跟踪评级公告

联合[2017] 1793 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将无锡市惠山经济发展总公司的主体长期信用等级由AA上调为AA^+，评级展望为稳定，将“13惠经发债”的信用等级由AA上调为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十五日

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

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 惠经发债	6 亿元	2019/4/22	AA^+	AA

评级时间：2017 年 7 月 25 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	34.16	40.75	56.12
资产总额(亿元)	295.18	326.66	349.79
所有者权益(亿元)	136.50	121.16	118.87
短期债务(亿元)	41.77	20.81	17.09
长期债务(亿元)	71.64	109.58	116.55
全部债务(亿元)	113.41	130.39	133.64
营业收入(亿元)	8.04	8.85	8.04
利润总额(亿元)	0.96	1.10	2.15
EBITDA(亿元)	7.40	9.55	9.33
经营性净现金流(亿元)	11.40	-4.97	8.81
营业利润率(%)	14.48	14.54	19.38
净资产收益率(%)	0.66	0.68	1.06
资产负债率(%)	53.76	62.91	66.02
全部债务资本化比率(%)	45.38	51.83	52.92
流动比率(%)	170.10	219.70	214.57
经营现金流动负债比(%)	13.31	-6.00	8.69
全部债务/EBITDA(倍)	15.33	13.66	14.33

注：公司自 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。

分析师

王康　霍正泽　朱煜

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区级城市基础设施建设投资主体。跟踪期内，无锡市惠山区整体经济持续发展，公司在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面获得惠山区政府的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模较大、整体盈利能力一般、其他应收款对资金形成很大占用等因素给公司信用水平带来不利影响。

无锡市惠山区财政收入水平快速提高，为公司发展提供了良好的外部环境；公司在惠山区具有很强的业务专营性，收入实现质量良好，为公司信用基本面提供了有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA 上调为 AA^+，评级展望为稳定，将“13 惠经发债”的信用等级由 AA 上调为 AA^+。

优势

1. 跟踪期内，无锡市和惠山区经济持续发展，财政收入水平快速提高，公司外部经营环境得到进一步提升。
2. 跟踪期内，政府在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面持续给予公司大力支持。
3. 跟踪期内，公司主营业务回款质量良好，并收回较大规模应收账款，对公司信用基本面提供了有力支撑。

关注

1. 公司其他应收款规模大，对公司资金形成很大占用。
2. 公司货币资金受限比例高。
3. 公司自营项目规模较大，项目资产流动性及盈利性有待观察。

声　明

一、本报告引用的资料主要由无锡市惠山经济发展总公司（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。

无锡市惠山经济发展总公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于无锡市惠山经济发展总公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 1993 年 1 月 12 日成立，初始注册资本 518 万元，后经多次增资，截至 2016 年底，公司注册资本及实收资本 6.25 亿元，无锡市惠山区国有资产管理办公室（以下简称“惠山区国资办”）持有公司 100%股权，公司实际控制人为惠山区政府。

跟踪期内，公司职能定位及经营范围未发生变更。截至 2016 年底，公司合并范围内共有 8 家二级子公司，公司本部下设综合部、财务管理部、项目建设部、投融资管理部 4 个职能部门。

截至 2016 年底，公司资产总额 349.79 亿元，所有者权益 118.87 亿元。2016 年，公司实现营业收入 8.04 亿元，利润总额 2.15 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、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年 6 月底，联合资信所评公司存续期内债券为“13 惠经发债”，公司已按期支付“13 惠经发债”到期债券本息，债券余额 6.00 亿元，公司既往还本付息情况良好，“13 惠经发债”募投项目为惠山区保障性住房建设工程新洲花园项目，总投资 28.74 亿元，该项目已完工，募集资金已使用完毕。

表1　截至2017年6月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
13惠经发债	12	6	2013/4/22	2019/4/22

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受

益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济和财政实力

无锡市

根据《2016年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2016年无锡市全市实现地区生产总值9210.02亿元，排江苏省第三，按可比价格计算，比上年增长7.5%；按常住人口计算人均生产总值达到14.13万元。

2016年，无锡市全市实现第一产业增加值135.19亿元，比上年下降2.4%；第二产业增加值4346.78亿元，比上年增长6.8%；第三产业增加值4728.05亿元，比上年增长8.6%；三次产业结构由2015年的1.6:49.3:49.1调整为1.5：47.2:51.3，第三产业占比增长较快。

2016年，无锡市全市规模以上工业企业实现增加值3075.49亿元，比上年增长5.8%；全市规模以上工业实现主营业务收入14643.13亿元，比上年增长4.6%。

2016年，无锡市全年固定资产投资完成4795.25亿元，比上年增长2.0%，分别投向第一、第二及第三产业9.05亿元、2048.65亿元和2737.55亿元。

2016年，无锡市全年一般公共预算收入875亿元，比上年增长5.4%，其中税收收入706.04亿元，比上年增长5.7%。

惠山区

根据《2016年惠山区国民经济和社会发展概况》，2016年，惠山区经济保持平稳增长，全区实现地区生产总值722.40亿元，按可比价计算同比增长7.7%；按常住人口计算人均生产总值10.20万元。2016年，惠山区三次产业比例由2015年的2.5:59.5:38.0调整为2.3:59.2:38.5。

无锡市及惠山区经济以工业为基础，支柱产业为金属锻造和汽车零部件生产。2016年惠山区完成现价工业总产值1507.42亿元，同比增长5.2%；规模以上工业总产值1202.88亿元，同比增长5.1%，其中制造重工业实现总产值1050.69亿元。惠山区规模以上工业实现利税总额129.02亿元。

固定资产投资方面，2016年惠山区完成全社会固定资产投资656.53亿元，同比增长11.5%，其中工业投资236.93亿元，同比增长16.2%，服务业投资419.61亿元，同比增长9.0%。全年商品房销售面积192.95万平方米，同比增

长81.3%。

表 2　2014～2016 年惠山区地方财政收入概况

（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
1. 一般预算收入	70.76	76.79	81.41
税收收入	56.62	61.83	66.79
2. 政府性基金收入	25.68	8.10	17.00
3.上级补助收入	10.08	13.77	14.40
收入合计（1+2+3）	**106.52**	**98.66**	**112.41**

资料来源：无锡市惠山区财政局提供

财政收入方面，2016年，惠山区一般预算收入81.41亿元，同比增长6.02%，其中税收收入66.79亿元，同比增长8.02%；政府性基金收入17.00亿元，同比增长109.88%，主要为土地出让金收入；上级补助收入14.40亿元，同比增长1.67%。

跟踪期内，无锡市和惠山区经济保持稳步增长，惠山区经济以工业为基础，经济基础扎实，对区域税收形成重要贡献；惠山区财政收入水平较2015年快速提高，一般预算收入占比大。整体看，惠山区经济持续发展、财政收入水平快速提高，为公司的发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 股权概况

跟踪期内，公司股东仍为惠山区国资办，实际控制人仍为惠山区人民政府。截至2016年底，公司注册资本6.25亿元，实收资本6.25亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员无变动。截至 2016 年底，公司本部共有员工 29 人，按学历划分，本科及以上 26 人，大专 3 人；按年龄划分，30 岁以下 8 人，30~50 岁 20 人。

跟踪期内，公司高层管理人员未发生变动，员工队伍精简，整体学历较高。

3. 政府支持

公司是无锡市惠山区唯一的区级城市基础设施建设主体，跟踪期内，惠山区政府在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面给予公司大力支持。

2016年，惠山区政府向公司无偿划拨惠山区委党校的房产及土地共计0.16亿元，计入资本公积。

2016年，公司共收到政府补助0.14亿元，计入营业外收入，较2015年同比减少1.50亿元。

2016年，公司获得政府债务置换资金2.58亿元，计入其他非流动负债，截至2016年底公司共获得政府债务置换资金11.31亿元，上述资金由财政安排预算支出进行偿还。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（编号：G10320206011330904），截至 2017 年 7 月 11 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化，管理制度执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司营业收入 8.04 亿元，同比减少 9.16%，其中代建工程收入 7.88 亿元，占营业收入比重由 2015 年的 98.98%下降至 98.01%；其他业务收入 0.16 亿元，主要为房屋销售以及租赁收入。2016 年公司综合毛利率 19.78%，较 2015 年增长 1.88 个百分点；工程收入毛利率 18.72%，较 2015 年增长 1.26 个百分点。

表3 2015~2016年公司营业收入情况 （单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建工程收入	8.76	17.46	7.88	18.72
其他业务收入	0.09	80.49	0.16	72.66
合计	**8.85**	**17.90**	**8.04**	**19.78**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

代建工程收入

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，确定工程价款总额。工程通过交工验收合格后次日开始支付工程价款。

表4 2016年公司工程代建收入情况 （单位：万元、%）

项目名称	收入	毛利率	收到回款
创业中心三期	2963.58	100.00	46000.00
新洲花园	75825.24	15.54	51100.00
合计	**78788.83**	**18.72**	**97100.00**

资料来源：公司提供

2016年公司确认工程代建收入7.88亿元，业务毛利率18.72%；当年共收到回购款9.71亿元，回款质量良好。

创业中心三期项目2016年毛利率为100.00%，系当年将项目收益部分确认收入，成本已于以前年度全部结转完成，当年收到4.60亿元系项目最后尾款，公司已收到该项目全部回款。

“13惠经发债”募投项目新洲花园工程属于惠山区保障性住房建设工程。截至2016年底，“13惠经发债”募投项目已完工，累计确认收入24.71亿元，累计收到回款24.61亿元，剩余的未确认收入项目投资7.13亿元，计入“其他应收款”。根据公司与惠山区人民政府签订的项目BT协议，公司应于2012~2017年收到共计35.01亿元的项目回款，2017年内公司应收到募投项目尾款10.40亿元。

其他业务收入

公司其他业务收入，均为自营项目收入，主要由两部分构成，一是公司房产、商铺的出租收入0.13亿元，二是新经济创业中心一期项目的商业办公房产销售收入253.01万元，2016年公司其他业务收入毛利率72.66%，较2015年减少7.83个百分点。

新经济创业中心一期项目内容为商业办公楼，由子公司无锡广厦置业有限公司负责建设，建成后公司负责房产的出租与出售；截至2016年底，该项目已完成投资，项目投入计入“存货”，共计9.57亿元。公司计划在2016年到2021年间完成该项目的出租与销售。

借出资金项目

公司除受政府委托进行代建工程建设、投资建设自营项目以外，还负责向惠山区各政府派出机构及其所属的平台公司借出项目建设资金，实际项目由各借款方负责实施。财务处理上，公司投入建设款计入在建工程，待项目建成后，各乡镇偿还借款本金计入货币资金冲减在建工程；公司对于上述借款每年收取约10%左右的借款利息，计入当期损益，抵扣公司当期财务费用。上述借出资金项目包括“双置换安置房项目”以及“区重点办道路工程项目”，2016年底，上述两项目借出资金本金分别为5.50亿元以及4.76亿元，上述资金利息未出现逾期。

除上述两项目外，公司还以上述方式借出资金共计53.82亿元，计入其他应收款，借款对象同样为惠山区各政府派出机构及其所属的平台公司，借款本金计入其他应收款，公司对于上述借款每年收取约10%左右的借款利息，计入当期损益，抵扣公司当期财务费用。

2016年，公司利息收入6.41亿元，较2015年增长9.39%。

在建、拟建项目

截至2017年6月底，公司主要在建项目总投资共计3.70亿元，已投资1.78亿元，其中惠

山区人民医院二期项目为政府委托代建项目，惠山区全民健身中心为公司自营项目，惠山区财政拨付全部建设资金，公司负责项目运营。

表 5　2017 年 6 月底公司主要在建项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	完工时间
惠山区人民医院二期	14000.00	7096.00	2017.12
惠山区全民健身中心	23000.00	10664.00	2017.09
合计	**37000.00**	**17760.00**	--

资料来源：公司提供

截至2017年6月底，公司主要拟建项目包括玉祁高中新建教学楼以及新经济产业园二期，预计总投资合计27.34亿元，其中新经济产业园二期项目为公司自营项目，项目计划占地约350亩，公司计划将其建成以新型经济产业为主题的产城融合项目，包括商业办公、居住、生活配套等功能设施。

表 6　2017 年 6 月底公司主要拟建项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资	开工时间	完工时间
玉祁高中新建教学楼	3384.00	2017.7	2018.2
新经济产业园二期	270000.00	2017.12	2020.12
合计	**273384.00**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目待投资总额较大，公司面临一定的资金支出压力；待投资项目多为公司自营，公司未来代建工程收入规模具有一定的不确定性，自营业务盈利情况有待观察。另外，公司借出资金项目借款单位资质较好，本息到期不能偿还风险较小。

九、财务分析

公司提供了 2016 年度财务报表，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年，公司合并范围未发生变更。

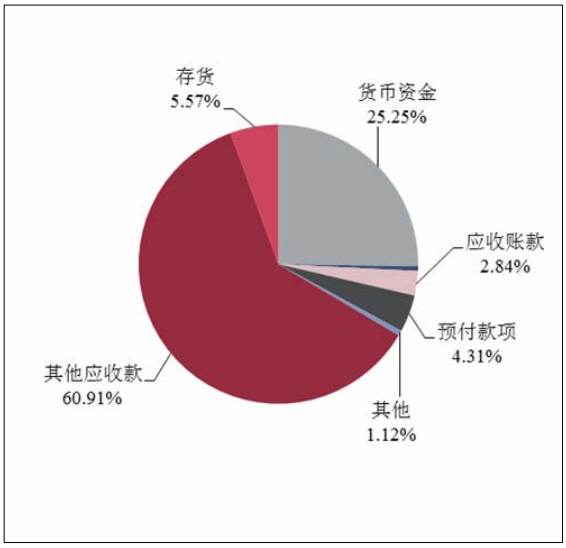
截至 2016 年底，公司资产总额 349.79 亿元，所有者权益 118.87 亿元。2016 年，公司实现营业收入 8.04 亿元，利润总额 2.15 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 349.79 亿元，同比增长 7.08%，流动资产占比由 2015 年底的 55.71%增至 62.24%，占比上升主要系其他应收款、货币资金的增长及长期股权投资的减少。

2016年底，公司流动资产合计217.70亿元，同比增长 19.63%，主要来自货币资金和存货的增长，流动资产构成情况见图 1。

图 1　2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2016 年底，公司货币资金 54.96 亿元，同比增长 34.88%，主要系公司当年收回较大规模应收账款；公司受限资金 22.37 亿元，受限比例 40.69%，其中银行承兑汇票保证金 3.00 亿元、已质押的定期存款 18.67 亿元、信用证保证金 0.70 亿元。

2016 年底，公司应收账款 6.08 亿元，同比大幅减少 9.53 亿元，系公司收到惠山区财政局回款，冲减应收账款。2016 年底公司对惠山区财政局的应收账款中占总额的 96.31%，不计提坏账准备；其余应收账款合计 0.23 亿元，当期未计提坏账准备，累计计提 0.11 亿元。

公司其他应收款规模大，主要由对惠山区

各单位的有息借款以及往来款两部分组成。2016 年底，公司其他应收款合计 132.60 亿元，同比增加 27.65 亿元，其中对各单位的有息借款合计 53.82 亿元，公司对于上述借款每年收取约 10%左右的借款利息，计入当期损益，抵扣公司当期财务费用，2016 年，公司利息收入 6.41 亿元，较 2015 年增长 9.39%；其余为公司对各单位的往来款以及新洲花园项目待确认收入的项目投资 7.13 亿元。总体看，公司其他应收款规模大，对资金形成很大占用，考虑到其中有息借款部分可产生利息收入作为补偿，实际资产质量尚可。

表 7　2016 年底公司其他应收款前五名情况

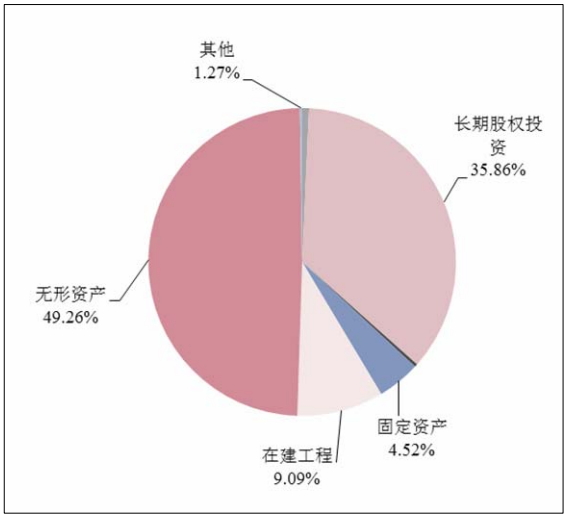
（单位：亿元、%）

欠款方	余额	性质	占比
无锡市惠山区国有资产管理办公室	11.59	往来	8.74
无锡市惠山区洛社镇财政所	10.04	借款	7.57
无锡市惠山区阳山镇财政所	9.64	借款	7.27
无锡市惠山区玉祁街道办事处财政所	8.48	借款	6.40
无锡市惠山区财政局	7.90	往来	5.96
合计	**47.65**	--	**35.94**

资料来源：审计报告

2016 年底，公司存货合计 12.12 亿元，同比增长 8.57%，主要为新经济创业中心一期项目成本以及配套设施费用、财务费用等相关投入。

图 2　2016 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2016 年底，公司非流动资产合计 132.09 亿元，同比减少 8.70%，主要系长期股权投资的减少，非流动资产构成情况见图 2。

2016 年底，公司长期股权投资合计 47.37 亿元，其中对非实际控制子公司期末投资余额 11.01 亿元，对联营企业期末投资余额 36.36 亿元。2016 年公司开始执行新会计准则，对联营企业的长期股权投资做出调整，其中其他综合收益调整 9.08 亿元，计入当期权益中的其他综合收益，其他权益变动-10.88 亿元，冲减当期资本公积。被投资企业均为当地平台公司，负责各自区域内的基础设施投资建设。

表 8　2016 年底公司长期股权投资情况

（单位：亿元、%）

公司名称	期末余额	持股比例
非实际控制子公司		
无锡新洛新市镇发展有限公司	5.17	79.15
无锡市金惠创业投资有限责任公司	1.90	6.25
无锡瑞丰生态农业有限公司	1.94	60.00
无锡惠地开发建设有限公司	2.00	100.00
合计	**11.01**	--
联营企业		
无锡六垄田农业发展有限公司	10.12	60.00
无锡惠憬城市发展有限公司	26.24	45.56
合计	**36.36**	--

资料来源：审计报告、企业提供

2016 年底，公司在建工程 12.01 亿元，同比增长 19.85%，其中“双置换安置房项目”以及“区重点办道路工程项目”借出资金本金合计 10.25 亿元，惠山区全民健身中心以及惠山区人民医院二期投入合计 1.76 亿元。

2016 年底，公司无形资产 65.07 亿元，同比减少 1.39%，全部为土地使用权，总面积 4170.77 亩；从土地性质来看，公司土地使用权主要由划拨地构成，合计 63.94 亿元，出让地 1.13 亿元；公司无形资产中抵押部分总额 17.07 亿元，抵押比率为 26.23%。

跟踪期内，公司资产总额有所增长，流动

资产占比有所上升；其他应收款占比大，对公司资金形成很大占用；公司自营项目规模较大，项目资产流动性及盈利性有待观察，整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2016 年底，公司所有者权益 118.87 亿元，同比减少 1.89%，主要来自资本公积的减少。从构成上来看，2016 年底公司所有者权益中资本公积、实收资本、其他综合收益、盈余公积以及未分配利润占比分别为 78.85%、5.26%、7.64%、1.63%和 4.18%，其余为少数股东权益。

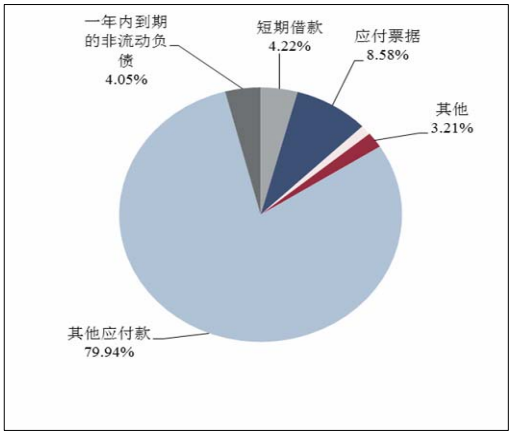
2016 年底，公司资本公积 93.74 亿元，同比减少 12.09%，当年增加 0.16 亿元系惠山区政府向公司无偿划拨惠山区委党校房产及土地；当年减少 13.05 亿元系长期股权投资调整冲减资本公积 11.15 亿元、支付以前年度划入的子公司股权价款 1.90 亿元。2016 年公司新增其他综合收益 9.08 亿元，来源于按权益法核算的联营企业其他综合收益。

总体来看，受会计准则变更影响，公司所有者权益规模同比有所减少、结构变动较大，实际稳定性尚可。

负债

2016 年底，公司负债合计 230.92 亿元，同比增长 12.37%，主要系其他应付款、长期借款以及其他非流动负债增长所致；非流动负债占比由 2015 年底的 59.69%下降至 56.06%。

图 3　2016 年底公司流动负债构成情况



资料来源：审计报告

2016 年底，公司流动负债 101.46 亿元，同比增长 22.49%，主要构成见图 3。

2016 年底，公司短期借款 4.28 亿元，同比增长 24.96%，其中质押借款 1.00 亿元，保证借款 3.28 亿元。

2016 年底，公司应付票据 8.70 亿元，同比减少 2.18 亿元，期末银行承兑汇票 7.00 亿元、信用证贴现 1.70 亿元。

2016 年底，其他应付款 81.10 亿元，同比增加 20.78 亿元，主要系由公司对惠山区各单位的无息往来款构成；公司其他应付款前五名合计 41.10 亿元，占总额的 50.69%。

表 9　2016 年底公司其他应付款前五名情况

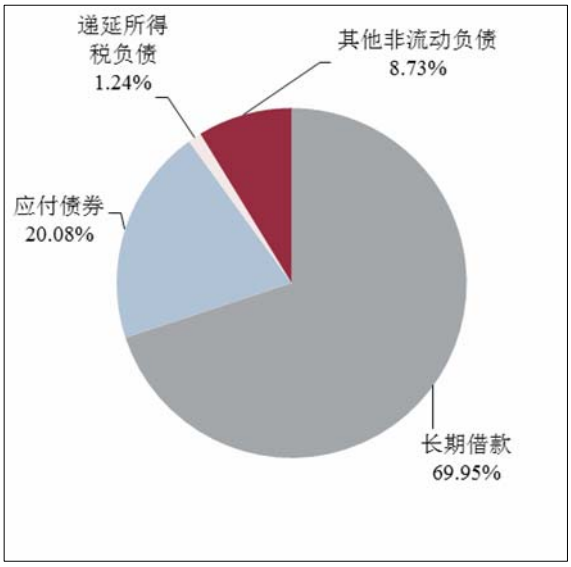
（单位：亿元、%）

单位名称	余额	占比
无锡惠新资产经营有限公司	12.82	15.81
惠山区土地收购储备中心	10.03	12.37
无锡新洲投资建设有限公司	7.49	9.24
无锡市金穗都市农业发展有限公司	5.76	7.10
无锡前洲城市建设投资有限公司	5.00	6.17
合计	**41.10**	**50.69**

资料来源：企业提供

2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.11 亿元，同比减少 36.81%，其中信托借款 3.00 亿元、银行借款 1.11 亿元。

图 4　2016 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：审计报告

2016 年底，公司非流动负债 129.46 亿元，同比增长 5.54%，主要构成见图 4。

2016 年底，公司长期借款 90.55 亿元，同比增长 5.81%，主要由保证借款 41.78 亿元、质押借款 28.53 亿元、信托借款 8.95 亿元、抵押借款 6.50 亿元以及组合担保借款 4.80 亿元构成。

2016 年底，公司应付债券 26.00 亿元，较 2015 年底增长 2.00 亿元，其中包括“13 惠经发债”债券余额 9.00 亿元（截至报告日期余额 6.00 亿元）；两期非公开债务融资工具合计 12.00 亿元，一期非公开发行公司债券 5.00 亿元。

2016 年底，公司其他非流动负债 11.31 亿元，较 2015 年底增加 2.58 亿元，其中子公司无锡市惠城供水经营有限公司收到的政府债务置换款 4.30 亿元，无锡惠山新农村建设发展有限公司收到的政府债务置换款 7.01 亿元，上述资金由财政安排预算支出进行偿还。

从有息债务规模来看，截至 2016 年底，公司全部债务 133.64 亿元，同比增长 2.49%，其中短期债务 17.09 亿元，同比减少 17.87%，长期债务 116.55 亿元，同比增长 6.36%，公司长期债务占比 87.21%，较 2015 年底增加 3.17 个百分点。

从债务指标情况来看，截至 2016 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 66.02%、52.92%和 49.51%，同比分别上升 3.11、1.09 和 2.02 个百分点。

跟踪期内，受其他应付款大幅增长的影响，公司流动负债以及负债总额快速增长，有息债务规模变动不大，公司整体债务负担较高，但仍处于可控范围。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 8.04 亿元，同比减少 9.16%，其中代建工程收入 7.88 亿元，同比减少 10.08%；同期营业成本 6.45 亿元，其中代建工程成本 6.40 亿元。

2016 年，公司期间费用合计 1.33 亿元，同比减少 55.39%。公司在负担大规模有息债务的情况下仍能保持较小的财务费用，主要系其他应收款以及在建工程中的有息借款每年可产生较大规模的利息收入以冲减利息支出，2016 年公司财务费用 1.18 亿元，其中利息支出 7.11 亿元、利息收入 6.41 亿元。2016 年，公司期间费用率由 2015 年的 33.62%下降至 16.51%，公司期间费用得到有效控制。

2016 年，公司营业外收入 0.15 亿元，全部为基础设施建设配套补贴，同期利润总额 2.15 亿元。

2016 年，公司投资收益 1.82 亿元，同比增加 0.92 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益。

从盈利指标看，2016 年，由于营业成本及营业税金较快下降，公司营业利润率由 2015 年的 14.54%增长至 19.38%、净资产收益率由 2015 年的 0.68%增至 1.06%；公司总资本收益率由 2015 年的 3.66%略降至 3.31%。

跟踪期内，公司财务费用大幅减少以及投资收益大幅增长，公司利润水平有所增长，公司整体盈利能力一般。

4. 现金流

经营活动方面，2016 年公司经营活动现金流入 47.40 亿元，同比减少 1.43%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 15.11 亿元，同比增长 18.48%，主要为当年工程代建收入回款以及应收账款回款；收到其他与经营活动有关的现金 32.29 亿元，主要为公司收到的往来款。2016 年公司经营活动现金流出 38.59 亿元，同比减少 27.27%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 15.99 亿元，同比增长 17.74%，主要为代建项目及自营项目的成本支出；支付其他与经营有关活动的现金 22.23 亿元，主要为公司支付的往来款。2016 年，公司经营活动产生的现金净额由 2015 年的-4.97 亿元增长至 8.81 亿元。2016 年，公司现金收入比 188.04%，较 2015

年上升 43.87 个百分点，公司收入实现质量良好。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入 13.53 亿元，其中收回投资收到的现金 12.49 亿元，主要为公司收回的有息资金本息；投资活动现金流出 10.56 亿元，主要为公司购建固定资产、无形资产支付的现金 1.99 亿元、投资支付的现金 6.67 亿元（借出有息资金）以及投资子公司支付的现金 1.90 亿元。2016 年，公司投资活动产生的现金净额由 2015 年的 -7.38 亿元上升至 2.97 亿元。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 37.54 亿元，主要为取得借款所收到的现金 26.87 亿元、发行债券收到的现金 5.00 亿元以及收到其他与筹资活动有关的现金 5.68 亿元；筹资活动现金流出 33.41 亿元，主要为偿还债务所支付的现金 23.43 亿元、分配股利利润或偿付利息支付的现金 6.52 亿元以及支付其他与筹资活动有关的现金 3.46 亿元。2016 年，公司筹资活动产生的现金净额由 2015 年的 11.17 亿元下降至 4.13 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入、借出有息资金回款质量良好，且投资支付资金总量有所下降，公司业务资金支出压力有所下降；但随着公司有息负债的陆续到期，公司将面临较大的有息债务偿付压力。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016 年底公司流动比率和速动比率分别为 214.57%和 202.62%，同比分别减少 5.13 和 3.6 个百分点；公司经营现金流动负债比由 2015 年的-6.00%增长至 8.69%，且公司 2016 年底扣除受限部分后的货币资金 32.59 亿元，规模较大，对短期债务形成有效覆盖。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，由于公司收入规模下降，2016 年公司 EBITDA9.33 亿元，同比减少 2.34%，全部债务/EBITDA14.33 倍，同比增加 0.67 个百分点。公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 6 月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额 153.53 亿元，已使用 109.16 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保余额 14.33 亿元，相当于公司 2016 年底所有者权益的 12.05%，被担保单位均为惠山区下属镇（街道）的平台公司以及企事业单位。总体看，公司或有负债风险较小。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2016 年底，公司存续期内债券余额合计 26.00 亿元，较 2015 年底增加 2.00 亿元。公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期内债券余额的保障情况有所下降，分别由 2015 年的 2.00 倍和 0.40 倍下降至 1.82 倍和 0.36 倍，保障情况一般；另一方面，由于 2016 年公司经营活动现金流量净额由负转正，经营活动现金流净额对应付债券余额的保障情况有所提高，由 2015 年的-0.21 倍增加至 0.34 倍，保障情况一般。考虑到公司存续期内债券到期时间较为分散，且公司持续获得政府各项支持，公司对存续期内债券余额的偿债能力较强。

表10 公司存续债券保障情况（单位：倍）

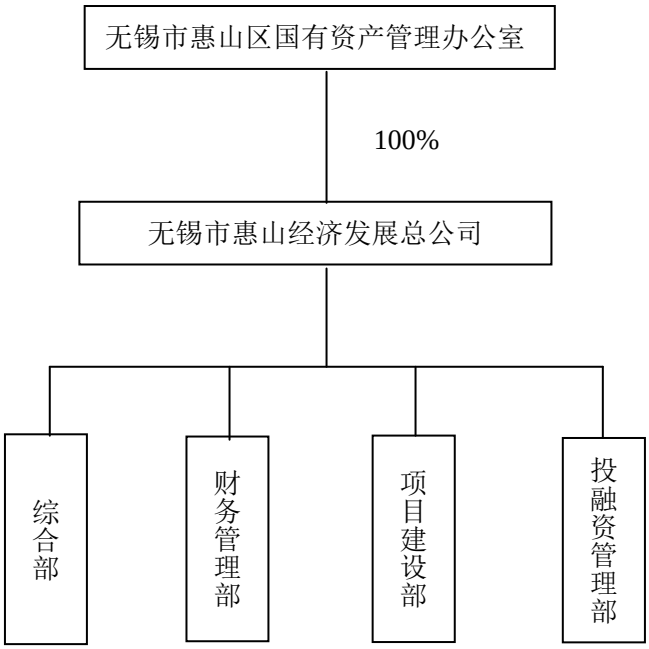
项 目	2015 年	2016 年
应付债券余额	**24.00**	**26.00**
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.00	1.82
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.21	0.34
EBITDA/应付债券余额	0.40	0.36

资料来源：审计报告

十一、结论

综合评估，联合资信确定将公司的长期信用等级由AA上调为AA^+，评级展望为稳定，将“13惠经发债”的信用等级由AA上调为AA^+。

附件 1　公司股权结构图及组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	34.16	40.75	56.12
资产总额(亿元)	295.18	326.66	349.79
所有者权益(亿元)	136.50	121.16	118.87
短期债务(亿元)	41.77	20.81	17.09
长期债务(亿元)	71.65	109.58	116.55
全部债务(亿元)	113.41	130.39	133.64
营业收入(亿元)	8.04	8.85	8.04
利润总额(亿元)	0.96	1.10	2.15
EBITDA(亿元)	7.40	9.55	9.33
经营性净现金流(亿元)	11.40	-4.97	8.81
财务指标			
现金收入比(%)	129.69	144.17	188.04
营业利润率(%)	14.48	14.54	19.38
总资本收益率(%)	2.86	3.66	3.31
净资产收益率(%)	0.66	0.68	1.06
长期债务资本化比率(%)	34.42	47.49	49.51
全部债务资本化比率(%)	45.38	51.83	52.92
资产负债率(%)	53.76	62.91	66.02
流动比率(%)	170.10	219.70	214.57
速动比率(%)	159.30	206.22	202.62
经营现金流动负债比(%)	13.31	-6.00	8.69
全部债务/EBITDA(倍)	15.33	13.66	14.33

注：公司自 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。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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/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%

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

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。