

无锡市惠山国有投资控股集团 有限公司 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4765号

联合资信评估股份有限公司通过对无锡市惠山国有投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持无锡市惠山国有投资控股集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20惠山国投MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年六月十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受无锡市惠山国有投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



无锡市惠山国有投资控股集团有限公司 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
无锡市惠山国有投资控股集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/19
20 惠山国投 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

跟踪期内，无锡市惠山国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）仍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，公司业务在惠山区保持专营优势。2024 年，惠山区地区生产总值实现同比增长，公司外部发展环境良好，且继续获得了有力的外部支持。公司董事长和总裁于 2024 年 5 月发生变更，公司于 2024 年 12 月取消监事会，由审计委员会履行监事会职责，内部管理制度未发生重大变化。公司营业总收入同比有所下降；代建工程收入规模缩减，已投资部分回款进度一般，在建代建项目（含基础设施项目、安置房等）和自营项目尚需投入规模较大，存在较大的投资压力，且需关注自营项目未来收益实现情况；商业房地产项目尚未结转销售收入，未来投资压力不大，需关注房地产项目去化情况。公司资产中应收类款项及存货合计占比较高，无形资产中的划拨土地资产规模较大，资产流动性仍较弱；所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，权益稳定性仍较强；公司全部债务规模继续增长，短期债务占比仍偏高，对债券融资依赖度较大，整体债务负担很轻，存在一定集中兑付压力；政府补贴及投资收益对公司利润总额贡献程度很高；公司长、短期偿债指标表现尚可，或有负债风险整体可控，间接融资渠道较为畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在资产及资金注入、政府补贴及资产托管等方面持续获得有力支持。

评级展望

未来，随着惠山区建设的不断推进及公司市场化业务的逐步拓展，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司短期、长期偿债指标表现弱化明显，发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱。

优势

- **公司外部发展环境良好。**惠山区系无锡市辖区，交通便捷，产业优势良好。2024 年，惠山区实现地区生产总值 1372.9 亿元，同比增长 5.8%；一般公共预算收入为 120.2 亿元，收入质量良好，财政自给能力很强，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司保持区域专营优势，并继续获得外部支持。**公司仍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，业务在惠山区保持专营优势，并继续在资产及资金注入、政府补贴及资产托管等方面获得支持。2024 年，公司获得货币增资 8.00 亿元，收到无偿划拨资产 0.23 亿元；2024 年和 2025 年一季度，公司分别获得政府补贴 4.56 亿元和 2.06 亿元。

关注

- **资本支出压力较大。**截至 2024 年底，公司在建代建项目（含基础设施项目、安置房等）待投入规模为 22.21 亿元，在建的自营项目待投入规模为 32.22 亿元，公司面临较大资本支出压力，自营项目未来收益实现情况有待关注。
- **房地产开发项目去化进度较慢。**公司开发的熙惠府项目已于 2023 年 11 月开始预售，截至 2024 年底去化进度约 15.85%，公司在手房地产项目累计投入 16.31 亿元，需关注公司在手项目未来去化情况以及资金回笼情况。
- **全部债务规模持续增长，短期债务占比仍偏高，存在一定集中兑付压力。**截至 2025 年 3 月底，公司全部债务增长至 212.28 亿元，短期债务占比为 40.93%；全部债务中债券占比较高，对债券融资依赖度较大；同期末，公司短期债务规模 86.89 亿元，现金短期债务比 0.61 倍，存在一定集中偿付压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法					城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型					城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
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	F3	现金流	资产质量				4		
			盈利能力				3		
			现金流量				2		
		资本结构				2			
		偿债能力				3			
		指示评级						a ⁺	
个体调整因素：--								--	
个体信用等级								a ⁺	
外部支持调整因素：政府支持								+3	
评级结果								AA ⁺	

个体信用状况变动说明：由于偿债能力指标减弱，公司指示评级结果由上次评级的 aa 变动为 a⁺；无个体调整因素；故公司的个体信用等级由 aa 下调为 a⁺。

外部支持变动说明：公司实际控制人及股东具有很强的综合实力，在资产及资金注入、政府补助及资产托管等方面给予公司有力的外部支持。公司外部支持子级及调整是联合资信合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

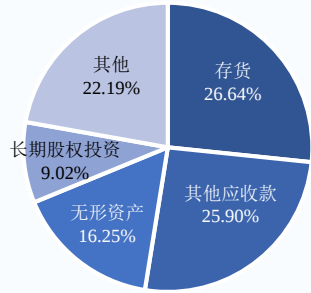
主要财务数据

公司合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	35.45	25.75	25.13	52.94
资产总额（亿元）	433.75	467.76	506.64	549.04
所有者权益（亿元）	194.17	203.07	211.34	217.50
短期债务（亿元）	85.99	81.17	66.63	86.89
长期债务（亿元）	75.72	73.38	113.51	125.39
全部债务（亿元）	161.71	154.55	180.14	212.28
营业总收入（亿元）	13.00	12.78	10.56	3.27
利润总额（亿元）	3.92	3.29	1.83	1.19
EBITDA（亿元）	8.76	8.20	7.26	--
经营性净现金流（亿元）	-23.35	-14.71	3.39	-2.47
营业利润率（%）	19.30	13.99	5.75	5.60
净资产收益率（%）	1.57	1.60	0.75	--
资产负债率（%）	55.24	56.59	58.29	60.39
全部债务资本化比率（%）	45.44	43.22	46.01	49.39
流动比率（%）	198.60	182.85	197.54	203.28
经营现金流动负债比（%）	-16.85	-9.01	2.16	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.32	0.38	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	1.77	1.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.47	18.84	24.80	--
公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	249.60	300.02	293.08	300.07
所有者权益（亿元）	93.25	99.56	106.45	107.34
全部债务（亿元）	84.17	71.34	64.39	62.41
营业总收入（亿元）	4.28	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	1.14	1.57	1.70	1.09
资产负债率（%）	62.64	66.82	63.68	64.23
全部债务资本化比率（%）	47.44	41.74	37.69	36.77
流动比率（%）	134.70	122.14	151.17	161.83
经营现金流动负债比（%）	-10.46	5.30	5.73	--

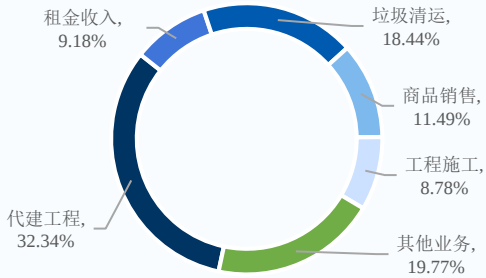
注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数，2025 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告合并口径将其他应付款和长期应付款中带息部分分别纳入短期债务和长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币；4. “--”代表指标不适用

资料来源：根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表及公司提供资料整理

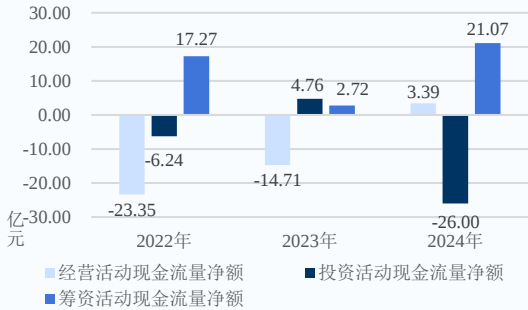
2024 年底公司资产构成



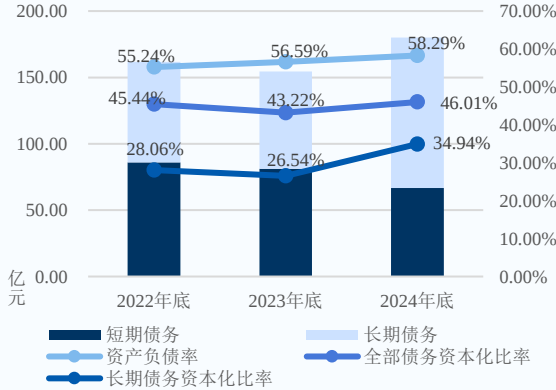
2024 年公司营业总收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
20 惠山国投 MTN001	5.00 亿元	0.20 亿元	2025/07/30	股权委托管理协议变更，调整票面利率，回售

注：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

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 惠山国投 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/21	陈佳琪 郑 重	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
20 惠山国投 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2020/03/12	霍正泽 王中天	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	阅读原文

注：上述评级方法/模型、历史评级报告通过链接可查询

评级项目组

项目负责人：郑 重 zhengzhong@lhratings.com

项目组成员：杨晓薇 yangxw@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于无锡市惠山国有投资控股集团有限公司（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、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本发生变动，股东和实际控制人未发生变动。2024 年 12 月，公司股东无锡惠同控股集团有限公司（以下简称“惠同控股”）向公司货币增资 8.00 亿元，公司注册资本和实收资本增至 38.00 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 38.00 亿元，唯一股东为惠同控股，实际控制人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”）。

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。

截至 2025 年 3 月底，公司本部设内控审计部、战略发展部、财务融资部和企业管理部等职能部门；同期末，公司合并范围内一级子公司 8 家（见附件 1-3），其中惠山区国资办委托公司管理无锡市惠盛投资有限公司（以下简称“无锡惠盛”）95.00%股权，授权公司全面负责无锡惠盛的管理和经营，同时享有收益权，2019 年起公司将其纳入合并范围。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 506.64 亿元，所有者权益 211.34 亿元（含少数股东权益 18.51 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 10.56 亿元，利润总额 1.83 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 549.04 亿元，所有者权益 217.50 亿元（含少数股东权益 23.39 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.27 亿元，利润总额 1.19 亿元。

公司注册地址：无锡市惠山区政和大道 196 号，法定代表人：刘峰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“20 惠山国投 MTN001”，募集资金已按照指定用途使用完毕，公司过往付息情况良好。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 惠山国投 MTN001	5.00	0.20	2020/07/30	5（3+2）年

注：“20 惠山国投 MTN001”附存续期第 3 年末投资者回售选择权
资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2025 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

惠山区系无锡市辖区，交通便捷，产业优势良好。2024 年，惠山区地区生产总值同比保持增长，一般公共预算收入质量良好，财政自给能力很强，政府债务负担较重。整体看，公司外部发展环境良好。

惠山区系无锡市辖区，位于无锡市西北部，南临梁溪区、滨湖区，东邻锡山区，北邻江阴市，西邻常州市。惠山区区位优势显著，沪宁高速、锡澄高速、锡宜高速公路在区内交会，国道 312 线、省道 342 线、京沪高速铁路、沪宁城际铁路、京杭大运河等贯穿全境。惠山区总面积 324.88 平方公里，下辖 5 个街道及 2 个镇。截至 2023 年底，惠山区户籍人口 55.46 万人，常住人口 89.95 万人。

产业方面，惠山区重点发展“三新四强”产业集群，“三新”产业集群指数字信息、生物医药、航空航天产业集群，“四强”产业集群指新能源汽车、高端装备、新材料、绿色低碳产业集群。2024 年，惠山区“三新四强”产业集群实现产值 1776.44 亿元，同比增长 6.2%，比规上工业总产值增速高 4.4 个百分点；其中，13 家航空航天企业实现产值 60.46 亿元，产值同比增长 11.3%，121 家新材料企业实现产值 547.31 亿元，产值同比增长 11.1%，150 家新能源汽车企业实现产值 617.22 亿元，同比增长 9.6%。

图表 2 • 惠山区主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	1232.6	1276.0	1372.9
GDP 增速（%）	3.2	6.1	5.8
固定资产投资增速（%）	4.6	7.4	-2.7
三产结构	1.4：55.1：43.5	1.3：54.6：44.1	1.2：52.6：46.2
人均 GDP（万元）	13.8	14.2	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据无锡市惠山区统计局数据，2024 年，惠山区地区生产总值保持增长，增速较上年小幅下降。2024 年，惠山区实现固定资产投资 517.61 亿元，同比下降 2.7%，其中工业投资 219.81 亿元，小幅下降 0.1%。同期，惠山区规模以上工业实现总产值 2811.24 亿元，同比增长 1.8%，规模以上工业增加值同比增长 6.9%。

图表 3 • 惠山区主要财力指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	112.0	121.3	120.2
一般公共预算收入增速（%）	4.0	8.3	-0.9

税收收入（亿元）	85.6	98.9	94.5
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	76.5	81.6	78.6
一般公共预算支出（亿元）	100.7	108.7	110.2
财政自给率（%）	111.2	111.6	109.1
政府性基金收入（亿元）	110.4	97.3	82.2
地方政府债务余额（亿元）	187.3	208.5	235.7

注：2022 年惠山区一般公共预算收入按自然口径增幅为-2.4%，剔除留抵退税因素后同口径增长 4.0%
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《无锡市惠山区 2024 年预算执行情况及 2025 年预算草案》，2024 年，惠山区一般公共预算收入较上年下降 0.9%，税收占比保持较高水平，收入质量良好，财政自给能力很强，政府性基金收入受土地市场行情影响有所下降。截至 2024 年底，惠山区地方政府债务余额为 235.7 亿元，其中政府一般债务余额为 39.1 亿元，专项债务余额为 196.6 亿元，政府债务负担较重。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 38.00 亿元，唯一股东为惠同控股，实际控制人为惠山区国资办。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司仍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，业务在惠山区保持专营优势。

惠山区主要的基础设施建设开发主体情况详见下表。跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍为惠山区重要的城市基础设施建设、国有资产运营和产业投资管理主体，业务在惠山区保持专营优势。

图表 4• 惠山区主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	股东/控股股东	主要职责	资产总额	所有者权益	营业总收入	资产负债率
无锡惠源投资集团有限公司	惠山区国资办	惠山区玉祁街道、前洲街道和阳山镇等区域基础设施建设主体	/	/	/	/
无锡惠山高科集团有限公司	无锡惠山高科产业控股有限公司	无锡惠山经济开发区范围内市政工程项目建设、安置房建设及资产运营主体	705.43	197.73	15.79	71.97%
公司	惠同控股	惠山区重要的城市基础设施建设、国有资产运营和产业投资管理主体	506.64	211.34	10.56	58.29%
无锡市惠山文旅集团有限公司	惠同控股	惠山区文化旅游产业建设主体	/	/	/	/

注：1. 上表中所列各公司财务数据为 2024 年/2024 年年底数；2. 上述公司按资产总额降序排列；3. “/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

3 信用记录

跟踪期内，公司本部及重要子公司无锡惠盛本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部和重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（授信机构版，统一社会信用代码：913202062501021814），截至 2025 年 5 月 21 日，公司本部不存在已结清或未结清关注类及不良类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据子公司无锡惠盛的《企业信用报告》（授信机构版，统一社会信用代码：91320206067662498X），截至 2025 年 5 月 21 日，无锡惠盛本部未结清和已结清信贷中不存在关注或不良类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据子公司无锡华阔经济贸易发展有限公司（以下简称“无锡华阔”）的《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91320206550285776W），截至 2025 年 5 月 6 日，无锡华阔本部未结清和已结清信贷中不存在关注或不良类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司本部和子公司无锡华阔过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司内部管理制度未发生重大变化，股东决定取消公司监事会；公司董事长和总裁发生变更。

治理结构方面，2024 年 12 月，公司发布《无锡市惠山国有投资控股集团有限公司关于取消监事会的公告》，公司股东惠同控股决定取消公司监事会，相关职能由审计委员会承接。公司审计委员会是董事会下设的专门工作机构，由 3 名董事组成，主要行使下列职责：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出解任的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；向股东提出提案；依法对董事、高级管理人员提起诉讼等。

高级管理人员方面，根据 2024 年 5 月 24 日印发的《无锡市惠山区人民政府关于冯易雷等同志职务任免的通知》（惠府人〔2024〕4 号），刘峰同志任公司董事长，魏利岩同志任公司总裁。

刘峰先生，1983 年 7 月生，本科学历；历任上海中发电气集团股份有限公司江浙大区经理，上海阿帝兰实业有限公司浙江省区经理，上海喜临门家具集团有限公司市场总监，无锡市太湖新城发展集团有限公司招商合作部主管、招商合作部部长助理、产业发展部副部长（主持工作）、投资发展部副部长（主持工作），无锡市滨湖区蠡湖街道办事处副主任（挂职），江苏无锡经开区招商中心副主任、雪浪小镇未来园区主任及公司总裁；现任公司董事长。

魏利岩先生，1979 年 7 月出生，硕士研究生学历；历任江苏双良锅炉有限公司产品设计科设计员，无锡华光锅炉股份有限公司团委书记、质管办副主任、车间副主任、总师办主任兼开发部党支部书记、综合管理部部长，无锡华光锅炉股份有限公司董事会秘书兼公司办公室主任，无锡国联环保能源集团有限公司投资管理部总经理，天津世纪天源集团股份有限公司董事长，无锡惠山经济发展总公司常务副总经理，公司常务副总裁；现任公司总裁。

除上述事项外，跟踪期内，公司内部管理制度未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入同比有所下降，代建工程收入规模和占比缩减。同期，公司综合毛利率同比有所下滑。

2024 年，公司实现营业总收入 10.56 亿元，同比下降 17.36%；从收入结构来看，2024 年，公司代建工程收入同比大幅下降，受项目结算进度影响较大；工程施工收入同比增长 102.17%，系业务规模扩大所致；垃圾清运收入同比增长 63.87%，系该业务在 2023 年未经营满一年，收入基数较小所致；租金收入和商品销售收入同比小幅增长，其他业务收入主要包括管网养护收入、污水处理收入、停车管理收入和资产运营收入等。

毛利率方面，2024 年，公司综合毛利率同比下降 6.25 个百分点，其中代建工程业务毛利率小幅提升，租赁业务毛利率下降较多，系部分划拨资产当年未实现对外出租，但维护支出相对固定所致；商品销售业务毛利率为负值，系当期部分粮食销售补贴收入体现在“其他收益”科目所致；其他业务毛利率大幅下降，主要系当期未收到污水处理补贴所致。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.27 亿元；同期，综合毛利率为 7.79%。

图表 5 • 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
代建工程	6.86	53.69	11.99	3.42	32.34	14.22	1.25	38.20	14.17
租金收入	0.93	7.25	50.03	0.97	9.18	26.58	0.18	5.52	-16.83

垃圾清运	1.19	9.29	8.36	1.95	18.44	11.56	0.60	18.43	17.18
商品销售	1.09	8.53	10.02	1.21	11.49	-4.63	0.05	1.48	0.00
工程施工	0.46	3.63	7.41	0.93	8.78	4.91	0.68	20.68	-1.45
其他业务	2.25	17.61	25.40	2.09	19.77	5.65	0.51	15.69	2.81
合计	12.78	100.00	16.44	10.56	100.00	10.19	3.27	100.00	7.79

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

（1）代建工程

公司项目代建业务仍包括基础设施项目和保障房建设项目，已投资部分回款进度一般，在建项目后续资金支出压力较大。

跟踪期内，公司代建工程业务主要分为基础设施建设项目及保障房建设项目，仍主要由子公司无锡惠山城市建设发展集团有限公司（以下简称“惠山城建”）及无锡惠盛二级子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，公司代建工程业务的委托方为惠山区人民政府、无锡惠创投资发展有限公司和惠山区堰桥街道办事处。项目建设资金由公司先行垫付，项目建设达到约定状态后与委托方进行结算，结算价格采用成本加成模式，具体加成比例参考与项目建设期间接近的市场同期贷款利率加上适当利润确定。

2024 年，公司确认代建工程收入 3.42 亿元，均为堰桥城投实现，结转项目包括堰新苑三期、专项水环境整治、军民融合产业园、长馨家园和堰桥医院等项目。当期，公司收到代建项目回款 1.99 亿元，回款情况一般。

基础设施代建项目方面，截至 2024 年底，公司主要在建基础设施代建项目包括道路改造工程、堰桥中学和西漳中学等，计划总投资 12.69 亿元，截至 2024 年底上述项目已累计投入 8.94 亿元，尚需投资 3.82 亿元（已扣除堰桥中学项目和零星工程项目超投规模），其中道路改造工程和专项水环境整治合计实现回款 1.76 亿元，其余项目均未实现回款。

图表 6 • 截至 2024 年底公司主要在建基础设施代建项目情况（单位：万元）

项目名称	受托方	计划总投资	已投资额	累计已回款
道路改造工程	堰桥城投	66323.50	41085.21	13156.00
堰桥中学	堰桥城投	7862.00	10897.93	-
西漳中学	堰桥城投	16800.00	13853.77	-
深化排水达标区建设工程	堰桥城投	12000.00	4773.87	-
专项水环境整治	堰桥城投	8000.00	3727.03	4472.43
堰新苑幼儿园	堰桥城投	3900.00	2358.45	-
零星工程	堰桥城投	12000.00	12671.94	-
合计	--	126885.50	89368.20	17628.43

注：堰桥中学超投主要系公共卫生事件影响，投入增加所致
 资料来源：公司提供

保障房建设方面，公司仍是惠山区堰桥街道范围内保障房开发主体之一，该业务运营主体仍为子公司堰桥城投，业务模式仍采用委托代建模式。公司作为保障房的开发建设主体，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，并负责保障房建设完成后的房屋交付工作。堰桥城投建设的保障房项目均处于在建状态，截至 2024 年底累计投资 32.72 亿元，确认收入 26.18 亿元，已收到回款 23.02 亿元，回款情况尚可；未来尚需投入 18.39 亿元，公司面临较大资本支出压力。

图表 7 • 截至 2024 年底公司主要在建保障房开发项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资额	已投资	已确认收入金额	已回款金额
新街安居房	59837.00	22704.15	26451.44	27244.98
长馨家园	154000.00	126602.37	148666.77	140048.49
堰新苑一、二期	31240.00	16107.81	18766.38	19329.37
堰新苑三期	125000.00	61660.57	67965.32	43585.31
堰新苑四期	141014.40	100108.18	0.00	0.00
合计	511091.40	327183.08	261849.91	230208.15

资料来源：公司提供

截至 2024 年末，公司存货中未结算的代建项目投入（含基础设施项目、安置房等全部代建项目）规模为 42.32 亿元，未来收入实现有一定保障。

（2）自营项目

公司在建及拟建自营项目尚需投入规模较大，存在较大的投资压力，且需关注自营项目未来收益实现情况。

自营项目方面，公司按照市场化方式进行项目投资、建设和运营，项目建成后主要通过市场化运作方式实现收益。

截至 2024 年底，公司已完工自营项目为无锡市玉祁永新污水处理厂二期项目，由于尚处运营初期，该项目实现污水处理费收入规模较小。同期末，公司在建自营项目共 7 个，预计总投资 36.04 亿元，已投资 4.94 亿元；拟建自营项目共 2 个，计划总投资 6.04 亿元。公司计划于 2025 年及 2026 年分别投资 5.57 亿元和 16.20 亿元，整体看，公司已完工自营项目目前收入实现规模有限，在建及拟建自营项目尚需投入规模较大，存在较大的投资压力，且需关注自营项目未来收益实现情况。

图表 8 • 截至 2024 年底公司自营项目情况（单位：万元）

序号	项目状态	项目名称	预计总投资额	已投资额	未来投资计划	
					2025 年	2026 年
1	完工	无锡市玉祁永新污水处理厂二期项目	28000.00	16859.06	5510.71	2932.57
2	在建	无锡市惠净钱桥污水处理厂一期工程	27000.00	5482.39	6500.00	2000.00
3	在建	西漳、钱桥片区智慧停车场改造项目	3000.00	516.41	300.00	200.00
4	在建	惠山区阳山镇污水处理厂异地新建工程	24200.00	4693.68	7500.00	6000.00
5	在建	平安慧眼技防升级改造项目	4443.10	900.00	50.00	900.00
6	在建	智能网联汽车产业园	78050.00	18000.00	10000.00	30000.00
7	在建	无锡（惠山）人形机器人产业园	153827.40	15000.00	14000.00	70000.00
8	在建	无锡惠山新材智造谷	69897.99	4800.00	10000.00	30000.00
9	拟建	惠山高新区污水处理厂新建工程	33263.82	0.00	1500.00	10000.00
10	拟建	前洲工业污水处理厂新建工程	27093.75	0.00	300.00	10000.00
合计			448776.06	66251.54	55660.71	162032.57

注：已投资额统计口径为截至 2024 年底项目实际支付的金额；无锡市玉祁永新污水处理厂二期项目已完工，但部分工程款项未到付款节点，故 2025 年和 2026 年仍有款项支出安排；无锡（惠山）人形机器人产业园原名为人工智能及机器人制造项目，无锡惠山新材智造谷原名为高端装备智能制造项目
 资料来源：公司提供

（3）房产租售业务

商品房销售方面，因预售商品房未达到收入确认条件，当期公司未实现商品房销售收入；在建项目未来投资压力尚可，去化进度较慢，需关注未来去化及资金回笼情况。

公司房产租售业务的经营主体主要为无锡广厦置业有限公司、无锡华阔和无锡汇业投资有限公司等子公司。

商品房销售方面，因预售商品房未达到收入确认条件；2024 年及 2025 年 1—3 月，公司未实现商品房销售收入。截至 2024 年底，公司在建房地产开发项目共 2 个，总投资 20.10 亿元，累计已投资 16.31 亿元，未来投资压力尚可；其中熙惠府已开始预售，去化进度约 15.85%。截至 2024 年底，公司合同负债中熙惠府预售房款约 1.09 亿元。整体来看，公司房地产项目未来投资压力尚可，去化进度较慢，需关注未来去化结转情况。

图表 9 • 截至 2024 年底公司在建房地产项目情况（单位：亿元，m²）

项目名称	项目位置	预售开始时间	预计交付时间	预计总投资	已投资额	可售面积	已售面积
熙惠府	惠山区	2023 年 11 月	2026 年 3 月	15.60	14.43	56355.88	8930.24
洛兰府	惠山区	--	2026 年 12 月	4.50	1.88	24543.58	0.00
合计	--	--	--	20.10	16.31	80899.46	8930.24

注：洛兰府已于 2025 年 3 月开始预售
 资料来源：公司提供

租赁业务方面，跟踪期内公司新增部分物业对外出租，截至 2024 年底，公司对外已出租面积合计 23.00 万平方米，较上年末增长 6.67%，整体出租率较高；2024 年及 2025 年 1—3 月，公司分别实现租金收入 0.97 亿元和 0.18 亿元。

（4）商品销售业务

公司商品销售收入主要来自政策性储备粮销售，对营业总收入形成一定补充，但该业务具备一定公益性，毛利率为负，依赖财政补贴实现盈亏平衡。

公司商品销售业务包括政策性储备粮销售和少量混凝土管、球墨铸铁管等材料销售，其中混凝土管、球墨铸铁管等材料销售业务系跟踪期内新增，运营主体子公司无锡惠泽测绘服务有限公司。2024 年，公司实现商品销售收入 12128.91 万元，其中储备粮销售收入为 11831.93 万元，混凝土管、球墨铸铁管等材料销售收入为 296.98 万元。公司政策性储备粮销售业务由子公司无锡市惠山地方粮食和物资储备有限公司（以下简称“粮食公司”）负责运营，粮食公司是惠山区的政策性粮食储备企业，承担全区政策性粮食储备，收购价参考同期市场价格，报无锡市惠山区发展和改革委员会（以下简称“惠山区发改委”）备案，储备粮食品种为小麦、粳稻、成品粮。粮食公司通过收购本地粮及公开市场采购以确保储备，采购资金来自政策性银行提供的信贷资金。储备粮进行轮换储备时产生销售收入，按照《无锡市惠山区区级储备粮油轮换管理暂行办法》、惠山区发改委轮换文件要求进行轮储，被轮储的粮食由粮食公司进行销售。补贴方面，区级储备粮油轮换价差、合理损耗实行财政兜底，盈余部分上缴区财政局（国资办），亏损部分由区财政局（国资办）拨付补贴资金。2024 年，公司粮食销售业务毛利率为负值，当期收到储备粮销售补贴规模为 0.11 亿元，体现在“其他收益”科目。

（5）环保业务

2024 年，公司垃圾清运业务收入提升明显，毛利率小幅提升。

公司环保板块包括垃圾清运业务及工业固废处理收入，环保板块业务由下属子公司无锡市惠瑞环境管理有限公司、无锡惠泰环境科技有限公司和无锡惠建环境科技有限公司负责，2023 年公司新增环卫一体化业务。公司环保业务分为两类，一类为合同服务型业务，包括城市生活垃圾经营性服务（包含环卫一体化、城市清扫保洁、公厕管养垃圾清运）、生活垃圾分类建设及运营、环保咨询、土壤地块整治、应急处置等；另一类为生产经营型业务，包括垃圾中转站运营固体废物治理、再生资源回收、一般工业固废收运及处置、建筑垃圾处置及资源化利用、园林废弃物处置及资源化利用。2024 年及 2025 年 1—3 月，公司分别实现垃圾清运业务收入 1.95 亿元和 0.60 亿元，其中 2024 年收入规模同比增长 63.95%；同期，公司分别实现工业固废处理收入 792.21 万元和 311.83 万元，整体规模较小。

（6）其他业务

公司其他业务较多元，对营业总收入形成一定补充。

公司其他业务收入来源丰富，包括工程施工、资金占用费、合同能源工程收入等，其中工程施工业务由无锡润惠建设工程有限公司负责运营；其他业务主要由公司本部及无锡惠盛负责。2024 年，公司实现工程施工业务收入为 0.93 亿元，同比增长 102.17%，系承接工程量增加所致，毛利率有所下滑。同期，公司实现其他业务收入 2.09 亿元，对营业总收入形成一定补充。

2 未来发展

未来公司将不断优化经营布局，完善城市配套，提升自身市场竞争力。

未来，公司将融入惠山区“3+1”功能区建设和“三新四强五未来”产业发展规划，实现经营布局优化，完善公司治理，提升市场竞争能力。公司将强化“建设+招引”，推进特色产业园区建设，通过基金杠杆重点支持人工智能、机器人、新能源等新生生产力相关重点领域；全面发展能源产业，实现合同能源管理、光储充、工商业储能项目建成落地；统筹推进全区污水处理厂网一体化建设运营，推进“全域服务”城市运营模式，依托智慧管理运维平台，面向物业管理、智慧停车、环卫保洁等领域，不断完善城市配套功能。

（四）财务方面

跟踪期内，由于原审计机构中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）服务期限届满，公司年报审计机构变更为中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，公司合并范围新增 2 家一级子公司，其中 1 家系无偿划拨取得，1 家系公司投资新设。2025 年 1—3 月，公司合并范围内一级子公司未发生变动。截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司 8 家，其中受托管理¹公司 1 家（无锡惠盛）。跟踪期内，公司未发生重要会计政策、会计估计变更，新增子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

¹ 根据惠山区委区政府关于全面深化惠山区国有企业改革的实施意见和相关会议精神，委托人无锡市惠山区国有资产管理办公室委托公司管理其持有的无锡惠盛 95.00%的股权，授权公司全面负责惠盛公司的管理和经营，同时享有收益权。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

公司资产规模较上年底继续增长，资产中应收类款项及存货合计占比较高，无形资产中的划拨土地资产规模较大，公司资产流动性仍较弱，资产质量一般。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 8.31%，主要来自应收类款项和无形资产增加，资产结构仍以流动资产为主。

图表 10 • 公司资产主要构成情况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	298.64	63.84	310.39	61.27	348.48	63.47
货币资金	25.61	5.48	24.94	4.92	52.40	9.54
应收账款	6.52	1.39	10.02	1.98	10.77	1.96
其他应收款	122.10	26.10	131.20	25.90	140.18	25.53
存货	137.94	29.49	134.98	26.64	135.47	24.67
非流动资产	169.12	36.16	196.25	38.73	200.56	36.53
其他权益工具投资	0.90	0.19	5.90	1.16	5.90	1.07
长期股权投资	46.78	10.00	45.72	9.02	45.82	8.34
固定资产	19.70	4.21	25.20	4.97	26.43	4.81
在建工程	21.47	4.59	24.14	4.77	26.33	4.80
无形资产	72.23	15.44	82.32	16.25	82.97	15.11
资产总额	467.76	100.00	506.64	100.00	549.04	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

截至 2024 年底，公司流动资产较上年底增长 3.94%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底小幅下降，其中受限资金规模为 4.84 亿元，受限比例为 19.38%，主要用于汇票保证金、借款质押等。公司应收账款账面价值较上年底增长 53.72%，主要系对无锡市惠山区堰桥街道财政局应收工程款增长所致；公司应收账款账龄 1 年以内和 1~2 年的分别占 63.86% 和 35.79%，整体账龄较短，累计计提坏账准备 0.11 亿元；从集中度看，公司应收账款前五大欠款方合计余额为 8.20 亿元，占比为 80.98%，集中度较高；其中公司对无锡市惠山区堰桥街道财政局应收账款余额为 6.99 亿元，占比为 69.03%。公司其他应收款较上年底增长 7.45%，主要为应收区域内其他国有企业的往来款；账龄方面，截至 2024 年底，公司其他应收款账龄在 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3 年以上的分别占账面余额的 34.86%、23.20%、19.85%和 22.09%，整体账龄较上年底有所拉长，累计计提坏账准备 2.00 亿元；从集中度来看，其他应收款前五大欠款方合计占比为 67.59%，集中度较高。公司存货较上年底变动不大，主要为基础设施和安置房等项目投入及土地资产，未计提跌价准备。

图表 11 • 公司 2024 年底主要其他应收账款明细

名称	期末余额（亿元）	账龄	占其他应收款期末余额的比例（%）
无锡惠创投资发展有限公司	46.36	1 年以内，1~2 年，3 年以上	34.80
无锡广盛置业有限公司	15.88	1 年以内，1~2 年，2~3 年	11.92
无锡市保惠盛置业有限公司	13.82	1~2 年	10.38
无锡惠沃新农村建设有限公司	8.29	1 年以内，1~2 年，2~3 年，3 年以上	6.23
无锡惠源投资发展有限公司	5.68	1 年以内，3 年以上	4.26
合计	90.04	--	67.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

非流动资产

截至 2024 年底，公司非流动资产较上年底增长 16.04%，主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成。公司其他权益工具投资较上年底增加 5.00 亿元，系新增对外投资所致；公司长期股权投资较上年底小幅下降，期末前五大被投资单位分

别为无锡惠憬城市发展有限公司（38.61 亿元）、无锡惠博城市发展有限公司（2.08 亿元）、无锡市融惠置业有限公司（1.36 亿元）、无锡古堰新里特色小镇文化旅游产业发展有限公司（0.83 亿元）和无锡建惠房地产开发有限公司（0.76 亿元），当期权益法下确认的投资收益为 1.28 亿元。公司固定资产较上年底增长 27.94%，主要系惠山区地方粮食储备库等项目从在建工程转入所致；公司固定资产主要为房屋及建筑物。公司在建工程较上年底增长 12.46%，主要系智能网联汽车产业园、无锡（惠山）人形机器人产业园等自营项目投入增加所致。公司无形资产较上年底增长 13.97%，主要系购置停车特许经营权 9.00 亿元所致，期末公司无形资产主要由土地使用权 72.15 亿元（划拨土地及农村土地使用权）和特许经营权 8.94 亿元构成。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 549.04 亿元，较上年底增长 8.37%，主要系货币资金和其他应收款增加所致，资产结构较上年底变化不大。同期末，公司货币资金较上年底增长 110.05%，主要系公司融资收到现金所致；其他资产科目变动均不大。

受限资产方面，截至 2024 年底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例较低。

图表 12 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	4.84	0.95%	票据保证金及定期存款质押
存货	8.98	1.77%	抵押借款
固定资产	8.91	1.76%	抵押借款
投资性房地产	1.30	0.26%	抵押借款
无形资产	1.55	0.31%	抵押借款
合计	25.57	5.05%	—

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）资本结构

① 所有者权益

截至 2024 年底，得益于股东注资，公司资本实力有所增强；公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，权益稳定性仍较强。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 4.07%。公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 17.98%和 54.83%，权益稳定性仍较强。

2024 年，公司股东惠同控股向公司货币增资 8.00 亿元，公司实收资本增至 38.00 亿元。同期，公司资本公积增加 0.34 亿元，主要系无锡惠盛收到无偿划入资产增加资本公积 0.23 亿元，公司收购子公司少数股东股权增加资本公积 0.11 亿元；资本公积减少 1.74 亿元，主要系无偿划出资产减少资本公积 0.97 亿元，权益法核算被投资企业减少资本公积 0.76 亿元。公司未分配利润较上年底小幅增长，系经营利润积累所致。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益较上年底小幅增长，结构变动不大。

图表 13 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	30.00	14.77	38.00	17.98	38.00	17.47
资本公积	117.27	57.75	115.88	54.83	116.29	53.47
其他综合收益	6.93	3.41	7.04	3.33	7.04	3.24
未分配利润	28.69	14.13	29.22	13.83	30.09	13.83
归属于母公司所有者权益合计	185.42	91.30	192.84	91.24	194.11	89.25
少数股东权益	17.66	8.70	18.51	8.76	23.39	10.75
所有者权益合计	203.07	100.00	211.34	100.00	217.50	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

② 负债

公司全部债务规模继续增长，期限结构有所优化，但短期债务占比仍偏高，对债券融资依赖度较大，整体债务负担很轻，存在一定集中兑付压力。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 11.57%，主要系外部融资规模增加所致，经营性负债规模变动不大。公司流动负债占比有所下降，负债结构较为均衡。公司经营性负债主要来自往来款形成的其他应付款，主要应付对象为区域内其他国有企业。截至 2025 年 3 月底，公司负债较上年底增长 12.27%至 331.54 亿元，仍主要来自外部融资增加。

图表 14 • 公司主要负债情况

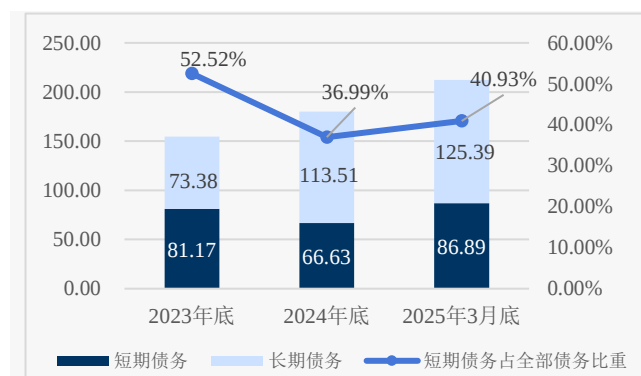
项目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	163.32	61.70	157.13	53.21	171.43	51.71
短期借款	14.70	5.55	33.15	11.23	39.51	11.92
其他应付款	70.86	26.77	74.86	25.35	69.46	20.95
一年内到期的非流动负债	58.97	22.28	24.51	8.30	32.39	9.77
非流动负债	101.36	38.30	138.16	46.79	160.12	48.29
长期借款	23.86	9.02	41.79	14.15	60.15	18.14
应付债券	45.02	17.01	60.52	20.50	54.04	16.30
长期应付款	31.21	11.79	34.36	11.64	44.32	13.37
负债总额	264.68	100.00	295.30	100.00	331.54	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

全部债务方面，本报告合并口径分别将其他应付款和长期应付款带息部分纳入短期债务和长期债务核算。截至 2024 年底，公司全部债务为 180.14 亿元，较上年底增长 16.56%，债务期限结构有所优化，短期债务占比下降 15.53 个百分点至 36.99%。全部债务中债券占比为 45.57%，对债券融资依赖度较高。从债务指标来看，截至 2024 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较上年底均有所提高。

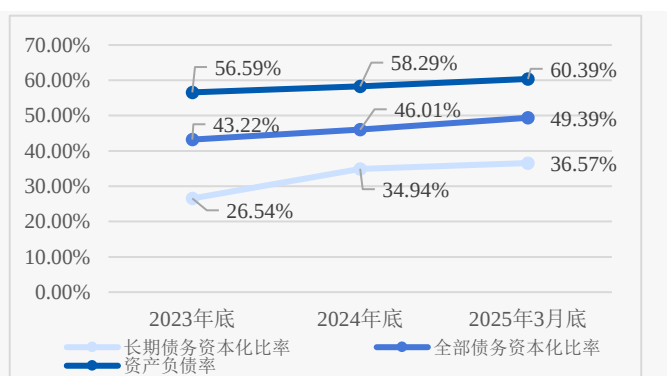
截至 2025 年 3 月底，公司全部债务进一步增长至 212.28 亿元，短期债务占比上升至 40.93%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底继续上升，公司债务负担很轻。同期末，公司短期债务规模 86.89 亿元，现金短期债务比 0.61 倍，存在一定集中偿付压力。

图表 15 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 16 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

(3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比有所下降，期间费用对利润侵蚀程度加大；政府补贴及投资收益对公司利润总额贡献程度很高，公司盈利指标表现尚可。

2024 年，公司营业总收入和营业成本同比分别下降 17.36%和 11.18%，营业利润率同比下降 8.24 个百分点。

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，2024 年期间费用率²较 2023 年上升 6.73 个百分点至 43.45%，对利润造成较大侵蚀，公司费用控制能力一般。

非经营性损益方面，公司实现投资收益 1.34 亿元，同比下降 15.45%，主要来自权益法核算的长期股权投资收益；其他收益 4.56 亿元，同比变动不大，主要为收到的政府补贴，投资收益和其他收益合计占利润总额比重为 322.20%，对利润总额贡献程度很高。

² 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%

盈利指标方面，2024 年公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降，盈利指标表现尚可。

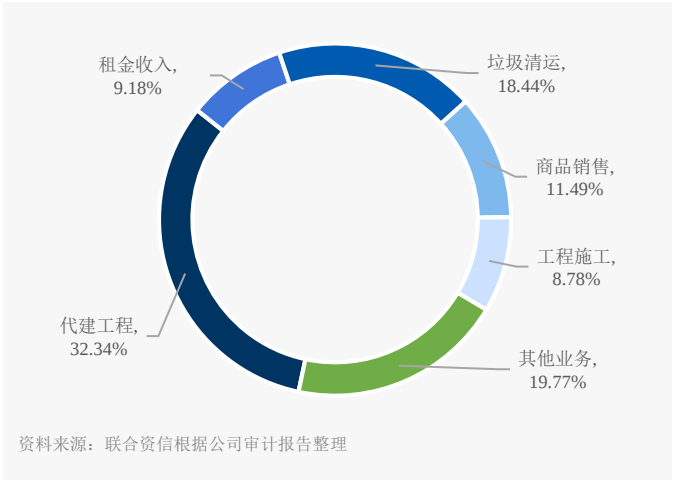
2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.27 亿元，相当于 2024 年的 31.00%。

图表 17 • 公司盈利能力情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	12.78	10.56	3.27
营业成本（亿元）	10.68	9.48	3.02
期间费用（亿元）	4.69	4.59	1.08
其他收益（亿元）	4.65	4.56	2.06
投资收益（亿元）	1.59	1.34	0.02
利润总额（亿元）	3.29	1.83	1.19
营业利润率（%）	13.99	5.75	5.60
总资产收益率（%）	2.11	1.45	--
净资产收益率（%）	1.60	0.75	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 18 • 2024 年公司营业收入构成



（4）现金流

2024 年，经营活动现金流量净额转为小幅净流入，收入实现质量尚可；因购置停车场特许经营权和对外投资支出，投资活动出现较大资金缺口；公司筹资活动净流入规模同比大幅增长。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	107.80	27.86	19.54
经营活动现金流出小计	122.51	24.47	22.01
经营活动现金流量净额	-14.71	3.39	-2.47
投资活动现金流入小计	12.56	0.00	0.64
投资活动现金流出小计	7.80	26.00	4.86
投资活动现金流量净额	4.76	-26.00	-4.22
筹资活动前现金流量净额	-9.95	-22.60	-6.69
筹资活动现金流入小计	116.14	108.50	43.27
筹资活动现金流出小计	113.42	87.42	15.49
筹资活动现金流量净额	2.72	21.07	27.78
现金收入比（%）	78.77	81.41	61.76

注：2024年公司投资活动现金流入小计为29.53万元
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从经营活动来看，公司经营活动现金主要来自日常经营活动及往来款收支，2024 年，公司经营活动现金流入同比大幅下降，主要系往来款流入规模收窄所致；经营活动现金流出同比下降 70.54%，主要系上年购置土地使用权现金支出规模较大所致。受上述因素综合影响，2024 年公司经营活动现金流量净额由净流出转为小幅净流入。同期，公司现金收入比同比小幅上升 2.64 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2024 年，公司投资活动现金流入规模很小；投资活动现金流出 26.00 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 17.21 亿元，主要为购置停车场特许经营权和土地使用权产生的现金支出；投资支付的现金 8.29 亿元，主要为新增对外投资支出。2024 年，公司投资活动现金流转为净流出，呈现较大资金缺口。

2024 年，公司筹资活动前现金流缺口同比有所扩大。从筹资活动来看，2024 年，公司筹资活动现金流入和现金流出同比分别下降 6.58%和 22.92%，筹资活动现金净流入规模同比实现大幅增长。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为-2.47 亿元、-4.22 亿元和 27.78 亿元。

2 偿债指标变化

公司长、短期偿债指标表现尚可，或有负债风险整体可控，间接融资渠道较为畅通。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	182.85	197.54	203.28
	速动比率（%）	98.39	111.63	124.26
	现金类资产/短期债务（倍）	0.32	0.38	0.61
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	8.20	7.26	--
	全部债务/EBITDA（倍）	18.84	24.80	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.77	1.13	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均有所上升，流动资产对流动负债的保障程度仍较强；现金短期债务比有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。截至 2025 年 3 月底，公司流动比率及速动比率均有所提升，现金类资产对短期债务的保障程度有所提升。整体看，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所下降，EBITDA 仍可覆盖利息支出；EBITDA 对全部债务的保障程度有所下降。整体看，公司长期偿债指标表尚可。

截至 2024 年底，公司对外担保余额 48.04 亿元，担保比率为 22.09%，均为对区域内其他国有企业担保，整体看公司或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2024 年底，公司获得的银行授信额度为 140.08 亿元，未使用额度为 62.40 亿元，间接融资渠道较为畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产和所有者权益占合并口径的比重一般；公司大部分业务由下属子公司负责运营，公司本部营业总收入占合并口径的比重很低。

截至 2024 年底，公司本部资产总额为 293.08 亿元，占合并口径比重为 57.85%；所有者权益总额为 106.45 亿元，占合并口径比重为 50.37%。公司业务主要由子公司惠山城建、堰桥城投、无锡华阔、粮食公司等主体承担，公司本部收入规模很小，2024 年公司本部实现营业总收入 79.66 万元，占合并口径比重为 0.08%。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现一般，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司工程建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至目前，联合资信未发现公司存在安全责任事故和污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人具有很强的综合实力，公司为惠山区内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，公司在资产及资金注入、政府补助及资产托管等方面持续获得有力支持。

公司实际控制人系惠山区国资办。惠山区是无锡市下辖行政区，2024 年，惠山区地区生产总值同比保持增长，财政自给能力很强。截至 2024 年底，惠山区地方政府债务余额为 235.7 亿元，其中政府一般债务余额为 39.1 亿元，专项债务余额为 196.6 亿元，政府债务负担较重。整体看，公司实际控制人具有很强的综合实力。

公司为惠山区内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，主要负责惠山区范围内的基础设施项目建设和国有资产运营管理，业务区域专营优势明显，近年来公司在资产及资金注入、政府补贴及资产托管等方面持续获得有力支持。

资产及资金注入

2022—2023 年，公司原股东惠山区国资办分别对公司增资 15.00 亿元和 5.00 亿元；2024 年，惠同控股对公司增资 8.00 亿元，均计入“实收资本”。截至 2024 年底，公司实收资本增至 38.00 亿元。

2023—2024 年，公司分别收到无偿划入资产 0.48 亿元和 0.23 亿元，计入“资本公积”。

政府补助

2022—2024 年和 2025 年一季度，公司分别收到政府补助 3.30 亿元、4.65 亿元、4.56 亿元和 2.06 亿元，计入“其他收益”。

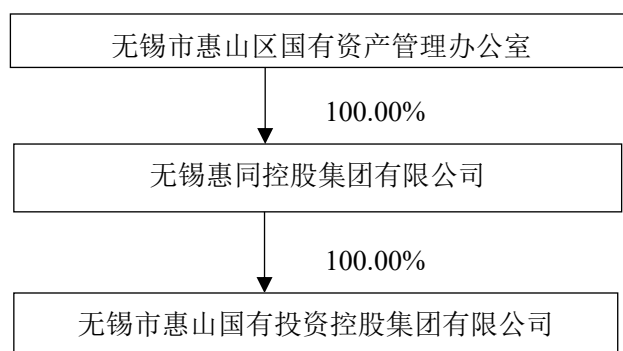
资产托管

根据惠山区国资办与公司签订的授权委托书，惠山区国资办将持有的无锡惠盛 95.00% 的股权委托公司管理，并于 2019 年将无锡惠盛纳入公司合并范围，使得公司权益规模进一步增长。

八、跟踪评级结论

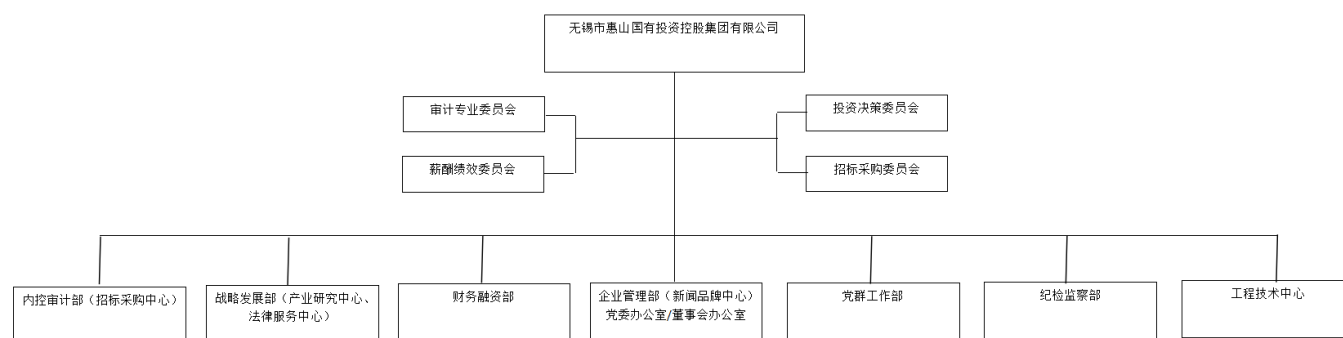
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 惠山国投 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	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	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	安置房开发	100.00	--	直接投资
无锡金惠科技发展有限公司	园区开发	100.00	--	直接投资
无锡惠山投资发展有限公司	投资、资产管理	99.29	--	直接投资
无锡市惠盛投资有限公司	投资、城建等	5.00	--	受托管理
无锡惠山城市建设发展集团有限公司	工程建筑	100.00	--	购买
无锡汇创产业投资发展有限公司	建设工程施工	100.00	--	无偿划入
无锡汇财商业保理有限公司	商业保理业务	100.00	--	直接投资

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	35.45	25.75	25.13	52.94
应收账款（亿元）	2.80	6.52	10.02	10.77
其他应收款（亿元）	119.70	122.10	131.20	140.18
存货（亿元）	93.64	137.94	134.98	135.47
长期股权投资（亿元）	43.15	46.78	45.72	45.82
固定资产（亿元）	16.47	19.70	25.20	26.43
在建工程（亿元）	17.87	21.47	24.14	26.33
资产总额（亿元）	433.75	467.76	506.64	549.04
实收资本（亿元）	25.00	30.00	38.00	38.00
少数股东权益（亿元）	17.18	17.66	18.51	23.39
所有者权益（亿元）	194.17	203.07	211.34	217.50
短期债务（亿元）	85.99	81.17	66.63	86.89
长期债务（亿元）	75.72	73.38	113.51	125.39
全部债务（亿元）	161.71	154.55	180.14	212.28
营业总收入（亿元）	13.00	12.78	10.56	3.27
营业成本（亿元）	9.81	10.68	9.48	3.02
其他收益（亿元）	3.30	4.65	4.56	2.06
利润总额（亿元）	3.92	3.29	1.83	1.19
EBITDA（亿元）	8.76	8.20	7.26	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	19.80	10.07	8.60	2.02
经营活动现金流入小计（亿元）	70.93	107.80	27.86	19.54
经营活动现金流量净额（亿元）	-23.35	-14.71	3.39	-2.47
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.24	4.76	-26.00	-4.22
筹资活动现金流量净额（亿元）	17.27	2.72	21.07	27.78
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.19	2.52	1.23	--
存货周转次数（次）	0.12	0.09	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.02	--
现金收入比（%）	152.32	78.77	81.41	61.76
营业利润率（%）	19.30	13.99	5.75	5.60
总资本收益率（%）	2.07	2.11	1.45	--
净资产收益率（%）	1.57	1.60	0.75	--
长期债务资本化比率（%）	28.06	26.54	34.94	36.57
全部债务资本化比率（%）	45.44	43.22	46.01	49.39
资产负债率（%）	55.24	56.59	58.29	60.39
流动比率（%）	198.60	182.85	197.54	203.28
速动比率（%）	131.01	98.39	111.63	124.26
经营现金流动负债比（%）	-16.85	-9.01	2.16	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.32	0.38	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	1.77	1.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.47	18.84	24.80	--

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数，2025 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告合并口径将其他应付款和长期应付款带息部分分别纳入短期债务和长期债务核算；3. “--”代表指标不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.39	3.83	3.79	11.11
应收账款（亿元）	0.01	0.01	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	152.71	204.46	193.42	192.91
存货（亿元）	0.29	0.50	0.60	0.79
长期股权投资（亿元）	75.74	76.91	81.67	81.67
固定资产（亿元）	2.86	2.78	2.12	2.10
在建工程（亿元）	0.52	0.44	0.44	0.44
资产总额（亿元）	249.60	300.02	293.08	300.07
实收资本（亿元）	25.00	30.00	38.00	38.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	93.25	99.56	106.45	107.34
短期债务（亿元）	46.17	48.96	20.22	17.75
长期债务（亿元）	38.00	22.38	44.17	44.66
全部债务（亿元）	84.17	71.34	64.39	62.41
营业总收入（亿元）	4.28	0.01	0.01	0.00
营业成本（亿元）	3.75	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	3.29	3.40	3.67	2.00
利润总额（亿元）	1.14	1.57	1.70	1.09
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.03	0.01	0.11	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	15.31	11.26	19.97	41.70
经营活动现金流量净额（亿元）	-12.38	9.06	7.50	9.93
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.25	-0.46	-6.02	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	6.70	-11.02	-1.53	-2.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.24	0.26	1.27	--
存货周转次数（次）	4.98	0.00	0.01	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.00003	0.00003	--
现金收入比（%）	257.92	87.04	1410.68	106.88
营业利润率（%）	9.80	-202.92	-298.50	-448.77
总资本收益率（%）	2.77	2.56	2.67	--
净资产收益率（%）	1.22	1.57	1.59	--
长期债务资本化比率（%）	28.95	18.35	29.33	29.38
全部债务资本化比率（%）	47.44	41.74	37.69	36.77
资产负债率（%）	62.64	66.82	63.68	64.23
流动比率（%）	134.70	122.14	151.17	161.83
速动比率（%）	134.46	121.85	150.71	161.20
经营现金流动负债比（%）	-10.46	5.30	5.73	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.08	0.19	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数，2025 年一季度财务数据未经审计；2. 公司本部有息债务未经调整；3. 因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，以“/”列示；4. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表及公司提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持