信用等级公告

联合〔2019〕1918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主体长期信用等级为AA+，维持“16江阴公MTN001”和“17江阴公MTN001”信用等级为AA+，维持“19江阴公CP001”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

二〇一九年七月十一日

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+
19 江阴公 CP001	9.00 亿元	2019/12/24	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 11 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	113.89	98.93	74.94	85.26
资产总额(亿元)	249.04	273.83	299.28	313.05
所有者权益(亿元)	68.20	74.80	77.34	77.94
短期债务（亿元）	56.67	45.24	69.13	80.31
长期债务(亿元)	76.71	105.18	106.04	117.21
全部债务(亿元)	133.38	150.42	175.17	197.51
营业收入(亿元)	14.45	15.69	15.09	3.13
利润总额(亿元)	4.68	3.56	2.87	0.79
EBITDA(亿元)	12.85	12.80	13.54	--
应收类款项/资产总额(%)	19.48	27.47	37.67	36.31
经营性净现金流(亿元)	32.18	-13.45	-29.93	-2.15
营业利润率(%)	45.03	58.20	61.90	61.79
净资产收益率(%)	5.09	3.36	2.83	--
资产负债率(%)	72.61	72.68	74.16	75.10
全部债务资本化比率(%)	66.17	66.79	69.37	71.70
流动比率(%)	170.25	206.36	172.75	178.42
经营现金流动负债比(%)	32.05	-15.19	-27.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.38	11.75	12.93	--

注：2019 年 1 季度财务数据未经审计

分析师： 黄海伦　王中天
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

评级观点

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，公司获得政府的有力支持，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，相关业务延续性存在不确定性；公司整体盈利能力弱；较大规模的其他应收款对公司资金形成较大占用；公司债务负担重，短期债务占比高；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。

跟踪期内，受益于江阴市自来水销售价格上调，公司水务业务发展前景向好，同时公司持续收到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主体长期信用等级为AA+，维持“16江阴公MTN001”和“17江阴公MTN001”信用等级为AA+，维持“19江阴公CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，江阴市经济持续增长，江阴-靖江工业园区规模工业产值快速增长，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 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，获得了政府的有力支持。
3. 跟踪期内，江阴市自来水销售价格上调，有利于增强公司水务板块的盈利能力，对公司水务板块形成长期性利好。

[1] “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。

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大，对资金形成较大占用。
3. 公司债务负担重，短期债务占比高。
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2019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2019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2019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2018年底，公司合并资产总额299.28亿元，所有者权益77.34亿元（其中少数股东权益15.82亿元）；2018年，公司实现营业收入15.09亿元，利润总额2.87亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额313.05亿元，所有者权益77.94亿元（其中少数股东权益15.86亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入3.13亿元，利润总额0.79亿元。

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2019年6月底，联合资信所评债券“16江阴公MTN001”“17江阴公MTN001”和“19江阴公CP001”尚需偿还债券余额32.00亿元。跟踪期内，“16江阴公MTN001”和“17江阴公MTN001”已按期足额支付利息。“16江阴公MTN001”和“17江阴公MTN001”募集资金均已按规定用途使用完毕（偿还公司借款）。“19江阴公CP001”募集资金尚未使用。

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
19 江阴公 CP001	9.00	9.00	2019/06/27	180 日
合计	**32.00**	**32.00**	--	--

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

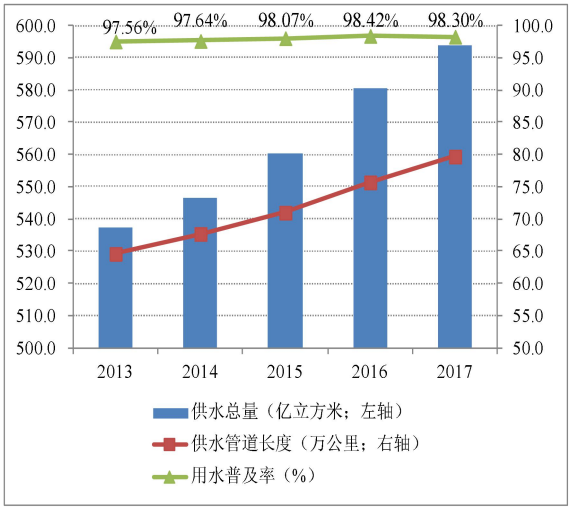
供水总量逐年提升，供水行业平稳发展；但我国水资源匮乏，人均水资源量与用水量不匹配

2013~2017 年，我国供水总量呈现出稳步上升的态势。2017 年底，我国城市供水能力达 3.05 亿立方米/日，较上年增长 0.51%；供水管道长度 79.7 万公里，较上年底增长 5.38%，城市用水普及率下降 0.12 个百分点至 98.30%。

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。

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《2017年城市建设统计年鉴》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。根据《中国统计年鉴 2018》数据显示，2017 年，我国人均水资源量仅为 2074.5 立方米/人，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。2017 年，全国用水总量 6043.4 亿立方米，占全年水资源总量的 21.0%，人均综合用水量 436 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 10 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 2.30 元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，全国各地居民生活用水已陆续采用阶梯式水价制度，目前国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度。

表 2　2018 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	天津	4.00	19	厦门	2.20
2	北京	3.64	20	银川	2.20
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	贵阳	1.82
9	青岛	2.50	27	合肥	1.78
10	重庆	2.50	28	兰州	1.75
11	昆明	2.45	29	海口	1.75
12	呼和浩特	2.45	30	西宁	1.70
13	宁波	2.40	31	长沙	1.63
14	哈尔滨	2.40	32	南京	1.62
15	太原	2.40	33	南昌	1.58
16	沈阳	2.35	34	拉萨	1.54
17	大连	2.30	35	南宁	1.45
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

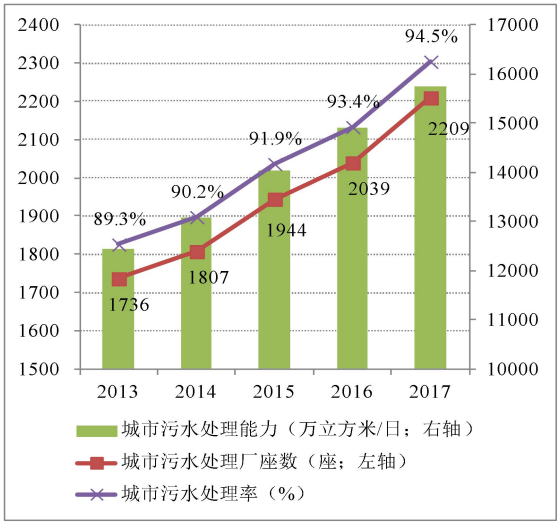
从长期来看，基于水资源的稀缺性和城镇化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，自来水价格仍将长期处于上行通道。

(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《2017年城市建设统计年鉴》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。2017 年，我国耗水总量 3206.8 亿立方米，全国废污水排放总量 756 亿吨。截至 2017 年底，全国设市城镇（不含建制镇）累计建成污水处理厂 5027 座，城市污水处理能力达 574.6 亿立方米/年，较上年增长 5.6%；排水管道长度达 63.0 万公里，较上年底增长 9.3%，城市污水处理率提升 1.10 个百分点至 94.5%。自 2010 年以来污水处理能力增速基本稳定在 5%~6%左右。污水处理能力尚未满足国家废污水排放总量，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	拉萨	0.95
14	西宁	0.95	32	呼和浩特	0.95
15	兰州	0.95	33	沈阳	0.95
16	长沙	0.95	34	深圳	0.90
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

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 1.40 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靠后的城市包括天津、深圳、海口等地，污水价格处于 0.50 元~0.95 元/吨，未来尚有较大的价格上调空间。

(3) 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	《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议〉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

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和影响，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。

（二）城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要

基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 5　2018 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
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	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

	地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	钩。
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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
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》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

（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；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《2018年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，江阴市实现地区生产总值3806.18亿元，按可比价格计算同比增长7.2%。2018年，江阴市人均地区生产总值达23.05万元。三次产业比例调整为1.0:54.4:44.6，三产增加值占GDP比重较上年提高0.2个百分点。

2018年，江阴市固定资产投资增长5.6%。分产业投向看，第一产业投资增长5.9%，第二产业投资增长10.7%，第三产业投资增长1.2%。全年房地产开发投资增长24.5%。商品房施工

面积1439.26万平方米，增长1.4%；商品房销售面积330.19万平方米，增长3.8%。全年商品房销售额288.50亿元，增长12.4%；其中住宅销售额248.52亿元，增长8.3%。

根据《江苏江阴—靖江工业园区2018年度园区党员干部冬训暨总结表彰大会上的讲话》，2018年，园区完成地区生产总值107.37亿元，增长10.0%；规模工业总产值227.90亿元，增长25.6%；固定资产投资11.19亿元，增长12%。其中，工业投资6.8亿元，增长15.30%，服务业投资4.39亿元，增长7.30%；工商开票销售509.08亿元，增长30.20%；其中工业开票254.14亿元，增长28.9%。

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2019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

跟踪期内，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。

根据江阴市人民政府披露的《江阴市财政预算执行情况和财政预算草案的报告》，2018年，江阴市一般公共预算收入254.04亿元，同比增长8.01%。其中2018年税收收入223.01亿元，同比增长13.9%，占一般预算收入的87.79%。2018年，江阴市一般公共预算支出230.48亿元，同比增长1.4%，财政自给率110.22%，财政自给能力强。2018年江苏省下达江阴市政府债务限额156亿元。截至2018年底全市政府债务余额为153.88亿元，其中地方政府债券总额为152.08亿元。

2017~2018年和2019年1~3月，公司分别获得补贴收入3.77亿元、4.07亿元和1.11亿元，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等。

2018年，江阴市财政局对公司增资0.62亿元，计入资本公积。

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：G1032028100160570 9），截至2019年6月19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2019年6月28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，公司高级管理人员、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，公司业务构成未发生变化。营业收入有所下降，由于高毛利率的项目管理费和利息收入占比持续上升，带动公司综合毛利率增长。

2018年，公司实现营业收入15.09亿元，同比有所下降，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）。同期，公司园区业务实现收

入保持增长。公司其他业务快速增长至3.82亿元，系应收江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”）的利息收入快速增加所致。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收入等。由于高毛利率的管理费收入和利息收入占比持续上升，公司综合毛利率上升至63.30%。

2019年1~3月，公司实现营业收入3.13亿元，相当于2018年全年的20.74%。其中水务业务收入占比超过50%。公司综合毛利率为63.09%。

表 6　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2017 年			2018 年			2019 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		11.01	70.15	46.74	8.82	58.49	48.74	1.73	55.31	50.20
园区基础工程	土地整理	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	安置房建设	0.53	3.38	38.10	0.84	5.58	-0.91	0.04	1.15	-589.16
	项目管理费	1.27	8.07	100.00	1.60	10.63	100.00	0.43	13.73	100.00
其他业务		2.89	18.40	96.42	3.82	25.31	95.69	0.93	29.81	95.11
合计		**15.69**	**100.00**	**59.89**	**15.09**	**100.00**	**63.30**	**3.13**	**100.00**	**63.09**

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

（1）水务板块

跟踪期内，受益于自来水销售价格上调，公司水务业务中自来水业务收入有所增长；由于江阴市水务工程项目有所减少，水务工程业务收入快速下降。

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、业务模式均未发生变化。

截至 2018 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 2017 年的 64.71%上升至 65.00%。截至 2018 年底，江南水务管网长度 3008 千米，较上年底保持不变，江南水务已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。

2018年，江南水务完成供水量27520.74万立方米，同比增长0.45%，完成全年计划的105.85%；完成售水量25373.79万立方米，同比增长0.75%，完成全年计划的110.32%；产销差率为7.80%；水质综合合格率保持100%。2019年1~3月，公司完成供水量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%。

2018年，江南水务实现自来水业务收入5.66亿元，同比增长10.96%，公司2018年供水规模较往年变化不大，同期自来水业务收入的增长主要系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，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）；自来水业务毛利率50.22%，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。

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。2018年，江南水务市政工程业务收入2.88亿元（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47.59%，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均大幅下滑所致。工程安装毛利率49.18%，同比增加2.29个百分点。

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

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，园区无土地出让，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
2016 年	工业用地	609.47	15236.75	25.00
2017 年	--	--	--	--
2018 年	--	--	--	--
合计	--	609.47	15236.75	--

资料来源：公司提供

2018年，园区土地价格保持稳定，工业用地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；公司无新开工项目，存量项目剩余投资规模很小，业务延续性存在较大不确定性。

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，补贴收入计入安置房建设收入中），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”。

2018年，公司安置房销售面积大幅增长至4.75万平方米；2018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。2018年和2019年1~3月，公司

销售收入（含补贴后）分别为0.84亿元和0.04亿元。2017~2018年和2019年1~3月，毛利率分别为38.10%、-0.91%和-589.16%，其中2018年和2019年一季度毛利率大幅下滑主要系收入中的政府安置房补贴存在滞后所致。

表 8　2017~2019 年 3 月扬子江公司安置房销售情况

项目	2017 年	2018 年	2018 年 1~3 月
安置房建设面积（万平方米）	1.06	0.21	0.00
销售安置房面积（万平方米）	1.47	4.75	0.00
销售均价（元/平方米）	1285	1289	0.00
实际销售收入（万元）	1887	6122	0.00
安置房补贴（万元）	3415	2300	359

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2019年3月底已完成投资9.60亿元，项目累计回笼资金6.98亿元。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。

跟踪期内，公司项目管理费收入有所增长，由于政府回购周期长，该业务对公司资金存在一定占用。

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。

2018年和2019年1~3月，公司实现项目管理费收入分别为1.60亿元和0.43亿元，毛利率均为100%。截至2019年3月底，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”）。

（3）其他业务

跟踪期内，公司其他业务以利息收入为主，毛利率很高，对公司利润形成一定补充。

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。2018年和2019年一季度，公司其他收入分别为3.82亿元和0.93亿元，占比分别为25.31%和29.81%。其中利息收入分别为2.93和0.76亿元，为公司借给江阴城投往来款，公司每月底按余额的0.5%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。

（4）未来发展

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

未来公司重点在建项目计划投资总额88.29亿元（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2019年3月底已经完成投资68.13亿元。公司重点在建项目见下表。

表 9　截至 2019 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		
			2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年
输水管网工程	12.49	6.03	2.00	2.46	2.00
应急备用水源地工程	9.00	5.35	1.65	2.00	--
园区基础工程项目	24.00	17.56	1.50	3.00	1.94
溢馨苑安置小区四期	10.00	9.60	0.40	--	--
恒德港口工程	5.00	4.80	0.15	0.05	--
引进项目（园区）	23.50	22.68	0.52	0.30	--
工业废弃物综合利用项目	4.30	2.11	1.19	1.00	--
合计	**88.29**	**68.13**	**7.41**	**8.81**	**3.94**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2018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2019年一季度财务数据未经审计。

2018~2019年3月，公司合并范围未发生变动。公司合并范围含8家一级子公司，其中江阴市秦望山产业园投资发展有限公司由二级子公司变为一级子公司。跟踪期内，公司财务数据可比性强。

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大，公司应收往来款和园区投入对资金占用较大，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 299.28 亿元，同比增长 9.29%，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	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	98.76	36.07	74.58	24.92	81.81	26.13
其他应收款	74.02	27.03	110.76	37.01	112.05	35.79
流动资产	**182.76**	**66.74**	**190.57**	**63.68**	**200.82**	**64.15**
固定资产	23.38	8.54	21.00	7.02	21.76	6.95
在建工程	60.02	21.92	78.85	26.35	81.38	26.00
非流动资产	**91.07**	**33.26**	**108.71**	**36.32**	**112.23**	**35.85**
资产总额	**273.83**	**100.00**	**299.28**	**100.00**	**313.05**	**100.00**

注：2018年起因会计政策调整将应收利息、应收股利和其他应收款合并为其他应收款，故对2017年数据进行相应调整
资料来源：根据公司审计报告、2019年1季度财务数据整理

截至2018年底，公司流动资产190.57亿元，同比增长4.27%。公司货币资金74.58亿元，同比下降24.49%，主要系往来款支出规模较大所致，货币资金中受限资金15.58亿元，受限比率20.89%。其他应收款（含应收利息、应收股利和其他应收款）110.76亿元，同比增长49.64%，主要系新增与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；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，2018年底分别为65.42亿元、16.00亿元和14.00亿元，公司绝大部分应收往来款每月底按余额的0.5%向欠款方收取利息，产生的收入计其他业务收入，前五名其他应收款总额占比93.35%，集中度高；账龄在1年以内的占比90%以上，账龄短，公司累计计提坏账准备966.64万元，计提比例低。

截至2018年底，公司非流动资产108.71亿元，同比增长19.37%。公司固定资产21.00亿元，同比下降10.19%，主要系公司房屋建筑物、管网、专用设备等折旧所致，固定资产成新率60.47%。在建工程78.85亿元，同比增长31.37%，

主要系：①园区的安置房（溢馨苑安置小区四期项目）、学校和医院（园区基建项目，完工后通过收取项目管理费方式确认收入）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；②原有通过江阴城投垫付的在建项目通过抵减应付公司往来款方式转入公司在建工程所致。

截至2019年3月底，公司资产总额313.05亿元，较上年底有所增长。资产结构较上年底变化不大。公司货币资金81.81亿元，较上年底增长9.70%。其他应收款112.05亿元，较上年底略有增加，系新增与江阴城建产业发展有限公司4.38亿元往来款所致。在建工程81.38亿元，较上年底增长3.20%。

截至2019年3月底，公司受限资产29.80亿元，均为货币资金受限。

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。

截至2018年底，公司所有者权益77.34亿元（其中少数股东权益15.82亿元），同比增长3.40%，所有者权益构成变化不大。其中实收资本占3.88%、资本公积占29.96%、其他权益工具占20.38%、未分配利润占23.00%。所有者权益稳定性一般。

截至2018年底，公司资本公积23.17亿元，同比增长2.74%，系江阴市财政局对公司增资所致。

截至2019年3月底，公司所有者权益77.94亿元（其中少数股东权益15.86亿元），较上年底略有增长，系未分配利润增加所致。

跟踪期内，公司有息债务规模大，债务水平持续上升，整体债务负担仍很重，债务结构中短期债务占比高。

截至2018年底，公司负债总额221.94亿元，同比增长11.51%，主要系一年内到期的非流动负债和应付债券快速增长所致。公司非流动负债占比有所下降。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	19.95	10.02	18.17	8.19	29.06	12.36
应付票据及应付账款	18.67	9.38	25.88	11.66	34.13	14.52
预收款项	8.93	4.49	10.08	4.54	10.78	4.59
一年内到期的非流动负债	12.66	6.36	30.80	13.88	22.00	9.36
其他流动负债	20.02	10.06	17.01	7.66	8.01	3.41
流动负债	**88.56**	**44.50**	**110.31**	**49.70**	**112.55**	**47.87**
长期借款	51.79	26.02	43.00	19.37	39.59	16.84
应付债券	53.39	26.83	63.04	28.40	77.61	33.01
非流动负债	**110.47**	**55.50**	**111.62**	**50.29**	**122.55**	**52.12**
负债总额	**199.03**	**100.00**	**221.94**	**100.00**	**235.11**	**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；2.2018年起因会计政策调整将原应付票据和应付账款合并为应付票据及应付账款项目，故对2017年数据进行相应调整
资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债110.31亿元，同比增长24.56%。公司短期借款18.17亿元，同比下降8.92%，全部为保证借款。公司应付票据及应付账款25.88亿元，其中应付票据20.16亿元（同比增长59.53%）、应付账款5.73亿元（同比下降5.04%），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。预收款项10.08亿元，同比增长12.94%，主要系公司预收水费和安置房房款增加所致。一年内到期的非流动负债30.80亿元，同比增长143.33%，主

要系较大规模长期借款转入所致。其他流动负债17.01亿元，其中应付短期融资券17.00亿元。

截至2018年底，公司非流动负债111.62亿元，同比略有增长。公司长期借款43.00亿元，同比下降16.97%，其中担保借款39.00亿元、质押借款4.00亿元；应付债券63.04亿元，同比增加9.65亿元，系公司2018年偿还部分私募债和可转债，同时新增较大规模私募债所致。

截至2018年底，公司其他非流动负债4.19亿元，同比增长5.25%。公司非流动负债主要是政府补助和二次供水运行维护费。

截至2019年3月底，公司负债总额235.11亿元，较上年底有所增加。公司短期借款较上年底增加10.89亿元。应付票据及应付账款34.13亿元，较上年底增加8.25亿元，其中应付票据29.25亿元、应付账款4.89亿元，应付票据较上年底持续增长主要系项目投入通过票据结算持续增多所致。

截至2018年底，公司全部债务175.17亿元，同比增长16.45%。若将公司其他流动负债（2018年底和2019年3月底分别含17.00亿元和7.00亿元短期融资券）和长期应付款（2018年底和2019年3月底分别含1.25亿元和1.10亿元融资租赁款）中有息债务纳入全部债务核算，截至2018年底和2019年3月底，公司调整后全部债务分别为193.42亿元和206.61亿元，其中调整后短期债务占比分别为44.53%和42.74%，公司短期债务占比高，债务结构有待改善。2019~2021年，公司需偿还的有息债务分别为33.65亿元、16.61亿元和15.10亿元。截至2018年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别上升至74.16%和71.44%、调整后长期债务资本化比率下降至58.11%。截至2019年3月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率、调整后长期债务资本化比率分别上升至75.10%、72.61%和60.28%。跟踪期内，公司债务水平有所上升，整体债务负担仍很重。

3．盈利能力

跟踪期内，由于公司水务业务收入快速下降，导致营业收入有所下降。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）。2018年营业收入15.09亿元，同比略有下降3.86%，系水务业务收入快速下降所致；同期，公司营业成本5.54亿元，同比快速下降12.03%。公司营业利润率由2017年的58.20%上升至61.90%。

2018年，公司期间费用10.56亿元，同比增长11.27%。期间费用中财务费用占比76.68%，财务费用2018年为8.10亿元，同比增长15.88%，一方面系公司有息债务快速增长，另一方面银票贴现造成费用上升所致。公司期间费用率69.97%，较上年有所增加，公司对期间费用控制能力差。

2018年，公司其他收益4.07亿元，全部是政府补贴，较2017年的3.77亿元政府补贴有所增加；利润总额2.87亿元，同比下降19.29%。整体看，公司利润对政府补助的依赖性强。

2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.23%和2.83%，较上年略有下降。公司整体盈利能力依然弱。

2019年1~3月，公司实现营业收入3.13亿元，其中水务板块占比50%以上，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61.79%；其他收益1.11亿元，全部为政府补贴；公司利润总额0.79亿元。

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。2018年，公司经营活动现金流入21.89亿元，同比略有下降；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，2018年为15.70亿元，同比增长14.36%；同期，由于公司支付给江阴城投以及当地国有企业的往来款大幅增加（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45.40%至51.82亿元。受往来款净流出规模较大影响，公司经营活动现金流量净额-29.93亿元，经营性现金流持续大额净流出。2018年公司现金收入比由2017年的87.49%上升至104.07%，收入实现质量有所提升。

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。2018年，公司投资活动现金流入37.63亿元，同比下降21.99%。其中收回投资收到的现金20.00亿元（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16.99亿元（主要是江南水务定期存款的到期收回）；同期，公司投资活动现金流出34.76亿元，同比下降40.04%。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金9.60亿元，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14.65亿元和9.40亿元，系理财产品支出和定期存款存出。投资活动现金流量净额2.87亿元，较2017年由负转正。

公司筹资活动现金流入主要通过银行借款和发行债券获得。2018年，公司筹资活动现金流入量128.26亿元，其中取得借款收到的现金和发行债券收到的现金合计122.32亿元，较上年快速增长。公司筹资活动现金流出119.61亿元，同比增长28.20%，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4.69亿元和0.73亿元，主要是贷款保证金的转入和转出。筹资活动现金流量净额8.65亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额-2.15亿元，经营活动现金流持续为负主要系支付给江阴城建产业发展有限公司及其他国有企业往来款所致。现金收入比上升至134.88%。投资活动现金流量净额-3.77亿元，主要是在建工程持续投入所致。筹资活动现金流量净额-0.76亿元。

5. 母公司财务分析

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额175.59亿元，同比增长21.33%，主要系其他应收款快速增长所致。其中流动资产占80.94%、非流动资产占19.06%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的58.67%，占比一般。

截至2018年底，母公司所有者权益合计34.46亿元，较上年底略有增长。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44.56%，占比一般，母公司所有者权益稳定性较差。

截至2018年底，母公司负债合计141.13亿元，同比增长27.23%。其中流动负债占33.16%、非流动负债占66.84%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的63.59%，占比一般。

2018年，母公司实现营业收入2.93亿元，同比增长30.50%，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比重较低；母公司利润总额为0.48亿元，同比增长18.47%，占合并报表利润总额的16.76%，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。

6. 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。考虑到政府对公司的持续有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至2018年底，由于公司流动负债增速高于流动资产，公司流动比率和速动比率分别下

降至172.75%和172.43%；截至2019年3月底，上述比率分别上升至178.42%和178.11%；2018年，公司经营现金流动负债比为负，对短期债务无保障能力。截至2018年底和2019年3月底，公司现金类资产（已剔除受限资金）分别为59.36亿元和82.46亿元，为2019年3月底调整后短期债务的0.67倍和0.93倍。总体看，公司短期偿债能力较弱。

2018年，公司EBTIDA为13.54亿元，较上年有所增长；公司调整后全部债务/EBITDA由2017年底的13.40倍上升至14.28倍。公司长期偿债能力较弱。考虑到政府对公司的持续有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度105.27亿元，尚未使用额度10.00亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽；此外，子公司江南水务为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保余额由2018年3月底的78.00亿元下降至53.68亿元，担保比率为68.87%。公司担保比率高，公司对外担保企业包括江阴城投39.01亿元、江阴市旅游文化产业发展有限公司5.80亿元、江阴市新农村建设发展有限公司4.49亿元、江苏普惠建设有限公司1.95亿元、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0.43亿元，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小，2022年达到兑付峰值，存在一定集中偿付压力。

截至2019年6月底，公司存续债券余额116.00亿元（含永续中票），2019年下半年将到期的应付债券余额9.00亿元（为“19江阴公CP001”），2022年将达到存续债券待偿峰值43.00亿元（假定公司发行的债券于可赎回日行权）。

截至2019年3月底，公司现金类资产85.26亿元；2018年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为21.89亿元、-29.93亿元和13.54亿元，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2019年下半年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）

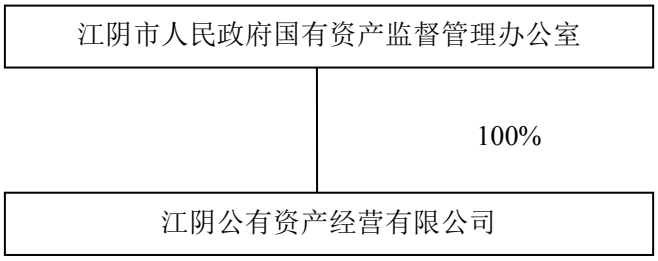
项　目	2018 年
2019 年下半年内到期债券余额	9.00
未来待偿债券本金峰值	43.00
现金类资产/一年内到期债券余额	9.47
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.52
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.71
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.32

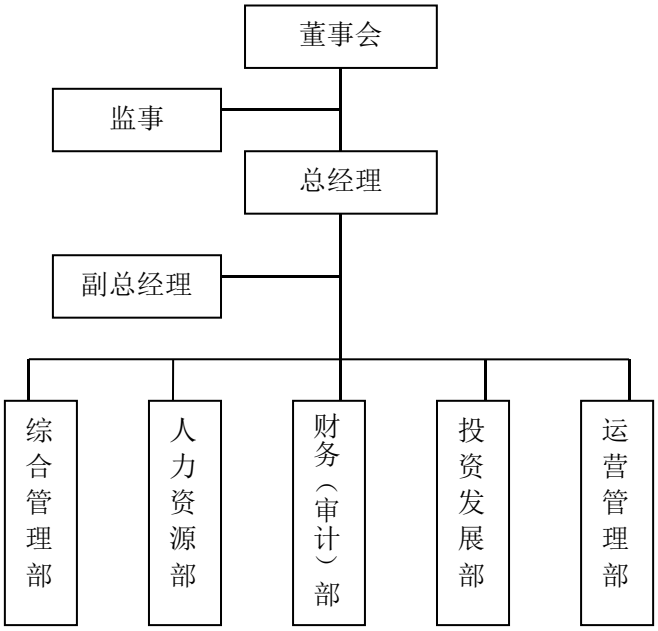
资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA$^+$，维持“16江阴公MTN001”和“17江阴公MTN001”信用等级为AA$^+$，维持“19江阴公CP001”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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	113.89	98.93	74.94	85.26
资产总额(亿元)	249.04	273.83	299.28	313.05
所有者权益(亿元)	68.20	74.80	77.34	77.94
短期债务(亿元)	56.67	45.24	69.13	80.31
调整后短期债务(亿元)	79.67	65.24	86.13	88.31
长期债务(亿元)	76.71	105.18	106.04	117.21
调整后长期债务(亿元)	76.71	106.18	107.29	118.31
全部债务(亿元)	133.38	150.42	175.17	197.51
调整后全部债务(亿元)	156.38	171.42	193.42	206.61
营业收入(亿元)	14.45	15.69	15.09	3.13
利润总额(亿元)	4.68	3.56	2.87	0.79
EBITDA(亿元)	12.85	12.80	13.54	--
经营性净现金流(亿元)	32.18	-13.45	-29.93	-2.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	29.99	13.61	7.43	--
存货周转次数(次)	4.84	7.18	11.60	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	83.42	87.49	104.07	134.88
应收类款项/资产总额(%)	19.48	27.47	37.67	36.31
营业利润率(%)	45.03	58.20	61.90	61.79
总资本收益率(%)	5.01	4.39	4.23	--
净资产收益率(%)	5.09	3.36	2.83	--
长期债务资本化比率(%)	52.94	58.44	57.82	60.06
调整后长期债务资本化比率(%)	52.94	58.67	58.11	60.28
全部债务资本化比率(%)	66.17	66.79	69.37	71.70
调整后全部债务资本化比率(%)	69.63	69.62	71.44	72.61
资产负债率(%)	72.61	72.68	74.16	75.10
流动比率(%)	170.25	206.36	172.75	178.42
速动比率(%)	169.10	205.68	172.43	178.11
经营现金流动负债比(%)	32.05	-15.19	-27.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.38	11.75	12.93	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	12.18	13.40	14.28	--

注：1.2019 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 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%
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-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　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　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

附件 4-4　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