跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 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，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

二零一六年七月二十七日

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[1]	2013/4/22-2019/4/22	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	13.66	34.16	40.75
资产总额(亿元)	233.42	295.18	326.66
所有者权益(亿元)	91.53	136.50	121.16
短期债务(亿元)	17.33	41.77	20.81
全部债务(亿元)	78.86	113.41	139.12
主营业务收入(营业收入)(亿元)	7.12	8.04	8.85
利润总额 (亿元)	1.18	0.96	1.10
EBITDA(亿元)	4.97	7.40	9.55
经营性净现金流(亿元)	-19.68	11.40	-4.97
主营业务利润率(营业利润率)(%)	12.70	14.48	14.54
净资产收益率(%)	1.59	0.66	0.68
资产负债率(%)	58.80	53.76	62.91
全部债务资本化比率(%)	45.06	45.38	53.45
流动比率(%)	170.42	170.10	219.70
全部债务/EBITDA(倍)	15.88	15.33	14.57
经营现金流动负债比(%)	-26.62	13.31	-6.00

注：公司 2013~2014 年审计报告使用旧准则，自 2015 年开始使用新准则，上表中 2014 年度数据为 2015 年追溯调整期初数；已将其他非流动负债调整入长期债务及相关指标中核算。

分析师

张庆扬　霍正泽
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区级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，公司债务规模有所扩大、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和经营活动现金流入量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持续增长，地方一般预算收入稳步提高，公司经营外部环境向好。
2. 跟踪期内，政府在财政补贴等方面持续给予公司持续有力支持。

关注

1. 跟踪期内，惠山区政府性基金收入大幅减少，对地方综合财力造成一定负面影响。
2. 公司应收类款项占比大，账龄较长，对公司资金形成占用。

[1]公司于 2016 年 4 月 22 日偿还本金 3 亿元，目前剩余本金 9 亿元

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 2015 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 2015 年底，公司下属共 8 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 2015 年底，公司资产总额 326.66 亿元，所有者权益 121.16 亿元（其中包括少数股东权益 2.79 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 8.85 亿元，实现利润总额 1.10 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到

全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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调整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。根据《2015年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2015年无锡市全市实现地区生产总值8518.26亿元，按可比价格计算，比上年增长7.1%。按常住人口计算人均生产总值达到13.09万元。

2015年，无锡市产业结构升级加快。全市实现第一产业增加值137.72亿元，比上年下降0.1%；第二产业增加值4197.43亿元，比上年增长5.0%；第三产业增加值4183.11亿元，比上年增长9.6%；三次产业比例调整为1.6:49.3:49.1。

2015年，无锡市工业生产小幅增长。全市规模以上工业企业实现增加值2953.34亿元，比上年增长4.4%。分经济类型看，国有企业总产值下降11.2%，集体企业总产值增长0.4%，股份制企业总产值增长2.9%，外商及港澳台商投资企业总产值增长0.8%，其他经济类型企业总产值下降4.5%。全市统计的279只主要工业产品中，产品产量比上年增长的有132只，占全市统计产品数的47.3%。在全市跟踪统计的22种重点产品中，有9种产品的产量实现增长。

2015年，无锡市固定资产投资小幅增长。全年固定资产投资完成4901.19亿元，比上年增长7.0%。分产业投向：第一产业投资10.21亿元，比上年下降22.7%，第二产业投资1976.53亿元，比上年增长13.2%，第三产业投资2914.45亿元，比上年增长1.4%。

2015年，无锡市财政收入稳步提高。全年一般公共预算收入830亿元，比上年增长8.1%。财政支出结构继续调整。一般公共预算支出820.85亿元，比上年增长9.7%。

无锡市惠山区

根据无锡市惠山区《2016年政府工作报告》，2015年惠山区经济保持稳定增长。经济运行稳中有进。坚持把发展实体经济作为立区之本，主要经济指标保持稳定增长。预计完成地区生产总值677亿元，增长7%；公共财政预算收入76.8亿元，增长8.5%。发挥企业稳增长主力军作用，完成规模以上工业总产值1166亿元，增长2%，亿元以上、超10亿元、超50亿元企业分别达184家、17家、1家。项目建设扎实推进。围绕供地、开工、达产等关键环节加强项目建设，全年新开工重点产业项目65只，18只省市重大项目和180只区级重点产业项目分别完成投资77.1亿元和210.3亿元，完成全社会固定资产投资584.3亿元，增长13%。

表1 2013～2015年惠山区地方财政收入状况

（单位：亿元）

科目	2013年	2014年	2015年
一、预算内地方收入	**87.11**	**96.44**	**84.89**
1. 一般预算收入	64.89	70.76	76.79
2. 政府性基金收入	22.22	25.68	8.10
二、上级补助收入	**9.59**	**10.08**	**13.77**
三、上年结余调入资金	**4.67**	**5.18**	**5.26**

资料来源：无锡市惠山区财政局提供

财政实力方面，2015年，无锡市惠山区地方收入合计84.89亿元，同比降低11.98%，主要系当年政府性基金收入大幅下降所致。2015年惠山区一般预算收入76.79亿元，同比增长

8.52%；政府性基金收入8.10亿元，同比下降68.46%，主要系土地出让金收入减少所致，2015年惠山区土地出让金收入完成6.96亿元，较上年下降71%。

整体看，跟踪期内无锡市和惠山区经济保持稳步增长，地方一般预算收入稳步提高公司发展外部环境继续保持良好。但同时也关注到，2015年惠山区政府性基金收入大幅减少，对地方综合财力造成一定负面影响。

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 2015 年底，公司实收资本为 6.25 亿元，跟踪期内无变化。

2. 政府支持

跟踪期内，作为无锡市惠山区政府下设的唯一的区级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。2015年，公司共收到政府补助1.63亿元，财务核算时在营业外收入体现。

六、管理分析

跟踪期内，公司原有党委书记张一敏退休，原有副总经理李强退休，新任命副总经理汪慕君、许云东。目前公司本部高级管理人员共4人，其中总经理1人，副总经理3人。

除以上高管人员变动外，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化

七、经营分析

公司营业收入主要来自于代建工程收入。2015 年，公司实现主营业务收入 8.85 亿元，同比增长 9.98%。其中代建工程收入 8.76 亿元，房产销售业务方面公司 2015 年未确认收入。跟踪期内，由于代建工程业务中部分业务为公司代政府收付，未加成计提代建管理费，导致公司当年代建工程收入毛利率有所下降，为 17.46%，但由于当年公司其他业务收入（主要为公司收取的双置换安置房项目的借款利息收入）毛利率较高，使得公司 2015 年主营业务综合毛利率较 2014 年略有增长。

表2　2014~2015年公司主营业务收入构成

（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建工程收入	7.62	18.04	8.76	17.46
房产销售	0.21	24.67	0.00	--
其他业务收入	0.22	-24.91	0.09	80.49
合计	**8.04**	**17.05**	**8.85**	**17.90**

资料来源：公司提供

注：2015年房产销售业务板块发生成本153.30万元，为相关的营销成本及追计的往期成本摊销。

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约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　2015年公司代建收入情况（单位：万元）

项目名称	2015 年确认收入	2015 年收到回购款
新洲花园工程	85000.00	74000.00
劳保中心搬迁工程	895.20	627.00
信访局搬迁工程	109.83	92.00
行政审批中心搬迁工程	1622.08	1400.00
合计	**87617.61**	**76119.00**

资料来源：公司提供

公司2015年确认代建收入8.76亿元，共收到回购款7.61亿元，主要来自新洲花园工程项目。

目前公司已完工的项目有创业中心三期工程、新洲花园工程（即“13惠经发债”募投项目）、西环线BT工程项目、劳保中心搬迁工程、信访局搬迁工程、行政审批中心搬迁工程等。

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 2015 年底，该项目已完工，财务核算时在“其他应收款”科目体现。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（即 2012~2017 年），分别收到政府回购款 2.40 亿元、2.40 亿元、7.40 亿元、7.40 亿元、7.40 亿元和 8.01 亿元，共 35.01 亿元，公司在此期间逐年与政府确认收入，该项目收入于 2013 年开始确认，其中 2013 年确认收入 1.94 亿元，由于会计失误计为“西环线 BT 工程”项目收入，2014~2015 年分别确认收入 6.46 亿元和 8.50 亿元，截至 2015 年底共确认收入 16.90 亿元。公司分别于 2012~2015 年实际收到政府回购款 1.80 亿元、1.90 亿元、8.50 亿元和 7.40 亿元。截至 2015 年底，公司共收到回购款 19.60 亿元，超出部分 2.70 亿元计入 2015 年“专项应付款”科目。

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。

劳保中心搬迁工程、信访局搬迁工程和行政审批中心搬迁工程为公司2015年新确认收入的项目，上述项目为公司代财政收付，公司不进行代建管理费加成。截至2015年底上述项目均已完工并通过验收审计，2015年合计确认收入0.26亿元，收到回购款0.21亿元。

在建项目方面，公司于2015~2016年新建文体中心、医院等项目，截至目前上述项目均未竣工，也未确认收入。

此外，公司主要建设项目还包括双置换安置房项目，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2015年底，该项目账面价值（在建工程）5.50亿元，较2013年底减少0.20亿元，主要系各镇（街道）将相关借款部分归还公司所致。

2. *房产销售、出租业务*

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。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 2014

年进行销售。2014 年公司共实现房产销售收入 2066.06 万元。2015 年公司无房产销售收入。

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 2015 年底，该项目已完工，募集资金已使用完毕。

该项目于 2013 年开始确认收入，截至 2015 年底共确认收入 16.90 亿元。其中 2015 年确认收入 8.50 亿元。根据公司与惠山区人民政府签署的项目 BT 协议，公司分别于 2012~2015 年实际收到政府回购款 1.80 亿元、1.90 亿元、8.50 亿元和 7.40 亿元，并在销售商品、提供劳务收到的现金科目中反映。

九、财务分析

公司提供的 2014 年和 2015 年度财务报表已分别经中兴华会计师事务所和中勤万信会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2015 年，公司合并范围不再纳入合并范围子公司 1 家，为无锡市新洲投资建设有限公司。截至 2015 年底，公司纳入合并财务报表范围的子公司共计 8 家。2014~2015 年公司合并范围变化小，对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司资产总额 326.66 亿元，所有者权益 121.16 亿元（其中包括少数股东权益 2.79 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 8.85 亿元，实现利润总额 1.10 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 8.85 亿元，较 2014 年增长 9.98%，其中来自于代建工程收入为 8.76 亿元；同期营业成本为 7.26 亿元。跟踪期内，受其他业务收入毛利率增长影响，公司营业利润率略有上升，为 14.54%，较 2014 年上升 0.06 个百分点。

期间费用方面，2015 年公司期间费用率 33.62%，主要为财务费用。由于公司对外融资规模较大，财务费用继续保持较大规模，2015 年公司财务费用 2.82 亿元，公司财务费用对利润侵蚀严重。

2015 年公司营业外收入 2.05 亿元，其中政府补贴收入 1.63 亿元，当年公司利润总额 1.10 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，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.66%和 0.68%，分别较上一年上升 0.80 和 0.02 个百分点。

整体来看，跟踪期内，公司营业利润率略有上升，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。2015 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 48.09 亿元和 12.76 亿元，较上年同期分别上升 26.16%和 22.26%。

2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 13.58 亿元，同比增长 188.93%，主要来自于代建工程的支出；经营活动的现金流出量为 53.06 亿元，同比增长 98.61%；经营活动产生的现金净额为-4.97 亿元。2015 年公司现金收

入比为 144.17%，较上年同期有所上涨。公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入为 9.55 亿元，其中收回投资收到的现金 4.73 亿元（主要为对部分参股子公司撤资或减资所致），处置子公司及其他单位收到的现金 3.88 亿元（处置子公司无锡市新洲投资建设有限公司所致）；投资活动现金流出为 16.93 亿元，主要为公司购建固定资产、无形资产支付的现金 8.66 亿元和投资支付的现金 8.27 亿元（对部分参股子公司增资），公司投资活动产生的现金净额为-7.38 亿元。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为 91.47 亿元，主要为取得借款所收到的现金，筹资活动现金流出为 80.31 亿元，主要为偿还债务所支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金，公司筹资活动产生的现金净额为 11.17 亿元。

总体来看，跟踪期内，受公司建设项目规模继续扩大，公司经营活动现金支出规模大幅上升，经营活动净现金流由正转负，同时公司仍面临较大的的对外筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 326.66 亿元，较 2014 年底增长 10.66%，其中流动资产占 55.71%，较 2014 年底增加 6.33 个百分点，主要是由于流动资产的增加和非流动资产的减少所致。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 181.97 亿元，同比增长 24.84%，主要来自货币资金和其他应收款的增长。

截至 2015 年底，公司货币资金 40.75 亿元，同比增长 19.28%，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已质押的定期存款合计 24.07 亿元，受限比例较高。

截至 2015 年底，公司应收账款 15.71 亿元，同比减少 7.21%，其中应收惠山区财政局代建款 15.58 亿元，占应收账款账面余额的 99.05%，账龄均为 1 年以内。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，对公司资产流动性产生一定不利影响。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 104.96 亿元，同比大幅上涨 38.06%，主要是对无锡市惠山区国有资产管理办公室、无锡市惠山区玉祁街道办事处财政所、无锡市惠山区财政局、阳山镇财政所或无锡市惠山区钱桥街道办事处财政所的往来款或借款。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 2015 年底，公司存货净额 11.17 亿元，较 2014 年底增加 20.63%，全部为公司代建工程的开发成本。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 144.68 亿元，较 2014 年底减少 3.17%，主要系当年长期股权投资减少所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 61.08 亿元，同比减少 10.24%，主要系按照权益法核算减少 105837.77 万元。

截至 2015 年底，公司在建工程 10.02 亿元，同比上升 41.33%，主要系新增的区重点道路工程项目。截至 2015 年底，公司在建工程中包含双置换安置房项目 5.50 亿元和其他项目 4.52 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产 65.99 亿元，较上年底变化不大，全部为公司拥有的土地使用权。其中 53.44 亿元用于抵押借款，占全部无形资产的 80.98%

总体看，跟踪期内公司资产总额继续增长，其中流动资产占比有所上升；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 2015 年底，公司所有者权益 121.16 亿元，同比减少 11.24%，主要来自资本公积的减少。截至 2015 年底，公司所有者权益中实收

资本占 5.16%、资本公积占 88.00%、盈余公积占 1.43%、未分配利润占 3.11%；其中归属于母公司所有者权益占 97.70%，少数股东权益占 2.30%。

截至 2015 年底，公司资本公积 106.62 亿元，同比减少 11.37%，减少主要系无锡市新洲投资建设有限公司不再纳入合并范围减少资本公积 2.95 亿元，以及对无锡惠玉农村新型社区有限公司、无锡锡西城市投资发展有限公司、无锡瑞丰生态农业有限公司等子公司按权益法核算减少 146368.04 万元所致。

总体来看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 205.50 亿元，同比增长 29.50%。主要来源于非流动负债中长期借款和应付债券的大幅增长。

截至 2015 年底，公司流动负债 82.83 亿元，同比减少 3.34%，主要系短期借款及一年内到期的长期负债减少所致。

截至 2015 年底，公司短期借款 3.43 亿元，同比减少 54.40%，其中质押借款 1.70 亿元，保证借款 1.73 亿元。

截至 2015 年底，公司其他应付款 60.32 亿元，同比增长 44.14%，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 57.90%，1～2 年的占 15.85%，2～3 年的占 14.19%，3 年以上的占 12.07%。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.50 亿元，同比减少 64.29%，全部为一年内到期的银行长期借款。

截至 2015 年底，公司非流动负债 122.67 亿元，同比增长 68.07%，主要来自长期借款、应付债券和其他非流动负债的增长。

截至 2015 年底，公司长期借款 85.58 亿元，同比增长 43.48%，其中质押借款 34.53 亿元，抵押借款 19.56 亿元，保证借款 12.65 亿元，组合担保借款 8.90 亿元，应收账款财产权信托 9.94 亿元。

截至 2015 年底，公司应付债券 24.00 亿元，较上年同期增长 12.00 亿元，增长系公司于 2015 年新发行的两期非公开债务融资工具，分别为 7.2 亿元和 4.8 亿元，期限均为 3 年。

截至 2015 年底，公司专项应付款新增 2.70 亿元，为公司提前收到的“新洲花园”项目回购资金。

截至 2015 年底，公司其他非流动负债 8.73 亿元，全部为当年新增，为子公司无锡市惠城供水经营有限公司和无锡惠山新农村建设发展有限公司收到的政府债置换款，额度分别为 4.30 亿元和 4.43 亿元。该部分政府债置换款置换公司的金融机构借款，公司仍需向财政按期还本付息。

从有息债务规模来看，截至 2015 年底，公司全部债务为 139.12 亿元，较上年同期增长 25.71%，其中短期债务 20.81 亿元（较上年同期减少 50.18%），长期债务 118.31 亿元（较上年同期增长 65.13%）。公司全部债务中以长期债务为主，且占比不断上升，截至 2015 年底公司长期债务占全部债务的比例为 85.04%，较上年同期上升 21.87 个百分点。

从债务指标情况来看，截至 2015 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三项指标同比均有所上升，分别为 62.91%、53.45%和 49.40%，分别较上年上升 9.15、8.07 和 14.98 个百分点。

总体来看，跟踪期内公司有息债务规模继续增长，但公司短期债务规模有所下降，公司整体债务水平仍处于可控范围。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 219.70%和 206.22%，分别较上年同期上升 49.60 和 46.92 个百分点；由于 2015 年公司经营活动现金净流量为负，当年公司经营现金流动负债比为-6.00%。总体看，跟踪期内，受经营活动现金流出规模较大影响，

公司偿债能力有一定程度的弱化，但考虑到公司现金类资产 40.75 亿元（剔除受限资金后为 16.68 亿元），公司短期偿债能力存在一定的压力。

从长期偿债指标看，2014~2015 年公司 EBITDA 分别为 7.40 亿元和 9.55 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 15.33 倍和 14.57 倍。考虑到当地政府给予公司的有力支持，公司整体偿债能力尚可。

表 4　截至 2015 年底公司对外担保前五名情况

（单位：万元）

被担保单位	金额	占比
无锡天一新城建设有限公司	50000	22.39%
无锡市广惠城镇化建设发展有限公司	38000	17.01%
无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司	29300	13.12%
无锡青穗农业发展有限公司	26000	11.64%
无锡安阳山产业发展有限公司	21550	9.65%
合计	**164850**	**73.81%**

资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司合并口径对外担保为 23.24 亿元，担保比率为 19.18%，被担保单位多为惠山区下属镇（街道）的平台公司。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 2015 年底，公司合并口径共获得各家银行授信总额 52.15 亿元，已使用额度为 40.39 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 2016 年 6 月 20 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

2015 年，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 9.55 亿元、48.09 亿元和-4.97 亿元，分别为“13 惠经发债”发行额度（12 亿元）的 0.80 倍、4.01 倍和-0.41 倍。公司经营活动现金流入量对“13 惠经发债”发行额度覆盖程度较好。

“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 3 年末至第 6 年末每年分别偿还“13 惠经发债”发行总额的 25%（3 亿元）。公司已于 2016 年 4 月 22 日偿还本金 3 亿元，目前剩余本金额度 9 亿元。

2015 年，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 3.19 倍、16.03 倍和-1.66 倍。总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“13 惠经发债”分期偿付额度覆盖程度好。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

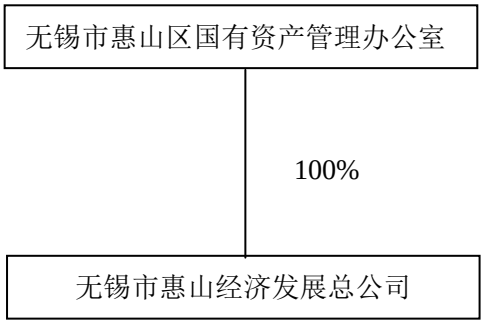
“13 惠经发债”的第一还款来源为政府代建回购收入。根据公司与惠山区人民政府签署的项目 BT 协议，公司将于工程开工建设之日起的第 1 至第 6 年（即 2012~2017 年），分别收到政府回购款 2.40 亿元、2.40 亿元、7.40 亿元、7.40 亿元、7.40 亿元和 8.01 亿元，从而有效覆盖本期债券的利息及本金支出。2012~2015 年公司实际收到政府回购款 1.80 亿元、1.90 亿元、8.50 亿元和 7.40 亿元。

总体看，公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流入量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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.66	34.16	40.75
资产总额(亿元)	233.42	295.18	326.66
所有者权益(亿元)	91.53	136.50	121.16
短期债务(亿元)	17.33	41.77	20.81
长期债务(亿元)	61.53	71.65	118.31
全部债务(亿元)	78.86	113.41	139.12
主营业务收入（营业收入）(亿元)	7.12	8.04	8.85
利润总额(亿元)	1.18	0.96	1.10
EBITDA(亿元)	4.97	7.40	9.55
经营性净现金流(亿元)	-19.68	11.40	-4.97
财务指标			
现金收入比(%)	30.21	129.69	144.17
主营业务利润率（营业利润率）(%)	12.70	14.48	14.54
总资本收益率(%)	2.74	2.86	3.66
净资产收益率(%)	1.59	0.66	0.68
长期债务资本化比率(%)	39.02	34.42	49.40
全部债务资本化比率(%)	45.06	45.38	53.45
资产负债率(%)	58.80	53.76	62.91
流动比率(%)	170.42	170.10	219.70
速动比率(%)	162.36	159.30	206.22
经营现金流动负债比(%)	-26.62	13.31	-6.00
全部债务/EBITDA(倍)	15.88	15.33	14.57

注：公司 2013~2014 年审计报告使用旧准则，自 2015 年开始使用新准则，上表中 2014 年度数据为 2015 年追溯调整期初数；已将其他非流动负债调整入长期债务及相关指标中核算。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

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-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	
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%
本期债券偿债能力	
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
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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　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。