

# 信用等级公告

联合[2018] 1324 号

联合资信评估有限公司通过对无锡锡东科技投资控股有限公司及其“17 锡东债/17 锡东债”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持无锡锡东科技投资控股有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“17 锡东债/17 锡东债”信用等级为 AA<sup>+</sup>，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



## 无锡锡东科技投资控股有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次评级结果：AA<sup>+</sup>

上次评级结果：AA<sup>+</sup>

债券简称	债券余额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 锡东债/17 锡东债	15 亿元	2024/9/14	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

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)	12.45	13.46	12.84
资产总额(亿元)	250.23	259.02	283.37
所有者权益(亿元)	143.76	145.51	146.84
短期债务(亿元)	1.75	6.54	7.89
长期债务(亿元)	52.77	49.57	66.49
全部债务(亿元)	54.52	56.11	74.38
营业收入(亿元)	7.13	6.76	6.53
利润总额(亿元)	1.98	1.81	1.40
EBITDA(亿元)	2.37	3.19	2.85
经营性净现金流(亿元)	-10.50	2.14	-10.53
营业利润率(%)	10.92	11.63	12.60
净资产收益率(%)	1.28	1.20	0.91
资产负债率(%)	42.55	43.82	48.18
全部债务资本化比率(%)	27.50	27.83	33.62
流动比率(%)	343.28	298.20	297.89
经营现金流流动负债比(%)	-19.55	3.34	-15.04
全部债务/EBITDA(倍)	22.97	17.59	26.09

注：其他非流动负债计入长期债务

### 分析师

张建飞 赵起锋

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

无锡锡东科技投资控股有限公司（以下简称“公司”）作为无锡市锡山区重要的基础设施和安置房建设主体，跟踪期内，其经营环境良好，并在锡山区具有专营优势，持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司工程代建收现质量较差、期间费用对利润侵蚀较大、债务规模增长较快、未来存在集中兑付压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着锡山区区域经济的持续发展，公司向生态农业、旅游、物业租赁等领域扩展，公司未来经营性收入有望实现增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“17 锡东债/17 锡东债”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 跟踪期内，锡山区经济稳步增长，财政实力不断增强，为公司经营提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在锡山区内在基础设施建设领域保持专营优势，持续获得当地政府的财政补贴方面持续获得外部支持。

### 关注

1. 跟踪期内，公司工程施工业务收现质量较差，应收类款项和存货规模较大，对资金占用严重。
2. 公司期间费用对利润侵蚀较严重，利润总额对政府补助依赖程度高，公司盈利能力弱。
3. 跟踪期内公司债务规模增幅较大。“15 锡东科”的偿还将对公司形成一定集中偿付压力。
4. 2017 年，公司经营性净现金流大额为负，对债务偿还无保障能力。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由无锡锡东科技投资控股有限公司（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。

## 无锡锡东科技投资控股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（以下简称“联合资信”）关于无锡锡东科技投资控股有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及“17 锡东债/17 锡东债”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，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 15 亿元。无锡市锡山区国有资产管理办公室（以下简称“锡山区国资办”）持有公司 51.00% 股权，锡山经济开发区管理委员会招商服务中心持有公司 49.00% 股权；锡山区国资办为公司实际控制人（股权结构见附件 1-1）。

截至 2017 年底，公司资产总额 283.37 亿元，所有者权益 146.84 亿元（含少数股东权益 7.02 亿元）；2017 年公司实现营业收入 6.53 亿元，利润总额 1.40 亿元。

公司注册地址：无锡市锡山经济开发区友谊南路 88 号；法定代表人：徐科威。

### 三、存续债券及募集资金使用情况

跟踪期内，公司存续债券“17 锡东债/17 锡东债”募集资金中 9 亿元计划投资于柏木南苑、景苑一期、隆亭苑安置房项目，6 亿元用于补充营运资金。截至 2018 年 5 月底，募集资金已按计划使用完毕，募投项目已完工。截至本报告出具日，“17 锡东债/17 锡东债”发行不满一年，未到付息日。

表 1 跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
17 锡东债/17 锡东债	15 亿元	2024/9/14	5.73%

资料来源：联合资信整理

### 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全国，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；全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，全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，全国固定资产投资（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，全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，全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. 基础设施建设行业

#### (1) 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。

#### (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 2 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。

资料来源：联合资信综合整理

### （3）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

跟踪期内，锡山区经济保持较快增长，固定资产投资增速放缓，旅游和现代农业持续发展。锡山区一般公共预算收入持续增长，政府性基金预算收入受土地市场回暖带动大幅增加。

根据《2017年锡山区国民经济和社会发展统计公报》，2017年锡山区实现地区生产总值为809.27亿元，可比价增长7.4%。全年完成固定资产投资722.50亿元，同比增长1.2%，其中，工业投资360.85亿元，同比下降0.4%，占固定资产投资比重49.9%，服务业投资361.65亿元，同比增长2.8%，占固定资产投资比重50.1%。

2017年，锡山区完成旅游接待人数631.5万人次，同比增长15.1%；旅游营业收入8.13亿元，较去年略有下滑。全区12个旅游重点项目完成投资13.59亿元。荡口古镇获评全省首个“中国摄影小镇”，宛山荡获评省级生态湿地公园。现代农业方面，现代农业产业园获批创建国家级现代农业产业园，欧姆龙智能农业产业园建成开园，全区农业园区化面积占比56.2%。全区新建高标准农田面积965.81亩，新培育市级以上农业龙头企业3家。

财政收支及地方政府债务负担方面，根据《无锡市锡山区2017年财政预算执行情况报告和2018年财政预算草案报告》，2017年，无锡市锡山区完成一般公共预算收入78.79亿元，比上年增长9.07%；完成政府性基金预算收入91.08亿元，比上年增长62.77亿元，主

要系土地市场回暖、积极清理欠款，土地出让收入增收较多。2017年锡山区一般公共预算支出76亿元，比上年增长3.92%；完成政府性基金预算支出101.18亿元，同比增加68.96亿元。2017年底，锡山区本级债务余额66.06亿元，较上年底小幅下降3.08%，其中一般债务19.21亿元，专项债务46.85亿元。

## 六、基础素质分析

作为锡山区重要的基础设施建设主体，跟踪期内，当地政府继续给予公司财政补贴等支持。

公司是锡山区城市基础设施投资、建设、运营核心企业之一，目前公司主要负责锡山区（除高铁商务区）和部分经开区的基础设施建设任务和保障房项目，同时还开展城市资源综合开发及发展战略性新兴产业等业务。

锡山区政府近年来对公司予以基础设施建设补贴。2017年，公司累计获得政府补助运营资金2.15亿元，与2016年规模相当。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G10320205000841300），截至2018年6月22日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷存在3笔欠息，最近一次于2011年12月26日结清；存在1笔关注类贷款，已于2010年1月20日结清。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

## 八、经营分析

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍以工程施工业务为主，收入规模有所下降，收现质量较差。

2017年，公司实现主营业务收入6.38亿



元, 同比下降 5.06%, 主要因工程施工收入减少所致。受毛利率较高的担保业务收入规模

增长拉动, 公司整体毛利率小幅上升, 2017 年为 12.00%。

表 3 2016~2017 年公司主营业务收入和毛利率情况 (单位: 万元、%)

行业名称	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工收入	63966.14	95.11	8.85	60970.15	95.49	8.85
其他主营业务收入	3285.88	4.89	59.45	2879.57	4.51	78.65
合计	67252.02	100.00	11.32	63849.72	100.00	12.00

资料来源: 公司审计报告

注: 其他业务收入包含担保业务收入、租赁业务收入、旅游相关收入、农产品销售收入。

跟踪期内, 公司工程施工业务模式未发生变化, 收现质量较差; 拟建项目投资规模较大, 公司存在一定的筹资压力。

公司工程施工项目建设主要采取委托代建模式: 公司与锡山区政府签订工程项目建设框架协议, 即根据锡山区政府项目投资计划, 公司通过自有资金和项目贷款进行项目前期投资建设, 其所承建项目按完工进度 (并未约定具体完工进度) 结转成本并按建设投资额及 10% 的工程管理费确认收入。工程竣工审查后移交, 并约定在移交后 5 年内由财政分批支付 (尚未约定具体回款比例) 工程项目的建设投资额及 10% 的工程管理费, 并承担融资成本和利息。

此外, 公司通过政府划拨取得项目用地并

进行安置房及保障性住房建设, 按照政府指导价格出售给符合条件的安置对象, 通过安置房收入对项目投资进行资金平衡。公司承接的柏木南苑安置房项目、景苑一期安置房项目、隆亭苑安置房项目已完工, 预计后续可实现安置房销售收入。

2017 年, 公司确认工程施工收入 6.10 亿元, 当年未收到项目款。截至 2017 年底, 公司应收锡山区财政局未到项目款 40.13 亿元。

截至 2017 年底, 公司正在实施的工程施工项目有无锡市锡山人民医院 (一期)、S340 新建工程 (锡沙二通道锡山段二段) 等, 总投资额 13.55 亿元, 已投资 8.15 亿元, 尚需投资 5.40 亿元。

表 4 截至 2017 年底公司在建项目投资计划 (单位: 万元)

项目名称	总投资	截至 2017 年底已投资金额	建设周期
无锡市锡山人民医院 (一期)	109944.00	65966.40	2016-2019
锡甘路 (夏莲桥-人民路) 大修工程	5084.00	4204.00	2017-2018
S340 新建工程 (锡沙二通道锡山段二段)	14890.00	7563.00	2017-2019
东亭主城区污水管网改造工程	4359.00	3071.00	2017-2019
东亭中学改扩建	1223.00	733.80	2017-2019
合计	135500.00	81538.20	

资料来源: 公司提供

公司承揽的拟建项目主要有东亭中学新建校区项目、鹅湖医院易地新建工程、精神专科医院病房新建工程等, 拟建项目预计总投资额为

11.49 亿元, 公司在建及拟建项目未来投资规模较大, 公司存在一定的外部融资压力。

表 5 公司主要拟建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资额	项目建设周期
东亭中学新建校区项目	28514.00	2018-2019
鹅湖医院易地新建工程	49900.00	2018-2020

精神专科病房楼新建工程	24000.00	2018-2020
现代农业产业园科技服务中心	4500.00	2018-2020
S259(锡东大道)路面改善工程	7977.00	2018-2020
合计	114891.00	--

资料来源：公司提供

**跟踪期内，公司其他主营业务收入规模较小，经营性项目的建设接近尾声。**

公司其他业务主要包括担保、旅游、生态农业和物业租赁等经营性业务。2017年，公司其他业务收入2879.57万元，同比下降12.37%。

担保业务主要由无锡锡山投资发展有限公司负责。2017担保相关业务收入1999.22万元，当年发生代偿3144万元，收回2530万元。2017年底，担保业务余额6.14亿元。

旅游业务、生态农业方面，公司子公司无锡新天地农业发展有限公司将农业观光旅游与产化发展相结合提供生态农业观光、园林休闲种植体验式旅游度假产品销售等特色生态农业服务，由其建设经营的农博园项目是高科技农业新农村建设示范点和农业休闲旅游示范区。2017年，公司旅游业务收入和农产品销售收入分别为109.45万元和319.62万元。

目前公司在建的荡口古镇旅游开发项目，预计总投资35.00亿元，截至2017年底已累计投资33.25亿元。目前项目主体工程已基本完工，一期项目已开始运营，其主要收益来源为旅游门票收入、房产租赁、持有物业经营、会展、旅游纪念品销售等相关业务。

物业租赁业务的运营主体为公司本部及子公司无锡集智科技有限公司（主要项目为集智广场）。2017年，物业租赁业务收入由于出租单位效益而有所波动，为45.13万元。

目前公司其他业务收入规模较小，但随着经营性项目的建设接近尾声，投产后可以提升公司的整体收入水平，未来公司自身盈利能力有望提升。

#### 未来发展

作为锡山区重要的城市基础设施建设主体，公司将继续拓展自身在锡山区基础设施建

设中的广度和深度，通过在城市基础设施建设和开发过程中的投融资载体作用，巩固城市基础设施建设的主导地位。未来，公司将积极配合锡山区政府的统筹规划，通过有效整合锡山区内国有经营性资产，有步骤地扩展公司经营性业务，不断完善公司作为重大基础设施运营主体以及建设平台职能。

## 九、财务分析

公司提供了2017年度财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2017年底，公司纳入合并范围内的一级子公司4家，与上年一致，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司资产总额283.37亿元，所有者权益146.84亿元（含少数股东权益7.02亿元）；2017年公司实现营业收入6.53亿元，利润总额1.40亿元。

### 1. 资产质量

**跟踪期内公司资产规模继续扩张，流动资产中存货及应收类款项占比较高，对公司资金形成占用，致使资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。**

2017年底，公司资产总额283.37亿元，同比增长9.40%，其中流动资产占73.63%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表6 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
货币资金	13.44	5.19	12.83	4.53

应收账款	34.48	13.31	40.66	14.35
其他应收款	18.59	7.18	24.46	8.63
存货	109.88	42.42	123.27	43.50
<b>流动资产</b>	<b>190.66</b>	<b>73.61</b>	<b>208.65</b>	<b>73.63</b>
可供出售金融资产	11.20	4.32	17.66	6.23
在建工程	50.79	19.61	51.90	18.32
<b>非流动资产</b>	<b>68.36</b>	<b>26.39</b>	<b>74.72</b>	<b>26.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>259.02</b>	<b>100.00</b>	<b>283.37</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司流动资产208.65亿元，同比增长9.44%，主要系应收账款、其他应收款和存货的增长所致。流动资产中，货币资金12.83亿元，同比下降4.55%，主要为银行存款（占93.55%）；应收账款40.66亿元，同比增长17.91%，主要为应收锡山区财政局项目款40.13亿元，账龄1~5年以上，账龄较长、规模较大；公司存货123.27亿元，同比增长12.19%，主要来自代建工程的投入增加，存货中87.06亿元为待开发土地，土地资产中受限资产11.76亿元，占待开发土地的13.51%；公司其他应收款24.46亿元（其中3年以上的占56.31%），同比增长24.46%，主要系应收锡山区财政局往来款增加。

2017年底，公司非流动资产74.72亿元，同比增长9.30%，主要来自可供出售金融资产的增加。非流动资产中，可供出售金融资产17.66亿元，主要系新增对无锡锡东生态园建设发展有限公司（以下简称“锡东生态园”）投资7.00亿元；在建工程51.90亿元，同比增长2.18%，主要系对无锡荡口古镇旅游开发项目的投入。在建工程中，集智广场和农博园项目已完工，分别投资6.54亿元和3.12亿元。

2017年底，公司受限资产账面价值总额为12.59亿元，占净资产的8.57%。其中土地资产11.76亿元，货币资金0.83亿元。

## 2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定。公司有息债务继续增长，长期债务占比上升，融资方式以发行债券为主。“15锡东科”将给

### 公司造成集中兑付压力。

2017年底，公司所有者权益146.84亿元，较上年底变化不大。公司所有者权益主要由实收资本（占10.73%）、资本公积（占75.47%）、未分配利润（占12.43%）构成。公司所有者权益结构稳定。

2017年底，公司负债总额136.54亿元，同比增长20.29%，其中流动负债占51.30%，非流动负债占48.70%。

2017年底，公司流动负债70.04亿元，同比增长9.56%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。一年内到期的非流动负债7.19亿元，全部为一年内到期的应付债券（12锡东债）；其他应付款58.08亿元，同比增长9.77%。

2017年底，公司非流动负债66.49亿元，同比增长34.12%，主要系应付债券增长。非流动负债主要由应付债券（占89.47%）和其他非流动负债（占10.53%）构成。2017年底，公司应付债券59.49亿元，同比大幅增长52.84%，系当年发行的15亿元企业债（17锡东债）和13亿元定向融资工具（17锡东科技PPN001）所致；其他非流动负债7.00亿元，为平安银行直接融资工具，较上年底无变化。发行债券为公司最主要的融资方式。

2017年底，公司全部债务74.38亿元，同比增长32.55%。短期债务占比较上年底有所下降，占比10.60%。从债务指标来看，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48.18%、33.62%和31.17%，分别较上年底上升4.36、5.79、5.76个百分点。公司单笔余额最大的债券为30亿元的“15锡东科”，期限为3+2年，票面利率6%，如果在2018年行权，将对公司造成较大的短期兑付压力。

表7 截至2017年底公司有息债务构成及到期情况(单位:亿元)

科目	金额	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2022年后
<b>短期债务</b>	<b>7.89</b>	<b>7.89</b>	--	--	--	--	--
短期借款	0.70	0.70	--	--	--	--	--
一年内到期的非流动负债	7.19	7.19	--	--	--	--	--
<b>长期债务</b>	<b>66.49</b>	<b>30.00</b>	<b>0.00</b>	<b>3.00</b>	<b>12.00</b>	<b>16.00</b>	<b>6.00</b>
应付债券*	59.49	30.00	0.00	3.00	5.00	16.00	6.00
其他非流动负债	7.00	--	--	--	7.00	--	--
<b>全部债务</b>	<b>74.38</b>	<b>37.89</b>	<b>0.00</b>	<b>3.00</b>	<b>12.00</b>	<b>16.00</b>	<b>6.00</b>

资料来源:公司提供

注:应付债券到期分布未考虑利息调整。假设“15锡东科”投资者在2018年行使全部赎回权。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内,公司期间费用仍对利润侵蚀严重,利润总额对政府补助依赖程度高,公司整体盈利能力弱。**

2017年公司营业收入为6.53亿元,同比下降3.39%,主要系工程施工业务收入下降;同期,营业成本为5.70亿元,同比下降4.38%;公司营业利润率为12.60%,同比增长0.97个百分点。

公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主,2017年公司期间费用为1.57亿元,同比下降4.89%,系销售费用减少所致,期间费用占营业收入比重为24.09%,对利润侵蚀严重。若集智广场和农博园项目转固,期间费用将有所上升。

2017年,公司获得政府补助2.15亿元,计入营业外收入科目,较上年下降4.98%。受营业收入规模下降影响,2017年公司利润总额1.40亿元,同比下降22.60%,公司利润对政府补助依赖程度高。

从主要盈利指标看,2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.19%和0.91%,分别同比下降0.29个和0.29个百分点。

表8 2016~2017年公司盈利情况

(单位:亿元、%)

科目	2016年	2017年
<b>营业收入</b>	<b>6.76</b>	<b>6.53</b>
营业成本	5.96	5.70
期间费用	1.65	1.57
<b>营业利润</b>	<b>-0.51</b>	<b>-0.75</b>
营业外收入	2.32	2.15
<b>利润总额</b>	<b>1.81</b>	<b>1.40</b>
<b>净利润</b>	<b>1.75</b>	<b>1.33</b>
营业利润率	11.63	12.60

总资本收益率	1.48	1.19
净资产收益率	1.20	0.91

资料来源:审计报告

### 4. 现金流分析

**跟踪期内,公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期代建项目投资支出,经营活动产生的现金净流量表现为大额净流出。收现质量差,项目建设和对外投资支出规模较大,公司外部融资需求较大。**

从经营活动来看,2017年经营活动现金流入量15.11亿元,其中销售商品、提供劳务收到的现金0.39亿元,收到其他与经营活动有关的现金14.72亿元;经营活动现金流出25.64亿元,其中购买商品、接受劳务支付的现金13.47亿元。2017年公司经营活动产生的现金流量净额为-10.53亿元;公司现金收入比为5.92%,收入实现质量差。

从投资活动来看,2017年公司投资活动现金流入1.05亿元,主要是收回投资收到的现金(收回到期理财);购建固定资产、无形资产等支付的现金1.55亿元,主要是荡口古镇等工程建设支出;投资支付的现金7.00亿元,主要是对锡东生态园的投资款;公司投资活动产生的现金流净额-7.50亿元。

2017年,公司筹资活动前产生的现金流量净额为-18.03亿元,公司外部融资压力大。从筹资活动来看,2017年公司筹资活动现金流入29.73亿元,主要为收到其他与筹资活动有关的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额为17.91亿元。

表 9 2016~2017 年公司现金流情况  
(单位: 亿元、%)

科目	2016年	2017年
经营活动净现金流	2.14	-10.53
投资活动净现金流	-2.20	-7.50
筹资活动净现金流	3.52	17.91
现金收入比	38.38	5.92

资料来源: 审计报告

## 5. 偿债能力

由于近几年公司有息债务规模增长较快, 长期偿债能力弱化, 但考虑到公司持续获得的外部支持, 公司整体偿债风险较小。

从短期偿债能力指标看, 2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 297.89% 和 121.89%, 较上年底变化不大。公司经营现金流动负债比为负, 对流动负债无保障能力。2017 年底, 公司现金类资产为 12.84 亿元, 相当于短期债务的 1.63 倍, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2017 年公司 EBITDA 为 2.85 亿元, 同比下降 10.65%, 全部债务/EBITDA 为 26.09 倍, 较上年有所增长。考虑到公司所获得的外部支持等因素, 跟踪期内, 公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年底, 公司获得银行授信总额 1.10 亿元, 已使用 0.70 亿元尚未使用额度为 0.40 亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底, 公司非经营性对外担保余额共 16.00 亿元, 担保对象全部是锡山区国有企业, 担保对象区域集中度较高, 均为关联企业, 担保比率 10.90%。

表 10 截至 2017 年底公司对外担保明细  
(单位: 万元)

被担保方	余额
无锡锡山融通经济发展有限公司	54000
无锡城东投资有限公司	35000
无锡创美环境修复有限公司	30000
无锡泾丰生态农业发展有限公司	11000
无锡山前农业生态观光发展有限公司	10000
无锡市富裕农业发展有限公司	5000
无锡市山联农业发展有限公司	5000
无锡鹅湖滨水投资发展有限公司	10000
合计	160000

资料来源: 公司提供

## 十、存续期债券偿债能力分析

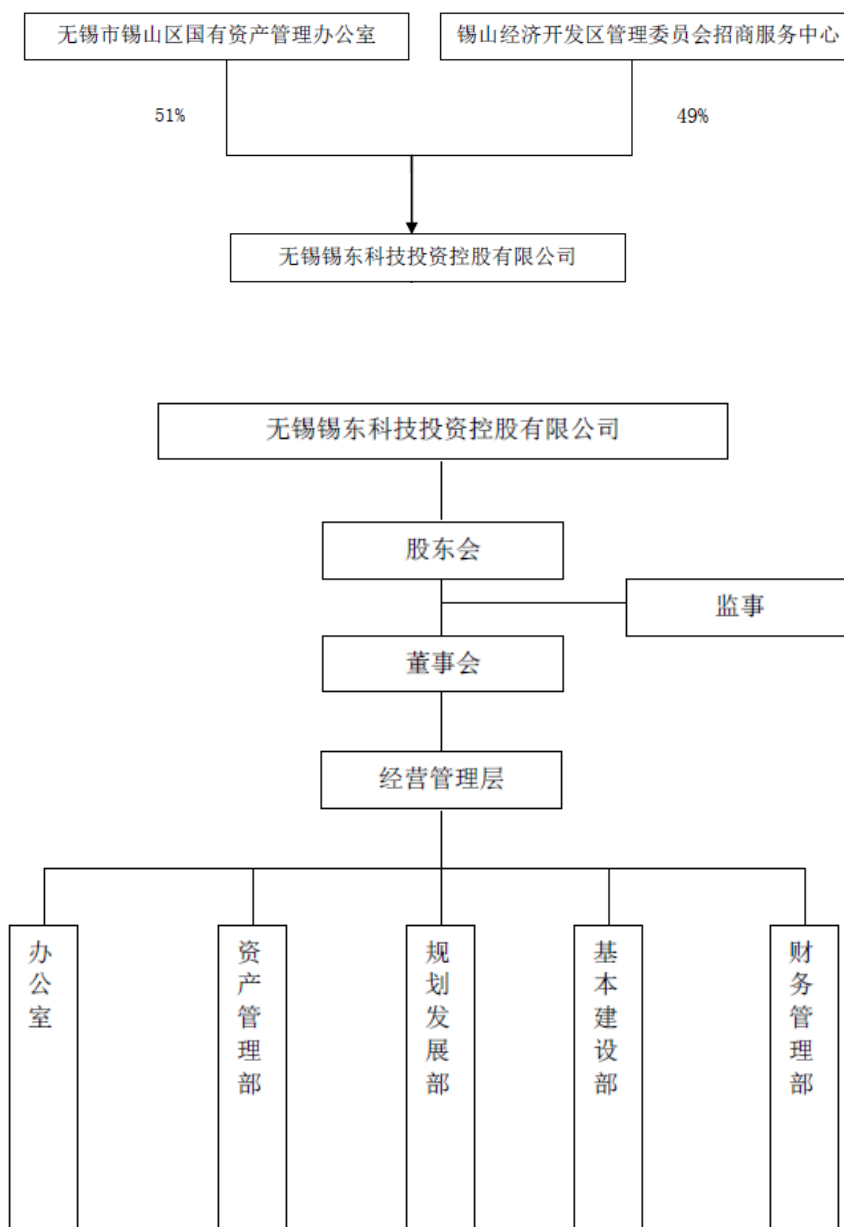
2017 年底, 公司存续债券包括“12 锡东债”、“15 锡东科”和“17 锡东债/17 锡东债”。其中, 由联合资信评级的债券为“17 锡东债/17 锡东债”。

2017 年, 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量为 2.85 元和 15.11 亿元, 分别为“17 锡东债/17 锡东债”(发行规模 15.00 亿元)的 0.19 倍和 1.01 倍。“17 锡东债/17 锡东债”设置了分期还本条款, 第 3~7 年末分别支付本金的 20% (3.00 亿元)。2017 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为分期还本的 0.95 倍和 5.04 倍。公司 2017 年经营活动现金流入量对“17 锡东债/17 锡东债”未来分期还本覆盖能力较强。

## 十一、结论

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>, “17 锡东债/17 锡东债”的信用等级为 AA<sup>+</sup>, 评级展望为稳定。

附件 1-1 2017 年底公司股权结构和组织架构图



附件 1-2 2017 年底纳入公司合并范围子公司情况

(单位: 万元, %)

企业名称	级次	经营范围	注册资 本	持股 比例
无锡锡山投资发展有限公司	一级	对外担保、投资; 资本经营	50000.00	51.00
无锡新天地农业发展有限公司	一级	农业综合、房地产开发, 投资	40000.00	52.50
无锡荡口古镇建设发展有限公司	一级	区内基础设施开发建设, 投资	10000.00	100.00
无锡集智科技有限公司	一级	房地产、软件技术开发, 投资	20000.00	51.00
无锡市锡山信泰担保投资有限公司	二级	利用自有资产对外担保、投资	9500.00	63.15
无锡宏普置业有限公司	二级	房产开发、经营	50000.00	100.00
无锡赛维拉商业市场有限公司	二级	市场经营场地及设施租赁、市场管理服务	13938.00	100.00
无锡宏泰置业有限公司	二级	房产开发、经营	25000.00	100.00
无锡高精科技农业有限公司	二级	花卉、苗木的组织培养	1000.00	90.00
无锡市太湖米业有限公司	二级	大米销售; 农作物的种植及销售等	500.00	90.00
无锡现代农业博览园有限公司	二级	农业会展服务、花卉的种植	500.00	90.00
无锡农博园商贸有限公司	二级	花卉、苗木的销售; 果品、蔬菜、肉、禽、蛋、水产品的零售等	10.00	100.00

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	12.45	13.46	12.84
资产总额(亿元)	250.23	259.02	283.37
所有者权益(亿元)	143.76	145.51	146.84
短期债务(亿元)	1.75	6.54	7.89
长期债务(亿元)	52.77	49.57	66.49
全部债务(亿元)	54.52	56.11	74.38
营业收入(亿元)	7.13	6.76	6.53
利润总额(亿元)	1.98	1.81	1.40
EBITDA(亿元)	2.37	3.19	2.85
经营性净现金流(亿元)	-10.50	2.14	-10.53
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	0.24	0.21	0.17
存货周转次数(次)	0.07	0.06	0.05
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.02
现金收入比(%)	51.31	38.38	5.92
营业利润率(%)	10.92	11.63	12.60
总资本收益率(%)	0.96	1.48	1.19
净资产收益率(%)	1.28	1.20	0.91
长期债务资本化比率(%)	26.85	25.41	31.17
全部债务资本化比率(%)	27.50	27.83	33.62
资产负债率(%)	42.55	43.82	48.18
流动比率(%)	343.28	298.20	297.89
速动比率(%)	168.24	126.34	121.89
经营现金流动负债比(%)	-19.55	3.34	-15.04
全部债务/EBITDA(倍)	22.97	17.59	26.09

注：其他非流动负债中有息债务已调整至长期债务



### 附件 3 主要计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+一年内到期的长期(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 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。