信用等级公告

联合[2018] 2101 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的主体长期信用等级为 AA^+，维持“13 惠经发债”“17 惠山经发 MTN001”和“18 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

二零一八年七月二十七日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：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
13 惠经发债	3 亿元	2019/4/22	AA+	AA+
17 惠山经发 MTN001	2 亿元	2020/9/19[1]	AA+	AA+
18 惠山经发 MTN001	4 亿元	2021/4/27[2]	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 27 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
现金类资产（亿元）	40.75	56.12	48.00	44.20
资产总额(亿元)	326.66	349.79	378.79	379.95
所有者权益(亿元)	121.16	118.87	129.33	129.58
短期债务（亿元）	20.81	17.09	31.73	24.98
长期债务(亿元)	109.58	116.55	109.72	123.22
全部债务(亿元)	130.39	133.64	141.44	148.20
营业收入(亿元)	8.85	8.04	10.16	0.00
利润总额(亿元)	1.10	2.15	1.79	0.25
EBITDA(亿元)	9.55	9.33	9.04	--
经营性净现金流(亿元)	-4.97	8.81	12.00	-6.80
应收类款项/资产总额（%）	36.94	39.68	42.30	43.51
营业利润率(%)	14.54	19.38	15.28	--
净资产收益率(%)	0.68	1.06	2.07	--
资产负债率(%)	62.91	66.02	65.86	65.89
全部债务资本化比率(%)	51.83	52.92	52.24	53.35
流动比率(%)	219.70	214.57	178.83	200.20
经营现金流动负债比(%)	-6.00	8.69	9.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.66	14.33	15.65	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

霍正泽　　王 康
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

[1]债券存续期第三年末附有投资者选择回售权，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测算。

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，公司在政府补助方面持续获得有力的外部支持。公司营业收入稳定增长，回款质量良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司整体业务持续性差、债务规模持续增长、其他应收款对资金形成很大占用、整体资产质量较差等因素给公司信用水平带来不利影响。

跟踪期内，公司外部发展环境良好，自身业务保持稳定，公司的资产出售、土地置换计划可能对公司未来的收入、盈利规模起到一定支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，并维持“13惠经发债”“17惠山经发MTN001”和“18惠山经发MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司在财政补助方面持续获得有力的外部支持。
2. 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。

关注

1. 公司其他应收款规模仍很大，对公司资金形成很大占用。公司整体资产质量一般。
2. 公司原有的代建工程业务持续性差，预计未来工程代建业务将大幅下降；公司出租收入规模较小，且易受当地房地产市场波动影响，具有一定的不确定性。公司整体业务持续性差。
3. 未来公司业务种类可能发生较大变化，土地出让收入以及去产能项目出让收入的实现、回款回收情况等均易受惠山区土地出让市场波动等因素的影响，具有一定的不确定性。联合资信将持续关注公司未来业务的实现情况情况。

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、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为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”）。截至 2018 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 2018 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；公司拥有合并范围子公司 8 家。

截至2017年底，公司合并资产总额378.79亿元，所有者权益合计129.33亿元（包含少数股东权益2.89亿元）。2017年，公司实现营业收入10.16亿元，利润总额1.79亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额379.95亿元，所有者权益合计129.58亿元（包含少数股东权益2.89亿元）。2018年1~3月，公司未实现营业收入，实现利润总额0.25亿元。

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2018年3月底，联合资信所评的“13惠经发债”“17惠山经发MTN001”和“18惠山经发MTN001”尚需偿还债券余额共计9.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付存续债券的本息。

“13惠经发债”募投项目为新洲花园工程。截至2018年3月底，“13惠经发债”募集资金已全部用于项目建设，募投项目已完工，公司已完成募投项目的收入结算并收到全部回款。公司“17惠山经发MTN001”和“18惠山经发MTN001”全部募集资金用于偿还金融机构借款。

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
13 惠经发债	12	3	2013/04/22	6
17 惠山经发 MTN001	2	2	2017/09/19	3+2
18 惠山经发 MTN001	4	4	2018/04/27	3+N
合计	**18**	**9**	--	--

资料来源：联合资信整理

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及

4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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。特别是随着《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

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 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
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能	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

	力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 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。无锡市以及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。

2017 年，无锡市以及惠山区经济快速增长，产业结构不断优化，为公司创造了良好的外部环境。

无锡市

2017 年，无锡市完成地区生产总值 10511.80 亿元，首次超过 10000 亿元，按可比价格计算比上年增长 7.4%。三次产业结构由上年的 1.5：47.2：51.3 调整为 1.3：47.2：51.5。

2017 年，无锡市规模以上工业实现增加值 3382.77 亿元，比上年增长 8.6%。全市规模以上工业实现主营业务收入 15753.74 亿元，比上年增长 15.8%；实现利润总额 1040.43 亿元，比上年增长 13.7%。2017 年，无锡市全年固定资产投资完成 4967.51 亿元，比上年增长 4.7%。

2017 年底，无锡市常住人口 655.30 万人，城镇化率 76.0%。2017 年无锡市全体居民人均可支配收入 46453 元，比上年增长 8.6%。

惠山区

2017 年，无锡市惠山区实现地区生产总值 830.53 亿元，按可比价计算，同比增长 7.5%。按常住人口计算人均生产总值 11.69 万元。2017 年，惠山区三次产业比例由上年的 2.3:59.2:38.5 调整为 2.1:58.9:39.0。2017 年，惠山区完成工业总产值 1612.81 亿元，同比增长 20.9%，其中规模以上工业总产值 1264.62 亿元，同比增长 21.1%。2017 年，惠山区完成全社会固定资产投资 669.31 亿元，同比增长 1.9%。2017 年，惠山区城镇居民人均可支配收入 51121 元，同比增长 8.3%。

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，股东及实际控制人仍为惠山区国资办。

2. 外部支持

惠山区国资办是公司实际控制人，2017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，财政自给能力较强。跟踪期内，当地政府继续给予了公司财政补贴支持。

2017年，惠山区一般预算收入85.49亿元，同比增长5.01%，其中税收收入71.34亿元，占比较大；政府性基金收入50.54亿元，较2016年大幅增加33.54亿元；上级补助收入13.44亿元，较上年略有减少。2017年，惠山区一般预算支出82.80亿元，财政自给率103.25%，惠山区财政自给能力较强。

2017年，公司收到惠山区政府拨付的政府补贴1.04亿元。

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）》（编号：G10320206011330904），截至2018年7月12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2018年7月3日，公司未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，公司营业收入有所增长，收入构成仍以代建工程收入为主。

2017年，公司实现营业收入10.16亿元，同比增长26.47%。毛利率方面，公司综合毛利率同比有所下降，主要系受利润加成比例有所变化以及营改增的影响，代建工程业务毛利率有所下降。2018年1~3月，公司尚未确认收入。

表3 2016~2017年公司营业收入变动情况

（单位：亿元、%）

业务类型	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程	7.88	98.01	18.72	10.00	98.43	15.30
其他业务	0.16	1.99	72.66	0.14	1.38	64.25
房产销售	--	--	--	0.02	0.19	-42.34
合计	**8.04**	**100.0**	**19.78**	**10.16**	**100.0**	**15.91**

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司工程代建业务毛利率有所下降，业务回款良好；工程代建业务在建拟建项目总额较小，未来业务持续性差。

2017年，公司确认代建工程收入10.00亿元，同比增长26.90%，公司收到当年的全部回款。2017年代建工程收入全部为“13惠经发债”募投项目新洲花园工程的代建收入。新洲花园工程属于惠山区保障性住房建设工程，截至2017年底已完工，累计已完成协议约定的全部收入35.01亿元，已收到全部回款。

2017年及之前，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。

2018年开始，公司工程代建板块较之前发生较大改变。首先，截至2018年3月底，公司工程代建板块在建及拟建项目总投资额仅3.22亿元，已投资0.96亿元，计入“在建工程”。公司工程代建板块在建拟建项目总量较小，业务持续性差。在建、拟建项目主要包括人民医院及配套、高级中学及配套、政府机构办公楼、

市民文化娱乐基础设施等类公益性项目。公司仍受惠山区政府委托进行项目管理，但尚未与政府签订协议，未来是否确认收入以及收益情况存在较大不确定性。

新模式下，工程代建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。待项目建成后，公司将项目移交至政府。

跟踪期内，公司其他业务收入较上年变化较小。受商业地产市场低迷的影响，公司新经济创业中心一期项目主要运营内容改为出租。

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及出售收入。截至 2017 年底，该项目已完工投入使用，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 8.97 亿元，计入“存货”科目。

2017 年，公司确认出租收入 0.14 亿元，毛利率 64.25%，整体较上年变动不大。2018 年公司公司租户数量有所增长，预计公司出租收入将有所增长。

2017 年，公司确认房产销售收入 200 万元，毛利率-42.34%，主要系当期确认较大的维护成本。受商业地产市场低迷的影响，公司房产销售收入较小，新经济创业中心一期项目的主要运营方式由原来的出租、出售转为以出租为主。

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 1.43 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。

公司借出资金总量较大，部分资金收回时间尚不明确。2017年，公司陆续缩减对外借出资金总量，业务风险得到一定程度控制。

公司借出资金用于惠山区基础设施项目建设，实际项目由各借款方负责实施。

其一，公司对惠山区“双置换安置房项目”等重点项目借出资金用于项目建设。其中“双置换安置房项目”已完工，借出资金本金5.50亿元。上述项目办每年向公司支付约9%的借款利息。上述资金本息均计入“在建工程”，合计10.55亿元。

其二，公司借出资金用于惠山区基础设施项目的建设，2017年底累计借出资金本息共计43.91亿元，较2016年底减少18.25%，系2017年内公司收回多家单位的借款本金。借款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，每年未收到本息累计至“其他应收款”。

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年，公司共确认利息收入5.27亿元，较2016年减少17.78%。

3．未来发展

未来公司业务种类可能发生较大变化，土地出让收入以及去产能项目资产出让收入的实现、回款回收情况等均易受惠山区土地出让市场波动等因素的影响，具有一定的不确定性。联合资信将持续关注公司未来业务的实现情况情况。

公司原有的代建工程业务持续性差，预计未来工程代建业务将大幅下降。未来公司业务种类可能发生较大变化。

第一，公司账面土地规模较大（2017 年底无形资产合计 65.03 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。2018 年，公司计划出让约 139 亩土地；公司根据土地出让要求完善相关程序后进行挂牌，完成土地出让需扣除土地出让金 35%左右的费用；土地出让后公司可收回扣除费用后的土地出让金。土地的实际出让情况、公司土地出让收入以及回款情况易受惠山区土地出让市场波动的影响，具有一定的不确定性。联合资信将予以持续关注。

第二，公司计划参与江苏沙钢集团有限公司惠山区厂区的去产能项目，公司支出约 28.80 亿元收购款及税费，计入“其他应收款”，现金流体现在往来款的支出以及投资现金支

出，主要用于收购 1500 亩土地，生产设备、厂房以及钢材等存货。

截至目前，公司正在计划处置各类去产能项目资产，其中包括约 150 亩土地。公司未来可能确认较大规模的项目资产出让收入。土地等资产出让收入易受当地土地出让市场波动等因素的影响，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 2017 年财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司合并范围未发生变动，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流动资产为主。公司其他应收款占比很大，对公司资金形成很大占用。资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 378.79 亿元，同比增长 7.68%，主要系其他应收款、长期股权投资以及投资性房地产的增长所致。公司资产仍以流动资产为主。2018 年 3 月底，公司资产总额 379.95 亿元，较 2017 年底增长 0.31%，构成变化不大，仍以流动资产为主。

表 5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.96	15.71	46.61	12.30	43.95	11.57
应收账款	6.18	1.77	0.34	0.09	0.34	0.09
其他应收款	132.60	37.91	159.89	42.21	164.98	43.42
存货	12.12	3.46	11.19	2.95	11.24	2.96
流动资产	**217.70**	**62.24**	**230.46**	**60.84**	**230.79**	**60.74**
长期股权投资	47.37	13.54	54.49	14.39	55.19	14.53
投资性房地产	0.40	0.11	8.50	2.24	8.50	2.24
在建工程	12.01	3.43	13.05	3.45	13.19	3.47
无形资产	65.07	18.60	65.03	17.17	65.03	17.12
非流动资产	**132.09**	**37.76**	**148.33**	**39.16**	**149.16**	**39.26**
资产总额	**349.79**	**100.0**	**378.79**	**100.0**	**379.95**	**100.0**

资料来源：公司审计报告以及 2018 年一季度财务报表

2017 年底，公司流动资产 230.46 亿元，同比增长 5.86%。公司货币资金 46.61 亿元，较上年底减少 15.18%，受限资金合计 16.76 亿元，受限比例 35.95%，受限比例较高。2017 年公司收入回款质量好，公司应收账款降至 0.34 亿元，全部为公司对政府及相关单位的应收账款。公司其他应收款 159.89 亿元，同比增加 27.29 亿元，其他应收款主要由应收政府及相关单位的往来款、统借统还借出资金本息以及沙钢项目支出资金三类构成，合计 148.50 亿元，占比为 92.16%，其余主要系按账龄计提坏账准备的其他应收款，账龄集中在 1~2 年，共计提坏账准备 0.22 亿元。公司存货 11.19 亿元，同比减少 7.71%，主要包括新经济产业园一期的项目成本以及子公司无锡惠远建设发展有限公司的部分项目成本。

2017年底，公司非流动资产148.33亿元，同比增长12.29%。公司长期股权投资54.49亿元，较上年底增加7.12亿元，主要系公司对无锡新洛新市镇发展有限公司和无锡惠憬城市发展有限公司的股权投资重新核算产生的资产增值。公司投资性房地产8.50亿元，同比增加8.10亿元，主要系外购6.51亿元土地、新经济创业中心一期项目用于出租的部分1.65亿元由存货转入投资性房地产。公司在建工程13.05亿元，其中“双置换安置房项目”等项目资金本息合计10.55亿元，其余主要为政府委托代建的项目投入0.96亿元。2017年底，公司无形资产65.03亿元，较上年底变动不大，主要为土地使用权。

2017年底，公司名下土地类资产账面价值合计65.03亿元，其中出让土地1.08亿元，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。

2017年底，公司受限资产合计18.56亿元，

包括受限资金16.76亿元以及土地使用权1.80亿元，合计占总资产的4.90%。

2018年3月底，公司资产总额379.95亿元，较2017年底略有增长；公司资产结构较2017年底变化较小。公司资产仍以流动资产为主。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，稳定性好。

2017 年底，公司所有者权益 129.33 亿元，较上年底增加 10.46 亿元，主要系资本公积和未分配利润的增长。2017 年底，公司实收资本 6.25 亿元，较上年底无变化。公司资本公积 101.36 亿元，较上年底增加 7.62 亿元，主要系公司长期股权投资中股权投资重新核算产生的资产增值部分。公司未分配利润 7.82 亿元，较上年底增长 57.26%。2018 年 3 月底，公司所有者权益 129.58 亿元，较 2017 年底变化不大。公司实收资本及资本公积占比很大，公司所有者权益稳定性好。

跟踪期内，公司负债规模及有息债务规模有所增长。有息债务结构仍以长期债务为主，但短期债务规模快速增长。公司债务规模较大，整体债务负担较重。

2017 年底，公司负债总额 249.46 亿元，同比增长 8.03%，主要系一年内到期的非流动负债、其他流动负债以及应付债券增长所致。公司负债中流动负债占比略高于非流动负债。

表 6 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.28	1.85	2.58	1.03	4.28	1.71
应付票据	8.70	3.77	2.10	0.84	2.15	0.86
其他应付款	81.10	35.12	86.91	34.84	82.95	33.13
一年内到期的非流动负债	4.11	1.78	27.05	10.84	18.55	7.41
其他流动负债	--	--	5.00	2.00	5.00	2.00
流动负债	**101.46**	**43.94**	**128.87**	**51.66**	**115.28**	**46.04**
长期借款	90.55	39.21	70.92	28.43	76.42	30.52
应付债券	26.00	11.26	38.80	15.55	46.80	18.69
其他非流动负债	11.31	4.90	10.87	4.36	10.87	4.34
非流动负债	**129.46**	**56.06**	**120.58**	**48.34**	**135.09**	**53.96**
负债总额	**230.92**	**100.0**	**249.46**	**100.0**	**250.37**	**100.0**

资料来源：公司审计报告以及 2018 年一季度财务报表

2017 年底，公司流动负债 128.87 亿元，同比增长 27.02%。2017 年底公司短期借款 2.58 亿元，同比减少 1.70 亿元，主要系质押借款和保证借款。公司应付票据 2.10 亿元，同比减少 6.60 亿元。公司其他应付款 86.91 亿元，同比增长 7.15%，主要系由公司对惠山区各单位的无息往来款构成。

公司一年内到期的非流动负债 27.05 亿元，同比大幅增加 22.94 亿元。公司其他流动负债 5.00 亿元，系超短期融资券，公司应于 2018 年 8 月到期偿付，应调整至短期债务进行相关指标核算。

2017 年底，公司非流动负债 120.58 亿元，同比减少 6.86%。公司长期借款 70.92 亿元，同比减少 19.63 亿元，其中保证借款 51.88 亿元、质押借款 15.83 亿元、组合担保贷款 3.20 亿元。公司应付债券 38.80 亿元，同比增加 12.80 亿元。公司其他非流动负债 10.87 亿元，同比变化较小，全部为公司收到的政府债务置换款。

2018 年 3 月底，公司负债合计 250.37 亿元，较 2017 年底略有增长。2018 年 3 月底，公司流动负债 115.28 亿元，较 2017 年底减少 10.55%，主要系一年内到期的非流动负债减少 8.50 亿元所致；公司非流动负债 135.09 亿元，较 2017 年底增长 12.03%，主要系长期借款、应付债券以及专项应付款的增长所致。公司负债仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司全部债务 141.44 亿元（其中长期债务占比 83.14%），同比增长 5.84%；公司短期债务 31.73 亿元，较 2016 年底增加 14.64 亿元。将其他流动负债中的超短期融资券 5.00 亿元调整至短期债务后，2017 年底公司调整后短期债务合计 36.73 亿元，调整后全部债务 146.44 亿元。2017 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别降至 65.86%、45.90%，调整后全部债务资本化比率升至

53.10%。2018 年 3 月底，上述三项指标分别为 65.89%、48.74%和 54.18%，均较 2017 年底进一步增长。总体看，公司债务规模较大，公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费用快速增长。公司利润总额对投资收益以及财政补贴依赖较大，整体盈利能力较弱。

2017 年，公司实现营业收入 10.16 亿元，同比增长 26.47%；营业利润率由 2016 年的 19.38%降至 15.28%，与综合毛利率的变化基本一致。2018 年 1~3 月，公司未确认营业收入、未结转营业成本。

公司期间费用以财务费用为主，2017 年期间费用 2.28 亿元，同比增长 71.55%，主要系利息收入减少导致的财务费用快速增长。2017 年公司期间费用率由去年的 16.51%上升至 22.39%，公司期间费用控制能力弱。

2017 年，公司投资收益 1.52 亿元，同比减少 16.41%，主要系长期股权投资产生的收益。2017 年，公司收到各类政府补助 1.04 亿元，计入其他收益。2017 年公司利润总额 1.79 亿元，公司利润对投资收益以及政府补助依赖性强。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率 3.31%，较 2016 年有所下降，净资产收益率 1.06%，较 2016 年有所增长。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量好。公司偿还有息债务本息的现金支出规模快速增长，对外筹资压力较大。

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。2017年，公司经营活动现金流入35.62亿元，同比减少38.77%，主要系收到往来款减少所致；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23.63亿元，同比减少38.77%。2017年公司经营活动现金净流入12.00亿元，较2016年净流入量进一步扩大。公司现金收入比由2016年的188.04%降至159.57%，收入实现质量好。

2017年，公司投资活动现金流入很少，投资活动收到现金净流出7.54亿元，主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金。

2017年，公司筹资力度明显加大。公司通过银行借款、发行债券以及借入往来款等方式收到现金71.69亿元；公司筹资活动现金流出78.88亿元主要是偿还当年借款本息以及往来款等。2017年公司筹资活动现金流量净流出7.20亿元。

2018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，主要系公司对外投资支付的现金。公司筹资活动现金流入15.31亿元，全部来自银行借款；筹资活动现金流出10.34亿元，主要系偿还有息债务本息支付的现金。

5. 偿债能力

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

2017年底，公司流动比率和速动比率分别为178.83%和170.15%，分别较上年底减少35.74和32.48个百分点。2017年，公司经营活动现金流量净额12.00亿元，对公司流动负债128.87亿元的保障能力弱。2017年底公司短期债务31.73亿元，现金类资产48.00亿元是短期债务的1.51倍，保障能力尚可。公司短期偿债能力尚可。

2017年，公司EBITDA为9.04亿元，较上年减少3.09%。2017年公司全部债务/EBITDA由上年的14.33倍上升至15.65倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2018年3月底，公司银行授信总额度为51.52亿元，未使用授信合计20.49亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 18.19 亿元，相当于 2017 年底所有者权益的

14.06%。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，公司或有负债风险可控。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年6月底，公司存续债券余额49.80亿元，一年内到期的应付债券8.00亿元，存续债券的短期偿债压力较小。

截至2018年6月底，公司一年内到期兑付债券余额8.00亿元，公司2018年3月底现金类资产44.20亿元，相当于一年内到期兑付债券余额的5.53倍，保障能力强，公司存续债券的短期偿债压力较小。

截至2018年6月底，公司存续债券余额共计49.80亿元，部分债券附有投资者回售选择权，且“18惠山经发MTN001”系永续中票，上述附权债券假设均于第一个行权日到期，公司将于2019年达到存续债券待偿本金高峰期，合计待偿本金峰值为23.00亿元，2017年公司经营性现金流入量对其保障能力尚可，经营性净现金流以及EBITDA分别为待偿还峰值的0.52倍和0.39倍，保障能力弱。

表7　2018年6月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

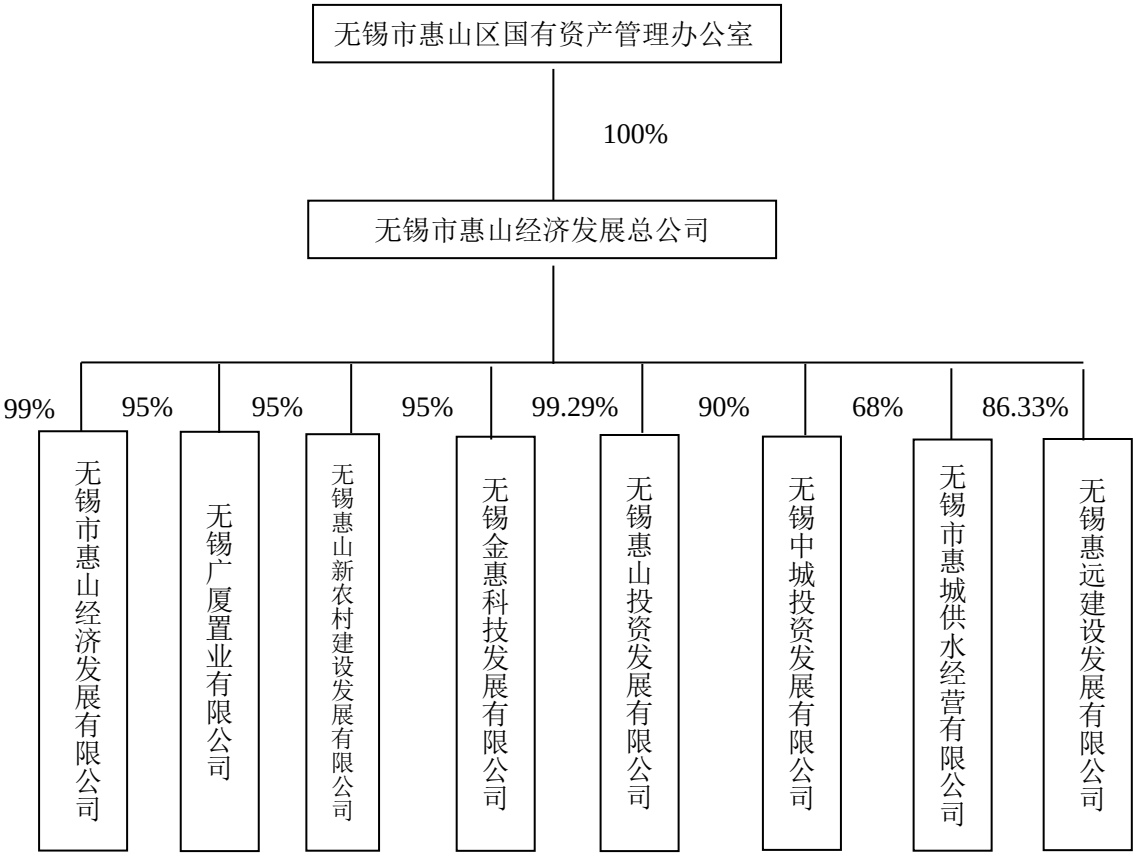
项 目	2018 年 6 月
一年内到期债券余额	8.00
未来待偿债券本金峰值	23.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.53
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.55
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.52
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.39

资料来源：wind资讯、联合资信整理

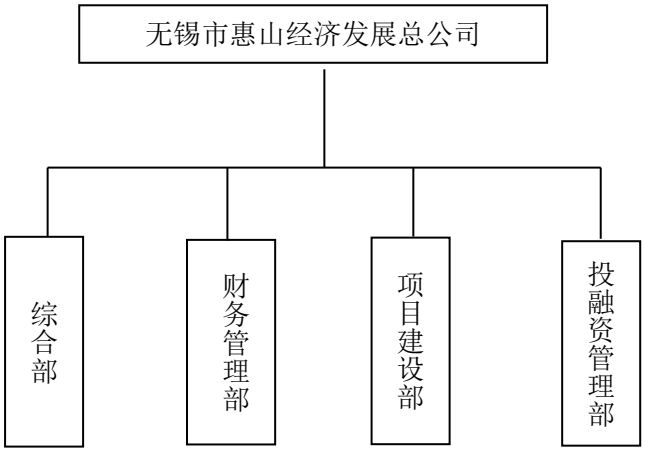
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，并维持“13惠经发债”“17惠山经发MTN001”和“18惠山经发MTN001”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.75	56.12	48.00	44.20
资产总额 (亿元)	326.66	349.79	378.79	379.95
所有者权益(亿元)	121.16	118.87	129.33	129.58
短期债务(亿元)	20.81	17.09	31.73	24.98
调整后短期债务(亿元)	20.81	17.09	36.73	29.98
长期债务(亿元)	109.58	116.55	109.72	123.22
全部债务(亿元)	130.39	133.64	141.44	148.20
调整后全部债务(亿元)	130.39	133.64	146.44	153.20
营业收入(亿元)	8.85	8.04	10.16	0.00
利润总额(亿元)	1.10	2.15	1.79	0.25
EBITDA(亿元)	9.55	9.33	9.04	--
经营性净现金流(亿元)	-4.97	8.81	12.00	-6.80
应收类款项/资产总额（%）	36.94	39.68	42.30	43.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.56	0.70	2.24	--
存货周转次数(次)	0.65	0.55	0.73	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.03	--
现金收入比(%)	144.17	188.04	159.57	--
营业利润率(%)	14.54	19.38	15.28	--
总资本收益率(%)	3.66	3.31	3.62	--
调整后总资本收益率(%)	3.66	3.31	3.55	--
净资产收益率(%)	0.68	1.06	2.07	--
长期债务资本化比率(%)	47.49	49.51	45.90	48.74
全部债务资本化比率(%)	51.83	52.92	52.24	53.35
调整后全部债务资本化比率(%)	51.83	52.92	53.10	54.18
资产负债率(%)	62.91	66.02	65.86	65.89
流动比率(%)	219.70	214.57	178.83	200.20
速动比率(%)	206.22	202.62	170.15	190.45
经营现金流动负债比(%)	-6.00	8.69	9.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.66	14.33	15.65	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.66	14.33	16.20	--

注：1、2018 年 1 季度财务报表未经审计。2、调整后全部债务=全部债务+其他流动负债。

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%
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 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。