跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1518 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将江阴市公有资产经营有限公司主体长期信用上调为AA^{+}，评级展望为稳定，将“14江阴公MTN001”和“16江阴公MTN001”的信用等级上调为AA^{+}。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月十八日

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

江阴市公有资产经营有限公司跟踪评级报告

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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 江阴公 MTN001	6.00	2017/08/28	AA+	AA
16 江阴公 MTN001[1]	16.00	2021/09/20	AA+	AA

评级时间：2017 年 7 月 18 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产（亿元）	82.46	80.68	113.89	103.83
资产总额(亿元)	186.96	220.62	249.04	249.47
所有者权益(亿元)	40.90	43.94	68.20	69.19
短期债务（亿元）	31.15	51.56	56.67	51.78
长期债务(亿元)	68.14	70.73	76.71	95.82
全部债务(亿元)	99.29	122.29	133.38	147.59
营业收入(亿元)	12.62	13.49	14.45	2.82
利润总额(亿元)	2.70	4.04	4.68	0.86
EBITDA(亿元)	8.78	12.07	6.22	--
经营性净现金流(亿元)	-0.66	-24.60	32.18	-2.29
营业利润率(%)	40.99	44.40	45.03	53.62
净资产收益率(%)	4.87	6.65	5.09	--
资产负债率(%)	78.12	80.09	72.61	72.27
全部债务资本化比率(%)	70.82	73.57	66.17	68.08
流动比率(%)	161.62	147.10	170.25	204.74
经营现金流动负债比(%)	-0.88	-23.92	32.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.31	10.13	21.43	--

注：2017 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

黄海伦　宋金玲

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

[1]注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

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。跟踪期内，江阴市经济和财政实力稳步增长，政府在财政补贴方面给予公司大力支持，2016 年，公司权益规模快速增长，营业收入和利润总额持续增长。同时，联合资信也关注到公司江阴-靖江工业园区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确定性，较大规模的其他应收款对公司资金形成占用，公司债务负担重，担保比率高等因素对公司经营和信用水平带来的不利影响。

2016 年 1 月 1 日起，江阴市居民生活用自来水实施阶梯式水价制度，水价上调增强了公司水务板块的盈利能力，调整后江阴市综合水价在苏锡常地区仍处于较低水平，依然具备价格优势，同时，受益于政府对公司的大力支持，公司水务板块中水务工程业务快速增长。公司整体经营向好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级上调为AA+，评级展望为稳定，将“14 江阴公MTN001”和“16江阴公MTN001”的信用等级上调为AA+。

优势

1. 2016 年，江阴市经济稳步增长，作为县级城市，其地方财政规模较大。
2. 跟踪期内，江阴市政府对公司支持力度较大。
3. 2016 年起，江阴市采用居民用水阶梯式水价制度，水价上调有利于增强公司水务板块盈利能力，对公司水务板块长期性利好。
4. 跟踪期内，公司现金类资产充裕，利润总额持续增长，公司自身经营状况向好。

关注

1. 公司基础工程建设业务收入实现以及建设资金到位易受园区土地出让规划、出让及返还进度等因素影响而存在不稳定性。
2. 跟踪期内，公司其他应收款规模较大，资金周转效率有待提升。
3. 公司债务规模不断增长，债务负担重。
4. 公司担保比率高，存在一定的或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江阴市公有资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江阴市公有资产经营有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司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2017年3月底，公司实收资本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2017年3月底，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，拥有江阴市城乡给排水有限公司（以下简称“给排水公司”）、江苏江南水务股份有限公司（以下简称“江南水务”）、江苏江阴-靖江工业园区投资开发有限公司（以下简称“靖江公司”）和江苏省扬子江投资发展有限公司（以下简称“扬子江公司”）等7家子公司。其中江南水务为上海证券交易所挂牌上市企业（证券代码601199），截至2017年3月底，公司对江南水务持股比例为53.22%[2]。

截至2016年底，公司合并资产总额249.04亿元，所有者权益68.20亿元（其中少数股东权益16.53亿元）。2016年，公司实现营业收入14.45亿元，利润总额4.68亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额249.47亿元，所有者权益合计69.19亿元（其中少数股东权益17.06亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入2.82亿元，利润总额0.86亿元。

公司注册地址：江阴市暨阳路12号；法定代表人：杨卫红。

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。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评“14江阴公MTN001”和“16江阴公MTN001”尚需偿还债券余额22.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付债券利息。募集资金已全部按用途使用完毕。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
14 江阴公MTN001	6.00	6.00	2014/08/28	2017/08/28
*16 江阴公MTN001	16.00	16.00	2016/09/20	2021/09/20
合计	22.00	22.00	--	--

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全

国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府 稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预

计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施行业概况

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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 基础设施行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城

投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文"），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着融资平台公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 基础设施行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 水务行业

（1）行业现状

水务行业是指由原水、供水、节水、排水、污水处理及水资源回收利用等构成的产业链。改革开放以来，随着中国城市化进程的加快，水务行业的重要性日益凸显，目前已基本形成政府监管力度不断加大、政策法规不断完善，水务市场投资和运营主体多元化、水工程技术水平不断提升，供水管网分布日益科学合理、供水能力大幅增强，水务行业市场化和产业化程度不断加深，水务投资和经营企业日益发展壮大的良好局面。

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立方米区间波动。据《中华人民共和国2016年国民经济和社会发展统计公报》初步统计，排除香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾省，2016年，中国水资源总量为30150亿立方米，较上年增长6.51%。

从人均水资源占有情况来看，中国水资源较为匮乏。按照2016年底中国大陆总人口138271万人数据计算，人均水资源量为2180.50立方米，不足世界平均水平的二分之一。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。

从水资源的分布情况看，中国呈现东南多

西北少，山区多平原少的状况。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。据有关资料统计，全国 663 个城市中，有 400 多个城市常年供水不足，110 个城市严重缺水。华北、西北、辽中南、山东及沿海部分城市水资源供需矛盾尤为突出，北京、天津、宁夏、上海、河北等 9 个省（市、自治区）人均水资源量不足 500 立方米，属于严重缺水地区。

从中国用水情况来看，根据《中华人民共和国 2016 年国民经济和社会发展统计公报》初步统计，2016 年中国大陆总用水量 6150 亿立方米，比上年增长 0.8%。其中，生活用水增长 2.7%，工业用水减少 0.4%，农业用水增长 0.7%，生态补水增长 1.9%。万元国内生产总值用水量 84 立方米，比上年下降 5.6%；万元工业增加值用水量 53 立方米，下降 6.0%；人均用水量 446 立方米，比上年增长 0.2%。从历年供水量看，供水总量平稳增长，生产用水波幅不大，生活用水呈现上涨态势。随着全国供水量的稳步增加，全国污水排放量亦呈现快速增长趋势，水体污染问题日益突出。

（2）供水子行业分析

2006~2016年，中国供水总量呈现出稳步上升的态势。从水源看，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高于其他用水需求量的增长。

2016 年中国总用水量 6150 亿立方米，比上年增长 0.8%。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。

从定价模式来看，中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，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 2　2017 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	广州	1.98
2	长春	3.80	20	银川	1.80
3	北京	3.64	21	沈阳	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	青岛	2.50	25	上海	1.63
8	昆明	2.45	26	郑州	1.60
9	宁波	2.40	27	海口	1.60

10	哈尔滨	2.40	28	南昌	1.58
11	呼和浩特	2.35	29	合肥	1.55
12	太原	2.30	30	长沙	1.53
13	深圳	2.30	31	武汉	1.52
14	大连	2.30	32	南宁	1.48
15	西安	2.25	33	乌鲁木齐	1.36
16	济南	2.25	34	杭州	1.35
17	厦门	2.20	35	西宁	1.30
18	贵阳	2.00	36	拉萨	1.00

注：该表自来水单价为不含污水处理费的居民用水价格。
资料来源：自来水公司、Wind 资讯、中国水网

（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《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年年末城市污水处理厂日处理能力14823万立方米，比上年末增长5.6%；城市污水处理率为92.4%，提高0.5个百分点。

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。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，多项政策出台对于污水处理又提出进一步的要求，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政府决定，价格整体仍然处于低位，但随着市场化运作形式的出现，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。

表 3　2017 年 4 月全国重点城市居民污水处理费

（单位：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	1.53	19	哈尔滨	0.95
2	南京	1.42	20	海口	0.95
3	北京	1.36	21	兰州	0.95
4	南宁	1.17	22	长沙	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95
6	厦门	1.00	24	乌鲁木齐	0.94
7	重庆	1.00	25	深圳	0.90
8	昆明	1.00	26	广州	0.90
9	宁波	1.00	27	西宁	0.82
10	济南	1.00	28	大连	0.80
11	杭州	1.00	29	南昌	0.80
12	贵阳	1.00	30	拉萨	0.80
13	天津	0.95	31	合肥	0.76
14	石家庄	0.95	32	青岛	0.70
15	西安	0.95	33	呼和浩特	0.65
16	沈阳	0.95	34	郑州	0.65
17	成都	0.95	35	太原	0.50
18	福州	0.95	36	长春	0.40

注：该表污水处理费为居民生活用水污水处理收费。
资料来源：Wind资讯

根据相关城市的市政府、发改委、物价局或自来水公司公布的最新数据，截至 2017 年 4 月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括上海、南京、上海等地，价格处于 1.0~1.7 元/吨之间。

（4）行业政策

为规范水务行业健康发展，国家有关部门制定了一系列水务行业政策法规，这些政策法规涉及资质管理、产品和服务质量、项目建设标准、价格管理等诸多方面。国家有关部门颁布的水务行业相关的主要政策、法规如下：

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	《中华人民共和国水法》（主席令第 74 号）	--
2	《中华人民共和国水污染防治法》（主席令第 87 号）	--
3	《城市供水条例》（国务院令第 158 号）	国务院

4	《取水许可证和水资源费征收管理条例》（国务院令第 460 号）	国务院
5	《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》（中发[2011]1 号）	中共中央、国务院
6	《国务院办公厅关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》（国务院办法[2014]36 号）	国务院办公厅
7	《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》（国发[2012]3 号）	国务院
8	《城镇排水与污水处理条例》（国务院令第 641 号）	国务院
9	《取水许可管理办法》（水利部令第 34 号）	水利部
10	《城市排水许可管理办法》（建设部令第 152 号）	建设部
11	《市政公用事业特许经营管理办法》（建设部令第 126 号）	建设部
12	《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》（发改价格[2013]2676 号）	国家发改委、住建部
13	《城市供水水质管理规定》（建设部令第 156 号）	建设部
14	《生活饮用水卫生监督管理办法》（建设部、卫生部第 53 号令）	建设部、卫生部
15	《生活饮用水卫生标准》（GB5749-2006）	卫生部
16	《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）	环保总局、质检总局
17	《城市给水工程项目建设标准》（建标 120-2009）	住建部、国家发改委
18	《城市污水处理工程项目建设标准》（建标[2001]77 号）	建设部、国家计委
19	《城市供水价格管理办法》（计价格[1998]1810 号）	国家计委、建设部
20	《关于进一步推进城市供水价格改革工作的通知》（计价格[2002]515 号）	国家计委、财政部、建设部、水利部、环保总局
21	《关于做好城市供水价格管理工作有关问题的通知》（发改价格[2009]1789 号）	国家发改委、住建部
22	《关于加大污水处理费的征收力度建立城市污水排放和集中处理良性运作机制的通知》（计价格[1999]1192 号）	国家计委、建设部、国家环保总局
23	《关于印发推进城市污水、垃圾处理产业化发展意见的通知》（计投资[2002]1591 号）	国家计委、建设部、国家环保总局
24	《国务院办公厅关于印发“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划的通知》（国办发[2012]24 号）	国务院办公厅
25	《关于印发水利发展规划（2011-2015）的通知》（发改农经[2012]1618 号）	国家发改委、水利部、住建部
26	《重点流域水污染防治规划（2011-2015）》（环发[2012]58 号）	国家发改委、水利部、财政部、环境保护部
27	《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》（建城[2012]82 号）	住建部、国家发改委
28	《水污染防治行动计划》（国发[2015]17 号）	国务院
29	《污水处理费征收使用管理办法》（财税〔2014〕151 号）	国家发改委、财政部、住建部
30	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（发改委[2015]25 号）	国家发改委
31	《中共中央、国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	中共中央、国务院
32	《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）	国家发改委、财政部、住建部
33	《“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
34	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局

资料来源：联合资信整理

2016年2月，中共中央、国务院《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》指出，到2020年，地级以上城市建成区力争实现污水全收集、全处理，缺水城市再生水利用率达到20%以上。

2016年10月，国家税务总局推出《污水处理费免征增值税优惠》政策，对各级政府及主管部门委托自来水厂（公司）随水费收取的污水处理费，免征增值税，该政策有助于减轻公司税负，增强公司盈利能力。

2016年12月，根据国家发展改革委、住房城乡建设部印发《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》的通知，到2020 年底，实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达到95%，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资约5644亿元；同时提出加大政策支持、创新运作模式和强化监督管理等保障措施。该政策有望提高公

司供水、污水处理的业务规模，中长期来看，有利于公司以水务发展为重点的战略布局。

总体看，中国经济的持续、稳定发展为水务行业的发展提供了保证，环境保护力度的加大也将促进污水处理行业的发展，未来，供水、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。

5. 江阴市经济发展和财政情况

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。

根据《2016年江阴市国民经济和社会发展统计公报》，2016年全年江阴市实现地区生产总值3083.3亿元，按可比价格计算，比上年同期增长7.4%。按常住人口计算人均生产总值达到18.8万元，按现行汇率折算达到2.8万美元。2016年以来，江阴市产业结构持续优化。全市实现第二产业增加值1681.0亿元，增长7.1%；第三产业增加值1357.9亿元，增长8.3%。三次产业比例调整为1.5:54.5:44.0，第三产业增加值占GDP比重比上年提高0.6个百分点。

2016年，江阴市投资呈现平稳增长。全年固定资产投资完成1133.0亿元，增长0.4%。第一产业投资5.6亿元，下降16.9%，第二产业投资495.4亿元，下降3.7%，第三产业投资632.1亿元，增长4.1%。分投资主体看：国有企业投资247.7亿元，增长23.6%；民营企业投资735.5亿元，下降9.9%；外商及港澳台投资149.8亿元，增长33.9%。

2016年，江阴市房地产市场有所回暖。全年完成房地产开发投资281.1亿元，增长8.0%；商品房施工面积1532.6万平方米，下降11.3%，房屋新开工面积276.9万平方米，下降10.8%；房屋建筑竣工面积261.0万平方米，下降24.6%。商品房销售面积233.1万平方米，增长10.2%，其中商品房现房销售面积80.6万平方米，增长17.4%，住宅69.1万平方米，增长31.6%；商品房期房销售面积152.4万平方米，增长6.7%，住宅145.7万平方米，增长16.6%。商品房销售成交总额169.3亿元，增长13.5%；其中住宅销售额151.3亿元，增长26.5%。

2016年，江阴市财政收支总体稳定，全年实现一般公共预算收入229.91亿元，增长5.0%，其中税收收入191.20亿元，增长6.0%；政府性基金收入16.98亿元，增长0.1%；其中土地出让金13.16亿元，增长25.0%；上划中央四税收入176.7亿元，下降3.5%。实现一般公共预算支出226.3亿元，增长10.2%，其中政府性基金预算支出27.8亿元，增长53.2%；国有资本经营预算支出1.3亿元。总体看，江阴市财政收入有所增长，整体财政实力较强。

表5 江阴市2015~2016年地方可支配收入

（单位：亿元）

科目	2015 年	2016 年
一般预算收入	218.92	229.91
其中：税收收入	180.31	191.20
非税收入	38.61	38.71
基金收入	16.95	16.98
土地出让收入	10.52	13.16
其他	6.43	3.82
上级补助收入	26.89	24.99
返还性收入	14.76	8.84
一般性转移支付	1.17	1.60
专项转移支付	10.96	14.55
预算外财政专户资金	1.70	1.56
地方可支配收入总计	**264.46**	**273.44**

资料来源：江阴市财政局

江阴市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2016年底，江阴市政府直接债务余额119.52亿元，主要为国内金融机构借款30.74亿元（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88.73亿元（其中5.40亿元为由财政承担偿还责任的融资平台债券融资，83.33亿元为中央代发地方政府债券）；江阴市政府可能承担一定救助责

任的债务105.88亿元。截至2016年底，江阴市政府全部债务余额172.46亿元（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63.07%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）），较上年有所下降（2015年为68.42%），债务负担一般。

表 6　截至 2016 年底江阴市地方政府债务情况

（单位：亿元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额
（一）直接债务余额	119.52
1．外国政府贷款	
2．国际金融组织贷款	
3．国债转贷资金	0.04
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	30.74
（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	30.74
7．债券融资	88.73
（1）中央代发地方政府债	83.33
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	5.40
8．粮食企业亏损挂账	
（二）担保债务余额	
（三）可能承担一定救助责任的债务	105.88
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%+（三）×50%	172.46
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）	**63.07%**

资料来源：江阴市财政局

总体来看，跟踪期内，江阴市经济稳步增长，地方财政实力较强，地方政府债务负担有所减轻。

6.　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。园区拟建成以船舶、汽配、冶金、机电、钢结构、物流为主导产业的具有临江产业特色的重要国际高端制造业基地，集工业园、生态园、新港区、新城区“两园两区”为一体的二十一世纪新型工业园区，成为江苏省跨江联动开发的先导区、实验区和示范区。

2016年，江阴-靖江工业园区实现一般预算收入6.45亿元，同比增长12.82%；可控财力6.56亿元，同比下降18.58%，主要系园区当年无土地使用权出让收入所致。

表 7　2015~2016 年园区可控财力（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年
1.一般预算收入	57196	64529
其中：税收收入	52573	61392
2.政府性基金收入	1511	1081
3.社会保险基金收入	--	--
4.预算外收入	21878	--
其中：国有土地使用权出让收入	21878	--
可控财力	**80585**	**65610**

注：2016 年园区工业用地出让因暂未收到土地出让金，故无国有土地使用权出让金收入。
资料来源：江阴-靖江工业园区财政局

总体来看，跟踪期内，江阴市经济稳步增长，地方财政实力较强，政府债务负担有所减轻。此外，江阴-靖江工业园区一般预算收入有所增长，但受当地土地市场表现不佳影响，园区可控财力有所下降。

六、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2017年3月底，公司实收资本3.00亿元。

2．人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至2017年3月底，公司在职职工1518人，其中公司员工中具有研究生以上学历19人，占

1.25%，大学本科352人，占23.19%，大专学历359人，占23.64%，中专、高中及以下学历788人，占51.92%。跟踪期内，公司员工能满足日常经营需要。

3. 政府支持

根据江阴市物价局《关于下发〈江阴市居民生活用自来水阶梯式价格制度实施意见〉的通知》（澄价发【2015】61号），2016年1月1日起，江阴市居民生活用自来水采用阶梯式水价制度（具体安排见第八章水务板块介绍），水价上调有利于增强公司城市水务板块的盈利能力。2016年和2017年1~3月，公司分别获得补贴收入6.30亿元和1.20亿元，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。

跟踪期内，公司持续获得政府在政策和财政补贴方面的大力支持。联合资信认为，上述支持具有长期性，是公司未来发展的重要保障。

4. 企业信用记录

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1032028100160570 9），截至 2017 年 7 月 10 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和公司管理体制无重大变化。公司管理体制完善，人员构成合理，能满足日常工作需要。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入构成未发生变化，主要由水务板块及江阴-靖江工业园区基础设施建设和服务两大板块组成，此外，公司还有少量担保业务、城市社区环境卫生和市场管理等其他业务收入。

2016年，公司营业收入14.45亿元，同比增长7.07%。其中，水务业务（主要为自来水销售和工程业务）11.09亿元，同比快速增长28.65%，为公司营业收入的主要来源，占2016年全年营业收入的76.78%；随着公司园区基础设施日趋完善，公司跟踪期内园区基础设施建设业务较少，2016年，安置房建设收入1.25亿元，较2015年大幅下降，同期，园区土地整理收入1.38亿元；公司其他业务0.72亿元，主要是担保业务。

2016年，公司综合毛利率46.99%。其中，水务业务毛利率较高且保持相对稳定，为53.92%；安置房建设业务开发成本由相应的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，2016年为14.47%；公司土地整理收入毛利率很低，为1.25%。

2017年1~3月，公司水务收入2.19亿元，在营业收入中占比77.50%，此外为少量园区安置房收入和其他业务收入，占比分别为6.95%和15.55%。2017年1~3月，水务板块、安置房建设和其他业务毛利率分别为44.22%、99.43%和91.84%。

表 8　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水务		7.38	58.46	55.86	8.62	63.91	57.31	11.09	76.78	53.92	2.19	77.50	44.22
园区基础工程	土地整理	--	--	--	--	--	--	1.38	9.57	1.25	--	--	--
	安置房建设	4.47	35.42	19.06	4.18	30.99	16.84	1.25	8.64	14.47	0.20	6.95	99.43
其他		0.77	6.12	85.67	0.69	5.10	86.57	0.72	5.01	84.20	0.44	15.55	91.84
合计		**12.62**	**100.00**	**44.65**	**13.49**	**100.0**	**46.26**	**14.45**	**100.0**	**46.99**	**2.82**	**100.0**	**55.46**

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

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和业务模式未发生变化。截至 2016 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，其运营情况如下表所示。

表 9　2014~2016 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	2014 年	2015 年	2016 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	20.00	20.00
利港水厂	--	6.00	6.00
合计	**100.00**	**116.00**	**116.00**
日均产量情况	**2014 年**	**2015 年**	**2016 年**
小湾水厂	15.89	14.02	12.30
肖山水厂	45.19	46.65	50.67
澄西水厂	7.69	9.35	10.57
利港水厂	--	--	--
合计	**68.77**	**70.02**	**73.54**

资料来源：公司提供

2016年，公司完成供水量26916.23万立方米，完成全年计划的107.66%，较上年增长了5.33%；完成售水量24807.00万立方米，完成年计划的112.76%，较上年增长了4.25%；产销差率为7.84%；水质综合合格率为100%。2016年，江南水务实现自来水销售收入4.97亿元，同比增长4.63%。

水费方面，根据江阴市物价局《关于下发〈江阴市居民生活用自来水阶梯式价格制度实施意见〉的通知》（澄价发【2015】61号），居民生活用自来水阶梯式水价制度从2016年1月1日起实施。阶梯式水价的标准具体计算方法与价格如下：第一阶梯水价：即为现居民用水到户价2.60元/吨。其中基本水价为1.06元/吨。第二阶梯水价：居民用水到户价为3.13元/吨。其中基本水价为一阶基本水价的1.5倍，即1.59元/吨。第三阶梯水价：居民用水到户价为4.72元/吨。其中基本水价为一阶基本水价的3倍，即3.18元/吨。水价上调有利于增强公司城市水务板块的盈利能力，调整后的江阴市综合水价在苏锡常地区仍处于较低水平，具备价格优势。此外，目前江阴市工商服务业用水和特种用水仍维持原先水价标准，分别为3.30元/平方米和4.50元/平方米。

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。公司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。2015~2016年，公司水务板块中市政工程业务收入快速增长，分别为3.56亿元和5.73亿元。

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。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，公司主要从事对园区管委会征用、收购的土地进行“九通一平”、园区内基础设

施建设和安置房建设等业务。

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（拆迁成本计入土地整理成本），被拆迁人自行购买安置房，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格，2016年政府指导销售均价为1230.00元/平方米，明显低于靖江地区商品房水平（约为6000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。

由于受当地去库存政策的限制，2016年公司未新开工安置房项目，在建的14幢安置房为以前年度项目的遗留部分。2016年和2017年1~3月，公司完成安置房建设面积分别为6.30万平方米和0.01万平方米，实现销售面积分别为1.35万平方米和0.11万平方米，销售收入（补贴后）分别为1.25元和0.20亿元。

表 10　2014~2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	三年合计	2017 年 1~3 月
安置房建设面积	0.00	10.00	6.30	16.30	0.01
销售安置房面积	16.45	9.20	1.35	27.00	0.11
销售均价	1000.00	1498.37	1230.00	--	1230.00
安置房销售收入	44713.46	41815.00	12480.58	99009.04	1961.31

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2016年底已投资7.00亿元。截至目前，公司已建成安置房7000余套，安置拆迁户5900余户。

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。

跟踪期内，公司园区土地整理业务模式未发生变化，土地整理收入的确认受园区土地开发进度及土地市场影响较大。

表11　园区出让土地情况
（单位：亩、万元、万元/亩）

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

资料来源：公司提供

2016年，园区土地价格保持稳定，工业用地维持在25万元/亩。2016年园区出让工业用地609.47亩，出让金额1.52亿元，无商住用地出让。

2016年，公司土地整理收入1.38亿元，土地整理收入基本覆盖建设成本支出。由于土地整理收入确认与资金投入发生存在错配，公司需通过银行贷款筹集前期建设资金，为保证贷款利息的偿还，园区管委会对公司提供一定的贴息，反映在补贴收入。

3. 未来发展

未来公司计划投资项目总额49.36亿元，截至2017年3月底已经完成投资10.77亿元，随着项目持续推进，公司未来存在一定的融资压力。公司重点在建项目见下表。

表 12　公司未来投资计划（单位：亿元）

工程名称	总投资	截至 2017 年 3 月底已完成投资额	2017 年 4~12 月计划投资	2018 年计划投资
输水管网工程	12.49	1.99	1.50	2.00
小湾水厂改建	3.87	0.20	0.80	1.00
应急备用水源地工程	9.00	0.44	0.96	2.50
园区基础工程项目	24.00	8.14	5.00	5.00
合计	**49.36**	**10.77**	**8.26**	**10.50**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了2016年度财务报告，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

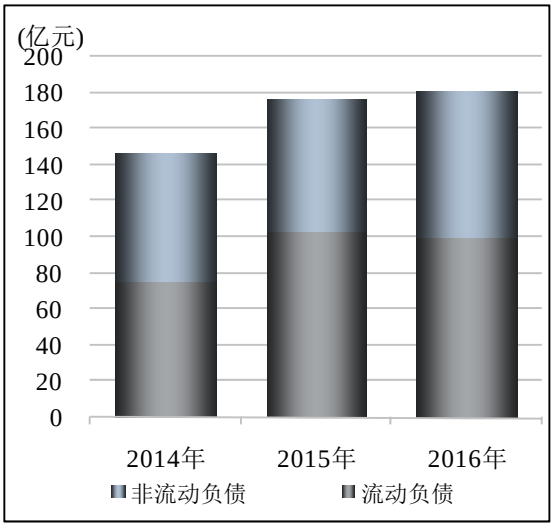
2016年，公司合并范围无变动，财务数据可比性强。

截至2016年底，公司资产总额249.04亿元，所有者权益68.20亿元（其中少数股东权益16.53亿元）；2016年，公司实现营业收入14.45亿元，利润总额4.68亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额249.47亿元，所有者权益合计69.19亿元（其中少数股东权益17.06亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入2.82亿元，利润总额0.86亿元。

1. 资产质量

图 1　2014~2016 年底公司资产构成



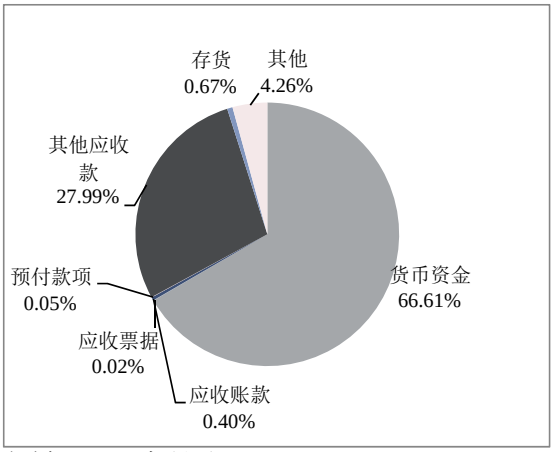
资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司资产总额249.04亿元，同比增长12.88%。其中流动资产占68.63%，非流动资产占31.37%。公司资产结构以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产有所增长，同比增长12.96%。截至2016年底，公司流动资产170.92亿元，主要由货币资金（占66.61%）和其他应收款构成（占27.99%）。

截至2016年底，公司货币资金快速增长，同比增长41.24%。公司货币资金113.85亿元，以银行存款（占79.08%）和其他货币资金（占20.91%）为主，此外还有少量现金。公司使用受限的资金15.36亿元，受限比率13.49%。

图 2　截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司其他应收账款47.84亿元，同比下降29.59%，主要系公司与江阴市城市建设投资有限公司往来款大幅减少所致。账龄在1年以内的占93.47%，1~2年的占2.14%，2~3年的占1.00%，其余3年以上占3.39%，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0.11亿元。公司其他应收款中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40.12亿元，占其他应收款总额的83.66%。公司前五位其他应收款债务人欠款金额占全部金额的90.47%，集中度高，债务人主要为政府部门或银行等金融机构，总体看，公司其他应收款到期不能收回的风险较低，但由于其他应收款规模较大，对公司资金形成占用。

表 13　2016 年底公司其他应收款前五名明细

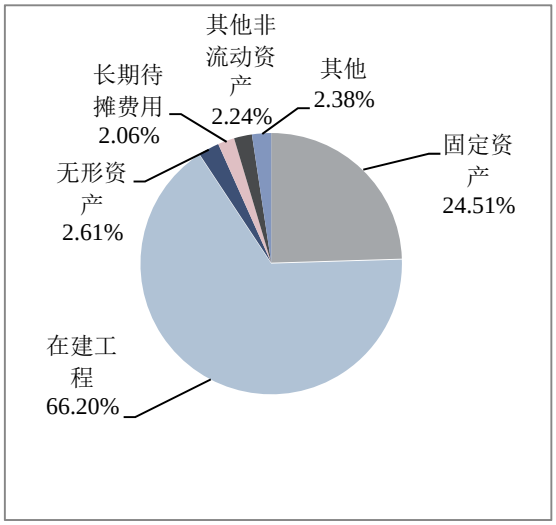
（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项内容
江阴城市建设投资有限公司	40.12	83.66	往来款、借款、利息及土地拆迁款
江阴市财政局	1.66	3.47	往来款
陆家嘴国际信托有限公司	0.50	1.04	保证金
区域供水各镇借款	0.30	0.63	借款
江阴农村农村商业银行	0.80	1.67	存出保证金
合计	**43.38**	**90.47**	

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货1.15亿元，同比下降42.78%，主要系江南水务下属子公司工程项目竣工使得存货结转所致。公司存货主要是水务板块工程安装业务带来的工程施工（占84.25%），其余为少量原材料。

图 3　截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司其他流动资产7.23亿元，较上年底增加6.95亿元，主要系购买理财产品所致。

截至2016年底，公司非流动资产78.12亿元，主要由固定资产（占24.51%）和在建工程（占66.20%）构成。

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。截至2016年底，公司固定资产账面原值28.77亿元，其中输水管网、房屋建筑物及专用设备分别占44.56%、39.02%和12.32%。公司计提累计折旧9.61亿元，计提减值准备0.01亿元，故公司固定资产账面价值19.15亿元，成新率66.56%。

截至2016年底，公司在建工程51.72亿元，同比增长8.35%，主要系公司道路项目、水务工程和产权工程等投入资金增加所致。

截至2017年3月底，公司资产总额249.47亿元，较上年底保持稳定。公司资产结构较上年底变化不大，流动资产占资产总额的66.10%。截至2017年3月底，公司货币资金103.70亿元，较上年底下降8.92%，主要系年初工程款集中支付所致，受限资金15.04亿元；其他应收款53.20亿元，较上年底增长11.19%，系与江阴市城市建设投资有限公司往来款增加所致；其他流动资产6.22亿元，主要是公司购买的理财产品；公司在建工程58.43亿元，同比增长8.35%，主要系年初工程款集中支出所致。

总体来看，跟踪期内，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，现金类资产充裕；其他应收款偿还风险较低，但总体规模较大，对公司资金占用明显。总体来看，公司资产质量和流动性尚可。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益68.20亿元，同比大幅增长55.24%，主要系新增其他权益工具15.76亿元。所有者权益主要构成为实收资本(占4.40%)、资本公积（占22.21%）、未分

配利润（占23.76%）、其他权益工具（占23.11%）和少数股东权益（占24.23%），公司所有者权益稳定性较差。

截至2016年底，公司其他权益工具15.76亿元，为永续中票“16江阴公MTN001”（发行期限5+N）发行将其纳入所有者权益所致，该中票公司具有可赎回权，若公司今后选择赎回，所有者权益将大幅下降。此外，公司资本公积较上年底增加3.62亿元，系部分其他应付款转入所致。

跟踪期内，受成功发行永续中票影响，公司所有者权益大幅增长，总体看，所有者权益稳定性较差。

负债

随着公司业务规模扩大，公司负债总额逐年上升，截至2016年底，公司负债总额180.83亿元。公司流动负债占比55.52%，公司负债仍以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债100.39亿元，主要由短期借款（占22.59%）、应付票据（占14.25%）、预收款项（占10.45%）、一年内到期的非流动负债（占19.60%）和其他流动负债（占22.93%）构成。

截至2016年底，公司短期借款22.68亿元，同比增长11.07%，其中保证借款14.48亿元、信用借款5.00亿元和质押借款3.20亿元。

截至2016年底，公司应付票据14.31亿元，同比增长62.99%，全部为银行承兑汇票。

截至2016年底，公司预收款项10.49亿元，同比下降20.82%，主要系公司水务板块预收工程款项开票结算所致。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。

截至2016年底，其他应付款为2.83亿元，同比下降61.47%，主要系部分应付款转入资本公积所致。其中，前五名债权人合计1.55亿元，占公司其他应付款54.87%。公司其他应付款主要是园区财政以及下游承包商的往来款。

表 14　截至 2016 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
江苏长强钢铁有限公司	1.00	35.50	往来款
江苏新长江实业集团公司	0.26	9.10	往来款
江苏长阳金属材料市场有限公司	0.15	5.38	往来款
工程质保金	0.06	2.14	往来款
江阴市财政局	0.08	2.75	往来款
合 计	**1.55**	**54.87**	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债19.68亿元，同比下降11.99%，为一年内到期的长期借款，其中担保借款17.18亿元、质押借款2.50亿元。

截至2016年底，公司其他流动负债23.02亿元，同比下降4.17%，主要是公司发行的短期融资券、超短期融资券。

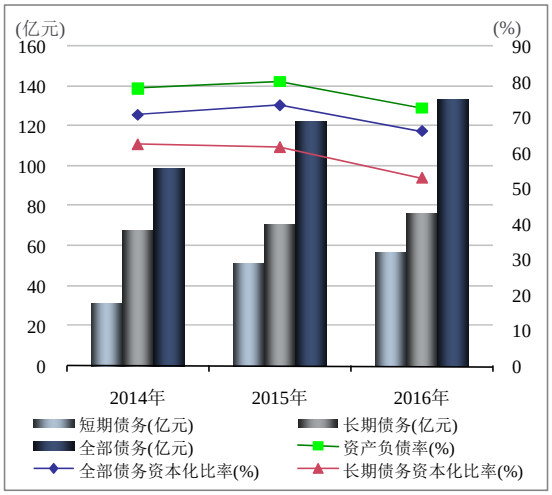
截至2016年底，公司非流动负债80.44亿元，主要由长期借款和应付债券构成；公司长期借款32.45亿元，同比增长35.76%；公司应付债券44.26亿元，同比下降5.48%，主要系原发行的私募债到期偿付所致。

截至2016年底，公司全部债务133.38亿元，同比增长9.07%，其中短期债务和长期债务分别为56.67亿元和76.71亿元。若将公司其他流动负债中短期融资券和超短期融资券纳入有息债务核算，公司调整后全部债务为156.41亿元，其中调整后短期债务和长期债务分别为79.69亿元和76.71亿元。截至2016年底，由于公司所有者权益快速增长，公司资产负债率、调整后全部债务资本化以及长期债务资本化比率均有所下降，分别为72.61%、69.63%和52.94%，较上年底分别下降7.47个百分点、7.27个百分点和8.75个百分点。

截至2017年3月底，公司负债总额180.29

亿元，较上年底保持稳定。公司短期借款较上年底减少10.18亿元；应付票据较上年底增加2.99亿元，主要系公司项目建设投入增加，项目结算中票据结算的方式增加所致；其他流动负债较上年底减少16.00亿元，主要系归还部分超短期融资券所致；长期借款较上年底增加19.04亿元；截至2017年3月底，公司全部债务147.59亿元，较上年底快速增长，受此影响，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.27%、69.09%和58.07%。

图4　2014~2016年底公司债务水平



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模较大，整体债务负担重。

3. 盈利能力

公司营业收入主要包括自来水务业务（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。跟踪期内，由于水务业务收入占比较大且快速增长，2016年公司营业收入14.45亿元，同比增长7.07%；同期，公司营业成本同比增长5.62%。受益于毛利率较高的水务业务占比上升的影响，2016年公司营业利润率上升至45.03%。

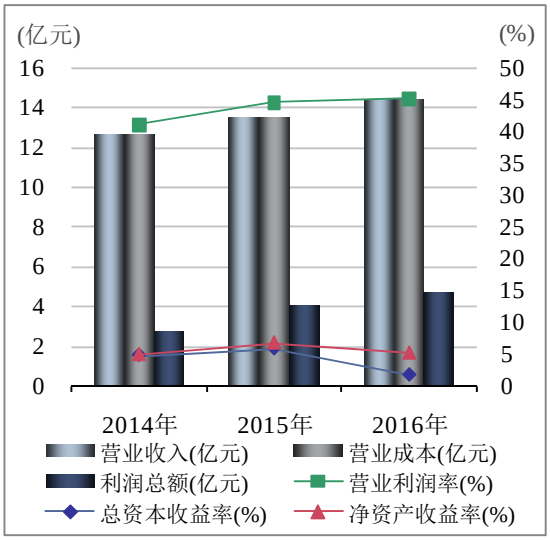
公司期间费用以财务费用为主。2016年，由于公司货币资金快速增长使得利息收入增加，公司财务费用有所下降，为5.98亿元。2016年，由于公司营业收入有所增长，公司期间费用率下降至57.07%。整体看，公司期间费用占比高，公司对期间费用控制能力有待加强。

2016年，由于公司营业收入有所增长且期间费用减少，营业利润-1.62亿元，较2015年减少亏损0.80亿元。受益于营业外收入的补充，公司2016年利润总额4.68亿元（公司营业外收入主要是江阴市财政局及园区管委会对公司的补贴，2016年补贴收入为6.30亿元）。整体看，政府补助对利润总额贡献大，公司利润对政府补助的依赖性强。

2016年，因净利润增速低于所有者权益增速，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为1.72%和5.09%，较2015年分别下降4.04个百分点和1.56个百分点。

2017年1~3月，公司实现营业收入2.82亿元，主要为水务板块经营收入，营业利润率上升至53.62%；公司实现利润总额0.86亿元（其中营业外收入1.27亿元，主要为江阴市财政局对公司的利息补贴）。

图5　2014~2016年公司盈利水平



资料来源：公司审计报告

跟踪期内，受益于公司水务板块经营向好，公司营业收入有所增长，公司水务业务盈利能力较强，但利润总额对补贴收入依赖程度仍较大。

4. 现金流及分析

2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金12.05亿元，同比下降10.06%。公司收到其他与经营活动有关现金主要为政府补助、与江阴城市建设投资有限公司的往来款及保证金押金等，2016年为37.33亿元。公司购买商品、接受劳务支付的现金6.39亿元，同比增长42.06%，主要系支付园区工程款增加，公司支付其他与经营活动有关现金规模较上年大幅减少，主要系公司当年往来款较少所致。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额32.18亿元。2016年公司现金收入比有所下降，2016年为83.42%，收入实现质量一般。

2016年，公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金（江南水务收回理财产品本金）和收到其他与投资活动有关的现金（江南水务定期存款到期收回）；投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金（工程投入）、投资支付的现金（江南水务购买理财产品）和支付其他与投资活动有关的现金为主（江南水务存出定期存款）。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-15.25亿元。

2016年，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，此外还包括吸收投资收到的现金16.92亿元，为公司发行永续中票收到的现金和下属子公司少数股东投资，公司筹资活动现金流入134.72亿元。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额9.49亿元。

2017年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金2.64亿元；公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为与江阴城市建设投资有限公司往来款；公司经营性净现金流出-2.29亿元。2017年1~3月，公司现金收入比较上年上升至93.44%。投资活动现金流入方面主要由收回投资收到的现金（江南水务收回理财产品本金）和收到其他与投资活动有关的现金（艰难税务定期存款到期收回）；投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金5.36亿元，主要系在建工程投入；投资支付的现金主要是江南水务购买理财产品，公司投资活动现金流量净额-4.86亿元。公司筹资活动现金流入32.53亿元，主要是取得银行借款，公司收到其他与筹资活动有关的现金2.00亿元，主要是贷款保证金收回；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-3.30亿元。

跟踪期内，受收到往来款较多影响，本期公司经营活动现金流大幅增长；由于公司融资规模持续扩张且发行债券较多，筹资活动表现为净流入。

5. 偿债能力

截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为170.25%和169.10%，较上年底均有所增长，2017年3月底上述两项指分别上升至204.74%和203.50%；2016年，公司经营现金流动负债比为32.05%。考虑到公司货币资金充足，整体看，公司短期偿债能力较好。

2016年，公司EBITDA快速下降，为6.22亿元；公司调整后全部债务/EBITDA为25.13倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2017年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度52.80亿元，尚未使用的额度14.65亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；此外，公司拥有上市公司1家（江南水务，证券代码：601199），直接融资渠道畅通。

截至2017年3月底，公司对外担保余额105.88亿元，担保比率为153.03%，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、江阴市华水农业水利开发建设投资有限公司、江阴市新农村建设发展有限公司等国资公司，目前被担保对象经营情况正常。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。

十、存续债券偿还能力分析

截至2016年底，公司存续债券余额83.02亿元，其中一年内到期的债券余额31.00亿元。

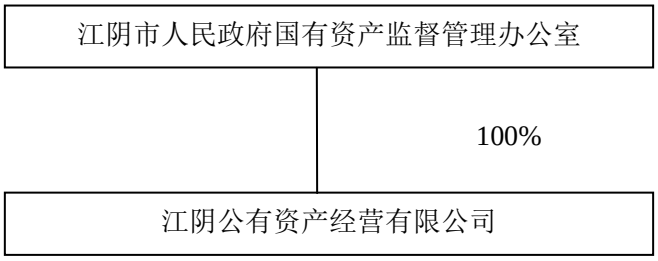
2016年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为49.39亿元和32.18亿元，为存续债券余额的0.59倍和0.39倍；公司EBITDA为6.22亿元，为存续债券余额的0.07倍。

截至2016年底，公司一年内到期债券余额31.00亿元，公司现金类资产113.89亿元，为一年内到期债券余额的3.67倍，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

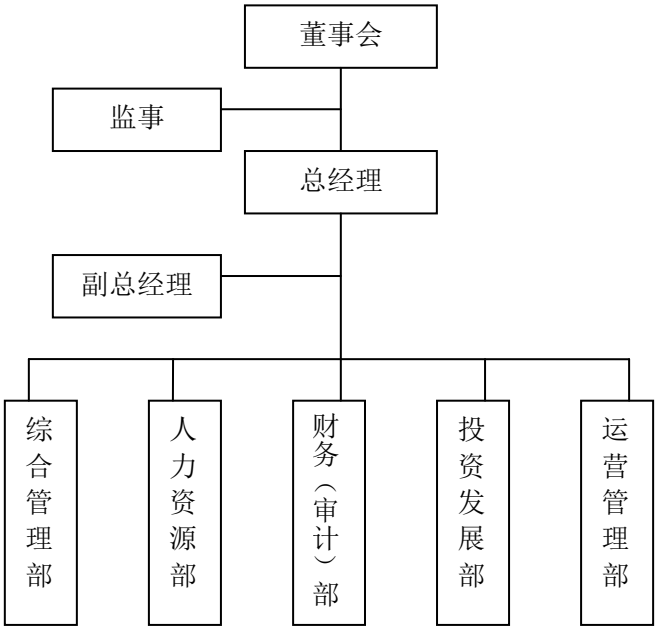
十一、 结论

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级上调为AA^+，评级展望为稳定，将“14江阴公MTN001”和“16江阴公MTN001”的信用等级上调为AA^+。

附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	82.46	80.68	113.89	103.83
资产总额(亿元)	186.96	220.62	249.04	249.47
所有者权益(亿元)	40.90	43.94	68.20	69.19
短期债务	31.15	51.56	56.67	51.78
长期债务(亿元)	68.14	70.73	76.71	95.82
全部债务(亿元)	99.29	122.29	133.38	147.59
营业收入(亿元)	12.62	13.49	14.45	2.82
利润总额(亿元)	2.70	4.04	4.68	0.86
EBITDA(亿元)	8.78	12.07	6.22	--
经营性净现金流(亿元)	-0.66	-24.60	32.18	-2.29
财务指标				
销售债权周转次数(次)	66.02	60.98	29.99	--
存货周转次数(次)	3.73	3.42	4.84	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	106.87	99.30	83.42	93.44
营业利润率(%)	40.99	44.40	45.03	53.62
总资本收益率(%)	4.74	5.76	1.72	--
净资产收益率(%)	4.87	6.65	5.09	--
长期债务资本化比率(%)	62.49	61.68	52.94	58.07
全部债务资本化比率(%)	70.82	73.57	66.17	68.08
资产负债率(%)	78.12	80.09	72.61	72.27
流动比率(%)	161.62	147.10	170.25	204.74
速动比率(%)	158.68	145.15	169.10	203.50
经营现金流动负债比(%)	-0.88	-23.92	32.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.31	10.13	21.43	--

注：2017 年 1 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%
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

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。