

信用等级公告

联合[2017] 2575 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及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

无锡市惠山经济发展总公司

主体长期信用等级为

AA⁺

无锡市惠山经济发展总公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年十月二十四日



无锡市惠山经济发展总公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 4 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及孳息)赎回本期中期票据

募集资金用途: 偿还金融机构借款、信用债券或补充流动资金

评级时间: 2017 年 10 月 24 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
现金类资产(亿元)	34.16	40.75	56.12	49.41
资产总额(亿元)	295.18	326.66	349.79	344.69
所有者权益(亿元)	136.50	121.16	118.87	119.21
短期债务(亿元)	41.77	20.81	17.09	3.43
长期债务(亿元)	71.64	109.58	116.55	124.81
全部债务(亿元)	113.41	130.39	133.64	128.24
营业收入(亿元)	8.04	8.85	8.04	3.96
利润总额(亿元)	0.96	1.10	2.15	0.34
EBITDA(亿元)	7.40	9.55	9.33	0.34
经营性净现金流(亿元)	11.40	-4.97	8.81	-5.87
营业利润率(%)	14.48	14.54	19.38	15.27
净资产收益率(%)	0.66	0.68	1.06	--
资产负债率(%)	53.76	62.91	66.02	65.41
全部债务资本化比率(%)	45.38	51.83	52.92	51.82
流动比率(%)	170.10	219.70	214.57	241.16
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; 2017 年 1~6 月财务数据未经审计。

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主体, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在资产注入、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。近年来, 无锡市惠山区经济持续发展, 政府一般预算收入水平持续提高, 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。联合资信同时也关注到, 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对公司的信用水平带来不利影响。

本期中期票据含可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债权/债务工具, 同时, 赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性小。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来, 无锡市和惠山区经济持续发展, 政府一般预算收入水平持续提高, 公司外部经营环境良好。
2. 公司在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面得到政府持续有力的支持。

关注

1. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 区别于普通中期票据, 具有一定特殊性。
2. 政府单位对公司的往来款及借款规模大, 对

分析师

王 康 霍正泽

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

公司资金形成很大占用; 公司土地使用权规模大, 资产流动性弱。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

无锡市惠山经济发展总公司(以下简称“公司”)于1993年1月12日成立,初始注册资本518万元,后经多次增资以及股权变更,截至2017年6月底,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。

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2017年6月底,公司下属共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(其中包括少数股东权益2.89亿元)。2016年,公司实现营业收入8.04亿元,利润总额2.15亿元。

截至2017年6月底,公司资产总额344.69亿元,所有者权益119.21亿元(其中包括少数股东权益2.89亿元)。2017年1~6月,公司实现营业收入3.96亿元,实现利润总额0.34亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司计划于2018年注册总金额为8亿元的中期票据,2018年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”)计划发行4亿元,募集资金将用于偿还金融机构借款、信用债券或补充流动资金。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中

期票据,在期限、票面利率及利息支付等方面条款具有特殊设置:

债券期限及赎回条款

本期中期票据在公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在赎回权方面,公司于本期中期票据第3个和其后每个年度付息日,有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据。如公司在上述赎回权条款规定的时间决定行使赎回权,则于赎回日前一个月,按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》,并由上海清算所代理完成赎回工作。

利率

本期中期票据采用固定利率计息,前3个计息年度利率保持不变,前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。若公司不行使赎回权,则从第4个计息年度开始,票面利率调整为当期基准利率¹加上初始利差再加300个基点,此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

清偿顺序

本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

除发生强制付息事件,本期中期票据每个

¹当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

付息日，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。如发生利息递延，则每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，由公司按照有关规定在指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。本期中期票据无罚息条款。

强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（包括合并范围内子公司）向普通股股东分红或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且在有递延支付利息情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司（包括合并范围内子公司）不得从事向普通股股东分红（包括上缴国有资本收益）或减少注册资本的行为。如果发生强制付息事件后公司到期仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）本期中期票据在除发生公司（包括合并范围内子公司）普通股分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。惠山区国资办依据公司每年度收益情况，

向公司下发上缴国有资产收益的通知，公司于 2014~2016 年分别上缴 2013~2015 年的国有资本收益 1.80 亿元、2.00 亿元和 41 万元。从历史国有资本收益缴纳的角度分析，公司业绩良好，未来逐年持续缴纳国有资本收益的可能性大，选择递延利息的可能性较小。

综合上述分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权和利息支付方面条款设置使本期中期票据不赎回和递延利息支付的可能性小。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，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，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。

2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，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）实现 2.0% 的温和上涨，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。

2017 年 1~9 月，我国继续实施积极的财政

政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速

与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不

确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、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1 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
1-1. 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%。

近年来，无锡市和惠山区经济保持稳步增长，其中惠山区经济基础扎实，财政一般预算

收入水平持续提高，为公司的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权概况

公司股东为惠山区国资办，实际控制人为惠山区人民政府。截至2017年6月底，公司实收资本为6.25亿元。

2. 人员素质

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。

公司法人代表、总经理周敏栋先生，42岁，本科学历，兼任无锡市惠山区国有资产监督管理局副局长职务。曾任无锡市惠山区交通财务科科长。

公司副总经理张念洲先生，44岁，本科学历，兼任无锡市惠山区建设局副局长职务。曾任锡山市建设委员会建管处副主任、建工科科长、质监站站长等职务。

公司副总经理汪慕君女士，44岁，本科学历，曾任职于钱桥街道配套园区、藕塘职教园管委会财务科。2015年11月任公司副总经理。

公司副总经理许云东先生，41岁，本科学历，现任无锡市惠山经济发展总公司副总经理职务，曾任洛社镇农办副主任。2015年11月任公司副总经理。

截至2017年6月底，公司本部在职人员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，50岁以上1人。

总体看，公司高管具有较丰富的管理经验，公司本部员工基本能满足日常经营管理需要。

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投资建设主体，在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面得到惠山区政府的大力

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。

2014~2016年，公司分别收到政府补助2.13亿元、1.63亿元以及0.14亿元，2017年1~6月尚未收到政府补助。

截至2016年底，公司共获得惠山区政府转拨的政府债务置换资金11.31亿元，计入其他非流动负债，上述资金由财政进行偿还。

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9月29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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是无锡市惠山区国资办下属的全资子公司，公司性质为全民所有制。公司股东根据现代企业制度、依照《中华人民共和国企业登记管理条例》及其他有关规定制定章程，建立法人治理结构。

公司不设董事会及监事会，决策机构为总经理办公会议，成员包括：总经理、书记、副总经理。公司实行总经理负责制，总经理为企业法定代表人，由无锡市惠山区国有资产管理办公室任命。

总经理领导企业的科研、生产和经营管理工作，主要行使下列职权：（1）决定企业的经营计划和投资方案；（2）制订企业的年度财务预算方案、决算方案；（3）制订企业的利润分配方案和弥补亏损方案；（4）制订企业增加或者减少注册资本的方案；（5）拟订企业合并、分立、变更、解散的方案等。

公司建立以总经理为首的经营管理系统，公司本部设综合部、财务管理部、投融资管理

部及项目建设部4个部门。

总体看，公司目前机构设置基本能够满足日常管理需要，尚未建立董事会及监事会等，公司法人治理结构有待完善。

2. 管理水平

公司在工程管理、招投标管理、财务管理等方面制定了一系列内部管理制度，以规范公司内部运作程序。

财务管理方面，公司依照国家法律、法规和过关规定建立现代财务会计制度，试行统一的财务管理办法。公司设置内部审计机构，对企业账目和经济活动进行内部审计、监督；对财务工作岗位职责、会计档案管理、财务内部牵制、货币资金管理等方面均制定了相关的制度文件，各项财务工作有章可循。

在工程管理方面，公司对设计变更、增加工程量等进行严格控制，建立变更（方案）会审制度。对于设计变更超过原方案10%的需要重新进行招标；对于预算10万以上50万以下的设计变更、增加工程量等需由项目建设部提出书面申请，公司组织相关部门进行会商后报建设工程领导小组批准。此外，公司对于10万以下的相关变更程序也均有明确的规定。

在招投标管理方面，公司成立了专门的工程招投标工作小组负责相关工作。公司对需要进行招标的项目类型及金额、招标方案的编制、招标方式的确定、投标方资格审查、投标/开标/评标/中标流程及评审标准等方面均进行了明确规定。

另外，公司还设立了劳动制度、人事制度、工资制度等管理制度。

总体来看，公司法人治理结构有待完善；内部管理体系基本建立，能满足公司目前管理活动需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自于代建工程收入。2014~2016 年,公司营业收入分别为 8.04 亿元、8.85 亿元和 8.04 亿元,2016 年同比下降 9.16%;

三年间代建工程收入的占比均超过 90%;公司其他业务收入主要为房屋销售以及租赁收入。2017 年 1~6 月,公司实现营业收入 3.96 亿元,全部为代建工程收入。

表2 2014年~2017年6月公司营业收入构成(单位:亿元,%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建工程收入	7.62	18.04	8.76	17.46	7.88	18.72	3.96	15.70
其他业务收入	0.42	-0.05	0.09	80.49	0.16	72.66	--	--
合计	8.04	17.05	8.85	17.90	8.04	19.78	3.96	15.70

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本约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。近年来,公司工程代建收入回款质量良好。

表3 2014年~2017年6月公司代建收入情况
(单位:万元)

项目名称	确认收入	收到回购款
2014 年		
创业中心三期	11596.54	4000.00
新洲花园工程	64607.41	84000.00
合计	76203.95	88000.00
2015 年		
新洲花园工程	85000.00	74000.00
劳动保障中心搬迁工程	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
2016 年		
创业中心三期	2963.58	46000.00
新洲花园	75825.24	51100.00
合计	78788.83	97100.00

2017 年 1~6 月		
新洲花园	39635.29	39635.29
创业中心三期	0.00	16134.61
合计	39635.29	55769.90

资料来源:公司提供

根据公司与惠山区人民政府签订“新洲花园保障性住房建设工程”项目BT协议,项目已建设完成并交由惠山区人民政府使用。协议约定公司应付2012~2017年间分期收到政府回购款共计35.01亿元。

截至2017年6月底,新洲花园项目已完工,累计确认收入28.45亿元,待确认收入6.56亿元,未确认收入的投资4.19亿元,计入“其他应收款”;公司累计收到回款28.57亿元,超出收入部分计入“专项应付款”。

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,二是新经济创业中心一期项目的商业办公房产销售收入,2016 年公司其他业务收入毛利率 72.66%,较 2015 年下降 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;该项目总面积 14.62 万平方米,用于出售面积 3.48 万平

方米、用于出租面积 11.14 万平方米。

截至 2017 年 6 月底，该项目已完成投资，项目投入计入“存货”，共计 9.57 亿元；该项目已出售 0.41 万平方米，均价 7000 元/平方米；已出租 4.88 万平方米，尚未确认出租收入。

借出资金

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。公司每年收取约10%左右的借款利息，计入当期损益，抵扣公司当期财务费用。

公司借出资金业务主要分两类，第一类，公司针对“双置换安置房项目”以及“区重点办道路工程项目”，对项目办借出资金，2017年6月底，两项目借出资金本金分别为5.50亿元以及4.76亿元，资金利息未出现逾期。

第二类，公司未针对项目、对各机构主体借出资金，用于各机构所负责地区的基础设施建设项目。截至2017年6月底，公司共计借出53.82亿元，计入“其他应收款”。

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由惠山区财政拨付全部建设资金，公司负责建设运营。

表 4 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 5 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，公司拟建项目待投资总额较大，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年度财务报表，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年 1~6 月财务报表未经审计。

2015 年，公司合并范围减少子公司无锡市中洲农业发展有限公司以及无锡市新洲投资建设有限公司，2016 年及 2017 年 1~6 月合并范围未发生变化。截至 2017 年 6 月底，公司纳入合并财务报表范围的子公司共计 8 家。2014~2017 年 6 月公司合并范围变化对财务数据可比性影响小。

截至 2016 年底，公司资产总额 349.79 亿元，所有者权益 118.87 亿元（其中包括少数股东权益 2.89 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 8.04 亿元，利润总额 2.15 亿元。

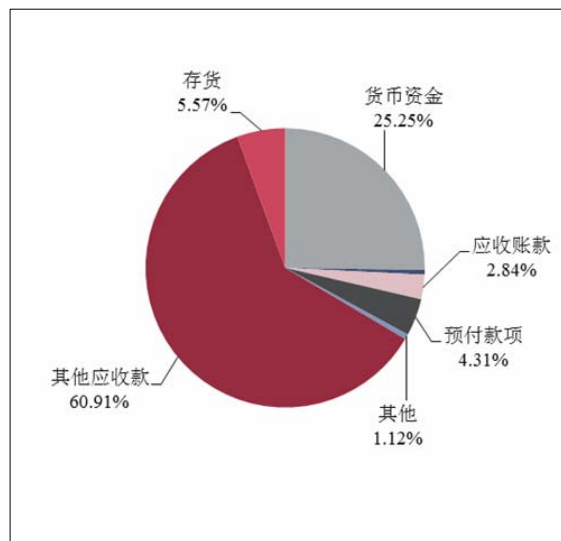
截至 2017 年 6 月底，公司资产总额 344.69 亿元，所有者权益 119.21 亿元（其中包括少数股东权益 2.89 亿元）。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 3.96 亿元，实现利润总额 0.34 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 8.86%。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。

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 22.21%。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

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 26.84%。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，受限比例达到 40.69%，处于较高水平，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。

2014~2016 年，公司应收账款快速减少，年均复合下降 39.57%。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占应收账款总额的 96.31%，不计提坏账准备；其余应收账款合计 0.23 亿元，累计计提 0.11 亿元。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 32.07%。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；其余主要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。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 6 2016 年底公司其他应收款前五名情况

(单位：亿元、%)

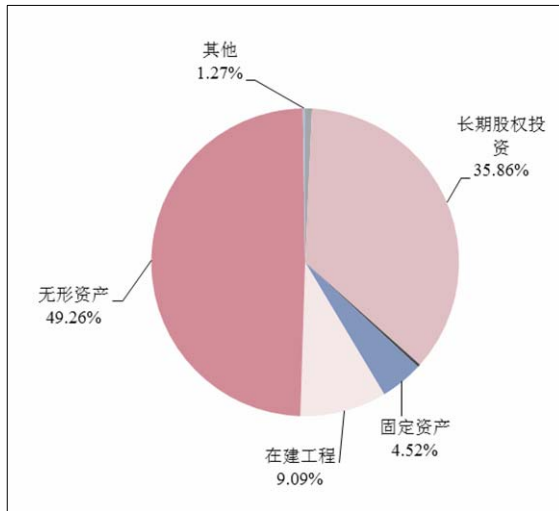
欠款方	余额	性质	占比
无锡市惠山区国有资产管理办公室	11.59	往来	8.74
无锡市惠山区洛社镇财政所	10.04	借款	7.57
无锡市惠山区阳山镇财政所	9.64	借款	7.27
无锡市惠山区玉祁街道办事处财政所	8.48	借款	6.40
无锡市惠山区财政局	7.90	往来	5.96
合计	47.65	--	35.94

资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司存货快速增长，年均复合增长 14.44%。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。

2014~2016 年，公司非流动资产持续减少，年均复合下降 5.98%。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。

图2 2016年底公司非流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2014~2016年，公司长期股权投资快速减少，年均复合下降16.57%。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年公司调整会计准则，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7 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		
无锡六堍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

2014~2016年，公司固定资产有所增长，年均复合增长0.39%。2016年底，公司固定资

产5.97亿元，主要由房屋及建筑物构成。

2014~2016年，公司在建工程快速增长，年均复合增长30.15%。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”支出资金本金合计10.26亿元，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。

2014~2016年，公司无形资产有所减少，年均复合下降1.23%。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%。

2016年底，公司计入在建工程以及其他应收款中的借出资金共计64.07亿元；2016年，公司确认利息收入共计6.41亿元，主要为借出资金确认产生的利息。

2017年6月底，公司资产总额344.69亿元，较2016年底减少1.46%，主要系货币资金及应收账款的减少。2017年6月底，公司流动资产211.65亿元，较2016年底减少2.78%，主要由货币资金、其他应收款以及存货构成，整体较2016年底变化不大；公司非流动资产133.04亿元，较2016年底增长0.72%，整体变化不大。

近年来，公司资产总额快速增长，流动资产占比持续上升。公司资产中其他应收款占比大，对公司资金形成很大占用；土地类资产易受当地土地出让市场波动影响；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。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益持续减少，年均复合下降6.68%。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%，主要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。

2017 年 6 月底，公司所有者权益 119.21 亿元，结构较 2016 年底未发生重大变化。

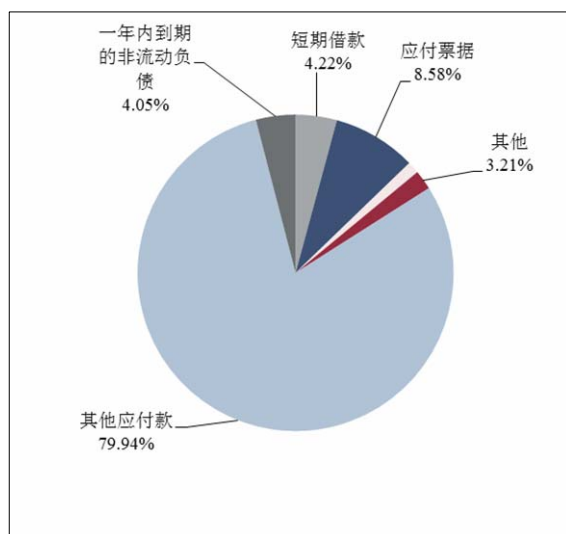
总体来看，2016 年，受会计准则变更影响，公司所有者权益规模同比有所减少、结构变动较大，实际稳定性尚可。

负债

2014~2016 年，公司负债快速增长，年均复合增长 20.63%。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%。

2014~2016 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 8.81%。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。

图 3 2016 年底公司流动负债构成情况



资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司短期借款波动减少，年均复合下降 24.51%。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。

2014~2016 年，公司应付票据快速减少，年均复合下降 26.35%。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。

2014~2016 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 39.21%。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 8 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

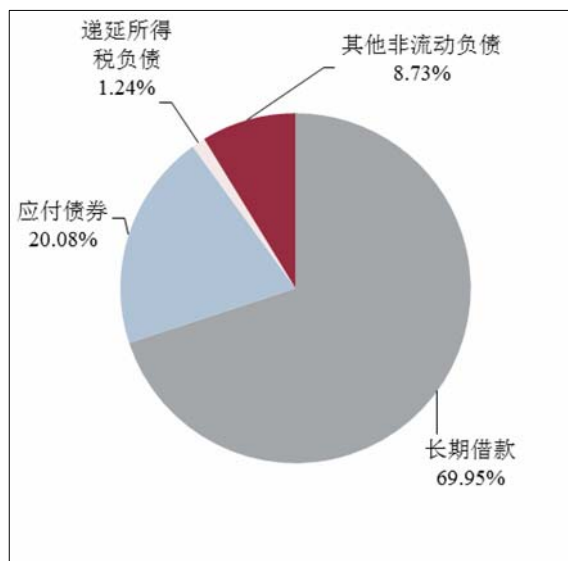
资料来源：企业提供

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债快速减少，年均复合下降 52.50%。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。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 33.18%。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。

2014~2016 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 23.21%。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。

图4 2016年底公司非流动负债构成情况



资料来源：审计报告

2014~2016年，公司应付债券快速增长，年均复合增长47.20%。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。

2015年，公司新增其他非流动负债8.73亿元，2016年净增加2.58亿元至11.31亿元，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。

2017年6月底，公司负债总额225.48亿元，其中流动负债87.76亿元，主要由其他应付款83.10亿元、短期借款2.83亿元、应交税费1.23亿元和应付票据0.60亿元构成，非流动负债225.48亿元，主要由长期借款86.81亿元、应付债券38.00亿元、其他流动负债11.31亿元和递延所得税负债1.60亿元构成。

2014~2016年，公司全部债务快速增长，年均复合增长，2016年底合计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。2017年6月底，公司全部债务128.24亿元，较2016年底下降4.04%，其中短期债务3.43亿元，较2016年底减少13.66亿元，长期债务124.81亿元，较2016年底增长8.26亿元。

从债务指标情况来看，2014~2016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均持续上升，截至2016年底分别为66.02%、52.92%和49.51%，同比分别上升3.11、1.09和2.02个百分点。2017年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为65.41%和51.82%，较2016年底有所下降，长期债务资本化比率51.15%，较2016年底有所上升。

图5 2014~2016年底公司有息债务情况



资料来源：审计报告，联合资信整理

近年来，受其他应付款、长期借款以及应付债券持续快速增长的影响，公司负债总额快速增长，有息债务规模不断增大，公司整体债务负担较高，但仍处于可控范围。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入波动减少，分别为8.04亿元、8.85亿元和8.04亿元，主要由代建收入构成；2014~2016年，公司营业成本分别为6.67亿元、7.26亿元和6.45亿元，主要由代建成本构成。

2014~2016 年，公司期间费用率分别为 33.35%、33.62%和 16.51%，2016 年快速下降系当年其他应收款以及在建工程中的有息借款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。整体看，公司期间费用得到有效控制。

2014~2016 年，公司投资收益分别为 0.31 亿元、0.90 亿元和 1.82 亿元，2016 年有较大增长主要系公司会计准则改变，新增权益法核算的长期股权投资收益。2014~2016 年，公司营业利润分别为-1.18 亿元、-0.95 亿元和 2.00 亿元，得益于期间费用下降以及投资收益增长，公司盈利情况明显改善。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 2.13 亿元、2.05 亿元和 0.15 亿元，主要为政府补贴；2014~2016 年，公司利润总额分别为 0.96 亿元、1.10 亿元、2.15 亿元，公司利润对政府补贴的依赖程度明显下降。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司营业利润率以及净资产收益率快速增长，总资本收益率波动增长；其中 2016 年营业利润率 19.38%，同比增长 4.84 个百分点，净资产收益率 1.06%，同比增长 0.38 个百分点；总资本收益率 3.31%，同比下降 0.34 个百分点。

图 6 2014~2016 年公司盈利情况



资料来源：审计报告，联合资信整理

2017 年 1~6 月，公司营业收入及营业成本分别为 3.96 亿元和 3.34 亿元，公司期间费用 1.39 亿元，主要由财务费用构成；同期，公司营业利润-0.78 亿元。2017 年 1~6 月，公司营业外收入 1.13 亿元，主要为原计入其他业务收入中的房租收入以及原用于冲抵财务费用的利息收入；同期公司利润总额 0.34 亿元。2017 年 1~6 月，公司营业利润率为 15.27%。

近年来，公司收入规模波动中有所减少；由于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。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 38.12 亿元、48.09 亿元和 47.40 亿元。2016 年同比减少 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。2014~2016 年公司经营活动现金流出分别为 26.71 亿元、53.06 亿元以及 38.59 亿元，2016 年同比减少 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。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金净额分别为 11.40 亿元、-4.97 亿元以及 8.81 亿元。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 129.69%、144.17%和 188.04%，公司收入实现质量良好。

投资活动方面，2014 年公司无投资活动现金流入，2015~2016 年分别为 9.55 亿元和 13.53 亿元；其中 2016 年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。2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 5.38 亿元、16.93 亿元和 10.56 亿元，其中 2016 年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。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金净额分别为-5.38 亿元、-7.38 亿元和 2.97 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 45.58 亿元、91.47 亿元和 37.54 亿元，其中 2016 年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。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出分别为 42.91 亿元、80.31 亿元和 33.41 亿元，其中 2016 年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。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金净额分别为 2.67 亿元、11.17 亿元和 4.13 亿元。

2017 年 1~6 月，公司经营活动现金流入 7.92 亿元，主要由销售商品提供劳务收到的现金构成，经营活动现金流出 13.80 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成，同期经营活动现金流量净额-5.87 亿元；公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出 0.95 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；公司筹资活动现金流入 28.45 亿元，全部为借款所得，筹资活动现金流出 27.18 亿元，主要为偿还债务及支付利息，同期筹资活动现金流量净额 1.27 亿元。

近年来，经营方面，公司营业收入、借出有息资金回款质量良好；投资方面，公司投资活动现金支出总量持续较大，存在一定的支出压力；筹资方面，公司筹资活动现金流入及流出总量有所下降，但随着公司有息债务的陆续到期，公司仍将面临较大的有息债务偿付及置换压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 170.10%、219.70%和 214.57%，速动比率分别为 159.30%、206.22%和 202.62%，经营现金流动负债比分别为 13.31%、-6.00%和 8.69%；2017 年 6 月底，公司流动比率及速动比率分别为 241.16%和 228.27%。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，对短期债务覆盖能力较强。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 7.40 亿元、9.55 亿元和 9.33 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 15.33 倍、13.66 倍和 14.33 倍，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 8 月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额 205.03 亿元，已使用 130.28 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年 8 月底，公司对外担保余额 13.40 亿元，相当于 2016 年底所有者权益的 11.27%，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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司债务的影响

公司本期中期票据拟发行金额 4.00 亿元，相当于 2016 年底公司长期债务和全部债务的 3.43%和 2.99%，对公司现有债务结构影响较小。

2016 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 66.02%、49.51%和 52.92%，以 2016 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期 4.00 亿元中期票据发行后，上述两项指标将分别上升至 66.40%、50.35%和 53.66%，考虑到本期中期票据募集资金用途为偿还金融机构借款、信用债券或补充流动资金，实际指标可能会低于上述测算值，本期中期票据的发行对公司债

务负担影响较小。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 7.40 亿元、9.55 亿元和 9.33 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 1.85 倍、2.39 倍和 2.33 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障程度强；公司经营活动现金流入量分别为 38.12 亿元、48.09 亿元和 47.40 亿元，分别为本期中期票据的 9.53 倍、12.02 倍和 11.85 倍；经营活动现金净流量波动较大，分别为 11.40 亿元、-4.97 亿元和 8.81 亿元，分别为本期中期票据的 2.85 倍、-1.24 倍和 2.21 倍。总体看，公司 EBITDA 以及经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度强。

假设本期中期票据于 2018 年发行、公司于 2021 年赎回本期中期票据，公司将于 2021 年偿还本期中票本金 4.00 亿元。截至目前，公司存在共计 10.00 亿元公开募集债务将于 2021 年到期，公司于 2021 年共需偿还包括本期中票在内的本金共计 14.00 亿元，将面临一定的集中偿付压力。

十、结论

近年来，无锡市惠山区经济持续发展，政府一般预算收入水平持续提高，为公司发展提供了良好的外部环境。公司作为无锡市惠山区唯一的区级城市基础设施投资建设主体，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。

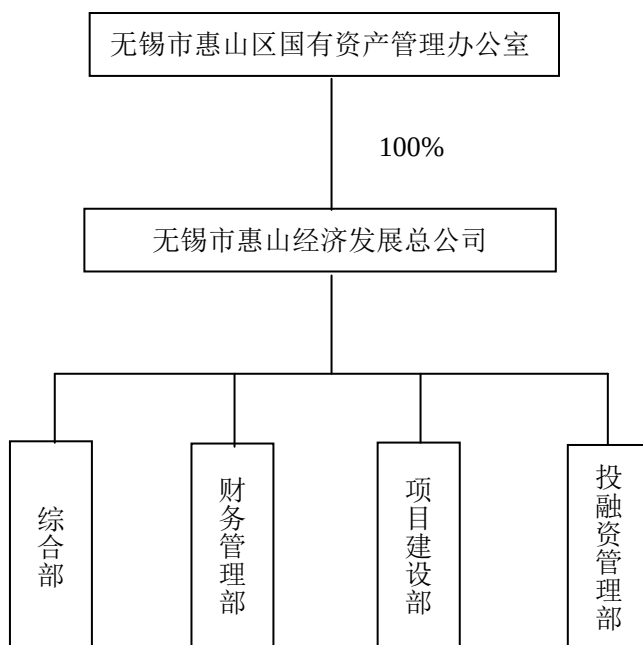
近年来，公司资产总额快速增长，流动资产占比持续上升，整体资产质量一般；公司债务总额快速增长，以长期债务为主，债务规模可控；利润水平有所增长，整体盈利能力一般；公司收入实现质量良好。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，在期限、票面利率及利息支付等方面条款具有特殊设置。综合分析，本期中期票据

在清偿顺序方面等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权和利息支付方面条款设置使本期中期票据不赎回和递延利息支付的可能性小。本期中期票据的发行对公司债务负担影响较小，公司 EBITDA 以及经营性现金流入量对本期中期票据发行额度的保障程度强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.16	40.75	56.12	49.41
资产总额(亿元)	295.18	326.66	349.79	344.69
所有者权益(亿元)	136.50	121.16	118.87	119.21
短期债务(亿元)	41.77	20.81	17.09	3.43
长期债务(亿元)	71.65	109.58	116.55	124.81
全部债务(亿元)	113.41	130.39	133.64	128.24
营业收入(亿元)	8.04	8.85	8.04	3.96
利润总额(亿元)	0.96	1.10	2.15	0.34
EBITDA(亿元)	7.40	9.55	9.33	0.34
经营性净现金流(亿元)	11.40	-4.97	8.81	-5.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.48	0.54	0.70	--
存货周转次数(次)	0.72	0.71	0.55	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.02	--
现金收入比(%)	129.69	144.17	188.04	170.05
营业利润率(%)	14.48	14.54	19.38	15.27
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	51.15
全部债务资本化比率(%)	45.38	51.83	52.92	51.82
资产负债率(%)	53.76	62.91	66.02	65.41
流动比率(%)	170.10	219.70	214.57	241.16
速动比率(%)	159.30	206.22	202.62	228.27
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：1、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。

2、公司 2017 年 1~6 月财务数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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

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：

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

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。

联合资信评估有限公司关于 无锡市惠山经济发展总公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

无锡市惠山经济发展总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

无锡市惠山经济发展总公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对无锡市惠山经济发展总公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，无锡市惠山经济发展总公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注无锡市惠山经济发展总公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现无锡市惠山经济发展总公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对无锡市惠山经济发展总公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如无锡市惠山经济发展总公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对无锡市惠山经济发展总公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与无锡市惠山经济发展总公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。