

信用等级公告

联合[2018]2109 号

无锡惠基产业发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对无锡惠基产业发展有限公司主体长期信用状况和发行的 2018 年公司债券进行了主动评级，确定：

无锡惠基产业发展有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

无锡惠基产业发展有限公司发行的 2018 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十二月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

无锡惠基产业发展有限公司

2018 年公司债券主动评级报告

本次债券信用等级: A+Api

发行人主体信用等级: A+Api

评级展望: 稳定

发行规模: 9.5 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息、在存续期的第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%

担保方: 江苏省信用再担保集团有限公司

担保方式: 全额无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间: 2018 年 12 月 10 日

主要财务数据-发行人:

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	94.67	103.55	119.70
所有者权益 (亿元)	49.85	53.37	54.36
长期债务 (亿元)	24.49	30.94	41.66
全部债务 (亿元)	40.35	45.64	61.50
营业收入 (亿元)	14.78	14.55	6.38
净利润 (亿元)	1.62	1.77	0.99
EBITDA (亿元)	2.71	2.91	2.66
经营性净现金流 (亿元)	-7.49	0.46	-0.64
营业利润率 (%)	13.93	15.77	13.44
净资产收益率 (%)	6.49	3.43	1.85
资产负债率 (%)	47.35	48.47	54.59
全部债务资本化比率 (%)	44.73	46.10	53.08
流动比率 (倍)	3.21	3.44	3.16
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.06	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	1.71	1.17
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.29	0.31	0.28

主要财务数据-担保方:

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	86.54	108.48	122.24
所有者权益 (亿元)	56.90	69.86	71.73
营业收入 (亿元)	9.14	10.03	11.26
净利润 (亿元)	2.61	2.84	3.19
EBITDA (亿元)	3.43	3.67	4.37
资产负债率 (%)	34.25	35.60	41.32

注: 1、本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币, 均为合并口径; 2、担保方财务数据来源均为公开资料; 3、本报告将发行人长期应付款调整至长期债务核算。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对无锡惠基产业发展有限公司 (以下简称“无锡惠基”或“公司”) 的评级反映了公司所处无锡市和惠山区经济及财政实力稳步增强, 为公司发展提供良好的外部环境, 公司在业务发展和资产注入等方面获得了较大的外部支持。同时, 联合评级也关注到公司收入规模大幅下降、收入实现质量较差、资产流动性一般、债务规模快速上升、水利环境改造和工程建设业务可持续性有待关注及未来项目投资压力大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司保障房项目储备充足, 未来, 随着保障房业务的不断推进, 公司的经营规模有望保持稳定。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券由江苏省信用再担保集团有限公司 (以下简称“江苏再担保”) 提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保, 有效提高了本次债券的偿付安全性; 此外, 本次债券设定分期偿付条款, 有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 无锡市和惠山区经济稳步发展, 为公司提供了良好的发展环境。

2. 公司作为无锡市惠山区保障性住房投资建设的重要主体, 在业务发展和资产注入等方面获得了较大的外部支持。

3. 担保方江苏再担保对本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 有效提高了本次债券偿付的安全性。

关注

1. 公司应收类款项以及存货占比较高，受限资产规模较大，公司资产流动性一般；债务规模快速上升，短期偿债能力较弱；对外担保比例较高，存在一定代偿风险。

2. 公司收入水平及盈利能力受政府规划影响大，2017年收入规模大幅下降，整体盈利能力较弱；受政策影响，公司水利环境改造和工程建设业务持续性有待关注，同时可能会影响公司的职能和定位。

3. 公司在建及拟建项目投资规模较大，未来公司存在一定的资金压力。

4. 本次债券发行规模较大，对现有债务规模影响较大。

分析师

黄旭明

电话：010-85172818

邮箱：huangxm@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由无锡惠基产业发展有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因无锡惠基产业发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与无锡惠基产业发展有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次(期)债券到期兑付日有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对无锡惠基产业发展有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


徐汇丰

联合信用评级有限公司

一、主体概况

无锡惠基产业发展有限公司（以下简称“公司”）原名为无锡前一产业发展有限公司，于 2013 年 8 月设立，是由无锡惠山经济开发区前洲建设发展有限公司（以下简称“前洲建设”）和无锡市中洲农业发展有限公司（以下简称“中洲农业”）组建的有限公司，初始注册资本 1,000 万元。2013 年 9 月，公司变更为现名。历经数次增资及股权转让，公司注册资本增至 100,000 万元，无锡广惠城镇化建设发展有限公司（以下简称“广惠城建”）持有公司 100% 股权。2017 年 3 月，根据股东决定，广惠城建将其拥有的公司 100.00% 股权以 10.00 亿元转让给无锡惠源投资发展有限公司（以下简称“惠源投发”）。截至 2017 年底，公司注册资本以及实收资本均为 10.00 亿元，公司实际控制人为无锡市惠山区国有资产管理办公室。

公司是无锡市惠山区重要的基础设施建设主体，主要业务为保障房建设、果蔬基地建设、水利环境改造等。公司经营范围：安置房的建设、管理；资产经营管理；物业管理；房屋拆迁服务；土地整理；环境治理工程、绿化工程设计、施工；基础设施建设；利用自有资金对外投资；供水管道、排水管道的施工；瓜果蔬菜种植、销售；农业生态园开发建设。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年底，公司本部内设办公室、财务部、规划建设部和工程部 4 个职能部门，公司合并范围子公司 7 家，本部在职员工 25 人。

截至 2017 年底，公司资产总额 119.70 亿元，负债总额 65.34 亿元，所有者权益合计 54.36 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017 年，公司实现营业收入 6.38 亿元，净利润 0.99 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动现金流量净额 -0.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.39 亿元。

公司注册地址：无锡市惠山区政和大道 182-106；法定代表人：华晶。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2018 年无锡惠基产业发展有限公司公司债券”，本次债券发行总额为 9.50 亿元，债券期限为 7 年期，票面金额为 100.00 元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，在本次债券存续期的第 3 年到第 7 年每年偿还本金的 20%。

本次债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金规模及用途

本次债券计划募集资金 9.50 亿元，其中 7.20 亿元用于惠丰苑二期工程项目（以下简称“募投项目”）的建设，2.30 亿元用于补充公司营运资金。

表 1 募集资金拟使用情况（单位：亿元、%）

募集资金投向项目	项目总投资	拟使用募集资金	占项目总投资比例
惠丰苑二期工程项目	14.27	7.20	50.46
补充运营资金	--	2.30	--
合计	--	9.50	--

资料来源：公司提供

(1) 项目概况

募投项目位于无锡市惠山区前洲街道，项目用地东至玉洲路、南至兴业路、西至万寿路、北至平湖路，总用地面积 168,633.8m²，分为 A、B 两个地块，其中 A 地块 96,553.1m²，B 地块 72,080.7m²。项目建设内容主要为安置房及配套，总建筑面积 513,232.4m²，地上计容建筑总面积 405,845.9m²（住宅建筑面积 374,792.6m²，配套商业（住宅底层）29,894.2m²，配套用房 1,159.1m²），地下建筑面积 107,386.5m²。

(2) 资金来源

募投项目总投资额 14.27 亿元，其中公司自筹资金 4.77 亿元，占总投资 33.43%；计划融资 9.50 亿元（通过本次债券融资 7.20 亿元），占总投资 66.57%。

(3) 募投项目审批情况

募投项目已取得无锡市相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下：

表 2 募投项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
无锡市规划局	《中华人民共和国建设用地规划许可证》（建字第 320206201500058 号）及（建字第 320206201400018 号）
无锡市国土资源局惠山分局	锡惠国用（2013）第 0129 号土地证、锡惠国用（2014）第 004297 号土地证和锡惠国用（2014）第 004299 号土地证
无锡市惠山区发展和改革局	《无锡市惠山区发展和改革局关于前洲惠丰苑二期工程项目可行性研究报告的批复》（惠发改投社【2014】256 号）、《无锡市惠山区发展和改革局关于无锡前信资产经营管理有限公司前洲惠丰苑二期工程项目节能评估报告的审查意见》（惠发改能审【2014】28 号）
无锡市惠山区环保局	《关于前洲惠丰苑二期工程项目变更实施主体等事项的批复》
前洲街道办事处村镇办公室	《无锡市惠山区社会稳定风险评估评审表》

资料来源：公司提供

(4) 项目进度情况

根据《前洲惠丰苑二期工程项目可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”）以及公司提供的信息，项目建设期为 3 年，募投项目已于 2015 年 12 月开工，截至 2017 年底已累计投入资金约 4.39 亿元，项目完工进度约 30%，由于融资资金尚未落实导致项目进度延缓，预计将于 2019 年 12 月竣工。

(5) 经济效益分析

根据《可研报告》，募投项目的收益主要来源于安置房定向安置销售收入、配套商业租赁收入、地上地下车位汽车停放收益、物业服务收益。项目建成后，测算周期以建设期 3 年，出售期 3 年，配套商业租赁出租期从第 4 年开始为基础，预计全部投资内部收益率 6.83%，投资回收期 5.44 年。

三、行业及区域环境分析

公司作为无锡市惠山区重要的投融资建设主体，主营业务为保障房建设、果蔬基地建设、水利环境改造等政府项目，收入直接受地区经济实力的影响，并与无锡市和惠山区基础设施建设的规划发展密切相关。

1. 城市基础设施建设行业

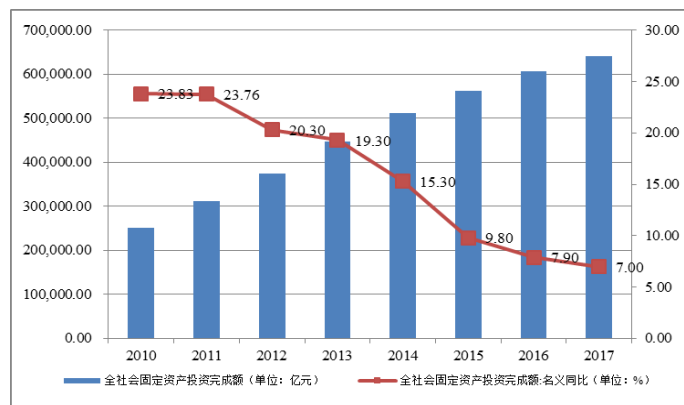
(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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物质基础，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、加强区域交流与合作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国目前基础设施还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。2016 年，宏观经济下行压力增大，为稳定投资及经济增长，中央、省、市各级政府继续推进城市基础设施建设，提出加快地下综合管廊建设步伐，规划启动海绵城市建设，全面推进政府与社会资本合作（PPP）等，并通过政策引导、安排中央预算内投资和专项建设资金、推行地方政府债务置换等方式推动基础设施建设。2017 年，我国政府以供给侧结构性改革为主线，以“三去一降一补”五大重点任务为抓手，出台一系列政策措施，经济稳健发展；全年实现国内生产总值 82.71 万亿元，较年初增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来经济增速首次回升。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年下降。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，较上年增长 7.00%，增速较上年下降 0.90 个百分点，增速继续放缓。2017 年固定资产投资（不含农户）63.17 万亿元，较上年增长 7.20%，其中，2017 年第一产业投资 2.09 万亿元，较上年增长 11.80%；第二产业投资 23.58 万亿元，较上年增长 3.20%；第三产业投资 37.50 万亿元，较上年增长 9.50%。

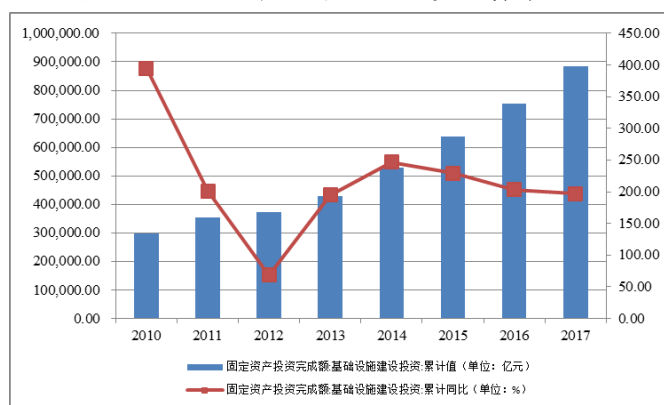
图 1 2010~2017 年全国固定资产投资完成情况



资料来源：Wind

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年以后国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速，2014 年以后，基础设施建设投资增速开始回落。2017 年，全国基础设施建设行业完成投资 14.00 万亿元，较上年增长 19.00%。

图 2 2010~2017 年全国基础设施建设投资情况



资料来源：Wind

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2017 年的 58.52%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 3 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	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钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合评级整理

（3）行业关注

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的城市基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，影响城市化进程。

（4）行业发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较上年提高 1.17 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施建设仍有发展空间；政府投融资平台逐步出现两极分化，经营性现金流良好、有条件的平台将获得更多金融机构支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整、转型、重组或关闭的风险。

2. 区域经济

（1）无锡市经济及财政

无锡市地处长江三角洲中部，沪宁杭大三角区中心，为长江三角洲经济圈的副中心城市之一。根据《2017 年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年无锡市全市实现地区生产总值 10,511.80 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。2017 年，无锡市实现人均 GDP 16.07 万元。

分产业看，2017 年无锡市经济结构仍以第二产业和第三产业为主。第一产业增加值 135.18 亿元，比上年增长 0.8%；第二产业增加值 4,964.44 亿元，比上年增长 7.3%；第三产业增加值 5,412.18 亿元，比上年增长 7.7%。三次产业增加值比例为 1.3:47.2:51.5，服务业保持良好发展，对全市经济稳定增长发挥重要的作用。

2017 年，无锡市全年固定资产投资完成 4,967.51 亿元，比上年增长 4.7%。其中，第一产业投资 10.26 亿元，比上年增长 44.5%；第二产业投资 2,089.73 亿元，比上年增长 5.7%；第三产业投资 2,867.52 亿元，比上年增长 4.1%。

2017 年无锡市全年完成一般公共预算收入 930 亿元，比上年增长 6.30%，其中税收收入 752.4 亿元，比上年增长 6.60%，在一般预算收入中占 80.90%；全市一般公共预算支出 987.7 亿元，较上年增长 13.90%。

总体看，近年来无锡市区位优势较好，经济实力继续增强，第三产业增加值在经济增长中的比重提高，产业结构进一步调整和优化；2017 年全市财政收入进一步增长，税收占比较高。

（2）无锡市惠山区经济及财政

惠山区是江苏省无锡市下辖区，位于“长三角”腹地，南临太湖，北靠长江，东接苏州，西邻南京、常州。惠山区面积 327.81 平方公里，户籍人口 48.16 万人，下辖 1 个省级经济开发区，5 个街道和 2 个镇。

根据《2017 年惠山区国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，惠山区实现地区生产总值（GDP）823.53 亿元，较上年增长 7.5%；其中全区实现第一产业增加值 17.03 亿元，第二产业增加值 489.59 亿元，第三产业增加值 323.91 亿元，三次产业比例调整为 2.1:58.9:39.0，产业结构进一步优化。

固定资产投资方面，2017年全区固定资产投资为669.31亿元，较上年增长1.9%；其中工业投资259.05亿元，较上年增长9.3%，占比38.7%；服务业投资410.26亿元，比上年下降2.2%，占比61.3%

地方财政方面，2017年，惠山区一般公共预算收入85.5亿元，较上年增长5%；完成一般公共预算支出（预计）82.8亿元，较上年增长7.4%，财政自给率为103.26%，财政自给率较高。基金预算收入完成50.5亿元，较上年增长197.3亿元，主要是国有土地使用权出让收入增加所致；基金预算支出（预计）完成60.3亿元，较上年增长243.1%，主要是国有土地使用权收入安排的支出增加所致。

地方政府债务方面，截至2017年底，惠山区政府债务余额88.80亿元，地方政府存量债务已通过政府债券置换完毕。相对于地方财政而言，惠山区地方政府债务负担不重。

总体看，惠山区经济和财政实力稳步增强，地方政府债务负担不重，公司外部发展环境良好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为无锡市惠山区重要的基础设施投资建设主体，接受政府委托开展保障房建设、果蔬基地建设、水利环境改造等政府项目，具有区域专营性。公司陆续建成的保障房项目包括惠丰苑小区一期、惠和小区、新洲花园二~五期，在建保障房项目为惠丰苑二期，上述项目均位于惠山区前洲片区。公司控股7家子公司，分别从事农业项目的建设管理、工业经济园及辅助设施的开发经营和管理、生态农业基地建设、保障房建设及工业供水等。

近年来，公司重大项目主要有：惠和小区、新洲花园二~五期、惠丰苑小区等安置房建设项目，无锡惠康现代果蔬基地、前洲康复大厦、惠山区名人文化街区综合工程、前洲街道西片区区域水系调整及水环境整治一期工程项目等政府采购项目。

总体看，公司作为惠山区重要的基础设施建设主体，具有一定区域竞争实力。

2. 人员素质

截至2017年底，公司高管人员共2名，其中执行董事兼总经理1人，财务总监1人。

华晶先生，1984年生，汉族，中共党员，本科学历。曾就职于前洲街道计生办、前洲街道工会及前洲街道经贸站，自2013年8月至今担任公司执行董事、总经理。

华凌云女士，1979年生，中共党员，本科学历。曾就职于前洲派出所及前洲街道办事处。自2014年起担任公司财务总监。

截至2017年底，公司在职职工25人。公司员工中具有本科及以上学历18人，大专学历4人，中专、高中及以下学历3人；公司员工中50岁以上10人，30~50岁12人，30岁以下3人。

总体看，公司管理人员管理经验一般，人员结构学历水平尚可，能够满足公司经营需要。

3. 外部支持

公司作为惠山区重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入和财政补贴得到了政府的大力支持。

（1）增资

2014年5月，经公司股东会决议同意，沪宁城铁和广惠城建分别以货币资金形式向公司增资1.42亿元和1.48亿元，公司注册资本增加2.90亿元。2014年12月，经公司股东会决议同意，沪宁城铁和广惠城建分别以货币资金形式向公司增资3.43亿元和3.57亿元，公司注册资本增加7.00亿元，其中4.00亿元增资款公司已于2015年收到。

（2）资产注入

2016年4月，经惠山区政府股权无偿划转，公司下属子公司无锡润洲农业产业发展有限公司获得无锡锡惠供水有限公司（以下简称“锡惠供水”）80%股权，由于此股权转让为同一控制下股权合并，公司在合并报表中对报表进行了追溯调整，2016年锡惠供水实收资本增加1.75亿元，相应2015~2016年公司合并报表分别增加资本公积1.50亿和1.75亿元。

（3）政府补贴

2017年，公司收到由前洲街道财政所拨付的经营性补贴1.15亿元。

总体看，公司作为惠山区重要的基础设施建设主体，在增资、资产注入和财政补贴上所获外部支持持续，有利于公司业务规模的扩张和综合实力的提升。

五、公司管理

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》。

公司不设股东会和董事会，设执行董事1名，由股东委派。执行董事为公司的法定代表人，任期三年，任期届满，经继续委派可连任。公司不设监事会，设监事1名，监事由股东委派产生，监事保护公司股东利益。监事的任期每届为三年，任期届满，经继续委派可连任。公司设总经理1名，由执行董事决定聘任或者解聘，总经理对执行董事负责。目前公司总经理由执行董事兼任。

总体看，公司章程相对简单，专职管理人员较少，法人治理结构较为完善。

2. 管理制度

公司设规划建设部、工程部、办公室和财务部4个职能部门，形成了财务管理、合同管理、工程发包管理、采购管理等一系列的内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度。公司财务管理按照制定的财务战略，合理筹集资金，有效营运资产，控制成本费用，规范收益分配，加强财务监督和财务信息管理。公司严格执行《中华人民共和国会计法》、《会计人员全职条例》、《会计人员工作规则》等法律法规关于会计核算一般原则，建立内部审计制度和财产清查、成本清查制度；公司建立资产、资金、现金及费用开支的管理制度，严格现金收支管理，工程投资支出要求通过银行办理转账结算；公司建立财务决策制度，配合业务部门对项目工程的竣工、财务决算进行监督管理。

合同和工程管理方面，公司确立了共同签订流程和合同内容结构，合同签订需要贯彻“平等互利、协商一致、等价有偿”的原则；公司针对主要的合同纠纷情况制定合同纠纷处理流程；公司还制定了合同履行、合同变更、解除流程；公司对合同实行二级管理、专业归口制度和法人委托书制度。工程发包制度要求公司依法实行招标发包，择优选择具有相应建设资质的施工承包单位，并与承包单位签订书面合同；为避免关联风险，公司明确公司员工及其直系亲属不得参与本公司的招投标。

总体看，公司内部管理体制相对简单，公司管理有待完善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为无锡市惠山区重要的基础设施建设主体之一，负责区域内保障性住房等建设工作。

2015~2017 年，公司营业收入有所下降，分别为 14.78 亿元、14.55 亿元和 6.38 亿元。同期，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 94.37%、94.90%和 88.93%，公司主营业务较突出。

从收入构成来看，公司营业收入来自保障性住房投资建设收入、水利环境改造收入和工程建设收入。2017 年，公司实现营业收入 6.38 亿元，主要系水利工程改造和工程建设业务当年未确认收入所致。2015~2017 年，公司保障性住房投资建设业务收入波动幅度较大，主要系每年保障房投入及完工进度存在差异所致。

表 4 2015~2017 年公司营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
保障性住房投资建设	60,115.02	40.66	15.60	82,775.83	56.89	15.74	56,765.20	88.93	14.17
水利环境改造	20,948.49	14.17	16.94	17,476.04	12.01	16.97	--	--	--
工程建设	58,469.20	39.55	16.06	37,817.23	25.99	14.84	--	--	--
主营业务小计	139,532.71	94.37	15.99	138,069.10	94.90	15.65	56,765.20	88.93	14.17
其他业务	8,316.61	5.63	33.34	7,425.04	5.10	25.34	7,063.34	11.07	19.60
合计	147,849.32	100.00	16.97	145,494.14	100.00	16.14	63,828.53	100.00	14.77

资料来源：公司审计报告

从毛利率水平来看，2015~2017 年，公司综合毛利率分别为 16.97%、16.14%和 14.77%，毛利率水平较为稳定；保障性住房建设毛利率变化不大，基本维持在 15%左右；2017 年公司其他业务毛利率 19.60%，较年初下降 5.74 个百分点，主要系资产管理服务收入（该业务毛利率为 100.00%）占比下降所致。

总体看，近年来公司营业收入持续下降，毛利率较为稳定。

2. 保障性住房投资建设

公司保障性住房投资建设业务的运营主体为公司本部及下属子公司无锡前信资产管理有限公司（以下简称“前信资产”）。

公司业务模式有两种：一种是公司与中洲农业¹签订投资建设总委托协议，委托公司进行保障性住房的投资与建设工作。保障性住房项目前期征地拆迁、土地平整等工作由中洲农业负责，待土地达到建设要求后，公司开始进行保障性住房的投资建设工作。项目建设过程中，项目所发生的工程成本费用等由公司垫付，公司垫付资金 30%来源于公司自有资金，70%来源于银行借款。由于公司与中洲农业存在关联关系，项目的投资进度和投资成本的审核工作由第三方咨询公司负责，咨询公司对项目审核完成后，出具专项咨询意见书。中洲农业对工程投资进度进行最终审核，审核无异议后，中洲农业按工程投资进度向公司支付工程款，工程款包括项目实际发生成本、费用和委托投资建设报酬，委托投资建设报酬在投资完成金额的基础上加成 18%~20%。另一种是公司自建，建成后按照政府指导价格定向销售给政府认可的安置对象取得收入以覆盖公司投资成本，收入计入主营业务收入，目前只有本次债券募投项目惠丰苑二期工程项目采用此种模式。公司按照完工进度确认收入，会计核算方面，公司将项目投入计入“存货”科目及现金流量表“购买商品、接受劳务支付的现金”科目。

截至 2017 年底，公司已完工项目为惠丰苑小区、惠和小区、新洲花园二~五期，完成总投资共

¹中洲农业为公司下属联营企业，另一股东为无锡惠一城镇产业有限公司，中洲农业为无锡惠山区平台企业之一。

计 22.93 亿元，累计确认收入 27.34 亿元。截至 2017 年底，公司已完工的保障房项目已回款 21.64 亿元，回款效率尚可。

截至 2017 年底，公司在建的保障房项目为本次债券募投项目惠丰苑二期工程项目，总投资 14.27 亿元，已投资 4.39 亿元，项目进度约 30%，预计 2019 年底竣工。

表 5 截至 2017 年底保障房业务已完工项目情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资金额	完工日期	已确认收入金额	已回款比例
惠和小区	6,050.64	2014 年	7,260.76	100.00
新洲花园二、三期	6,654.79	2014 年	7,985.75	100.00
新洲花园四期	25,660.75	2014 年	30,792.90	100.00
新洲花园五期	8,245.89	2015 年	9,895.06	100.00
惠丰苑小区楼宇建设	182,721.30	2017 年	217,492.41	73.76
合计	229,333.37	--	273,426.88	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司拟建项目包括惠州小区、新洲花园六期，拟建项目总投资额为 21.58 亿元，2018~2020 年公司计划投资金额分别为 6.00 亿元、5.50 亿元和 6.00 亿元。若按照 18%~20%的管理费进行计算，2018~2020 年拟建项目可为公司贡献的收入分别为 7.00 亿左右、6.50 亿元左右和 7.00 亿元左右。

表 6 截至 2017 年底公司保障房业务拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资额	未来三年投资计划			资金来源
		2018 年	2019 年	2020 年	
惠州小区	45,000.00	20,000.00	15,000.00	20,000.00	自筹
新洲花园六期	170,800.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00	自筹
合计	215,800.00	60,000.00	55,000.00	60,000.00	--

资料来源：公司提供

总体看，公司保障性住房投资建设业务作为公司最主要的收入来源，回款效率尚可，拟建项目未来尚需投资规模较大，收入来源较有保障，但有一定的资本支出压力；近期国家对于政府购买服务出台相关政策性调整，公司未来该业务的经营模式存在一定不确定性。

3. 水利环境改造

公司水利环境改造业务由下属子公司无锡前洲资产管理有限公司（以下简称“前洲资产”）负责。前洲资产负责对无锡市惠山区内农业水利灌溉系统等农业基础设施进行新建、修缮和疏浚等工作，同时负责对区域内水系进行河道清淤、河岸整治修扩等水环境进行修复改造等工作。

前洲资产与惠山区政府签订采购协议，采购协议明确以政府采购方式采购水利环境改造项目。项目建设过程中，项目发生的工程成本费用由前洲资产垫付，前洲资产垫付资金 30%来源于自有资金，70%来源于银行借款。前洲资产根据第三方出具的年度统计文件向政府申请确认收益和应收采购款。政府对申请进行复核后，批复确认支付义务。政府按项目进度支付项目实际发生的成本费用和收益，收益为成本费用加成 20%左右。

公司按照完工进度确认收入，会计核算方面，公司将项目投入计入“存货”科目及现金流量表“购买商品、接受劳务支付的现金”科目。

2015~2016年，公司水利环境改造业务收入分别为2.09亿元和1.75亿元，收入持续下降主要系在建工程量下降所致；同期，毛利率分别为16.94%和16.97%，保持相对稳定。截至2016年底，公司水利环境改造业务完工项目为前洲街道西片区域水系调整及水环境整治一期工程，项目于2016年6月完工，项目总投资5.69亿元，已确认收入6.82亿元，已回款金额2.56亿元，回款效率一般。2017年，受国家规范政府购买服务等政策的影响，公司水利环境改造和工程建设等来源于政府的收入项目尚需办理相关手续以满足法律法规的要求，故当年未增加投资，公司水利环境改造业务无完工项目。

截至2017年底，公司无在建和拟建水利环境改造项目。

总体看，受政策影响，公司水利环境改造业务持续性有待观察。

4. 工程建设

2015年，公司新增工程建设业务。公司工程建设业务由公司本部及下属子公司前洲资产负责。公司与惠山区政府签订采购协议，采购协议明确以政府采购方式采购工程建设项目。业务模式和财务核算方式均与水利环境改造业务相同。政府按项目进度支付项目实际发生的成本费用和收益，收益为成本费用加成12%~20%。

2015~2016年，公司工程建设业务收入分别为5.85亿元和3.78亿元，2016年较年初下降35.32%，主要系在建工程量下降所致；同期，毛利率分别为16.06%和14.84%，2016年较年初下降1.22个百分点，主要系不同工程收益率不同所致。2017年，受国家规范政府购买服务等政策的影响，公司工程建设等来源于政府的收入项目尚需办理相关手续以满足法律法规的要求，故工程建设业务未增加投资，公司当年无新增完工项目。截至2017年底，公司已完工项目为无锡惠康现代果蔬基地、康复大厦和惠山区名人文化街区综合工程，项目总投资金额为5.41亿元，已确认收入金额为6.45亿元，已回款金额为3.93亿元，回款情况一般。其中，康复大厦项目已于2016年上半年完工结算，对应确认的收入金额较低，为了平衡项目收入，保证公司的投资回报，惠山区名人文化街区综合工程的收入确认较高，但公司工程建设整体的投资回报率在20.00%以内。

表7 截至2017年底工程建设项目已完工项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	已确认收入金额	已回款金额
无锡惠康现代果蔬基地	43,507.28	51,937.20	26,811.12
康复大厦	5,402.00	5,981.32	5,981.32
惠山区名人文化街区综合工程	5,146.75	6,555.12	6,555.12
合计	54,056.03	64,473.64	39,347.56

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建工程建设项目为配套园区给水管网改扩建工程，项目总投资7.18亿元，已完成投资2.72亿元，已确认收入3.18亿元，已回款金额0.34亿元。2017年该项目未增加投资。

总体看，受政策影响，2017年公司工程建设业务未增加投资，该板块未产生收入，业务可持续性有待观察。

5. 重大事项

根据江苏省人民政府下发的苏政发【2017】124号文件精神，惠山国资办支持公司按照现代企业制度和国家有关规定，积极推进市场化转型。公司决定采取分步走的转型策略，首先采取“腾笼换鸟”策略，先行处置市场化程度较低，投资回收期较长的在建工程项目，加快回收项目前期支出

款项，减少未来该部分在建项目的支出压力，实现减负轻装上阵的初步目标。

基于上述决策，公司聘请了第三方中介机构对在建工程项目进行了专项审计，并于 2017 年四季度分别与四家公司基于等价交换原则签订了《资产转让协议》，具体转让事宜如下：1、与无锡益惠现代农业发展有限公司签订协议转让无锡润州现代农业产业园建设工程，转让对价 4.63 亿元，转让金额占公司期初净资产 8.67%；2、与无锡前鹏农业开发建设有限公司签订协议转让无锡市鑫洲生态农业基地建设工程，转让对价 3.27 亿元，占公司期初净资产 6.13%；3、与无锡惠前特种果蔬园开发建设有限公司签订协议转让无锡市惠山区高效农业新科技产业园工程-土建项目，转让对价 4.87 亿元，占公司期初净资产 9.13%；4、与无锡前裕瓜果种植有限公司签订协议转让无锡市惠山区高效农业新科技产业园工程-土地整理项目，转让对价 2.92 亿元，占公司期初净资产 5.46%。同时，公司未来拟将惠山西片区污水管网改扩建工程予以出售，因此将该项目发生成本调整至“存货”列报。上述转让项目的付款方式均为首期转让款（转让总价的 10%）在协议生效后 180 个工作日内支付，第二期转让款（转让总价的 20%）在公司按协议将全部资产及其相关凭证、证照、文件、管理权等全部移交后 360 个工作日内支付，第三期转让款（转让总价的 25%）在办理转让标的资产的移交及过户、登记至购买方名下后 720 个工作日内支付，第四期转让款（转让总价的 25%）在公司保证交割日的次日起资产的所有权及其收益归属于购买方后 1,080 个工作日内支付，第五期转让款（转让总价的 20%）公司保证在交割日的此日期资产的所有权及其收益归属于购买方后 1,440 个工作日内支付。

总体看，公司在建项目为自营类项目，项目投资规模大，回收周期长，公司对该类资产的转让有利于减轻公司的资金压力，增强资产的流动性；但转让对价款支付周期较长，未来存在一定确认回款收入的不确定性。

6. 经营关注

（1）基于公司保障性住房建设业务对收入的贡献程度较大，该业务受国家政策性影响较大，未来业务经营模式存在一定不确定性。

（2）保障性住房投资建设业务作为公司最主要的收入来源，收入规模和毛利率有所下降，回款效率一般，对公司资金形成一定的占用。

（3）受政策影响，公司水利环境改造和工程建设业务 2017 年无新增，业务持续性有待观察。

7. 未来发展

公司将保持以保障性住房投资建设为核心业务的经营模式，加快建设区域内的保障性安居工程。同时公司将依托自身资源及区域内的产业优势，以建立市场化的经营机制为转型方向，大力发展经营性业务，拓展业务范围，以保证公司的持续性健康发展。

在融资方面，公司将进一步整合融资资源，发挥整体融资能力，逐步构建多元化的融资格局，实现融资多元化、融资渠道多元化。

在管理制度建设方面，公司将进一步加强规范化管理，持续完善各项工作制度，实现公司资产保值增值、其他经济指标稳步增长的长期目标。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年合并财务报告经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）进行三年连审，并出具了标准无保留意见的审计结论。会计政策方面，2017 年，财政部发布了《企业会计准则 42 号-持有待售非流动资产、处置组和终止经营》、《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》和修订了《企业会计准则第 16 号-政府补助》，公司遵照执行。合并范围未发生变化。

总体看，2017 年，会计政策的调整对财务报表整体的影响较小，合并报表始终未发生变化，财务数据可比性较强。

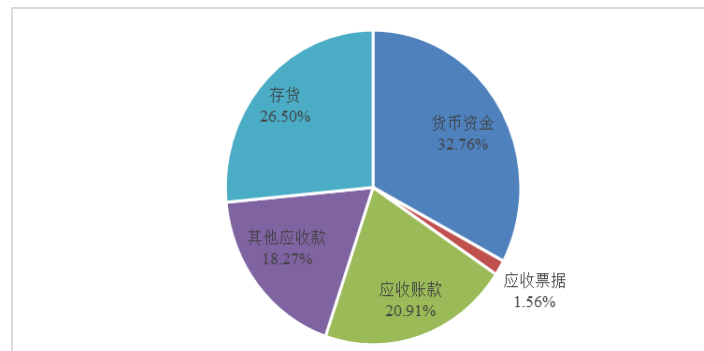
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 12.44%。截至 2017 年底，公司资产总额 119.70 亿元，较年初增长 15.59%。其中流动资产占 62.44%，非流动资产占 37.56%，资产结构变化较小，始终以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 7.01%。截至 2017 年底，公司流动资产 74.74 亿元，较年初增长 12.79%，主要系货币资金增长所致。

图 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动性增长，年均复合增长率 27.72%。截至 2017 年底，公司货币资金为 24.49 亿元，较年初增长 86.94%，主要系公司发行债券以及新增银行借款所致；使用权受到限制的货币资金 13.00 亿元，其中银行承兑保证金 12.52 亿元，银行借款质押 0.48 亿元，受限货币资金规模较大，资金受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长 13.67%。截至 2017 年底，公司应收账款为 15.63 亿元，较年初减少 6.52%，主要系应收惠山区财政局的水利环境改造业务和工程建设代建工程款减少所致；公司应收账款的欠款单位分别为惠山区财政局和中洲农业，欠款金额分别为 7.79 亿元和 7.84 亿元；公司对应收账款未计提坏账减值准备。公司未提供应收账款账龄结构。

2015~2016 年，公司预付款项有所增加。截至 2016 年底，公司预付款项 8.63 亿元，较年初增长 7.49%，主要系用于拟购买土地的前期平整工作支出增加所致；其中预付惠山区财政局购买土地平整款 8.63 亿元，预付无锡市前洲城市建设投资有限公司工程款 36 万元。截至 2017 年，公司预付款项无余额，主要系全部预付土地平整款转入其他非流动资产科目所致。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 5.25%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 13.65 亿元，较年初增长 46.09%，主要系关联方借款增加所致；公司其他应收款主要为对关联方的往来借款，前五大欠款单位其他应收款余额占其他应收款总额的比例为 74.70%，集中度较高；前五大欠款单位其他应收款账龄集中在 2 年以内；公司对其他应收款未计提坏账准备。

表 8 截至 2017 年底其他应收款前五大明细（单位：亿元、%）

单位名称	与公司关系	金额	年限	占应收账款总额比重
无锡惠金建设产业发展有限公司	关联方	3.43	1~2 年	25.11
无锡惠一城镇产业有限公司	关联方	2.41	2 年以内	17.65
无锡东洲农业有限公司	关联方	1.47	1 年以内	10.74
无锡前锦蔬果有限公司	关联方	1.45	1 年以内	10.59
无锡前顺农资有限公司	关联方	1.45	1 年以内	10.61
合计	--	10.20	--	74.70

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货有所增长，年均复合增长 5.53%。截至 2017 年底，公司存货为 19.81 亿元，较年初增长 7.35%，主要系开发成本增加所致；公司存货主要为待开发土地和开发成本，占比分别为 77.81%和 22.19%；其中账面价值为 10.02 亿元的待开发土地被用于银行借款抵押，存货受限规模较大；公司对存货未计提减值准备。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 23.64%。截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 44.96 亿元，较年初增长 20.57%，主要系长期应收款和其他非流动资产增长所致。同期，公司非流动资产主要由长期应收款（占 34.90%）、固定资产（占 15.04%）、无形资产（占 23.18%）和其他非流动资产（占 19.19%）构成。

受公司转让全部在建工程的影响，2017 年底公司新增长期应收款 15.69 亿元，作为在建工程转让的对价款。同期公司在建工程无余额。

2015~2017 年，公司固定资产保持相对稳定，年均复合下降 2.84%。截至 2017 年底，公司固定资产为 6.76 亿元，较年初小幅下降 2.90%，主要系计提折旧所致；固定资产主要为房屋及建筑物，公司对固定资产累计计提折旧 0.77 亿元，固定资产成新率为 89.81%，成新度较高。

2015~2017 年，公司无形资产有所下降，年均复合下降 3.24%。截至 2017 年底，公司无形资产为 10.42 亿元，较年初小幅下降 3.30%，主要系无形资产摊销所致；公司无形资产全部为土地使用权。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 8.63 亿元，主要为预付的土地平整款，由预付款项调整至“其他非流动资产”科目。

截至 2017 年底，公司资产受限规模为 27.82 亿元，占总资产的比率为 23.24%，受限比率较高；其中受限资产为货币资金 13.00 亿元，银行承兑汇票 1.16 亿元，存货 10.02 亿元，固定资产 0.64 亿元，长期股权投资 3.00 亿元²。

总体看，公司资产规模有所增长，以流动资产为主，流动资产中应收类款项和存货占比较高，对公司资金形成较大占用，货币资金受限规模较大，资产流动性一般，公司资产质量一般。

² 长期股权投资受限部分主要为子公司无锡前惠工业供水有限公司的股权，因此与长期股权投资科目账面价值不一致。

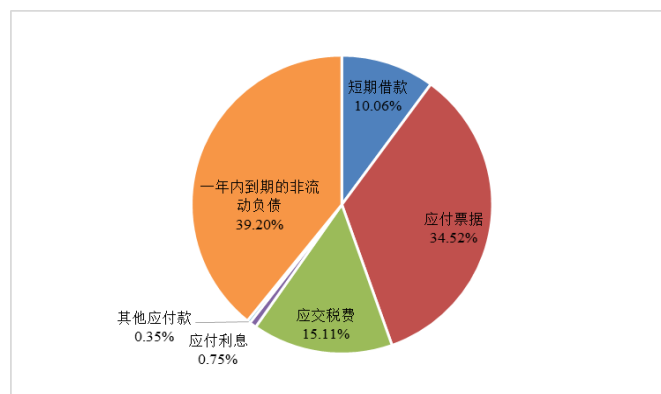
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 20.73%。截至 2017 年底，公司负债合计 65.34 亿元，较年初增长 30.19%，主要系非流动负债增加所致。其中流动负债占 36.24%，非流动负债占 63.76%，负债结构较年初变动较小，以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 7.92%。截至 2017 年底，公司流动负债 23.68 亿元，较年初增长 23.04%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。同期，公司流动负债主要由短期借款（占 10.06%）、应付票据（占 34.52%）、应交税费（占 15.11%）和一年内到期的非流动负债（占 39.20%）构成。

图 4 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动性增长，年均复合增长率为 8.48%。截至 2017 年底，公司短期借款为 2.38 亿元，较年初增长 83.31%，主要为保证借款和质押借款。

2015~2017 年，公司应付票据有所波动，年均复合下降 0.99%。截至 2017 年底，公司应付票据为 8.18 亿元，较年初下降 8.56%，全部为银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 30.03%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 9.28 亿元，较年初增长 108.47%，主要系于 2018 年到期的长期借款和长期应付款调整至该科目所致。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 30.41%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 41.66 亿元，较年初增长 34.63%，主要系公司发行债券所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 62.38%）、应付债券（占 27.59%）和长期应付款（占 10.03%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动性增长，年均复合增长 16.49%。截至 2017 年底，公司长期借款为 25.99 亿元，较年初减少 4.73%，主要系部分于 2018 年到期的长期借款被调整至流动负债所致；公司长期借款中无信用借款，其中 2019 年到期 5.22 亿元，2020 年到期 2.45 亿元，2021 年到期 1.78 亿元，2025 年到期 0.55 亿元，2026 年到期 2.95 亿元，2027 年到期 13.04 亿元，集中在 2027 年到期。

截至 2017 年底，公司应付债券为 11.49 亿元，主要系公司于 2017 年发行“17 惠基 01”、“17 惠基 02”和“17 惠基 03”所致，若投资者集体选择回售或到期兑付，公司可能于 2020 年或 2022 年面临一定的集中偿付压力。

2015~2017 年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 11.58%。截至 2017 年底，公司长期应

付款为 4.18 亿元，较年初增长 13.97%，主要系公司新增两期南京银行融资计划所致。

2015~2017 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 23.46%。截至 2017 年底，公司全部债务 61.50 亿元，较年初增长 34.76%，其中短期债务和长期债务分别占 32.26%和 67.74%，长期债务占比 较年初下降 0.07 个百分点。

债务指标方面，2015~2017 年，公司资产负债率有所增长，三年分别为 47.35%、48.47%和 54.59%；全部债务资本化比率不断增长，三年分别为 44.73%、46.10%和 53.08%；长期债务资本化比率快速增长，三年分别为 32.95%、36.70%和 43.39%。

总体看，公司负债规模上升，始终以非流动负债为主；债务规模增长较快，债务负担明显加重，但仍处于可控水平。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 4.43%。截至 2017 年底，公司所有者权益 54.36 亿元，较年初增长 1.86%，主要系未分配利润增长所致，全部归属母公司所有者权益。

2015~2017 年，公司实收资本未发生变化，均为 10.00 亿元。截至 2016 年底，公司资本公积 38.03 亿元，较年初增长 4.82%，系公司获得惠山区政府无偿划转锡惠供水合计 100%股权，合计增加资本公积 3.25 亿元，合并报表进行追溯调整，相应 2015~2016 年公司资本公积分别增加 1.50 亿和 1.75 亿。截至 2017 年底，公司资本公积 38.03 亿元，较年初未发生变化。

总体看，公司所有者权益规模保持稳定，权益构成以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入和营业成本均快速下降，年均复合下降 34.30%和 33.43%。2017 年，公司营业收入 6.38 亿元，较年初下降 56.13%，主要系受政策影响，2017 年公司水利环境改造业务和工程建设业务无新增投资，未确认收入；同期，公司营业成本 5.44 亿元，较年初下降 55.41%。

期间费用方面，2015~2017 年公司期间费用分别为-957.21 万元、-578.24 万元和 8,050.09 万元。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成；2015~2016 年，公司财务费用分别为-1,670.44 万元和-1,084.36 万元，全部为利息收入，主要系公司对利息支出进行资本化处理，2017 年公司财务费用大幅增长至 7,576.35 万元，其中利息支出 9,011.22 万元，主要系 2017 年公司发行的公司债以及债融计划资金用途主要为补充营运资金，因此未将利息资本化。2015~2017 年公司费用收入比分别为-0.65%、-0.40%和 12.61%。公司期间费用控制能力一般。

政府补助方面，2017 年，公司获得政府补助 1.15 亿元，2015~2016 年公司均未获得政府补助。2017 年，政府补助占利润总额的比重为 95.50%，政府补助对利润总额的贡献很大，但持续性不强。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司营业利润率波动下降，三年分别为 13.93%、15.77%和 13.44%；同期，公司总资产收益率持续下降，三年分别为 1.79%、1.87%和 1.76%；同期，公司净资产收益率波动下降，三年分别为 6.49%、3.43%和 1.85%；总资产报酬率分别为 4.55%、2.38%和 1.89%，持续下降。公司整体盈利能力较弱。

总体看，受政策影响，公司收入规模大幅下降，政府补助对利润总额的贡献度较大，但持续性不强，盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 9.13 亿元、10.11 亿

元和 6.54 亿元，主要为保障房建设、水利环境改造和工程建设业务回款；公司收到与支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款，2017 年分别为 7.44 亿元和 10.42 亿元（包括收到惠山西片区污水管网改扩建工程转让款 4.40 亿元）。2015~2017 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 9.87 亿元、12.67 亿元和 4.19 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流净额分别为-7.49 亿元、0.46 亿元和-0.64 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 61.74%、69.51%和 102.43%，整体公司收现质量一般。

投资活动方面主要体现为投资活动现金流出，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2016 年，公司减少对无锡惠一城镇产业有限公司的投资收到现金 1.42 亿元；2015~2017 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 5.78 亿元、9.86 亿元和 2.64 亿元，主要为公司自建项目投资支出现金。2015~2017 年，公司投资活动现金流净额分别为-8.16 亿元、-8.44 亿元和-2.64 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为取得借款和发行债券收到的现金。2015 年，公司吸收投资收到的现金为 5.20 亿元，包括收到以前年度增资款 4.00 亿元以及子公司收到投资款 1.20 亿元；2016 年吸收投资收到的现金为 2.60 亿元，全部为锡惠供水收到的投资款。2015~2017 年公司取得借款收到的现金分别为 18.63 亿元、14.88 亿元和 10.55 亿元。2017 年，公司发行债券收到现金 11.49 亿元，为惠基 2017 公司债第一期、第二期和第三期。公司收到与支付其他与筹资活动有关的现金为收到与支付信托、债融计划、资管计划及银行承兑汇票保证金。公司筹资活动现金流出主要由偿还债务本息构成；2015~2017 年公司筹资活动现金流净额分别为 23.47 亿元、6.07 亿元和 14.68 亿元。

总体看，公司经营活动现金流波动较大，收入实现质量有所上升；公司投资活动规模较小，呈净流出状态；考虑到公司在建项目较多，尚需投资规模较大，保有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均波动中有所下降，流动比率三年分别为 3.21 倍、3.44 倍和 3.16 倍，速动比率三年分别为 2.34 倍、2.48 倍和 2.32 倍。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比分别为-36.84%、2.38%和-2.72%。考虑到公司应收类款项和存货规模大，存货变现能力较弱，且现金类资产受限比例高，短期债务规模较大，综合考虑，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 2.71 亿元、2.91 亿元和 2.66 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.00 倍、1.71 倍和 1.17 倍；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍、0.06 倍和 0.04 倍，变化很小。整体看，公司 EBITDA 长期偿债能力较弱。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信 49.21 亿元，已使用 46.49 亿元，未使用 2.72 亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保金额 19.87 亿元，担保比率 36.55%，被担保企业主要为无锡惠一城镇产业有限公司、无锡前一农业产业有限公司以及中洲农业等地方国有企业，目前经营正常。考虑到公司担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

根据企业信用报告（机构信用代码为 G1032020601952620G），截至 2018 年 7 月 16 日，公司未结清和已结清的信贷信息中不存在不良或关注类信贷信息。

截至 2018 年 8 月 16 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

总体看，公司目前整体债务负担较重，但考虑到供公司作为惠山区重要的基础设施建设主体，从事区域内保障性住房等工程建设，整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券拟发行金额 9.50 亿元，分别相当于 2017 年底公司长期债务和全部债务的 22.80% 和 15.45%。本次债券的发行对公司债务规模及结构影响较大。

2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.59%、53.08% 和 43.39%，以公司 2017 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 57.93%、56.64% 和 48.48%。公司债务负担有所增加。

2. 本次债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 2.71 亿元、2.91 亿元和 2.66 亿元，分别为本次债券发行金额的 0.29 倍、0.31 倍和 0.28 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为 9.70 亿元、13.35 亿元和 13.97 亿元，分别为本次债券发行金额的 1.02 倍、1.41 倍和 1.47 倍。

本次债券设置了本金分期偿付条款，从债券存续的第三年开始每年偿还本金 1.90 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为每年分期偿还本金的 1.43 倍、1.53 倍和 1.40 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为每年分期偿还本金的 5.11 倍、7.03 倍和 7.35 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券每年分期偿还本金的保障程度较高。

3. 募投项目偿债能力分析

本次债券募集资金 9.50 亿元，其中 7.20 亿元用于募投项目建设，2.30 亿元用于补充公司营运资金。项目收入来源于项目建成后的安置房定向安置销售收入、配套商业租赁收入、地上地下车位汽车停放收益、物业服务收益。

根据《可研报告》，预测募投项目建成后，总建筑面积 513,232.4 m²，地上计容建筑面积 405,845.9 m²（住宅建筑面积 374,792.6 m²，配套商业 29,894.2 m²，配套用房 1,159.1 m²），地下建筑面积 107,386.5 m²，地下车位 2,240 个。其中住宅 374,792.6 m² 拟全部定向销售，其余物业持有经营。募投项目建设期 3 年，拟售住宅出售期 3 年，定价为 4,500 元/m²；配套商业起始租金 2.5 元/m²/天，之后每 3 年上涨 0.5 元/m²/天；地下车位 2,240 个，租金为每月每车位 200 元，地上停车位 35 个，租金为每月每车位 120 元，地上临时停车位 182 个，租金为每辆车每小时 2 元；物业服务收费为 1.3 元/m²/月。各类物业销售以及出租价格、可售以及可租面积如表 9 所示。

假设项目建成后住宅逐年按 50%：30%：20% 的比例进行销售，配套商业逐年按 50%、75%、90%、98%、98%、98% 的比例进行出租。项目现金流入情况如表 10 所示。假设本次债券于 2018 年发行，募投项目于 2019 年底完工，本次债券自第三年起每年需偿还 1.90 亿元本金，其中募投项目使用资金每年待偿还 1.44 亿元，第三年募投项目实现收入 8.62 亿元，已覆盖本次债券用于项目的 7.20 亿元；在本次债券存续期内，项目累计可实现销售收入 18.57 亿元，大于本次债券用于项目的 7.20 亿元以及本次债券合计待偿还本金 9.50 亿元，募投项目累计营业收入对用于本次债券待偿还本金覆盖程度较好。同时联合评级关注到，项目销售和出租进度会对募投项目的收益情况产生影响。

表 9 募投项目预计销售单价及面积

项目		单位	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
住宅销售	单价	元/m²	4,500.00	4,500.00	4,500.00	--	--
	面积	m²	187,396.30	112,437.78	74,958.52	--	--
配套商业租赁	单价	元/m²/天	2.50	2.50	2.50	3.00	3.00
	面积	m²	14,947.10	22,420.65	26,904.78	29,296.32	29,296.32
地下汽车停放费	单价	元/辆/月	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
	数量	个	696.00	1,068.00	1,568.00	2,240.00	2,240.00
地上汽车停放费	单价	元/辆/月	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
	数量	个	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
地上车位临停	单价	元/辆/时	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	数量	个	182.00	182.00	182.00	182.00	182.00
	平均临停时间	时/辆/天	2.00	4.00	6.00	6.00	6.00
物业服务	物业价格	元/m²/月	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
	面积	m²	187,396.30	299,834.08	374,792.60	374,792.60	374,792.60

资料来源：《可研报告》，联合评级整理

表 10 募投项目收入及偿债能力测算（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
住宅销售	84,328.34	50,597.00	33,731.33	--	--
配套商业租赁	1,363.92	2,045.88	2,455.06	3,207.95	3,207.95
地下汽车停放费	167.04	256.32	376.32	537.60	537.60
地上汽车停放费	5.04	5.04	5.04	5.04	5.04
地上车位临停	26.57	53.14	79.72	79.72	79.72
物业服务	292.34	467.74	584.68	584.68	584.68
募投项目收入	86,183.25	53,425.12	37,232.15	4,414.99	4,414.99
募投项目累计收入	86,183.25	139,608.37	176,840.52	181,255.51	185,670.50
当期还本金额	--	14,400.00	14,400.00	14,400.00	14,400.00
募投项目累计收入/还本金额	2.58 倍				

资料来源：《可研报告》，联合评级整理

总体来看，募投项目累计营业收入对用于本次债券待偿还本金覆盖程度较好，募投项目偿债能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保协议，在本次债券兑付日，如公司不能兑付本次债券本金或利息，江苏再担保将承担担保责任，担保范围包括本次债券本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为本次债券存续期及本次债券到期之日起两年。

2. 担保人信用分析

江苏再担保是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业；初始注册资本 31.00 亿元，随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施，2017 年底江苏再担保注册资本增至 57.34 亿元。江苏再担保股东主要为地方各级政府，第一大股东为江苏省人民政府，持股比例为 33.73%。江苏省国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）代表省政府履行出资人职责，江苏再担保控股股东及实际控制人为江苏省人民政府，主管部门为江苏省金融工作办公室（以下简称“省金融办”）。截至 2017 年底，江苏再担保合并口径资产总额 122.24 亿元，负债总额 50.51 亿元，所有者权益 71.73 亿元。2017 年，江苏再担保实现营业收入 11.26 亿元，其中再担保业务收入 0.44 亿元，直保业务收入 5.08 亿元，贷款利息收入 3.17 亿元，融资租赁业务收入 2.04 亿元；实现净利润 3.19 亿元。

经联合评级评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AA^{Api}，评级展望为稳定。江苏再担保担保实力极强，可有效增强本次债券偿付的安全性。

十、综合评价

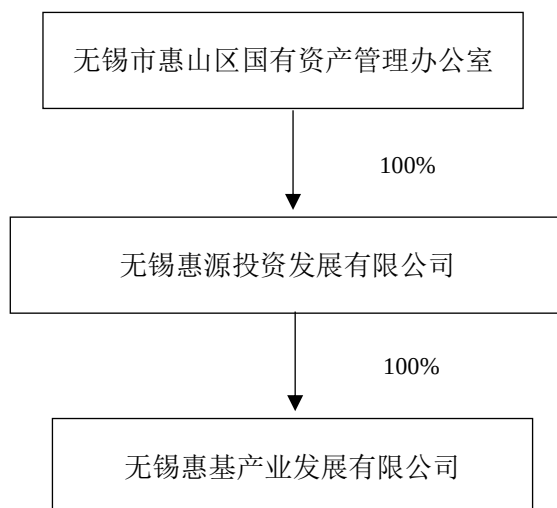
联合评级对无锡惠基的评级反映了公司所处无锡市惠山区经济实力不断增长，为公司的发展提供了良好的外部经营环境。近年来公司在资本金注入、资产注入和财政补贴等方面获得惠山区政府给予的较大支持。同时，联合评级也关注到公司收入实现质量较差，资产以流动资产为主，应收类款项、存货及无形资产占比较高，资产流动性一般。2017 年公司收入规模大幅下降，公司收入水平及盈利能力受政府规划影响大，整体盈利能力较弱。受政策影响，公司水利环境改造和工程建设业务持续性有待观察，同时可能会影响公司的职能和定位。

随着公司在建拟建项目的推进，公司保障性住房业务经营规模有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

江苏再担保对本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本次债券的偿付安全性；此外，本次债券设定分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

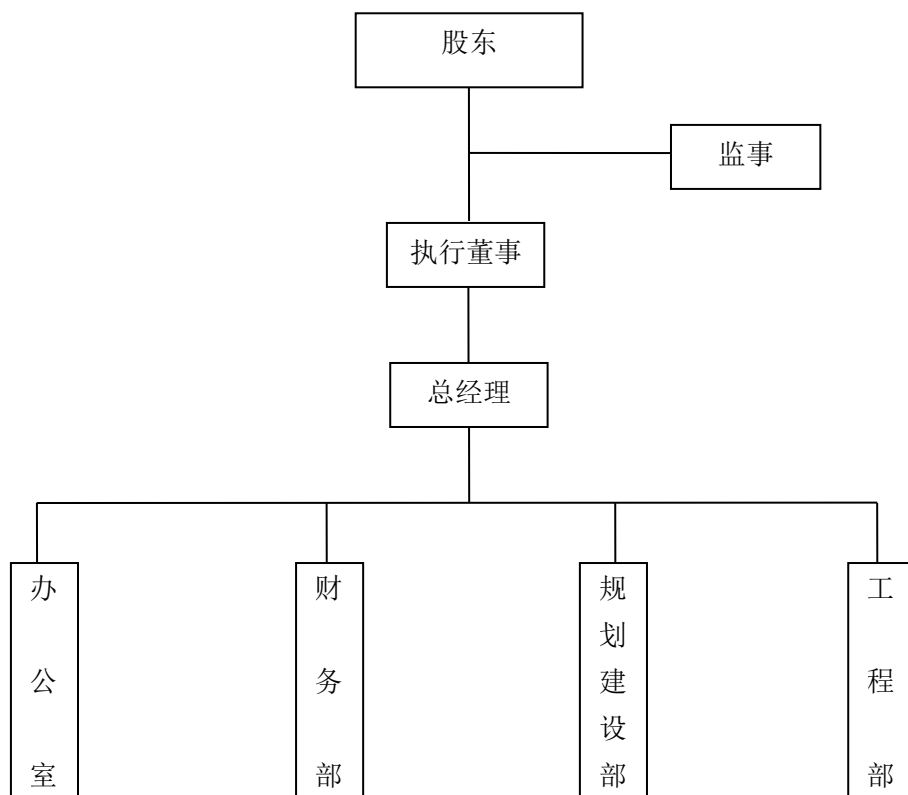
基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 无锡惠基产业发展有限公司 股权结构图



附件 2 无锡惠基产业发展有限公司

组织结构图



附件 3 无锡惠基产业发展有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	94.67	103.55	119.70
所有者权益 (亿元)	49.85	53.37	54.36
短期债务 (亿元)	15.85	14.69	19.84
长期债务 (亿元)	24.49	30.94	41.66
全部债务 (亿元)	40.35	45.64	61.50
营业收入 (亿元)	14.78	14.55	6.38
净利润 (亿元)	1.62	1.77	0.99
EBITDA (亿元)	2.71	2.91	2.66
经营性净现金流 (亿元)	-7.49	0.46	-0.64
应收账款周转次数 (次)	2.45	1.01	0.39
存货周转次数 (次)	1.38	0.67	0.28
总资产周转次数 (次)	0.31	0.15	0.06
现金收入比率 (%)	61.74	69.51	102.43
总资本收益率 (%)	1.79	1.87	1.76
总资产报酬率 (%)	4.55	2.38	1.89
净资产收益率 (%)	6.49	3.43	1.85
营业利润率 (%)	13.93	15.77	13.44
费用收入比 (%)	-0.65	-0.40	12.61
资产负债率 (%)	47.35	48.47	54.59
全部债务资本化比率 (%)	44.73	46.10	53.08
长期债务资本化比率 (%)	32.95	36.70	43.39
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	1.71	1.17
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.06	0.04
流动比率 (倍)	3.21	3.44	3.16
速动比率 (倍)	2.34	2.48	2.32
现金短期债务比 (倍)	0.95	0.89	1.29
经营现金流动负债比率 (%)	-36.84	2.38	-2.72
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.29	0.31	0.28

注：1、本报告中，部分合计数与相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告数据如无特别注明，均为合并口径；3、本报告发行人将长期应付款调整至长期债务核算。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。