跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1661 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，并维持“13惠经发债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月三十日

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 (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：2015 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	7.75	13.66	35.26
资产总额(亿元)	154.69	233.42	261.74
所有者权益(亿元)	56.63	91.53	101.82
长期债务(亿元)	27.44	61.53	42.57
全部债务(亿元)	38.82	78.86	114.51
主营业务收入(亿元)	6.53	7.12	7.83
利润总额 (亿元)	1.47	1.18	1.24
EBITDA(亿元)	3.16	4.97	3.24
经营性净现金流(亿元)	1.70	-19.68	7.53
主营业务利润率(%)	13.31	12.70	15.98
净资产收益率(%)	2.98	1.59	1.60
资产负债率(%)	60.54	58.80	59.86
全部债务资本化比率(%)	38.87	45.06	52.15
流动比率(%)	133.15	170.42	168.09
全部债务/EBITDA(倍)	12.29	15.88	35.39
经营现金流动负债比(%)	2.63	-26.62	8.89

分析师

张庆扬　黄静雯
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财政补助等方面的支持。随着公司建设项目规模的扩大，公司收入有所增长。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因素给公司信用水平带来不利影响。

未来无锡市惠山区经济和财政实力有望稳步提高，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。

“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EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对分期偿付额度覆盖程度好。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，公司外部环境向好。
2. 跟踪期内，政府在财政补贴等方面持续给予公司有力支持。
3. 跟踪期内，公司所有者权益显著增长，收入及利润改善，收入实现质量有所提高。

关注

1. 跟踪期内，公司项目建设投资支出大，存在一定的对外融资压力。
2. 跟踪期内，公司债务规模继续增长，债务负担有所加重，存在一定短期支付压力。

3. 公司应收款项占比大，账龄较长，对公司资金形成占用。

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 2014 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 2014 年底，公司下属共 9 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 2014 年底，公司资产总额 261.74 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 3.23 亿元）101.82 亿元。2014 年公司实现主营业务收入 7.83 亿元，利润总额 1.24 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货

币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市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物质基础，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。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出

台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

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。市实现地区生产总值8205.31亿元，按可比价格计算，比上年增长8.2%。按常住人口计算人均生产总值达到12.64万元，按现行汇率折算达到2.07万美元。2014年，全市实现第一产业增加值156.96亿元，比上年增长3.2%；第二产业增加值4186.34亿元，比上年增长6.6%；第三产业增加值3862.01亿元，比上年增长10.3%；三次产业比例调整为1.9:51.0:47.1。

2014年，无锡市全市规模以上工业实现主营业务收入14429.56亿元，比上年下降1.0%；工业产销率97.8%，与上年持平；工业企业实现利税1247.94亿元，比上年增长10.2%；实现利润866.67亿元，比上年增长15.7%。

2014年，无锡市全年固定资产投资完成4634.21亿元，比上年增长16.0%。分产业投向：第一产业投资13.21亿元，比上年下降17.7%，第二产业投资1746.58亿元，比上年增长13.3%，第三产业投资2874.42亿元，比上年增长18.2%。

2014年，无锡市全市一般公共预算收入768.01亿元，比上年增长8.0%。财政支出结构继续调整。一般公共预算支出748.06亿元，比上年增长5.1%。

无锡市惠山区

根据无锡市惠山区统计局公布信息，2014年惠山区实现地区生产总值652.45亿元，按可比价格计算，同比增长8.3%，比全市高0.1个百分点。其中：第一产业增加值19.35亿元，增长2.1%，贡献率为3.1%，拉动经济增长0.1个百分点；第二产业增加值394.96亿元，增长7.0%，贡献率为29.5%，拉动经济增长1.4个百分点；第三产业增加值238.14亿元，增长11.4%，贡献率为67.5%，拉动经济增长3.3个百分点。

表 1　2013～2014 年惠山区地方财政收入状况

（单位：亿元）

科目	2013 年	2014 年
一、地方收入	**87.11**	**96.44**
1. 一般预算收入	64.89	70.76
2. 政府性基金收入	22.22	25.68
二、上级补助收入	9.59	10.08
三、上年结余调入资金	4.67	5.18

资料来源：公司提供

财政实力方面，2014年，无锡市惠山区地方收入合计96.44亿元，同比增长10.71%，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70.76亿元，同比增长9.05%；政府性基金收入22.22亿元，同比增长15.57%。

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。

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 2014 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，公司在财政资金

支持等方面继续得到政府的大力支持。

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。2014年，公司收到基础设施建设配套补贴收入2.13亿元，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

公司主营业务收入主要来自于代建工程收入。2014 年，公司实现主营业务收入 7.83 亿元，同比增长 9.88%。其中代建工程收入 7.62 亿元，代建收入主要来自科创服务中心三期和新洲花园工程两个项目；房产销售收入 0.21 亿元，全部为公司销售新经济创业中心一期 A 地块的收入。跟踪期内，由于新洲花园项目 BT 协议所约定的毛利率较高，导致公司当年代建工程收入毛利率小幅增长，为 18.04%，同时公司新增的房产销售业务毛利率较高，使得公司 2014 年主营业务综合毛利率较 2013 年略有增长。

表2　2013~2014年公司主营业务收入构成

（单位：亿元，%）

业务板块	2013 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建工程收入	7.12	16.67	7.62	18.04
房产销售			0.21	40.04
合计	**7.12**	**16.67**	**7.83**	**18.62**

资料来源：公司提供

1. 工程代建业务

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）。

表3　2014年公司代建收入情况（单位：万元）

项目名称	2014 年当年确认收入	2014 年收到的回购款
创业中心三期	11596.54	4000.00
新洲花园工程	64607.41	29000.00
合计	**76203.95**	**33000.00**

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。2014年该项目确认收入1.16亿元。截至2014年底，该项目已竣工验收完毕，2014年公司收到该项目回购款0.40亿元。

新洲花园工程（即本期债券募投项目）属于惠山区保障性住房建设工程，该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。截至 2014 年底，该项目已完成投资 28 亿元，主体工程约 97%已完工。根据公司与惠山区人民政府签订的项目 BT 协议，该项目回购期为六年，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，共 35.01 亿元。该项目于 2014 年开始确认收入，当年确认收入为 6.46 亿元，公司当年收到回购款 2.9 亿元（其中包括 2013 年未收到的 0.5 亿）

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。2014年，公司在《投资建设合同》之外又与江苏江南路桥工程有限公司、中铁二十二局集团第四工程有限公司了《西环线工程投资建设联合体内部协议书》，规定由公司作为投资人负责工程投融资，公司收取管理费的方式。工程结束由惠山区政府回购。公司所收取管理费收入在其他业务利润科目中体现。

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。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。截至 2014 年底，该项目账面价值（在建工程）5.70 亿元，较 2013 年底减少 6.11 亿元，主要系各镇（街道）将相关借款部分归还公司所致。

2. 房产销、租售业务

新经济创业中心一期项目由公司下属子公司无锡广厦置业有限公司负责建设。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 地块作为一期工程已完工，于 2013 年获得销售许可证，于 2014 年进行销售。2014 年全年公司共实现房产销售收入 2066.06 万元。

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 2014 年底，已累计完成投资 28 亿元，已使用募集资金 12 亿元，财务核算时在其他应收款体现。2014 年，该项目确认收入为 6.46 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 2013~2014 年分别收到政府回购款 2.40 亿元。2013~2014 年公司分别收到上述政府回购款到位 1.90 亿元和 2.90 亿元，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 2013 年和 2014 年度财务报表已分别经天衡会计师事务所有限公司和中兴华会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2014 年，公司合并范围增加 1 家子公司，即无锡市新洲投资建设有限公司。公司合并范围变化小，对财务数据可比性影响小。

截至 2014 年底，公司资产总额 261.74 亿元，所有者权益 101.82 亿元。2014 年，公司实现营业收入 7.83 亿元，实现利润总额 1.24 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现主营业务收入 7.83 亿元，较 2012 年增长 9.88%，其中来自于代建工程收入为 7.62 亿元，公司 2014 年新增房产销售收入 0.21 亿元，为公司销售新经济创业中心一期 A 地块的收入；同期，主营业务成本为 6.37 亿元，较上年增加 7.31%。跟踪期内，受代建工程收入毛利率小幅增长，及公司新增的房产销售业务毛利率较高的影响。公司主营业务利润率所有上升，为 15.98%。

期间费用方面，跟踪期内，由于公司对外融资规模较大，财务费用继续保持较大规模。公司财务费用对利润侵蚀严重。

2014 年公司获得补贴收入 2.13 亿元，当年实现利润总额 1.24 亿元。公司收到的补贴收入主要来源于基础设施建设配套补贴，公司补贴收入对利润水平影响很大。

从盈利指标看，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.45%和 1.60%，分别较上一年下降了 1.29 个百分点和上升了 0.01 个百分点，总资本收益率的下降主要是因为 2014 年公司债务规模大幅上升所致。

整体来看，跟踪期内，公司主营业务利润率有所上升，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。2014 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 34.25 亿元和 10.43 亿元，较上年同期分别上升 15.42%和 384.79%。

2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 4.70 亿元，同比减少 67.16%，主要来自于代建工程支出的减少；经营活动的现金流出量为 26.71 亿元，同比减少 45.87%；经营活动产生的现金净额为 7.53 亿元。2014 年公司现金收入比为 133.30%，较上年同期大幅上涨。公司收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2014 年，公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出为 5.38 亿元，主要为公司对子公司投资所支付的现金 3.98 亿元，公司投资活动产生的现金净额为-5.38 亿元。

筹资活动方面，2014 年，公司筹资活动现金流入为 45.58 亿元，全部取得借款所收到的现金，筹资活动现金流出为 38.75 亿元，主要为偿还债务所支付的现金，公司筹资活动产生的现金净额为 6.83 亿元。

总体来看，跟踪期内，受公司建设项目规模减少，公司经营活动现金支出规模有所下降，经营活动净现金流由负转正，但受到今年来债务规模快速扩张影响，公司仍存在一定的对外筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 261.74 亿元，较 2012 年底增长 12.13%，其中流动资产占 54.42%，长期投资占 14.93%，固定资产占 5.16%，无形资产及其他占 25.49%，资产构成以流动资产为主，与上年基本一致。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 142.45 亿元，同比增长 13.06%，主要来自货币资金的增长。

截至 2014 年底，公司货币资金 35.26 亿元，同比增长 170.31%，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及定期存款合计 17.10 亿元，受限比例较高。

截至 2014 年底，公司应收账款 16.93 亿元，同比减少 12.36%。从账龄看，1 年以内的应收账款占 16.08%，1～2 年的占 30.47%，2～3 年的占 31.33%，3 年以上的占 22.13%，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 16.81 亿元，占应收账款账面余额的 99.29%。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，但由于规较大，综合账龄较长，对公司资产流动性产生一定不利影响。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 73.07 亿元，同比下降 5.91%，主要是对无锡市惠厦贸易有限公司、惠山区财政局、无锡前洲城市建设投资有限公司、阳山财政局、及惠山区国资办等单位的往来款。从账龄看，1 年以内的其他应收款占 64.40%，1～2 年的占 14.61%，2～3 年的占 6.75%，3 年以上的占 14.24%，共计提坏账准备 0.95 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 2014 年底，公司存货净额 7.79 亿元，较 2013 年底增加 30.80%，全部为开发成本。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 39.07 亿元，同比增长 22.51%，增长主要来自公司对子公司投资增加 3.46 亿元以及对联营企业投资增加 3.06 亿元。

截至 2014 年底，公司在建工程 7.09 亿元，同比下降 40.36%，主要系双置换安置房项目公司获得借款偿还 6.11 亿元所致。截至 2014 年底，公司在建工程中包含双置换安置房项目 5.70 亿元和其他项目 1.39 亿元。

截至 2014 年底，公司无形资产 66.70 亿元，同比增长 16.62%，增长主要系公司对子公司无锡惠山新农村建设发展有限公司所获得划拨土地重新评估后的增值进行调整所致。

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 2014 年底，公司所有者权益 101.82 亿元，同比增长 11.25%，主要来自资本公积的增长。

截至 2014 年底，公司资本公积 92.91 亿元，同比增长 12.70%，增长主要系公司对子公司无锡惠山新农村建设发展有限公司所获得划拨土地重新评估后的增值进行调整所致。总体来看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 156.69 亿元，同比增长 14.16%。主要来源于应付票据及长期借款的大幅增长。

截至 2014 年底，公司流动负债 84.74 亿元，同比增长 14.63%，主要系应付票据及一年内到期的长期负债增长所致。

截至 2014 年底，公司应付票据 16.84 亿元，同比增长 509.94%，其中银行承兑汇票为 15.95 亿元。主要由于当年公司支付工程建设款较多。融资需求较大所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款 40.10 亿元，同比减少 12.24%，主要系应付无锡新惠山农业发展有限公司、无锡广惠城镇化建设发展有限公司、惠山区土地收购储备中心等单位的往来款。从账龄看，1 年以内的占 76.47%，1～2 年的占 6.73%，2～3 年的占 3.88%，3 年以上的占 12.92%。

截至 2014 年底，公司一年内到期的长期借款 18.22 亿元，同比增长 158.58%，主要系公司长期借款逐年到期所致。

截至 2014 年底，公司长期负债 71.94 亿元，同比增长 13.60 %，增长主要来自长期借款。截至 2014 年底，公司长期借款 59.94 亿元，同比增长 21.03%，其中抵押借款 20.07 亿元、保证借款 21.90 亿元、质押借款 2.21 亿元，组合担保借款 15.76 亿元。

从有息债务来看，伴随公司对外融资规模大幅扩张，2014 年底，全部债务为 114.51 亿元，同比增长 45.21%，其中短期债务较上年增长 25.23 亿元，长期债务较上年增长 10.41 亿元，公司债务规模增长主要系短期债务增长所致。从债务结构看，2014 年底公司短期债务为 42.57 亿元，占比 37.17%，长期债务为 71.94 亿元，占比 62.83%。短期债务占比有所上升，但公司债务仍以长期债务为主。

从债务指标情况来看，截至 2014 年底，公司资产负债率与长期债务资本化比率同比略有上升，为 59.86%和 40.65%；由于公司债务规模的增长，全部债务资本化比率为 52.15%，较上年上升 7.10 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司有息债务规模继续保持快速增长，债务负担有所上升，公司存在一定的短期支付压力。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 168.09%和 158.89%，均

较上年略有下降；2014 年公司经营现金流动负债比为 8.89%。总体看，跟踪期内，由于公司债务规模的增长，公司偿债能力有一定程度的弱化，但考虑到公司货币资金 35.26 亿元（剔除受限资金后为 18.16 亿元），公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2014 年公司全部债务/EBITDA 为 35.39 倍，较上年同期上升 19.52 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 2014 年底，公司对外担保为 25.30 亿元，担保比率为 24.85%，被担保单位多为惠山区下属镇（街道）的平台公司，截至目前，经营正常。总体看，公司对外担保金额较大，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 年底，公司共获得各家银行、证券公司、信托等金融机构授信总额 129.64 亿元，尚未使用额度为 32.23 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 7 月 22 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 2014 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 3.24 亿元、34.25 亿元和 7.53 亿元，分别为“13 惠经发债”发行额度（12 亿元）的 0.27 倍、2.85 倍和 0.63 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）。

根据本金分期偿还条款，公司将于 2016 年 4 月第一次偿还本期债券的 25%本金，即 3 亿元，截至 2014 年底，公司现金类资产 35.26 亿元，扣除受限类货币资金后为 23.07 亿元，为本期债券分期偿还本金额度的 7.69 倍。本期债券分期偿还条款的设定有效地减轻了公司的集中偿付压力，公司现金类资产对本期债券保障能力较强。

截至 2014 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“13 惠经发债”分期偿付额度的 1.08 倍、11.42 倍和 2.51 倍。总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额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

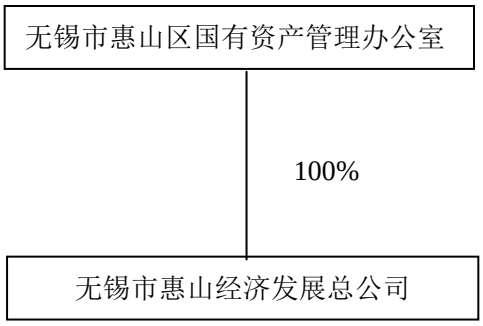
“13 惠经发债”的第一还款来源为政府代建回购收入。根据公司与惠山区人民政府签署的项目 BT 协议，公司将于工程开工建设之日起的第 1 至第 6 年，分别收到政府回购款 2.4 亿元、2.4 亿元、7.4 亿元、7.4 亿元、7.4 亿元和 8.01 亿元，从而有效覆盖本期债券的利息及本金支出。2013 年公司实际已收到政府回购款 1.90 亿元，剩余 0.5 亿元于 2014 年收到，2014 年公司实际收到政府回款 2.90 亿元。

总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对分期偿付额度覆盖程度好。政府回购款基本按计划到位，联合资信将继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的信用等级。

附件 1　公司股权结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.75	13.66	35.26
资产总额(亿元)	154.69	233.42	261.74
所有者权益(亿元)	56.63	91.53	101.82
短期债务(亿元)	11.38	17.33	42.57
长期债务(亿元)	27.44	61.53	71.94
全部债务(亿元)	38.82	78.86	114.51
主营业务收入(亿元)	6.53	7.12	7.83
利润总额(亿元)	1.47	1.18	1.24
EBITDA(亿元)	3.16	4.97	3.24
经营性净现金流(亿元)	1.70	-19.68	7.53
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.50	0.42	0.42
存货周转次数(次)	70.31	1.94	0.93
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.03
现金收入比(%)	88.95	30.21	133.30
主营业务利润率(%)	13.31	12.70	15.98
总资本收益率(%)	3.09	2.74	1.45
净资产收益率(%)	2.98	1.59	1.60
长期债务资本化比率(%)	31.01	39.02	40.65
全部债务资本化比率(%)	38.87	45.06	52.15
资产负债率(%)	60.54	58.80	59.86
流动比率(%)	133.15	170.42	168.09
速动比率(%)	132.91	162.36	158.89
经营现金流动负债比(%)	2.63	-26.62	8.89
全部债务/EBITDA(倍)	12.29	15.88	35.39

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。