信用等级公告

联合〔2020〕1764 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/PR 惠开债”的信用等级为 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

无锡惠开经济发展集团有限公司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
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
16无锡惠开债/PR惠开债	AAA	稳定	AAA	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无锡惠开债/PR惠开债	16.00亿元	9.60亿元	2023/04/08

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

跟踪评级时间：2020年06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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评价结果	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	C	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	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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

评级观点：

无锡惠开经济发展集团有限公司(以下简称“公司”)是江苏省无锡惠山经济开发区的基础设施建设主体，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，公司继续得到惠山经济开发区管委会在资金注入和政府补贴等方面的支持；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司有息债务，整体债务负担重、短期偿付压力大、未来投资压力明显等因素对其信用水平带来的不利影响。

“16无锡惠开债/PR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，评级展望为稳定，其担保显著提升了“16无锡惠开债/PR惠开债”偿付的安全性。同时，“16无锡惠开债/PR惠开债”的分期偿还条款可有效降低公司的集中偿付压力。

未来随着惠山经济开发区建设的持续推进，公司资产和收入规模有望扩大。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16无锡惠开债/PR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，财政实力持续增强，公司发展的外部环境良好。2019年，惠山经开区实现地区生产总值482.07亿元，同比增长6.8%；一般预算收入完成47.58亿元，同比增长8.8%
2. 跟踪期内，公司继续得到股东和惠山经济开发区管委会在资金注入和财政补贴等方面的支持。

分析师：谢 晨 汪星辰

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

3. 中合担保为“16 无锡惠开债/PR 惠开债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保可有效提升债券的偿付安全性。

关注

1. 公司主营业务较为单一，利润总额对政府补贴依赖大。
2. 公司在建及拟建项目投资规模较大，未来存在一定的融资压力。
3. 公司短期债务快速增长且规模较大，短期偿付压力较大，整体债务负担较重。
4. 公司对外担保规模大，存在或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	28.08	25.33	46.64
资产总额(亿元)	191.79	197.10	237.63
所有者权益(亿元)	53.61	64.45	66.15
短期债务(亿元)	30.33	48.99	63.15
长期债务(亿元)	95.13	74.18	96.34
全部债务(亿元)	125.46	123.17	159.49
营业收入(亿元)	5.80	6.25	8.35
利润总额(亿元)	0.92	1.00	1.16
EBITDA(亿元)	5.36	5.34	5.59
经营性净现金流(亿元)	4.10	2.24	8.10
现金收入比(%)	81.36	101.01	172.77
营业利润率(%)	11.55	12.28	10.91
净资产收益率(%)	1.48	1.29	1.54
资产负债率(%)	72.05	67.30	72.16
全部债务资本化比率(%)	70.06	65.65	70.68
流动比率(%)	400.79	295.38	262.44
速动比率(%)	258.68	183.00	171.87
经营现金流动负债比(%)	9.70	3.90	10.92
全部债务/EBITDA(倍)	23.39	23.08	28.52
EBITDA 利息倍数(倍)	0.72	0.81	0.68
现金短期债务比(倍)	0.93	0.52	0.74
公司本部			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	91.04	93.44	114.06
所有者权益(亿元)	32.76	41.98	40.73
全部债务(亿元)	53.59	48.34	65.09
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	-1.64	-0.78	-1.26
资产负债率(%)	64.01	55.07	64.29
全部债务资本化比率(%)	62.06	53.52	61.51
流动比率(%)	441.49	235.86	321.81
经营现金流动负债比(%)	-1.87	9.70	-9.03

注：公司长期应付款中有息部分已调至长期债务核算

评级历史：

债项名称	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
16 无锡惠开债/PR 惠开债	AAA	AA	稳定	2019/06/19	孙宏辰、汪星辰	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
16 无锡惠开债/PR 惠开债	AAA	AA	稳定	2015/12/21	叶青、崔俊凯	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均无版本编号

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，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
2020 年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于无锡惠开经济发展集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

2019 年，公司原股东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”）将其持有的公司股权无偿划转至无锡惠山高科有限公司（以下简称“惠山高科”，由惠山经开区国资办全资控股），并于 2020 年 2 月增加公司注册资本 20.00 亿元。截至跟踪评级报告出具日，公司注册资本 50.00 亿元，已全部实缴到位；惠山高科是公司的唯一股东，惠山经开区国资办是公司的实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位、部门设置以及经营范围未发生改变。截至 2019 年底，公司合并报表范围内子公司共 9 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 237.63 亿元，所有者权益 66.15 亿元；2019 年，公司实现营业收入 8.35 亿元，利润总额 1.16 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司由联合资信所评的存续债券为“16 无锡惠开债/PR 惠开债”，债券余额 9.60 亿元。“16 无锡惠开债/PR 惠开债”于 2016 年 4 月发行，发行规模为 16.00 亿元，期限为 7 年；按年付息，分期还本（存续期内第 3~7 年末每年还本 20%）。跟踪期内，公司已按期偿还债券当期利息和应付本金。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
16 无锡惠开债/PR 惠开债	9.60	2016/04/08	7	4.16

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“16 无锡惠开债/PR 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，3.20 亿元用于补充营运资金。截至 2019 年底，募集资金已按约定用途使用完毕；本期跟踪评级债券募投项目总投资 26.97 亿元，已完成投资 20.87 亿元，剩余部分工程尾款尚未支付，募投项目已基本建设完毕。

表2　截至2019年底“16无锡惠开债/PR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	开工时间
无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目	16.94	9.04	8.00	8.00	2015/02
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	11.84	4.80	4.80	2015/02
合计	**26.97**	**20.87**	**12.80**	**12.80**	--

注：1.根据公司提供资料，本次跟踪评级报告募投项目相关数据和过往跟踪评级报告存在差别，募集资金已使用完毕；2. 无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目已投资金额超过计划总投资金额主要系入驻企业对工程规划进行调整，且相关成本增长所致
资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支

缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规

模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金

融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域环境分析

1. 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 4　2019 年以来与城投债券相关的主要政策

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。

2. 区域经济环境

跟踪期内，惠山区经济稳步发展；惠山经开区一般预算收入稳定提高，债务负担有所减轻。公司发展的外部环境良好。

（1）惠山区概况

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，地理位置良好。惠山区面积327.81平方公里，下辖1个省级经济开发区、5个街道和2个镇。2019年，惠山区先后被评选为全国绿色发展百强区、全国科技创新百强区和全国投资潜力百强，并位列全国综合实力百强区第21名。

根据《2019年惠山区国民经济和社会发展统计公报》，2019年惠山区完成地区生产总值937.07亿元，按可比价计算，同比增长6.8%。其中，全区实现第一产业增加值16.34亿元，第二产业增加值517.82亿元，第三产业增加值402.91亿元，三次产业比例调整为1.7:55.3:43.0，第三产业增加值占GDP的比重与上年持平。

2019年，惠山区全社会固定资产投资同比增长6.7%。从投资结构来看，工业投资同比增长11.5%，高于固定资产投资增幅4.8个百分点；服务业投资同比增长3.4%，其中房地产开发投

资同比增长1.1%。同期，惠山区全年完成规模以上工业总产值1685.92亿元，同比增长11.7%。分轻重工业看，轻工业实现工业总产值227.47亿元；重工业实现工业总产值1458.45亿元。

2019年，惠山区一般公共预算收入完成95.57亿元，同比增长3.5%；一般公共预算支出84.57亿元，同比增长1.1%。其中，教育支出18.21亿元，同比增长7.7%；社会保障和就业支出8.20亿元，同比增长14.8%；医疗卫生支出5.96亿元，同比增长14.0%。

（2）惠山经济开发区概况

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，2002年2月经江苏省人民政府批准升级为省级开发区，总体规划面积76平方公里。主导产业包含汽车及汽车零部件产业、新能源、服务外包、生命科技产业及其他产业，并与之配套建立了软件外包园、数字信息产业园、生命科技产业园、风电科技产业园、先进制造业基地和现代服务业基地等特色产业园区。

根据公司提供的资料，2019年惠山经开区实现地区生产总值482.07亿元，同比增长6.8%；固定投资完成265亿元，同比增长1.3%；工业生产总值1109亿元，同比增长14.6%。同期，惠山经开区完成一般预算收入47.58亿元，同比增长8.8%，其中税收收入占94.57%，一般预算收入质量较好；国有土地使用权出让收入为19.58亿元，较上年减少1.61亿元，土地使用权出让收入受市场环境和国家政策影响较大。截至2019年底，惠山经开区地方政府债务余额为17.85亿元，较2018年底小幅下降。

六、基础素质分析

公司是惠山经开区的基础设施建设主体。跟踪期内，公司在资金注入和政府补贴方面得到了股东和惠山经济开发区管委会的支持。

公司是惠山经开区的基础设施建设主体，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。惠山经开区内另外一家基建主体是无锡惠山开发建设有限公司（以下简称“开发公司”），该公司股东为惠山高科，实际控制人为惠山经开区国资办。目前，开发公司受无锡惠山工业转型集聚区产业发展公司的委托，负责惠山经开区内部分的基础设施建设工作，与公司业务存在一定重合。

跟踪期内，公司在资金注入和政府补贴方面得到了股东和惠山经济开发区管委会的支持。2020 年 2 月，公司注册资本由惠山高科出资增至 50.00 亿元，已全部实缴到位。2019 年，公司获得惠山经开区政府补助 2.42 亿元，主要系对公司基础设施建设项目、安置小区维护和园区运营的补助，公司计入“其他收益”科目。同期，公司获得 0.68 亿元基金补贴，计入“资本公积”。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91320206692141428E），截至 2020 年 5 月 22 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，因股东变化和注册资本增加，公司修改了《公司章程》。

跟踪期内，公司的法人治理结构、管理架构和管理制度等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入同比有所增长。主要来自新增的安置房销售收入；同期，工程回购业务未实现收入。

2019年，公司实现营业收入8.35亿元，同比增长33.76%，主要系新增安置房销售业务所致；同期，公司工程回购业务当年未实现收入。2019年，公司新增安置房销售收入7.35亿元，占营业收入的比重为87.94%，是公司营业收入的主要来源。同期，公司实现租赁收入1.01亿元，同比增长43.70%，主要系公司所建设的标

准厂房出租率增长所致。

2019年，公司综合毛利率为14.61%，同比下降3.44个百分点。其中，工程回购业务未确认收入；新增的安置房销售业务毛利率9.17%；公司租赁业务毛利率54.30%，同比增长6.14个百分点。

表 5　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程回购	55436.38	88.76	14.22	--	--	--
安置房销售	--	--	--	73467.06	87.94	9.17
场地、设备及其他资产出租	7004.74	11.22	48.16	10065.83	12.05	54.30
其他	11.98	0.02	100.00	6.23	0.01	100.00
合计	**62453.09**	**100.00**	**18.05**	**83539.11**	**100.00**	**14.61**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设业务

跟踪期内，公司工程回购未实现收入，新增安置房销售收入。2019 年，公司安置房销售收入回款质量一般。公司在建及拟建项目待投资规模较大，未来存在一定融资压力。

工程回购

公司作为惠山经开区城市基础设施建设主体，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济开发区管委会签订《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，由惠山经济开发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付清回购款；公司应在协议签订生效后三十天内协助惠山经济开发区管委会办理资产移交手续，同时提供合法资产凭证。

2019 年，公司未实现工程回购收入。

安置房销售

2019 年，公司新增安置房销售业务，公司与无锡惠山工业转型集聚区产业发展有限公司（无锡市惠山区国有资产管理办公室控股企业）签订《安置房销售协议》，安置房销售价格根据安置房开发成本附加一定利润确定。

2019 年，公司实现安置房销售收入 7.35 亿元，收入全部来自长乐苑五期、六期安置房项目。2019 年，公司收到当年所产生的安置房销售业务回款 2.04 亿元。

截至 2019 年底，公司主要在建的基础设施建设项目总投资 40.35 亿元，已投资 29.45 亿元，未来仍需投资 10.90 亿元。公司在建项目总投资规模较大，未来仍需一定规模的投资支出。公司存在一定的对外融资压力。

表6　截至2019年底公司主要基础设施在建项目情况（单位：亿元）

投资项目	项目内容	总投资	已投资
惠韵家园	安置房	7.88	6.37
惠韵家园一期	安置房	8.72	5.52
长乐苑三期	安置房	2.70	3.08
长乐苑四期	安置房	1.45	0.65
长乐苑六期	安置房	4.59	4.36
堰新家园六期	安置房	3.02	1.31
堰新家园三期	安置房	7.17	5.61
省锡中第二小学	学校	2.41	0.31
风能路	道路	0.73	0.79

风奇路延伸段	道路	0.23	0.25
张村项目道路	道路	1.45	1.20
合计	**--**	**40.35**	**29.45**

注：部分项目已投资金额高于总投资金额，主要系项目启动时间较早，随着项目推进投资金额不断增加所致
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司拟建项目主要为省锡中第三小学、2020水利工程，均采用代建回购模式，计划总投资金额为2.71亿元。

表7 公司拟建项目情况

（单位：亿元）

投资项目	项目类型	总投资额
省锡中第三小学	代建	2.64
2020 水利工程	代建	0.07
合计	--	**2.71**

资料来源：公司提供

（2）场地、设备及其他资产出租业务

跟踪期内，公司对外租赁场地出租率有所提升，带动收入增长。

公司租赁资产包括公司购买或自建的房屋、设备等。跟踪期内，公司募投项目中部分已完工的标准厂房已开始对外出租。2019 年公司租赁业务实现收入 1.01 亿元，同比增长 43.70%，主要系对外出租率增长所致，毛利率为 54.30%。

截至 2019 年底，公司租赁业务在建项目主要为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，投资规模分别为 16.94 亿元和 10.03 亿元，已投资规模分别为 9.04 亿元和 11.84 亿元，无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目已投资金额超过预计总投资金额主要系入驻企业对工程规划进行调整，且相关成本增长所致。根据公司反馈，募投项目已基本建设完毕，根据子项目分类分别计入“存货”“在建工程”和“固定资产”科目，剩余部分工程尾款尚未支付，已完工的标准厂房已开始对外出租。同期，公司租赁板块无其他在建及拟建项目。

3. 未来发展

未来，公司将通过自我发展、自主经营，不断扩大企业规模和效益，积极推广基础设施建设项目的市场化运营，逐步成为有核心竞争力的跨行业的综合开发经营产业集团。公司将主要通过不断承接市政基础设施项目，发挥自身资金实力；不断扩大自身的经营规模，通过优惠政策，有计划的选择一些市场前景好、投资回报率高的产业项目，进行投资参股；采取创新投融资模式形成多元化投资主体结构，以市场为导向，积极探索和创新投融资模式，通过资产整合以及价格机制的形成，充分发挥国有资本的带动力。此外，公司将在国有资本控股的前提下，多渠道引进投资者，建立多元化的城市基础设施项目投资主体结构。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 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。

截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 9 家，较 2018 年底新增 1 家子公司，新增子公司规模较小，对公司财务数据的可比性影响小。

截至 2019 年底，公司资产总额 237.63 亿元，所有者权益 66.15 亿元；2019 年，公司实现营业收入 8.35 亿元，利润总额 1.16 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产构成以流动资产为主，其中存货和其他应收款占比较高，应收类款项对公司资金占用明显，

受限资产规模不大。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 237.63 亿元，较 2018 年底增长 20.56%。其中，流动资产占 81.94%，非流动资产占 18.06%，公司资产结构以流动资产为主。

表 9　公司主要资产构成情况

（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	25.32	12.85	44.01	18.52
应收账款	18.07	9.17	10.11	4.26
其他应收款	60.93	30.91	69.72	29.34
存货	64.45	32.70	67.20	28.28
流动资产	**169.41**	**85.95**	**194.72**	**81.94**
可供出售金融资产	1.16	0.59	5.61	2.36
持有至到期投资	4.82	2.44	12.53	5.27
固定资产	9.84	4.99	9.78	4.11
在建工程	8.11	4.12	10.91	4.59
无形资产	3.12	1.58	3.48	1.46
非流动资产	**27.69**	**14.05**	**42.91**	**18.06**
资产规模	**197.10**	**100.00**	**237.63**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2019 年底，公司流动资产 194.72 亿元，较 2018 年底增长 14.94%，主要系货币资金大幅增长所致。从构成上看，主要由货币资金（占 22.60%）、应收账款（占 5.19%）、其他应收款（占 35.80%）和存货（占 34.51%）构成。

2019 年底，公司货币资金 44.01 亿元，较 2018 年底大幅增长 73.77%，主要系对外融资增长所致。从构成上看，公司货币资金主要由银行存款 (22.96 亿元) 和其他货币资金 (21.04 亿元) 构成。其中其他货币资金使用受限，由银行承兑汇票保证金（14.49 亿元）和已质押的定期存款（6.55 亿元）构成。

2019 年底，公司应收账款 10.11 亿元，较 2018 年底大幅下降 44.03%，主要系部分应收款项收回所致。从构成看来，公司应收账款主要由应收无锡惠山工业转型集聚区产业发展有限公司（5.97 亿元）和惠山经济开发区管委会 (4.14 亿元) 的款项构成，合计占比为 99.99%，账龄主要集中在 2 年以内（占 84.82%）。同期，公司应收账款采用账龄分析法计提坏账准备 0.48 万元。

2019 年底，公司其他应收款 69.72 亿元，较 2018 年底增长 14.42%，主要是应收惠山经开区内国有企业的往来款。其中，公司其他应收款期末余额前 5 名合计 59.92 亿元，占其他应收款比重为 85.94%，集中度很高，对资金占用明显，账龄主要集中在 2 年以内 (占 78.91%)。同期，公司其他应收款采用账龄分析法计提坏账准备 63.90 万元。

表 10　2019 年底公司其他应收款余额前 5 名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	性质	期末余额	占比
无锡惠山经济开发区开发建设总公司	往来款	20.62	29.57
无锡新惠供水有限公司	往来款	19.84	28.46
无锡惠山高科有限公司	往来款	11.04	15.84
无锡惠山水处理有限公司	往来款	4.90	7.03
无锡惠山软件产业发展有限公司	往来款	3.51	5.04
合计	--	**59.92**	**85.94**

数据来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司存货 67.20 亿元，较 2018 年底增长 4.26%，主要系项目投资增长所致。其中，以项目成本为主的开发成本 61.99 亿元，以安置房为主的开发产品 5.20 亿元。同期，公司存货未计提跌价准备。

2019 年底，公司非流动资产 42.91 亿元，较 2018 年底大幅增长 54.94%，主要系可供出售金融资产、持有至到期投资和在建工程增加所致。从构成看，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（13.06%）、持有至到期投资（29.19%）、固定资产（22.78%）、在建工程（25.43%）和无形资产（8.11%）构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产 5.61 亿元，较 2018 年底大幅增加 4.45 亿元，主要系新增对一村资本有限公司 1.00 亿元 (持股比例 3.00%) 和无锡艾迪花园酒店管理有限公司

的投资 3.30 亿元（持股比例 100.00%，但根据相关协议无实际控制权）所致。

表11　2019年底公司可供出售金融资产
（单位：亿元）

可供出售金融资产	账面价值
茵络（无锡）医疗器械有限公司	0.15
无锡金茂惠山医疗健康产业投资合伙企业（有限合伙）	0.66
无锡市联合中小企业担保股份有限公司	0.50
一村资本有限公司	1.00
无锡艾迪花园酒店管理有限公司	3.30
合计	**5.61**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司持有至到期投资 12.53 亿元，较 2018 年底大幅增加 7.71 亿元，主要系公司追加对无锡金投惠村投资企业（有限合伙）的投资 5.24 亿元所致。同期，公司持有到期投资尚未产生投资收益。

表12　2019年底公司持有到期投资情况
（单位：亿元）

持有到期投资	账面价值
无锡联惠投资中心（有限合伙）	2.40
无锡世纪天华创业投资合伙企业（有限合伙）	0.20
无锡金投惠村投资企业（有限合伙）	6.58
苏民无锡智能制造产业投资发展合伙企业（有限合伙）	0.50
无锡赛天智航投资管理中心（有限合伙）	0.30
苏州工业园区元禾重元贰号股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.80
无锡惠瑞投资企业（有限合伙）	0.30
无锡惠开正泽创业投资合伙企业（有限合伙）	0.29
无锡加盛巢生壹号创业投资合伙企业（有限合伙）	0.25
高峰医疗器械（无锡）有限公司	0.30
无锡惠开正泽创业投资合伙企业（有限合伙）	0.01
无锡惠恒产业投资发展合伙企业（有限合伙）	0.30
无锡金控文化投资企业（有限合伙）	0.30
合计	**12.53**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司固定资产账面价值 9.78 亿元，较 2018 年底下降 0.61%，主要系累计折旧增加所致。同期，公司固定资产账面原值 11.67 亿元，主要由房屋建筑物（10.81 亿元）构成。同期，公司固定资产累计折旧 1.89 亿元。

2019 年底，公司在建工程 10.91 亿元，较 2018 年底大幅增长 34.55%，主要系项目投入增长所致。从构成看，公司在建工程主要由基础设施和上汽配套区等项目构成，均为本次跟踪债项募投项目的子项目。同期，公司未对在建工程计提减值准备。

2019 年底，公司无形资产 3.48 亿元，较 2018 年底增长 11.49%，主要是新购置了土地使用权所致；期末土地使用权占公司无形资产的比重为 99.98%。

2019 年底，公司受限资产账面价值为 37.13 亿元，占总资产的 15.63%，由受限的货币资金、固定资产、在建工程和无形资产构成。

表 13　2019 年底公司受限资产情况
（单位：亿元、%）

科目	金额	比例	性质
货币资金	21.04	56.67	票据保证金及定期存款质押
固定资产	8.34	22.46	抵押借款
在建工程	5.05	13.60	抵押借款
无形资产	2.70	7.28	抵押借款
合计	**37.13**	**100.00**	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，资本实力有所增强；但债务规模大幅增长，整体债务负担重且短期债务偿付压力进一步加大。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 66.15 亿元，较 2018 年底增长 2.63%，系资本公积和未分配利润增长所致。从构成看，公司所有者权益主要由实收资本（占 45.35%）、资本公积（占 42.92%）和未分配利润（占 11.43%）构成。

2019 年底，公司实收资本 30.00 亿元，较 2018 年底未发生改变。2019 年 11 月，公司原股东惠山经开区国资办将其持有的公司全部股权划拨至惠山高科。

2019 年底，公司资本公积 28.39 亿元，较 2018 年底增长 2.45%，主要是惠山经济开发区

管委会对公司基金补贴 0.68 亿元。从构成看，公司资本公积主要由往年注入的道路（13.42 亿元）和土地资产（14.29 亿元）构成。

2019 年底，公司未分配利润 7.56 亿元，较 2018 年底增长 15.55%，主要系净利润转入所致。

2020 年 2 月，公司股东惠山高科对公司注资 20.00 亿元，已全部实缴到位。

负债

2019 年底，公司负债总额 171.48 亿元，较 2018 年底增长 29.27%，主要来自非流动负债的增长。其中，流动负债占 43.27%，非流动负债 56.73%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 74.19 亿元，较 2018 年底增长 29.37%，主要系应付票据和短期借款增长所致。从构成看，公司流动负债主要由短期借款（占 26.48%）、应付票据（占 22.23%）、其他应付款（占 9.25%）和一年内到期的非流动负债（占 36.40%）构成。

2019 年底，公司短期借款 19.65 亿元，较 2018 年底大幅增长 42.62%，主要是由于保证借款大幅增至 17.63 亿元所致。

2019 年底，公司应付票据 16.49 亿元，较 2018 年底大幅增加 12.76 亿元，主要是银行承兑汇票由 3.73 亿元大幅增加至 14.49 亿元，以及新增商业承兑汇票 2.00 亿元所致。

2019 年底，公司其他应付款 6.86 亿元，较 2018 年底大幅增长 106.75%。其中，公司其他应付款（剔除应付利息部分，下同）5.04 亿元，较 2018 年底大幅增长 167.17%，主要系应付江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局（1.00 亿元）、无锡艾迪港商务酒店有限公司（0.92 亿元）、无锡惠山工业转型集聚区管理委员会（0.90 亿元）和无锡市新惠环境管理有限公司（0.30 亿元）的往来款增长所致。2019 年底，公司前五大其他应付款单位合计 3.83 亿元（占 75.93%）；同期，公司其他应付款账龄主要集中在 1 年以内（占 90.26%）。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 27.01 亿元，较 2018 年底下降 14.20%，主要系偿还了部分到期债务所致。同期，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（23.81 亿元）和一年内到期的应付债券（3.20 亿元）构成。

2019 年底，公司非流动负债 97.29 亿元，较 2018 年底增长 29.19%，主要系应付债券增长所致。从构成看，公司非流动负债主要由长期借款（占 52.44%）、应付债券（占 39.39%）和长期应付款（占 8.01%）构成。

2019 年底，公司长期借款 51.02 亿元，较 2018 年底增长 2.07 %，主要由保证借款 (16.82 亿元）和组合担保借款（30.32 亿元）构成。

2019 年底，公司应付债券 38.32 亿元，较 2018 年底大幅增加 21.12 亿元，主要是新增发行债券所致，应付债券明细见下表。

表 14　2019 年底公司应付债券情况

（单位：亿元、%）

项目	期末余额	占比
16 无锡惠开债/PR 惠开债	9.53	24.86
18 苏无锡惠开 ZR001	2.00	5.22
18 苏无锡惠开 ZR002	2.50	6.52
19 苏无锡惠开	1.40	3.65
19 惠开 01	7.96	20.78
19 惠开债	14.93	38.96
合计	**38.32**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司长期应付款 7.79 亿元，较 2018 年底增长 8.21%。其中，应付中银资产管理有限公司和上海汇添富医健股权投资管理有限公司的借款合计 7.00 亿元，已纳入长期债务核算；专项应付款 0.79 亿元，较 2018 年底大幅增加 0.59 亿元，主要是新增石墨烯平台建设专项资金（0.52 亿元）所致。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 159.49 亿元，较 2018 年底增长 29.49%。其中短期债务 63.15 亿元，占 39.59%；长期债务 96.34 亿元，占 60.41%，公司债务结构以长期

债务为主。从债务指标看，2019 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 72.16%、70.68%和 59.29%，较上年底分别增加 4.86 个百分点、5.04 个百分点和 5.78 个百分点。从 2019 年底的存量债务来看，2020－2022 年，公司需偿还的债务分别为 63.15 亿元、36.21 亿元和 43.40 亿元，公司未来三年每年需偿还的有息债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

表 15 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	48.99	63.15
长期债务	74.18	96.34
全部债务	123.17	159.49
资产负债率	67.30	72.16
全部债务资本化比率	65.65	70.68
长期债务资本化比率	53.51	59.29

资料来源：联合资信根据审计报告整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入稳步增长，营业利润率有所下降，利润总额对政府补助依赖性大。

2019 年，公司实现营业收入 8.35 亿元，同比增长 33.76%；营业成本 7.13 亿元，同比增长 39.37%。同期，受公司营业收入增速小于营业成本增速影响，公司营业利润率为 10.91%，较 2018 年下降 1.37 个百分点。

表 16 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	6.25	8.35
其他收益	2.50	2.42
利润总额	1.00	1.16
营业利润率	12.28	10.91
总资本收益率	2.52	2.22
净资产收益率	1.29	1.54

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司期间费用 1.79 亿元，占营业收入的比例为 21.45%，较上年减少 14.30 个百分点，主要系财务费用减少所致。其中，管理费用和财务费用分别为 0.67 亿元和 0.90 亿元，合计占期间费用的比重为 87.65%。

2019 年，公司获得政府补助 2.42 亿元，计入“其他收益”科目。2019 年，公司利润总额 1.16 亿元，同比增长 15.83%；公司获得的政府补助相当于利润总额的 208.63%，公司利润总额对政府补助的依赖性大。

从主要盈利指标看，2019 年公司总资本收益率 2.22%，较 2018 年下降 0.30 个百分点；同期，公司净资产收益率 1.54%，较 2018 年增长 0.24 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司过往基建业务回款较好，经营活动现金流净额大幅增长，未来公司基建业务投资支出规模仍较大，存在一定对外融资压力。

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入量 23.84 亿元，同比大幅增长 77.16%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 14.43 亿元，同比大幅增长 128.80%，主要系收到往年业务回款所致。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金 9.40 亿元，同比增长 31.59%，主要系往来款增长所致。2019 年，公司现金收入比 172.77%，收入实现质量好。2019 年，公司经营活动现金流出量 15.74 亿元，同比增长 40.29%。其中，支付其他与经营活动有关的现金 6.87 亿元，同比大幅增加 6.38 亿元，主要系支出往来款增长所致。2019 年，公司经营活动现金流净额 8.10 亿元，同比大幅增加 5.86 亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	13.45	23.84
经营活动现金流出	11.22	15.74
经营活动净现金流	2.24	8.10
投资活动净现金流	-5.91	-15.73
筹资活动净现金流	1.46	12.70
现金收入比	101.01	172.77

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，2019 年公司投资活动现金流入量 155.56 万元，同比变化不大，主要为取得投资收益收到的现金。2019 年，公司投资活动现金流出量 15.74 亿元，同比大幅增加 9.82 亿元。其中，投资支付的现金 12.16 亿元，同比大幅增加 8.92 亿元，主要系公司对外投资增加所致。同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 3.58 亿元，同比增长 33.34%。2019 年，公司投资活动现金流净额-15.73 亿元，净流出规模同比大幅增加 9.82 亿元。

从筹资活动看，2019 年公司筹资活动现金流入量 73.77 亿元，同比大幅增长 80.38%，全部为取得借款收到的现金，主要系新增借款和当年发行债券所致。同期，公司筹资活动现金流出量 61.07 亿元，同比增加 21.63 亿元，主要为偿还债务支付的现金 50.16 亿元，同比大幅增长 63.95%。2019 年，公司筹资活动产生的现金流净额 12.70 亿元，同比大幅增加 11.24 亿元。

6.偿债能力

公司短期偿债压力较大，长期偿债能力指标较弱，考虑到公司股东惠山高科和惠山经济开发区管委会持续给予公司支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，受短期借款和应付票据增加的影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，2019 年底分别为 262.44%和 171.87%。跟踪期内，公司经营现金流动负债比为 10.92%，经营活动净现金流对流动负债保障能力弱。2019 年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产 25.60 亿元，相当于同期短期债务的 0.41 倍，公司短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 5.59 亿元，全部债务/EBITDA 为 28.52 倍，较上年有所增长；EBITDA 利息倍数为 0.68 倍，较上年有所下降。公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 140.78 亿元，已使用 125.11 亿元，未使用 15.67 亿元，融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 54.32 亿元，担保比率 82.12%。公司担保企业主要为惠山经开区国有企业，但考虑对外担保规模大及区域集中度高的情况，公司面临或有负债风险。

表 18　2019 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保企业	担保余额
无锡惠山工业转型集聚区产业发展有限公司	25000.00
无锡惠山工业转型集聚区建设发展有限公司	5000.00
无锡惠山经济开发区开发建设总公司	35000.00
无锡惠山开发建设有限公司	212035.00
无锡惠山软件产业发展有限公司	26090.00
无锡惠山水处理有限公司	33240.00
无锡惠山新城资产管理有限公司	41000.00
无锡慧谷数字信息产业发展有限公司	52510.00
无锡新惠供水有限公司	60763.04
无锡长安古庄生态农业发展有限公司	23144.56
无锡艾迪花园酒店有限公司	29458.33
合计	**543240.93**

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

母公司资产和负债占合并口径规模不大，对合并口径利润贡献较小。

2019 年底，母公司资产规模 114.06 亿元，较 2018 年底增长 22.07%。其中，流动资产为 88.28 亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和货币资金构成，非流动资产主要由长期股权投资和可供出售金融资产构成。

2019 年底，母公司所有者权益 40.73 亿元，较 2018 年底下降 2.99%。其中，实收资本占 73.66%，母公司所有者权益较为稳定。

2019 年底，母公司负债总额 73.33 亿元，较 2018 年底增长 42.51%，主要由非流动负债构成。其中，流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债主要由应付债券构成。2019 年底，母公司资产负债率为 64.29%，较上年底增加 9.22 个百分点，偿债压力有所增长。

2019 年，母公司未实现营业收入，利润总额为-1.26 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

2019 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 5.59 亿元、23.84 亿元和 8.10 亿元，分别为“16 无锡惠开债/PR 惠开债”债券余额（9.60 亿元）的 0.58 倍、2.48 倍和 0.84 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对“16 无锡惠开债/PR 惠开债”的保障能力较强。

“16 无锡惠开债/PR 惠开债”设置了本金分期偿还条款，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/PR 惠开债”发行规模的 20%（3.20 亿元）。2019 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/PR 惠开债”分期偿还本金的 1.75 倍、7.45 倍和 2.53 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很强，EBITDA 和经营活动现金流量净额对分期偿还本金的保障程度较强。

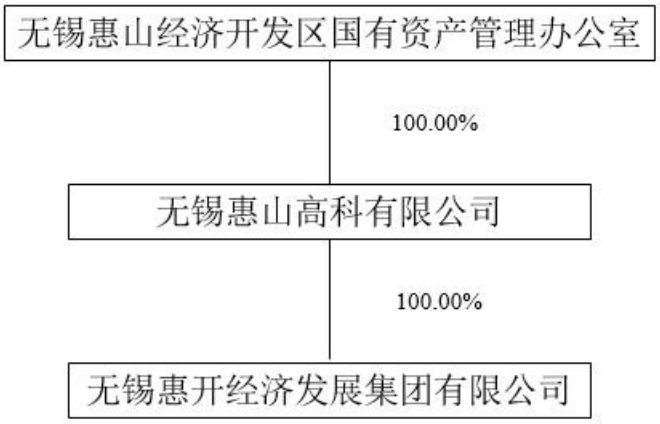
“16 无锡惠开债/PR 惠开债”募投项目的收入来源主要是标准厂房的出租、销售收入和商铺的销售收入，预计总收入为 33.87 亿元，为项目总投资 26.97 亿元的 1.26 倍，是“16 无锡惠开债/PR 惠开债”待偿本金的 3.53 倍，对“16 无锡惠开债/PR 惠开债”剩余本金形成较好覆盖。但由于募投项目较原预期进度有所滞后，实现租赁收入较小，未来收入实现受招商引资及租售进度等因素影响大。

“16 无锡惠开债/PR 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，其担保显著提升了“16 无锡惠开债/PR 惠开债”的安全性。

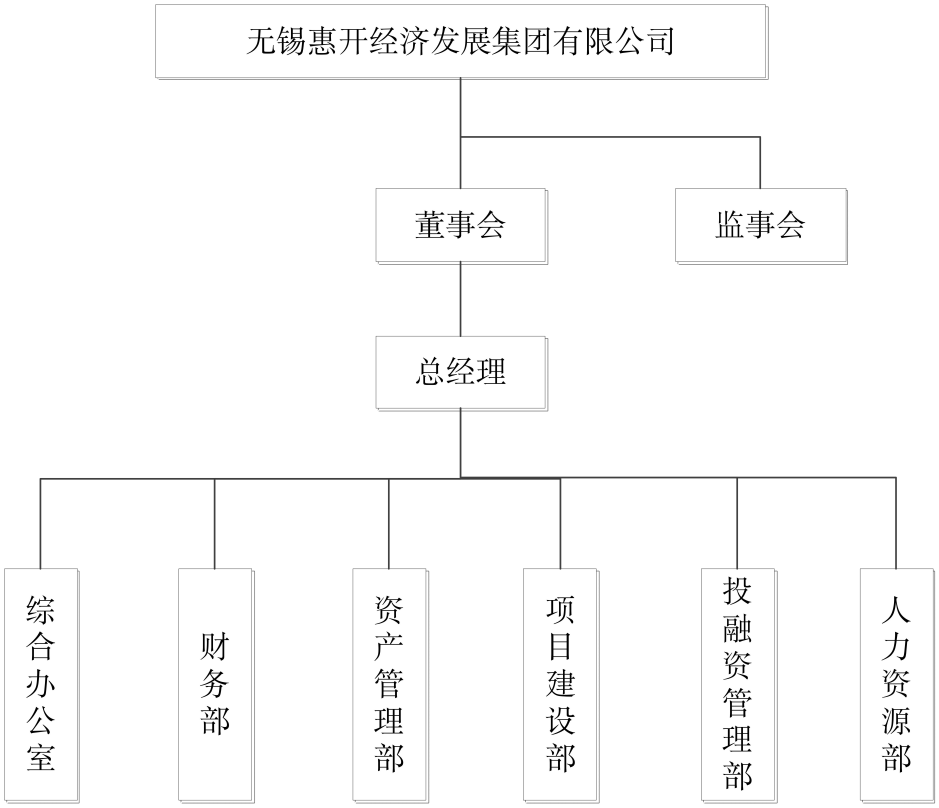
十一、结论

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/PR 惠开债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年底纳入公司合并范围子公司情况

企业名称	实收资本（万元）	表决权比例（%）	取得方式
无锡恒电新能源科技发展有限公司	20220.00	100.00	投资设立
无锡惠山恒电资产管理有限公司	20000.00	100.00	投资设立
无锡惠山新城生命科技产业发展有限公司	15000.00	100.00	投资设立
无锡惠山新型社区发展有限公司	43000.00	100.00	投资设立
无锡惠开投资管理有限公司	30000.00	100.00	投资设立
无锡惠开正合投资管理有限公司	1000.00	100.00	投资设立
无锡惠开生态环境发展有限公司	15000.00	100.00	投资设立
无锡惠开石墨烯技术及应用研发中心有限公司	5000.00	100.00	投资设立
无锡惠开人力资源有限公司	200.00	100.00	投资设立

资料来源：联合资信根据审计报告整理

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
财务数据			
现金类资产（亿元）	28.08	25.33	46.64
资产总额（亿元）	191.79	197.10	237.63
所有者权益（亿元）	53.61	64.45	66.15
短期债务（亿元）	30.33	48.99	63.15
长期债务（亿元）	95.13	74.18	96.34
全部债务（亿元）	125.46	123.17	159.49
营业收入（亿元）	5.80	6.25	8.35
利润总额（亿元）	0.92	1.00	1.16
EBITDA（亿元）	5.36	5.34	5.59
经营性净现金流（亿元）	4.10	2.24	8.10
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.33	0.35	0.54
存货周转次数（次）	0.08	0.08	0.11
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.04
现金收入比（%）	81.36	101.01	172.77
营业利润率（%）	11.55	12.28	10.91
总资本收益率（%）	2.72	2.52	2.22
净资产收益率（%）	1.48	1.29	1.54
长期债务资本化比率（%）	63.95	53.51	59.29
全部债务资本化比率（%）	70.06	65.65	70.68
资产负债率（%）	72.05	67.30	72.16
流动比率（%）	400.79	295.38	262.44
速动比率（%）	258.68	183.00	171.87
经营现金流动负债比（%）	9.70	3.90	10.92
全部债务/EBITDA（倍）	23.39	23.08	28.52
EBITDA 利息倍数（倍）	0.72	0.81	0.68
现金短期债务比（倍）	0.93	0.52	0.74

注：公司长期应付款中有息部分已调至长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.27	4.58	9.67
资产总额（亿元）	91.04	93.44	114.06
所有者权益（亿元）	32.76	41.98	40.73
短期债务（亿元）	12.47	28.14	19.19
长期债务（亿元）	41.12	20.20	45.90
全部债务（亿元）	53.59	48.34	65.09
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-1.64	-0.78	-1.26
EBITDA（亿元）	1.19	1.98	1.11
经营性净现金流（亿元）	-0.32	3.03	-2.48
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
存货周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	*	*	*
营业利润率（%）	*	*	*
总资本收益率（%）	1.38	2.19	1.05
净资产收益率（%）	-5.00	-1.86	-3.08
长期债务资本化比率（%）	55.66	32.48	52.99
全部债务资本化比率（%）	62.06	53.52	61.51
资产负债率（%）	64.01	55.07	64.29
流动比率（%）	441.49	235.86	321.81
速动比率（%）	441.30	235.74	321.67
经营现金流动负债比（%）	-1.87	9.70	-9.03
全部债务/EBITDA（倍）	44.85	24.39	58.50
EBITDA 利息倍数（倍）	0.42	0.61	0.33
现金短期债务比（倍）	0.34	0.16	0.50

注：标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件 3　中合中小企业融资担保股份有限公司 2020 年主体长期信用评级报告

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-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+衍生金融负债+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 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 5-3 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

中合中小企业融资担保股份有限公司
2020 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司 43.34%的股份；公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2019 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1　2019 年末公司股东及持股情况　单位：%

股　东	2019 年末
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合　计	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

二、业务经营分析

公司担保业务目前业务以融资担保为主。受融资担保行业监管趋严等因素影响，近年来公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；公司担保业务中城投债担保占比高。截至 2019 年末，公司担保余额 837.04 亿元，以融资性担保业务为主；公司城投债担保余额 741.21 亿元，占总担保余额的 88.55%。

近年来，由于融资担保新规的影响，公司高流动性资产配置比例有所上升，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。截至 2019 年末，公司投资资产净额 67.63 亿元，占资产总额的 66.34%；公司委托贷款总额 7.89 亿元，计提的减值准备余额 2.86 亿元。

三、风险管理分析

受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；担保代偿率持续上升，面临较大的代偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、股票面临退市风险，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注后续追偿情况。从客户分布来看，现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2019 年末，公司单一最大客户担保

余额 18.00 亿元，单一最大客户集中度为 21.88%；前五大客户担保余额 84.60 亿元，前五大客户集中度为 102.83%。担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，近年来公司担保代偿规模上升较为明显。截至 2019 年末，公司累计代偿金额 35.63 亿元，累计代偿率为 4.08%。

截至 2019 年末，公司委托贷款中包含一笔与股东海航资本的业务往来，现已逾期，贷款净额 4.89 亿，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续催收情况；除此以外公司投资的资产管理计划和信托产品底层无与股东相关项目，但有一笔对海航资本控制企业聚宝汇的直接股权投资，该笔投资截至 2019 年底余额 6985 万元。此外，公司部分名股实债投资产生违约，需关注后续处置进展。存续担保业务已经没有与海航及其关联公司的担保业务。

四、财务概况

截至 2019 年末，公司资产总额 101.94 亿元，负债总额 21.15 亿元，所有者权益 80.79 亿元；担保余额 837.04 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.22 亿元，其中已赚保费 7.40 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.52 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

五、结论

公司资本实力位于国内担保行业前列，担保业务主要以城投债为主，规模较大，具有一定行业地位和系统重要性；公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；由于监管政策调整，公司投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比的上升带动资产流动性水平有所提升。另一方面，公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险；公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况；受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。综上，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。