信用等级公告

联合〔2020〕2368 号

联合资信评估有限公司通过对无锡市惠山国有投资控股集团有限公司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国有投资控股集团有限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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十二日

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

无锡市惠山国有投资控股集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
无锡市惠山国有投资控股集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
17 惠山经发 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18 惠山经发 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18 惠山经发 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
19 惠山经发 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 惠山经发 MTN001	2 亿元	2 亿元	2020/09/19
18 惠山经发 MTN001	4 亿元	4 亿元	2021/04/27
18 惠山经发 MTN002	7 亿元	7 亿元	2023/10/25
19 惠山经发 MTN001	11 亿元	11 亿元	2024/01/11

注：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；3.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

无锡市惠山国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设、国有资产运营和产业投资管理主体。跟踪期内，无锡市及惠山区整体经济稳中有进，外部发展环境良好，公司在政府补助和资产托管方面持续获得有力的外部支持。其中，2019 年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”）将持有的无锡市惠盛投资有限公司（以下简称“无锡惠盛”）95%的股权委托公司管理，公司合并口径资产、权益、收入规模均有所增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司整体业务的持续性有待关注、资产质量一般、利润对非经常性损益依赖程度较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司业务的逐步拓展，回款的逐步到位，公司的营业收入有望提升。

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. **外部环境良好。**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. **业务专营优势明显。**公司为无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设、国有资产运营和产业投资管理主体，仍具备专营性优势。
3. **外部支持持续有力。**跟踪期内，公司在政府补助和资产托管等方面获得有力的外部支持。其中，2019 年惠山区国资办将持有的无锡惠盛 95%的股权委托公司管理，公司合并口径资产、权益、收入规模均有所增长。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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

关注

1. **业务持续性有待关注。**跟踪期内，公司代建工程业务收入来自无锡市雪丰钢铁厂去产能项目和无锡惠盛纳入合并范围后新增的保障房开发收入。代建工程板块在建和拟建项目规模一般，未来持续性有待关注。
2. **资产质量一般。**公司资产中以往来款为主的其他应收款占比高，对公司资金形成很大占用；无形资产中的划拨土地资产规模较大，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
3. **利润对非经常性损益依赖程度较大。**公司利润总额对投资收益、营业外收入以及政府补助依赖程度较大。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	48.00	29.05	71.58	70.87
资产总额(亿元)	378.79	369.02	430.95	441.04
所有者权益(亿元)	129.33	128.15	177.17	177.74
短期债务(亿元)	31.73	13.85	47.12	40.86
长期债务(亿元)	109.72	119.79	123.94	128.94
全部债务(亿元)	141.44	133.64	171.06	169.80
营业收入(亿元)	10.16	10.87	15.08	2.36
利润总额(亿元)	1.79	3.75	5.56	0.54
EBITDA(亿元)	9.04	12.41	12.97	--
经营性净现金流(亿元)	12.00	-7.47	46.99	4.46
营业利润率(%)	15.28	11.63	9.17	26.00
净资产收益率(%)	2.07	2.92	3.19	--
资产负债率(%)	65.86	65.27	58.89	59.70
全部债务资本化比率(%)	52.24	51.05	49.12	48.86
流动比率(%)	178.83	213.43	206.40	203.98
经营现金流动负债比(%)	9.31	-6.81	36.25	--
现金短期债务比(倍)	1.51	2.10	1.52	1.73
EBITDA 利息倍数(倍)	1.27	1.45	1.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.65	10.77	13.19	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	254.60	268.08	266.73	260.19
所有者权益（亿元）	62.84	66.84	68.11	66.34
全部债务(亿元)	84.05	97.49	105.35	101.03
营业收入(亿元)	0.00	10.30	10.76	0.00
利润总额(亿元)	3.00	4.01	0.75	0.22
资产负债率（%）	75.32	75.07	74.46	74.50
全部债务资本化比率(%)	57.22	59.33	60.73	60.36
流动比率（%）	131.59	145.20	154.48	160.74
经营现金流动负债比(%)	9.78	-8.23	7.62	--

注：公司 2020 年一季报未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 惠山经发 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/06/28	霍正泽 王中天	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 惠山经发 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/12/5	霍正泽 王康	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 惠山经发 MTN002	AA+	AA+	稳定	2019/06/28	霍正泽、王中天	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 惠山经发 MTN002	AA+	AA+	稳定	2018/09/14	霍正泽 王康	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 惠山经发 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/06/28	霍正泽 王中天	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 惠山经发 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/10/24	王康 霍正泽	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
17 惠山经发 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/06/28	霍正泽 王中天	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 惠山经发 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/08/23	王康 霍正泽	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由无锡市惠山国有投资控股集团有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

无锡市惠山国有投资控股集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业概况

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 2020 年 3 月底，公司实收资本为 6.25 亿元，注册资本 10.00 亿元，剩余资金预计于 2021 年底前到位。

公司是无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设、国有资产运营和产业投资管理主体。跟踪期内，根据《惠山区深化国企改革领导小组成员会议纪要》（惠政纪〔2018〕45 号）和《关于同意无锡市惠山经济发展总公司改制为有限责任公司的批复》（惠国资〔2019〕2 号），公司由全民所有制企业改制为有限责任公司，名称由“无锡市惠山经济发展总公司”变更为现名，注册资本由 6.25 亿元变更为 10.00 亿元。公司法定代表人由周敏栋变更为张念洲。截至 2020 年 3 月底，公司本部内设党委办公室、人力资源部、风险合规部、战略发展部等 8 个职能部门；公司合并范围内一级子公司 4 家。

截至2019年底，公司资产总额430.95亿元，所有者权益177.17亿元（其中少数股东权益15.11亿元）；2019年，公司实现营业收入15.08亿元，利润总额5.56亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额441.04亿元，所有者权益177.74亿元（其中少数股东权益15.16亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入2.36亿元，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：张念洲。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020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”募集资金均已按募集资金用途用于偿还有息债务，尚需偿还债券余额共计24.00亿元。跟踪期内，公司已按期足额支付上述债券利息。

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**

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印

发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系

2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

公司是无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设、国有资产运营和产业投资管理主体。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。

2019 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《2019 年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，无锡市完成地区生产总值 11852.32 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.7%。按常住人口计算人均生产总值达到 18 万元。全市实现第一产业增加值 122.50 亿元，比上年下降 2.4%；第二产业实现增加值 5627.88 亿元，比上年增长 7.6%；第三产业实现增加值 6101.94 亿元，比上年增长 6.0%；三次产业比例调整为 1.0：47.5：51.5。

2019 年，无锡市规模以上工业企业实现增加值 3753.19 亿元，比上年增长 7.8%。全市规模以上工业实现营业收入 18033.91 亿元，比上年增长 5.4%；工业产销率 98.3%，比上年下降 0.3 个百分点。

2019 年，无锡市全年固定资产投资完成 3595.94 亿元，比上年增长 6.1%。其中：第一产业投资完成 12.28 亿元，比上年增长 105.9%；第二产业投资完成 1531.85 亿元，比上年增长 10.2%；第三产业投资完成 2015.81 亿元，比上年增长 0.3%。全年房地产业实现增加值 814.42 亿元，比上年增长 5.9%。房地产开发投资完成 1358.29 亿元，比上年增长 3.3%。商品房施工面积为 6353.18 万平方米，比上年增长 6.0%；竣工面积 1326.27 万平方米，比上年增长 74.1%。全年商品房销售面积 1380.42 万平方米，比上年增长 0.4%；商品房销售额 1929.41 亿元，比上年增长 21.9%。

2019 年，无锡市惠山区经济持续增长，为公司提供良好的外部环境。

2019 年，无锡市惠山区实现地区生产总值 937 亿元，增长 6.8%。规模以上工业总产值 1686 亿元，增长 11.7%；规模以上工业增加值 375.2 亿元，增长 10%；社会消费品零售

总额增长 10%；城乡居民人均可支配收入增长 9%。全社会固定资产投资增长 6.7%，其中工业投资增长 11.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，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。截至 2020 年 3 月底，公司实收资本为 6.25 亿元，注册资本 10.00 亿元，剩余资金预计于 2021 年底前到位。

2. 外部支持

2019 年无锡市惠山区一般公共预算收入有所增长，财政自给能力强。跟踪期内，当地政府在政府补助和资产托管等方面给予公司有力的外部支持。

公司是无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设、国有资产运营和产业投资管理主体，惠山区政府的财政收支情况对公司的基础设施建设业务持续性、收入回款质量等产生较大影响。

2019 年，惠山区实现一般公共预算收入 95.6 亿元，同比增长 3.5%（剔除减税降费因素增长 15.4%）。其中，税收收入 82.6 亿元，增长 3.5%，财政收入质量好；政府性基金收入 64.9 亿元，主要为国有土地使用权出让收入，同比增长 0.31%；上级补助收入 15.9 亿元，同比增长 6.71%。2019 年，惠山区一般公共预算支出 84.6 亿元，同比增长 1.08%，财政自给率 113.00%，惠山区财政自给能力强。截至 2019 年底，惠山区地方政府债务余额 146.01 亿元，政府债务压力较重。

跟踪期内，公司在政府补助和资产托管等方面获得有力的外部支持。2019 年，公司收到各类政府补助 2.41 亿元，同比有所下降，计入“其他收益”；根据惠山区国资办（委托人）与公司（授权人）签订的授权委托书，惠山区国资办将持有的无锡市惠盛投资有限公司（以下简称“无锡惠盛”）95%的股权委托公司管理，导致公司的资本公积增长 15.65 亿元。

截至2019年底，无锡惠盛资产总额113.98亿元，所有者权益38.13亿元（其中少数股东权益14.44亿元）；2019年，无锡惠盛实现营业收入4.03亿元，利润总额3.79亿元。

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（授信机构版）》（机构信用代码：G10320206011330904），截至 2020 年 7 月 3 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 2020 年 7 月 22 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，公司更新了对外担保制度，内部管理体制进一步完善，公司在其余法人治理结构、高管人员等方面均无重大变化。

为规范公司对外担保行为，公司制定了《无锡市惠山国有投资控股集团有限公司对外担保制度（试行）》。公司原则上不对外提供担保，经股东批准或惠山区国资委会议审议通过的除外。被担保方原则上须为惠山区属国有企业及子企业、或惠山区下级政府或惠山开发区管委会所属国有企业，否则应当报惠山区国资委会议审议通过后方能实施。公司董事会为所有公司担保行为的最高决策机关。子公司提供对外担保，需经子公司内部有权决策机关审核担保行为的合规性，作决策意见后报送公司董事会审批。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，主要系无锡惠盛纳入合并范围后公司新增保障房开发收入所致；毛利率有所增长。收入构成仍

以代建工程收入为主。

2019年，公司实现营业收入15.08亿元，同比增长38.80%，主要系无锡惠盛纳入合并范围后公司新增保障房开发收入所致。综合毛利率同比有所上升，主要系新增保障房开发业务毛利率较高，同时其余板块毛利率均有所提升所致。2020年1－3月，公司实现营业收入2.36亿元，毛利率27.86%。

表3　公司营业收入变动情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020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
代建工程业务	**10.30**	**94.76**	**10.12**	**14.53**	**96.36**	**12.38**	**0.96**	**40.59**	**15.92**
其中：无锡市雪丰钢铁厂去产能项目	10.30	94.76	10.12	10.76	71.37	11.75	--	--	--
保障房开发	--	--	--	3.77	24.99	14.17	0.96	40.59	15.92
其他业务	**0.57**	**5.24**	**52.32**	**0.55**	**3.64**	**86.21**	**1.40**	**59.41**	**36.01**
合 计	**10.87**	**100.00**	**12.33**	**15.08**	**100.00**	**15.06**	**2.36**	**100.00**	**27.86**

注：其他业务收入主要来自房产项目租售收入，除此之外2018年开始新增测绘、检测和白蚁防治等收入
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）代建工程业务

跟踪期内，公司代建工程业务收入来自无锡市雪丰钢铁厂去产能项目和无锡惠盛纳入合并范围后新增的保障房开发收入。代建工程板块在建和拟建项目规模一般，未来持续性有待关注。

2019年，公司确认代建工程收入14.53亿元，同比增长41.15%，主要系无锡惠盛纳入合并范围后公司新增保障房开发收入所致；毛利率12.38%，较上年有所增长。2020年1－3月，公司确认代建工程收入0.96亿元，全部来自保障房开发收入，毛利率15.92%。

公司代建工程业务主要由公司本部及无锡惠盛下属孙公司无锡堰桥城市建设投资有限公司（以下简称“堰桥城投”）负责。

公司本部受惠山区政府委托参与无锡市雪丰钢铁厂去产能项目。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，资金来源为自筹，由无锡惠创投资发展有限公司（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，再通过市场化方式进行处置，公司根据工程进度确认收入。2017－2018年公司支出约28亿元收购款及相关税费（现金流反映在“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”。截至2020年3月底，该项目已确认收入21.06亿元，已全部回款，存货中尚未结转成本约10.21亿元。公司后续拟针对该项目开展水土保持、土壤修复，总投资0.75亿元。

堰桥城投是惠山区堰桥街道范围内重要的保障房和基础设施建设主体。基础设施建设方面，堰桥城投与堰桥街道办签署《委托建设和完工回购协议》，由堰桥城投统筹开展项目建设管理，项目竣工并验收合格后，由堰桥街道办和堰桥城投双方共同确定项目建设成本，并由堰桥街道办支付建设成本及代建管理费用，代建管理费一般为建设成本的20%，堰桥城投根据双方每年年底签订的《代建收入确认函》进行收入确认。截至2020年3月底，堰桥城投在建基础设施项目包括堰新苑社区服务中心、天一城小学和西漳中学等，预计总投资5.81亿元，已完成投资2.93亿元，尚需投资2.88亿元；无拟建基础设施项目。2019年和2020年1－3月，暂未确认基础设施建设收入。保障房开发方面，堰桥城投根据无锡市及惠山区的

统一规划安排进行房屋拆迁和保障房建设工作。截至2020年3月底，堰桥城投在开发中的保障房项目共3个，计划总投资32.59亿元，已投资17.10亿元，尚需投入15.49亿元；无拟建保障房开发项目。2019年和2020年1－3月，分别确认保障房开发收入3.77亿元和0.96亿元，已回款3.77亿元和0.00亿元；截至2020年3月底，存货中尚未结转的保障房开发成本约13.47亿元。

除上述已签订合同的代建工程业务外，公司还有部分未签订合同的基础设施代建项目，建设内容主要为医院、学校、政府机构办公楼、以及纪念馆等，绝大多数反映在“在建工程”科目（13.18亿元），少量放在“存货”科目。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，在建及拟建的总投资额较小，未来是否确认收入存在较大不确定性。

（3）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租售收入，并新增毛利率100.00%的资金占用收入。其他业务整体收入规模仍较小，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租售收入。其中，房产销售收入全部来自新经济创业中心一期项目，2019年以及2020年1－3月分别实现房产销售收入0.03亿元和1.39亿元。房产出租收入主要来自新经济创业中心一期项目、明都大厦、锦绣商业广场、惠山金融街和天力商业广场等，同期分别实现收入0.25亿元和35.91万元。

新经济创业中心一期项目内容为商业办公楼，由无锡惠盛子公司无锡广厦置业有限公司（以下简称“广厦置业”）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，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”。截至2020年3月底，存货中尚未结转的成本为6.75亿元。公司拟开展新经济创业中心二期项目，项目总投资20.00亿元，未来通过房产租售实现资金平衡。

此外，2019年公司确认资金占用费收入1278.99万元，系广厦置业对其联营子公司无锡市融惠置业有限公司借款产生的利息收入，毛利率100.00%。

跟踪期内，其他业务毛利率主要受资金占用业务毛利率较高，以及房产出租收入占比提升等影响而大幅增长。

（3）资金借出业务

改制后，公司对各乡镇基础设施项目借出建设资金进行大规模回收，业务风险得到一定程度控制。

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年底，借出资金本金为4.05亿元，较上年底大幅下降，系公司改制后加快回收了对惠山区各乡镇的借款所致，累计应收利息14.00亿元。改制后，公司陆续缩减对外借出资金总量，同时加大了催讨力度，业务风险得到一定程度控制。

表4　公司借出资金本息余额情况（单位：万元、%）

项目	2018年	2019年	2020年3月
本金	306333.59	40500.00	40500.00
应收利息	153153.90	140043.68	144498.82
合计	**459487.49**	**180643.68**	**184998.82**

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。2019年以及2020年1－3月，公司分别确认资金拆借利息收入3.57亿元和0.45亿元。

3．未来发展

公司作为无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设、国有资产运营和产业投资管理主体，将积极探索企业实体化、市场化转型，进一步优化经营模式和资源配置。

公司作为无锡市惠山区重要的城市基础

设施投资建设、国有资产运营和产业投资管理主体，将积极探索企业实体化、市场化转型，进一步优化经营模式和资源配置。

其一，优化工程建设模式。变代建为自建，改变政府财政资金支出方式，以市场化思路和方法对外承接和实施工程，公司拟成立及收购专业资质建筑类公司，扩大公司经营性现金流。

其二，优化资源配置方式。一方面，公司将有效整合政府给予的优质城市公共资源，重点发展城市资产管理、城市综合开发板块。截至 2020 年 3 月底，公司自建的惠山区生活垃圾分拣中心和垃圾转运站已投资 0.17 亿元（总投资 0.67 亿元，通过使用者付费实现资金平衡）。另一方面，公司将加强与中银国际等国资银行背景的专业机构合作，并积极筹划和设立政府引导型或项目融资型城建发展基金。

其三，优化精细管理模式。公司将推进生活污水管网“四位一体”项目（总投资 1.09 亿元，已投资 0.10 亿元，通过使用者付费实现资金平衡）落地，打造排水管网地理信息化平台；计划以停车产业转型与经济增值为目标，开展智能停车场项目。与此同时，公司将与专业机构合作，尝试开发物业管理、资产管理软件，优化物业人员管理模式。

八、财务分析

公司提供了 2019 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审计意见。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，公司合并范围有所变化。2019 年公司股权转让处置 7 家子公司（包含广厦置业和无锡惠远建设发展有限公司两家二级子公司，其中广厦置业变更为无锡惠盛子公司），新设 1 家子公司（无锡惠山金融服务集团有限公司），受托管理 1 家子公司（无锡惠盛）。截至 2019 年底，公司合并范围内子公司共 8 家，其中一级子公司 4 家。2020 年 1—3 月，公司合并范围无变化。跟踪期内，由于无锡惠盛纳入公司合并范围，公司存货、投资性房地产、无形资产和应付债券等科目有较大变动，对公司财务数据可比性产生一定影响。

1. 资产质量

跟踪期内，受无锡惠盛纳入公司合并范围等影响，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主。其中，非受限货币资金规模大；以往来款为主的其他应收款占比高，对公司资金形成很大占用；无形资产中的划拨土地资产规模较大，资产流动性较弱。整体看，公司资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 430.95 亿元，较上年底增长 16.78%，公司资产仍以流动资产为主。

表 5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.85	7.82	69.54	16.14	67.70	15.35
应收票据	0.19	0.05	2.04	0.47	3.17	0.72
应收账款	10.86	2.94	0.28	0.06	1.26	0.29
其他应收款	164.07	44.46	139.66	32.41	145.14	32.91
存货	30.24	8.19	55.10	12.79	55.58	12.60
流动资产	**234.29**	**63.49**	**267.54**	**62.08**	**273.61**	**62.04**
长期股权投资	47.29	12.82	56.82	13.18	56.73	12.86
投资性房地产	2.25	0.61	5.42	1.26	5.42	1.23
固定资产	6.06	1.64	13.55	3.14	13.29	3.01
在建工程	11.95	3.24	13.18	3.06	13.95	3.16
无形资产	64.90	17.59	71.80	16.66	71.91	16.30

非流动资产	134.73	36.51	163.41	37.92	167.43	37.96
资产总额	369.02	100.00	430.95	100.00	441.04	100.00

资料来源：公司审计报告以及2020年一季度财务报表

截至2019年底，公司流动资产267.54亿元，较上年底增长14.19%，主要系货币资金和存货增长所致。其中，公司货币资金69.54亿元，较上年底增长141.01%，构成主要为67.03亿元的银行存款和2.50亿元其他货币资金。受限资金合计10.40亿元，包含其他货币资金2.50亿元银行承兑汇票保证金和7.90亿元已质押的定期存款；应收票据2.04亿元，较上年底大幅增长，构成全部为银行承兑汇票；应收账款0.28亿元，较上年底大幅下降97.39%，主要系无锡市雪丰钢铁厂去产能项目回款所致；其他应收款139.66亿元，较上年底下降14.88%，主要系对外借出资金回收、合并无锡惠盛等因素综合影响所致。其他应收款主要由应收政府及相关单位的往来款79.55亿元和关联方往来款59.51亿元构成，共计提坏账准备2.05亿元。期末余额前五名占比55.65%，集中度略高；存货55.10亿元，较上年底增长82.22%，包括开发成本47.31亿元（除无锡市雪丰钢铁厂去产能项目、堰桥城投安置房开发和基础设施建设成本外，还包含安置房划拨土地10亿元）和开发产品7.80亿元（新经济创业中心一期项目）。

截至2019年底，公司非流动资产163.41亿元，较上年底增长21.29%，主要系长期股权投资、固定资产和无形资产增长所致。长期股权投资56.82亿元，较上年底增长20.14%，主要系公司追加对无锡六垄田农业发展有限公司（以下简称“六垄田农发”）投资，无锡惠憬城市发展有限公司（以下简称“惠憬城发”）其他综合收益调整，以及六垄田农发和惠憬城发其他权益变动所致；投资性房地产5.42亿元，较上年底增长140.66%，主要系合并无锡惠盛后新增采用公允价值模式计量的投资性房地产5.00亿元（明都大厦、堰桥商贸城和锦绣商业广场）所致；固定资产13.55亿元，较上年底增长123.41%，主要系无锡惠盛购置科创中心三期房产所致，公司固定资产主要构成为13.54亿元房屋及建筑物，其中有0.56亿元的房屋建筑物尚在办理权证中；在建工程13.18亿元，较上年底增长10.24%，包含13.10亿元代建项目投入和0.08亿元垃圾处理中心投入；公司无形资产71.80亿元，较上年底增长10.64%，主要系合并无锡惠盛导致土地使用权增加6.94亿元（划拨土地及农村土地使用权）所致。无形资产构成基本为划拨地。

截至2019年底，公司受限资产合计23.85亿元，包含受限货币资金10.40亿元和用于抵押借款的存货3.04亿元、投资性房地产4.75亿元和无形资产5.67亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额441.04亿元，较2019年底增长2.34%，资产构成变化不大，仍以流动资产为主。其他应收款145.14亿元，较2019年底增长3.93%，主要系往来款增长所致；新增长期应收款3.46亿元，系广厦置业分期房产销售款。

2. 资本结构

跟踪期内，受益于合并无锡惠盛、政府债务置换转增资本及经营累积等因素，公司资本实力不断增强，其中资本公积规模大且主要构成为土地使用权，所有者权益稳定性较好。

截至2019年底，公司所有者权益177.17亿元，较上年底增长38.25%，主要系资本公积、未分配利润和少数股东权益增长所致。截至2019年底，公司实收资本6.25亿元，较上年底无变化；资本公积128.07亿元，较上年底增长32.52%，主要系公司按持股比例享有权益法核算的长期股权投资增加7.44亿元，政府债务置换转增资本7.01亿元，购买少数股东权益导致资本公积增加1.45亿元，以及惠山区国资办将持有的无锡惠盛股权委托公司管理导致资本公积增加15.65亿元，同时由于少数股东减少资本和划出资产合计减少资本公积0.13亿元

综合影响所致。未分配利润19.68亿元，较上年底增长67.75%，系合并无锡惠盛及经营累积所致。其他综合收益6.12亿元，较上年底下降32.62%，系惠憬城发其他综合收益调整所致。少数股东权益15.11亿元，较上年底增长503.98%，系无锡惠盛纳入合并范围所致。

截至2020年3月底，公司所有者权益177.74亿元，较2019年底变化不大。整体看，考虑到公司资本公积规模大且其主要构成为土地使用权，所有者权益稳定性较好。

表6 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.25	4.88	6.25	3.53	6.25	3.52
资本公积	96.64	75.41	128.07	72.29	128.07	72.05
盈余公积	1.94	1.51	1.94	1.09	1.94	1.09
未分配利润	11.73	9.15	19.68	11.11	20.20	11.36
其它综合收益	9.08	7.09	6.12	3.45	6.12	3.44
归属于母公司权益	**125.65**	**98.05**	**162.06**	**91.47**	**162.58**	**91.47**
少数股东权益	**2.50**	**1.95**	**15.11**	**8.53**	**15.16**	**8.53**
所有者权益合计	**128.15**	**100.00**	**177.17**	**100.00**	**177.74**	**100.00**

资料来源：公司审计报告以及2020年一季度财务报表

跟踪期内，公司负债规模有所增长，有息债务以长期债务为主，公司整体债务负担较重。

截至2019年底，公司负债总额253.78亿元，较上年底增长5.36%，公司负债结构有所调整，流动负债占比有所提升。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.00	1.66	9.17	3.61	11.17	4.24
预收款项	0.01	0.00	9.93	3.91	11.82	4.49
其他应付款	86.25	35.81	62.83	24.76	74.68	28.36
一年内到期的非流动负债	8.69	3.61	30.55	12.04	21.06	8.00
流动负债	**109.77**	**45.57**	**129.62**	**51.08**	**134.14**	**50.95**
长期借款	58.99	24.49	44.93	17.70	36.77	13.97
应付债券	60.80	25.24	79.01	31.13	92.17	35.01
其他非流动负债	11.31	4.70	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	**131.10**	**54.43**	**124.16**	**48.92**	**129.16**	**49.05**
负债总额	**240.87**	**100.00**	**253.78**	**100.00**	**263.30**	**100.00**

资料来源：公司审计报告以及2020年一季度财务报表

截至2019年底，公司流动负债129.62亿元，较上年底增长18.08%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。其中短期借款9.17亿元，较上年底增长129.25%，包括保证借款7.17亿元和质押借款2.00亿元；应付票据7.40亿元，较上年底增长537.93%，构成主要为银行承兑汇票；预收款项9.93亿元，较上年底大幅增长，系预收代建工程款；其他应付款62.83亿元，较上年底下降27.16%，系应付往来款减少所致；一年内到期的非流动负债30.55亿元，包含14.75亿元一年内到期的长期借款和15.80亿元一年内到期的应付债券；其他流动负债较上年底减少5.00亿元，系公司发行的“18惠山经发SCP003”到期偿还所致。

截至2019年底，公司非流动负债124.16

亿元，较上年底下降 5.29%，主要系长期借款下降所致。截至 2019 年底，长期借款 44.93 亿元，较上年底下降 23.84%，其中包含保证借款 21.36 亿元、抵押借款 0.60 亿元和组合担保贷款 22.97 亿元；应付债券 79.01 亿元，较上年底增长 29.95%，系公司发行了“19 惠控 01”8.00 亿元、“19 惠控 02”8.00 亿元以及合并无锡惠盛增加公司债券所致；其他非流动负债较上年底减少 11.31 亿元，全部系原政府债务置换债资金转增资本及调整未分配利润[1]所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 263.30 亿元，较 2019 年底增长 3.75%，非流动负债占比略有提升。其中，其他应付款 74.68 亿元，较 2019 年底增长 18.86%，主要系应付往来款增长所致；一年内到期的非流动负债 21.06 亿元，较 2019 年底下降 31.06%；长期借款 36.77 亿元，较 2019 年底下降 18.16%；应付债券 92.17 亿元，较上年底增长 16.66%，系发行“20 惠控 01”和“20 惠控 02”等所致。

截至 2019 年底，若将其他流动负债中的超短期融资券调整至短期债务核算，公司调整后全部债务 171.06 亿元，较上年底增长 23.39%。其中，长期债务 123.94 亿元，调整后短期债务 47.12 亿元。截至 2019 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别降至 58.89%、41.16%和 49.12%。

截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务 169.80 亿元，上述三项指标分别为 59.70%、42.04%和 48.86%。总体看，公司债务规模较大，债务负担较重。2020 年 4－12 月及 2021－2023 年，公司本部计划偿还有息债务 24.14 亿元、32.68 亿元、12.96 亿元和 10.78 亿元，短期面临偿债高峰。

[1] 无锡惠盛于 2019 年 9 月以 1.25 亿元购买公司下属无锡市惠城供水经营有限公司（以下简称“惠城供水”）全部股权，属于非同一控制企业合并。在购买日前，惠城供水原 4.3 亿政府置换债转入资本公积，购买日合并报表将无锡惠盛购买成本小于惠城供水净资产部分计入营业外收入。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，期间费用控制能力大幅改善，但仍有提升空间。公司利润总额对投资收益、营业外收入以及政府补助依赖较大。

2019 年，公司实现营业收入 15.08 亿元，同比增长 38.80%；同期营业成本 12.81 亿元，同比增长 34.48%；营业税金及附加 0.89 亿元，较上年大幅增长，主要系土地增值税等增长所致；营业利润率由上年的 11.63%下降至 9.17%。

公司期间费用以财务费用为主，2019 年期间费用 4.34 亿元，同比下降 4.50%，主要系利息支出减少所致。2019 年公司期间费用率由上年的 41.84%下降至 28.79%，公司期间费用控制能力大幅改善，但仍有提升空间。

2019 年，公司投资收益 3.87 亿元，同比增长 118.95%，主要系处置长期股权投资产生的收益 2.98 亿元和权益法核算的长期股权投资收益 0.88 亿元。营业外收入 3.07 亿元，主要系非同一控制下合并产生的合并收益 2.94 亿元。2019 年，公司收到各类政府补助 2.41 亿元，计入其他收益。资产减值损失 0.64 亿元，同比大幅增长，系坏账损失。2019 年公司利润总额 5.56 亿元，公司利润对投资收益、营业外收入以及政府补助依赖程度较大。

从盈利指标看，2019 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 3.69%和 3.19%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 2.36 亿元，营业利润率 26.00%，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量净额规模大幅增长，由负转正，收现质量明显改善；公司筹资活动现金流持续净流出。

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。2019年，公司经营活动现金流入

115.69亿元，同比增长440.37%，主要系往来款大幅增长所致；同期，公司经营活动现金流出以往来款支出63.70亿元为主，合计68.70亿元，同比增长137.86%，主要系往来款支出大幅增长所致。2019年公司经营活动现金流量净额46.99亿元，由负转正。公司现金收入比由上年的9.31%上升至247.74%，收入实现质量明显改善。

2019年，公司投资活动现金流入16.44亿元，同比增长43.56%。其中，收回投资收到的现金2.76亿元，系收回长期股权投资所致，处置子公司及其他单位收到的现金净额6.68亿元，系处置二级子公司无锡惠远建设发展有限公司股权所致，收到其他与投资活动有关的现金7.19亿元，系合并无锡惠盛账面货币资金所致；投资活动现金流出11.45亿元，主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金1.36亿元和投资支付的现金9.70亿元（主要是股权投资款）。

2019年，公司筹资活动现金流入89.84亿元，同比增长12.31%，主要系借款、发行债券、收回保证金和质押定期存款；公司筹资活动现金流出109.32亿元主要是偿还有息债务本息支付的现金和支付其他筹资活动有关的现金11.47亿元（票据保证金）。2019年公司筹资活动现金流量净流出19.48亿元。

2020年1－3月，公司经营活动现金流净流入4.46亿元；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-2.46亿元，主要系偿还债务本息较多所致。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，考虑到股东对公司的支持力度较大，公司实际偿债风险很低。

2019年底，公司流动比率和速动比率分别为206.40%和163.89%，分别较上年底下降7.03和21.99个百分点。2020年3月底，上述指标分别为203.98%和162.54%。2019年，公司经营活动现金流量净额46.99亿元，经营现金流动负债比为36.25%，较上年大幅增长，保障能力明显改善。截至2019年底，公司调整后短期债务47.12亿元，剔除受限后的现金类资产61.18亿元是调整后短期债务的1.30倍，保障能力尚可。公司短期偿债能力较强。

2019年，公司EBITDA为12.97亿元，较上年增长4.52%。2019年公司调整后全部债务/EBITDA由上年的11.17倍增长至13.19倍，公司长期偿债能力一般。

截至2020年3月底，公司银行授信总额度为82.54亿元，已使用授信合计75.64亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 44.72 亿元，担保比率 25.24%。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，公司整体偿债风险很低。

6. 母公司财务概况

母公司资产和负债占合并口径比重较高，所有者权益占合并口径比重低，整体债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司资产总额 266.73 亿元，较上年底下降 0.50%，规模占合并口径的比重为 61.89%，主要系应收账款、存货和长期股权投资下降所致。从构成看，流动资产占比 66.34%，其中，货币资金 30.60 亿元，其他应收款 132.46 亿元和存货 12.62 亿元。非流动资产占 33.66%，主要构成为长期股权投资 64.82 亿元，在建工程 13.10 亿元和无形资产 10.57 亿元。资产结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 260.19 亿元，较上年底下降 2.45%，主要系货币资金和其他应收款下降所致。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 68.11 亿元，较上年底增长 1.91%，规模占合并口径的比重为 38.45%，主要系资本公积增长所致。从构成看，实收资本占 9.18%、资本

公积占 50.05%、未分配利润占 29.10%和其他综合收益占 8.99%。截至 2020 年 3 月底，母公司所有者权益合计 66.34 亿元，较上年底下降 2.61%，主要系未分配利润下降所致。

截至 2019 年底，母公司负债合计 198.61 亿元，较上年底下降 1.31%，规模占合并口径的比重为 78.26%，主要系其他应付款下降所致。其中，流动负债占 57.67%、非流动负债占 42.33%，负债结构较上年底变化不大。全部债务合计 105.35 亿元，且主要为长期债务，全部债务资本化比率为 60.73%，债务负担较重。截至 2020 年 3 月底，母公司负债合计 193.85 亿元，较上年底下降 2.40%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款下降所致。

2019 年，母公司实现营业收入 10.76 亿元，占合并口径的比重为 71.38%，营业利润率为 9.98%，同比变化不大；同期，母公司实现利润总额 0.75 亿元，财务费用对利润侵蚀严重。2020 年 1－3 月，母公司未实现营业收入，实现利润总额 0.22 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券余额116.07亿元，现金类资产对一年内到期债券的覆盖程度好，经营性现金流入量对待偿还峰值的保障能力强。

截至2020年5月底，若投资者选择在“17惠山经发MTN001”存续期第3年末行使回售权，公司选择在“18惠山经发MTN001”存续期第3年末行使赎回权，公司一年内到期兑付债券余额21.80亿元。截至2019年底，公司剔除受限的现金类资产59.14亿元，相当于一年内到期兑付债券余额的2.71倍，保障能力好。

截至2020年5月底，公司存续债券余额共计116.07亿元，以自然年度看，若投资者选择在“17惠经01”“17华阔01”和“17华阔02”存续期的第4年末行使回售权，公司选择在“18惠山经发MTN001”存续期第3年末行使赎回权，公司将可能于2021年达到存续债券待偿本金峰值41.77亿元，2019年公司经营性现金流入量、经营性净现金流以及EBITDA分别为115.69亿元、46.99亿元和12.97亿元。其中，经营性现金流入量对待偿还峰值的保障能力强。

表8　截至2020年5月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

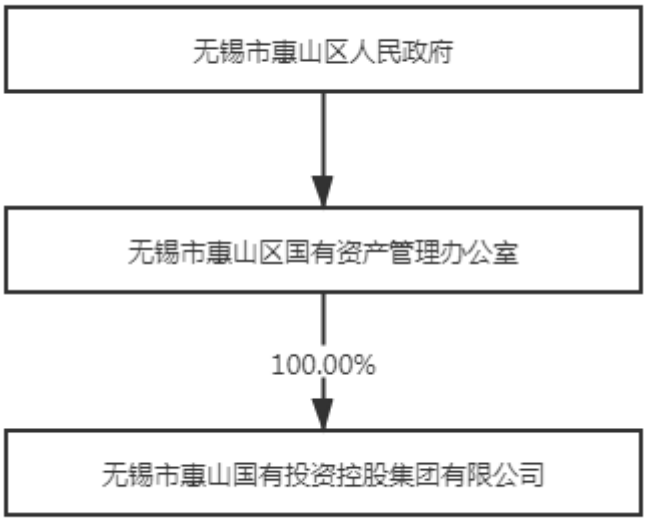
项 目	2020 年 5 月
一年内到期债券余额	21.80
未来待偿债券本金峰值	41.77
剔除受限后的现金类资产/一年内到期债券余额	2.71
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.77
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.12
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.31

资料来源：联合资信整理

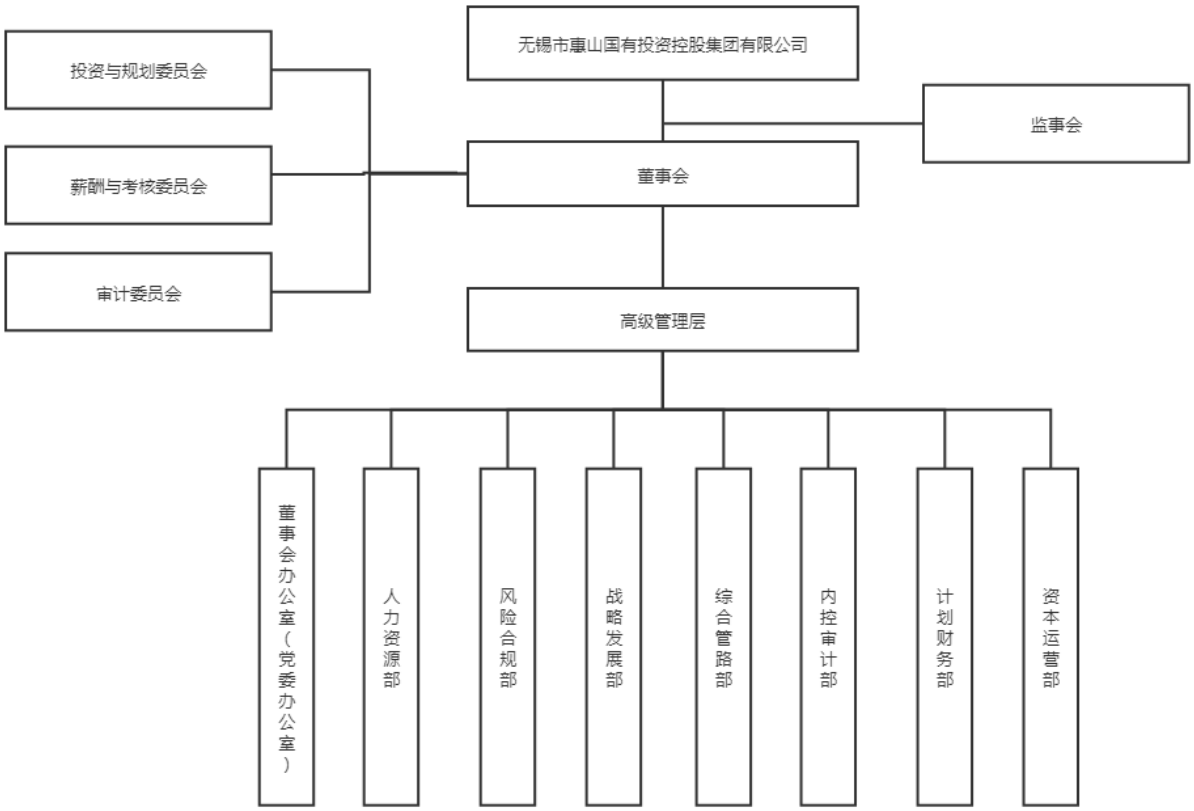
十、结论

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　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2020 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	无锡市惠山区政和大道 196 号	投资、资产管理	99.00	--	直接投资
无锡惠山金融服务集团有限公司	无锡市惠山区政和大道 196-301	安置房开发	100.00	--	直接投资
无锡金惠科技发展有限公司	无锡市惠山区政和大道 196 号	园区开发	100.00	--	直接投资
无锡惠山投资发展有限公司	无锡市惠山区政和大道 196 号	投资、资产管理	99.29	--	直接投资
无锡中城投资发展有限公司	无锡市惠山区政和大道 196 号	投资、资产管理	--	90.00	间接投资
无锡惠山新农村建设发展有限公司	惠山区永泰路 8-38 号（城铁惠山站区）	城建	--	100.00	间接投资
无锡惠丰电力实业有限公司	无锡市惠山区堰桥街道文惠路 1 号	电力成套设备的销售	--	99.29	间按投资
无锡市惠盛投资有限公司	无锡市惠山区文惠路 8 号（开发区）	投资、城建等	--	100.00	受托管理

资料来源：企业提供

附件 3　截至 2019 年底公司对外担保明细

被担保单位	担保余额（万元）
无锡惠新资产管理有限公司	81350.00
无锡古堰新里城镇发展有限公司	35000.00
无锡金穗农业发展有限公司	33400.00
无锡瑞丰生态农业有限公司	31000.00
无锡惠憬城市发展有限公司	25900.00
无锡堰裕新农村建设发展有限公司	24800.00
无锡惠金建设产业发展有限公司	24000.00
无锡金惠水利工程建设发展有限公司	23500.00
无锡惠阳旅游文化开发建设有限公司	23000.00
无锡青穗农业发展有限公司	22000.00
无锡天一新城建设有限公司	20370.00
无锡堰桥科技创业发展有限公司	15800.00
无锡吴韵投资有限公司	11500.00
无锡惠基产业发展有限公司	11250.00
无锡惠山新城环境发展有限公司	10800.00
无锡惠港物流产业有限公司	10500.00
无锡堰盛农业发展有限公司	10000.00
无锡前洲资产经营管理有限公司	9200.00
无锡市通江物流园区投资发展有限公司	9000.00
无锡广惠城镇化建设发展有限公司	8800.00
无锡宏杨农业有限公司	4000.00
无锡市前洲工业水厂	2000.00
合计	**447170.00**

资料来源：根据公司提供资料整理

附件 4　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.00	29.05	71.58	70.87
资产总额(亿元)	378.79	369.02	430.95	441.04
所有者权益(亿元)	129.33	128.15	177.17	177.74
短期债务(亿元)	31.73	13.85	47.12	40.86
调整后短期债务(亿元)	36.73	18.85	47.12	40.86
长期债务(亿元)	109.72	119.79	123.94	128.94
全部债务(亿元)	141.44	133.64	171.06	169.80
调整后全部债务(亿元)	146.44	138.64	171.06	169.80
营业收入(亿元)	10.16	10.87	15.08	2.36
利润总额(亿元)	1.79	3.75	5.56	0.54
EBITDA(亿元)	9.04	12.41	12.97	--
经营性净现金流(亿元)	12.00	-7.47	46.99	4.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.24	1.70	2.25	--
存货周转次数(次)	0.73	0.46	0.30	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.04	--
现金收入比(%)	159.57	9.31	247.74	108.13
营业利润率(%)	15.28	11.63	9.17	26.00
总资本收益率(%)	3.62	4.69	3.69	--
调整后总资本收益率(%)	3.55	4.61	3.69	--
净资产收益率(%)	2.07	2.92	3.19	--
长期债务资本化比率(%)	45.90	48.31	41.16	42.04
全部债务资本化比率(%)	52.24	51.05	49.12	48.86
调整后全部债务资本化比率(%)	53.10	51.97	49.12	48.86
资产负债率(%)	65.86	65.27	58.89	59.70
流动比率(%)	178.83	213.43	206.40	203.98
速动比率(%)	170.15	185.88	163.89	162.54
经营现金流动负债比(%)	9.31	-6.81	36.25	--
现金短期债务比(倍)	1.51	2.10	1.52	1.73
EBITDA 利息倍数(倍)	1.27	1.45	1.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.65	10.77	13.19	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	16.20	11.17	13.19	--

注：1、2020 年一季报财务数据未经审计；2、调整后短期债务=短期债务+其他流动资产中有息部分

附件 5　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.99	11.03	31.14	25.21
资产总额(亿元)	254.60	268.08	266.73	260.19
所有者权益(亿元)	62.84	66.84	68.11	66.34
短期债务(亿元)	15.95	13.30	21.28	12.78
长期债务(亿元)	68.10	84.19	84.07	88.25
全部债务(亿元)	84.05	97.49	105.35	101.03
营业收入(亿元)	0.00	10.30	10.76	0.00
利润总额(亿元)	3.00	4.01	0.75	0.22
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	12.09	-9.63	8.72	0.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.00	1.75	1.83	--
存货周转次数(次)	0.00	0.84	0.57	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	--	4.49	302.10	--
营业利润率(%)	--	9.77	9.98	--
总资本收益率(%)	2.53	2.44	0.43	--
净资产收益率(%)	5.90	6.00	1.11	--
长期债务资本化比率(%)	52.01	55.75	55.24	57.09
全部债务资本化比率(%)	57.22	59.33	60.73	60.36
资产负债率(%)	75.32	75.07	74.46	74.50
流动比率(%)	131.59	145.20	154.48	160.74
速动比率(%)	130.54	127.55	143.47	148.78
经营现金流动负债比(%)	9.78	-8.23	7.62	--
现金短期债务比(倍)	1.06	0.83	1.46	1.97
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：2020 年一季报财务数据未经审计

附件 6　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-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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 7-1　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 7-2　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。

附件 7-3　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