信用等级公告

联合[2018] 1254 号

联合资信评估有限公司通过对无锡惠开经济发展集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持无锡惠开经济发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 无锡惠开债/16 惠开债”债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
网址：www.lhratings.com

无锡惠开经济发展集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 无锡惠开债/16 惠开债	16 亿元	2023/4/8	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	46.26	48.46	28.08
资产总额(亿元)	150.42	200.07	191.79
所有者权益(亿元)	52.03	52.82	53.61
短期债务（亿元）	42.52	31.97	30.33
长期债务(亿元)	37.28	99.80	95.13
全部债务 (亿元)	79.80	131.77	125.46
营业收入(亿元)	6.35	5.70	5.80
利润总额(亿元)	0.85	1.01	0.92
EBITDA(亿元)	3.06	4.82	5.36
经营性净现金流(亿元)	1.91	2.09	4.10
营业利润率(%)	11.10	4.35	11.55
净资产收益率(%)	1.37	1.51	1.48
资产负债率(%)	65.41	73.60	72.05
全部债务资本化比率(%)	60.54	71.38	70.06
流动比率(%)	224.29	389.13	400.79
经营现金流动负债比(%)	3.14	4.46	9.70
全部债务/EBITDA(倍)	26.10	27.33	23.39
EBITDA 利息倍数	1.36	0.84	0.72

注：将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算。

分析师

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

评级观点

无锡惠开经济发展集团有限公司（以下简称“公司”）是无锡惠山经济开发区基础设施建设主体，负责惠山经济开发区范围内的城市基础设施及保障房建设。跟踪期内，公司在政府补贴方面得到惠山经济开发区管委会的持续支持；同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司对外担保规模明显上升、存在短期偿付压力、未来投资压力大、债务负担重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着惠山经济开发区园区建设的持续推进，公司资产和收入规模有望扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“16无锡惠开债/16惠开债”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，其担保显著提升了“16无锡惠开债/16惠开债”偿付的安全性。

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无锡惠开债/16惠开债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，无锡市惠山区及惠山经开区经济稳步增长，为公司提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司作为无锡惠山经济开发区基础设施建设主体，在财政补贴方面获得惠山经济开发区管委会的持续支持。
3. 中合担保担保实力极强，其担保显著提升了“16 无锡惠开债/16 惠开债”偿付的安全性。

关注

1. 公司主营业务单一，整体盈利能力较弱，利润总额对政府补贴依赖程度高。
2. 跟踪期内，公司对外担保规模明显上升，且均未设置反担保措施，或有负债风险较高。
3. 公司在建及拟建项目未来资本支出规模较

大，存在较大的融资压力。

4. 公司短期债务规模大，存在短期偿付压力，整体债务负担重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由无锡惠开经济发展集团有限公司（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。

无锡惠开经济发展集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于无锡惠开经济发展集团有限公司主体长期信用及存续期内“16 无锡惠开债/16 惠开债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，无锡惠开经济发展集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 20 亿元，无锡惠山经济开发区国有资产管理办公室（以下简称“惠山经开区国资办”）持有公司 100%股权，为公司实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 191.79 亿元，所有者权益 53.61 亿元；2017 年，公司实现营业收入 5.80 亿元，利润总额 0.92 亿元。

公司注册地址：无锡惠山经济开发区政和大道 189 号；法定代表人：颜羽红。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至评级报告出具日，联合资信所评债券为“16无锡惠开债/16惠开债”，尚需偿还余额16.00元，跟踪期内公司已按时付息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
16 无锡惠开债/16 惠开债	16 亿元	2023/4/8	4.16%

资料来源：联合资信整理

“16 无锡惠开债/16 惠开债”于 2016 年 4 月发行，发行规模为 16.00 亿元，发行期限为 7 年，采用固定利率，按年付息，分期还本（存续期内第 3~7 年末每年还本 20%）。募集资金已按约定用途使用完毕。

“16 无锡惠开债/16 惠开债”募集资金中 12.80 亿元用于无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目和无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目，剩余资金用于补充营运资金。

表2　截至2017年底，“16无锡惠开债/16惠开债”募投项目资金使用情况 （单位：亿元、%）

项　目	计划总投资	已投资金额	拟使用募集资金规模	募集资金实际已投入项目金额	项目进展	开工时间	预计完工时间
无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目	16.94	14.40	8.00	8.00	85.00	2015.2	2018.7
无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目	10.03	8.53	4.80	4.80	85.00	2015.2	2018.7
合计	**26.97**	**22.93**	**12.80**	**12.80**	--	--	--

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领中国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；中国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采

购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，中国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，中国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，中国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅

提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业与区域经济

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在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。特别是随着《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。

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，建立以一般债券和土储专项债、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管理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。

资源来源：联合资信整理

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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司负责无锡惠山经济开发区内城市基础设施建设、管理、运营，其经营范围、投资方向及融资能力直接受区域经济影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

（1）无锡市概况

无锡市经济基础较好，地区生产总值在江苏省13个地级市中位列第三，仅次于苏州市和南京市。根据《2017年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2017年无锡市实现地区生产总值10511.80亿元，同比增长7.4%，三次产业结构调整为1.3：47.2：51.5。

2017年，无锡市完成固定资产投资4967.51亿元，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2089.73亿元，比上年增长5.7%；第三产业投资2867.52亿元，比上年增长4.1%。

2017年，无锡市一般公共预算收入为930.00亿元，比上年增长6.3%。

（2）惠山区及惠山经济开发区概况

根据《关于无锡市惠山区2017年国民经济及社会发展计划执行情况和2018年国民经济及社会发展计划安排（草案）的报告》，惠山区预计2017年完成地区生产总值823.9亿元，增长7.5%；全社会固定资产投资完成669亿元，增长1.9%；社会消费品零售总额预计完成195亿元，增长11.3%；一般公共预算收入完成85.5亿元，增长5%。

无锡惠山经济开发区（以下简称“惠山经开区”）始建于2001年7月，后经江苏省人民政府批准于2002年2月成为省级开发区，规划核定面积5.96平方公里。

根据惠山经开区管委会财政局提供的资料，惠山经开区2017年完成一般预算收入38.35亿元，同比增长0.68%，其中税收收入占94.78%，一般预算收入质量较好；国有土地使用权出让收入为3.46亿元，较上年下降64.94%，土地使用权出让收入受市场环境和国家政策影响较大。2017年，惠山经开区地方可控财力为41.81亿元，其中一般预算收入占91.72%，财政收入构成较好。

从地方债务看，2017年底，惠山经开区地方债务余额为19.94亿元，全部为政府直接债务，2017年底，惠山经开区债务率为47.69%，同比下降22.22%，债务负担有所减轻。

总体看，跟踪期内，无锡市及惠山区经济总量稳步增长，为公司未来发展提供了有利的外部环境；惠山经开区一般预算收入保持稳定，债务负担有所减轻，有利于公司持续发展。

六、基础素质分析

公司作为惠山经开区基础设施建设主体，

业务范围涵盖惠山经开区范围内的城市基础设施建设、管理、运营。与公司具有相似职能的城建类公司是无锡惠山经济开发区开发建设总公司（以下简称“经开公司”）。经开公司由惠山区政府出资，2010年之前，经开公司主要负责惠山开发区内部分道路、管网、拆迁安置房等建设；2010年之后，惠山开发区内安置房建设、产业园区建设、商业设施建设逐步由公司负责建设及运营，经开公司主要完成原来存量安置房项目及道路基础设施项目。

2017 年，公司继续获得惠山经开区管委会的补助款项 2.56 亿元，主要系对公司基础设施建设项目的补助，公司计入“其他收益”科目。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10320206011335701），截至 2018 年 5 月 15 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，跟踪期内，公司信用记录良好。

七、管理分析

2017 年 1 月，公司原董事、副总经理李卫刚因个人原因离职。2017 年 4 月，公司股东委派朱昱林先生为新任董事，并由总经理聘任其为公司副总经理。

公司董事兼副总经理朱昱林，1991 年出生，本科学历，2013 年 7 月参加工作，历任惠山经开区管委会财政局科员、副科长，公司财务部经理，现任公司董事、副总经理。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入5.80亿元，同比增长1.88%。跟踪期内，工程回购收入依然是公司的主要收入来源，其收入占公司营业收入的比重有所下降，但仍然保持较高水平，由2016年的96.47%下降至2017年的89.47%。公司主营业务结构较为单一，且业务集中在惠山经开区内，未来公司业务规模相对受限。受公司各业务毛利率共同上升影响，跟踪期内，公司毛利率明显提升，为20.28%。

表 4　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程回购	54942.30	96.47	12.49	51911.36	89.47	16.67
场地、设备及其他资产出租	2012.84	3.53	9.40	6112.17	10.53	50.94
其他	0.24	--	100.00	0.67	--	100.00
合计	**56955.38**	**100.00**	**12.39**	**58024.20**	**100.00**	**20.28**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

工程回购业务

公司作为惠山经开区城市基础设施建设运营的重要主体，根据政府规划，近年来主要承担市政工程项目建设及安置房建设的任务。公司工程回购业务主要采用代建回购模式，由公司或下属子公司与惠山经开区管委会分项目签订《委托建设和回购协议》，协议约定市政建设或安置房等项目完工以后，惠山经开区管委会按照协定价格进行回购，项目加成比例约为 20%，支付方式为银行存款或其他资产抵偿，采用分期付款方式，在协议生效后五年内缴清回购款；公司应在协议签订生效后三十天内协助惠山经开区管委会办理资产移交手续，同时提供合法资产凭证。

2017 年，公司工程回购业务实现收入 5.19 亿元，同比下降 5.52%，主要系公司项目竣工决算量下降所致。工程回购业务收入来源于长安街道卫生服务中心及省锡中小学部项目，2017 年产生的工程回购收入已收到回款 1.60 亿元。

表 5　2017 年公司产生收入的代建回购项目明细（单位：万元、%）

项目	回购金额	成本	加成比例
长安街道卫生服务中心	28987.88	24156.57	20.00
省锡中小学部	22923.47	19102.89	20.00

资料来源：公司提供

场地、设备及其他资产出租

公司租赁资产涵盖公司购买或自建的房屋、设备等。跟踪期内，由于子公司无锡惠开投资管理有限公司确认以前年度办公楼租金收入，2017 年公司该业务收入大幅增长 203.66%至 0.61 亿元，毛利率明显提高，为 50.94%。

在建及拟建项目

公司在建工程包括代建项目以及募投项目，其中代建项目总投资 34.70 亿元，截至 2017 年底已投资 16.54 亿元，未来仍需资本支出 18.16 亿元；募投项目总投资 26.97 亿元，截至 2017 年底，公司已完成投资 22.93 亿元，未来仍需资本支出 4.04 亿元。公司在建项目总投资规模较大，未来仍需较大规模的投资支出，公司存在一定的对外融资压力。

表6　截至2017年底公司主要在建项目（单位：万元）

序号	投资项目	项目类型	项目内容	总投资	截至 2017 年底已投资	预计完工时间
1	上汽配套区二期	代建	办公配套	2.60	0.52	2018 年
2	上汽配套区三期	代建	园区配套类设施建设	1.40	0.39	--
3	公寓楼	代建	生活用房	1.80	0.06	--
4	长乐苑三期	代建	安置房	2.70	2.49	--
5	长乐苑五期	代建	安置房	5.80	5.45	--
6	长乐苑六期	代建	安置房	4.59	2.24	2018 年
7	堰新家园三期	代建	安置房	7.17	0.05	2019 年
8	堰新家园六期	代建	安置房	3.00	0.21	2019 年
9	惠韵家园一期	代建	安置房	3.00	5.06	2018 年
10	惠韵家园二期	代建	安置房	2.64	0.07	2019 年
11	无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目	自建	标准厂房工程	16.94	14.40	2018 年
12	无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目	自建	标准厂房工程	10.03	8.53	2018 年
合计		--	--	**61.67**	**39.47**	--

资料来源：公司提供

注：1. 上期配套区三期、公寓楼、长乐苑三期及五期项目已完工，因政府尚未回购，仍在“存货”科目；2. 公司部分项目已完工，但尚未完成全部工程款的支付；3. 公司募投项目投资主要反映在“在建工程”、“存货”等科目。

目前公司拟建项目主要有中医院2期、小学2期、堰新家园三期剩余7幢等项目，均采用代建回购模式，计划总投资金额为12.80亿元。

表7　公司未来拟建项目（单位：亿元）

投资项目	项目类型	项目内容	总投资额	预计开工时间
中医院 2 期	代建	建设住院楼一幢，用地面积 3661.49 平方米	1.50	2018 年
小学 2 期	代建	占地面积 58534 平方米（约 87.8 亩）	2.80	2018 年
堰新家园三期剩余 7 幢	代建	建筑面积 20 万平米，7 幢安置房，1 幢配套用房	7.00	2018 年
第三小学	代建	占地面积约 45 亩	1.50	2019 年
合计	--	--	**12.80**	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司作为惠山经开区基础设施建设主体，在惠山经开区内具有明显的垄断优势。未来公司将继续巩固和夯实主营业务，为惠山开发区基础设施及园区建设提供保障。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（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的审计结论。

2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 6 家，较 2016 年底无变动，公司财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 191.79 亿元，所有者权益 53.61 亿元；2017 年，公司实现营业收入 5.80 亿元，利润总额 0.92 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 191.79 亿元，同比下降 4.14%，主要系货币资金大幅下降所致，其中流动资产占 88.23%，公司资产以流动资产为主。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**182.23**	**91.08**	**169.21**	**88.23**
货币资金	48.31	24.15	27.90	14.55
应收账款	16.66	8.33	17.70	9.23
其他应收款	60.73	30.35	62.75	32.72
存货	55.27	27.62	60.00	31.28
非流动资产	**17.84**	**8.92**	**22.58**	**11.77**
固定资产	8.62	4.31	8.42	4.39
在建工程	6.29	3.14	7.95	4.14
资产合计	**200.07**	**100.00**	**191.79**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017 年底，公司流动资产 169.21 亿元，同比下降 7.14%。流动资产中，货币资金 27.90 亿元，同比下降 42.25%，系偿还应付票据所致，其中银行存款占 79.23%，受限货币资金为 7.79 亿元，全部为银行承兑汇票保证金和已质押的定期存款；应收账款 17.70 亿元，同比增长 6.24%，其中应收惠山经开区管委会款项占比接近 100.00%，集中度很高；其他应收款 62.75 亿元，同比增长 3.32%，前五名欠款单位合计占 92.03%，集中度高，大部分欠款账龄在 1 年以内，账龄较短，其他应收款多为与惠开区事业单位或国有企业的往来款，回款风险较低，但对公司资金占用明显；存货 60.00 亿元，同比增长 8.56%，主要系公司安置房项目持续投入所致，其中开发成本（主要为安置房建设项目）占 75.46%、开发产品（主要为土地）占 24.54%。

2017 年底，公司非流动资产 22.58 亿元，同比增长 26.52%，主要系持有至到期投资、在建工程和无形资产增加所致。非流动资产中，固定资产 8.42 亿元，同比下降 2.32%，其中房屋建筑物占 94.22%，其他为机器设备、运输设备、电子设备和其他设备，其中账面价值 6.39 亿元的房屋建筑物已抵押；在建工程 7.95 亿元，同比增长 26.33%，主要系公司加大对上汽配套区等项目投资所致，主要包括生命科技园启动区二期和生命园 D 区一期、二期项目等；持有至到期投资 2.04 亿元，同比增加 1.84 亿元，主要系新增对苏民无锡智能制造产业投资发展合伙企业（有限合伙）、无锡金投惠村投资企业（有限合伙）等合伙企业的股权投资，因合伙协议明确了合伙期限，故将其作为持有至到期投资核算。

2017 年底，公司受限资产账面价值总额为 16.36 亿元，占净资产的 30.51%。其中受限货币资金 7.79 亿元，固定资产、无形资产中受限资产分别为 6.39 亿元和 2.18 亿元。

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，存货中开发成本占比较高，应收类款项对公司资金占用明显，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 53.61 亿元，同比增长 1.50%，较上年底变化不大；主要由实收资本（占 37.30%）、资本公积（占 51.68%）和未分配利润（占 10.65%）构成。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益保持

稳定，以实收资本和资本公积为主，权益结构整体稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 138.18 亿元，同比下降 6.16%，主要系应付票据和长期应付款减少所致，其中流动负债占 30.55%，非流动负债占 69.45%。

2017 年底，公司流动负债 42.22 亿元，同比下降 9.84%，主要系应付票据减少所致，以应付票据（占 15.14%）、应付账款（占 20.23%）和一年内到期的非流动负债（占 51.96%）为主。其中，应付票据 6.39 亿元，全部为银行承兑汇票，由于跟踪期内偿付部分银行承兑汇票，大幅下降 71.03%；应付账款 8.54 亿元，同比下降 2.69%，主要为公司应付的工程款，应付账款前五名合计占 61.78%，集中度较高；一年内到期的非流动负债 21.94 亿元，同比增长 161.21%，主要为公司即将到期的保证借款（占 45.29%）、质押借款（占 13.68%）、组合担保借款（占 18.24%）和长期应付款（占 22.79%）。

2017 年底，公司非流动负债 95.96 亿元，同比下降 4.45%，主要系长期应付款减少所致，以长期借款（占 59.71%）、应付债券（32.13%）和长期应付款（占 7.30%）为主。其中，长期借款 57.29 亿元，同比变动不大，包括保证借款（占 38.32%）和组合担保借款（占 61.68%）；应付债券 30.83 亿元，同比变动不大，主要为公司 2016 年发行的“16 锡惠开”和“16 无锡惠开债/16 惠开债”面值经利息调整后的金额；长期应付款 7.00 亿元，同比下降 41.62%，主要系理财直融借款因即将到期调整至一年内到期的非流动负债所致，长期应付款主要为公司对中银资产管理有限公司的借款，已纳入长期债务核算。

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 125.46 亿元，同比下降 4.79%，其中短期债务 30.33 亿元，占 24.18%；长期债务 95.13 亿元，占 75.82%，公司债务以长期债务为主。从债务指标看，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 72.05%、70.06%和 63.95%，较上年底分别下降 1.55 个、1.32 个和 1.44 个百分点。

表 9　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元）

科目	2016 年	2017 年
短期债务	31.97	30.33
长期债务	99.80	95.13
全部债务	131.77	125.46
资产负债率	73.60	72.05
全部债务资本化比率	71.38	70.06
长期债务资本化比率	65.39	63.95

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从 2017 年底存量债务看，2019 年公司需偿付的有息债务规模较大，为 33.33 亿元，2019 年公司集中偿付规模大。

跟踪期内，公司负债依然以非流动负债为主，受应付票据减少影响，公司债务规模有所下降，但债务负担仍很重；随着惠山经开区建设持续推进，公司外部融资需求仍较大。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 5.80 亿元，同比增长 1.88%；营业成本 4.63 亿元，同比下降 7.30%。受此影响，跟踪期内公司营业利润率快速上升 7.20 个百分点至 11.55%。

表 10　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	5.70	5.80
营业外收入	2.81	--
其他收益	--	2.56
利润总额	1.01	0.92
营业利润率	4.35	11.55
总资本收益率	3.53	4.60
净资产收益率	1.51	1.48

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017 年为 2.30 亿元，占营业收入的比例为 39.57%，较上年上升了 4.44 个百分点，主要系财务费用快速增长所致。整体看，公司期间费用控制能力较弱。

2017 年，公司获得政府补助 2.56 亿元，计入“其他收益”科目。

受财务费用增加与政府补助减少共同影响，2017 年公司利润总额下降 8.51%至 0.92 亿元。

从主要盈利指标看，受净利润和债务规模均下降影响，2017 年公司总资本收益率有所提高，净资产收益率略有下降，分别为 4.60%和 1.48%。

跟踪期内，公司营业收入稳步增长，营业利润率明显提高，期间费用控制能力仍然较弱，公司整体盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖性强。

5. 现金流分析

从经营活动看，受政府回款增加影响，公司经营性净现金流快速增长，2017 年为 4.10 亿元。其中，收到其他与经营活动有关的现金 16.08 亿元，主要包括往来款 10.26 亿元、政府补助 2.56 亿元。2017 年，公司现金收入比为 81.36%，收入实现质量有所提高。

表 11　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	20.06	20.81
经营活动现金流出	17.97	16.71
经营活动净现金流	2.09	4.10
投资活动净现金流	-3.75	-4.27
筹资活动净现金流	15.21	-2.36
现金收入比	58.63	81.36

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，公司投资活动现金流入规模小，因此投资活动持续表现为净流出，2017 年投资性净现金流为-4.27 亿元。其中，投资支付的现金 2.34 亿元，主要系公司新增对无锡市联合中小企业担保股份有限公司、苏民无锡智能制造产业投资发展合伙企业（有限合伙）等企业的股权投资。

从筹资活动看，由于公司偿还理财直融产品借款以及其他债务本息，公司筹资活动表现为净流出，2017 年为-2.36 亿元。其中，收到其他与筹资活动有关的现金 2.20 亿元，主要包括收回贷款保证金和收回质押借款存单。

总体看，跟踪期内，受政府回款增多和往来款规模较大影响，公司经营活动持续呈现净流入状态，现金收入实现质量有所提高，但仍处于一般水平，未来公司工程回购业务投资支出规模较大，存在较大对外融资压力。

6. 偿债能力分析

从短期偿债能力看，受存货增加及货币资金减少影响，公司流动比率上升，速动比率下降，2017 年底分别为 400.79%和 258.68%。受经营性净现金流增加及流动负债下降影响，跟踪期内，公司经营现金流动负债比上升至 9.70%，对流动负债保障能力提升有提升但仍然较弱。2017 年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产 20.29 亿元，相当于短期债务的 0.67 倍，公司存在短期偿付压力。

从长期偿债能力看，2017 年公司 EBITDA 为 5.36 亿元，全部债务/EBITDA 为 23.39 倍，较上年有所下降，公司长期偿债能力有所提升但仍然较弱。考虑到惠山经开区管委会给予公司的综合支持，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 26.82 亿元，同比上升 49.83%，担保比率 50.03%。除无锡惠山经济开发区开发建设总公司及无锡新惠供水有限公司、无锡惠山开发建设有限公司外，公司其他对外担保对象均受惠山经开区国资办实际控制，但公司对外担保规模较大且上涨较快、均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表 12　2017 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	担保余额	担保到期时间
无锡惠山经济开发区开发建设总公司	3.93	2019-6-30
无锡惠山软件产业发展有限公司	3.40	2021-6-28
无锡惠山新城资产管理有限公司	3.00	2020-1-6
无锡慧谷数字信息产业发展有限公司	3.40	2020-7-31
无锡新惠供水有限公司	4.70	2020-1-6
无锡长安古庄生态农业发展有限公司	1.70	2018-11-29
无锡惠山开发建设有限公司	6.69	2026-12-28
合计	**26.82**	--

资料来源：公司提供

注：1、无锡惠山经济开发区开发建设总公司为事业单位，举办单位为无锡市惠山区人民政府。2、无锡新惠供水有限公司和无锡惠山开发建设有限公司均为无锡惠山经济开发区开发建设总公司子公司。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信额度 81.76 亿元，已使用 76.06 亿元，未使用 5.70 亿元，融资渠道亟待拓宽。

十、存续债券偿还能力分析

2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 5.36 亿元、20.81 亿元和 4.10 亿元，分别为“16 无锡惠开债/16 惠开债”债券余额（16 亿元）的 0.34 倍、1.30 倍和 0.26 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对“16 无锡惠开债/16 惠开债”的保障能力尚可。

“16 无锡惠开债/16 惠开债”设置本金分期偿还条款，在存续期内后 5 年分期等额偿还本金：即在第 3~7 年每年偿还“16 无锡惠开债/16 惠开债”发行总额的 20%（3.20 亿元/年）。2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为“16 无锡惠开债/16 惠开债”分期偿还本金的 1.68 倍、6.50 倍和 1.28 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对分期偿还本金的保障程度较好。

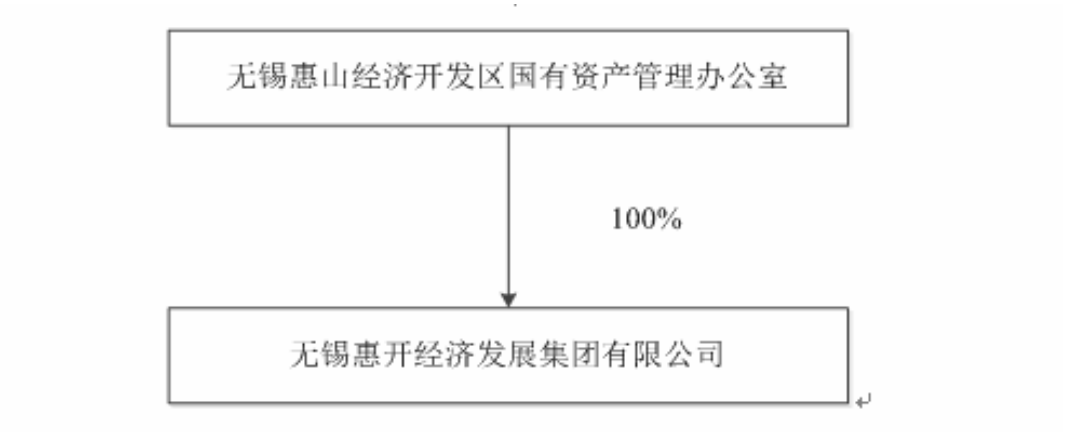
“16 无锡惠开债/16 惠开债”募投项目的收入来源主要是标准厂房的出租、销售收入和商铺的销售收入，预计总销售收入为 33.87 亿元，为项目总投资 26.97 亿元的 1.26 倍，是“16 无锡惠开债/16 惠开债”待偿本息（根据实际发行利率 4.16%测算）的 1.88 倍，能够覆盖“16 无锡惠开债/16 惠开债”剩余本金及利息总额，但募投项目尚处于建设期，未产生收益，收入实现受项目建设及租售进度等因素影响大。

“16 无锡惠开债/16 惠开债”由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其对“16 无锡惠开债/16 惠开债”的担保显著提升了“16 无锡惠开债/16 惠开债”的安全性，其到期不能偿付的风险极低。

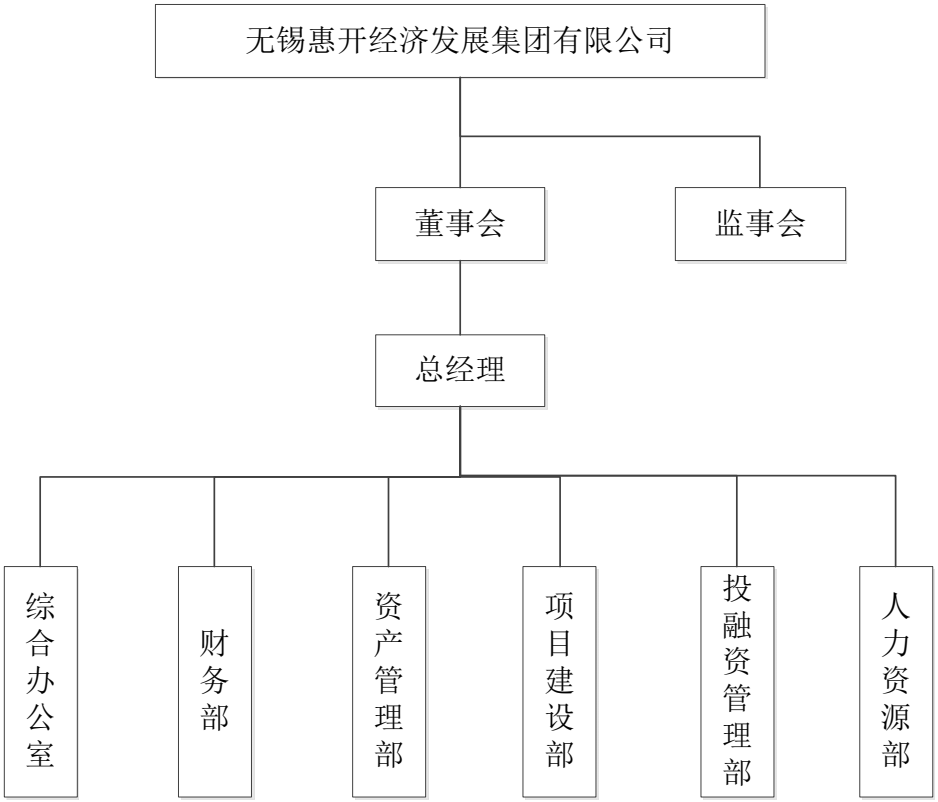
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“16 无锡惠开债/16 惠开债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司组织结构图



附件 2　截至 2017 年底纳入公司合并范围子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）
无锡恒电新能源科技发展有限公司	风电工业园区的招商引资、经营管理及配套服务，公共设施管理，基础设施建设	20220.00	100.00
无锡惠山新城生命科技产业发展有限公司	生命科技园区的招商引资、经营管理及配套服务、公共设施管理、基础设施建设；	15000.00	100.00
无锡惠山新型社区发展有限公司	社区建设，市政基础设施建设	43000.00	100.00
无锡惠开投资管理有限公司	利用自有资金对外投资，自有房屋的租赁和资产管理，物业管理	30000.00	100.00
无锡惠开生态环境发展有限公司	环境治理；园林绿化服务	15000.00	100.00
无锡惠开石墨烯技术及应用研发中心有限公司	石墨烯材料及其技术应用的研发、技术转让、技术咨询、技术服务，对石墨烯项目的孵化、培育	5000.00	100.00

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	46.26	48.46	28.08
资产总额(亿元)	150.42	200.07	191.79
所有者权益(亿元)	52.03	52.82	53.61
短期债务(亿元)	42.52	31.97	30.33
长期债务（亿元）	37.28	99.80	95.13
全部债务（亿元）	79.80	131.77	125.46
营业收入(亿元)	6.35	5.70	5.80
利润总额(亿元)	0.85	1.01	0.92
EBITDA(亿元)	3.06	4.82	5.36
经营性净现金流(亿元)	1.91	2.09	4.10
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.49	0.37	0.33
存货周转次数(次)	0.11	0.09	0.08
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03
现金收入比(%)	71.40	58.63	81.36
营业利润率(%)	11.10	4.35	11.55
总资本收益率(%)	2.24	3.53	4.60
净资产收益率(%)	1.37	1.51	1.48
长期债务资本化比率(%)	41.74	65.39	63.95
全部债务资本化比率(%)	60.54	71.38	70.06
资产负债率(%)	65.41	73.60	72.05
流动比率(%)	224.29	389.13	400.79
速动比率(%)	141.91	271.11	258.68
经营现金流动负债比(%)	3.14	4.46	9.70
全部债务/EBITDA(倍)	26.10	27.33	23.39
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	0.84	0.72

注：将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算。

附件 4　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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　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。