	上海	1.92
9	青岛	2.50	27	杭州	1.90
10	重庆	2.50	28	贵阳	1.82

11	昆明	2.45	29	合肥	1.78
12	呼和浩特	2.45	30	西宁	1.76
13	宁波	2.40	31	兰州	1.75
14	哈尔滨	2.40	32	海口	1.75
15	太原	2.40	33	南京	1.62
16	银川	2.40	34	南宁	1.55
17	福州	2.40	35	拉萨	1.54
18	沈阳	2.35	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；福州市水价为2020年1月新调整水价

资料来源：各城市水务局、中国水网、联合资信整理

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在2020年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，我国城市供水水价仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

（3）污水处理行业分析

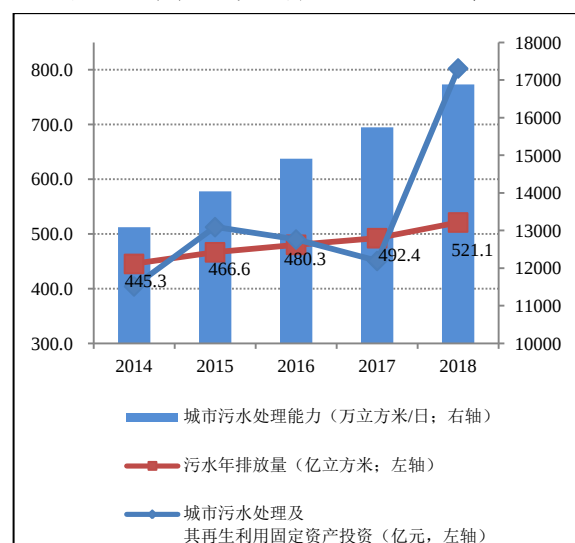
近年来，随着城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期

污水处理分为工业废水处理和生活污水两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的60%以上。2018年，全国城市污水排放量521.1亿立方米，较2017年增长5.84%。同期，全国城市污水处理能力1.69亿立方米/日，较2017年增长7.23%，显著高于同期城市供水能力增速。2018年，全国城市污水处理率增至95.49%，同比增长0.95个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为802.6亿元，同比增长78.04%。2016—2018年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计1743.3亿元，同期县城污水处

理及其再生固定资产投资387.2亿元²，较我国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资5600亿元目标尚有较大空间。

2019年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城市污水排放量未来或将显著增长。随着污水处理及再生利用设施投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期。

图3 近年来，我国城市污水处理变动情况



资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

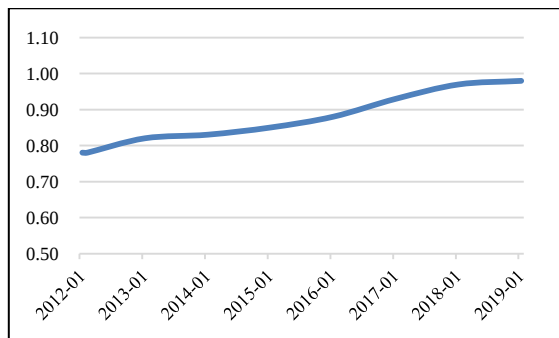
污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间

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。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。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨，非居民不低于1.40元/吨。近年来，根据我国重点城市居民生活污水平均

²污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内

价格走势来看,居民生活污水处理平均价格虽持续上升,但仍低于 1.00 元/吨,该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线,并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如太原、拉萨、海口等地,污水处理价格处于 0.50 元/吨~0.90 元/吨,尚未满足国家规定最低收费标准 0.95 元/吨。整体看,污水处理费仍处低位,部分城市尚有较大上调空间。

图 4 重点城市居民生活污水处理均价变动情况
(单位:元/吨)



注:选取样本为 36 个大中城市居民生活污水处理平均价格
资料来源:wind,联合资信整理

表 4 截至 2019 年底全国重点城市居民污水处理费
(单位:元/吨)

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	南昌	0.95
13	厦门	1.00	31	呼和浩特	0.95
14	西宁	0.95	32	沈阳	0.95
15	兰州	0.95	33	深圳	0.90
16	长沙	0.95	34	拉萨	0.80
17	长春	0.95	35	海口	0.80
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

注:该表污水处理费为居民生活污水处理收费,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:各城市水务局、中国水网

(4) 行业政策

水务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,国家有关部门制定了一系列政策和规划为其健康发展提供了保障。2019 年以来,国家发改委、水利部等在节水和污水处理方面新出台文件,要求控制用水总量,提高用水效率,到 2020 年,全国用水总量控制在 6700 亿立方米以内,全国公共供水管网漏损率控制在 10%以内,水资源节约和循环利用达到世界先进水平;2018 年,我国公共供水管网漏损率达 14.62%,较 2020 年目标仍有一定差距,未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。污水方面,随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019—2021 年)的通知》等文件陆续出台,要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口,基本消除城中村,城乡结合部生活污水收集处理设施空白区,基本消除黑臭水体,以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理,为水务行业发展提供扩容空间。

表 5 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	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案》（环厅〔2018〕70号）	生态环境部
12	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》（建城〔2018〕104号）	住建部、生态环境部
13	《排污许可证申请与核发技术规范水处理（试行）》（HJ 978-2018）	生态环境部
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695号	国家发改委、水利部
15	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）的通知	国家住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委

资料来源：联合资信整理

（4）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。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和PPP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影响，纷纷步入混改浪潮。

随着经济水平增长、城市化进程推进和一系列水务行业政策的出台，污水处理、黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域市场空间正逐步释放。未来受水务行业进入者增加影响，竞争将进一步加剧，由于水务行业规模效应明显，部分实力强的企业通过并购实现快速增长，行业集中度将提升。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。

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业中地方国有水务企业最为普遍；受资金和技术实力较强的央属水务企业异地扩张影响，未来水务行业跨区域竞争将有所加剧；但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断或行业龙头趋势

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，国有地方水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。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区县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。未来受资金和技术实力较强的水务企业异地扩张影响，水务行业竞争将有所加剧，但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策影响，未来，我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化改革，但同时增加了水务企业的投资和回款压力

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台，我国供水行业在老旧供水管网提标改造，提升供水效率方面尚有一定空间，污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间，预期未来我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。在建设资金配置方面，财政部、住建部等多次提出，鼓励政府参与的污水处理项目实施PPP模式，鼓励社会资金参与水务设施建设，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。在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过PPP模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

2. 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，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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到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 6 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。

3. 区域经济概况

公司作为江阴市重要的基础设施建设主体，江阴市经济水平及发展趋势对公司未来发展影响较大。

近年来，江阴市经济稳步增长，产业结构不断优化，公司所在区域为公司创造了良好的外部环境。

江阴市区域经济

根据《江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2017-2019年，江阴市实现地区生产总值分别为3488.30亿元、3806.18亿元和4001.12亿元，其中2019年按可比价格计算同比增长6.8%。2019年，江阴市人均地区生产总值达24.21万元，三次产业比例调整为0.9:51.0:48.1，三产增加值占GDP比重较上年提高3.5个百分点。

2019年，江阴市固定资产投资增长6.0%。分产业投向看，第一产业投资增长93.0%，第二产业投资增长5.5%，第三产业投资增长5.4%。全年房地产开发投资增长21.3%。商品房施工面积1454.31万平方米，增长1.0%；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%。

根据《关于江阴市2019年国民经济和社会发展规划执行情况及2020年国民经济和社会发展规划草案的报告（摘要）》，2020年江

阴市计划重点抓好以下几方面工作：（1）坚持稳增长快转，着力提升经济运行质量。（2）实施创新驱动，着力培育转型发展动能。（3）深化改革开放，着力扩大集成改革优势。（4）突出精致精细，着力提升城市建设水平。（5）坚持严防严治，着力提升生态环境质量。（6）坚持防救集成，着力提升城市本质安全。（7）注重富民惠民，着力增强群众获得感。

根据公开资料，2019年，江阴-靖江工业园区完成地区生产总值98.40亿元，同比增长6.70%；规模以上工业总产值177.00亿元，同比增长3.6%；税务工商开票546.46亿元，完成签约项目12个，总投资56.70亿元。

目前，江阴-靖江工业园区形成了船舶、冶金新材料、机械装备、重钢结构、汽车零部件和港口物流六大产业集群，共有在建项目10个，总投资83.16亿元；拟建项目17个，总投资83.52亿元。另外，园区还有在手重点意向项目19个，总投资76.3亿元。

2020年，江阴-靖江工业园区将坚持高质量跨江融合发展不动摇，大力实施产业强区主导战略和创新驱动核心战略，加快打造跨江融合先行区、特色产业集聚区、长江大保护样板区和高质量发展引领区。

同时，根据《<长江三角洲区域一体化发展规划纲要>江苏实施方案》要求，江阴、靖江两地将以生态绿色为标识，以产业发展协同化、空间规划一体化、公共服务同城化为重点，把江阴—靖江工业园区作为跨江全面融合的主阵地、驱动器，力争通过3~5年努力，在跨江融合发展上取得重大进展，基本建成一个“产业共进、设施共建、民生共享、生态共美”的高质量跨江融合发展实验区，快速融入长三角一体化发展战略。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司实际控制人江阴市国资办持有公司100%股权，公司注册资本

和实收资本均为3.00亿元。

2. 竞争优势

公司负责江阴市全市域的自来水供应，其业务在江阴市具有专营性。

江阴市市级平台主要是江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”）和公司两家。其中江阴城投是江阴市最大的基础设施建设主体，主要负责江阴市区域内重点城市建设、交通道路以及保障房建设，在江阴市具有较强的业务专营性。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），其业务在江阴市具有区域专营性。两家公司业务无重叠。

表7 2019年江阴市主要城投企业财务数据

（单位：亿元）

公司名称	资产总额	所有者权益	负债总额	营业收入	利润总额
江阴城投	681.75	236.72	445.03	14.17	4.92
公司	331.05	89.71	241.34	16.46	3.47

资料来源：根据审计报告整理

3. 人员素质

公司高管业务管理经验丰富；人员构成合理，能够满足日常经营需要。

公司本部现有高级管理人员2人，包括董事长兼总经理1人、财务总监1人。

杨卫红女士，1966年生，大学学历；1988年7月参加工作，1988年至2006年任职于江阴市财会教育中心，2006年至2008年任江阴市财政国库集中支付中心副主任，2008年至2010年，任江阴市董事监事（财务总监）管理中心主任；2015年至今任公司董事长兼总经理。

截至2020年3月底，公司在职职工1503

人。其中研究生以上学历19人，占1.26%；大学本科学历352人，占23.42%；大专学历359人，占23.89%；中专、高中及以下学历773人，占51.43%。

4. 外部支持

近年来江阴市财政收入持续增长，财政实力很强，外部支持能力很强。

根据江阴市人民政府披露的财政预算执行情况，2017-2019年，江阴市一般公共预算收入分别为235.16亿元、254.04亿元和256.58亿元。其中2019年税收收入218.09亿元，同比下降2.2%，占一般公共预算收入的85.00%。2019年，江阴市一般公共预算支出231.10亿元，同比增长0.3%，财政自给率111.03%，财政自给能力强。2019年江苏省下达江阴市政府债务限额172亿元。截至2019年底全市政府债务余额为165.80亿元。

2018年及2019年，园区分别实现公共财政预算收入9.49亿元和8.91亿元。

为保障公司的正常经营，江阴市政府和园区管委会在资产划拨、特许经营和财政补贴等方面给予公司有力支持。

2010年，根据江阴市政府《关于同意<关于授予江苏江南水务股份有限公司供水特许经营权的请示>的批复》（澄政复〔2010〕14号）和《江阴市城乡供水特许经营协议》，江南水务获得江阴市建设局授予的全市范围内独家提供供水服务、收取水费和负责供水设施的建设、经营、维护和更新的权利，期限为30年，从2010年3月至2040年3月。江阴市建设局同意在特许经营权期限内不再批准任何个人和企业进入特许经营区域从事供水服务，确保公司实现排他性经营。在取得特许经营权时，江南水务几乎拥有及控制江阴市全市域的自来水制水与供水业务，区域专营性优势明显。

根据澄价发〔2018〕20号文，江阴市居民生活用水由原2.60元/立方米调整为3.10元/

立方米；非居民生活用水由原3.30元/立方米调整为4.10元/立方米；特殊用水（含高档洗浴、沐足、洗车、商业性游泳池、纯净水、饮料、酿酒业、建筑业用水等由原4.50元/立方米调整为5.50元/立方米。水价上调有利于增强公司水务板块的盈利能力。

2017年，子公司扬子江公司和靖江公司共收到财政拨款4.60亿元、江阴市秦望山产业园投资发展有限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给排水公司16.44%的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。股权划拨后，公司对上述两家公司持股比例均上升至100%。

2018年，江阴市财政局对公司增资0.62亿元，计入资本公积。2017-2019年和2020年1-3月，公司分别获得补贴收入3.77亿元、4.07亿元、5.63亿元和1.21亿元，计入“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

近年来，公司履约情况良好，未发现其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：913202817132647781），截至2020年8月13日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

截至2020年8月13日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司制定了较为健全的内部管理机制，为公司发展奠定了较好的基础。公司整体管理水平较高。

1. 法人治理结构

根据公司章程的规定，公司不设股东会，由江阴市国资办行使股东会职权。公司设董事会、监事会、总经理；其中，董事会成员3

人，由江阴市国资办委派，董事会设董事长1人，由江阴市人民政府从董事会成员中指定；监事会成员3人，由江阴市国资办委派，监事会设监事会主席1人，由江阴市人民政府从监事会成员中指定；公司设总经理，由董事会聘任和解聘。董事会和监事会依法行使职权，对出资人负责，总经理负责公司的日常经营管理工作。公司本部内设综合管理部、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。

2. 管理体制

公司结合自身实际情况，制定并不断完善了对子公司管理、人事任免管理、财务管理、投融资管理、关联交易管理、担保管理等在内的一系列内部控制制度。

对子公司的管理

公司与控股和参股子公司是以产权为纽带的母子公司关系。公司和控股和参股子公司都是独立的企业法人，均拥有企业法人财产权，并以全部法人财产依法自主经营、自负盈亏，享有民事权利，承担民事责任。公司依其对所属子公司的出资额，按照《公司法》的规定，分别行使控股、参股管理的权利。

公司依照《公司法》《证券法》及控股子公司章程的规定，对所属控股子公司和其他具有控制权的子企业行使股东权利，根据所持股份比例和公司章程选派产权代表等人员进入股东（大）会、董事会、监事会和经理班子，按公司的意志，依法参与经营决策、利润分配和监督等。

财务管理

公司制定了《江阴市国有资产经营有限公司财务管理制度》，加强财务管理和经济核算。公司内部财务管理实行在总经理统一领导下，各职能部门分级归口管理。总经理在财务管理中的权责为根据公司董事会的决议和规定，审议公司发展规划和与之相适应的公司财务管理目标和预算方案，并为实现目

标和预算方案对公司经营全过程进行组织和管理；根据公司的规划及经营需要，提请董事会批准确定公司财务管理机构的设置和调整；结合公司实际情况，组织拟定公司财务管理制度，并报请公司董事会批准后实施；接受监事对公司经营全过程进行财务监督，定期向董事会汇报财务运行状况，接受税务、审计等部门对公司经营活动的监督和检查。同时，《财务管理制度》明确了财务负责人的职责及相关财务管理要求。

投融资管理

公司制定了《江阴市国有资产经营有限公司投融资管理制度》，要求投资项目均由公司董事会批准。投资项目预算必须经过论证，对投资额巨大或专业性较强，可委托外部专业咨询公司进行论证。下属子公司按规定需呈报公司审批的投资项目，实行逐级呈报审批制度；并由公司指导企业向董事会备案。公司根据经营和发展战略的资金需要，确定融资战略目标和规划，结合年度经营计划和预算安排，拟定筹资方案，明确筹资用途、规模、机构和方式等内容，对筹资成本和潜在风险做出充分评估。融资方案决策审批、执行活动需进行监督、后评价与责任追究等控制。

担保管理

公司制定了《江阴市国有资产经营有限

公司对外担保管理办法》，规定对外担保指公司以第三人身份为他人提供的保证、抵押或质押，种类包括借款担保、银行开立信用证和银行承兑汇票担保、开具保函的担保等。公司对外担保的最高决策机构为董事会。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责江阴市范围内水务业务和园区基础工程。近三年公司营业收入波动增长，毛利率维持在较高水平。

2017-2019年，公司营业收入波动增长，分别为15.69亿元、15.09亿元和16.46亿元，以水务业务收入和园区基础工程项目管理费收入为主，2017-2019年，公司水务业务收入主要分别为11.01亿元、8.82亿元和9.79亿元；项目管理费收入，分别为1.27亿元、1.60亿元和2.27亿元。公司其他业务收入包括少量融资担保业务、城市社区环境卫生和市场管理收入等。毛利率方面，近三年公司综合毛利率分别为59.89%、63.30%和69.60%。

2020年1-3月，公司实现营业收入3.50亿元，相当于2019年全年的21.28%。其中水务业务收入1.77亿元。公司综合毛利率为72.62%。

表8 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2017			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
水务业务		11.01	70.15	46.74	8.82	58.49	48.74	9.79	59.50	53.92	1.77	50.61	49.03
园区基础工程	安置房建设	0.53	3.38	38.10	0.84	5.58	-0.91	0.30	1.85	3.87	--	--	--
	项目管理费	1.27	8.07	100.00	1.60	10.63	100.00	2.27	13.79	100.00	0.83	23.57	100.00
其他业务		2.89	18.40	96.42	3.82	25.31	95.69	4.09	24.85	95.15	0.90	25.82	93.86
合计		15.69	100.00	59.89	15.09	100.00	63.30	16.46	100.00	69.60	3.50	100.00	72.62

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

2. 业务经营分析

（1）水务板块

近年来，公司水务板块收入波动下降；自

来水产能利用率基本保持稳定。

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，主要包括自来水销售和工程

业务，此外还包括少量污水处理和服务业。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。

江南水务的经营范围为自来水制售、自来水排水及相关水处理业务、供水工程的设计及技术咨询、水质检测、水表计量检测和对公用基础设施项目进行投资。江阴市全市域的自来水全部由江南水务生产销售。

截至 2019 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与 2018 年保持稳定，仍为 116.00 万立方米/日。

2017 - 2019 年，江南水务整体产能利用率分别为 60.36%、65.00% 和 62.76%。截至 2019 年底，江南水务管网长度 3309.26 千米，江南水务已覆盖江阴市全辖区，供水面积 986.97 平方公里，服务人口超过 200 万，较 2018 年基本保持稳定。公司管网长度均为 3008 千米，覆盖江阴市全辖区，供水面积 987.50 平方公里，受益人口超过 200 万。2017 - 2019 年，江南水务主要经营情况如下表：

表 9 江南水务主要经营情况
(单位：万立方米、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
供水量	27398.20	27520.74	26570.88
售水量	25185.92	25373.79	24260.56
产销差率	8.07	7.80	8.69
水质综合合格率	100	100	100

资料来源：公司提供

2019 年，江南水务完成供水量 26570.88 万立方米，同比下降 3.45%，完成全年计划的 102.20%；完成售水量 24260.56 万立方米，同比下降 4.39%，完成全年计划的 105.48%，售水量下降主要系应政府环保相关要求，公司下游需求企业产业升级改造所致；产销差率为 8.69%，同比上升 0.89 个百分点，系本期售水量减少，另外应急备用水源地项目试运行产生冲管损耗

所致；水质综合合格率保持 100%。2020 年 1 - 3 月，公司供水量及售水量均受到疫情影响同比小幅下降，其中完成供水量 6007 万立方米，同比下降 3.43%；售水量完成 5405 万立方米，同比下降 5.99%。

2017 - 2019 年，江南水务实现自来水销售收入分别为 5.11 亿元、5.66 亿元和 6.27 亿元，公司 2018 年及 2019 年供水收入较 2017 年有所增长，主要系 2018 年 7 月起实施新的自来水销售价格所致（根据澄价发〔2018〕20 号文，见第五章外部支持部分）；同期，自来水销售业务毛利率分别为 49.96%、50.22% 和 52.62%，其中 2018 年自来水销售价格上涨但毛利率变化不大主要系当年折旧和修理费同比快速增长所致。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。

公司水务工程业务主要由江南水务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市内，目前主要有自来水管安装工程、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 - 2019 年，江南水务工程业务收入分别为 5.49 亿元、2.88 亿元和 2.99 亿元（此外，公司还有少量水务市政工程收入来源于下属给排水公司），其中 2018 年市政工程业务收入快速下降主要系当地管网工程安装及改造工程、新建小区给水工程等大幅下滑所致，该部分业务存在一定不确定性；毛利率分别为 44.72%、49.18% 和 63.76%。

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。

(2) 园区开发建设板块

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，公司主要从事园区的土地“五通一平”、园区内基础设施建设和安置房建设等业务。

公司安置房建设收入来自存量项目出售；近年来公司无新开工项目，存量项目规模很小，业务延续存在较大不确定性。

公司安置房建设业务由扬子江公司负责，扬子江公司安置房销售模式为：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，园区财政局在销售价格与成本价差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结算。

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由“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“预收账款”。

2017-2019年，公司安置房销售面积波动较大，分别为1.47万平方米、4.75万平方米和0.65万平方米。近年来公司未新增安置房项目，目前公司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。2017-2019年，公司销售收入（含补贴）分别为0.53亿元、0.84亿元和0.30亿元；毛利率分别为38.10%、-0.91%和3.87%。2020年1-3月，公司无安置房销售收入。

表 10 2017-2020 年 3 月扬子江公司安置房销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
安置房建设面积	1.06	0.21	0.00	0.00

(万平方米)				
销售安置房面积 (万平方米)	1.47	4.75	0.65	0.00
销售均价 (元/平方米)	1285.00	1289.00	1289.00	0.00
实际销售收入 (万元)	1887.00	6122.00	832.64	0.00
安置房补贴 (万元)	3415.00	2300.00	2214.00	0.00

注：销售均价为政府指导价

资料来源：公司提供

公司正售项目溢馨苑安置小区四期项目总投资10.00亿元，截至2020年3月底已全部完成投资，项目累计回笼资金7.07亿元，未结转安置房成本2.78亿元。目前，公司无其他新开工安置房项目，在建项目剩余投资规模很小，安置房建设业务持续性存在较大不确定性。

公司项目管理费收入持续增长，回款效率很高。由于政府回购周期长，项目过往投入对公司资金存在较大占用。

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。

2017-2019年和2020年1-3月，公司分别实现项目管理费收入1.27亿元、1.60亿元、2.27亿元和0.83亿元，均已全额回款；毛利率为100%。截至2020年3月底，公司共承接基础设施代建项目176个，已完工120个，全部是公益性项目，单个项目投资规模较小；竣工项目总投资额19.80亿元（反映在“在建工程”）。

公司政府类业务还包括土地整理，近几年该板块未发生投入且未产生收入，公司土地整理业务持续性需保持关注。

（3）其他业务

公司其他业务以利息收入为主，毛利率很高，对公司利润形成补充。

公司其他业务以利息收入为主，此外还包括少量担保收入等。2017-2019年和2020年1-3月，公司其他收入分别为2.89亿元、3.82亿元、

4.09亿元和0.90亿元，其中利息收入分别为2.24亿元、2.93亿元、3.23和0.76亿元，为公司借给江阴城投往来款，公司每月底按基准利率收取的江阴城投利息费用，该部分毛利率为100%。公司其他业务毛利率很高，对公司利润存在一定补充。

3. 未来发展

公司未来仍将以水务业务为主，该方面业务持续性好；公司在建项目尚有一定融资需求。

未来公司重点仍以水务业务为主，在建项目计划投资总额63.14亿元（除园区基础工程项目外，其他项目以自建项目为主，未来通过自营、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），截至2020年3月底已经完成投资49.50亿元。公司重点在建项目见下表。

表 11 截至 2020 年 3 月底公司未来投资计划（单位：亿元）

工程名称	总投资	已完成投资额	计划投资		
			2020 年 4~12 月	2021 年	2022 年
加压站改造工程	2.06	0.22	0.05	0.96	0.62
肖山水厂深度改造工程	1.43	0.15	0.71	0.43	0.14
澄西水厂深度改造工程	0.35	0.03	0.18	0.11	0.03
园区基础工程项目	25.00	17.89	1.50	3.00	2.61
恒德港口工程	5.00	4.95	0.05	0.00	0.00
引进项目（园区）	25.00	23.15	0.50	0.50	0.85
工业废弃物综合利用项目	4.30	3.11	0.50	0.50	0.19
合计	63.14	49.50	3.49	5.50	4.44

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017-2019年度财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

2017-2020年3月，公司合并范围无变化，

财务数据可比性强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长；资产中货币资金、其他应收款和在建工程占比大，公司应收往来款和园区投入对资金占用大。总体看，公司资产流动一般，资产质量一般。

2017-2019年，公司资产总额持续增长，年均复合增长9.95%。截至2019年底，公司资产总额331.05亿元，较上年底增长10.62%，主要

系其他应收款和固定资产增长所致。公司资产以流动资产为主，货币资金，其他应收款和在建工程占比大，资产流动性一般。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	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	98.76	36.07	74.58	24.92	86.46	26.12	96.26	27.19
其他应收款	74.02	27.03	110.76	37.01	125.44	37.89	139.34	39.34
流动资产	182.76	66.74	190.57	63.68	214.62	64.83	238.06	67.22
固定资产	23.38	8.54	21.00	7.02	27.25	8.23	25.85	7.30
在建工程	60.02	21.92	78.85	26.35	77.61	23.44	78.94	22.29
非流动资产	91.07	33.26	108.71	36.32	116.43	35.17	116.10	32.78
资产总额	273.83	100.00	299.28	100.00	331.05	100.00	354.16	100.00

资料来源：根据公司审计报告、2020年1季度财务数据整理

2017—2019年，公司流动资产持续增长，年均复合增长8.37%。截至2019年底，公司流动资产214.62亿元，较上年底增长12.62%。

2017—2019年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降6.44%。截至2019年底，公司货币资金86.46亿元，较上年底增长15.93%，以银行存款为主。货币资金中受限资金15.46亿元，受限比率17.88%。

2017—2019年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长30.38%。截至2019年底，其他应收款125.44亿元，较上年底增长13.52%；公司其他应收款主要是与江阴城投、江阴市新农村建设发展有限公司和江阴市南门印象开发发展有限公司往来款，2019年底分别为73.06亿元、20.05亿元和14.00亿元，公司部分应收往来款每月底按基准利率向欠款方收取利息（部分为无息往来），有息部分产生的收入计其他业务收入，前五名其他应收款总额占比94.42%，集中度高；账龄在1年以内的占比85.10%，账龄短，公司累计计提坏账准备1062.60万元，计提比例低。

表 13 截至 2019 年底公司其他应收款前五名明细
（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项内容
江阴城市建设投资有限公司	73.06	58.19	往来款、借款、利息及土地拆迁款
江阴市新农村建设发展有	20.05	15.97	往来款

限公司			
江阴市南门印象开发发展有限公司	14.00	11.15	往来款
江阴市财政局	5.87	4.68	往来款
江阴市华水农业水利开发建设有限公司	5.56	4.43	往来款
合计	118.54	94.42	--

资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长13.07%。截至2019年底，公司非流动资产116.43亿元，较上年底增长7.11%。

公司固定资产主要由输水管网、房屋建筑物和专用设备构成。2017—2019年，公司固定资产波动增长，年均复合增长7.96%。截至2019年底，公司固定资产27.25亿元，较上年底增长29.77%，主要系公司房屋建筑物、管网、专用设备增加所致，固定资产成新率79.00%。

2017—2019年，公司在建工程波动增长，年均复合增长13.71%。截至2019年底，公司在建工程77.61亿元，较上年底下降1.57%。主要为园区的安置房、学校和医院以及招商引资过程中建造的厂房、办公用房（园区引进项目，主要是自建项目，未来通过出让或收取租金方式获得收入）等零星工程持续投入。

截至2020年3月底，公司资产总额354.16亿元，较上年底增长6.98%。资产结构较上年底变化不大。公司货币资金96.29亿元，较上年底增长11.36%；其他应收款139.34亿元，较上年底增长11.08%；在建工程78.94亿元，较上年底增

长1.71%。

截至2019年底，公司受限资产15.70亿元，主要为受限货币资金。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益不断增长，所有者权益稳定性一般。

2017—2019年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长9.52%，主要系资本公积和

其他权益工具增长所致。截至2019年底，公司所有者权益89.71亿元（其中少数股东权益17.17亿元），较上年底增长16.00%，主要系公司发行永续私募债“19江公Y1”并将其纳入其他权益工具所致。2019年公司所有者权益构成变化不大，其中实收资本占3.34%、资本公积占25.83%、其他权益工具占28.68%、未分配利润占21.08%，所有者权益稳定性一般。

表14 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

	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	3.00	4.01	3.00	3.88	3.00	3.34	3.00	3.33
资本公积	22.55	30.15	23.17	29.96	23.17	25.83	23.16	25.68
未分配利润	16.89	22.58	17.79	23.00	18.92	21.08	19.65	21.79
其他权益工具	15.76	21.07	15.76	20.38	25.73	28.68	25.73	28.53
所有者权益合计	74.80	100.00	77.34	100.00	89.71	100.00	90.18	100.00

资料来源：根据公司审计报告、2020年1季度财务数据整理

2017—2019年，公司实收资本保持稳定，为3.00亿元。

2017—2019年，公司资本公积基本保持稳定，年均复合增长1.36%。截至2019年底，公司资本公积23.17亿元，较上年底保持稳定。

截至2019年底，公司其他权益工具25.73亿元，较上年底增长63.26%，主要系公司发行永续私募债“19江公Y1”并将其纳入其他权益工具所致。

截至2020年3月底，公司所有者权益90.18亿元（其中少数股东权益16.91亿元），较上年

底基本保持稳定，所有者权益构成较上年底变化不大。

近年来，公司负债总额持续增长，债务负担重，未来两年内，公司存在一定集中兑付压力。

2017—2019年，公司负债总额持续增长，年均复合增长10.12%。截至2019年底，公司负债总额241.34亿元，较上年底增长8.74%，主要系短期借款和应付票据快速增长所致。其中流动负债占45.31%，非流动负债占54.69%。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	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	19.95	10.02	18.17	8.19	27.61	11.44	23.53	8.91
应付票据	12.64	6.35	20.16	9.08	23.94	9.92	32.75	12.41
预收款项	8.93	4.49	10.08	4.54	10.42	4.32	10.96	4.15
一年内到期的非流动负债	12.66	6.36	30.80	13.88	24.43	10.12	28.10	10.65
其他流动负债	20.02	10.06	17.01	7.66	11.67	4.84	23.67	8.97
流动负债	88.56	44.50	110.31	49.70	109.35	45.31	137.29	52.01
长期借款	51.79	26.02	43.00	19.37	36.56	15.15	26.49	10.03
应付债券	53.39	26.83	63.04	28.40	88.62	36.72	93.62	35.47

非流动负债	110.47	55.50	111.62	50.29	131.99	54.69	126.69	47.99
负债总额	199.03	100.00	221.94	100.00	241.34	100.00	263.98	100.00

注：1.公司流动负债和非流动负债之和与总额数不一致系四舍五入所致
资料来源：根据公司审计报告、2020年1季度财务数据整理

2017—2019年，公司流动负债波动增长，年均复合增长11.12%。截至2019年底，公司流动负债109.35亿元，较上年底下降0.87%

截至2019年底，公司短期借款27.61亿元，较上年底增长51.95%，全部为保证借款。

2017—2019年，公司应付票据快速增长，年均复合增长37.63%。截至2019年底，公司应付票据23.94亿元，较上年底增长18.74%，公司应付票据快速增长主要系公司项目投入通过票据结算增多所致。公司应付票据由银行承兑汇票、商业承兑汇票及国内信用证构成。

2017—2019年，公司预收款项持续增长，年均复合增长8.06%。截至2019年底，公司预收款项10.42亿元，较上年底增长3.40%。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债24.43亿元，较上年底下降20.67%，主要为担保借款和一年内到期债券。

2017—2019年，公司其他流动负债快速下降，年均复合下降23.64%。截至2019年底，公司其他流动负债11.67亿元，其中应付短期融资券9.00亿元。

2017—2019年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长9.31%。截至2019年底，公司非流动负债131.99亿元，较上年底增长18.25%，主要系应付债券快速增长所致。

2017—2019年，公司长期借款快速下降，年均复合下降15.99%。截至2019年底，公司长期借款36.56亿元，较上年底下降14.99%，其中担保借款32.50亿元，担保、抵押借款4.06亿元。

2017—2019年，公司应付债券快速增长，

年均复合增长28.84%。截至2019年底，公司应付债券88.62亿元，较上年底增加25.59亿元，系公司2019年偿还部分私募债和可转债，同时新增较大规模PPN所致。

截至2020年3月底，公司负债总额263.98亿元，较上年底增长9.38%。其中流动负债占52.01%，非流动负债占47.99%，债务构成较上年底有所变化。截至2020年3月底，公司短期借款23.53亿元，较上年底减少4.08亿元；应付票据32.75亿元，较上年底增加8.81亿元，主要系项目投入通过票据结算持续增多所致。

2017—2019年，公司全部债务快速增长，分别为150.42亿元、175.17亿元和201.16亿元。若将公司其他流动负债和长期应付款中的有息债务纳入全部债务核算，公司调整后全部债务分别为171.42亿元、193.42亿元和211.11亿元。近三年，公司调整后短期债务占比分别为38.06%、44.53%和40.25%，公司短期债务占比比较高，债务结构有待改善。2017—2019年，公司调整后长期债务资本化比率分别为58.67%、58.11%和58.44%，调整后全部债务资本化比率分别为69.62%、71.44%和70.18%，资产负债率分别为72.68%、74.16%和72.90%。总体看，公司债务负担重。

未来偿债压力方面，截至2020年3月底，2020年4—12月，公司需偿还的有息债务为70.65亿元、2021年需偿还44.86亿元，2022年需偿还60.07亿元，公司存在一定集中兑付压力。

表16 截至2020年3月底公司有息债务剩余期限分布（单位：亿元、%）

项目	2020年4-12月	2021年	2022年	2023年	2024年及以后	合计
到期金额	70.65	44.86	60.07	34.10	16.71	226.39
占比	31.21	19.82	26.53	15.06	7.38	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

公司营业收入波动增长，营业利润率不断上升。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。

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）以及其他业务（利息收入、融资担保业务、城市环境卫生等）。2017—2019年，公司营业收入波动增长，年均复合增长2.40%；同期公司营业成本年均复合下降10.84%。近三年公司营业利润率分别为58.20%、61.90%和67.88%。

2017—2019年，公司期间费用分别为9.49亿元、10.56亿元和13.10亿元。期间费用主要为财务费用，一方面系公司有息债务快速增长，另一方面系银票贴现造成费用上升所致。近三年公司期间费用率（期间费用/营业收入）分别为60.45%、69.97%和79.58%，总体看，公司对期间费用控制能力差。

2017—2019年，公司其他收益分别为3.77亿元、4.07亿元和5.63亿元，上述收入均为政府补贴；2017—2019年，公司利润总额分别为3.56亿元、2.87亿元和3.47亿元。整体看，公司利润对政府补助的依赖性强。

2017—2019年，公司总资产收益率分别为4.39%、4.23%和4.79%，净资产收益率分别为3.36%、2.83%和2.82%。整体看，公司盈利能力一般。

2020年1—3月，公司实现营业收入3.50亿元，其中水务板块占比50%左右，项目管理费和其他业务收入为营业收入的重要补充，营业利润率71.22%。同期，公司确认其他收益1.21亿元，全部为政府补贴；利润总额0.94亿元。

5. 现金流分析

近三年公司收入实现质量持续向好，2019年公司经营活动现金实现净流入。公司投资活动净现金流出主要通过筹资活动流入弥补。

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—2019年，公司经营活动现金流入波动增长，分别为22.19亿元、21.89亿元和27.41亿元；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—2019年分别为13.73亿元、15.70亿元和17.21亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金分别为8.45亿元、6.17亿元和10.19亿元，主要由收到的保证金及往来款和政府补助构成；同期，公司经营活动现金流出分别为35.64亿元、51.82亿元和25.78亿元。近三年公司经营活动现金流量净额分别为-13.45亿元、-29.93亿元和1.63亿元。2017—2019年，公司现金收入比分别为87.49%、104.07%和104.56%，收入实现质量持续向好。

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—2019年，公司投资活动现金流入分别为48.23亿元、37.63亿元和10.69亿元。公司收回投资收到的现金主要是理财产品本金收回；同期，公司投资活动现金流出分别为57.97亿元、34.76亿元和17.53亿元。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金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系江南水务购买理财产品和定期存款存出投资。近三年投资活动现金流量净额分别为-9.74亿元、2.87亿元和-6.84亿元。

公司筹资活动主要通过银行借款和发行债券获得。2017—2019年，公司筹资活动现金流入量分别为103.56亿元、128.26亿元和136.56亿元，主要是取得借款收到的现金和发行债券收到的现金。公司筹资活动现金流出分别为93.30亿元、119.61亿元和121.00亿元，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主要是贷款保证金的转入和转出。近三年筹资活动现金流量净额分别为10.26亿元、8.65亿元和15.56亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额-1.60亿元；现金收入比较2019年上升至

112.60%。投资活动现金流量净额-4.86亿元，筹资活动现金流量净额10.57亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较好，但考虑到股东对公司的有力支持，公司整体偿债能力很强。公司担保比率较高且单一客户集中度高，面临一定或有负债风险。

2017-2019年，公司流动比率和速动比率均波动下降，截至2019年底，公司流动比率和速动比率为196.27%和195.96%；截至2020年3月底，上述比率分别下降至173.40%和173.16%；2017-2018年，公司经营现金流动负债比持续为负，2019年为1.49%，公司经营性活动净现金流对流动负债保障能力弱。截至2019年底，公司现金类资产（已剔除受限资金）为71.26亿元，为同期调整后短期债务的0.84倍，较2018年的0.69倍有所上升。总体看，公司短期偿债能力一般。

2017-2019年，公司EBTIDA分别为12.80亿元、13.54亿元和17.31亿元；公司调整后全部债务/EBITDA分别为13.40倍、14.28倍和12.20倍；EBITDA利息倍数分别为1.30倍、1.50倍和1.23倍。公司长期偿债能力较好。但考虑到股东对公司的有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至2020年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度52.60亿元，尚未使用额度12.00亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；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2020年3月底，公司对外担保余额为52.63亿元，担保比率为58.36%。公司对外担保企业包括江阴城投40.46亿元、江阴市旅游文化产业发展有限公司4.30亿元、江阴市新农村建设发展有限公司3.50亿元、江苏普惠建设有限公司2.00亿元、江阴市新国联投资发展有限公司2.00亿元和江阴南门印象开发发展有限公司0.38亿元，目前被担保对象均为国有企业且经营情况正常。公司担保比率较高，被担保企业

区域和行业集中度高，公司存在一定或有负债风险。

7. 母公司财务概况

母公司对核心子公司控制力度一般，其资产、所有者权益及负债占合并报表比重较高，但收入和利润总额占合并报表比重偏低。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额205.28亿元，较上年底增长16.91%，主要系其他应收款和在建工程快速增长所致。其中流动资产占83.70%、非流动资产占16.30%，资产以流动资产为主，应收类账款占比大，母公司资产流动性一般。母公司资产总额占合并报表资产总额的62.01%，占比较高。

截至2019年底，母公司所有者权益合计44.58亿元，较上年底增长29.35%，主要系其他权益工具增加所致。母公司所有者权益主要由资本公积和其他权益工具构成，占合并报表所有者权益的49.69%，占比较高，母公司所有者权益稳定性较差。

截至2019年底，母公司负债合计160.70亿元，较上年底增长13.87%。其中流动负债占33.39%、非流动负债占66.61%，母公司以非流动负债为主。截至2019年底，母公司资产负债率为78.29%，全部债务资本化比率75.11%，长期债务资本化比率70.60%，较上年均有所下降，母公司债务负担仍重。母公司负债占合并报表负债的66.59%，占比较高。

2019年，母公司实现营业收入3.23亿元，同比增长10.37%，主要是母公司确认的利息收入，母公司收入占合并报表营业收入19.64%，比重偏低；母公司利润总额为0.54亿元，同比增长11.44%，占合并报表利润总额的15.48%，母公司利润总额占合并报表比重偏低，公司利润主要由子公司江南水务产生。

九、本期中期票据偿债能力分析

本期中期票据发行金额对公司现有债务规

模影响较小。公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据覆盖能力较强。考虑到政府和股东对公司的持续有力支持，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额5.00亿元，相当于2019年底公司调整后长期债务和调整后全部债务的3.96%和2.37%，对公司现有债务规模影响较小。

2019年底，公司资产负债率、调整后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%、58.44%和70.18%，以公司2019年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据按发行金额5.00亿元发行后，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率将分别上升至73.30%、59.38%和70.66%，公司债务负担将有所加重，考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司存量有息债务融资工具，公司实际债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为12.80亿元、13.54亿元和17.31亿元，分别为本期中期票据发行金额的2.56倍、2.71倍和3.46倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为22.19亿元、21.89亿元和27.41亿元，分别为本期中期票据发行金额的4.44倍、4.38倍和5.48倍；公司经营活动现金流量净额分别为-13.45亿元、-29.93亿元和1.63亿元，2017年和2018年经营活动现金流量净额为负，对本期中票发行金额无保障能力，2019年经营活动现金流量金额为本期中期票据发行金额的0.33倍。公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据覆盖能力较强，经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖能力弱，同时，考虑到政府和股东对公司的持续有力支持，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

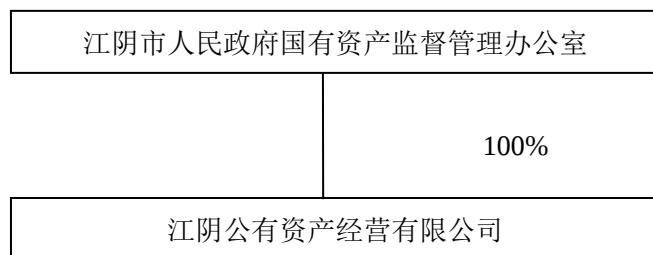
十、结论

江阴市地处长三角核心区域，近年来经济水平稳步发展。公司为从事江阴市市域自来水供应和园区基础设施建设的唯一实体，是江阴市资产经营的重要投资主体，在资产划拨、特许经营和财政补贴等方面获得江阴市及园区管委会政府的大力支持，发展前景良好。

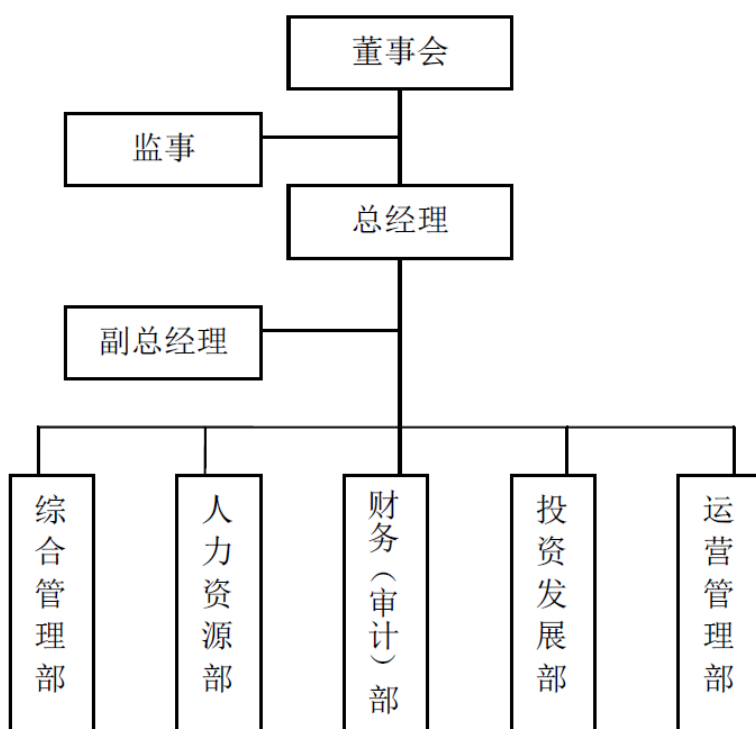
公司经营业务区域专营性优势明显。近年来，随着公司水务业务的扩展和园区的不断开发，公司资产总额持续增长，但应收往来款和园区投入对资金占用大。公司债务规模快速增长，债务负担重。公司利润总额对补贴收入依赖程度大。公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

本期中期票据发行金额5.00亿元，对公司现有债务规模影响较小。公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据覆盖能力较强。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，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底重要子公司情况

序号	公司名称	持股比例(%)		业务性质
1	江阴市城市给排水有限公司	100.00		公共设施管理
2	江苏江南水务股份有限公司	23.18	35.19	公用事业
3	江苏省扬子江投资发展有限公司	90.00		基础设施建设
4	江苏江阴-靖江工业园区投资开发有限公司	63.34	33.33	基础设施建设
5	江阴市场建设有限公司	100.00		服务业
6	江阴信联担保有限公司	100.00		担保业

附件 2-1 公司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)	98.93	74.94	86.72	96.31
资产总额(亿元)	273.83	299.28	331.05	354.16
所有者权益(亿元)	74.80	77.34	89.71	90.18
短期债务(亿元)	45.24	69.13	75.98	84.38
调整后短期债务(亿元)	65.24	86.13	84.98	105.38
长期债务(亿元)	105.18	106.04	125.18	120.11
调整后长期债务(亿元)	106.18	107.29	126.13	121.01
全部债务(亿元)	150.42	175.17	201.16	204.49
调整后全部债务(亿元)	171.42	193.42	211.11	226.39
营业收入(亿元)	15.69	15.09	16.46	3.50
利润总额(亿元)	3.56	2.87	3.47	0.94
EBITDA(亿元)	12.80	13.54	17.31	--
经营性净现金流(亿元)	-13.45	-29.93	1.63	-1.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.61	7.43	8.16	--
存货周转次数(次)	7.18	11.60	14.48	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	87.49	104.07	104.56	112.60
营业利润率(%)	58.20	61.90	67.88	71.22
总资本收益率(%)	4.39	4.23	4.79	--
调整后总资本收益率(%)	4.01	3.95	4.63	--
净资产收益率(%)	3.36	2.83	2.82	--
长期债务资本化比率(%)	58.44	57.82	58.25	57.12
调整后长期债务资本化比率(%)	58.67	58.11	58.44	57.30
全部债务资本化比率(%)	66.79	69.37	69.16	69.40
调整后全部债务资本化比率(%)	69.62	71.44	70.18	71.51
资产负债率(%)	72.68	74.16	72.90	74.54
流动比率(%)	206.36	172.75	196.27	173.40
速动比率(%)	205.68	172.43	195.96	173.16
经营现金流动负债比(%)	-15.19	-27.14	1.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.30	1.50	1.23	--
现金短期债务比(倍)	2.19	1.08	1.14	1.14
全部债务/EBITDA(倍)	11.75	12.93	11.62	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.40	14.28	12.20	--

注: 1.2020 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; 3.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务; 4.调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 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)	58.77	41.25	55.23	69.19
资产总额(亿元)	144.72	175.59	205.28	225.23
所有者权益(亿元)	33.80	34.46	44.58	45.04
短期债务(亿元)	15.17	16.66	27.49	30.45
长期债务(亿元)	70.03	94.33	107.05	106.07
全部债务(亿元)	85.20	110.98	134.54	136.52
营业收入(亿元)	2.24	2.93	3.23	0.76
利润总额(亿元)	0.41	0.48	0.54	0.47
EBITDA(亿元)	0.41	0.48	0.54	--
经营性净现金流(亿元)	-18.67	-36.75	-6.52	-3.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	106.00	106.00	106.00	106.00
营业利润率(%)	99.39	99.31	99.12	98.69
总资本收益率(%)	0.34	0.33	0.30	--
净资产收益率(%)	1.20	1.40	1.20	--
长期债务资本化比率(%)	67.45	73.24	70.60	70.19
全部债务资本化比率(%)	71.60	76.31	75.11	75.19
资产负债率(%)	76.64	80.37	78.29	80.00
流动比率(%)	294.33	303.66	320.24	258.76
速动比率(%)	294.33	303.66	320.24	258.76
经营现金流动负债比(%)	-45.66	-78.51	-12.16	--
现金短期债务比(倍)	3.88	2.48	2.01	2.27
全部债务/EBITDA(倍)	209.50	230.34	277.41	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年一季度财务数据未经审计

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	
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%
经营现金流动负债比	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 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 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 4-3 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

联合资信评估有限公司关于 江阴市国有资产经营有限公司 2020 年度第一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。

江阴市国有资产经营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。

江阴市国有资产经营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江阴市国有资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江阴市国有资产经营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市国有资产经营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，如发现江阴市国有资产经营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江阴市国有资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江阴市国有资产经营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市国有资产经营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市国有资产经营有限公司联系，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。