

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1511 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江阴市国有资产经营有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“12江阴公MTN1”、“13江阴公MTN1”和“14江阴公MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江阴市国有资产经营有限公司 中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 江阴公 MTN1	4 亿元	2012/8/8-2015/8/8	AA	AA
13 江阴公 MTN1	4 亿元	2013/2/22-2016/2/22	AA	AA
14 江阴公 MTN001	6 亿元	2014/8/28-2017/8/28	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.97	28.12	79.04	50.39
资产总额(亿元)	82.98	128.81	186.96	195.53
所有者权益合计(亿元)	38.19	39.44	40.90	41.31
长期债务(亿元)	7.99	31.16	68.14	70.10
全部债务(亿元)	18.29	57.25	112.29	120.13
营业收入(亿元)	13.89	10.07	12.62	1.77
利润总额(亿元)	3.63	2.36	2.70	0.51
EBITDA(亿元)	4.75	6.17	8.78	--
经营性净现金流(亿元)	8.28	-19.81	-0.66	-23.11
营业利润率(%)	30.56	36.87	40.99	51.10
净资产收益率(%)	7.87	4.31	4.87	--
资产负债率(%)	53.98	69.38	78.12	78.87
全部债务资本化比率(%)	32.38	59.21	73.30	74.41
流动比率(%)	104.15	131.09	161.62	157.96
全部债务/EBITDA(倍)	3.85	9.29	12.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.51	1.63	1.56	--
经营现金流流动负债比(%)	22.58	-34.69	-0.88	--

注: 1.2015 年一季度财务数据未经审计;

2. 现金类资产已扣除受限资金;

3. 其他流动负债中应付短期融资券计入短期债务及相关计算指标。

分析师

黄静雯 张庆扬

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

江阴市国有资产经营有限公司(以下简称“公司”)是江阴市市域自来水供应和江阴-靖江工业园区基础设施建设的唯一经营实体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在区域垄断经营和政府支持等方面的显著优势。跟踪期内,随着子公司江南水务完全实现对江阴市全市域的自来水制水和供水业务控制,公司业务规模有所扩张,且毛利率较为稳定。同时,联合资信也注意到其他应收款规模较大,公司资金周转压力上升,债务负担加重,对外担保比率很高等因素给公司经营及财务状况带来的不利影响。

跟踪期内,随着园区内建设项目的增多,公司债务规模快速增长,债务负担呈加重趋势,同时财务费用支出的增加导致公司期间费用占比较高。但考虑到园区持续获得政府补贴,未来随着园区内已整理土地的陆续出让和安置房销售收入的回款,公司债务偿付压力将有所缓解。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“12江阴公MTN1”、“13江阴公MTN1”和“14江阴公MTN001”AA的信用等级。

优势

1. 公司所属江阴市区域经济稳步发展,为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 公司作为江阴市全市域水务经营和江阴-靖江工业园区开发的唯一实体,在特许经营等方面获得地方政府的有力支持,行业及区域垄断优势明显。
3. 跟踪期内,国家陆续出台水务行业相关文件,行业政策整体向好,随着子公司江南水务完全实现对江阴市全市域的自来水制

水和供水业务控制，公司水务业务规模有所扩张，且毛利率较为稳定。

4. 公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障能力较强。

关注

1. 公司土地整理业务位于江阴-靖江工业园区，受宏观经济和钢材价格下降影响，园区一般预算收入较上年有所下降。
2. 公司其他应收款规模较大，给公司带来较大的资金周转压力。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担呈加重趋势。
4. 跟踪期内，公司对外担保比率大幅提升，存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江阴市国有资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江阴市国有资产经营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江阴市国有资产经营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江阴市国有资产经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于江阴市国有资产经营有限公司主体长期信用及存续期内债券“12 江阴公 MTN1”、“13 江阴公 MTN1”和“14 江阴公 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

江阴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,原注册资本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角色。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30000万元,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,公司的实际控制人变更为江阴市人民政府国有资产监督管理委员会(见附件1-1)。

公司下设综合管理部、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(见附件1-2)。

截至2015年3月底,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7家子公司。经证监会证监许可[2011]295号文《关于核准江苏江南水务股份有限公司首次公开发行股票的批复》核准,给排水公司子公司江南水务于2011年3月首次公开发行普通股5880万股,并于3月17日在上海证券交易所挂牌上市(证券代码601199),截至2015年3月底,公司对江南水务持股比例为52.39%¹。

截至2014年底,公司合并资产总额186.96亿元,所有者权益合计40.90亿元(其中少数股东权益11.62亿元);2014年,公司实现营业收入12.62亿元,利润总额2.70亿元。

截至2015年3月底,公司合并资产总额为195.53亿元,所有者权益合计为41.31亿元(其中少数股东权益11.77亿元)。2015年1-3月,公司实现营业收入1.77亿元,利润总额0.51亿元。

公司注册地址:江阴市暨阳路12号;法定代表人:包锡龙。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

¹ 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持有江苏江南水务股份有限公司 34.96%的股份。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降 0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环

境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014

年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

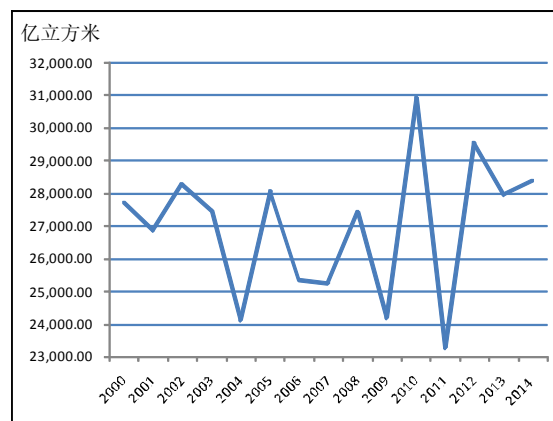
2. 水务行业现状与前景

（1）中国水资源匮乏

从水资源总量来看，由于受降雨量变动等自然条件的影响，水资源量波动性较大，自2000年以来在24000亿立方米和31000亿立方米区间波动。2014年，中国水资源总量为28370.00亿立方米，较上年上升1.83%。

从人均水资源占有情况来看，中国水资源较为匮乏。按照第六次全国人口普查数据计算，人均水资源量为2125立方米，不足世界平均水平的三分之一。水资源短缺已成为制约中国经济和社会可持续发展的重要因素。

图1 2000~2014年中国水资源总量



资料来源：wind 资讯

（2）供水子行业分析

供水总量逐年提升

2006~2014年，中国供水总量呈现出稳步

上升的态势。从来源的角度来看，用水主要来源于地表水和地下水两部分，其中地表水是供水的主要来源，其供给量占供水总量的80%左右。从历年供水量看，中国供水总量平稳增长，生产用水波动不大，生活用水呈现上涨态势。根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长，城市化发展和经济发展，中国供水行业将保持稳定增长，到2030年，中国国民经济用水需求量将达到7000亿至8000亿立方米。其中，城市供水需求增长将领先于其他用水需求量的增长。

自来水用量基本稳定

2014年全年总用水量6220亿立方米，比上年增长0.6%。其中，生活用水增长2.7%，工业用水增长1.0%，农业用水增长0.1%，生态补水增长0.6%。万元国内生产总值用水量112立方米，比上年下降6.3%。万元工业增加值用水量64立方米，下降5.6%。人均用水量456立方米，比上年增长0.1%。近年自来水用量基本稳定，自来水供应可分为居民生活用水和生产经营用水（包括工业用水、行政事业用水、经营服务用水和特种行业用水），其中工业用水是用水主体。2014年中国自来水生产量为4641137.09万立方米，比上年增长了15.64%。2014年，全国自来水生产量达4948708.8万立方米。

自来水价格偏低，水价上调仍是必然

从定价模式来看，中国水价仍然由各地物价局举行价格听证会的方式决定，但是自来水价格正在逐步实现市场化调整。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，中国自来水价格也不断上涨。据统计，目前全国36个大中城市，居民生活用水（自来水）价格平均为2.08元/吨，其中36%的城市水价在2元—3元/吨，8%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。

从全球角度看，中国水价远远低于国际水平。水费支出占居民可支配收入的比重（以下

简称水费收入比）是世界上最主要的水价衡量指标之一。全球范围内的水费收入比一般在2%~5%之间，原中国建设部在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到2.5%~3%为宜。而从现状看，现行水价远未达到上述标准。以全国水价较高的北京市为例，其用水家庭支出占家庭收入的比重也仅为1.8%，全国平均水平仅在1%左右，基本没有体现自来水的稀缺资源价值。

从长期来看，基于水资源的稀缺性和中国城市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。

表1 2015年4月全国重点城市居民自来水价格
(单位:元/吨)

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	天津	4.00	19	沈阳	1.80
2	长春	3.80	20	银川	1.80
3	北京	3.64	21	厦门	1.80
4	成都	2.94	22	兰州	1.75
5	重庆	2.70	23	福州	1.70
6	石家庄	2.50	24	南京	1.68
7	昆明	2.45	25	上海	1.63
8	宁波	2.40	26	郑州	1.60
9	哈尔滨	2.40	27	海口	1.60
10	呼和浩特	2.35	28	南昌	1.58
11	太原	2.30	29	合肥	1.55
12	大连	2.30	30	长沙	1.53
13	深圳	2.30	31	武汉	1.52
14	济南	2.25	32	南宁	1.48
15	西安	2.25	33	乌鲁木齐	1.36
16	贵阳	2.00	34	杭州	1.35
17	广州	1.98	35	杭州	1.35
18	青岛	1.80	36	西宁	1.30

资料来源：相应城市物价网、政府网及新闻门户网站；
注：该表自来水价格不含污水处理费。

(3) 污水处理子行业分析

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的60%以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进

程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

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，行业进入高速扩张期。根据《中国2014年国民经济和社会发展统计公报》，城市污水处理厂日处理能力达到12896万立方米，比上年末增长3.5%，城市污水处理率达到90.2%，提高0.8个百分点。

表2 2015年4月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	南京	1.42	19	兰州	0.80
2	北京	1.36	20	海口	0.80
3	上海	1.30	21	南昌	0.80
4	南宁	1.17	22	武汉	0.80
5	重庆	1.00	23	长沙	0.75
6	昆明	1.00	24	贵阳	0.70
7	厦门	1.00	25	青岛	0.70
8	天津	0.90	26	银川	0.70
9	深圳	0.90	27	乌鲁木齐	0.70
10	济南	0.90	28	呼和浩特	0.65
11	广州	0.90	29	西安	0.65
12	成都	0.90	30	郑州	0.65
13	福州	0.85	31	沈阳	0.60
14	西宁	0.82	32	合肥	0.51
15	石家庄	0.80	33	太原	0.50
16	宁波	0.80	34	杭州	0.50
17	哈尔滨	0.80	35	杭州	0.50
18	大连	0.80	36	长春	0.40

资料来源: 中国水网

在污水处理价格方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。根据中国水网公布的最新数据，截至2015年4月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括南京、北京、上海等地，价格处于1.3~1.5元/吨之间。

污水处理行业是典型的公用事业，因此其主要驱动因素是产业政策。近年来，国家政策不断向行业倾斜。作为“十二五”时期七大战略性新兴产业规划之一，2012年发布的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》指出，“十二五”期间，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近4300亿元。同年5月，《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及2020年远景目标》出台，涉及水厂改造、管网改造、新建管网、新建水厂、水质检测监管、供水应急能力建设等多个领域。

目前，污水处理行业正处于快速发展阶段，污水处理总量节节攀升，“十二五”规划对于污水处理又提出了进一步的要求，势必会带动大批行业投资。从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由物价局决定，价格整体仍然处于低位，长期价格上涨已是必然之势。总体来说，污水处理行业长期看好。

(4) 行业政策

2015年1月，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，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；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民不低于0.85元，非居民不低于1.2元。而公司目前居民污水处理价格为0.7元/吨，未来尚有一定的价格上调空间。

2015年4月，根据《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》(国发〔2015〕17号)，①要求全面控制污染物排放，取缔“十小”企业，全面排查装备水平低、环保设施差的小型工业企业，2016年底，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目，因为绍兴

市印染、酿造以及化工等类企业较多，对水的污染较为严重，后续随着对环保设施差的小型印染企业等的排查、取缔，公司污水处理成本有望下降；②要求完善收费政策，修订城镇污水处理费、排污费、水资源费征收管理办法，合理提高征收标准，城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本，该政策有望提高公司污水处理环节盈利能力。

2014年6月，根据财政部《自来水小型水电等将统一执行3%增值税率》，会议决定，从2014年7月1日起，将自来水、小型水利发电等特定一般纳税人适用的增值税6%、5%、4%、3%四档征收率合并为一档，统一执行3%的征收率。该政策有助于减轻公司税负，增强公司盈利能力。

总体来看，跟踪期内，国家陆续出台水务行业相关文件，未来，污水处理价格有望上调，税负有所减轻，水务企业盈利能力将有所增强。

3. 江阴市经济发展和债务情况

公司作为江阴市国有资产运营主体，业务范围涉及江阴市市域水务经营和江苏江阴-靖江工业园区（以下简称“江阴-靖江工业园区”或“园区”）基础设施建设及安置房建设。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。

江阴市位于长江三角洲中部，面积987.53平方公里，北濒长江，南临太湖，西连常州，东邻苏州，距上海、南京各150公里左右，是一座滨江港口城市。江阴市下辖3个街道、10个镇、2个经济开发区，1个国家高新区。2014年末，江阴市全市户籍总人口123.2万人，城市建成区面积55.1平方公里。

江阴市北枕长江，有长江公路大桥与泰州市相连；南近太湖，有锡澄高速公路与无锡市相接；东接苏州；西连常州，地处苏锡常“金三角”几何形中心，是长江下游集水、路、铁于一体，江、河、湖、海联运的重要交通枢纽

城市。

根据《2014年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2014年全年江阴市实现地区生产总值2754.0亿元，按可比价格计算，比上年同期增长7.8%。按常住人口计算人均生产总值达到16.9万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。2014年以来，江阴市产业结构持续优化。全市实现第一产业增加值54.4亿元，增长3.4%；第二产业增加值1520.9亿元，增长6.4%；第三产业增加值1178.7亿元，增长9.9%。三次产业比例调整为2.0:55.2:42.8，三产增加值占GDP比重比上年提高0.8个百分点。

2014年江阴市建筑业稳定发展。全年全社会建筑业完成营业收入130.8亿元，增长10.5%；实现增加值67.3亿元，增长9.3%。全年共获无锡市工程质量小组成果一等奖3项、二等奖6项、三等奖9项，无锡市“太湖杯”优质工程奖9项，无锡市建筑装饰优质工程6个，3家施工企业和2家监理企业获得无锡市建筑业优秀企业称号。

2014年江阴市投资呈现平稳增长。全年固定资产投资完成1046.0亿元，增长10.2%。分产业投向看：第一产业投资10.7亿元，下降17.2%，第二产业投资478.6亿元，增长3.5%，第三产业投资556.7亿元，增长17.6%。分注册类型看：国有经济投资124.7亿元，增长44.0%，三资经济投资114.4亿元，增长47.8%，其他经济投资806.9亿元，增长2.8%。全年固定资产投资建成投产项目690个，项目建成投产率为66.7%；新增固定资产653.7亿元，固定资产交付使用率为62.5%。

2014年江阴市房地产市场稳步复苏。全年完成房地产开发投资328.9亿元，增长40.6%；商品房施工面积1673.4万平方米，增长25.6%，房屋新开工面积543.8万平方米，增长27.3%；房屋建筑竣工面积168.3万平方米，下降44.6%。商品房销售面积190.5万平方米，增长2.7%，其中商品房现房销售面积58.2万平方米，增长3.0%，住宅49.6万平方米，增长9.1%；商品房期房销售面积132.2万平方米，增长

2.6%，住宅114.9万平方米，增长2.7%。商品房销售成交总额126.2亿元，下降3.1%；其中住宅销售额101.3亿元，下降3.8%。

从地方可支配收入看，2014年江阴市实现地方可支配收入433.75亿元，同比增长20.93%；构成主要以一般预算收入和基金收入为主，分别占地方可支配收入的46.26%和45.75%。2014年，江阴市实现一般预算收入200.66亿元，同比增长10.08%，构成主要以税收收入为主，收入较为稳定；实现基金收入198.43亿元，同比增长41.73%，构成主要为土地出让收入；上级补助收入25.95亿元，同比上升3.80%；预算外财政专户资金8.71亿元，同比下降23.46%。总体看，随着一般预算收入和基金收入增长，江阴市地方可支配财政收入逐年增长，整体财政实力较强。

表3 江阴市2012~2014年地方可支配收入

(单位：亿元、%)

科目	2012年	2013年	2014年
一般预算收入	167.19	182.28	200.66
其中：税收收入	139.24	151.90	164.88
非税收入	27.95	30.38	35.78
基金收入	96.41	140.01	198.43
土地出让收入	63.79	79.48	150.99
其他	32.62	60.53	47.44
上级补助收入	28.32	25.00	25.95
返还性收入	12.71	14.49	14.48
一般性转移支付	0.86	1.33	0.22
专项转移支付	14.75	9.18	11.25
预算外财政专户资金	21.01	11.38	8.71
地方可支配收入总计	312.93	358.67	433.75

资料来源：江阴市财政局

从江阴市政府债务负担看，其债务由直接债务和可能承担一定救助责任的债务构成。截至2014年底，江阴市政府直接债务余额为109.52亿元，主要为国内金融机构借款67.86亿元，（全部为由财政承担偿还责任的融资平台公司借款）和债券融资41.20亿元（其中34亿元为由财政承担偿还责任的融资平台债券融资）；江阴市政府可能承担一定救助责任的债务179.27亿元。截至2014年底，江阴市政府

全部债务余额199.16亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%+可能承担一定救助责任的债务×50%），债务率为45.92%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），债务负担适宜。

表4 截至2014年底江阴市地方政府债务情况

(单位：亿元)

地方债务（截至2014年底）	金额
(一) 直接债务余额	109.52
1. 外国政府贷款	
2. 国际金融组织贷款	
3. 国债转贷资金	0.14
4. 农业开发借款	
5. 解决地方金融风险专项借款	
6. 国内金融机构借款	67.86
(1) 政府直接借款	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	67.86
7. 债券融资	41.20
(1) 中央代发地方政府债	7.20
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	34.00
8. 粮食企业亏损挂账	0.32
(二) 担保债务余额	--
(三) 可能承担一定救助责任的债务	179.27
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50% + (三) × 50%	199.16
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%	45.92%

资料来源：江阴市财政局

4. 江苏江阴-靖江工业园区概况

江苏江阴-靖江工业园区原名为江苏省江阴经济开发区靖江园区，是江阴、靖江两市跨市跨江联合投资开发的省级经济技术开发区，是江苏省跨江联动开发的先导区和示范区。2006年7月6日被国家发改委再次明确为省级经济开发区，并更名为“江苏江阴-靖江工业园区”。

江阴-靖江工业园区地处靖江市南侧，总体规划面积60平方公里，首期启动区面积20平方公里。园区地处长江下游，北倚苏北平原，南濒长江，处在国家沿海经济带和沿江经济带“T”字型的交汇点。园区拟建成以船业、机电、冶金、能源、物流、研发、商贸为主导的产业聚集地。

江阴-靖江工业园区采取两地联动开发模式，投资、管理以江阴为主，土地、劳动力和环境配套以靖江为主。江阴、靖江两市政府以9:1的出资比例成立了江苏省扬子江投资发展有限公司，用市场运作的手段进行园区的开发建设。江阴为主、靖江参加的园区管委会负责园区的投资、建设、管理和招商。靖江市政府在园区成立了办事处，负责园区范围内的社会事务和开发建设的协调工作，日常工作委托园区管理，实现了开发建设和社会事务管理的统筹安排和适度分离。各综合经济管理部门也已逐步到位，省局直属的工商、地税分局已经成立，江阴派驻了国税、环保、技术监督、口岸查验等管理部门，靖江则在园区成立了国土、水利、公安、规划监察等管理机构，“异地同城”的浦发银行园区支行也已开始营业，联动开发的管理体制逐步形成。

2012~2014年，江阴-靖江工业园区实现财政总收入分别为23.80亿元、19.45亿元和11.17亿元，其中一般预算收入分别为9.62亿元、7.98亿元和5.19亿元；可控财力分别为14.87亿元、12.32亿元和6.35亿元，呈逐年下降趋势。

表5 2012~2014年园区可控财力（单位：万元）

项目	2012年	2013年	2014年
1.一般预算收入	96225	79834	51900
其中：税收收入	92131	75021	49468
2.政府性基金收入	2292	1530	1296
3.社会保险基金收入	10049	11689	6248
4.预算外收入	40179	30145	4093
其中：国有土地使用权出让金收入	40179	30145	4093
5.可控财力	148745	123198	63537

资料来源：江阴-靖江工业园区财政局

江阴-靖江工业园区主要产业与钢材价格密切相关，近年受宏观经济和钢材价格下降影响，园区一般预算收入较上年有所下降。另外，国有土地使用权出让金收入逐年减少，2012~2014年分别为4.02亿元、3.01亿元和0.41亿元，分别占当年园区可控财力的27.01%、24.47%和6.46%。除上划中央外，园区财政收入留存园区用于区内开发建设，不上缴江阴市和靖江

市。

总体来看，江阴市经济持续增长，地方财政实力持续增强，地方政府债务负担适宜。另外，联合资信关注到，江阴市地方可支配收入中土地出让金收入占比较高，受土地市场影响会存在一定的不确定性。近年受宏观经济影响，江阴-靖江工业园区财政水平逐年下降，但其依托江阴市便利的交通条件，以及良好的经济发展环境，持续发展仍需要进行基础设施建设。公司作为江阴市资产经营的投资主体，未来发展空间广阔。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底，江阴市人民政府国有资产监督管理委员会持有公司100%股权，为公司的实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司业务涵盖水务（包括城市供水、管网建设与维护）、园区基础设施建设及园区服务等市政公用事业行业。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经营。

公司在其核心业务领域拥有领先的市场地位，垄断优势明显。在水务方面，子公司江南水务负责江阴市全市域自来水供应（包括市区及乡镇），完全控制江阴市全市域的自来水制水和供水业务，公司在江阴市制水和供水市场居于主导地位。

公司下属子公司扬子江公司和靖江公司业务涉及江阴-靖江工业园区基础设施建设和安置房建设等。自公司成立至2014年底，园区累计完成基础设施投入50亿元左右，沿江一级公路全线通车，总长32公里的“五横六纵”区内道路网已经形成。园区水、电、管、网、气、通讯等基本到位。2座22万伏、2座11万伏变电所建成投运。园区累计完成拆迁102万平方米，开工建设安置房90万平方米，已建成安置房4756套（80万平方米），安置

拆迁户 4500 余套。园区环保基础设施建设稳步推进，日处理 3 万吨的污水处理厂（一期）及污水管网已经建成，路、电、气、水等管网基础配套设施更加完善，总面积 80 万平方米的公路绿化带已经建成，园区岸线全部被国务院批准列入江阴口岸对外开放范围，已建成码头 3 个、万吨级泊位 7 个，在建公用码头 2 个、万吨级泊位 6 个，年货物吞吐量可达 2000 万吨。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员未发生变化。

截至 2015 年 3 月底，公司在职职工 1018 人，其中管理及技术人员 165 人。公司员工中具有研究生以上学历 10 人，占 0.98%，大学本科 215 人，占 21.12%，大专学历 240 人，占 23.58%，中专、高中及以下学历 553 人，占 54.32%。公司管理技术人员文化程度较高，人员整体素质较高。

总体来看，公司高管人员具有丰富的管理经验，素质较高，同时，公司高管人员由江阴市政府相关部门负责人任职，有助于公司经营活动获得政府的支持。公司人员构成合理，能够满足日常的生产需要。

4. 政府支持

为保障公司的正常经营，江阴市政府和江阴-靖江工业园区在资产划拨、特许经营和财政补贴等方面给予公司有力支持。

2002年6月21日，江阴市人民政府下发《江阴市人民政府关于将江阴市国有资产经营公司作为市自来水总公司出资者的通知》（澄政发[2002]93号），将原江阴市自来水总公司（后改制为江南水务）的国有出资全部无偿划拨给公司持有和管理。

2010年，根据江阴市人民政府《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。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，区域垄断优势明显。

江阴-靖江工业园区作为沿江联动开发的前沿区和示范区，得到了江苏省委、省政府的一系列优惠政策的扶持。根据江苏省人民政府办公厅《关于促进江阴经济开发区靖江园区加快发展若干政策措施的通知》（苏政办发[2003]105号文）。主要包括：①赋予园区管委会省辖市项目管理权限；②园区管委会按权限审批的合同章程项目及内资项目由市、县工商局派员办理注册登记手续；③成立园区5年内，每年给予园区一定的额度奖励，园区内新建项目在2007年年底投产的，自投产之日起，新增增值税、所得税省、市、县留成部分，连续3年全部由省、市、县财政补贴给园区，园区内企业出口退税指标计划单列，优先办理退税；④对园区内新建工业项目用地，新增建设用地有偿使用费省集中部分的45%返还给园区；⑤对苏中沿江高等级公路靖江段16公里路段，省交通厅按350万元/公里定额补助标准优先下达等。上述政策目前仍在执行，优惠政策有利于江阴-靖江工业园区的发展，为公司相关业务开展也提供了有利条件。

2012~2014年，公司分别获得补贴收入1.16亿元、3.41亿元和4.71亿元；2015年1-3月，公司获得补贴收入1.74亿元，主要为江阴市财政局及园区管委会给予公司的补贴。

整体看，近年公司获得江阴市政府和江阴-靖江工业园区政府的大力支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司目前业务主要由水务板块及江阴-靖江工业园区基础设施建设、服务两大板块组成，主要包括自来水销售、管网安装和维修、安置房销售、工业园区基础工程建设等业务。此外，公司还有少量城市社区环境卫生、市场管理和担保等其他业务收入。公司本部主要行使管理职能，相关业务具体由下属子公司经营。公司水务业务主要由下属子公司江南水务和给排水公司承担；园区基础工程建设业务主要由下属子公司扬子江公司和靖江公司承担；市场及金融担保业务主要由下属子公司江阴市场建设有限公司、江阴市金阳担保有限公司和江阴市信联担保有限公司承担，公司市场及金融担保业务收入规模较小。

近三年公司营业收入波动下降。从收入构成变化来看，2012~2014年公司水务业务（自来水销售、安装维修、管网维护等）收入规模逐年增加，且占比逐年提高。2014年公司水务收入大幅增长，主要系江南水务不断拓展对外工程业务所致。公司园区基础工程类业务中，土地整理收入呈逐年下降趋势，2014年无土地整理收入；安置房建设收入波动增长。2015年一季度，公司水务收入占比80.05%，园区基础工程类业务（仅有安置房业务）收入占比8.15%，其他占比11.80%；园区基础工程业务收入占比大幅下降，主要系大部分安置房将在年底结转确认，故2015年一季度确认的收入较少。2013~2014年，公司水务业务和园区基础工程业务收入合计占比均保持在90%以上，公司主业突出。

表 6 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
水务	5.22	37.55	5.71	56.72	7.38	58.46	1.41	80.05
园区基础工程	土地整理	6.53	46.99	3.48	34.56	--	--	--
	安置房建设	1.57	11.28	0.12	1.17	4.47	0.14	8.15
其他	0.58	4.18	0.76	7.55	0.77	6.12	0.21	11.80
合计	13.89	100.00	10.07	100.00	12.62	100.00	1.77	100.00

资料来源：公司提供

毛利率方面，公司水务业务毛利率较高，2014年公司水务收入规模扩张较快，但由于原材料成本增加，该业务毛利率略有下降。土地整理和安置房建设业务方面，公司两项业务的开发成本由相应的土地出让款和安置房销售收入基本覆盖，不足部分和利润部分由园区管委会根据实际情况进行补贴。由于2012年公司出让的商住用地毛利率较高，而2013年出让的土地全部为工业用地，其毛利率较低使得2013年公司土地整理业务毛利率有所下降。公司安置房建设业务毛利率有较大波动，主要系成本核算受较多递延支付、预付等因素影响，当期成本核算与确认收入之间无法完全匹配，导致毛利率存在较大波动。2015年一季度，水务板块、安置房建设和其他业务毛利率分别为

51.04%、9.76%和99.99%。

表 7 公司业务毛利率情况（单位：%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
水务	59.12	57.06	55.86	51.04
园区基础工程	土地整理	11.20	5.13	--
	安置房建设	69.83	-87.34	19.06
其他	81.51	73.12	85.67	99.99
合计	38.75	38.55	44.65	53.45

资料来源：公司提供

2. 各板块经营情况

（1）水务板块

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，以下分析以江南水务为主。

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行业进行投资。

2010 年，根据江阴市人民政府《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。

2011年3月，江南水务首次公开发行普通股5880万股，每股发行价格为18.8元，共募集资金110544万元，扣除发行费用后募集资金净额为102890万元，并于同月17日在上海证券交易所挂牌上市。江南水务上市募投项目在表8列示，截至2014年底，所有募投项目均已完工²。在取得特许经营权时，江南水务未控制的制水业务系由常州水厂向江阴西部区域少量乡村转供自来水，上市完成后，截至2014年底，江南水务利用所募集资金完成了对12个乡镇水厂的收购和对利港水厂改扩建项目；对智能水务开发及综合应用项目累计投资7311.09万元，完成项目进度100%。随着对利港水厂改扩建的完成，经常州水厂转供自来水的小部分区域全部改由利港水厂供水，江阴市全市域的自来水全部由江南水务生产销售，江南水务完全控制江阴市全市域的自来水制水和供水业务。

表 8 江南水务募集资金主要用途（单位：万元、%）

² 截至 2014 年底，公司所有募投项目均已完工，项目拟使用募投资金 32355.64 万元，累计使用募集资金 31881.83 万元，工程余款尚未支付。

序号	投资项目	截至 2014 年底已投资金额	项目进度	项目批复文号
1	乡镇水厂资产收购项目	17574.00	已完成	澄发改投【2010】132 号
2	智能水务开发及综合应用项目	7311.09	已完成	澄发改投【2010】133 号
3	利港水厂改扩建项目	6996.74	已完成	锡发改许投【2010】93 号
合计		31881.83		

资料来源：江南水务2014年年报

原水获取方面，江南水务所有水厂的水源均直接取自长江，江阴地处“江尾海头”，沿江深水岸线长达35公里，水量充沛，整体水质优良，可充分满足全市供水生产的需求。

截至2014年底，江南水务拥有小湾水厂、肖山水厂和澄西水厂三家制水厂，其运营情况如下表所示。利港水厂于2014年7月投入运营，产能6万立方米/日。

表 9 2012~2014 年江南水务下属水厂运营概况
（单位：万立方米/日）

日产能情况	2012 年	2013 年	2014 年
小湾水厂	30.00	30.00	30.00
肖山水厂	60.00	60.00	60.00
澄西水厂	--	10.00	10.00
日均产量情况	2013 年	2013 年	2014 年
小湾水厂	19.63	19.63	15.89
肖山水厂	45.92	45.92	45.19
澄西水厂	--	6.48	7.69

资料来源：公司提供

注：澄西水厂于2013年8月份开始运行。

水费方面，根据江阴市物价局《关于调整自来水销售价格的通知》（澄价发[2010]62号）和《江苏省“十一五”水价改革意见》、《关于调整水资源费的通知》等有关文件精神，自2010年9月1日起，江阴市全面上调水价，其中生活用水由2.40元/立方米调至2.60元/立方米。水价上调有利于增强公司城市水务板块的盈利能力。

表 10 2010 年江阴市城区水价调整表（单位：元/立方米）

用水类别		总水价	基本水价	城市附加费	水资源费	污水处理费	水利工程水费
生活用水	调后	2.60	1.06	--	0.20	1.30	0.04
	调前	2.40	0.99	--	0.07	1.30	0.04
工商服务用水	调后	3.30	1.62	0.04	0.20	1.40	0.04
	调前	2.97	1.29	0.04	0.20	1.40	0.04
特殊用水	调后	4.50	2.82	0.04	0.20	1.40	0.04
	调前	3.87	2.19	0.04	0.20	1.40	0.04

资料来源：公司提供

江阴市自2010年上调水价后（见表10）未再调整自来水价格，目前江阴市区仍执行2010年确定的生活用水2.60元/平方米，工商服务业用水3.30元/平方米和特种用水4.50元/平方米的水价标准。

表 11 苏锡常地区水价表（单位：元/立方米）

城市	居民用水	工商服务业用水	特殊用水
昆山	1.40	1.80	3.70
无锡	1.90	2.45	3.40
张家港	1.45	1.80	3.20
常州	1.72	2.15	2.77
宜兴	2.00	2.32	2.42
常熟	1.45	1.95	3.65
靖江	1.45	2.25	2.50
江阴	1.30	1.90	3.10

资料来源：公司提供

注：此表水价不含污水处理费。

从表11来看，调整后的江阴市综合水价在苏锡常地区仍处于较低水平。考虑到江阴市在经济实力及居民承受力方面的优势，江阴市的水价仍有上调空间，对城市水务的未来发展有积极影响。

2014年全年，公司完成供水量25101.67万立方米，完成全年计划的105.47%，较上年24364.32万立方米增长了3.03%；完成售水量23182.39万立方米，完成年计划的110.39%，较上年22206.54万立方米增长了4.39%；水费回收率为99.27%；产销差率为7.65%；水质综合合格率为100%。2012~2014年及2015年1-3月，江南水务分别实现自来水销售收入4.37亿元、4.48亿元、4.72亿元和1.04亿元。

江南水务供水业务毛利率水平较高，主要

是因为其在技术装备方面具有一定优势。江南水务采用了行业领先的制水自动化控制系统和管网检漏系统，将GIS系统、SCADA系统等自动控制系统运用于给水管网管理、系统调度方面，对供水管网进行有效管理和调度，并进行实时远程数据采集，有效提高了生产效率，减少了人为误差和失误，降低了供水能耗，保障了水质的稳定。

表 12 2014 年同行业上市公司水务板块盈利分析

（单位：亿元、%）

	营业收入	营业成本	毛利率
重庆水务	41.37	22.69	45.15
瀚蓝环境	24.35	16.78	31.11
武汉控股	11.78	7.73	34.39
江南水务	7.49	3.34	55.47

资料来源：巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）

未来发展方面，江南水务将主要开拓污水处理业务，未来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。未来三年，公司将继续推进收购江阴市域内污水处理厂，积极参市政污水管网建设，促进江阴市城乡污水一体化的发展。公司将逐步完成对江阴市主要乡镇污水处理厂的整合，污水处理能力突破35万立方米/日，在江阴市的污水处理市场占据主导份额。污水处理业务将与供水业务、污水管网维护与排放监测业务一起构筑公司完善的水务一体化服务产业链。

（2）园区开发建设板块

公司园区开发建设板块由扬子江公司和靖江公司负责经营，且主要由扬子江公司负责。扬子江公司由公司和靖江市财政局所属的

靖江经济技术开发区总公司共同出资成立，是园区开发的主要经营实体，其中公司持股90%。靖江公司的业务规模较小，公司对其合计持股93.33%。

目前，对于该板块的业务经营，公司主要从事对园区管委会征用、收购的土地进行以“九通一平”（即道路、给水、污水、雨水、燃气、供热、电力、通讯、网络和土地平整，辅以必要的公用设施建设）、区内基础设施和安置房建设等业务。

土地整理

江阴-靖江工业园区的开发建设主要由扬子江公司和靖江公司负责。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。

江阴-靖江工业园区规划总面积60平方公里，首期启动区20平方公里。截至2014年底，园区累计完成基础设施投入50亿元左右，沿江一级公路全线通车，总长32公里的“五横六纵”区内道路网已经形成。园区水、电、管、网、气、通讯等基本到位。2座22万伏、2座11万伏变电所建成投运。园区累计完成拆迁102万平方米，开工建设安置房90万平方米，已建成安置房4756套（80万平方米），安置拆迁户4500余套。园区环保基础设施建设稳步推进，日处理3万吨的污水处理厂（一期）及污水管网已经建成，路、电、气、水等管网基础配套设施更加完善，总面积80万平方米的公路绿化带已经建成，园区岸线全部被国务院批准列入江阴口岸对外开放范围，已建成码头3个、万吨级泊位7个，在建公用码头2个、万吨级泊位6个，年货物吞吐量可达2000万吨。

公司园区建设的模式为：公司利用园区财政拨款入款及银行贷款，对园区管委会征用、收购的土地进行包括“九通一平”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。

表13 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
2012 年	商住用地	341.50	41864.00	122.00
	工业用地	726.50	18162.50	25.00
2013 年	商住用地	--	--	--
	工业用地	1722.58	43064.29	25.00
2014 年	商住用地	--	--	--
	工业用地	163.72	4093.00	25.00
合计	商住用地	341.50	41864.00	122.00
	工业用地	2612.80	65319.79	25.00

资料来源：公司提供

注：2012~2013年度公司园区土地出让收入高于表5中财政口径统计的当年园区土地出让收入，主要系公司土地出让收入资金部分在当年收到，部分在下一年收到，而财政口径中均采用收付实现制所致。

近年来，随着园区各项配套设施的完善，园区土地出让均价有明显提升，其中商住用地出让均价由2008年的56万元/亩波动上升为2012年的122万元/亩；工业用地出让均价2012年前维持在14万元/亩，2012~2014年上升至25万元/亩，基本不变。2012~2014年，园区累计出让商业用地341.50亩，出让金额为4.19亿元；累计出让工业用地2612.80亩，出让金额为6.53亿元。受市场低迷，需求下降的影响，2013~2014年无商业用地出让，2014年工业用地出让规模小。随着房地产政策调控、园区的提质增效、土地指标申领等因素的限制，公司在未来三年内土地出让的速度将趋于平缓。

公司土地整理业务收入基本可覆盖建设成本支出；土地整理收入确认与资金投入存在时滞，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，反映在补贴收入。2012~2014年，公司分别获得补贴收入1.16亿元、3.41亿元和4.71亿元；2015年1-3月，公司

获得补贴收入1.74亿元，主要为江阴市财政局对公司的利息补贴，还有少量园区管委会对公司的补贴。

安置房建设销售

扬子江公司的安置房销售模式为：公司对农户进行征地拆迁，将补偿款支付给被拆迁人（拆迁成本计入基础工程建设成本），被拆迁人自行购买安置房；目前，拆迁安置全部以货币补偿形式开展。定销房售价为靖江市政府指导价，由于2009年原材料价格及人工工资上升，政府指导价2010年上调80元/平米，2014

年来销售均价为2718.14元/平方米，明显低于靖江地区商品房水平（约为5710元/平方米）。

由于安置房的销售价格低于其成本价，形成差价，江阴-靖江工业园区财政在前述差价的基础上加上适当的利润，以政府补贴的形式划付给扬子江公司和靖江公司，用于平衡其收支。

公司的安置房建设由扬子江公司和靖江公司负责。公司2012~2014年共累计完成安置房建设面积20.00万平方米，已售安置房面积29.40万平方米，实现销售收入61564.89万元（见表14）。

表 14 2012~2015 年 3 月扬子江公司安置房销售情况（单位：万平方米、万元、元/平方米）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	三年合计	2015 年 1-3 月
安置房建设面积	0.00	20.00	0.00	20.00	10.00
销售安置房面积	12.00	0.95	16.45	29.40	1.26
安置房销售收入	15669.63	1181.80	44713.46	61564.89	1439.07
销售均价	1305.80	1244.00	2718.14	2094.04	1142.12

资料来源：公司提供

在开发建设的过程中，公司按照省市有关规定对征地、拆迁足额补偿到位。公司实行公寓化安置，主要安置房项目莲沁苑安置小区现已成为江阴、靖江面积最大、环境最美、设施最全的安置小区。正在建设中的30万平米的安置房项目主要为溢馨苑安置小区四期，总投资10.00亿元，截至2015年3月底已投资4.50亿元。截至目前，公司已建成安置房5246套，安置拆迁户5233余户基本做到过渡不超过一年，安置率100%。随着园区开发范围的扩大，拆迁面积也将增大，安置房的建设将持续推进。

2012~2014年，公司获得安置房销售收入分别为1.57亿元、0.12亿元和4.47亿元，安置房销售成本仅包含建安成本（不包括拆迁成

本），且该业务成本核算受较多递延支付、预付等因素影响，当期成本核算与确认收入之间无法完全匹配，导致毛利率存在较大波动，故2012~2014年安置房销售毛利率分别为69.83%、-87.34%和19.06%。2015年1-3月，公司实现安置房销售收入0.14亿元，销售均价为1142.12元/平方米。安置房销售均价波动较大，主要是由于安置面积内价格较低，但超出安置面积的部分采取市场价销售所致。

3. 未来发展

未来3年内，公司将重点完成目前的在建项目见下表。

表 15 公司未来投资计划（单位：亿元）

工程名称	总投资	截至 2014 年底已 完成投资额	2015 年 计划投资	2016 年 计划投资	筹措计划
澄西水厂建设工程	3.06	2.67	以上上市公司公告为准		自筹
澄西水厂建设工程（二期）项目	1.32	0.34	以上上市公司公告为准		自筹
新建业务用房项目	2.31	0.04	以上上市公司公告为准		自筹
小湾水厂深度处理改造工程	3.87	0.02	以上上市公司公告为准		自筹

六圩港内港码头前期工程项目	2.70	1.45	0.65	0.60	贷款 1.50 亿元， 自筹 1.20 亿元
园区基础工程项目	20.00	4.55	3.70	7.00	滚动开发
合计	33.26	9.07			

资料来源：公司提供

（1）澄西水厂建项目

澄西水厂项目工程位于江阴市利港镇黄丹村段、窑港河口西侧。项目内容包括采用斜流泵作为原水提升泵；设6台泵位，按10万m³/d规模配置3台泵（单泵额定流量2190m³/h、额定扬程12m、额定功率110kW），2台启用1台备用；在取水泵房旁建设配电间和操作间。项目总投资3.06亿元，资金来源为公司自筹。截至2014年底，项目已累计投入资金2.67亿元，完成工程进度100%。

（2）澄西水厂建设工程（二期）项目

澄西水厂建设工程（二期）项目包括净水工程为10万m³/d和输水管线工程；项目投资金额为1.32亿元；项目建设期为1年。该项目已通过评审，项目土建、滤池、输水管线工程已完成，目前泵房机组设备在招标采购中，项目预计在2015年上半年完成，截至2014年底已投入0.34亿元。

（3）新建业务用房项目

江南水务建设业务用房项目投资总额为2.31亿元；总建筑面积为3.14万平方米；项目资金来源为自有资金；项目计划于2015年底完成，目前在建设中，截至2014年底已投入0.04亿元。

（4）小湾水厂深度处理改建工程项目

小湾水厂深度处理改造工程项目的建设规模及主要内容为：改建常规工艺处理规模：15×104m³/d（混合、反应、沉淀及过滤）和新建深度处理工艺处理规3.87亿元；项目建设期为2年。该项目已通过评审，对东区平流沉淀池进行了系统改造维护，包括池体清淤、絮凝池折板更换、吸泥机改造、放空排污系统改造，目前在改建过程中，截至2014年底已投入0.024亿元。

（5）六圩港内港码头前期工程项目

六圩港内港码头前期工程项目位于江苏省江阴-靖江工业园区五圩村、六圩村。该项目建

设规模：拆迁面积约7万平方米，拆迁户约260户左右；征地496亩；设计港池宽250.00米，长760.00米，港底深-6.00米；开挖总土方115.52万立方米。该项目计划总投资2.70亿元，拟申请银行借款1.50亿元，公司自筹1.20亿元。截至2014年底，项目已累计投入资金1.45亿元，工程已全部完成。

（6）园区基础工程项目

公司的园区基础工程项目主要包括道路和管网建设，安置房建设以及土地整理业务。未来3年，公司计划投入资金约20.00亿元，资金来源主要为自筹资金，滚动开发。截至2014年底，园区开发已累计投入资金4.55亿元，完成工程进度45.52%。

上述项目资金的主要来源为园区土地开发成本的返还、安置房销售收入和财政补贴收入。

总体来看，上表 15 所示项目总投资 33.26 亿元，截至 2014 年底已经完成投资 9.07 亿元，2015~2016 年尚需投资 24.19 亿元，公司未来三年投资规模较大，公司筹资压力大。

八、募集资金使用情况

“12江阴公MTN1”中期票据发行额度为4亿元，其中3.70亿元用于偿还银行贷款，0.30亿元用于补充营运资金。“13江阴公MTN1”中期票据发行额度为4亿元，全部用于偿还借款。“14江阴公MTN001”中期票据发行额度为6亿元，用于偿还借款和补充营运资金。

截至2015年6月底，“12江阴公MTN1”、“13江阴公MTN1”募集资金已按照规定用途使用完毕；“14江阴公MTN001”已使用5.36亿元，仍有0.64亿元尚未使用。

九、财务分析

公司提供的2012年度财务报表已经江阴暨

阳会计师事务所有限公司审计,2013~2014年度财务报表已经天衡会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

从财务报表合并范围来看,2012~2014年,财务报表合并范围无变化,年财务数据的可比性强。

截至2014年底,公司合并资产总额186.96亿元,所有者权益合计40.90亿元(其中少数股东权益11.62亿元);2014年,公司实现营业收入12.62亿元,利润总额2.70亿元。

截至2015年3月底,公司合并资产总额为195.53亿元,所有者权益合计为41.31亿元(其中少数股东权益11.77亿元)。2015年1-3月,公司实现营业收入1.77亿元,利润总额0.51亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要包括自来水业务(自来水制售、安装及维修和管网维护)和基础工程建设(土地整理和安置房建设)等。由于近年园区基础工程建设收入波动下降,公司水务业务收入占比呈逐年上升趋势,水务业务收入占比由2012年的37.55%上升至2014年的58.46%;而土地整理收入逐年减少,安置房建设收入占比由2012年的11.28%波动上升至2014年的35.42%。2012~2014年,公司营业收入波动下降,分别为13.89亿元、10.07亿元和12.62亿元,年均复合下降4.68%;相应地,公司营业成本波动下降,三年年均复合下降9.17%。受益于毛利率较高的水务业务占比上升的影响,近三年公司营业利润率逐年上升,分别为30.56%、36.87%和40.99%。

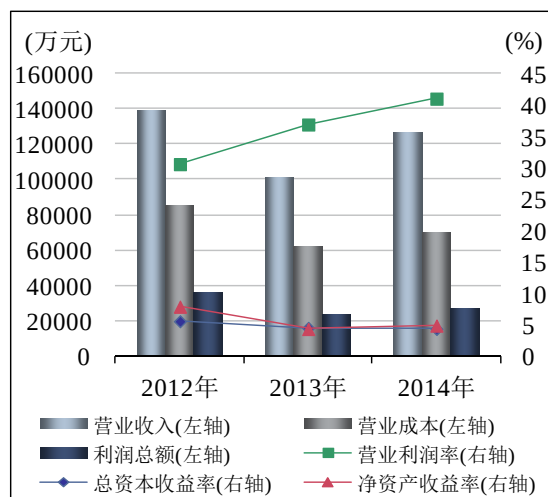
公司期间费用以财务费用和管理费用为主。近年,公司债务规模大幅增长使得同期公司财务费用快速增加,2014年财务费用为4.28亿元。2012~2014年,由于营业收入波动下降和期间费用规模扩张,公司期间费用率分别为13.28%、43.58%和53.90%。整体看,公司期间

费用占比高且逐年上升,期间费用控制能力有待加强。

2012~2014年,受收入波动下降和财务费用逐年上升的影响,公司营业利润逐年下降,2014年营业利润为-1.82亿元。受益于营业外收入的补充,公司2014年利润总额为2.70亿元(公司营业外收入主要是园区管委会对公司的补贴,近三年补贴收入分别为1.16亿元、3.41亿元和4.71亿元)。整体看,补贴收入对利润总额贡献大,公司利润对补贴收入的依赖性强。

从盈利指标情况看,2012~2014年,公司总资产收益率逐年下降,三年分别为5.56%、4.49%和4.34%;公司净资产收益率波动下降,三年分别为7.87%、4.31%和4.87%。

图2 2012~2014年公司盈利水平



资料来源：公司审计报告

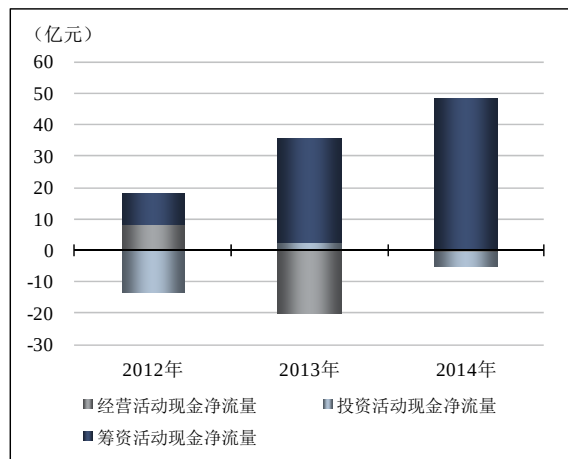
2015年1-3月,公司实现营业收入1.77亿元,主要为水务板块经营收入,故营业利润率大幅攀升至51.10%;公司实现利润总额0.51亿元(其中营业外收入1.74亿元,主要为江阴市财政局及园区管委会对公司的补贴,财务费用支出水平仍然较高。

整体来看,公司水务业务经营收入稳步增长;园区基础工程建设业务中土地整理出让业务规模逐年缩减,安置房收入波动较大。公司整体营业收入波动下降。公司水务业务盈利能力较强,园区基础工程建设业务利润率较低,公司利润总额对补贴收入依赖程度大。

2. 现金流及保障

从经营活动来看, 2012~2014年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年下降, 年均复合下降15.66%, 2014年为13.49亿元。2012~2014年, 公司现金收入比波动下降, 系2013年公司预收款项大幅增长所致; 2014年现金收入比为106.87%, 公司收入实现质量好。公司收到其他与经营活动有关现金主要为政府补助、往来款及保证金押金等; 2014年公司收到其他与经营活动有关现金大幅增长, 系上述资金内容均有所增长。2012年, 由于扬子江公司将无法在当年确认成本的支出部分在投资活动反映(经营活动只反映能当年确认成本的且与当年经营性资金流入配比的流出部分), 同时, 受往来款表现为净流入影响, 公司经营活动产生的净现金流入规模较大。2013~2014年, 公司支付其他与经营活动有关现金规模较大, 主要受支付江阴城市建设投资有限公司大规模往来款影响。2012~2014年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为8.28亿元、-19.81亿元和-0.66亿元。

图3 2012~2014年公司现金流分析



资料来源：公司审计报告

从投资活动来看, 公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金(主要为收回理财产品本金)和收到其他与投资活动有关的现金为主; 投资活动现金流出以投资支付的现金(主要为购买理财产品)和支付其他与投资活动有关的现金为主。公司收到及支付其他与投资活动有

关的现金, 为子公司江南水务定期存款的到期收回和存出。2012~2014年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-13.58亿元、2.51亿元和-4.22亿元, 公司投资活动产生的现金净流量大幅波动。

从筹资活动来看, 银行借款和发行债券是公司筹资活动现金流入的主要来源。2012年, 公司取得借款收到的现金18.19亿元中有4.00亿元来自于公司发行中期票据“12江阴公MTN1”所获现金; 2013年, 公司取得借款收到的现金同比上升176.84%, 增加部分主要来自于公司发行中期票据“13江阴公MTN1”所获4亿元现金、发行的非公开定向债务融资工具“13江阴公PPN001”所获5亿元现金和“13江阴公PPN002”所获5亿元现金以及长短期借款的大幅增加; 2014年, 公司取得借款收到的现金81.06亿元, 除长期借款的大幅增加外, 还包括公司于2014年1月、2014年8月分别发行“14江阴公PPN001”5亿元和“14江阴公CP001”8亿元, 另外公司发行债券18.00亿元, 为公司于2014年4月、2014年6月、2014年8月、2014年8月分别发行“14江阴公PPN002”5亿元、“14江阴公PPN003”5亿元、“14江阴公PPN004”2亿元、“14江阴公MTN001”6亿元, 期限均为3年。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。2013~2014年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为10.07亿元、33.07亿元和48.07亿元。

2015年1-3月, 公司销售商品、提供劳务收到的现金为2.27亿元; 受预收款项增长影响, 公司现金收入比较上年底上升至128.28%。受支付其他与经营活动有关的现金27.11亿元(主要为支付江阴城市建设投资有限公司往来款)影响, 2015年1-3月公司经营性净现金流出23.11亿元。2015年1-3月, 公司筹资活动现金流入21.40亿元, 其中取得借款收到的现金9.40亿元和发行债券12.00亿元(2015年3月发行短期融资券“15江阴公CP001”7亿元和2015年3月发行3年期非公开定向债务融资工具“15江阴公PPN001”5亿元), 筹资活动现金流出仍以偿还债务本息为

主；公司筹资活动产生的现金流量净额为3.30亿元。

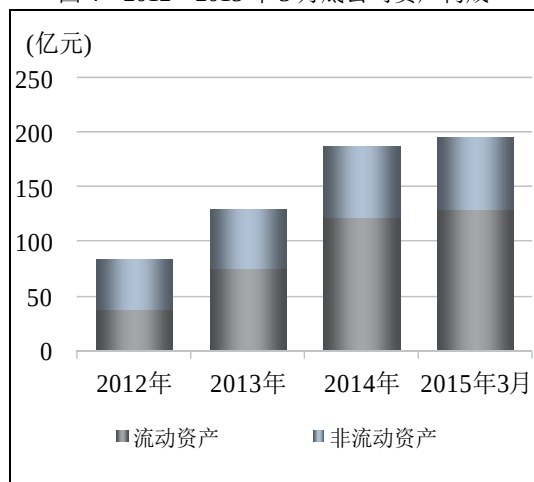
总体来看，近期受支付江阴城投支付往来款项的影响，公司经营活动现金流表现为净流出；公司融资规模逐年扩张，考虑到公司建设项目的资金来源受土地出让规划、出让及返还进度等因素影响而存在不稳定性，公司未来存在一定的对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

2012~2014年底，公司资产总额快速增长，年均复合增长50.11%。从资产结构来看，近年随着长短期借款及发行债券募集资金到账，公司货币资金大幅增长；2013年相关往来款的增加使得公司其他应收款同比大幅增长。截至2014年底，公司资产总额为186.96亿元，其中流动资产占65.26%，非流动资产占34.74%。公司资产结构以流动资产为主。

图4 2012~2015年3月底公司资产构成



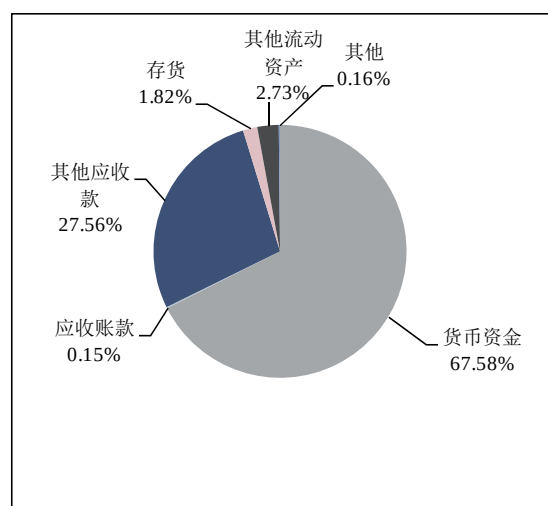
资料来源：公司审计报告及公司提供

2012~2014年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长78.75%。截至2014年底，公司流动资产122.00亿元，主要由货币资金（占67.58%）和其他应收款构成（占27.56%）。

2012~2014年底，随着公司长短期借款以及债券的发行，货币资金快速增长，年均复合增长97.77%。截至2014年底，公司货币资金为

82.45亿元，从构成来看，公司货币资金以银行存款（占86.48%）和其他货币资金（占13.52%）为主。公司其他货币资金11.15亿元，其中使用受限的资金为3.42亿元。总体看，公司货币资金规模较大，流动性较好。

图5 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告及公司提供

2012~2014年底，公司交易性金融资产分别为88919.60万元、2.02万元和2.49万元，主要系投资理财产品减少8.05亿元（2013年起理财产品计入其他流动资产科目）。

2012~2014年底，公司其他应收款快速增长，年均复合增长136.49%，主要系2013年公司与江阴城市建设投资有限公司暂借款增加，主要用于江阴城市建设投资有限公司其他项目的建设基金。截至2014年底，公司其他应收款33.62亿元，其中账龄在1年以内的占94.05%，1~2年占1.83%，2~3年占1.30%，其余3年以上占2.82%，其他应收款账龄短，发生坏账损失的可能性较小，公司共计提坏账准备0.12亿元。从其他应收款构成情况看，主要是与江阴城市建设投资有限公司的往来款、借款、利息及土地拆迁款27.47亿元，占其他应收款总额的81.40%。公司前五位其他应收款债务人欠款金额占全部金额的87.50%，集中度较高，且债务人主要为政府部门或银行。总体看，公司其他应收款到期不能收回的风险不大，但由于其他应收款规模较大，给公司带来较大的资金周转压力。

表 16 截至 2014 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	27.47	81.40	往来款、借款、利息及土地拆迁款
江阴农村商业银行	0.90	2.67	存出保证金
江阴市财政局	0.61	1.79	往来款
区域供水各镇借款	0.30	0.89	借款
南京银行江阴支行	0.25	0.75	存出保证金
合计	29.53	87.50	

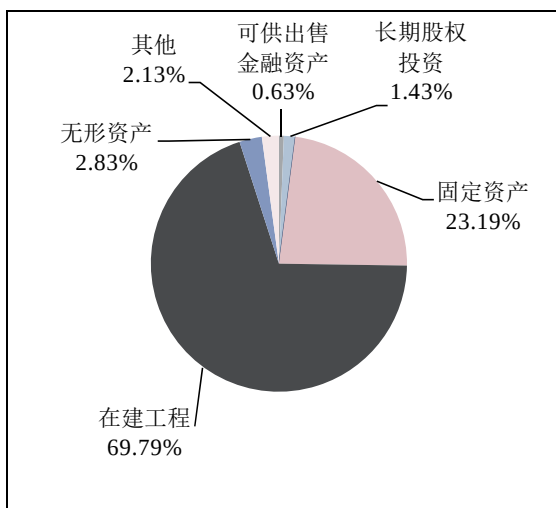
资料来源: 公司审计报告

2012~2014年底, 公司存货波动增长, 年均复合增长19.32%。截至2014年底, 公司存货为2.22亿元, 主要是给排水公司工程安装业务带来的工程施工(占94.59%), 其余为少量原材料。

2012~2014年底, 公司其他流动资产分别为37.11万元、8525.00万元和33281.28万元, 主要为理财产品。

2012~2014年底, 公司非流动资产较快增长, 年均复合增长20.42%, 截至2014年底, 公司非流动资产为64.96亿元, 主要由固定资产(占23.19%)和在建工程(占69.79%)构成。

图 6 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

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。2012~2014年底, 公司固

定资产较快增长, 年均复合增长17.06%。2013年底, 公司固定资产较同比增长40.18%, 主要系输水管网和房屋建筑物增加所致。截至2014年底, 公司固定资产账面原值22.59亿元, 其中输水管网、房屋建筑物及专用设备分别占45.68%、37.32%和13.59%。公司计提累计折旧7.23亿元, 计提减值准备0.30亿元, 故公司固定资产账面价值15.06亿元, 成新率66.67%。

2012~2014年底, 公司在建工程快速增长, 年均复合增长20.50%; 截至2014年底为45.33亿元, 主要为园区基础工程建设及安置房建设成本。其中2014年主要为公司本部新增在建工程8.55亿元。主要系公司往年经江阴市政府授权建设的公建项目, 其工程项目建设资金通过江阴城投统一集中对外支付, 体现在公司对江阴城投的“其他应收款”科目中, 2014年, 部分项目调整入公司的在建工程, 同时对公司其他应收款进行冲减所致。

截至2015年3月底, 公司资产总额195.53亿元, 较上年底增长4.58%; 其中, 货币资金较上年底下降23.32%, 其他应收款为59.88亿元, 较上年底增加26.25亿元, 系公司与江阴城市建设投资有限公司暂借款增加。公司资产结构较上年底变化不大, 流动资产占资产总额的比重为65.94%。

总体来看, 随着子公司承担的园区基础工程建设项目增多以及公司通过上市和发债等方式募集资金, 公司近年来资产总额大幅增长。公司资产以货币资金和其他应收款等流动资产为主; 货币资金规模较大; 其他应收款偿还风险较低, 但近年来快速增长, 且总体规模较大, 给公司带来较多的资金占用。总体来看, 公司资产流动性一般, 整体资产质量一般。

所有者权益

2012~2014年底, 在未分配利润和少数股东权益增加的带动下, 公司所有者权益小幅增长, 年均复合增长3.49%。截至2014年底, 公司所有者权益合计40.90亿元, 其主要构成为实收资本(占7.33%)、资本公积(占28.06%)、未分

配利润（占33.10%）、盈余公积（占1.51%）和少数股东权益（占28.40%），公司所有者权益稳定性一般。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计41.31亿元，较上年底小幅增长1.00%，所有者权益构成保持稳定。

负债

近年来，随着公司业务规模的扩大，公司负债总额随之逐年上升，近三年年均复合增长80.59%。截至2014年底，公司负债总额为146.06亿元。从负债结构看，公司流动负债占比逐年下降，从2012年底的81.85%下降至2014年底的51.68%，公司负债仍以流动负债为主。

2012~2014年底，公司流动负债快速增长，年均复合增长43.49%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增长所致。截至2014年底，公司流动负债为75.49亿元，主要由短期借款（占22.84%）、预收款项（占18.07%）、其他应付款（占13.83%）、一年内到期的非流动负债（占12.84%）和其他流动负债（占17.25%）构成。

2012~2014年底，公司短期借款大幅增长，年均复合增长32.91%。截至2014年底，公司短期借款17.24亿元，其中保证借款14.24亿元、质押借款3.00亿元。

公司预收款项主要包括：①给排水公司预收水费、工程款及二次供水运行维护费，预收二次供水运行维护费系指向开发商一次性收取的高层住宅二次供水设施运行维护费，在工程完工开始运行维护后转入递延收益，在运行维护的合同年限内（15年）平均确认收入；②扬子江公司预收的安置房房款。2012~2014年底，公司预收款项较快增长，年均复合增长19.21%，系上述两方面内容的增加。截至2014年底，公司预收款项为13.64亿元，同比增长2.34%。

公司其他应付款主要是向园区财政、公司股东（江阴市国有资产管理办公室）及下游承包商的往来款。2012~2014年底，公司其他应

付款年均复合下降14.42%。截至2014年底，其他应付款为10.44亿元，其中，前五名债权人合计7.84亿元，占公司其他应付款75.09%。

表 17 截至 2014 年底公司其他应付款前五名明细
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	款项内容
靖江园区财政审计局	2.20	21.07	往来款
实收自来水管网建设工程款	1.99	19.06	网管款
江阴市国有资产管理办公室	1.95	18.68	往来款
江苏长强钢铁有限公司	1.00	9.58	往来款
江阴市市政公司	0.70	6.70	往来款
合 计	7.84	75.09	

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债9.69亿元，为一年内到期的长期借款，其中担保借款8.90亿元、抵押借款0.79亿元。

2012~2014年底，公司其他流动负债年均复合增长253.86%，截至2014年底为13.02亿元，主要由公司于2014年8月发行的短期融资券8.00亿元（14江阴公CP001）和2014年1月发行的1年期非公开定向融资工具5.00亿元（14江阴公PPN001）构成。

2012~2014年底，随着长期借款和应付债券的快速上升，公司非流动负债年均复合增长194.68%。截至2014年底，公司非流动负债为70.58亿元，主要由长期借款和应付债券构成。截至2014年底，公司长期借款为37.26亿元，主要为担保借款（占65.11%）和质押借款（占25.50%）；应付债券为30.88亿元，为公司于2012年8月、2013年2月和2014年8月分别发行的3年期中票4亿元（12江阴公MTN1）、3年期中票4亿元（13江阴公MTN1）、3年期中票6亿元（14江阴公MTN001），以及公司于2013年9月、2014年4月、2014年6月和2014年8月分别发行非公开定向债务融资工具5亿元（13江阴公PPN002）、5亿元（14江阴公PPN002）、5亿元（14江阴公PPN003）和2亿元（14江阴公PPN004），期限均为3年。

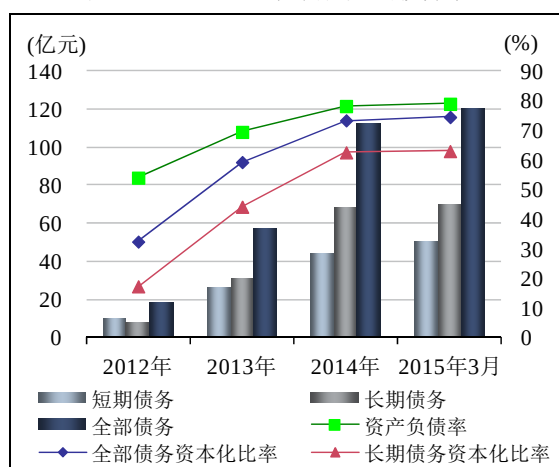
2012~2014年底，公司有息债务大幅增长，

年均复合增长147.79%。2014年，随着长期借款的增长以及公司在银行间债券市场上发行债券，公司有息债务规模大幅增长至112.29亿元。近年来，公司长期债务占全部债务的比例逐年提升，由2012年底的43.68%上升至2014年底的60.68%。

从负债指标情况看，近三年，随着公司债务规模的增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，三年均值分别为70.67%、60.89%和47.95%；截至2014年底，上述三项指标分别为78.12%、73.30%和62.49%。

截至2015年3月底，公司负债为154.22亿元，较上年底大幅增长5.59%，其中应付债券较上年底增加7.00亿元系于2015年3月发行7.00亿元短期融资券（15江阴公CP001）所致；另外，公司于2015年3月发行5亿元非公开定向债务融（15江阴公PPN001）计入其他流动负债科目。截至2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为78.87%、74.41%和62.92%，较上年底均略有上升。

图7 2012~2015年3月底公司债务水平



资料来源：公司审计报告

总体看，公司所有者权益稳定性一般；公司有息债务规模持续增长，整体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年底，

受公司长期借款增加及债券发行的影响，货币资金大幅上升，公司流动比率和速动比率大幅提升，三年平均值分别为140.97%和137.83%，2014年底上述两项指标分别为161.62%和158.68%，2015年3月底上述两项指标分别为157.96%和154.94%，公司短期偿债指标一般。

从长期偿债指标来看，2012~2014年，公司EBITDA快速增长，三年分别为4.75亿元、6.17亿元和8.78亿元。随着公司债务融资规模的迅速扩张，公司全部债务/EBITDA逐年上升，三年分别为3.85倍、9.29倍和12.79倍。考虑到园区土地可变现，以及各级政府对公司的支持，公司整体偿债能力一般。

截至2015年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度为68.93亿元，已使用额度为47.75亿元，尚未使用的额度为21.18亿元，间接融资渠道较通畅；同时公司拥有上市公司1家，拥有直接的融资渠道。

截至2015年3月底，公司对外担保合计75.66亿元，担保比率为183.15%，公司担保比率很高。被担保企业主要为江阴城市建设投资有限公司（江阴市政府投融资主体）、江阴市新国联投资发展有限公司、江阴市华水农业水利开发建设有限公司、江阴市新农村建设发展有限公司和江阴市人民医院等国资公司；目前被担保对象经营情况基本正常。2014年底，江阴城市建设投资有限公司资产规模563.09亿元，所有者权益183.44亿元；2014年，该公司实现营业收入8.74亿元，利润总额4.76亿元。江阴城市建设投资有限公司经营状况正常，但其建设资金主要来源于财政资金支持和外部融资，且债务规模较大。考虑到公司担保比率很高，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。

表 18 截至 2015 年 3 月底公司对外担保

(单位：亿元)

单位名称	担保金额
江阴市华水农业水利开发建设有限公司	4.00
江阴市新国联投资发展有限公司	3.00

江阴市人民医院	2.40
江阴城市建设投资有限公司	59.19
江阴市新农村建设发展有限公司	4.00
江阴市旅游文化产业发展有限公司	1.40
江阴市公共交通公司	0.50
江苏恒德港口发展有限公司	0.69
江苏省江阴经济开发区靖江园区扬子江仓储有限公司	0.48
合 计	75.66

资料来源：公司提供

5. 存续期内债券偿还能力

公司分别于2012年8月、2013年2月和2014年8月发行“12江阴公MTN1”4亿元、“13江阴公MTN1”4亿元、和“14江阴公MTN001”6亿元，并分别于2015年8月、2016年2月和2017年8月到期。

公司2013年EBITDA和经营活动现金流入量对“12江阴公MTN1”本金的保护倍数分别为1.54倍和4.30倍，对“13江阴公MTN1”本金的保护倍数同上，对“14江阴公MTN001”本金的保护倍数分别为1.03倍和2.87倍；2014年EBITDA和经营活动现金流入量对“12江阴公MTN1”本金的保护倍数分别为2.20倍和6.54倍，对“13江阴公MTN1”本金的保护倍数同上，对“14江阴公MTN001”本金的保护倍数分别为1.46倍和4.36倍。公司EBITDA对存续期内中期票据的保障能力一般，经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障能力较强。

6. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（银行版）》（报告编号：B201507140088099222），截至2015年7月14日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

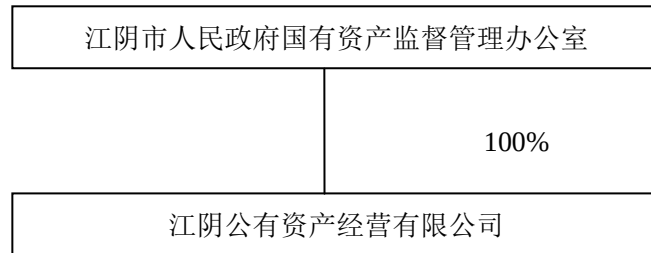
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及江阴市区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到江阴市政府在特许经营、资产划拨和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

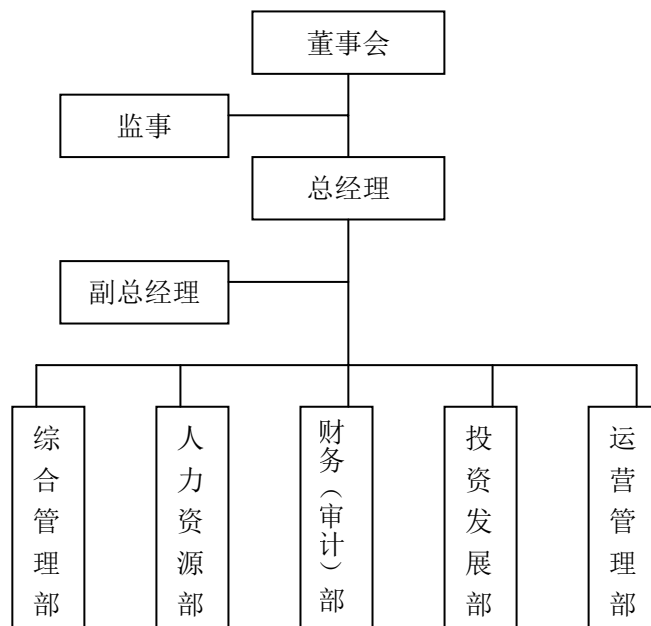
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12江阴公MTN1”、“13江阴公MTN1”和“14江阴公MTN001”AA的信用等级。

附件 1-1 截至 2015 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.97	28.12	79.04	50.39
资产总额(亿元)	82.98	128.81	186.96	195.53
所有者权益(亿元)	38.19	39.44	40.90	41.31
短期债务(亿元)	10.30	26.09	44.15	50.03
长期债务(亿元)	7.99	31.16	68.14	70.10
全部债务(亿元)	18.29	57.25	112.29	120.13
营业收入(亿元)	13.89	10.07	12.62	1.77
利润总额(亿元)	3.63	2.36	2.70	0.51
EBITDA(亿元)	4.75	6.17	8.78	--
经营性净现金流(亿元)	8.28	-19.81	-0.66	-23.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	25.47	35.49	66.02	--
存货周转次数(次)	6.40	3.99	3.73	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.10	0.08	--
现金收入比(%)	136.50	148.01	106.87	128.28
营业利润率(%)	30.56	36.87	40.99	51.10
总资本收益率(%)	5.56	4.49	4.34	--
净资产收益率(%)	7.87	4.31	4.87	--
长期债务资本化比率(%)	17.30	44.14	62.49	62.92
全部债务资本化比率(%)	32.38	59.21	73.30	74.41
资产负债率(%)	53.98	69.38	78.12	78.87
流动比率(%)	104.15	131.09	161.62	157.96
速动比率(%)	99.89	128.39	158.68	154.94
经营现金流动负债比(%)	22.58	-34.69	-0.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.51	1.63	1.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.85	9.29	12.79	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；2.现金类资产已扣除受限资金；3.其他流动负债中应付短期融资券计入短期债务及相关计算指标。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。