

信用等级公告

联合[2012] 259 号

联合资信评估有限公司通过对无锡市惠山经济发展总公司及其拟发行的 2013 年度 12 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

无锡市惠山经济发展总公司

主体长期信用等级为

AA

无锡市惠山经济发展总公司

2013 年度 12 亿元企业债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年四月十八日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与无锡市惠山经济发展总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与无锡市惠山经济发展总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因无锡市惠山经济发展总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由无锡市惠山经济发展总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、无锡市惠山经济发展总公司 2013 年度 12 亿元企业债券信用等级自本期企业债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

联合资信评估有限公司

二零一二年四月十八日



无锡市惠山经济发展总公司

2013 年度 12 亿元企业债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 12 亿元

本期债券期限: 6 年

评级时间: 2012 年 4 月 18 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	61.06	91.10	113.02
所有者权益 (含少数股东权益)(亿元)	26.99	29.88	54.28
长期债务(亿元)	20.05	28.29	27.54
全部债务(亿元)	25.15	33.50	34.60
主营业务收入(亿元)	1.20	5.50	4.99
利润总额(亿元)	1.14	2.00	1.33
EBITDA(亿元)	1.74	2.66	1.86
经营性净现金流(亿元)	-13.54	1.89	7.58
主营业务利润率(%)	13.34	20.24	13.31
净资产收益率(%)	3.52	5.87	2.31
资产负债率(%)	55.80	67.20	51.97
全部债务资本化比率(%)	48.24	52.86	38.93
流动比率(%)	273.35	182.38	138.04
全部债务/EBITDA(倍)	14.48	12.59	18.62
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.22	0.15

分析师

李 洁 董蓁洋

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

无锡市惠山经济发展总公司(以下简称“公司”)是无锡市惠山区唯一的城市基础设施建设投资主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了无锡市惠山区较强的区域经济和财政实力,及公司在资产和资源注入、财政资金支持及基础设施建设项目回购等方面得到惠山区人民政府的大力支持。联合资信同时注意到,公司自身盈利能力较弱,未来资本支出较大,土地出让存在不确定性等因素对公司经营和发展可能带来不利影响。

无锡市经济持续快速增长,未来城市基础设施建设发展前景良好,对公司经营提供支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司拟于 2013 年度发行的 12 亿元企业债券,通过无锡市惠山区人民政府以代建回购款的形式提供偿债主要资金来源,回购资金在时间及金额安排方面能满足本期债券还本付息的要求。政府补贴收入以及土地出让收益作为还款来源的补充,进一步增强了本期债券的安全性。此外,本期债券分期偿还有助于降低公司未来集中偿付压力。综合看,本期债券到期不能还本付息的风险较低。

优势

1. 无锡市区域位置优越,经济及财政实力较强,为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是无锡市惠山区唯一的城市基础设施建设运营主体,业务经营具有区域垄断性;在资本金注入、股权资产注入、土地资产注入、财政补贴、项目回购等方面得到惠山区政府的大力支持。
3. 公司就本次募投项目与惠山区政府签订 BT 回购协议,未来可获取的代建回购款能够覆盖本期债券的本金及利息支出;同时,政府补贴收入以及土地出让收益作为还款来源的补充,

进一步增强了本期债券的安全性。

4. 本期债券分期偿还有助于降低公司未来集中偿付压力。

关注

1. 公司投资与经营主要取决于政府决策，自身盈利稳定性弱，对财政支持依赖程度较高。
2. 公司土地一级开发收益受宏观政策及房地产市场波动影响，未来存在不确定性。
3. 公司未来资本性支出较大，存在一定的资金压力。
4. 政府回购项目处于初步建设阶段，其回款尚未开始形成，未来具有一定不确定性。

一、主体概况

无锡市惠山经济发展总公司(以下简称“公司”)前身为无锡县华龙实业总公司,于1993年1月12日,由无锡县洛社供销社出资(持股比例为100%)成立,初始注册资本518万元。2009年7月,根据惠府发〔2009〕100号文件,公司名称变更为现名,隶属于无锡市惠山区国有资产监督管理委员会,公司出资人变更为无锡市惠山区国有资产管理办公室,公司性质为国有独资公司。2012年2月,惠山区国资办以货币资金的形式对公司增资29000万元;2012年3月,惠山区国资办继续以货币资金的形式对公司增资33000万元。截至2012年3月,公司注册资本为62518万元。

公司经营范围:基础设施建设,授权范围内自有资产的经营和资本运作,包括项目投资与管理,资产收益管理,资产重组与经营(上述范围涉及专项审批的,经批准后方可经营)。

截至2011年底,公司下属共7家二级子公司,见附件1。公司本部设4个职能部门:综合部、财务管理部、项目建设部、投融资管理部。

截至2011年底,公司资产总额113.02亿元,所有者权益(含少数股东权益)54.28亿元。2011年公司实现主营业务收入4.99亿元,利润总额1.36亿元。

公司注册地址:江苏省无锡市惠山区政和大道196号;法定代表人:周敏栋。

二、本期债券及债券投资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2013年发行12亿元企业债券(以下简称“本期债券”),债券期限为6年。本期债券每年付息一次,从第3个计息年度开始分次偿还本金,即在第3、4、5、6个计息年度末分别按照发行总额的25%、25%、25%、25%的比例偿还本金。

本期债券采用固定利率形式;采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金12亿元人民币,所募集资金将全部用于惠山区保障性住房建设工程新洲花园项目(以下简称“新洲花园项目”);新洲花园项目预计总投资28.74亿元,本期债券募集资金占项目总投资金额的41.75%。

新洲花园项目位于惠山区前洲街道,规划范围东起中兴路,西至黄塘路,南临兴玉路,北到城高路,整个地块与前洲街道隔路相望,紧邻沪蓉高速玉祁出入口,区域位置优越。

新洲花园项目主要建设内容为公租房、廉租房、棚户区改造和安置房建设,项目占地218324平方米,总建筑面积696980平方米,其中:公租房建筑面积69102平方米,共1200套;廉租房建筑面积2880平方米,共50套;棚户区改造安置房面积278828平方米,共3186套;拆迁安置房建筑面积209012平方米,共2242套。此项目建成后将重点解决惠山区低收入住房困难户,年久失修危房户和国家重点项目拆迁安置户的住房困难问题,涉及住房困难家庭人数18710人。

该项目已取得第320206201100033号《建设用地规划许可证》、无锡市惠山区发展和改革局“惠发改投社【2011】20号”项目可行性研究报告批复、“惠发改能审【2012】2号”项目节能评估报告书的审查意见、无锡市惠山区环境保护局关于该项目的环境影响报告书的批复等政府文件。

新洲花园项目建设期为2.5年,建设工期为2011年6月至2013年底。项目总投资28.74亿元。该项目拟由公司下属子公司无锡市惠山经济发展有限公司承担建设任务。截至2011年底,该项目已投入资金5亿元。

三、经营环境

目前公司所有业务和工程项目均在无锡市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接接受无锡市及惠山区经济增长、财政收支状况的影响，并与区域发展规划密切相关。

1. 无锡市

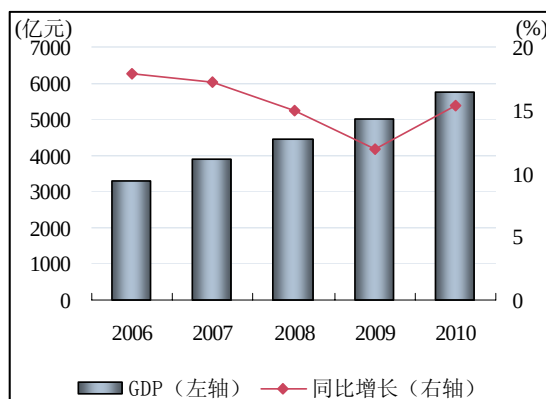
区域概况

无锡市位于江苏省的东南部，为江苏省省辖市，全市总面积为4627.47平方公里（其中市区1643.88平方公里），截至2010年底，全市户籍人口466.56万人，下辖崇安、南长、北塘、锡山、惠山、滨湖6区和新区管委会，及江阴、宜兴2县级市。

区域经济

近几年，无锡市经济总体持快速增长的态势，综合实力逐年增强。根据《2010年无锡市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2010年度无锡市实现地区生产总值5758亿元，同比增长13.1%，经济总量在中国城市GDP排名中居第9位（参见表1），在江苏省仅次于苏州市；按常住人口计算人均生产总值超过9万元。无锡市实现第一产业增加值104.94亿元，第二产业增加值3208.69亿元，第三产业增加值2444.27亿元，三次产业比例达到1.8：55.7：42.5，三产增加值占GDP比重比上年提高1.2个百分点，产业结构持续优化。

图1 无锡市近年GDP及增长率



资料来源：无锡市历年统计公报

表1 2010年度中国城市GDP排名情况

名称	GDP(亿元)	排名	名称	GDP(亿元)	排名
上海市	16872.42	1	无锡市	5758.00	9
北京市	13777.90	2	青岛市	5666.19	10
广州市	10604.48	3	佛山市	5638.47	11
深圳市	9510.91	4	武汉市	5515.76	12
苏州市	9168.91	5	成都市	5500.00	13
天津市	9108.83	6	大连市	5150.00	14
重庆市	7894.24	7	宁波市	5125.80	15
杭州市	5945.77	8	南京市	5086.00	16

资料来源：wind 资讯

“十二五”期间，无锡市将继续调整经济产业结构，加快高新技术产业的发展，确立了物联网、新能源、新材料和新型显示、节能环保、微电子、生物技术和新医药、软件和服务外包、工业设计和文化创意产业等八大战略性新兴产业主导产业。

固定资产投资和城市基础设施建设

2010年，无锡市投资呈快速增长态势，全年社会固定资产投资完成2985.7亿元，同比增长25.1%；其中第一产业投资16.9亿元，同比增长19.0%，第二产业投资1210.8亿元，同比增长15.0%，第三产业投资1757.9亿元，同比增长33.1%。从房地产板块来看，无锡市完成房地产开发投资612.7亿元，同比增长32.2%；商品房施工面积为4482.9万平方米，同比增长36.4%；商品房竣工面积1001.7万平方米，同比增长39.2%。全年商品房销售面积1010.2万平方米，同比下降9.1%；房地产业实现增加值258.3亿元，同比下降7.3%。

综合来看，无锡市经济保持较快发展，综合实力不断提高。从产业结构来看，无锡市以发展重工业为主，近年来着力开拓物联网、新能源等高新技术产业。无锡市近年来固定资产投资支出较大，为城市化水平的提升提供了保障。

财政实力

2008~2010年，无锡市财政总收入分别完成909.16亿元、1062.0亿元和1579.85亿元；一般公共预算收入分别完成365.4亿元、415.9亿元和

511.89亿。2010年，无锡市财政总收入在江苏省排名第三。

2010年，无锡市完成财政总收入1579.85亿元，同比增长48.8%（同口径增长20.7%）。财政总收入占地区生产总值的比重为27.4%，比上年提高6.1个百分点。其中地方一般预算收入511.89亿元，比上年增长23.1%，其中市区为323.15亿元，比上年增长24.2%；基金收入625.71亿元，比上年增长130.0%（同口径增长20.1%）；上划中央四税442.25亿元，比上年增长18.2%。

2010年，无锡市财政支出结构继续调整。

全市财政总支出预计完成1069.1亿元，同口径增长16.0%；一般预算支出468.47亿元，比上年增长15.5%；社会保险基金支出115.34亿元，比上年增长14.8%。

根据无锡市财政局的数据，2011年无锡市地方可支配收入为416.34亿元，其中地方一般预算本级收入为182.45亿元。一般预算收入中，税收收入占76.85%，收入结构较稳定。2011年底，无锡市地方政府债务为180.91亿元，债务率为43.45%。

表2 无锡市政府债务余额及综合财力统计表

单位：万元

地方债务（截至2011年底）	金额	地方财力（2011年）	金额
（一）直接债务余额	1804738	（一）地方一般预算本级收入	1824547
1、外国政府贷款		1、税收收入	1402145
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	422402
3、国债转贷资金	12467	（二）转移支付和税收返还收入	489056
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	20435
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	179495
6、国内金融机构借款	1744271	3、税收返还收入	289126
（1）政府直接借款	196250	（三）国有土地使用权出让收入	1729578
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	1548021	1、国有土地使用权出让金	1594239
7、债券融资	48000	2、国有土地收益基金	128849
（1）中央代发地方政府债券	48000	3、农业土地开发资金	6490
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		4、新增建设用地有偿使用费	
8、粮食企业亏损挂账		（四）预算外财政专户收入	120231
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
（二）担保债务余额	8800		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款	3517		
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保单位、个人借款			
6、其他	5283		
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	1809138	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	4163412
债务率=（地方政府债务余额/地方综合财力）*100%			43.45%

资料来源：无锡市财政局

2. 无锡市惠山区

区域概况

惠山区位于无锡市西北部，为无锡市市辖区，辖区总面积48.77万亩（其中耕地面积14.70万亩），户籍总人口41.81万人。下辖堰桥镇、前洲镇、玉祁镇、洛社镇、钱桥镇、阳山镇，共6个镇。

惠山区位于长江三角洲的中心，距上海仅128公里，京杭运河、312国道、沪宁高速公路、京沪铁路、锡澄高速公路贯穿全境，区内道路交通便利。人力资源方面，无锡职教园区落户惠山，10多家高校的进驻成为惠山人才的摇篮。

区域经济

2009~2011年，惠山区地区生产总值持续增长，三年复合增长16.1%。2011年惠山区完成地区生产总值518.8亿元，同比增长17.0%（参见表2）。

从产业结构来看，惠山区产业结构以第二产业为主。2011年惠山区第一产业实现增加值15.6亿元，同比增长17.3%；第二产业实现增加值334.6亿元（其中工业实现增加值303.9亿元，建筑业实现增加值30.7亿元），同比增长12.7%；第三产业实现增加值168.6亿元，同比增长26.6%；第一、二、三产业结构比为3.0:64.5:32.5。

表3 惠山区 2009~2011 年区域经济发展情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年
地区生产总值（亿元）	384.6	443.5	518.8
GDP 增长率（%）	7.0	15.3	17.0
其中：第一产业增加值（亿元）	12.1	13.3	15.6
第二产业增加值（亿元）	260.9	297.0	334.6
第三产业增加值（亿元）	111.6	133.2	168.6

资料来源：惠山区统计局

“十一五”期间，惠山区大力发展新兴产业以及服务业，产业结构逐步优化。在新兴产业方面，惠山区重点发展集研发、孵化、产业化于一体的江苏数字信息产业园等专业园区，基本形成了汽车及零部件、风电设备、光伏、数字信息、新材料及生物医药等新兴产业发展

框架，新兴产业产值占比超过30%。冶金、化工、纺织印染等传统产业占比下降11个百分点。现代服务业方面，包括现代物流、商务商贸、文化创意等行业迅速发展，西站物流园、阳山桃博园等发展平台初具规模，乐购超市、五洲装饰城等大型市场建成开业。

总体看，惠山区近年来区域经济保持了平稳发展；产业结构以工业为主；近年来，惠山区实施“转型升级”战略，大力发展新兴行业及现代服务业，已取得一定进展。

固定资产投资和城市基础设施建设

惠山区固定资产投资规模较大，其中以工业投资为主。2009 及 2010 年惠山区固定资产投资完成额快速增长（25.0%），2010 年达到320.3 亿元；2011 年固定资产投资完成额较上年变动不大，为 316.3 亿元。从固定资产投资构成来看，工业投资占比大；近三年，惠山区分别完成工业固定资产投资 103.6 亿元、137.9 亿元、110.6 亿元（参见表3）。

表4 惠山区 2009~2011 年固定资产投资完成情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年
固定资产投资完成额（亿元）	256.3	320.3	316.3
固定资产投资增长率（%）	25.0	25.0	-1.2
其中：工业投资额（亿元）	103.6	137.9	110.6

资料来源：惠山区统计资料

在项目建设方面，“十一五”期间，惠山区完成土地利用总体规划和城镇布局规划修编，初步构建“一城一区三大新市镇”的现代城镇体系；新建改建公路总里程 240.8 公里，相继建成 342 省道、惠澄大道等骨干道路，基本构建“五纵五横”快速主干路网。

在基础设施建设方面，惠山区加快惠山新城、洛社新城、平湖新城、无锡职教园等重点功能区的建设，城市配套功能日趋完善；累计完成拆迁 619 万平方米、建设安置房 506 万平方米、完成 40 万平方米老新村改造；完成新农村示范点建设 93 个、村庄整治 206 个。

财政实力

公司作为惠山区基础设施建设主体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。

伴随着惠山区经济持续快速发展，其财政实力稳步增强。2009~2011年，惠山区财政总收入分别为78.8亿元、102.7亿元和129.6亿元，年均复合增长率为28.2%；地方一般预算收入分别为38.10亿元、47.85亿元和57.74亿元，年复合

增长率为23.11%。

地方可支配收入主要包括一般预算收入、政府性基金收入、上级补助收入和预算外收入。近年来，惠山区可支配收入以一般预算收入为主；一般预算收入中以税收收入为主，收入结构较稳定。2009~2011年，惠山区可支配收入增长速度较快，年均增长率为37.53%，2011年，惠山区可支配收入为105.46亿元。

表5 2009-2011年惠山区可支配收入（单位：亿元、%）

科目	2009年	2010年	2011年	三年复合增长率	2011年各项占比
	金额（亿元）	金额（亿元）	金额（亿元）	（%）	（%）
一般预算收入	38.10	47.85	57.74	23.11	54.75
其中：税收收入	31.98	39.49	45.44	19.20	43.09
非税收入	6.12	8.36	12.29	41.71	11.65
政府性基金收入	7.52	15.02	24.84	81.75	23.55
上级补助收入	0.50	0.54	8.74	318.09	8.29
预算外收入	5.52	6.15	14.15	60.11	13.42
其中：政府行政性收费	0.54	0.71	4.42	186.10	4.19
国有资源（资产）有偿使用收入	0.03	0.03	-	-	-
其他收入	6.75	5.41	9.72	20.00	9.22
地方可支配收入总计	55.76	70.10	105.46	37.53	100.00

资料来源：惠山区历年财政收支决算表

总体看，近年来惠山区财政收入保持了较快的增长速度，财政实力稳步增强，为地区基础设施建设提供了资金支持和保障。

未来发展规划

根据《无锡市惠山区国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》，“十二五”期间惠山区将大力优化经济结构：“优先发展新兴服务业”、“加快发展高科技产业”、“着力发展现代农业”。

新兴服务业方面，惠山区将大力发展软件与服务外包、文化创意、区域性总部型经济等新兴高端服务产业；到2015年实现服务业增加值450亿元规模，占区域GDP比重达到45%。

高科技产业方面，惠山区将加快传统制造业升级改造与重点发展四大战略性新兴产业（汽车及零部件产业、风电装备制造业、光伏新能源产业、数字信息、新材料与生物医药产业）相结合；力争五年期间累计上市企业20家，实现至2015年新兴战略性新兴产业产值占工业经济

比重达60%。

现代农业方面，惠山区将完善产业结构，大力发展生态休闲旅游农业，强化科技创新及体制创新，到“十二五”期末全区实现生物农业销售收入达到6亿元。

综合来看，惠山区交通便利、人才充沛，近年来地区经济稳定发展。惠山区大力发展新兴行业与现代服务业，随着固定资产投资以及城市基础设施建设投资力度的加大，公司面临着良好的产业政策及投资环境。

四、政府支持

作为无锡市惠山区政府下设的唯一城市基础设施建设主体，公司在资本金注入、股权资产注入、土地资产注入、财政补贴、项目回购等方面得到政府的大力支持。

资本金注入

2012年2月，无锡市惠山区国有资产管理办

公室对公司增加注册资金29000万元，上述增加的注册资金全部以货币资金投入，增资后公司注册资金29518万元。此项转增资本事宜经无锡梁溪会计师事务所有限公司以锡梁会师内验字（2012）第1016号验资报告审验。

2012年3月，无锡市惠山区国有资产管理办公室对公司增加注册资金33000万元，上述增加的注册资金全部以货币资金投入，增资后公司注册资金62518万元。此项转增资本事宜经无锡梁溪会计师事务所有限公司以锡梁会师内验字（2012）第1029号验资报告审验。

股权资产注入

2009年，根据无锡市惠山区人民政府“惠府复【2009】34号”文件，政府将无锡惠山经济发展有限公司98.96%的股权（117400万元）、无锡惠山新农村建设发展有限公司95%的股权（66500万元）、无锡惠山投资发展有限公司95%的股权（4750万元）、无锡金惠科技发展有限公司95%的股权（19000万元）等公司中的绝大部分国有股权，共计207650万元无偿划拨至公司。

2010年，根据无锡市惠山区人民政府“惠府复【2010】37号”文件，政府将无锡广厦置业有限公司45%的股权（9000万元）无偿划拨至公司。

土地资产注入

2009~2011年期间，惠山区政府向公司下属子公司无锡惠山投资发展有限公司（以下简称“惠山投资”）、无锡金惠科技发展有限公司（以下简称“金惠科技”）、无锡市惠山经济发展有限公司（以下简称“经发公司”）以及无锡惠山新农村建设发展有限公司（以下简称“新农村建设”）等4家子公司注入土地资产合计3594.03亩，经江苏金宁达不动产评估咨询有限公司进行评估，上述土地资产评估价值合计38.63亿元。

表6 惠山区政府拨入土地资产情况

接收单位	土地面积（亩）
惠山投资	1157.85
金惠科技	356.74
经发公司	648.50
新农村建设	1430.95
合计	3594.03

资料来源：公司提供

财政补贴

2009~2011年公司分别收到财政补贴1.41亿元、1.50亿元和1.50亿元。主要是土地收购中心、政府拆迁办、交通建设指挥部等部分划入公司本部、无锡市惠山经济发展有限公司、无锡市惠城供水经营有限公司（以下简称“惠城供水”）等的专项补贴资金。

此外，根据惠山区人民政府“惠府发【2012】11号”文件，惠山区政府同意自2012年开始，每年给公司安排不低于1.5亿元的专项财政补贴。

表7 公司获得财政补贴情况表

年份	补贴单位	补贴金额（万元）	补贴项目
2009年	公司本部	6031.2	拆迁专项补偿
	惠城供水	8050	污水管网建设资金
2010年	惠城供水	5000	污水管网建设资金
	公司本部	10000	基础设施配套资金
2011年	公司本部	2000	基础设施配套资金
	经发公司	12955.08	基础设施配套资金
合计		44036.28	--

资料来源：公司提供

项目回购

针对本期债券募集资金所投资项目，2011年3月，惠山区人民政府与公司签订了《惠山区保障性住房建设工程新洲花园项目投资建设与转让收购（BT）协议》（以下简称“《BT协议书》”），根据该协议，政府对新洲花园BT项目回购期限为6年，自项目工程开工建设之日起计算，总回购金额为35.01亿元（其中，项目本金28.74亿元，协议期间公司产生的投资收益6.27亿元）。公司在代建期间融资金额产生的利息由

惠山区人民政府按工程实际融资产生的利息另行按实结算。惠山区人民政府将代建回购款项在付息日前1个月支付至公司开立的指定账户。

表8 代建项目回购款还款进度安排表

单位：(亿元)

序号	支付时间(年)	当期支付金额(亿元)
1	第1年	2.40
2	第2年	2.40
3	第3年	7.40
4	第4年	7.40
5	第5年	7.40
6	第6年	8.01
合计		35.01

资料来源：公司提供

五、公司管理

1. 法人治理结构

公司为无锡市惠山区国有资产管理办公室下属直接控股的全资子公司，公司性质为全民所有制。

公司不设董事会，不设监事会，公司的决策机构为总经理办公会议，成员包括：总经理、书记、副总经理。公司实行总经理负责制，设总经理1人，副总经理2人。总经理为企业法定代表人，由无锡市惠山区国有资产管理办公室任命。

总经理领导企业的科研、生产和经营管理工作，主要行使下列职权：(1) 决定企业的经营计划和投资方案；(2) 制订企业的年度财务预算方案、决算方案；(3) 制订企业的利润分配方案和弥补亏损方案；(4) 制订企业增加或者减少注册资本的方案；(5) 拟订企业合并、分立、变更、解散的方案等。

目前公司本部设综合部、财务管理部、投融资管理部及项目建设部4个部门。

总体看，公司目前机构设置基本能够满足日常管理需要，但尚未建立起以法人治理结构为核心的现代企业制度，公司法人治理结构有待完善。

2. 内部管理

公司在工程管理、招投标管理、财务管理等方面制定了一系列内部管理制度，以规范公司内部运作程序。

在工程管理方面，公司对设计变更、增加工程量等进行严格控制，建立变更(方案)会审制度。对于设计变更超过原方案10%的需要重新进行招标；对于预算10万以上50万以下的设计变更、增加工程量等需由项目建设部提出书面申请，公司组织相关部门进行会商后报建设工程领导小组批准。此外，公司对于10万以下的相关变更程序也均有明确的规定。

在招投标管理方面，公司成立了专门的工程招投标工作小组负责相关工作。公司对需要进行招标的项目类型及金额、招标方案的编制、招标方式的确定、投标方资格审查、投标/开标/评标/中标流程及评审标准等方面均进行了明确规定。

财务管理方面，公司对财务工作岗位职责、会计档案管理、财务内部牵制、货币资金管理等方面均制定了相关的制度文件，各项财务工作有章可循。

总体来看，公司法人治理结构有待完善；内部管理体系基本建立，能满足公司目前管理活动需要。

3. 人员素质

目前公司本部领导共4人，其中总经理1人，副总经理2人，党委书记1人。

公司总经理周敏栋先生，1974年出生，本科学历，曾任无锡市惠山区交通局财务科科长，现任公司总经理兼无锡市惠山阳山桃博园区管委会副主任兼无锡市惠山区阳山镇人民政府副镇长职务。

截至2011年底，公司本部在职人员16人。从文化程度来看，本科以上学历的占87.50%，大专学历占12.50%；从年龄分布来看，30岁以下的占37.50%，30~40岁的占50%；40岁以上的占12.50%。公司本部员工整体素质较高，年

龄结构满足公司经营管理的需要。

总体看，公司本部高管人员均具有政府工作背景，在公司经营管理初期有利于公司的发展；公司员工素质基本能满足日常经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务收入全部来自代建工程收

入。2009~2011年，公司分别实现代建工程收入1.20亿元、5.50亿元和4.99亿元。代建收入主要来自京杭运河惠山区洛社区段整治、惠山区西环线工程、金惠创业园三期三个项目。从毛利率看，近三年公司代建工程收入毛利率相对稳定，均为16.67%。2010年公司有一笔资产管理收入4699万元计入主营业务收入，所附的合同为回购房销售收入，但是根据政府会议纪要，该笔收入为政府处理的违规开发商的收回房屋，无成本支出。

表9 2009~2011年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

收入类别	2009年			2010年			2011年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程收入	12000	100	16.67	50262.29	91.45	16.67	49874.54	100%	16.67%
资产管理	--	--	--	4699.00	8.55	100%	--	--	--
合计	12000	100	16.67	54961.29	100%	23.79	49874.54	100%	16.67%

资料来源：公司审计报告

2. 公司经营

（1）基础设施建设

公司成立时间较短，基础设施建设投入主要集中在2010年及2011年两年。建设模式主要有两种：一是自行筹资进行建设，如惠山区重度残疾人托养中心项目（政府对该项目给予一定的补贴）及新经济创业中心一期项目；二是政府委托代建，公司与惠山区政府签订委托代建合同，惠山区政府以公司每年实际支出的投资额加成20%与公司进行结算，工程竣工后，根据审计结果据实调整实际结算金额。委托代建项目主要包括京杭运河惠山区洛社区段整治项目、惠山区西环线工程项目及无锡惠山科技创业服务中心三期工程项目。

①惠山区重度残疾人托养中心项目

惠山区重度残疾人托养中心（以下简称“托养中心”）项目位于惠山区洛社镇雅西社区居委，占地面积为16115平方米，建筑面积为1.7万平方米，设置床位400张，并设有医疗、文体、康复和休息等场所和设施，项目总投资为6500万元。

该项目于2010年4月12日开工，2010年8月27日主体建筑完工，并已于2011年5月6日通过

竣工验收。

目前，托养中心属于半经营状态，政府根据入住的残疾人数给予公司补贴收入。目前政府补贴8000万元，到款3000万元，余额分二期付清。

②新经济创业中心一期项目

新经济创业中心一期项目由下属子公司广厦置业负责建设。新经济创业中心项目可建设用地面积为183926平方米，总建筑面积938998平方米，其中地上建筑面积750000平方米，地下建筑面积184398平方米（包括停车位3775个）。该项目共划分为A、B、C、D、E、F六个不同的功能地块，其中A、F地块作为一期工程已启动，后续几期工程拟于2012年启动。

新经济创业中心一期项目建设规模见下表。其中，A地块为管理服务研发中心，F地块为生活配套中心。

表10 新经济创业中心一期项目建设规模

	可建设用地面积 (M ²)	总建筑面积 (M ²)	其中：停车位 (个)	估算总投资 (万元)
A地块	23340	174149	730	63530
F地块	36700	75145	320	29965
合计	61040	249294	1050	93495

资料来源：公司提供

新经济创业中心一期项目于2010年9月动工，建设周期为两年半，预计2013年3月完工。该项目估算总投资为9.35亿元，其中A地块拟投资6.35亿元，F地块拟投资3.00亿元。

截至2011年底，A地块的施工已进行至第12层（共计24层），计划于2012年底封顶。F地块目前尚在进行前期的拆迁征地阶段。截至2011年底公司已累计向该项目投入资金2.5亿元，其中A地块累计投入1.6亿元，F地块累计投入0.9亿元。

表11 新经济创业中心一期项目分年度投资计划
(单位：万元)

	2010年	2011年	2012年	2013年	合计
拟投资金额	30000	37700	20000	13495	93495

资料来源：公司提供

③京杭运河惠山区洛社区段整治

苏南运河无锡洛社段航道整治工程是苏南运河无锡段中的一部分。该工程包括6.871公里航道整治，新建驳岸6061.67延米，老驳岸加固3667.75米，开挖土方233万立方米。

该工程概算总投资为21659.39万元。该项目为政府委托代建项目，建设期为2010年9月至2011年9月。截至2011年底，该工程已完工，进入后期扫尾阶段。

④惠山区西环线工程

惠山区西环线工程为无锡市现状西环路向北延伸工程，是无锡市快速路网及惠山区干线公路网的重要组成部分，按设计速度80km/h一级公路标准建设。该项目路线全长约10.964Km，其中自现状G312向北跨越京杭运河、京沪铁路约2.032km路段土建工程属京杭运河“四改三”工程实施范围。

项目投资估算总金额为95536.2万元，其中建安费用54586.9万元；平均造价为10695.6万元/km。该项目为政府委托代建项目，工程建设期为2010年9月至2011年9月。截至2011年底，该工程已基本完工，在进行后期收尾工作。

⑤无锡惠山科技创业服务中心三期工程

该项目主要建设科技创业服务中心、软件园、研发大楼以及相关基础设施。项目占地总面积248260平方米，总建筑面积614751平方米，其中地上建筑面积505370平方米，地下建筑面积109381平方米。

该项目位于展业路以东、创新路以南、惠山大道以西、堰新路以北，由公司下属子公司“金惠科技”实施。

项目投资估算总金额为150395万元，实际工程支出大于。该项目为政府委托代建项目，工程建设期为2010年1月至2011年6月。截至2011年底，主体工程已完工，还有部分外围绿化等扫尾工作，目前已有部分商户入驻。

截至2011年底，京杭运河惠山区洛社区段整治项目、惠山区西环线工程、无锡惠山科技创业服务中心三期工程共收到政府代建回购款约10亿元，剩余部分预计于2013年收回。

(2) 其他业务

①土地收储及开发

公司目前共有土地储备3594.03亩。截至2011年底，公司暂未开展征地拆迁业务，也无土地出让收入。2011年，公司获得土地开发补偿收入0.54亿元，计入其他业务收入。该款项是由公司获取其他商业用地时缴纳的土地出让金，后又获得全额返还而形成。

公司计划于未来有计划出让部分土地。近期内，公司拟于2012年及2013年两年出让土地合计1730.63亩，其中，2012年拟出让857.07亩，2013年拟出让873.56亩；预计共取得土地出让收入52.28亿元，其中归属于公司的收入为33.98亿元。从出让单价看，2012年计划出让的土地位于中心地区，出让单价为338.99万元/亩；2013年计划出让的土地预计出让单价为265.93万元/亩。出让金额根据江苏金宁达不动产评估咨询有限公司评估的出让价格预计。

公司土地出让收入在扣除以下成本后全部归公司所有：①土地出让业务费（土地出让金的1%）；②农业梯度开发资金59元/平方米；③

城镇廉租房建设资金59元/平方米；④治污资金（土地出让金的5%）；⑤市集中部分（土地出让金的15%）。

2013年以后的土地出让工作将根据届时的实际情况进行。

表12 公司2012-2013土地出让计划

（单位：万元）

年度	出让面积 (亩)	出让单价 (万元/亩)	出让收入(万元)	归属于公司的收入(万元)
2012年	857.07	338.99	290538	188849.70
2013年	873.56	265.93	232306	150998.90
合计	1730.63	302.11	522844	339848.60

资料来源：公司提供

②资产管理

公司管理的资产主要为政府注入的三处商业房产，产权属于公司所有。上述商业房产分别位于堰桥街道石新路、政和大道182号、政和大道188号等地段，可出租面积合计14326.43平方米。2010年和2011年，公司分别实现租金收入415.43万元和415.00万元。上述租金收入计入其他业务收入。

3. 未来发展

未来，公司将继续发挥融资平台作用，积极参与惠山区基础设施建设。公司未来几年的投资重点：一是新经济产业园项目，公司将继续深化产业园 B、C、D、E 地块的建筑设计及园区内供电、给排水、天然气、景观绿化、市政道路、地下停车库等各类工程设计；二是新洲花园保障房建设。该项目拟于 2011 年 6 月开工建设，公司将全力保障该项目的建设工作计划进行。此外，公司还将适时推出相关成熟的收储地块，实现土地资产价值最大化。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009~2011 年度（三年连审）财务报表已经江苏天华大彭会计师事务所审

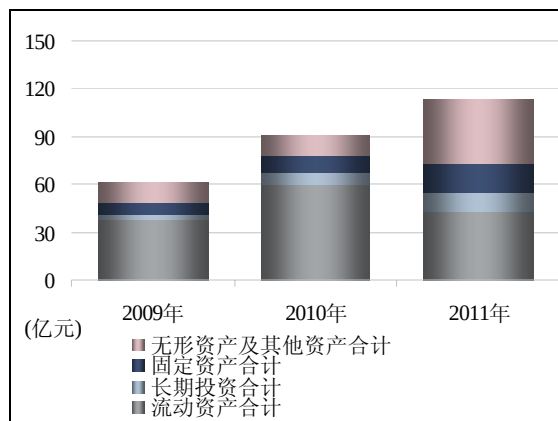
计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2010 年公司合并范围新增无锡广厦置业有限公司、无锡中城投资发展有限公司 2 家公司，上述公司合计注册资本 4.00 亿元。

截至 2011 年底，公司资产总额 113.02 亿元，负债总额 58.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.28 亿元。2011 年公司实现主营业务收入 4.99 亿元，利润总额 1.33 亿元。

2. 资产质量

2009~2011 年，随着土地等资产的大规模注入，公司资产总额增长速度较快，年均增长 36.05%。截至 2011 年底，公司资产规模同比大幅攀升，达到 113.02 亿元，主要是由于 2011 年公司无形资产及长期股权投资大幅增加所致。从资产构成情况看，2009 及 2010 年公司资产主要以流动资产为主，2011 年无形资产及其他资产大幅增长，流动资产占比相应有所降低。截至 2011 年底，公司资产中流动资产占 38.12%、长期投资占 10.22%、固定资产占 16.53%、无形资产及其他资产占 35.12%。

图2 2009~2011年公司资产构成情况

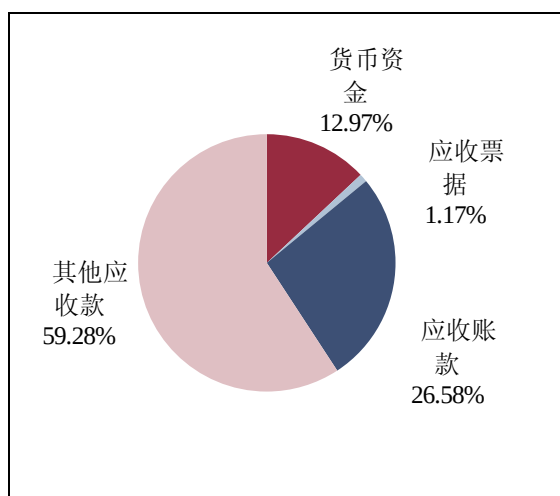


资料来源：公司财务报表

流动资产

2009~2011 年，公司流动资产年均增长 6.01%。截至 2011 年底，受其他应收款金额减少影响，公司流动资产为 43.06 亿元，同比减少 17.00 亿元，以其他应收款、应收账款、货币资金及应收票据为主。

图3 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至2011年底，公司货币资金余额为5.59亿元，主要以其他货币资金及银行存款为主，另有少量现金。货币资金中，其他货币资金为4.88亿元，全部为使用受限制的保证金存款。

2009~2011年，随着公司承接的政府性工程项目的增加，应收账款也出现较大增幅，年均增长率为208.82%。截至2011年底，公司应收账款账面余额11.47亿元，其中包括应收惠山区财政局代建垫款11.21亿元、江苏华夏融创置地集团公司应收款0.21亿元及房租0.04亿元。其中，对江苏华夏融创置地集团公司回购款主要是由于该公司所建项目容积率超标而应交政府的罚金，由公司代收形成。公司计提坏账准备0.03亿元，应收账款账面价值为11.44亿元。

2009~2011年，公司其他应收款分别为30.26亿元、47.86亿元、25.53亿元，截至2011年底，其他应收款账面价值25.53亿元，占流动资产合计的59.28%，是公司流动资产的重要组成部分。公司其他应收款前四家单位合计欠款19.56亿元，占其他应收款账面余额的75.99%。其中，应收惠山区财政局9.64亿元为公司及其下属控股子公司承接的政府性投资工程而产生的代建工程收入，上述工程列入区财政的还款计划而尚未拨款到公司；其余为公司

与其他单位之间的往来款。从账龄情况来看，其他应收款账龄以1年以内（占27.74%）及1~2年（占40.157%）为主；共计计提坏账准备0.21亿元。总体看，公司其他应收款金额大，欠款单位集中度高，欠款单位主要为政府及相关单位。

表13 2011年底公司其他应收款情况

（单位：万元）

欠款单位	欠款金额	备注
惠山区财政局	96352.00	应收代建工程款
无锡市惠山区土地收购储备中心	29541.36	往来款
无锡新惠山农业发展有限公司	31492.17	往来款
无锡新洲投资建设有限公司	30261.58	往来款
合计	258820.87	

资料来源：公司提供

长期投资

2009~2011年，公司长期股权投资年均增长120.26%。2010年公司主要新增对无锡市中州农业发展有限公司、无锡惠憬城市发展公司等长期股权投资；2011年公司主要新增对无锡惠远建设发展有限公司、无锡惠玉农村新型社区建设发展有限公司、无锡市惠厦贸易有限公司、无锡新洲投资建设有限公司等的长期股权投资。截至2011年底，合计11.54亿元。

固定资产

2009~2011年，公司固定资产合计年均增长57.27%，截至2011年底为18.68亿元，以在建工程为主（占96.52%）。

截至2011年底，在建工程余额为18.03亿元，主要是双置换安置房（16.50亿元）、新经济产业园（0.93亿元）、残疾人托养中心（0.52亿元）、天明路（0.08亿元）等项目。其中，残疾人托养中心虽已于2010年完成主体工程建设，但受工程款结算进度影响，使得2011年托养中心在建工程金额仍较大。

公司固定资产主要以房屋建筑物和运输设备为主。截至2011年底，公司固定资产原值0.70亿元，较年初略有增长（0.01亿元）；累计折旧

0.05亿元，固定资产净额为0.65亿元。

无形资产及其他资产

截至2011年底，公司无形资产39.69亿元，主要是2009~2011年间惠山区政府无偿划入公司的23宗土地使用权，此外还包括公司通过出让方式获得14宗土地使用权。

综合来看，近年来公司资产规模增速较快，2011年底资产构成以流动资产、无形资产及其他长期资产为主。公司流动资产中应收款项占比较大，资产变现能力偏弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2011年底，所有者权益合计54.28亿元（含少数股东权益3.54亿元）。归属于母公司的所有者权益中，以资本公积（占91.65%）和未分配利润（占7.47%）为主，其余为实收资本（占0.10%）、盈余公积（占0.78%）。公司所有者权益较年初大幅增长，主要是资本公积及未分配利润增长带动所致。

截至2011年底，公司资本公积46.50亿元（全部为其他资本公积），较2010年增长22.31亿元，主要是惠山区人民政府2011年注入公司21宗划拨土地使用权（合计2163.07亩）所致，按照政府注入土地使用权通知，注入的土地使用价值扣除政府过去对公司欠账后作增加资本公积处理。

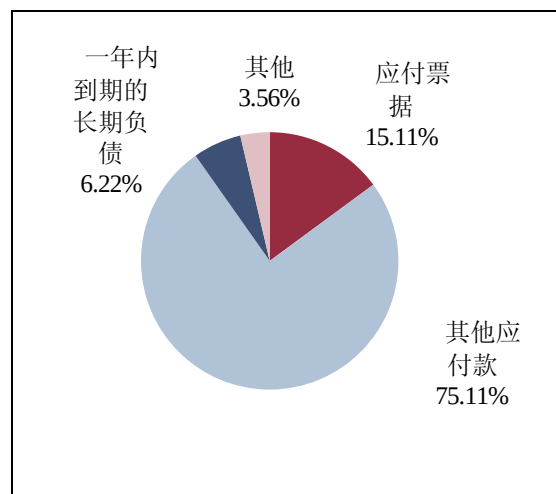
总体看，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性一般。

负债

2009~2011年，随着公司工程支出的增长，公司对外融资规模扩大，负债合计年均增长31.31%。截至2011年底，公司负债合计58.74亿元，以流动负债为主。

2009~2011年，公司流动负债年均增长49.17%，截至2011年底为31.19亿元，以其他应付款、应付票据及一年内到期的长期负债为主。

图4 2011年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报表

2009~2011年，公司短期借款有所下降，三年变动率为-54.12%。公司短期借款金额相对较小，2011年底为0.40亿元，全部为保证借款。

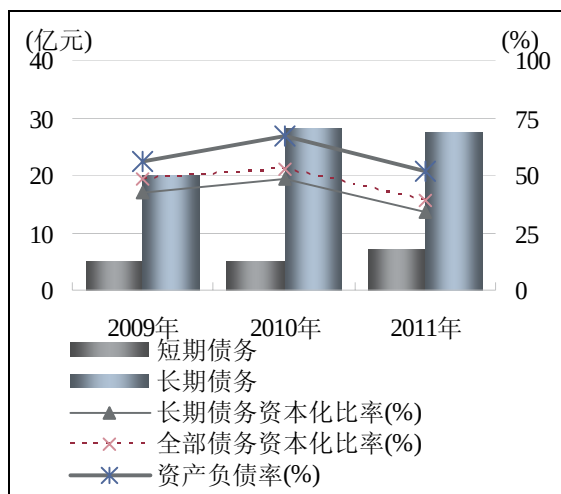
2009~2011年，公司应付票据年均增长21.36%。截至2011年底为4.71亿元，全部为银行承兑汇票。

2009~2011年，公司其他应付款年均增长62.84%，截至2011年底为23.43亿元，占流动负债的75.11%，是流动负债的重要组成部分。2011年底，公司其他应付款主要是应付堰桥街道拆迁安置办公室、无锡市惠山区交通重点工程建设指挥部、无锡地铁西漳站区管理处等5家单位的资金往来款。从账龄情况来看，账龄在1年以内的占45.22%；1~2年的占16.10%；2~3年的占24.68%；3年以上的占14.00%。

2009~2011年底，公司长期负债年均增长17.21%，截至2011年底为27.54亿元，全部为长期借款。公司长期借款主要是以公司土地、房产等为抵押物的抵押借款，另有少量保证借款。

2009~2011年，公司全部有息债务年均增长17.29%。截至2011年底，公司债务总额34.60亿元，以长期债务为主（占79.60%）。从财务构成指标来看，受2011年资本公积大幅增长的影响，2011年底公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率较上年均有较大幅度的下降，分别为51.97%、38.93%、33.66%。

图5 2009~2011年公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

综合来看，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性一般；负债构成以流动负债（主要为其他应付款）为主；总体负债水平适宜。

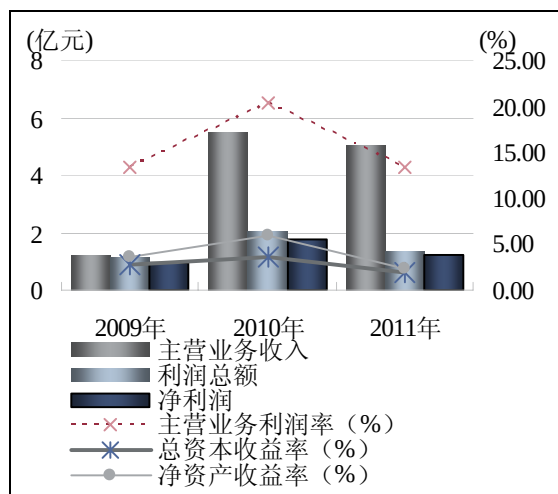
4. 盈利能力

公司的主营业务收入全部来自代建工程收入。2009~2011年，随着建设规模扩大，公司主营业务收入也逐年扩大，年均增长率为103.87%。2011年公司实现主营业务收入4.99亿元，主要来自于京杭运河惠山区洛社区整治、惠山区西环线工程及金惠创业园三期工程项目。

2011年公司实现其他业务利润0.01亿元，主要源于租金盈利。从期间费用情况来看，公司管理费用0.13亿元、财务费用0.45亿元，合计占主营业务收入的11.72%。其中公司管理费用近三年增速较快，主要是由于公司建设规模扩大导致相关费用增加所致。2011年全年，公司实现营业利润0.09亿元。

近三年，公司投资收益均为负值，全部是长期股权投资损失所致，分别为-39.55万元、-313.36万元、-2642.29万元。近三年，公司获得补贴收入金额相对稳定，分别为1.41亿元、1.50亿元和1.50亿元。2009~2011年，公司分别实现利润总额1.14亿元、2.00亿元和1.33亿元。

图6 2009~2011年公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

从盈利指标来看，2009~2011年，公司主营业务利润率分别为13.34%、20.24%和13.31%。2010年由于有4699万元的资产管理收入入账(无相应成本支出)，使得当期利润率较高，其余年度利润率均较为稳定。2011年受公司所有者权益大幅增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率较上年有较大幅度的下降，分别为1.86%和2.31%。

综合来看，公司主营业务收入（代建工程收入）及主营业务利润规模不大，补贴收入是重要的盈利来源，公司盈利能力较弱，对政府支持依赖程度较高。

5. 现金流

经营活动方面，由于公司自身盈利能力不强，其经营活动现金流量主要为政府代建回购款、与施工单位结算款项以及与惠山区政府及相关单位的往来款。公司与政府各单位往来款金额较大，该项资金流动对公司经营性净现金流影响较大。2010及2011年公司销售商品、提供劳务收到的现金金额为4.34亿元和3.83亿元；收到的其他与经营活动有关的现金为47.49亿元和31.49亿元。受往来款波动的影响，2011年公司经营活动现金流入量较2010年明显减少，为36.32亿元。2009~2011年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为1.00亿元、

4.19 亿元和 4.72 亿元，支付的其他与经营活动有关的现金分别为 50.85 亿元、45.72 亿元和 24.01 亿元。2009~2011 年，公司经营活动现金净流量分别为-13.54 亿元、1.89 亿元和 7.58 亿元，波动性较大。

投资活动方面，公司投资活动主要表现为现金流出，主要是为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。2009~2011 年，公司投资活动现金净流量分别为-7.77 亿元、-11.18 亿元和-16.39 亿元。

筹资活动方面，2009 年，公司吸收投资收到的现金金额较大，为 20.99 亿元，主要是 2009 年政府划入股权使得当期各子公司吸收投资收到的现金反应在合并报表中使得当期该科目金额较大。近年来，由于货币政策收紧，公司借款收到的现金有所下降，2011 年为 4.10 亿元。筹资活动现金流出主要体现为偿还债务支付的现金及支付的其他与筹资活动有关的现金。2009~2011 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 19.58 亿元、9.17 亿元和 8.38 亿元。

综合来看，公司经营活动现金净现金流受往来款影响波动性较大；未来，随着公司建设项目增加，公司投资支出及融资压力将进一步增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司不存在存货，截至2011年底，公司流动比率及速动比率均为138.04%；公司经营现金流动负债比为24.29%。但由于公司流动资产中应收款项占比大，且货币资金受限金额大，公司实际短期偿债能力受到影响。同时考虑到公司经营活动现金流入规模较大，近三年分别为38.31亿元、51.84亿元和36.32亿元，综合看，公司短期支付压力较小。

从长期偿债能力指标看，2009~2011年，公司全部债务/EBITDA倍数分别为14.48倍、12.59倍和18.62倍。未来随着投资规模加大，考虑到未来公司建设项目政府回购的稳定性，公

司对整体债务保障能力适宜。

公司目前暂无银行综合授信，取得银行贷款的方式均根据具体项目获得授信。截至2011年底，公司共获得银行授信额度27.54亿元，已全部使用完毕。公司融资渠道有待拓宽。

截至2011年底，公司为无锡华阔经济贸易发展有限公司、无锡市中州农业发展有限公司等9家企事业单位向银行借款和开具银行承兑汇票提供保证担保合计1.27亿元。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行额度为12亿元，期限为6年，在本期债券存续期的第3、4、5、6个计息年度末分别按照发行总额的25%、25%、25%、25%的比例偿还本金。本期债券占2011年底公司全部债务的34.68%，占长期债务的43.57%，对公司现有债务结构影响大。

截至2011年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率、资产负债率分别为33.66%、38.93%、51.97%；以2011年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期企业债券发行后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率、资产负债率分别上升为42.15%、46.19%和56.58%，公司债务负担加重。

综合看，本期债券的发行尽管将在一定程度上提高公司的负债水平，但公司整体债务负担仍处于合理水平。

2. 本期债券偿债能力分析

2009~2011年公司EBITDA分别为1.74亿元、2.66亿元和1.86亿元，为本期企业债券的0.14倍、0.22倍和0.15倍，公司EBITDA对本期企业债券覆盖程度较弱。

2009~2011年，公司经营活动产生的现金流入量 38.31 亿元、51.84 亿元和 36.32 亿元，分别为本期债券的 3.19 倍、4.32 倍和 3.03 倍；经营活动现金净流量分别为-13.54 亿元、1.89

亿元和 7.58 亿元，分别为本期债券的-1.13 倍、0.16 倍和 0.63 倍。总体看，公司经营活动现金入量对本期债券保障程度较好。

本期债券的第一还款来源为政府代建回购收入。根据公司与惠山区人民政府签署的项目 BT 协议，公司将于工程开工建设之日起的第 1 至第 6 年，分别收到政府回购款 2.4 亿元、2.4 亿元、7.4 亿元、7.4 亿元、7.4 亿元和 8.01 亿元，从而有效覆盖本期债券的利息及本金支出，为本期债券的还本付息提供有力保障。

此外，公司还具备以下补充还款来源，进一步提升了本期债券的安全性：①政府承诺每年给公司不低于 1.5 亿元的补贴收入；②公司目前拥有土地储备合计 3594.03 亩；③公司日常经营收入。在本期债券本息兑付遇到问题或公司

经营出现困难时，公司将有计划地出让部分土地，以保障债券本息的按时偿付。2012 年，公司拟出让土地 857.07 亩，预计归属于公司的收益约为 18.88 亿元；2013 年，公司拟出让土地 873.56 亩，预计归属于公司的收益约为 15.10 亿元。

总体看，综合考虑未来公司在代建回购项目上的政府回购安排，公司将获得的补贴收入以及公司的土地储备情况等因素，公司对本期债券的保障能力较强，本期企业债券到期不能偿还的风险较低。

本期债券设置了本金提前偿还条款，约定在债券存续期的第 3、4、5、6 个计息年度末分别按照发行总额的 25%、25%、25%、25% 的比例偿还本金。本金提前偿还条件使得公司避免了集中兑付风险。

表 14 代建回购款明细及其对本期债券本息的保障(单位：亿元、倍)

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	总计
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	
本期债券利息 (A)	1.2	1.2	1.2	0.9	0.6	0.3	5.4
本期债券本金 (B)			3	3	3	3	12
债券本息支出 (A+B)	1.2	1.2	4.2	3.9	3.6	3.3	17.4
现金回流 (C)	2.4	2.4	7.4	7.4	7.4	8.01	35.01
现金回流/债券本息 (C/(A+B))	2.00	2.00	1.76	1.90	2.06	2.43	2.01

资料来源：公司提供

注：本期债券利息按年利率 10% 估计。

综合来看，公司目前 EBITDA 对本期企业债券保护能力较弱，经营活动现金流入量对本期债券保护能力尚可。同时，代建回购款可以足额支付本期债券本息，进一步提高了本期债券的安全性。

3. 聘请账户及资金监管人

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司聘请兴业银行股份有限公司无锡分行作为本期债券账户及资金的监管人。

公司与兴业银行股份有限公司无锡分行签订了账户及资金监管协议，建立了偿债账户

和募集资金使用专项账户，保障债券的安全性。协议中明确了监管银行负责监督发行人按照本期债券最终核准的用途使用募集资金，并负责归集到期兑付资金，保障募集资金使用和归集偿还本金及利息的安全性。

(1) 募集资金使用专户

公司将在本期债券发行首日前 5 个工作日于兴业银行开立唯一的募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。募集资金使用专户中的资金包括本期债券募集款项及其存入该专项账户期间产生的利息。公司应按照《募集说明书》的要求，使用募集资金使用专户中的资金，专款专用。

（2）偿债资金专户

公司将在本期债券发行首日前5个工作日在兴业银行开立唯一的偿债资金专户，专门用于本期债券偿债资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。偿债资金专户中的资金包括用于偿还当年应付的本息的资金。公司应在本期债券的付息日或兑付日前7个工作日（T-7日）之前，按照《募集说明书》中确定的利息/本息金额向偿债资金专户中划入偿债资金。在本期债券付息日或兑付日前7个工作日（T-7日），兴业银行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知公司、本期债券评级机构等相关中介机构和本期债券主承销商海通证券。

十、综合评价

公司是无锡市惠山区唯一城市基础设施建设主体，主要从事惠山区基础设施建设项目，并在惠山区进行土地收储及开发等业务。无锡市区域经济实力及财政实力强，为公司的发展提供的良好的外部环境。

近三年来，公司资产规模及收入规模大幅增长，负债水平适宜；但是受代建工程项目限制，盈利能力较弱，经营性净现金流波动较大。考虑到惠山区政府对公司的在资产注入、财政资金支持及项目回购方面给予公司大力支持，公司主体信用风险较低。

公司就本期债券募投项目与政府签订BT回购协议，每年将获得稳定的收入来源，为本期债券的偿还提供了有效保障。政府补贴收入以及土地出让收益作为还款来源的补充，进一步增强了本期债券的安全性。此外，本期债券分期偿还有助于降低公司未来集中偿付压力。

综合分析，本期债券到期不能还本付息的风险较低。

附件 1 2011 年底纳入合并范围的子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	无锡市惠山经济发展有限公司	250000	99
2	无锡惠山新农村建设发展有限公司	70000	95
3	无锡广厦置业有限公司	20000	95
4	无锡惠山投资发展有限公司	5000	95
5	无锡金惠科技发展有限公司	20000	95
6	无锡中城投资发展有限公司 ¹	20000	90
7	无锡市惠城供水经营有限公司	12500	68

¹ 2011 年 9 月 5 日，公司将持有中城投发公司的 80% 股权按成本价转让给中城福润公司代为持有，股权转让后公司仅持有中城投发公司 10% 股份。但是，中城福润公司不参与中城投发公司的管理，作为投资者需承担和履行的一切义务均由公司实际承担，中城福润公司仅是名义上的股东，公司实际出资仍为 18000 万元，实际持股仍为 90%，因此公司仍将中城投发公司纳入合并报表范围。

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	42607.14	53940.76	55855.18	14.50
短期投资				
应收票据	26000.00	2700.00	5050.00	-55.93
应收股利				
应收利息				
应收账款	12000.00	65367.43	114441.97	208.82
其他应收款	302589.18	478634.53	255278.69	-8.15
预付账款				
存货				
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	383196.32	600642.71	430625.84	6.01
长期投资				
长期股权投资	23795.66	75005.79	115442.94	120.26
长期债权投资				
长期投资合计	23795.66	75005.79	115442.94	120.26
固定资产				
固定资产原值	308.71	6883.69	6987.64	375.76
减：累计折旧	61.99	127.83	480.62	178.45
固定资产净值	246.73	6755.86	6507.02	413.55
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	246.73	6755.86	6507.02	413.55
工程物资				
在建工程	75275.30	100205.72	180292.28	54.76
固定资产清理				
固定资产合计	75522.03	106961.58	186799.30	57.27
无形资产及其他资产				
无形资产	128040.37	128040.37	396925.94	76.07
长期待摊费用		357.80	363.05	
长期应收款				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	128040.37	128398.17	397288.99	76.15
递延项目				
递延收益				
资产总计	610554.37	911008.25	1130157.06	36.05

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	19000.00	8000.00	4000.00	-54.12
应付票据	32000.00	42500.00	47130.00	21.36
应付账款				
预收账款				
应付工资				
应付股利				
应交税金	805.12	4061.11	6926.24	193.30
其他应付款	14.40	99.19	174.00	247.62
其他应付款	88365.72	273072.49	234318.24	62.84
预提费用				
预计负债				
递延收益				
一年内到期的长期负债		1600.00	19400.00	
其他流动负债				
流动负债合计	140185.24	329332.79	311948.48	49.17
长期负债				
长期借款	200500.00	282900.00	275434.00	17.21
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计	200500.00	282900.00	275434.00	17.21
递延税项				
递延收益				
负债合计	340685.24	612232.79	587382.48	31.31
少数股东权益	22766.65	27000.50	35378.24	24.66
所有者权益				
实收资本	518.00	518.00	518.00	
资本公积	234781.83	241925.36	465004.74	40.73
盈余公积	948.96	2701.85	3956.05	104.18
未分配利润	10853.69	26629.75	37917.55	86.91
外币报表折算差额				
所有者权益合计	247102.48	271774.96	507396.34	43.30
负债及所有者权益合计	610554.37	911008.25	1130157.06	36.05

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	12000.00	54961.90	49874.54	103.87
减: 主营业务成本	10000.00	41885.75	41562.12	103.87
主营业务税金及附加	399.60	1949.63	1675.78	104.78
二、主营业务利润	1600.40	11126.52	6636.64	103.64
加: 其他业务利润		385.45	106.91	
减: 存货跌价损失				
营业费用				
管理费用	221.22	670.56	1319.94	144.26
财务费用	3985.19	5506.42	4523.60	6.54
三、营业利润	-2606.02	5334.99	900.01	
加: 投资收益	-39.55	-313.36	-2642.29	717.34
补贴收入	14081.20	15000.00	14955.08	3.06
营业外收入				
其他				
减: 营业外支出				
其他支出				
四、利润总额	11435.63	20021.63	13318.12	7.92
减: 所得税	419.92	1391.15	1264.15	73.51
减: 少数股东损益	1526.15	1101.53	-488.03	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	9489.55	17528.95	12542.00	14.96

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	5000.00	43485.75	48288.27	210.77
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	383093.81	474912.52	314864.20	-8.74
现金流入小计	383093.81	518398.26	363152.47	-2.64
购买商品、接受劳务支付的现金	10000.00	41915.73	47231.36	117.33
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	1.39	34.82	99.78	747.27
支付的各项税费	0.00	314.34	0.10	
支付的其他与经营活动有关的现金	508493.25	457192.63	240064.10	-31.29
现金流出小计	518494.64	499457.51	287395.34	-25.55
经营活动产生的现金流量净额	-135400.83	18940.75	75757.13	
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	75297.12	52164.85	114529.90	23.33
投资所支付的现金	2410.00	59600.00	49400.00	352.75
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	77707.12	111764.85	163929.90	45.24
投资活动产生的现金流量净额	-77707.12	-111764.85	-163929.90	45.24
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	209927.00	12000.00		
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	140000.00	99000.00	41000.00	-45.88
收到的其他与筹资活动有关的现金	20191.00	18000.00	103885.58	126.83
现金流入小计	370118.00	129000.00	144885.58	-37.43
偿还债务所支付的现金	26000.00	17000.00	28666.00	5.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	4949.54	7842.28	9132.38	35.83
支付的其他与筹资活动有关的现金	143400.00	12500.00	23255.00	-59.73
现金流出小计	174349.54	37342.28	61053.38	-40.82
筹资活动产生的现金流量净额	195768.46	91657.72	83832.20	-34.56
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-17339.49	-1166.38	-4340.57	-49.97

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	9489.55	17528.95	12542.00	14.96
加: 少数股东损益	1526.15	1101.53	-488.03	
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备	10.00	210.82	623.98	689.93
固定资产折旧	61.99	65.84	352.79	138.56
无形资产摊销			255.90	
长期待摊费用摊销			90.76	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)				
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
固定资产报废损失				
财务费用	4561.57	6513.16	5865.36	13.39
投资损失(减:收益)	39.55	313.36	2642.29	717.34
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)				
经营性应收项目的减少(减:增加)	-159147.18	-229412.77	174281.30	
经营性应付项目的增加(减:减少)	8057.54	222619.86	-120409.22	
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	-135400.83	18940.75	75757.13	
二、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	12607.14	11440.76	7100.18	-24.95
减: 货币资金的期初余额	29946.63	12607.14	11440.76	-38.19
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-173394914.18	-11663835.42	-43405707.68	-49.97

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	0.63	1.04	0.53
存货周转次数(次)	-	-	-
总资产周转次数(次)	0.02	0.07	0.05
现金收入比(%)	41.67	79.12	96.82
盈利能力			
主营业务利润率(%)	13.34	20.24	13.31
总资本收益率(%)	2.69	3.63	1.86
净资产收益率(%)	3.52	5.87	2.31
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	42.63	48.64	33.66
全部债务资本化比率(%)	48.24	52.86	38.93
资产负债率(%)	55.80	67.20	51.97
偿债能力			
流动比率(%)	273.35	182.38	138.04
速动比率(%)	273.35	182.38	138.04
经营现金流动负债比(%)	-96.59	5.75	24.29
全部债务/EBITDA(倍)	14.48	12.59	18.62
EBITDA 利息倍数(倍)	2.96	4.08	4.07
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.85	-0.28	-0.25
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-46.72	-14.25	-15.03
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.22	0.15
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.19	4.32	3.03
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.13	0.16	0.63
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.78	-0.77	-0.73

附件 6 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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×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%
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/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 无锡市惠山经济发展总公司 2013 年度 12 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

无锡市惠山经济发展总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。无锡市惠山经济发展总公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，无锡市惠山经济发展总公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注无锡市惠山经济发展总公司的经营管理状况及相关信息，如发现无锡市惠山经济发展总公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如无锡市惠山经济发展总公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送无锡市惠山经济发展总公司、主管部门、交易机构等。

