

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1629 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持无锡市惠山经济发展总公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“13惠经发债”信用等级为AA。

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一四年八月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

无锡市惠山经济发展总公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 惠经发债	12 亿元	2013/4/22-2019/4/22	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 8 月 15 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	6.09	7.75	13.66
资产总额(亿元)	113.02	154.69	233.42
所有者权益(亿元)	50.74	56.63	91.53
长期债务(亿元)	27.54	27.44	61.53
全部债务(亿元)	34.60	38.82	78.86
主营业务收入(亿元)	4.99	6.53	7.12
利润总额(亿元)	1.33	1.47	1.18
EBITDA(亿元)	1.99	3.16	4.97
经营性净现金流(亿元)	7.58	1.70	-19.68
主营业务利润率(%)	13.31	13.31	12.70
净资产收益率(%)	2.47	2.98	1.59
资产负债率(%)	51.97	60.54	58.80
全部债务资本化比率(%)	38.93	38.87	45.06
流动比率(%)	138.04	133.15	170.42
全部债务/EBITDA(倍)	17.40	12.29	15.88
经营现金流动负债比(%)	24.29	2.63	-26.62

分析师

霍焰 叶青
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

跟踪期内, 无锡市惠山区整体经济实力和财政实力持续增强, 无锡市惠山经济发展总公司(以下简称“公司”)作为无锡市惠山区唯一的城市基础设施建设投资主体, 继续得到地方政府在资产注入、财政补助等多方面的支持。跟踪期内, 随着公司建设项目规模的扩大, 公司收入有所增长。未来无锡市惠山区经济和财政实力有望稳步提高, 以及随着公司承接的委托代建项目回购款的逐年到位, 公司整体经营实力有望得以提升。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司债务规模显著扩大、整体盈利能力较弱等方面给公司信用水平带来的不利影响。

“13 惠经发债”设置本金分期偿还条款, 在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力, 公司现金类资产及经营活动的现金流入量对分期偿付额度覆盖程度好, EBITDA 对分期偿付额度具有一定的保障能力。同时, 公司与惠山区人民政府签署的项目 BT 协议, 为“13 惠经发债”本息偿付提供了资金来源及保障。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 惠经发债”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 无锡市和惠山区经济保持稳步增长, 地方政府财政实力稳步增强, 公司发展外部环境继续保持良好的。
2. 跟踪期内, 政府在资产注入、财政等方面给予公司有力支持。
3. 跟踪期内, 公司所有者权益显著增长, 收入规模有所增长。

关注

1. 公司自身盈利稳定性弱, 对财政支持依赖程度较高。
2. 跟踪期内, 公司项目投资支出大, 经营

性现金流由正转负，且存在一定的对外融资压力。

3. 跟踪期内，公司债务规模显著扩张，债务负担有所加重。
4. 公司应收款项占比大，账龄较长，对公司资金形成占用。
5. 公司土地抵押比率较高。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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市惠山经济发展总公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。历经多次增资，截至 2013 年底，公司实收资本 6.25 亿元，无锡市惠山区国有资产管理办公室持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

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 2013 年底，公司下属共 5 家合并报表二级子公司。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 2013 年底，公司资产总额 233.42 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 4.64 亿元）91.53 亿元。2013 年公司实现主营业务收入 7.12 亿元，利润总额 1.18 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，

不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点

加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地

市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，

并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年增长 19.3%，扣除价格因素，实际增长 18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 0.92 万亿元，比上年增长 32.5%；第二产业投资 18.48 万亿元，增长 17.4%；第三产业投资 24.25 万亿元，增长 21.0%。2013 年全年房地产开发投资 8.60 万亿元，比上年增长 19.8%，其中，住宅投资 5.90 万亿元，增长 19.4%，办公楼投资 0.47 万亿元，增长 38.2%；商业营业用房投资 1.19 万亿元，增长 28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 666 万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房 544 万套。

截至 2013 年，中国城镇化率为 53.73%，较上年提高 1.16 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全

面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济和财政实力

无锡市

无锡市经济基础较好，地区生产总值在江苏省 13 个市中位列第二，仅次于苏州。2013 年全市实现地区生产总值 8070.18 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.3%。按常住人口计算人均生产总值达到 12.46 万元，按现行汇率折算达到 2.04 万美元，继续名列全省首位。无锡市实现第一产业增加值 148.53 亿元，第二产业增加值 4207.43 亿元，第三产业增加值 3714.22 亿元，三次产业比例调整为 1.8:52.2:46.0。

2013 年无锡市规模以上工业企业实现增加值 3057.34 亿元，比上年增长 7.0%。分轻重工业看，轻工业实现增 51.93 亿增加值 631.51 亿元；重工业实现增加值 2425.83 亿元。

2013 年无锡市固定资产投资完成 4015.77 亿元，比上年增长 18.2%。分产业投向：第一产业投资 16.04 亿元，比上年增长 5.2%，第二产业投资 1567.35 亿元，比上年增长 16.4%，第三产业投资 2432.38 亿元，比上年增长 19.1%。全年城镇固定资产投资建成投产项目 2144 个，项目建成投产率为 78.1%；新增固定资产 2897.56 亿元，固定资产交付使用率为 72.2%。

2013 年，无锡市全年房地产业实现增加值 381.72 亿元，比上年增长 5.3%。完成房地产开发投资 1128.91 亿元，比上年增长 15.9%，商品房施工面积为 6367.65 万平方米，比上年增长 13.9%，竣工面积 1150.82 万平方米，比上年增长 39.3%。全年商品房销售面积 909.44 万平方米，下降 1.8%，商品房销售额 715.78 亿元，下降 7.8%。

2013年，无锡市公共财政预算收入710.91亿元，比上年增长8.0%。财政支出结构继续调整。公共财政预算支出711.49亿元，比上年增长9.7%；社会保险基金支出217.11亿元，比上年增长24.0%。

无锡市惠山区

根据无锡市惠山区统计局公布信息，2013年惠山区地区生产总值为632.32亿元，按可比价格计算增长9.8%，高出全市0.5个百分点，位居全市第二。其中：第一产业增加值18.43亿元，增长2.8%；第二产业增加值392.58亿元，增长8.4%；第三产业增加值221.31亿元，增长13.2%。

表 1 2012~2013 年惠山区可支配收入
(单位：亿元)

科目	2012 年	2013 年
一般预算收入	60.07	64.89
其中：税收收入	48.05	51.93
非税收入	12.01	12.96
政府性基金收入	14.74	22.22
上级补助收入	8.87	9.59
预算外收入	6.3	5.98
地方可支配收入合计	89.98	102.68

资料来源：公司提供

财政实力方面，2013年，无锡市惠山区地方可支配收入合计 102.68 亿元，同比增长 14.11%，主要由一般预算收入和政府性基金收入构成。其中，一般预算收入 64.89 亿元，同比增长 8.02%，税收收入 51.93 亿元，同比增长 8.07%，税收收入占一般预算收入比重为 80.03%；政府性基金收入 22.22 亿元，同比增长 50.75%。

整体看，跟踪期内，无锡市和惠山区经济保持稳步增长，地方政府财政实力逐渐增强，公司发展外部环境继续保持良好的。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司出资人为无锡市惠山区国有资产管理办公室，隶属于无锡市惠山区国有资产监督管理委员会。截至 2013 年底，公司实收资本为

6.25 亿元。

2. 政府支持

跟踪期内，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，公司在资产注入、财政资金支持等方面继续得到政府的大力支持。

资产注入

根据惠府复[2011]30号及惠府复[2012]1号文件，无锡市惠山区人民政府共向公司划拨土地合计价值16.87亿元，经江苏金宁达不动产评估咨询有限公司评估。由于相关土地权证于2012年底办理完毕，故于2013年入账（计入无形资产及资本公积，根据权益法增加资本公积16.64亿元）。

根据惠府复[2011]3号及惠府复[2011]15号文件，无锡市惠山区人民政府共向公司子公司无锡新惠山农业发展有限公司（以下简称“新惠山农业”）划拨13宗土地，评估价值16.03亿元（经江苏金宁达不动产评估咨询有限公司评估），根据权益法增加公司资本公积14.53亿元（对应计入公司长期股权投资）。

根据惠府复[2013]34号文件，无锡市惠山区人民政府向公司注入污水管网资产4.77亿元（计入固定资产—房屋及建筑物及资本公积），公司享受资产管理和收益权。目前该项资产收益主要用于公司偿还建设期贷款，预计3年后可实现营业收入。

财政补贴

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。2013年，公司收到基础设施建设配套补贴收入2.00亿元，财务核算时在补贴收入体现。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、高层管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

公司主营业务收入全部来自于代建工程收入。2013年，公司实现代建工程收入7.12亿元，同比增长9.08%。代建收入主要来自惠山区西环线工程、西环线BT（与上述西环线工程分属不同标段）、科创服务中心三期三个项目。从毛利率看，跟踪期内，公司代建工程收入毛利率稳定，为16.67%。

表2 2012~2013年公司主营业务收入构成
(单位: 亿元, %)

业务板块	2012年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建工程收入	6.53	16.67	7.12	16.67

表3 2013年公司代建收入情况 (单位: 万元)

项目名称	2013年底累计已完成投资	2013年当年确认投资额	2013年当年确认代建收入
创业中心三期	47751.38	10804.39	12965.26
惠山区西环线	140193.14	32396.42	38875.71
西环线BT	19392.60	16160.50	19392.60
合计	207337.12	59361.31	71233.57

资料来源: 公司提供

创业中心三期工程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。项目投资估算总金额为5.20亿元，截至2013年底，已累计完成投资4.78亿元，2013年确认投资额1.08亿元，确认代建收入1.30亿元。

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9.55亿元，截至2013年底，已累计完成投资14.02亿元，2013年确认投资额3.24亿元，确认代建收入3.89亿元。

上述创业中心三期工程及惠山区西环线工

合计	6.53	16.67	7.12	16.67
----	------	-------	------	-------

资料来源: 公司提供

根据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，公司以此确认收入，工程竣工后，根据审计结果据实调整实际结算金额，确定回购款总额。工程通过交工验收合格后次日进入回购期，回购期为4年，期数为5期，分别为项目进入回购期后的第1、第13、第25、第37和第49个月的最后一周内，支付比例为前四期每期支付（合同价+合同价的调整）×20%，第五期支付（回购款审定总额—已支付合同价款）。

程将于2014年10月~11月进行竣工决算，除惠山区西环线工程于2012年提前收到政府回购款3.72亿元（计入当年销售商品提供劳务收到的现金）外，其余回购款支付预计将于2014年起陆续实现。

西环线BT工程项目具体为西环线工程XIH10-XIH12标段（S342~G312段及中惠路~常玉路段）。该工程包括两段：一段为西环路（S342~G312）工程，线路全长约7.8km，沿线设新长铁路下立交1座，大桥3座（含分离式立交）；另一段为西环路（中惠路~常玉路段）工程，线路全长约2.7km，沿线设大桥1座（印桥港桥）。根据公司与无锡市公共工程建设中心（发包人）及惠山区人民政府（回购人）签订的《投资建设合同》，该项目合同总价为7.56亿元。截至2013年底，该项目已累计完成投资1.94亿元，2013年确认投资额1.62亿元，确认代建收入1.94亿元。

在建工程方面，公司主要建设项目为双置

换安置房，该项目主要由惠山区下属各镇（街道）负责建设，建设款由公司借给各乡镇。财务处理上，公司投入建设款计入在建工程，待项目建成后，各乡镇偿还借款对冲在建工程。截至2013年底，该项目账面价值（在建工程）11.89亿元，较2012年底减少5.02亿元，主要系各镇（街道）将相关借款部分归还公司所致。对于上述借款，公司收取约10%的借款利息，用于对冲公司融资费用。

八、募集资金使用情况

公司于2013年4月发行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。

本期债券募集资金12亿元人民币，全部用于惠山区保障性住房建设工程新洲花园项目，项目预计总投资28.74亿元，截至2013年底，已累计完成投资25.60亿元，已使用募集资金11.74亿元，财务核算时在其他应收款体现。2013年，该项目尚未产生收入，2014年至2019年，预计该项目将分别实现收入分别为3.40亿元、4.80亿元、6.90亿元、7.00亿元、7.00亿元和5.91亿元。

根据公司与惠山区人民政府签署的项目BT协议，公司应于2013年收到政府回购款2.40亿元。截至2013年底，上述政府回购款到位1.90亿元（其余0.50亿元将于2014年到位），并在销售商品、提供劳务收到的现金科目中反应。

九、财务分析

公司提供的2012年和2013年度财务报表已分别经江苏天华大彭会计师事务所有限公司和天衡会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2013年，公司合并范围减少1家子公司，即无锡市中洲农业发展有限公司。公司合并范围变化，对财务数据可比性影响小。

1. 盈利能力

2013年，公司实现主营业务收入7.12亿元，较2012年增长9.08%，全部来自于代建工程收入；同期，主营业务成本为5.94亿元，较上年增加9.08%。跟踪期内，公司主营业务利润率保持稳定，2013年为16.67%。

期间费用方面，跟踪期内，由于公司对外融资规模大幅扩张，财务费用由上年的0.43亿元增长至3.29亿元。公司财务费用对利润侵蚀严重。

2013年公司获得补贴收入3.24亿元，同比增长41.48%，主要来源于基础设施建设配套补贴2.00亿元及其他类补贴1.24亿元，公司补贴收入对利润水平影响很大。

从盈利指标看，2013年公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.74%和1.59%，较上年分别下降0.35%和1.39%。

整体来看，跟踪期内，公司主营业务利润率保持稳定，补贴收入仍是公司利润的重要支撑，公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

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。2013年，公司经营活动产生的现金流入量和销售商品提供劳务收到的现金分别为29.67亿元和2.15亿元，较上年同期分别下降31.42%和62.95%。

2013年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为14.31亿元，同比增长10.35%，主要来自于代建工程支出的增加；经营活动的现金流

出量为 49.35 亿元，同比增长 18.72%；经营活动产生的现金净额为-19.68 亿元，同比下降 1260.23%。2013 年公司现金收入比为 30.21%，较上年同期有所下降。公司收入实现质量有待提高。

投资活动方面，2013 年，公司投资活动现金流入为 0.05 亿元，投资活动现金流出为 5.03 亿元，主要为公司对子公司投资所支付的现金 4.17 亿元，公司投资活动产生的现金净额为 -4.98 亿元。

筹资活动方面，2013 年，公司筹资活动现金流入为 49.76 亿元，主要为取得借款所收到的现金 37.68 亿元，筹资活动现金流出为 19.38 亿元，公司筹资活动产生的现金净额为 30.38 亿元。

总体来看，跟踪期内，受公司建设项目投入较大影响，公司经营活动现金支出规模有所增长，经营活动净现金流由正转负，公司存在一定的对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额 233.42 亿元，较 2012 年底增长 50.89%，其中流动资产占 53.98%，长期投资占 13.66%，固定资产占 7.85%，无形资产及其他占 24.51%，资产构成以流动资产为主，与上年基本一致。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 125.99 亿元，同比增长 46.93%，主要来自货币资金、应收账款、其他应收款和存货的增长。

截至 2013 年底，公司货币资金 13.04 亿元，同比增长 68.30%，主要系公司对外融资规模大幅增长所致。公司货币资金中受限保证金存款及定期存款合计 3.87 亿元。

截至 2013 年底，公司应收账款 19.32 亿元，同比增长 36.06%。从账龄看，1 年以内的应收账款占 26.93%，1~2 年的占 33.65%，2~3 年的占 25.70%，3 年以上的占 13.72%，公司共计提坏账准备 0.08 亿元。公司应收账款中应收惠

山区财政局代建款 19.21 亿元，占应收账款账面余额的 98.98%。总体看，公司应收账款主要债务方为政府机构，回收风险较小，但由于规模较大，账龄较长，对公司资产流动性产生一定不利影响。

截至 2013 年底，公司其他应收款为 77.66 亿元，同比增长 43.12%，主要是对惠山区财政局、惠山区土地收购储备中心、惠山区拆迁办等单位的往来款。从账龄看，1 年以内的其他应收款占 65.16%，1~2 年的占 12.05%，2~3 年的占 7.73%，3 年以上的占 15.06%，共计提坏账准备 0.97 亿元。公司其他应收款规模大，且账龄较长，债务方对公司资金的占用导致公司资金周转压力大。

截至 2013 年底，公司存货净额 5.96 亿元，较 2012 年底增加 5.80 亿元，主要包括新经济产业园项目 5.25 亿元（其中在建工程转入存货科目核算 1.54 亿元，该项目尚未实现销售，未产生收入）以及区域能源管理项目开发成本 0.71 亿元。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 31.89 亿元，同比增长 192.14%，增长主要来自根据惠府复[2011]3 号及惠府复[2011]15 号文件，无锡市惠山区人民政府向公司子公司新惠山农业划拨 13 宗土地，评估价值 16.03 亿元，根据权益法增加公司长期股权投资 14.96 亿元；公司对无锡市中洲农业发展有限公司核算的投资增加 2.00 亿元、对无锡新洛新市镇发展有限公司核算的投资增加 1.02 亿元等。

截至 2013 年底，公司固定资产原值 6.65 亿元，同比增长 344.12%，增长主要系根据惠府复[2013]34 号文件，无锡市惠山区人民政府向公司注入污水管网资产 4.77 亿元（计入固定资产—房屋及建筑物）。公司固定资产累计折旧 0.21 亿元，固定资产净值 6.44 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程 11.89 亿元，同比下降 29.69%，主要系新经济产业园项目 1.54 亿元根据房开企业账务核算已转入存货科目，以及双置换安置房项目公司获得借款偿还

3.48 亿元。截至 2013 年底，公司在建工程均为双置换安置房项目 11.89 亿元。

截至 2013 年底，公司无形资产 57.19 亿元，同比增长 44.18%，增长主要系根据惠府复[2011]30 号及惠府复[2012]1 号文件，无锡市惠山区人民政府共向公司注入划拨地合计价值 16.87 亿元，由于相关土地权证于 2012 年底办理完毕，故于 2013 年入账。截至 2013 年底，公司无形资产中出让土地使用权 1.81 亿元，合计面积 10.92 万平方米，划拨土地使用权 55.38 亿元，合计面积 272.17 万平方米。截至 2013 年底，公司用于抵押的土地合计面积 3179.97 亩，抵押土地账面价值合计 33.65 亿元。公司土地抵押比率较高。

总体看，跟踪期内，公司资产总额增长迅速，资产结构较上年变化不大；应收类款项在资产中占比大，账龄较长，对公司资产流动性产生一定影响；公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 91.53 亿元，同比增长 61.62%，主要来自资本公积的增长。

截至 2013 年底，公司资本公积 82.44 亿元，同比增长 77.30%，增长主要系根据惠府复[2011]30 号及惠府复[2012]1 号文件，无锡市惠山区人民政府共向公司注入划拨地合计价值 16.87 亿元，根据权益法增加资本公积 16.64 亿元；根据惠府复[2013]34 号文件，惠山区政府向公司划拨污水管网资产 4.77 亿元；根据惠府复[2011]3 号及惠府复[2011]15 号文件，公司子公司新惠山农业获得划拨土地 16.03 亿元，根据权益法增加公司资本公积 14.53 亿元。

总体来看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 137.26 亿元，同比增长 46.57%。主要来源于长期负债的大幅增长。

截至 2013 年底，公司流动负债 73.93 亿元，同比增长 14.80%，主要系短期借款、其他应付

款及一年内到期的长期负债增长所致。

截至 2013 年底，公司短期借款 7.53 亿元，同比增长 49.03%，其中抵押借款 4.48 亿元，保证借款 3.05 亿元。

截至 2013 年底，公司其他应付款 54.80 亿元，同比增长 5.25%，主要系应付无锡市惠厦贸易有限公司、地铁西漳站区管委会、惠山区堰桥街道拆迁办等单位往来款。从账龄看，1 年以内的占 71.22%，1~2 年的占 15.86%，2~3 年的占 7.28%，3 年以上的占 5.64%。

截至 2013 年底，公司一年内到期的长期借款 7.04 亿元，同比增长 230.74%。

截至 2013 年底，公司长期负债 63.33 亿元，同比增长 116.55%，增长主要来自长期借款及应付债券。截至 2013 年底，公司长期借款 49.53 亿元（考虑一年内到期的长期借款后为 56.57 亿元），同比增长 80.46%，其中（考虑一年内到期的长期借款）质押借款 37.27 亿元，保证借款 19.30 亿元。截至 2013 年底，公司应付债券 12.00 亿元，均为公司于 2013 年 4 月 22 日发行的 6 年期 12 亿元“13 惠经发债”。

从有息债务来看，伴随公司对外融资规模大幅扩张，2013 年底，全部债务为 78.86 亿元，同比增长 103.13%。从债务结构看，2013 年底公司短期债务为 17.33 亿元，长期债务为 61.53 亿元，公司债务以长期债务为主。

从债务指标情况来看，受益于政府资产注入，2013 年底，公司资产负债率为 58.80%，较上年有所下降；由于公司长期借款的增长及新发行债券，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.06%和 39.02%，较上年分别上升 6.19 个百分点和 8.01 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，债务负担有所上升。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 170.42%和 162.36%，均较上年同期有所增长；2013 年公司经营现金流

动负债比为-26.62%。总体看，跟踪期内，由于公司短期债务增长及经营活动净现金流的大幅下降，公司短期偿债能力有一定程度的弱化，但考虑到公司货币资金 13.04 亿元（剔除受限资金后为 9.17 亿元），公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2013 年公司全部债务/EBITDA 为 15.88 倍，较上年上升 3.59 个百分点；EBITDA 利息倍数为 1.09 倍，较上年下降 0.10 个百分点。考虑到公司应收账款的陆续收回及拥有一定规模的土地，公司整体偿债能力尚可。

截至 2013 年底，公司对外担保为 23.05 亿元，担保比率为 25.18%，被担保单位为无锡前洲资产经营管理有限公司（2.30 亿元）、无锡惠山经济开发区建设总公司（2.00 亿元）、洛社城市发展有限公司（2.00 亿元）等共 33 家单位。被担保单位均为惠山区下属镇（街道）的平台公司，截至目前，经营正常。总体看，公司对外担保金额大，考虑到被担保单位均有政府背景，公司或有负债风险较小。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 78.78 亿元，尚未使用额度为 8.20 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（编号：G10320206011330904），截至 2014 年 6 月 3 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及无锡市惠山区经济及财力状况的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿还能力

1. “13 惠经发债”偿债能力分析

截至 2013 年底，公司 EBITDA、经营活动

的现金流入量、经营活动现金流量净额分别为 4.97 亿元、29.67 亿元和-19.68 亿元，分别为“13 惠经发债”发行额度（12 亿元）的 0.41 倍、2.47 倍和-1.64 倍。公司经营活动现金流入量对“13 惠经发债”发行额度覆盖程度尚可。

“13 惠经发债”设置本金提前偿还条款，在存续期内后四年分期偿还本金：即在第三年末至第六年末每年分别偿还“13 惠经发债”发行总额的 25%（3 亿元）。

截至 2013 年底，公司 EBITDA、经营活动的现金流入量、经营活动现金流量净额分别为 4.97 亿元、29.67 亿元和-19.68 亿元，分别为“13 惠经发债”分期偿付额度的 4.55 倍、1.66 倍、9.89 倍和-6.56 倍。总体看，公司 EBITDA 及经营活动的现金流入量对分期偿付额度覆盖程度好。“13 惠经发债”本金提前偿还条款的设置，能有效缓解公司未来资金集中偿付的压力。

2. “13 惠经发债”保障措施

“13 惠经发债”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。2013 年实际已收到政府回购款 1.90 亿元，低于 BT 协议签订的 2.4 亿元，主要系财政未及时拨付到位所致，预计将于 2014 年足额拨付到位。

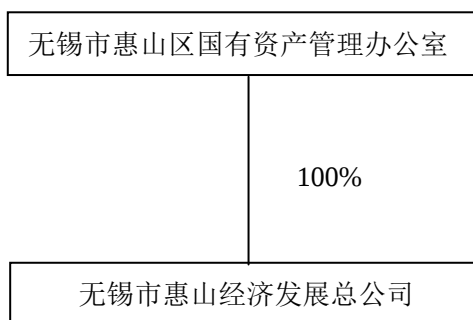
总体看，公司 EBITDA 及经营活动的现金流入量对分期偿付额度覆盖程度好。政府回购款未按计划于年内完全到位，但考虑到已到位资金可覆盖当年应偿付利息，对公司当年履行偿付义务影响小，联合资信将持续关注政府回购款后续到位情况。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 长期信用

等级，评级展望为稳定，并维持“13惠经发债”AA的信用级别。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.09	7.75	13.66
资产总额(亿元)	113.02	154.69	233.42
所有者权益(亿元)	50.74	56.63	91.53
短期债务(亿元)	7.05	11.38	17.33
长期债务(亿元)	27.54	27.44	61.53
全部债务(亿元)	34.60	38.82	78.86
主营业务收入(亿元)	4.99	6.53	7.12
利润总额(亿元)	1.33	1.47	1.18
EBITDA(亿元)	1.99	3.16	4.97
经营性净现金流(亿元)	7.58	1.70	-19.68
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.83	0.50	0.42
存货周转次数(次)	--	70.31	1.94
总资产周转次数(次)	0.09	0.05	0.04
现金收入比(%)	96.82	88.95	30.21
主营业务利润率(%)	13.31	13.31	12.70
总资本收益率(%)	2.02	3.09	2.74
净资产收益率(%)	2.47	2.98	1.59
长期债务资本化比率(%)	33.66	31.01	39.02
全部债务资本化比率(%)	38.93	38.87	45.06
资产负债率(%)	51.97	60.54	58.80
流动比率(%)	138.04	133.15	170.42
速动比率(%)	138.04	132.91	162.36
经营现金流动负债比(%)	24.29	2.63	-26.62
全部债务/EBITDA(倍)	17.40	12.29	15.88

附件 3 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	
主营业务收入年复合增长率	
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+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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+一年内到期的长期负债+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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。