信用等级公告

联合〔2020〕1393 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“20 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

二〇二〇年六月二十二日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江阴市公有资产经营有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
16 江阴公 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
17 江阴公 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 江阴公 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 江阴公 MTN001	16.00 亿元	16.00 亿元	2021/09/20
17 江阴公 MTN001	7.00 亿元	7.00 亿元	2020/07/31
20 江阴公 CP001	8.00 亿元	8.00 亿元	2020/07/08

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“16 江阴公 MTN001”为永续中期票据，期限为 3+N，N 为续期数，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

评级时间：2020 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

江阴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，公司保持专营优势并获得政府的有力支持。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；其他应收款对公司资金形成较大占用；公司债务负担重，债务结构有待改善；担保比率高等因素可能对公司经营和信用水平带来的不利影响。

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。

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“20 江阴公 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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。**2019 年，江阴市地区生产总值保持增长，为 4001.12 亿元；2019 年，江阴市一般公共预算收入保持增长，为 256.58 亿元。
2. **公司继续保持区域专营性优势。**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，跟踪期内在相关业务方面保持区域专营优势。
3. **公司持续获得政府支持，**2019 年和 2020 年 1-3 月，公司分别获得政府补贴收入 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. **江阴-靖江工业园区基础设施建设业务持续性有待观察。**江阴-靖江工业园区基础设施建设日益完善，公司在该区域的土地整理和安置房建设业务持续性有待观察。
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；公司担保比率高，截至 2020 年 3 月底为 58.66%，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：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 江阴公 CP001	A-1	AA+	稳定	2019/12/17	黄海伦 王中天	城市基础设施投资企业信用评级方法（2019 年） 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（2019 年）	阅读全文
17 江阴公 MTN001 16 江阴公 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/07/11	黄海伦 王中天	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 江阴公 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/07/24	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
16 江阴公 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/07/18	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	AA	稳定	2016/09/02	黄静雯 黄海伦	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 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，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 2020 年跟踪评级报告

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2020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2020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3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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年3月底，联合资信所评债券“16江阴公MTN001”“17江阴公MTN001”和“20江阴公CP001”尚需偿还债券余额31.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付上述债券利息。上述债券募集资金均已按规定用途使用完毕（偿还公司借款）。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 江阴公 MTN001	16.00	16.00	2016/09/20	5+N 年
17 江阴公 MTN001	7.00	7.00	2017/07/31	3 年
20 江阴公 CP001	8.00	8.00	2020/01/13	180 日
合计	**31.00**	**31.00**	--	--

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

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。

（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分布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

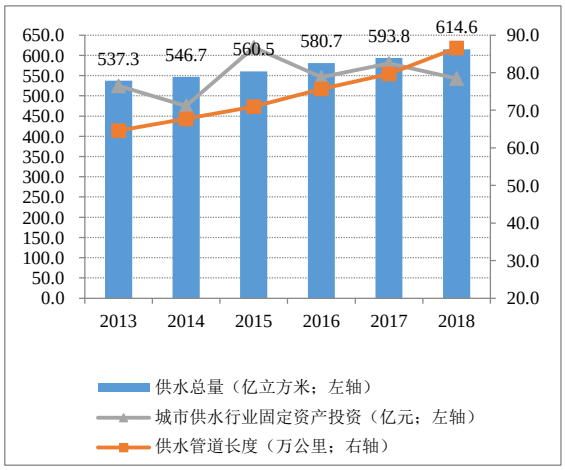
南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

（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

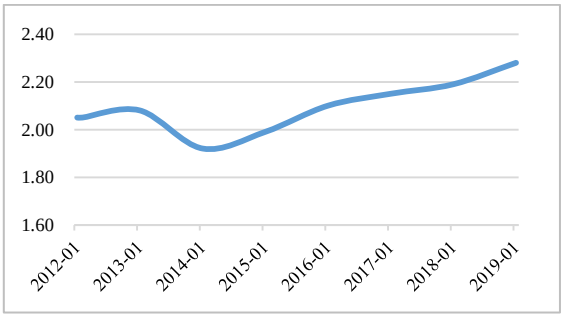
我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经

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

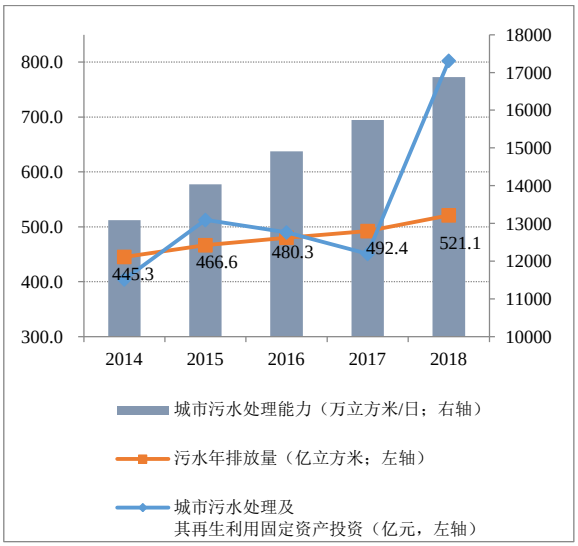
近年来，随着城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，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 万立方米/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



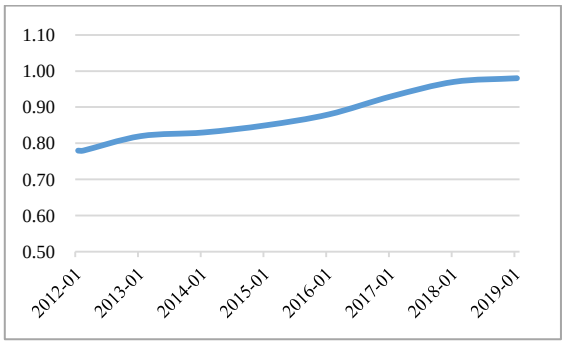
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

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处理平均价格走势来看，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

[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

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
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

（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各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与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合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：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；江阴-靖江工业园区规模工业产值稳步增长。公司所在区域为公司创造了良好的外部环境。

根据《2019年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2019年，江阴市实现地区生产总值4001.12亿元，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。

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2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。

2. 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；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 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算草案的报告》，2019 年，江阴市一般公共预算收入 256.58 亿元，同比增长 1.00%。其中 2019 年税收收入 218.09 亿元，同比下降 2.2%，占一般预算收入的 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。

2019年和2020年1－3月，公司分别获得补贴收入5.63亿元和1.21亿元，计入“其他收益”科目。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增不良信贷记录，过往信用记录良好。

根据《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：913202817132647781），截至 2020 年 05 月 28 日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

截至2020年05月29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

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务构成未发生变化。营业收入有所增长，由于高毛利率的项目管理费收入占比上升以及水务业务毛利率增长，带动公司综合毛利率进一步上升。

2019年，公司实现营业收入16.46亿元，同比增长9.08%，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。公司其他业务收入增长至4.09亿元，系应收江阴城市建设投资有限公司（以下简称“江阴城投”）的利息收入快速增长所致。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占比持续上升以及水务业务毛利率增长，公司综合毛利率上升至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 7　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		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
水务业务		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	0.84	5.58	-0.91	0..30	1.85	3.87	--	--	--
	项目管理费	1.60	10.63	100.00	2.27	13.79	100.00	0.83	23.57	100.00
其他业务		3.82	25.31	95.69	4.09	24.85	95.15	0.90	25.82	93.86
合计		**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. 经营分析

（1）水务板块

跟踪期内，公司水务业务正常开展，收入规模同比实现增长，毛利率水平同比小幅上升。

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仍为 116.00 万立方米/日，整体产能利用率由 2018 年的 65.00%下降至 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域，供水面积 986.97 平方公里，服务人口超过 200 万，与 2018 年基本保持稳定。

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%。

2019年，江南水务实现自来水业务收入6.27亿元，同比增长10.66%，系江阴市自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52.62%，同比增加2.40个百分点；江南水务自来水业务毛利率仍保持较高水平，主要因其在技术装备方面具有一定优势，且业务具有一定区域专营性。

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市，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。2019年，江南水务市政工程业务收入2.99亿元（公司还有少量水务市政工程收入来源于给排水公司），同比增长3.87%，工程安装毛利率63.76%，同比增加14.58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及固废处理业务，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，公司安置房建设收入来自存量项目出售，业务持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“预收账款”。

2019年，公司安置房销售面积为0.65万平方米，较2018年大幅下降；2019年公司未新增安置房项目。2019年，公司安置房销售收入（含补贴后）为0.30亿元，毛利率为3.87%；2020年1－3月，公司无安置房销售收入。

表 8　2018—2020 年 3 月扬子江公司安置房销售情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
安置房建设面积（万平方米）	0.21	0.00	0.00
销售安置房面积（万平方米）	4.75	0.65	0.00
销售均价（元/平方米）	1289	1289	0.00
实际销售收入（万元）	6122	832.64	0.00
安置房补贴（万元）	2300	2214	0.00

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。

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，代建工程投入成本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，列入公司固定资产进行管理，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。

2019年和2020年1－3月，公司实现项目管理费收入分别为2.27亿元和0.83亿元（已全部到位），毛利率均为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，跟踪期内，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

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。2019年和2020年一季度，公司其他收入分别为4.09亿元和0.90亿元，占比分别为24.85%和25.82%。其中利息收入分别为3.23亿元和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9　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

公司提供了2019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2020年一季度财务数据未经审计。

2019－2020年3月，公司合并范围未发生变动，截至3月底共18家子公司。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，资产流动性一般。

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10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	74.58	24.92	86.46	26.12	96.26	27.19
其他应收款	110.76	37.01	125.44	37.89	139.34	39.34
流动资产	**190.57**	**63.68**	**214.62**	**64.83**	**238.06**	**67.22**
固定资产	21.00	7.02	27.25	8.23	25.85	7.30
在建工程	78.85	26.35	77.61	23.44	78.94	22.29
非流动资产	**108.71**	**36.32**	**116.43**	**35.17**	**116.10**	**32.78**
资产总额	**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

截至2019年底，公司流动资产214.62亿元，同比增长12.62%。公司货币资金86.46亿元，同比增长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%。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。

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、专用设备等增加所致，固定资产成新率79.00%。在建工程77.61亿元，较上年底下降1.57%。

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。

2. 资本结构

跟踪期内，其他权益工具增长带动公司所有者权益有所增长，所有者权益稳定性一般。

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。

截至 2019 年底，公司实收资本和资本公积与上年底保持稳定，分别为 3.00 亿元和 23.17 亿元，未分配利润 18.92 亿元，较上年底增长 6.34%，其他权益工具 25.73 亿元，较上年底增长 63.26%。

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。

表11　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	3.00	3.88	3.00	3.34	3.00	3.33
资本公积	23.17	29.96	23.17	25.83	23.16	25.68
未分配利润	17.79	23.00	18.92	21.08	19.65	21.79
其他权益工具	15.76	20.38	25.73	28.68	25.73	28.53
所有者权益合计	**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

跟踪期内，公司有息债务规模大，整体债务负担仍重。公司短期债务占比较高，债务结构有待改善。

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12　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.17	8.19	27.61	11.44	23.53	8.91
应付票据	20.16	9.08	23.94	9.92	32.75	12.41
预收款项	10.08	4.54	10.42	4.32	10.96	4.15
一年内到期的非流动负债	30.80	13.88	24.43	10.12	28.10	10.65
其他流动负债	17.01	7.66	11.67	4.84	23.67	8.97
流动负债	**110.31**	**49.70**	**109.35**	**45.31**	**137.29**	**52.01**
长期借款	43.00	19.38	36.56	15.15	26.49	10.03
应付债券	63.04	28.40	88.62	36.72	93.62	35.47
非流动负债	**111.62**	**50.30**	**131.99**	**54.69**	**126.69**	**47.99**
负债总额	**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

截至2019年底，公司流动负债109.35亿元，较上年底下降0.87%。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。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。公司预收款项10.42亿元，较上年底增长3.40%。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。其他流动负债11.67亿元，其中应付短期融资券9.00亿元。

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。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；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，较上年底增加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。

截至2019年底，公司全部债务201.16亿元，较上年底增长14.84%。若将公司其他流动负债（2019年底和2020年3月底分别含9.00亿元短期融资券和21.00亿元短期融资券及超短融资券）和长期应付款（2019年底和2020年3月底分别含0.95亿元和0.90亿元融资租赁款）中有息债务纳入全部债务核算，截至2019年底和2020年3月底，公司调整后全部债务分别为211.11亿元和226.39亿元，其中调整后长期债务占比分别为59.75%和53.54%，公司短期债务占比较高，债务结构有待改善。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。截至2019年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率有所下降，分别为72.90%和70.18%、调整后长期债务资本化比率小幅上升至58.44%。截至2020年3月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率分别上升至74.54%和71.51%，调整后长期债务资本化比率下降至57.30%。跟踪期内，公司整体债务负担仍重。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长。公司期间费用继续增长，对营业利润侵蚀严重，利润总额对政府补贴依赖性强，整体盈利指标依然弱。

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）。2019年营业收入16.46亿元，同比增长9.08%，同期，公司营业成本5.00亿元，同比下降9.64%。公司营业利润率由2018年的61.90上升至67.88%。

2019年，公司期间费用13.10亿元，同比增长24.05%，主要系2019年公司利息支出增加所致。期间费用中财务费用10.51亿元，同比增长29.86%，占比80.27%，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79.58%，较上年有所增长，公司对期间费用控制能力差。

2019 年，公司其他收益 5.63 亿元，同比增长 38.15%，全部为政府补贴；利润总额 3.47 亿元，同比增长 20.66%。整体看，公司利润对政府补助的依赖性强。

2019年，公司总资本收益率为4.79%，较上年上涨，净资产收益率为2.82%，较上年略有下降。公司整体盈利指标依然弱。

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。

4．现金流分析

跟踪期内，受往来收支变动影响，公司经营活动现金流净额由负转正，收现质量好。公司投资活动现金流入及流出均有所缩减，筹资活动现金净流入规模有所扩大。

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。2019年，公司经营活动现金流入27.41亿元，同比增长25.21%；其中销售商品、提供或劳务收到的现金为17.21

亿元，同比增长9.59%，收到其他与经营活动有关的现金10.19亿元，主要由收到的保证金及往来款和政府补助构成，同比增长65.07%，系子公司担保公司收到的保证金及公司与江阴城投的往来款增加所致；同期，公司经营活动现金流出大幅下降至25.78亿元，同比下降50.25%，其中支付其他与经营活动有关现金18.39亿元，同比下降58.63%，系子公司担保公司支付的保证金及公司与江阴城投的往来款大幅下降所致。2019年，公司经营活动现金流净额由负转正，为1.63亿元，较2018年增加31.56亿元。2019年公司现金收入比104.56%，与上年基本保持稳定，收现质量好。

2019年，公司投资活动现金流入10.69亿元，同比下降71.59%。其中收回投资收到的现金6.63亿元（其中子公司江南水务收回投资收到现金6.50亿元）和收到其他与投资活动有关的现金3.55亿元；同期，公司投资活动现金流出17.53亿元，同比下降49.58%。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金7.18亿元。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5.15亿元和5.20亿元，系子公司江南水务的对外投资和取出的定期存款。投资活动现金流量净额-6.84亿元，较2018年由正转负。

2019年，公司筹资活动现金流入量136.56亿元，其中取得借款收到的现金和发行债券收到的现金合计121.40亿元，较上年小幅下降。公司筹资活动现金流出121.00亿元，同比增长1.16%，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14.33亿元和0.02亿元。筹资活动现金流量净额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。

5．偿债能力

公司有息债务规模大，短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可；公司担保比率高，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2019年底，公司流动比率和速动比率分别上升至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%；2019年，公司经营现金流动负债比为1.49%，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。

2019年，公司EBITDA为17.31亿元，较上年增长27.82%；公司调整后全部债务/EBITDA由2018年底的14.28倍下降至12.20倍。2019年公司EBITDA利息倍数为1.23倍，较上年略有下降。公司长期偿债能力尚可。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，公司对外担保余额由2019年3月底的53.68亿元小幅下降至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。

6．母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产和所有者权益规模有所增长，债务负担仍重；母公司利润总额占

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、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对存续债券短期保障能力较强；应付债券规模将于2022年达到兑付峰值，届时公司将存在一定集中偿付压力。

截至2020年5月底，公司存续债券余额147.00亿元（含永续中票），截至2020年3月底，未来一年内将到期的应付债券余额24.00亿元（其中“17江阴公MTN001”7.00亿元，“20江阴公CP001”8.00亿元），2022年将达到存续债券待偿峰值60.00亿元（假定公司发行的债券于可赎回日行权）。

截至2019年底，公司非受限现金类资产71.26亿元（2020年3月底非受限现金类资产未提供）；2019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27.41亿元、1.63亿元和17.31亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司非受限现金类资产对未来一年内到期债券余额保障能力较强，公司经营活动现金流入量对存续债券未来待偿峰值保障能力弱。

表13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

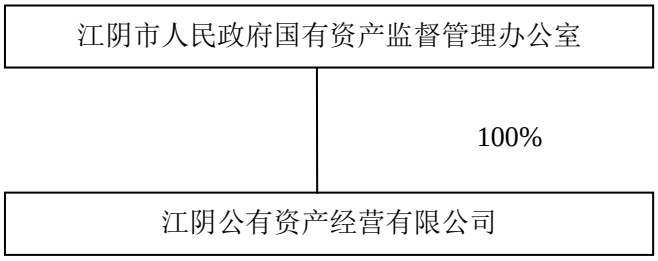
项目	2019 年
截至 2020 年 3 月底未来一年内到期债券余额	24.00
未来待偿债券本金峰值	60.00
现金类资产/截至 2020 年 3 月底一年内到期债券余额	2.97
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.46
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.03
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.29

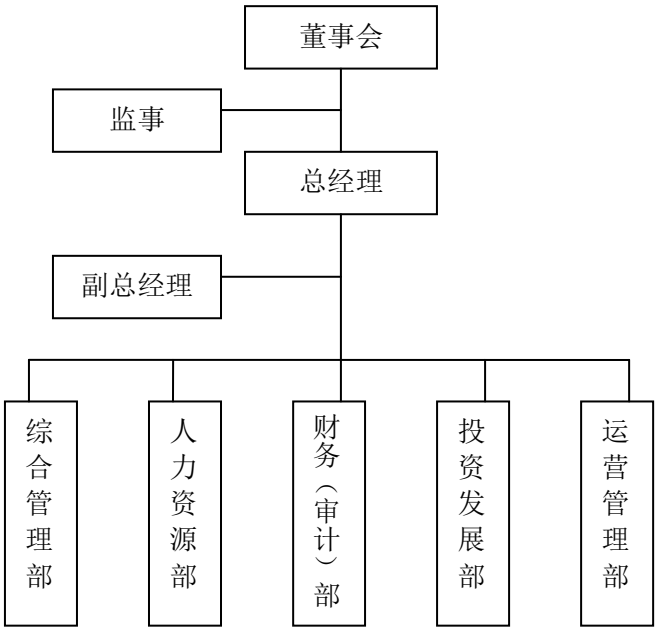
资料来源：联合资信整理

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“20江阴公CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构和组织结构图





附件 2-1 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)	--	--	--	--
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)	--	--	--	--
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	（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-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/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

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 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