

信用等级公告

联合[2018] 3178 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长期信用状况及拟发行的无锡市惠山经济发展总公司 2019 年度第一期中期票据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 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十二月五日



无锡市惠山经济发展总公司

2019 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⁺
本评级展望: 稳定
期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行金额: 11.00 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次偿还本金

募集资金用途: 偿还有息负债

评级时间: 2018 年 12 月 5 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
现金类资产(亿元)	40.75	56.12	48.00	41.59
资产总额(亿元)	326.66	349.79	378.79	374.78
所有者权益(亿元)	121.16	118.87	129.33	133.74
短期债务(亿元)	20.81	17.09	31.73	27.79
长期债务(亿元)	109.58	116.55	109.72	106.63
全部债务(亿元)	130.39	133.64	141.44	134.42
营业收入(亿元)	8.85	8.04	10.16	6.06
利润总额(亿元)	1.10	2.15	1.79	0.40
EBITDA(亿元)	9.55	9.33	9.04	--
经营性净现金流(亿元)	-4.97	8.81	12.00	1.16
应收类款项/资产总额(%)	36.94	39.68	42.30	37.41
营业利润率(%)	14.54	19.38	15.28	18.26
净资产收益率(%)	0.68	1.06	2.07	--
资产负债率(%)	62.91	66.02	65.86	64.32
全部债务资本化比率(%)	51.83	52.92	52.24	50.13
流动比率(%)	219.70	214.57	178.83	183.89
经营现金流流动负债比(%)	-6.00	8.69	9.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.66	14.33	15.65	--

注: 2018 年 1-9 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

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投资建设主体。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无锡市及惠山区经济持续发展,公司外部发展环境良好,公司在惠山区具有很强的业务专营性;公司在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面持续获得外部支持;公司资产总额波动增长,收入回款质量良好。联合资信同时也关注到,公司主营业务持续性差、其他应收款对资金形成很大占用以及债务负担较重等因素对公司的信用水平带来不利影响。

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

- 近年来,无锡市及惠山区经济持续发展,公司外部经营环境良好。公司为无锡市惠山区唯一的区级城市基础设施投资建设主体。
- 近年来,公司营业收入规模较大,回款质量良好。
- 近年来,公司在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面得到有力的外部支持。

关注

- 公司其他应收款规模很大,对公司资金形成很大占用。其中对外借款期限较长,且未计提坏账准备,可能面临一定的坏账风险。
- 公司原有的代建工程业务缺乏持续性,预计未来工程代建业务将有所下降;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。
- 公司未来业务结构可能发生较大变化,土地

出让收入以及雪丰钢铁项目的资产处置收入实现、回款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发展及收入实现情况。

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

2019 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 日由原无锡县出资成立,初始注册资本 518 万元,后经多次增资以及股权变更,截至 2018 年 9 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人民政府。

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 2018 年 9 月底,公司合并范围内共有 8 家子公司。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。

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 9 月底,公司合并资产总额 374.78 亿元,所有者权益合计 133.74 亿元(包含少数股东权益 2.89 亿元);2018 年 1~9 月,公司实现营业收入 6.06 亿元,利润总额 0.40 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

公司于 2017 年注册总额度为 20 亿元的中期票据,并分别于 2017 年以及 2018 年发行了金额为 2.00 亿元以及 7.00 亿元的中期票据“17 惠山经发 MTN001”和“18 惠山经发 MTN002”。

2019 年,公司计划发行金额为 11.00 亿元的 2019 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),期限为 5 年,按年付息,到期一次偿还本金。募集资金将用于偿还有息负债。

三、宏观经济和政策环境

2017 年,在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下,我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,协调经济增长与风险防范,同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境,2017 年我国经济运行总体稳中向好,国内生产总值(GDP) 82.8 万亿元,同比实际增长 6.9%,经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看,农业生产形势较好,工业生产稳步增长,服务业保持快速增长态势,第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升,产业结构持续改善。从三大需求来看,固定资产投资增速有所放缓,居民消费维持较快增长态势,进出口大幅改善。全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,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)涨幅较大,制造业采购经理人指数(制造业 PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业 PMI)均保持扩张,就业形势良好。

2018 年上半年,我国继续实施积极的财政政策,通过减税降费引导经济结构优化转型,继续发挥地方政府稳增长作用,在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月,我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元,收入同比增幅

(10.6%) 高于支出同比增幅 (7.8%); 财政赤字 7261.0 亿元, 较上年同期 (9177.4 亿元) 有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境, 市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下, 2018 年 1-6 月, 我国 GDP 同比实际增长 6.8%, 其中西部地区经济增速较快, 中部和东部地区经济整体保持稳定增长, 东北地区仍面临一定的经济转型压力; CPI 温和上涨, PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势; 就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月, 三大产业保持较好增长态势, 农业生产基本稳定; 工业生产增速与上年全年水平持平, 但较上年同期有所回落, 工业企业利润保持较快增长; 服务业保持较快增长, 仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快, 但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓, 导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月, 全国固定资产投资 (不含农户) 29.7 万亿元, 同比增长 6.0%, 增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施, 民间投资同比增速 (8.4%) 仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款 (PSL) 大幅增长推升棚改贷规模等因素影响, 房地产投资保持较快增速 (9.7%), 但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧, 导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落; 由于金融监管加强, 城投公司融资受限, 加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限, 基础设施建设投资同比增速 (7.3%) 明显放缓; 受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动, 制造业投资同比增速 (6.8%) 继续加快。

居民消费增速小幅回落, 但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月, 全国社会消费品零售总额

18.0 万亿元, 同比增速 (9.4%) 出现小幅回落, 但仍保持较快增长。具体来看, 汽车消费同比增速 (2.7%) 和建筑及装潢材料消费同比增速 (8.1%) 明显放缓; 化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费, 以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长; 此外, 网上零售保持快速增长, 全国网上商品和服务零售额同比增速 (30.1%) 有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级, 消费结构不断优化, 新业态和新商业模式发展较快, 消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月, 我国货物进出口总值 14.1 万亿元, 同比增幅 (7.9%) 有所回落, 主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面, 机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大, 服装与衣着附件类出口额出现负增长; 进口方面, 仍以能源、原材料产品为主, 受价格涨幅较大影响, 原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长。

2018 年下半年, 国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性, 这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下, 我国将继续实施积极的财政政策, 货币政策保持稳健中性、松紧适度, 同时深入推进供给侧结构性改革, 继续加大对外开放力度, 促进经济高质量发展。从三大需求来看, 投资或呈稳中趋缓态势, 主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险, 且在房地产行业宏观调控持续影响下, 房地产投资增速或将继续放缓。但是, 受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用, 基础设施建设投资增速有望回升。居民消费 (尤其是升级类消费) 有望维持较快增长, 主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费

潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

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 1 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。

资料来源：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投资建设主体。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。

近年来，无锡市经济持续增长，经济体量较大；惠山区经济持续增长，第二产业占比较大。总体看，公司外部发展环境良好。

无锡市

2015~2017年，无锡市分别完成地区生产总值8518.26亿元、9201.02亿元和10511.80亿元，2017年首次超过10000亿元。2017年，无锡市三次产业结构由2016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

2015~2017年，无锡市惠山区分别实现地区生产总值669.16亿元、722.40亿元和830.53亿元。2017年，按常住人口计算，惠山区人均生产总值达11.69万元。2017年，惠山区三次产业比例由2016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. 股权概况

截至2018年9月底，公司注册资本及实收资本为6.25亿元。公司出资人为惠山区国资办，实际控制人为惠山区人民政府。

2. 企业规模

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，在惠山区有很强的业务专营性。另外，公司参与雪丰钢铁厂资产处置，未来待出让土地面积较大，预计可确认较大规模收入。

3. 人员素质

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公司日常经营管理需要。

目前公司本部高级管理人员共3人，其中总经理1人、副总经理2人。

公司法定代表人、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。

公司副总经理许云东先生，41岁，本科学历，曾任洛社镇农办副主任，2015年11月起任公司副总经理。

截至2018年9月底，公司本部在职人员29人；按学历划分，本科及以上学历员工26人，大专学历员工3人；按年龄划分，30岁以下员工8人，30~50岁员工20人，50岁以上员工1人。

4. 外部支持

近年来，惠山区综合财力持续增长；财政自给能力强。公司在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面得到有力支持。

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，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。

表 2 2015~2017 年惠山区政府综合财力

(单位: 亿元、%)

科目	2015 年	2016 年	2017 年
1. 一般预算收入	76.79	81.41	85.49
其中: 税收收入	61.83	66.79	71.34
2. 政府性基金收入	8.10	17.00	50.54
3. 上级补助收入	13.77	14.40	13.44
综合财力	98.66	112.41	149.47
一般预算支出	71.03	77.13	82.80
财政自给率	108.11	105.55	103.25

资料来源: 无锡市惠山区财政局提供、联合资信整理
注: 财政自给率=一般预算收入/一般预算支出*100%

近年来, 惠山区政府综合财力持续增长。其中一般预算收入持续增长, 税收收入占比较大, 一般预算收入稳定性强; 以土地出让收入为主的政府性基金收入持续快速增长, 对区域财力增长贡献较大; 惠山区政府财政自给能力强。

近年来, 公司在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面得到较大的支持。

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。

2015~2017年, 公司分别收到政府补助1.63亿元、0.14亿元以及1.04亿元。2018年1~9月, 公司获得政府补助0.74亿元。

截至2018年9月底, 公司累计获得惠山区政府转拨的政府债务置换资金11.31亿元, 上述政府债务到期时由惠山区财政进行偿还。

5. 企业信用记录

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11月27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。

截至本报告出具之日, 公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司系全民所有制企业, 实行总经理负责制。

公司是无锡市惠山区国资办下属的全资子公司, 系全民所有制企业。公司决策机构为总经理办公会议, 成员包括: 总经理以及副总经理。公司实行总经理负责制, 总经理为企业法定代表人, 由惠山区国资办任命。总经理预考职工群众履行企业的各项义务, 支持职工代表大会、工会及其他群众组织的工作。

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。

2. 管理水平

公司依据总经理负责制建立了内部管理体系, 能够满足公司目前管理活动需要。但公司管理制度仍待进一步完善。

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。公司在工程管理、招标投标管理、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、法规和相关规定建立现代财务会计制度, 实行统一的财务管理办法。公司财务管理部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, 公司设立项目管理部,

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，公司项目管理部下属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。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入波动增长，以代建工程收入为主；公司综合毛利率处于较高水平。

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。近年来，公司营业收入主要来自于代建工程收入，其他业务收入主要由租金收入以及少量房产销售收入构成。2015~2017 年，公司营业收入波动增长，2017 年合计 10.16 亿元，同比增长 26.47%。毛利率方面，近年来，公司代建工程业务毛利率相对平稳，其他业务主要由租金收入以及房产销售收入构成，毛利率较高。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 6.06 亿元，其中 5.69 亿元为公司预提的雪丰钢铁厂项目资产处置收入，收入类型尚不明确，暂计入代建工程收入；其余收入主要为公司新经济创业中心一期项目产生的房产出售收入及出租收入。

表3 2015年~2018年9月公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 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	8.76	17.46	7.88	18.72	10.00	15.30	5.69	16.34
其他业务收入	0.09	80.49	0.16	72.66	0.16	64.25	0.37	52.04
合计	8.85	17.90	8.04	19.78	10.16	15.91	6.06	18.55

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

近年来，公司工程代建业务收入波动增长，毛利率相对平稳，收入回款质量好。工程代建业务在建拟建项目总额较小，未来业务缺乏持续性。

近年来，根据公司与惠山区政府签订的委托代建合同，惠山区政府每年以公司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，并于工程通过交工验收合格后次日开始支付工程价款。近年来，公司累计完工并收

到政府结算资金的项目包括“新洲花园项目”“劳保中心搬迁项目”“创业中心三期项目”以及“行政审批中心搬迁项目”等。

表4 2015~2017年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
2015 年		
新洲花园工程	85000.00	74000.00
劳保中心搬迁工程	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	87627.11	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		
新洲花园	100000.00	104000.00
合计	100000.00	104000.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

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工，并已完成资金结算。截至2018年9月底，公司在建及拟建的基础设施项目仍系公司受惠山区政府委托进行，但尚未与政府签订协议，尚未收到回款。在建及拟建项目总投资额仅3.22亿元，已投资0.58亿元，计入“在建工程”，主要包括医院、学校、政府机构办公楼、以及市民广场等类公益性项目。

总体看，公司工程代建板块在建拟建项目总量较小，业务持续性差；且公司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。

公司其他业务收入主要由房产出租及出售收入构成。近期，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方式由出售改为出租。

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收入以及少量房产销售收入。2015~2017年以及2018年1~9月，公司出租收入分别为0.09亿元、0.15亿元、0.14亿元和0.14亿元。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8.97亿元，计入“存货”科目。2018年1~9月，该项目确认房产出售收入0.23亿元、售房业务毛利率34.12%。

由于近年来，当地商业房地产销售市场较

为低迷，该项目出售进度缓慢，公司将主要运营方式改为租售并举。

公司对惠山区部分重点项目进行投资，相关融资已完成政府债务置换。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，部分资金逾期且本息收回时间尚不明确。近年来，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。

第一，公司针对惠山区“双置换安置房项目”等重点项目进行融资、并将融入资金投资于项目建设，上述项目均已完工，资金本息合计10.55亿元。公司针对上述重点项目进行的融资已被列入政府债务，截至2017年底，公司已收到政府债务置换资金，并已清偿相关外部融资。

第二，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，每年未收到的利息累积计入“其他应收款”。2016及2017年底，公司借出资金产生的本息余额分别为53.82亿元和43.91亿元，2017年内公司收回多家单位的借款本息。截至2018年9月底，借出资金本金为30.98亿元，累计应收利息15.87亿元。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。上述借出资金持续期限较长，逾期利息规模较大，面临一定的坏账风险。

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。2015~2017年，公司分别确认利息收入5.86亿元、6.41亿元和5.27亿元。

3. 未来发展

公司未来业务结构可能发生较大变化，土地出让收入以及雪丰钢铁厂项目资产出让收入的实现、回款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进展及收

入实现情况。

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。未来公司业务结构可能发生较大变化，营业收入将以土地出让收入以及资产处置收入为主。

第一，公司账面土地类资产规模较大(2018年9月底无形资产合计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年第四季度，公司计划出让约139亩土地，公司尚未完成出让；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。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。

第二，2017年，公司参与无锡市雪丰钢铁厂的去产能项目，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9月底调整至“存货”。

截至目前，公司正在计划处置上述各类资产。上述土地均为出让地，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70亿元的出让收入。2018年1~9月，公司确认雪丰钢铁厂资产处置收入5.69亿元，出让资产类型尚不明确，尚未收到回款，公司将其暂计入代建工程收入。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

1. 财务概况

公司提供了2015~2017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了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年1~9月财务报表未经审计。

合并范围方面，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年初至2018年9月底，公司合并范围未发生重大变化。截至2018年9月底，公司纳入合并财务报表范围的子公司共计8家。公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额波动增长，以流动资产为主。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。公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

2015~2017年，公司资产总额持续增长，年均复合增长7.68%。截至2017年底，公司资产总额378.79亿元，同比增长8.29%，流动资产占比由2016年底的62.24%降至60.84%。2018年9月底，公司资产总额374.78亿元，较2017年底减少1.06%，资产结构整体变动不大。

表5 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2015年		2016年		2017年		2018年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	40.75	12.47	54.96	15.71	46.61	12.30	41.59	12.06
应收账款	15.71	4.81	6.18	1.77	0.34	0.09	6.14	1.64

其他应收款	104.96	32.13	132.60	37.91	159.89	42.21	134.08	35.78
存货	11.17	3.42	12.12	3.46	11.19	2.95	34.97	9.33
流动资产	181.97	55.71	217.70	62.24	230.46	60.84	226.18	60.35
长期股权投资	61.08	18.70	47.37	13.54	54.49	14.39	54.22	14.47
投资性房地产	0.41	0.13	0.40	0.11	8.50	2.24	8.50	2.27
在建工程	10.02	3.07	12.01	3.43	13.05	3.45	13.60	3.63
无形资产	65.99	20.20	65.07	18.60	65.03	17.17	65.03	17.35
非流动资产	144.68	44.29	132.09	37.76	148.33	39.16	148.61	39.65
资产总额	326.66	100.00	349.79	100.0	378.79	100.0	374.78	100.00

资料来源：公司审计报告以及 2018 年 1~9 月财务报表，联合资信整理

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 12.54%。2017 年底，公司流动资产合计 230.46 亿元，同比增长 5.86%，主要系其他应收款的增长。

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，2017 年底合计 46.61 亿元。其中受限资金合计 16.76 亿元，受限比例 35.95%，处于较高水平。

2015~2017 年，公司应收账款快速减少，年均复合减少 85.27%。2017 年底，公司应收账款 0.34 亿元，全部为公司对政府及相关单位的应收账款；同比大幅减少 5.84 亿元，系公司收到惠山区财政局回款，冲减应收账款。

2015~2017 年，公司预付款项均为 9.39 亿元，系子公司无锡惠远建设发展有限公司对外支出的工程垫付款，对应工程长时间处于已完工未结转状态，垫付款项对公司资金形成一定占用。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 23.43%。2017 年底合计 159.89 亿元，同比增长 20.58%。公司其他应收款规模大，主要由 5 部分构成，公司对惠山区各单位的有息借款本息 44.89 亿元、雪丰钢铁厂项目支出资金 28.80 亿元、公司应收政府及相关单位的往来款 74.81 亿元、按账龄计提坏账准备的其他应收款 4.30 亿元以及保证金及备用金 1.71 亿元。其中，公司对外借款期限较长，且未计提坏账准备，未充分反应对外借款可能面临的坏账风险；公司对政府及相关单位的往来

款中，前五名合计 61.68 亿元，较为集中，其中三家企业均为惠山区国资办所属的国有资产投资运营类平台，目前经营正常；另有单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款 0.96 亿元，计提比例 100%。总体看，公司其他应收款规模大，对资金形成很大占用，存在一定的潜在坏账风险。

表 6 公司对政府单位前五大往来款（单位：亿元）

单位	账面价值
无锡惠创投资发展有限公司	28.39
无锡惠源投资发展有限公司	19.34
惠山区国资办	5.51
无锡惠山区财政局	4.40
无锡市惠厦贸易有限公司	4.04
合计	61.68

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司存货存在一定波动，2017 年底合计 11.19 亿元，同比减少 7.71%。公司存货主要包括新经济产业园一期的项目成本以及少量的土地开发成本、基础设施建设项目已完工未结算的成本等。

2015~2017 年，公司非流动资产波动增长，2017 年底合计 148.33 亿元，同比增长 12.29%，主要系长期股权投资以及投资性房地产的增长。

2015~2017 年，公司长期股权投资波动减

少，年均复合减少 5.55%。2017 年底，公司长期股权投资合计 54.49 亿元，同比增加 7.12 亿元，主要系被投资公司无锡新洛新市镇发展有限公司（公司间接持股 75.19%，但不具有实际控制权）和无锡惠憬城市发展有限公司（公司持股 45.56%，不具有实际控制权）的资产重新评估产生的净资产增值。公司进行投资的企业均为当地平台公司及国有企业，经营正常。

2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长；2017 年底合计 8.50 亿元，同比增加 8.11 亿元，主要系公司外购 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。

2015~2017 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 14.12%，2017 年底合计 13.05 亿元，同比增长 8.66%。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等。

2015~2017 年，公司无形资产波动较小，2017 年底合计 65.03 亿元，全部为土地使用权。其中，出让土地账面价值合计 1.08 亿元，其余均为划拨地。公司计划未来几年依据市场条件陆续出让名下土地；土地性质为划拨地的，公司将补缴土地出让金后对土地进行挂牌出让。联合资信将持续关注公司土地类资产变现情

况。

2018 年 9 月底，公司资产中应收账款快速增长，系公司预提收入未收到回款；雪丰钢铁厂项目形成的资产包由“其他应收款”转入“存货”；其余科目变化不大。

受限资产方面，2017 年底，公司受限资产账面价值合计 18.56 亿元，包括货币资金 16.76 亿元以及无形资产（土地使用权）1.79 亿元，资产受限比例 4.90%。2018 年 9 月底，公司受限资产账面价值 16.80 亿元，包括货币资金 10.70 亿元以及无形资产（土地使用权）6.10 亿元，资产受限比例 4.48%。

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益波动增长。其中实收资本及资本公积占比大，但资本公积中划拨地占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

2015~2017 年，公司所有者权益波动增长，主要系资本公积以及未分配利润的增长。从构成上来看，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、其他综合收益以及未分配利润构成。2018 年 9 月底，公司所有者权益有所增长，主要系公司发行永续中票计入其他权益核算、公司未分配利润有所增长。

表 7 近年来公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.25	5.16	6.25	5.26	6.25	4.83	6.25	4.67
资本公积	106.62	88.00	93.74	78.86	101.36	78.37	101.36	75.79
其他综合收益	--	--	9.08	7.64	9.08	7.02	9.08	6.79
盈余公积	1.73	1.43	1.94	1.63	1.94	1.50	1.94	1.45
其他权益工具	--	--	--	--	--	--	4.00	2.99
未分配利润	3.77	3.11	4.97	4.18	7.82	6.04	8.22	6.15
归属母公司权益合计	118.37	97.70	115.98	97.57	126.45	97.77	130.85	97.84
少数股东权益	2.79	2.30	2.89	2.43	2.89	2.23	2.89	2.16
所有者权益	121.16	100.00	118.87	100.00	129.33	100.00	133.74	100.00

资料来源：公司审计报告以及 2018 年 1~9 月财务报表

2015~2017 年，公司实收资本均为 6.25 亿元。2015~2017 年，公司资本公积波动减少；2016 年同比减少 12.88 亿元主要系长期股权投资调整核算，部分调整至其他综合收益；2017 年同比增加 7.62 亿元，主要系公司对对外投资企业资产重新评估产生的净资产增值。2017 年底，公司资本公积中土地使用权占比较大，主要为对应“无形资产”中的大规模划拨地（占比超过 95%）以及少量出让地，易受当地土地出让市场波动影响，公司资本公积稳定性一般。2015~2017 年，公司未分配利润持续增长，占比不大。

2018 年 9 月底，公司所有者权益增至 133.74 亿元，主要系公司于 2018 年 4 月 27 日发行的永续中票“18 惠山经发 MTN001”，金额为 4.00 亿元，计入“其他权益工具”、未分配

利润有所增长，其余科目较 2017 年底无变化。

总体看，近年来公司所有者权益中，实收资本及资本公积占比较大，但资本公积中划拨地占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

近年来，公司负债规模波动增长，流动负债占比有所上升。公司当前债务负担较重，但随着土地出让以及资产处置产生回笼资金，预计未来债务负担将有所减轻。

2015~2017 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 10.18%。2017 年底，公司负债合计 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的快速增长。2017 年底，公司流动负债占比由 2016 年底的 43.94% 增至 51.66%。2018 年 9 月底，公司负责总额 241.05 亿元，较 2017 年底有所减少。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.43	1.67	4.28	1.85	2.58	1.03	3.05	1.27
应付票据	10.88	5.29	8.70	3.77	2.10	0.84	0.06	0.02
其他应付款	60.62	29.50	81.10	35.12	86.91	34.84	87.73	36.39
一年内到期的非流动负债	6.50	3.16	4.11	1.78	27.05	10.84	24.68	10.24
其他流动负债	--	--	--	--	5.00	2.00	5.00	2.07
流动负债	82.83	40.31	101.46	43.94	128.87	51.66	123.00	51.03
长期借款	85.58	41.64	90.55	39.21	70.92	28.43	59.83	24.82
应付债券	24.00	11.68	26.00	11.26	38.80	15.55	46.80	19.42
其他非流动负债	8.73	4.25	11.31	4.90	10.87	4.36	10.42	4.32
非流动负债	122.67	59.69	129.46	56.06	120.58	48.34	118.05	48.97
负债总额	205.50	100.00	230.92	100.0	249.46	100.0	241.05	100.00

资料来源：公司审计报告以及 2018 年 1~9 月财务报表

2015~2017 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 24.74%。2017 年底，公司流动负债 128.87 亿元，同比增长 27.02%。

2015~2017 年，公司短期借款波动减少，

年均复合下降 13.21%。2017 年底，公司短期借款 2.58 亿元，同比减少 39.72%。

2015~2017 年，公司应付票据快速减少，年均复合减少 56.12%。2017 年底，公司应付票

据 2.10 亿元，同比减少 6.61 亿元。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 20.03%。2017 年底，其他应付款 86.91 亿元，同比增加 5.80 亿元，主要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。按账龄区分，截至 2017 年底公司账龄在 1 年以内的其他应付款合计 52.97 亿元，其余账龄分布在 1~3 年以及 3 年以上。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动中快速增长；2017 年底合计 27.05 亿元，同比增加 22.94 亿元。其中一年内到期的应付债券 9.20 亿元、一年内到期的长期借款等合计 17.85 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 5.00 亿元，系公司于 2017 年 11 月 16 日发行的超短期融资券“17 惠山经发 SCP002”，公司已于 2018 年 8 月 13 日到期一次还本付息。

2015~2017 年，公司非流动负债波动减少，2017 年底合计 120.58 亿元，同比减少 6.86%。

2015~2017 年，公司长期借款波动减少，2017 年底合计 70.92 亿元，同比减少 19.63 亿元，主要由保证借款 51.88 亿元、质押借款 15.83 亿元以及组合担保借款 3.20 亿元构成。

2015~2017 年，公司应付债券持续快速增长，年均复合增长 27.15%。2017 年底，公司应付债券 38.80 亿元，同比增加 12.80 亿元。

2015~2017 年，公司其他非流动负债波动增长，年均复合增长 11.56%；2017 年底合计 10.87 亿元，同比减少 3.90%。公司其他非流动负债全部为政府债务置换产生的负债。截至 2017 年底，公司累计已完成政府债务置换 11.31 亿元。政府债务到期时由政府负责偿还，公司不进行资金支出；仅对账面上的“在建工程-双置换安置房项目”等资产科目以及“其他非流动负债-政府债置换”负债科目进行冲减。

2018 年 9 月底，公司负债总额 241.05 亿元，较 2017 年底减少 3.37%。2018 年 9 月底，公司流动负债中短期借款有所增长，应付票据、一

年内到期的非流动负债有所减少；公司非流动负债中长期借款大幅减少、应付债券有所增长；其余负债科目变动较小。

2015~2017 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 4.15%，2017 年底合计 141.44 亿元，同比增长 5.84%。其中短期债务 31.73 亿元，同比增长 85.64%；长期债务 109.72 亿元，同比减少 5.86%。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。将计入“其他权益工具”中的 2018 年永续债券 4.00 亿元调整至长期债务后，2018 年 9 月底，公司调整后长期债务以及调整后全部债务分别为 110.63 亿元和 138.42 亿元。

从债务指标情况来看，2015~2017 年，随着公司所有者权益的波动增长以及债务规模的持续增长，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动增长；公司长期债务规模存在一定波动，长期债务资本化比率波动下降。2018 年 9 月底，公司调整后资产负债率较 2017 年底有所上升，调整后全部债务资本化比率均较 2017 年底有所下降。总体看，公司当前债务规模较大，债务负担较重；但公司主营业务待投资规模不大，且公司计划进行土地出让及资产处置，预计可回笼一定规模的资金，公司未来债务规模预计适度减少，债务负担将有所减轻。

表 9 近年公司有息债务指标情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
短期债务	20.81	17.09	31.73	27.79
长期债务	109.58	116.55	109.72	106.63
全部债务	130.39	133.64	141.44	134.42
调整后全部债务	130.39	133.64	146.44	138.42
资产负债率	62.91	66.02	65.86	64.32
调整后资产负债率	62.91	66.02	65.86	66.09
长期债务资本化比率	47.49	49.51	45.90	44.36

全部债务资本化比率	51.83	52.92	52.24	50.13
调整后全部债务资本化比率	51.83	52.92	53.10	50.86

资料来源：公司审计报告以及2018年1~9月财务报表

有息债务期限分布方面，截至2018年9月底，公司短期债务合计27.79亿元，且公司2019年10~12月需偿还的有息债务合计8.60亿元，公司2018年9月底至2019年底需偿还的有息债务合计36.39亿元，公司面临一定的短期债务偿付压力。公司长期债务偿还高峰期分布在2020~2022年，公司将面临一定集中偿付压力。总体看，公司未来将面临一定的债务集中偿付压力。

表10 公司长期借款及应付债券期限分布情况

(单位：亿元)

科目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
长期借款	8.60	16.60	10.99	9.90	13.74
应付债券	--	12.80	19.00	15.00	--
合计	8.60	29.40	29.99	24.90	13.74

资料来源：公司审计报告以及2018年1~9月财务报表，公司提供，联合资信整理。

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模波动增长。公司期间费用控制能力弱，因资产重新评估产生的投资收益以及政府补助对利润总额形成很强支撑。公司总资产收益率以及净资产收益率较低。总体看，公司盈利能力一般。

2015~2017年，公司营业收入波动增长，均主要由代建收入构成，综合毛利率分别为17.90%、19.78%和15.91%，处于较高水平。

2015~2017年，公司期间费用波动减少，以财务费用为主，2015~2017年，公司分别确认利息收入5.86亿元、6.41亿元和5.27亿元，对利息支出进行冲减。2015~2017年，公司期间费用率分别为33.62%、16.51%和22.39%。整体看，公司期间费用率处于较高水平，对利

润形成一定侵蚀，公司期间费用控制能力弱。

2015~2017年，公司投资收益波动增长，2016及2017年规模较大主要系被投资公司的资产重新评估产生的净资产增值。2015~2017年，公司分别收到各类政府补助1.63亿元、0.14亿元以及1.04亿元，存在一定波动，2015~2016年计入“营业外收入”、2017年计入“其他收益”。2015~2017年，公司利润总额波动增长，因资产重新评估产生的投资收益以及政府补助对利润总额形成很强支撑。

2017年，公司所得税费用为-0.88亿元，主要系当年转回递延所得税负债1.65亿元，使当年所得税费用为负。

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率波动增长，2016年营业利润率较高主要系当年工程代建业务利润水平较高；总资产收益率存在一定波动，2016年较低主要系当年费用化利息支出规模相对较小；净资产收益率持续增长。公司总资产收益率、净资产收益率均处于较低水平，公司整体盈利能力一般。

2018年1~9月，公司营业收入6.06亿元；同期，公司营业外收入0.74亿元，以政府补助为主；公司利润总额0.40亿元，政府补助对利润总额形成重要补充。

表11 公司盈利能力指标情况(单位：亿元、%)

科目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
营业收入	8.85	8.04	10.16	6.06
期间费用	2.97	1.33	2.28	1.46
投资收益	0.90	1.82	1.52	0.02
其他收益	--	--	1.04	--
营业外收入	2.05	0.15	0.15	0.74
利润总额	1.10	2.15	1.79	0.40
净利润	0.82	1.26	2.67	0.40
营业利润率	14.54	19.38	15.28	18.82
总资产收益率	3.66	3.31	3.62	--
调整后总资产收益率	3.66	3.31	3.55	--

净资产收益率	0.68	1.06	2.07	--
--------	------	------	------	----

资料来源：公司审计报告以及 2018 年 1~9 月财务报表

5. 现金流分析

近年来，公司主营业务回款质量良好。随着公司代建业务支出规模的下降，公司经营及投资现金流入逐渐可以满足经营及投资资金支出需求。但随着公司有息债务的陆续到期，公司仍将面临一定的有息债务偿付压力。

2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 48.09 亿元、47.40 亿元以及 35.62 亿元。2017 年同比减少 24.85%。其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 12.76 亿元、15.11 亿元以及 16.22 亿元，主要为工程代建收入回款以及应收账款回款；其余为收到其他与经营活动有关的现金，主要系公司收到的政府补助以及往来款，2017 年还包含当年的利息收入收到的资金。同期，公司经营活动现金流出分别为 53.06 亿元、38.59 亿元以及 23.63 亿元，2017 年同比减少 38.77%。其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 13.58 亿元、15.99 亿元以及 1.90 亿元，2017 年同比大幅减少 88.10%，主要系公司代建项目及自营项目已完成大部分投资，支出规模大幅减少；支付其他与经营活动有关的现金分别为 38.01 亿元、22.23 亿元和 21.62 亿元，主要系公司支出的往来款。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金净额分别为-4.97 亿元、8.81 亿元和 12.00 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 144.17%、188.04%和 159.57%，公司收入实现质量良好。

2015~2017 年，公司分别实现投资活动现金流入 9.55 亿元、13.53 亿元和 0.04 亿元；2015~2016 年主要为公司收回的借出资金本息、理财产品到期回收以及处置子公司等，2017 年公司收回的借出资金本息调整至收到其他与经营活动有关现金。2015~2017 年，公司投资活动现金流出分别为 16.93 亿元、10.56 亿元和

7.58 亿元，主要为购建固定资产、无形资产投入的现金以及投资子公司、对外借出资金等支出的现金。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7.38 亿元、2.97 亿元以及-7.54 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动前净现金流量分别为-12.35 亿元、11.78 亿元和 4.46 亿元，公司经营及投资活动产生的现金流入可以满足公司经营及投资现金支出需求。

2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 91.47 亿元、37.54 亿元和 71.69 亿元，主要系借款以及发行债券取得的现金；同期，公司筹资活动现金流出分别为 80.31 亿元、33.41 亿元和 78.88 亿元，主要系偿还有息债务本息支付的现金，2017 年支付其他与筹资活动有关的现金主要为公司收购雪丰钢铁厂资产包所支付的资金。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金净额分别为 11.17 亿元、4.13 亿元和-7.20 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 8.96 亿元，销售商品提供劳务收到现金 4.00 亿元，由收到的 1.70 亿元财政资金（计入专项应付款及营业外收入）以及收回的 2.04 亿元应收票据构成，收到其他与经营活动有关现金主要由收到的往来款构成；经营活动现金流出 7.80 亿元，包括购买商品接受劳务提供的现金以及支出往来款等构成；经营活动净流入 1.16 亿元。同期，公司投资活动现金流入及流出分别为 1.02 亿元和 1.28 亿元，主要为收回投资收到的现金以及投资收益以及形成固定资产的投资、对外投资支付的现金；公司筹资活动现金流入及流出分别为 57.15 亿元和 46.34 亿元，主要系公司借款及发行债券收到的资金以及偿还有息借款支出的资金。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可。考虑到近年来公司在资产注入、政府补助以及政府债务置换等

方面得到较大力度的外部支持，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债指标看，2015~2017年，由于公司流动负债增速大于流动资产，公司流动比率及速动比率均呈下降趋势；由于公司经营活动净现金流由负转正且快速增长，公司经营现金流流动负债比持续增长；公司2017年底使用不受限制的货币资金合计29.65亿元，是同期调整后短期债务的0.81倍，覆盖能力一般。2018年9月底，公司流动比率较2017年底有所增长、速动比率进一步下降；使用不受限制的货币资金34.49亿元，是同期短期债务的1.24倍，覆盖能力尚可。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为9.55亿元、9.33亿元和9.04亿元，受公司债务规模持续增长的影响，公司调整后全部债务/EBITDA持续增长，2017年为16.20倍，EBITDA对公司调整后全部债务覆盖能力较弱。考虑到近年来，公司在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面得到较大的外部支持，公司整体偿债风险很低。

表 12 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

科目	2015年	2016年	2017年	2018年 9月
流动比率	219.70	214.57	178.83	183.89
速动比率	206.22	202.62	170.15	155.45
经营现金流流动负债比	-6.00	8.69	9.31	--
全部债务/EBITDA	13.66	14.33	15.65	--
调整后全部债务 /EBITDA	13.66	14.33	16.20	--

资料来源：公司审计报告以及2018年1~9月财务报表

截至2018年9月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额66.21亿元，已使用59.06亿元。公司合作银行集中在中国银行、建设银行、交通银行、中信银行、兴业银行、南京银行等大型商业银行。总体看，公司合作银行实力较

强，但未使用授信额度较小，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年9月底，公司对外担保余额19.09亿元，相当于2018年9月底所有者权益的14.35%，被担保单位均为惠山区相关下属平台以及企事业单位，被担保企业经营正常。总体看，公司或有负债风险相对可控。

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11.00亿元，相当于2018年9月底公司调整后长期债务和调整全部债务的9.94%和8.18%。本期中期票据的发行将对公司现有债务结构产生一定影响。

2018年9月底，公司调整后资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为65.38%、45.27%和50.86%，以2018年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期11.00亿元中期票据发行后，上述三项指标将分别上升至66.37%、47.63%和52.77%。考虑到本期中期票据募集资金用途为偿还有息负债，实际指标可能会低于上述测算值。总体看，本期中期票据的发行对公司现有债务结构以及债务负担影响较小。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为9.55亿元、9.33亿元和9.04亿元，分别为本期中期票据拟发行金额的0.87倍、0.85倍和0.82倍，保障能力一般；公司经营活动现金净流量分别为-4.97亿元、8.81亿元和12.00亿元，分别为本期中期票据拟发行金额的-0.45倍、0.80倍和1.09倍，2016~2017年保障能力一般。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债风险很小。

十、结论

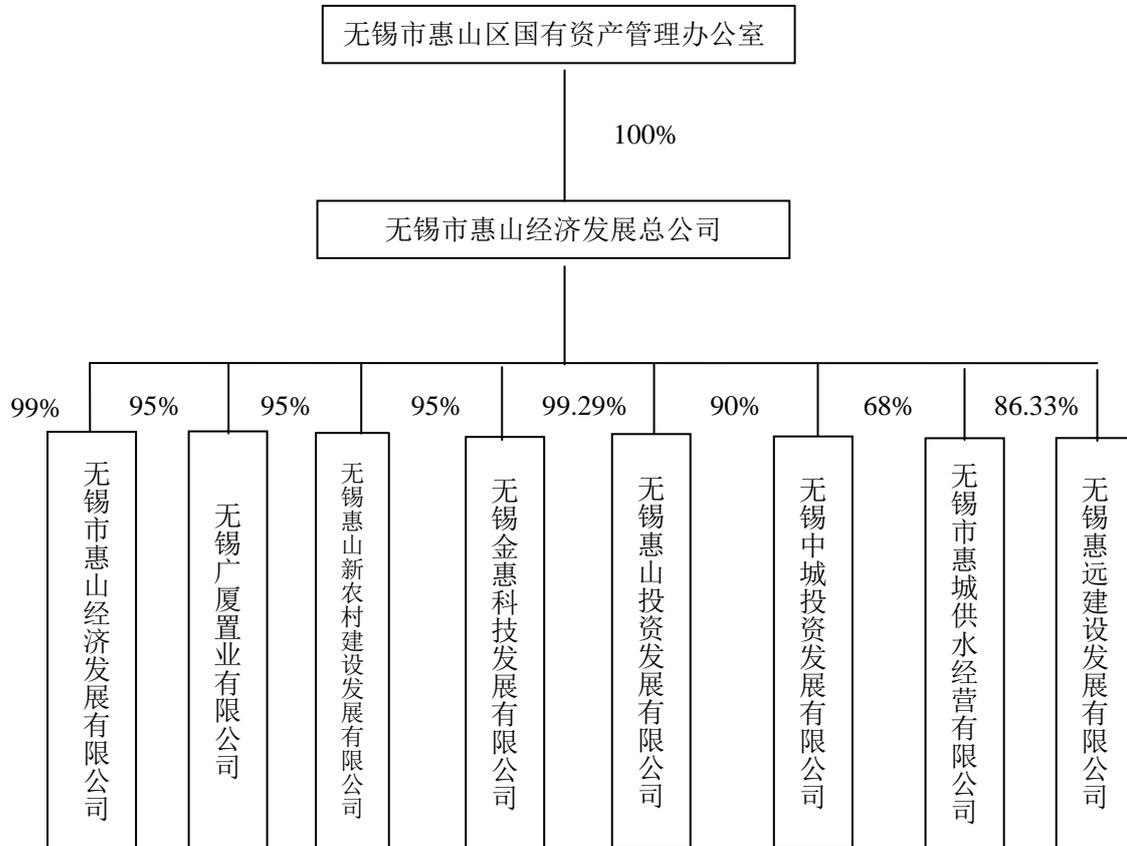
近年来，无锡市及惠山区经济持续发展，公司外部经营环境良好。公司作为无锡市惠山区唯一的区级城市基础设施投资建设主体，在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面获得有力的外部支持。

近年来，公司资产总额波动增长，整体资产质量一般；所有者权益稳定性一般；债务规模持续增长，债务负担较重。公司过往业务回款质量良好；整体盈利能力一般。公司原有的代建工程业务缺乏持续性，未来业务结构可能发生较大变化，营业收入将以土地出让收入以及资产处置收入为主。

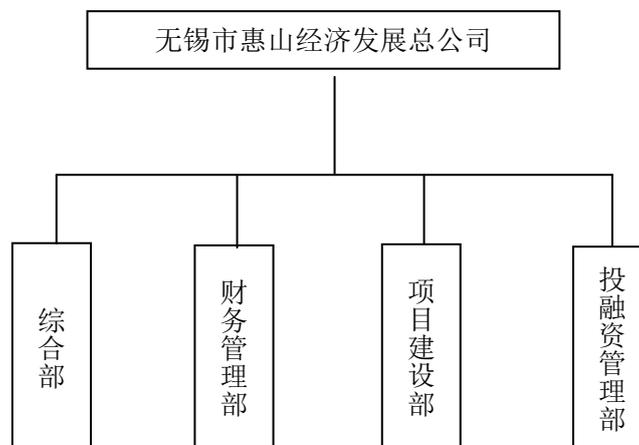
本期中期票据的发行对公司现有债务结构以及债务负担影响较小。公司 EBITDA 以及经营性现金净流量对本期中期票据的保障程度一般。公司在本期中期票据到期时存在一定的集中偿付压力。

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 1-1 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年 9 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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.75	56.12	48.00	41.59
资产总额(亿元)	326.66	349.79	378.79	374.78
所有者权益(亿元)	121.16	118.87	129.33	133.74
短期债务(亿元)	20.81	17.09	31.73	27.79
调整后短期债务(亿元)	20.81	17.09	36.73	27.79
长期债务(亿元)	109.58	116.55	109.72	106.63
调整后长期债务(亿元)	109.58	116.55	109.72	110.63
全部债务(亿元)	130.39	133.64	141.44	134.42
调整后全部债务(亿元)	130.39	133.64	146.44	138.42
营业收入(亿元)	8.85	8.04	10.16	6.06
利润总额(亿元)	1.10	2.15	1.79	0.40
EBITDA(亿元)	9.55	9.33	9.04	--
经营性净现金流(亿元)	-4.97	8.81	12.00	1.16
应收类款项/资产总额(%)	36.94	39.68	42.30	37.41
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	66.00
营业利润率(%)	14.54	19.38	15.28	18.26
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	44.36
全部债务资本化比率(%)	51.83	52.92	52.24	50.13
调整后全部债务资本化比率(%)	51.83	52.92	53.10	50.86
资产负债率(%)	62.91	66.02	65.86	64.32
流动比率(%)	219.70	214.57	178.83	183.89
速动比率(%)	206.22	202.62	170.15	155.45
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 1-9 月财务报表未经审计。2、调整后短期债务=短期债务+其他流动负债；调整后长期债务=长期债务+其他权益工具。

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。

联合资信评估有限公司关于 无锡市惠山经济发展总公司 2019 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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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。