信用等级公告

联合〔2019〕1737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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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+，维持“17惠山经发MTN001”“18惠山经发MTN001”“18惠山经发MTN002”和“19惠山经发MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十八日

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
http://www.lhratings.com

无锡市惠山经济发展总公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 惠山经发 MTN001	2.00 亿元	2020/09/19[1]	AA+	AA+
18 惠山经发 MTN001	4.00 亿元	2021/04/27[2]	AA+	AA+
18 惠山经发 MTN002	7.00 亿元	2023/10/25	AA+	AA+
19 惠山经发 MTN001	11.00 亿元	2024/01/11	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 28 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
现金类资产(亿元)	56.12	48.00	29.05	53.09
资产总额(亿元)	349.79	378.79	369.02	393.95
所有者权益(亿元)	118.87	129.33	128.15	128.69
短期债务（亿元）	17.09	31.73	13.85	15.52
长期债务(亿元)	116.55	109.72	119.79	143.41
全部债务(亿元)	133.64	141.44	133.64	158.93
营业收入(亿元)	8.04	10.16	10.87	0.03
利润总额(亿元)	2.15	1.79	3.75	0.54
EBITDA(亿元)	9.33	9.04	12.41	--
经营性净现金流(亿元)	8.81	12.00	-7.47	-1.02
应收类款项/资产总额(%)	39.68	42.30	47.40	44.43
营业利润率(%)	19.38	15.28	11.63	99.14
净资产收益率(%)	1.06	2.07	2.92	--
资产负债率(%)	66.02	65.86	65.27	67.33
全部债务资本化比率(%)	52.92	52.24	51.05	55.26
流动比率(%)	214.57	178.83	213.43	233.74
经营现金流动负债比(%)	8.69	9.31	-6.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.33	15.65	10.77	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计

[1] “17 惠山经发 MTN001”债券存续期第三年末附有投资者回售选择权，到期兑付日按行权日计算
[2] “18 惠山经发 MTN001”发行期限为 3+N 年（N 为续期数），到期兑付日按首个行权日计算

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，外部发展环境良好，公司在政府补助方面获得有力的外部支持，营业收入和利润总额持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务规模有所增长、其他应收款对资金形成较大占用、整体业务的持续性有待关注等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司未来将进行改制和实体化转型，资产规模及经营范围有望进一步扩展，对公司信用基本面形成支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“17惠山经发MTN001”“18惠山经发MTN001”“18惠山经发MTN002”和“19惠山经发MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，无锡市及惠山区经济运行稳中有进，产业结构不断优化，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司在财政补助方面获得有力的外部支持，营业收入和利润总额持续增长。

关注

1. 跟踪期内，公司其他应收款规模大，对公司资金形成较大占用。
2. 公司代建工程业务在建及拟建规模小，房产租售收入较少，公司整体业务持续性有待关注。
3. 公司未来土地出让收入的实现、回款均易受惠山区土地市场、宏观政策等因素的影响，具有一定的不确定性。

分析师：霍正泽　王中天
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

4. 跟踪期内，公司债务规模有所增长，整体债务负担较重，利息支出对利润侵蚀加剧，整体盈利能力弱。

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

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，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，公司实际控制人为无锡市惠山区人民政府（以下简称“惠山区政府”）。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 6.25 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司仍为无锡市惠山区唯一的区级城市基础设施建设主体。截至 2019 年 3 月底，公司本部内设综合部、财务管理部、项目建设部、投融资管理部 4 个职能部门；公司合并范围内子公司 5 家。

截至2018年底，公司资产总额369.02亿元，所有者权益128.15亿元（其中少数股东权益2.50亿元）；2018年公司实现营业收入10.87亿元，利润总额3.75亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 393.95 亿元，所有者权益 128.69 亿元（其中少数股东权益 2.50 亿元）；2019 年 1~3 月公司实现营业收入 0.03 亿元，利润总额 0.54 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2019年5月底，联合资信所评的“17惠山经发MTN001”“18惠山经发MTN001”“18惠山经发MTN002”和“19惠山经发MTN001”尚需偿还债券余额共计24.00亿元。跟踪期内，公司已偿还“13惠经发债”剩余本金3.00亿元，并已按期足额支付“17惠山经发MTN001”和“18惠山经发MTN001”利息，“18惠山经发MTN002”和“19惠山经发MTN001”尚未到付息日。

截至2019年5月底，公司存续债券募集资金均用于偿还有息债务。其中“17惠山经发MTN001”2.00亿元已全部用于偿还“17惠山经发SCP001”；“18惠山经发MTN001”4.00亿元已分别用于偿还公司民生银行理财直融2.00亿元、无锡市惠山经济发展有限公司中行、交行银团0.48亿元和无锡惠城供水经营有限公司五矿国际1.52亿元；“18惠山经发MTN002”7.00亿元已分别用于偿还“18惠山经发SCP001”和“18 惠山经发SCP002”；“19惠山经发MTN001”已使用募集资金10.00亿元，分别用于偿还无锡惠山新农村建设发展有限公司产业基金4.00亿元、无锡市惠山经济发展总公司民生银行贷款1.00亿元和“18惠山经发SCP003”5.00亿元，尚余1.00亿元未使用。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 惠山经发 MTN001	2.00	2.00	2017/09/19	3+2
18 惠山经发 MTN001	4.00	4.00	2018/04/27	3+N
18 惠山经发 MTN002	7.00	7.00	2018/10/25	5
19 惠山经发 MTN001	11.00	11.00	2019/01/11	5
合计	**24.00**	**24.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

（3） 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济

公司是无锡市惠山区唯一的区级城市基础设施建设主体。无锡市和惠山区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

2018 年，无锡市经济运行稳中有进，产业结构不断优化，固定资产投资和房地产开发投资稳步增长。

根据《2018 年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，无锡市完成地区生产总值 11438.62 亿元，按可比价格计算，比上年

增长 7.4%。按常住人口计算人均生产总值达到 17.43 万元。全市实现第一产业增加值 125.07 亿元，比上年下降 0.3%；第二产业增加值 5464.01 亿元，比上年增长 8.0%；第三产业增加值 5849.54 亿元，比上年增长 7.1%；三次产业比例调整为 1.1:47.8:51.1。

2018 年，无锡市规模以上工业企业实现增加值 3618.71 亿元，比上年增长 9.0%。全市规模以上工业实现主营业务收入 16576.71 亿元，比上年增长 9.8%；工业产销率 98.4%，比上年下降 0.7 个百分点。

2018 年，无锡市全年固定资产投资比上年增长 5.8%。第一产业投资比上年下降 27.7%，第二产业投资比上年增长 10.7%，第三产业投资比上年增长 1.8%。全年房地产业实现增加值 591.93 亿元，比上年增长 7.9%。房地产开发投资比上年增长 9.4%，商品房施工面积为5994.51万平方米，比上年增长4.5%，竣工面积761.67万平方米，比上年下降32.6%。全年商品房销售面积 1378.35 万平方米，比上年增长 16.6%，商品房销售额 1582.44 亿元，比上年增长 26.2%。

2018 年，无锡市惠山区经济持续增长，为公司创造了良好的外部环境。

2018 年，无锡市惠山区实现地区生产总值 915 亿元，按可比价计算，同比增长（下同）7.1%。固定资产投资增长 6%；社会消费品零售总额 214.8 亿元，增长 10.3%；外贸进出口 33.5 亿美元，增长 11%；规模工业总产值完成 1476 亿元，增长 15%；规模工业增加值完成 341 亿元，增长 8.9%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，公司出资人仍为惠山区国资办，实际控制人为惠山区政府。

2. 外部支持

2018 年无锡市惠山区一般预算收入有所增长、政府性基金收入大幅增长，财政自给能力强。跟踪期内，当地政府在财政补贴等方面给予公司有力的外部支持。

2018 年，惠山区一般预算收入 92.3 亿元，同比增长 8%，其中税收收入 79.8 亿元，占比 86.46%，财政收入质量好；政府性基金收入 64.7 亿元，同比增长 28.02%；上级补助收入 14.9 亿元，同比增长 10.86%。2018 年，惠山区一般预算支出 83.7 亿元，财政自给率 110.27%，惠山区财政自给能力强。

公司是无锡市惠山区国资办下属的全资子公司，受惠山区政府委托，对惠山区内的基础设施项目进行投资建设。2018 年，公司收到惠山区政府拨付的政府补贴 3.05 亿元，同比大幅增长 193%。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10320206011330904），截至 2019 年 5 月 31 日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录，整体过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 6 月 5 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、高管人员等方面均无重大变化，企业内部管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入略有增长，毛利率有所下降，收入构成仍以代建工程收入为主，但业务模式有所变化。

2018 年，公司实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 6.99%，其中代建工程收入占比 94.76%。毛利率方面同比有所下降，主要系受代建工程业务模式有所变化影响。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.03 亿元，全部来自

其他业务收入；毛利率 100%，系尚未结转成本所致。

表 3　公司营业收入变动情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	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	10.00	98.43	15.30	10.30	94.76	10.12	--	--	--
其他业务收入	0.16	1.57	64.25	0.57	5.24	52.53	0.03	100.00	100.00
合计	**10.16**	**100.00**	**15.91**	**10.87**	**100.00**	**12.33**	**0.03**	**100.00**	**100.00**

资料来源：企业提供

2. 业务经营分析

（1）代建工程业务

跟踪期内，公司代建工程业务以资产整合项目为主，收入规模略有增长，毛利率有所下降。代建工程板块在建及拟建项目规模小，未来持续性有待关注。

2018年，公司确认代建工程收入10.30亿元，同比增长3.00%；毛利率10.12%，较上年有所下降。2019年1~3月，公司暂未确认代建工程收入。

表4　公司代建工程收入及回款情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	收到回购款
2017 年		
新洲花园	100000.00	104000.00
合计	**100000.00**	**104000.00**
2018 年		
钢铁厂地块开发	102960.00	0.00
合计	**102960.00**	**0.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

2017年及之前，根据公司与惠山区政府签订的委托代建合同（主要为安置房、保障房项目），惠山区政府以公司每年实际支出的投资额加成一定比例与公司进行结算，公司以此确认收入。工程竣工后，惠山区政府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。截至2017年底，公司与政府签订委托代建合同的项目已全部完成结算。尚未签订合同的代建工程项目主要系学校、政府机构办公楼等基础设施项目，体现在“在建工程”和“存货”。

2018年开始，公司新增代建工程项目主要系基础设施项目和资产整合项目，仍系受惠山区政府委托进行。其中，基础设施项目建设内容主要包括医院、学校、政府机构办公楼、以及纪念馆等公益类项目，因尚未确定回报方式故未与政府签订协议。项目资金均来源于财政拨付，公司仅负责项目代建、不负责项目融资。资产整合项目资金来源为自筹，公司在资产收购后进行附着物拆迁、资产处置、配套基础设施建设等业务，由无锡惠创投资发展公司（以下简称“无锡惠创”）进行分阶段回购，回购价格通过协商确定。

截至2019年3月底，公司在建及拟建的基础设施项目总投资额1.72亿元，已投资0.09亿元。基础设施在建拟建项目总量小，未来是否确认收入以及收益情况存在较大不确定性。公司参与的资产整合项目系无锡市雪丰钢铁厂的去产能项目。2017年惠山区政府与江苏沙钢集团锡兴特钢有限公司及其关联公司签订了《江苏沙钢集团锡兴特钢有限公司化解产能处置协议书》，并于2018年1月授予公司特许经营权对江苏沙钢集团锡兴特钢有限公司地块项目进行运作开发，建设内容包括资产收购及处置、附着物拆迁、前期方案设计及配套市政基础设施建设等。2017~2018年公司支出约28.80亿元收购款及相关税费（现金流体现在“支付其他与筹资活动有关现金”），用于收购包括1500亩土地、生产设备、厂房以及钢材等资产在内的资产包，计入“其他应收款”，2018年底调整至“存货”。2018年，公司确认雪丰钢铁厂项目代建工程收入10.30亿元。公

司目前暂无其他资产整合项目。该板块业务未来持续性有待关注。

（2）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入主要来自新经济创业中心一期项目的房产出租及出售收入，收入规模小，毛利率水平高。

公司其他业务收入主要来自新经济创业中心一期项目的出租收入以及少量房产销售收入。2017~2018 年，公司出租收入分别为 0.15 亿元和 0.22 亿元；房产销售收入 0.01 亿元和 0.26 亿元。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；该项目总建筑面积 14.62 万平方米。该项目目前已完工投入使用，土地、建设成本以及配套设施费用、财务费用等相关投入合计 8.05 亿元，计入“存货”（部分已结转成本）和“投资性房地产”科目。毛利率方面，2018 年其他业务板块毛利率 52.53%，同比下降 11.72 个百分点，主要系毛利率较低的房产销售收入占比提升所致。

另外，公司负责承建惠山区全民健身中心项目，总投资 2.30 亿元，已投资 1.69 亿元，预计 2019 年完成全部投资，计入“在建工程”科目。该项目由公司自主运营，通过配套商业设施出租、健身场地收费等方式实现盈利；项目收益易受当地房地产市场波动、人民消费水平变化等多因素影响，具有一定的不确定性。

（3）资金借出业务

跟踪期内，公司对各乡镇基础设施项目借出建设资金，借出资金总量较大，本息收回时间尚不明确，面临一定的回收风险。

公司借出资金用于惠山区各乡镇基础设施项目的建设，资金本息计入“其他应收款”。公司针对上述借款，每年收取约9%左右的借款利息，未收到的利息累积计入“其他应收款”。截至2019年3月底，借出资金本金为30.63亿元，累计应收利息16.27亿元。惠山区政府将通过财政体系，每年留存一部分乡镇补助资金用于逐步偿还上述资金本息。上述借出资金账龄较长，面临一定的回收风险。

表 5　公司借出资金本息情况（单位：万元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
本金	306333.59	306333.59	306333.59
应收利息	132795.80	153153.90	162682.48
合计	**439129.39**	**459487.49**	**469016.07**

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司每年将收回的利息计入当期损益（利息收入），抵扣公司当期财务费用。2017~2018 年以及2019年1~3月，公司分别确认资金拆借利息收入3.54亿元、3.68亿元和0.85亿元。

3．未来发展

公司未来将进行改制和实体化转型，资产规模及经营范围有望进一步扩展，对公司信用基本面形成支撑。此外，公司土地储备丰富，但土地出让收入的实现、回款均易受惠山区土地市场、宏观政策等因素的影响，具有一定的不确定性。联合资信将持续关注公司未来改制转型的进展及土地出让收入的实现情况。

根据 2018 年 8 月惠山区政府发布的《关于改革和完善国有资产管理体制的实施意见》（惠府发〔2018〕44 号），为了进一步推动惠山区国有企业转型发展，实现政府投融资平台实体化经营，惠山区政府计划通过划拨现有商业类国有企业的国有股权、经营类国有企业的经营性资产，授予特定的经营权力，以及国有资本经营预算注资等方式，对现有国有企业进行改组新建，并选择具备一定条件的区属国有独资企业改组设立惠山区国有投资控股集团公司（以下简称“惠山国控”）。为此，惠山区委区政府还专门成立了惠山区深化国企改革领导小组专项推动相应的转型改革工作。2018 年 12 月，惠山区深化国企改革领导小组会议原则同意《无锡市惠山经济发展总公司企业改制方案》及配套文件，公司将按照法律规定和国资管理程序要求改制为国有独资有限责任公司，更名为惠山国控。惠山国控未来将设立三大业务板块：资产管理、城市综合开发（包括城市建设、城市运营、公共服务）、产业投

资（包括对外投资、金融服务），根据不同的业务板块重组或新设国有资本投资、运营公司进行具体的项目实施工作。

此外，公司账面土地规模较大（截至 2018 年底无形资产合计 64.90 亿元，主要系土地使用权，以划拨地为主），公司未来将陆续出让名下土地。公司根据土地出让要求补缴土地出让金、并完善相关程序后交由土储进行挂牌，土地出让后公司可收回扣除必要费用后的土地出让资金。2019 年公司计划出让 129.90 亩土地，主要由商服用地、工业用地、教育用地等，按照近期周边土地出让价格 1000 万元/亩预计，上述土地至少可确认 12.99 亿元的出让收入。土地出让收入的实现、回款均易受惠山区土地市场、宏观政策等因素的影响，具有一定的不确定性。联合资信将予以持续关注。

八、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，公司合并范围内子公司未发生变动，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模波动增长，仍以流动资产为主。公司其他应收款占比大，对公司资金形成较大占用；待出让土地类资产规模较大，但易受当地土地出让市场波动影响。资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 369.02 亿元，同比下降 2.58%，公司资产仍以流动资产为主。

表 6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	46.61	12.30	28.85	7.82	52.94	13.44
应收账款	0.34	0.09	10.86	2.94	10.84	2.75
预付款项	9.39	2.48	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	159.89	42.21	164.07	44.46	164.20	41.68
存货	11.19	2.95	30.24	8.19	30.24	7.68
流动资产	**230.46**	**60.84**	**234.29**	**63.49**	**258.37**	**65.58**
长期股权投资	54.49	14.39	47.29	12.82	47.29	12.00
投资性房地产	8.50	2.24	2.25	0.61	2.25	0.57
固定资产	5.93	1.57	6.06	1.64	6.06	1.54
在建工程	13.05	3.45	11.95	3.24	12.80	3.25
无形资产	65.03	17.17	64.90	17.59	64.9	16.47
非流动资产	**148.33**	**39.16**	**134.73**	**36.51**	**135.58**	**34.42**
资产总额	**378.79**	**100.00**	**369.02**	**100.00**	**393.95**	**100.00**

资料来源：公司审计报告以及 2019 年一季度财务报表

截至 2018 年底，公司流动资产 234.29 亿元，同比增长 1.66%。其中，公司货币资金 28.85 亿元，较上年底减少 38.11%，受限资金合计 2.22 亿元，受限比例 7.68%，受限比例低；应收账款 10.86 亿元，同比大幅增长，主要包括公司对政府及相关单位的应收款项 10.82 亿元；预付款项 11.31 万元，同比大幅下降，系公司进行账务调整，计入“其他应收款”所致；其他应收款 164.07 亿元，同比增长 2.61%，主要由应收政府及相关单位的往来款和借出资金本息构成，共计提坏账准备 1.28 亿元。其他应收款期末余额前五名占比 44.46%，集中度一般；公司存货 30.24 亿元，同比增长 170.27%，主要包括无锡市雪丰钢铁厂项目成

本、新经济创业中心一期项目成本以及少量的土地开发成本、基础设施建设项目成本等。

截至2018年底，公司非流动资产134.73亿元，同比下降9.16%。可供出售金融资产1.91亿元，同比增长99.06%，主要系公司新增对无锡市金大地资产经营有限公司和无锡市惠山区益群校车服务有限公司等投资所致；长期股权投资47.29亿元，同比下降13.21%，主要系公司转让无锡新洛新市镇发展有限公司的投资所致；投资性房地产2.25亿元，同比下降73.54%，主要系转让了科技创业服务中心三期房产6.51亿元所致；固定资产6.06亿元，同比变化不大；在建工程11.95亿元，同比下降8.42%，全部系公益性代建项目投入；公司无形资产64.90亿元，较上年底变动不大，主要为土地使用权。其中出让土地1.06亿元，其余均为划拨地。公司计划未来几年根据土地出让要求完善相关程序后进行挂牌。联合资信将持续关注公司土地类资产变现情况。

截至2018年底，公司受限资产合计2.22亿元，全部为受限资金，占总资产的0.60%。

截至2019年3月底，公司资产总额393.95亿元，较2018年底增长6.75%，资产构成变化不大，仍以流动资产为主。货币资金52.94亿元，同比增长83.49%，主要系公司发行债券和长期借款增长所致，其余科目无重大变化。受限资产合计5.88亿元，全部为受限货币资金。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变化不大。实收资本及资本公积占比大，考虑到资本公积中划拨地占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益 128.15 亿元，同比下降 0.91%，主要系公司转让长期股权投资导致资本公积减少所致。截至 2018 年底，公司实收资本 6.25 亿元，较上年底无变化；未分配利润 11.73 亿元，同比增长 50.09%。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 128.69 亿元，较 2018 年底变化不大。公司实收资本及资本公积占比大，但考虑到资本公积中划拨地占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

表 7 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.25	4.83	6.25	4.88	6.25	4.86
资本公积	101.36	78.37	96.64	75.41	96.64	75.10
盈余公积	1.94	1.50	1.94	1.51	1.94	1.51
未分配利润	7.82	6.05	11.73	9.15	12.27	9.53
其它综合收益	9.08	7.02	9.08	7.09	9.08	7.06
归属于母公司权益	**126.45**	**97.77**	**125.65**	**98.05**	**126.19**	**98.06**
少数股东权益	**2.89**	**2.23**	**2.50**	**1.95**	**2.50**	**1.94**
所有者权益合计	**129.33**	**100.00**	**128.15**	**100.00**	**128.69**	**100.00**

资料来源：公司审计报告以及 2019 年一季度财务报表

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长。有息债务结构仍以长期债务为主，公司债务规模较大，整体债务负担较重。

截至 2018 年底，公司负债总额 240.87 亿元，同比下降 3.44%，主要系一年内到期的非流动负债以及长期借款下降所致。公司负债结构有所调整，非流动负债占比提升。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	2.58	1.03	4.00	1.66	4.31	1.62
其他应付款	86.91	34.84	86.25	35.81	78.33	29.53
一年内到期的非流动负债	27.05	10.84	8.69	3.61	5.33	2.01
其他流动负债	5.00	2.00	5.00	2.08	14.00	5.28
流动负债	**128.87**	**51.66**	**109.77**	**45.57**	**110.54**	**41.67**
长期借款	70.92	28.43	58.99	24.49	69.61	26.24
应付债券	38.80	15.55	60.80	25.24	73.80	27.82
其他非流动负债	10.87	4.36	11.31	4.70	11.31	4.26
非流动负债	**120.58**	**48.34**	**131.10**	**54.43**	**154.72**	**58.33**
负债	**249.46**	**100.00**	**240.87**	**100.00**	**265.26**	**100.00**

资料来源：公司审计报告以及 2019 年一季度财务报表

截至 2018 年底，公司流动负债 109.77 亿元，同比下降 14.82%。其中短期借款 4.00 亿元，同比增长 55.04%亿元，全部为保证借款；其他应付款 86.25 亿元，同比变化不大，系由公司对惠山区各级政府机构以及国有企业的往来款构成；一年内到期的非流动负债 8.69 亿元，包含 2.69 亿元一年内到期的长期借款和 6.00 亿元一年内到期的应付债券；其他流动负债 5.00 亿元，系公司发行了“18 惠山经发 SCP003”并偿还了“17 惠山经发 SCP002”，应调整至短期债务进行相关指标核算。

截至 2018 年底，公司非流动负债 131.10 亿元，同比增长 8.72%。长期借款 58.99 亿元，同比下降 16.81%，其中包含保证借款 49.58 亿元、质押借款 6.50 亿元和组合担保贷款 2.91 亿元；应付债券 60.80 亿元，同比增长 56.70%，系公司发行了“18 惠山经发 MTN001”4.00 亿元、“18 惠山经发 MTN002”7.00 亿元以及 PPN 等债务融资工具所致；其他非流动负债 11.31 亿元，全部系以前年度政府债务置换形成。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 265.26 亿元，较 2018 年底增长 10.12%，非流动负债占比进一步提升。其中，应付票据 5.88 亿元，较上年底大幅增长 4.72 亿元，主要系公司开具银票所致；其他应付款 78.33 亿元，同比下降 9.19%，主要系往来款减少所致；其他流动负债 14.00 亿元，系公司发行“19 惠山经发 SCP001”和“19 惠山经发 SCP002”合计 9.00 亿元所致；长期借款 69.61 亿元，同比增长 18.00%；应付债券 73.80 亿元，同比增长 21.38%。

截至 2018 年底，公司全部债务 133.64 亿元（其中长期债务占比 89.64%），同比下降 5.52%；公司短期债务 13.85 亿元，同比下降 56.36%。将其他流动负债中的超短期融资券调整至短期债务后，调整后短期债务合计 18.85 亿元，调整后全部债务 138.64 亿元。截至 2018 年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别降至 65.27%、51.97%，长期债务资本化比率升至 48.31%。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 172.93 亿元，上述三项指标分别为 67.33%、57.33%和 52.71%，均较 2018 年底进一步增长。总体看，公司债务规模较大，债务负担较重。截至 2019 年 3 月底，2019 年公司尚需偿还有息债务 46.55 亿元，2020 年~2022 年公司需偿还 34.31 亿元、30.07 亿元和 16.42 亿元，偿债高峰为 2019 年。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，利息支出对利润侵蚀加剧，期间费用控制能力弱。公司利润总额对投资收益、营业外收入以及财政补贴依赖较大，整体盈利能力弱。

2018 年，公司实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 6.89%；同期营业成本 9.53 亿元，同比增长 11.44%；营业利润率由上年的 15.28%降至 11.63%。

公司期间费用以财务费用为主，2018 年期间费用 4.55 亿元，同比增长 99.73%，主要系利息收入减少同时利息支出增长所致。2018

年公司期间费用率由上年的 22.39%上升至41.84%，公司期间费用控制能力弱。

2018 年，公司投资收益 1.77 亿元，同比增长 16.03%，主要系长期股权投资产生的收益。营业外收入 2.24 亿元，主要系非同一控制下合并产生的合并收益 2.22 亿元。2018 年，公司收到各类政府补助 3.05 亿元，计入其他收益。2018 年公司利润总额 3.75 亿元，公司利润对投资收益、营业外收入以及政府补助依赖性较大。

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.69%和 2.92%，较上年有所增长。整体看，公司盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 285.45 万元，全部来自租金收入，营业利润率 99.14%，系未结转营业成本所致；实现利润总额 0.54 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流规模大幅缩减，受代建工程收入未回款影响，收现质量大幅下降；公司筹资活动规模快速增长，对外融资依赖性强。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2018年，公司经营活动现金流入21.41亿元，同比减少39.90%，主要系工程项目回款减少所致；同期，公司项目投入大幅减少，经营活动现金流出以往来款支出为主，合计28.88亿元，同比增长22.26%。2018年公司经营活动现金流量净额-7.47亿元，由正转负。公司现金收入比由2017年的159.57%降至9.31%，收入实现质量差。

2018年，公司投资活动现金流入11.45亿元，同比大幅增长，主要系出售投资性房地产项目以及处置长期股权投资；投资活动现金流出5.86亿元，主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金。

2018年，公司筹资力度加大，筹资活动现金流入80.00亿元，主要系借款以及发行债券取得的现金；公司筹资活动现金流出81.34亿元主要是偿还有息债务本息支付的现金。2018年公司筹资活动现金流量净流出1.34亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金呈净流出状态，主要系公司对外往来款支出较大；公司投资活动现金呈净流出，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金；公司筹资活动现金流量净额22.28亿元，主要系借款以及发行债券取得的现金。支付其他与筹资活动有关的现金6.94亿元，主要系支付银行承兑汇票保证金。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱。考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险低。

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为213.43%和185.88%，分别较上年底增长34.60和15.73个百分点。2018年，公司经营活动现金流量净额-7.47亿元，对公司流动负债无保障能力。截至2018年底，公司调整后短期债务18.85亿元，剔除受限后的现金类资产26.83亿元是短期债务的1.42倍，保障能力尚可。公司短期偿债能力一般。

2018年，公司EBITDA为12.41亿元，较上年增长37.27%。2018年公司全部债务/EBITDA由上年的15.65倍下降至10.77倍，但公司长期偿债能力仍较弱。

截至2019年3月底，公司银行授信总额度为66.64亿元，已使用授信合计65.64亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 25.37 亿元，担保比率 19.71%。被担保企业均为当地平台公司以及国有企业，被担保企业经营正常。总体看，公司或有负债风险较小。考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险低。

6. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 268.08 亿元，同比增长 5.29%，主要系存货和应收账

款增长所致。其中流动资产占 63.40%、非流动资产占 36.60%，资产结构较上年底变化较小。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 66.84 亿元，同比增长 6.36%，主要系未分配利润增长所致。其中实收资本占 9.35%、资本公积占 45.79%、未分配利润占 28.52%、其他综合收益占 13.59%。

截至 2018 年底，母公司负债合计 201.24 亿元，同比增长 4.94%，主要系应付债券增长所致。其中流动负债占 58.16%、非流动负债占 41.84%，流动负债占比有所下降。

2018 年，母公司实现营业收入 10.30 亿元，营业利润率为 9.77%；利润总额 4.01 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年5月底，公司存续债券余额68.80亿元，一年内到期的应付债券和待偿还本金峰值均为29.00亿元，现金类资产对一年内到期债券的覆盖程度较好。

截至2019年5月底，若投资者分别选择在“16惠经01”和“17惠经01”存续期第3年及第2年行使回售权，公司一年内到期兑付债券余额29.00亿元。截至2019年3月底公司剔除受限的现金类资产47.21亿元，相当于一年内到期兑付债券余额的1.63倍，保障能力较好。

截至2019年5月底，公司存续债券余额共计68.80亿元，公司将于2019年达到存续债券待偿本金高峰期，2018年公司经营性现金流入量、经营性净现金流以及EBITDA对待偿还峰值的保障能力弱。

表9　截至2019年5月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

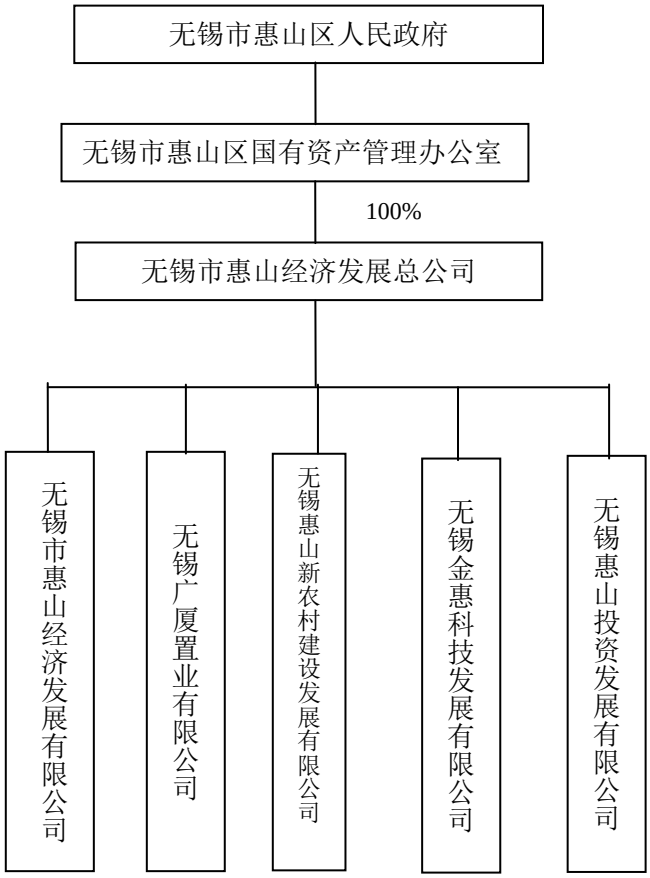
项 目	2019 年 5 月
一年内到期债券余额	29.00
未来待偿债券本金峰值	29.00
剔除受限后的现金类资产/一年内到期债券余额	1.63
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.73
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.26
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.43

资料来源：联合资信整理

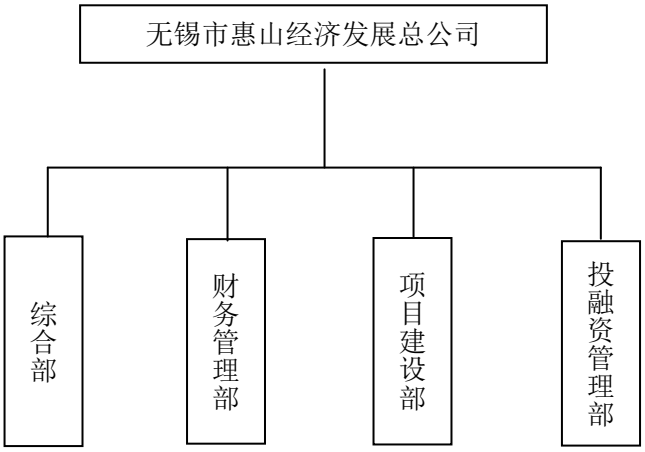
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，维持“17惠山经发MTN001”“18惠山经发MTN001”“18惠山经发MTN002”和“19惠山经发MTN001”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
无锡市惠山经济发展有限公司	无锡市	投资、资产管理	99.00	-	直接投资
无锡广厦置业有限公司	无锡市	房地产开发	95.00	-	直接投资
无锡惠山新农村建设发展有限公司	无锡市	安置房开发	95.00	-	直接投资
无锡金惠科技发展有限公司	无锡市	园区开发	100.00	-	直接投资
无锡惠山投资发展有限公司	无锡市	投资、资产管理	99.29	-	直接投资

资料来源：企业提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	56.12	48.00	29.05	53.09
资产总额 (亿元)	349.79	378.79	369.02	393.95
所有者权益(亿元)	118.87	129.33	128.15	128.69
短期债务(亿元)	17.09	31.73	13.85	15.52
调整后短期债务(亿元)	17.09	36.73	18.85	29.52
长期债务(亿元)	116.55	109.72	119.79	143.41
全部债务(亿元)	133.64	141.44	133.64	158.93
调整后全部债务(亿元)	133.64	146.44	138.64	172.93
营业收入(亿元)	8.04	10.16	10.87	0.03
利润总额(亿元)	2.15	1.79	3.75	0.54
EBITDA(亿元)	9.33	9.04	12.41	--
经营性净现金流(亿元)	8.81	12.00	-7.47	-1.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.70	2.24	1.70	--
存货周转次数(次)	0.55	0.73	0.46	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	188.04	159.57	9.31	3849.75
应收类款项/资产总额（%）	39.68	42.30	47.40	44.43
营业利润率(%)	19.38	15.28	11.63	99.14
总资本收益率(%)	3.31	3.62	4.69	--
调整后总资本收益率(%)	3.31	3.55	4.61	--
净资产收益率(%)	1.06	2.07	2.92	--
长期债务资本化比率(%)	49.51	45.90	48.31	52.71
全部债务资本化比率(%)	52.92	52.24	51.05	55.26
调整后全部债务资本化比率(%)	52.92	53.10	51.97	57.33
资产负债率(%)	66.02	65.86	65.27	67.33
流动比率(%)	214.57	178.83	213.43	233.74
速动比率(%)	202.62	170.15	185.88	206.38
经营现金流动负债比(%)	8.69	9.31	-6.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.33	15.65	10.77	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.33	16.20	11.17	--

注：1、2019 年 1 季度财务报表未经审计；2、调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的超短期融资券；3、调整后全部债务=长期债务+调整后短期债务

附件 4　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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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

附件 5　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

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。

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