

信用等级公告

联合〔2020〕519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拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定无锡市惠山国有投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，无锡市惠山国有投资控股集团有限公司 2020 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



无锡市惠山国有投资控股集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 5 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年, 附存续期第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2020 年 3 月 12 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建设投资主体, 专营性优势明显。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, 近年来公司外部发展环境良好, 并持续在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面获得有力的外部支持。同时, 联合资信也关注到, 公司整体业务的持续性有待关注、其他应收款对公司资金形成很大占用、资产质量一般、盈利能力一般等因素给公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务规模影响小, 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度较好。

2019 年改制为有限责任公司后, 公司在法人治理和内部管理制度方面有所完善; 同时, 业务运营将进一步实现实体化和市场化, 公司拟优化现有工程代建业务模式, 并进一步拓展经营性业务, 有望对公司信用基本面形成支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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, 公司主体偿债风险很低, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

- 外部发展环境良好。**近年来, 无锡市及惠山区经济稳定增长。其中, 2018 年惠山区地区生产总值按可比价计算同比增长 7.2%, 人均生产总值达 12.75 万元, 为公司发展提供了良好的外部环境。
- 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主体, 专营性优势明显。
- 外部支持持续有力。**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持续获得有力的外部支持。

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	3
			现金流量	2
		资本结构		3
		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

关注

1. **业务持续性有待关注。**2018 年以来，公司代建工程业务收入全部来自资产整合项目，公益类基础设施项目尚未确定回报方式。
2. **资产质量一般。**公司资产中其他应收款占比大，对公司资金形成很大占用且面临一定的回收风险；土地资产以划拨地为主，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
3. **经营性盈利能力一般。**2016—2018 年，公司营业利润率持续下降，分别为 19.38%、15.28%和 11.63%。利润总额对投资收益以及政府补助依赖大。

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

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	56.12	48.00	29.05	52.21
资产总额(亿元)	349.79	378.79	369.02	380.88
所有者权益(亿元)	118.87	129.33	128.15	129.18
短期债务(亿元)	17.09	31.73	13.85	8.61
长期债务(亿元)	116.55	109.72	119.79	128.99
全部债务(亿元)	133.64	141.44	133.64	137.61
营业收入(亿元)	8.04	10.16	10.87	5.13
利润总额(亿元)	2.15	1.79	3.75	1.03
EBITDA(亿元)	9.33	9.04	12.41	--
经营性净现金流(亿元)	8.81	12.00	-7.47	13.69
营业利润率(%)	19.38	15.28	11.63	15.59
净资产收益率(%)	1.06	2.07	2.92	--
资产负债率(%)	66.02	65.86	65.27	66.08
全部债务资本化比率(%)	52.92	52.24	51.05	51.58
流动比率(%)	214.57	178.83	213.43	220.71
经营现金流动负债比(%)	8.69	9.31	-6.81	--
现金短期债务比(倍)	3.28	1.51	2.10	6.06
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.27	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.33	15.65	10.77	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	218.03	254.60	268.08	282.36
所有者权益（亿元）	54.90	62.84	66.84	68.86
全部债务(亿元)	66.60	84.05	97.49	117.75
营业收入(亿元)	0.00	0.00	10.30	4.84
利润总额(亿元)	2.87	3.00	4.01	2.02
资产负债率（%）	74.82	75.32	75.07	75.61
全部债务资本化比率(%)	54.81	57.22	59.33	63.10
流动比率(%)	128.37	131.59	145.20	171.49
经营现金流动负债比(%)	0.34	9.78	-8.23	--

注：公司 2019 年三季度报未经审计

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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
AA ⁺	稳定	2017/07/25	王康、霍正泽、朱煜	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
AA	稳定	2012/04/18	李 洁、董鑒洋	城投债评级方法及风险点简介（2010 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均无版本编号

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。

无锡市惠山国有投资控股集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

无锡市惠山国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”，原名无锡市惠山经济发展总公司、锡山市华龙实业总公司、无锡县华龙实业总公司）是 1993 年 1 月 12 日根据原无锡县计划委员会《关于同意建办无锡县龙华实业总公司等企业的批复》（锡计发〔1992〕689 号）批准设立的集体所有制企业，注册资本为 518 万元，主管部门为无锡县供销合作总社，出资形式为货币。1995 年 8 月，随着无锡县行政区划的变更，公司更名锡山市华龙实业总公司。2001 年 7 月，根据《关于区属企业单位实行属地（就近）管理的意见》（惠发〔2001〕35 号），锡山市华龙实业总公司主管部门变更为无锡市惠山区洛社镇人民政府。后随原锡山市撤市建区，新设锡山区、惠山区，无锡市惠山区国有资产办公室（以下简称“惠山区国资办”）和洛社镇人民政府签署协议书，于 2009 年 7 月以 1 万元的价格受让了公司的全部股权，公司也由此更名为无锡市惠山经济发展总公司，企业性质变更为全民所有制企业。后经多次增资，截至 2018 年底，公司注册资本及实收资本均为 6.25 亿元，惠山区国资办持有公司 100% 股权。2019 年 6 月，根据《惠山区深化国企改革领导小组会议纪要》（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），公司变更为现名，注册资本变更为 10.00 亿元。截至 2019 年 9 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，惠山区国资办仍为全资股东，公司实际控制人为惠山区人民政府。

公司经营范围：从事基础设施建设，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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年 9 月底，公司内设党委办公室、人力资源部、风险合规部、战略发展部等 8 个职能部门，拥有 6 家一级子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 369.02 亿元，所有者权益 128.15 亿元（其中少数股东权益 2.50 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 10.87 亿元，利润总额 3.75 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 380.88 亿元，所有者权益 129.18 亿元（其中少数股东权益 2.50 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.13 亿元，利润总额 1.03 亿元。

公司住所：江苏省无锡市惠山区政和大道 196 号；法定代表人：张念洲。

二、本期中期票据概况

公司计划注册总金额为 20.00 亿元的中期票据发行额度。公司本次拟发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为 5.00 亿元，发行期限为 3+2 年，附存续期第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金全部用于偿还公司有息债务。本期中期票据每年付息一次，本金于到期日一次性兑付。

三、宏观经济和政策环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

1. 经济增速继续下行，消费者价格与生产者价格持续背离，就业压力较大，财政收支缺口扩大

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年同比增长 6.1%，为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第三第四季度同比增长 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况。2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模。

(1) 消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年

高 4.9 个百分点。2019 年货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

(2) 工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.6 个百分点，运行于近 10 年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降 14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长 12.4%、12.0% 和 12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长 3.5%。12 月份，服务业业务活动预期指数为 59.1%，增长势头较好。

(3) 居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨 42.5%。食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。

(4) 财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大

2019 年，全国一般公共预算收入 190382

亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

(5) 就业形势基本稳定，但就业压力持续存在

在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年 31 个大城市调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是实施全面降准及结构性普惠降准，全面降准一次，结构性降准两次，“三挡两优”的存款准备金框架初步形成，为市场注入了适度充裕的流动性；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下降 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下调。结构性政策方面，营商环境继续改善，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励中小企业加快成长。

3. 宏观经济及政策前瞻

(1) 新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长

在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据相当惨淡。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返乡问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

(2) 受新冠疫情影响，通胀和失业压力进一步增加。

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面由于下游产业大面积停产停工又导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业开工复产，甚至较长时期的停业会使部分企业破产倒闭，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

(3) 积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。

财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债限额 8480 亿元（其中一般债限额 5580 亿元、专项债限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对

2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

(4) 稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。

央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10BP，5 年期报价 4.75，下调 5BP，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

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清理、甄别，明确了全国地

方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、

压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板的力度》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
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》财金〔2018〕10 号	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

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，无锡市及惠山区经济稳定增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

无锡市

无锡市位于江苏省南部，地处长江三角洲平原，现辖5个区及2个县级市，全市总面积4627.47平方千米。

根据无锡市发布的统计公报，2016—2018年，无锡市经济持续发展，分别实现地区生产总值9210.02亿元、10511.80亿元和11438.62亿元。其中，2018年无锡市实现第一产业增加值125.07亿元，比上年下降0.3%；第二产业增加

值5464.01亿元，比上年增长8.0%；第三产业增加值5849.54亿元，比上年增长7.1%；三次产业比例调整为1.1:47.8:51.1。人均地区生产总值达到17.43万元。2018年，无锡市规模以上工业企业实现增加值3618.71亿元，比上年增长9.0%；全社会固定资产投资比上年增长5.8%。

房地产市场平稳发展。2018年无锡市全年房地产业实现增加值591.93亿元，比上年增长7.9%。房地产开发投资比上年增长9.4%；商品房施工面积为5994.51万平方米，比上年增长4.5%；竣工面积761.67万平方米，比上年下降32.6%。2018年商品房销售面积1378.35万平方米，比上年增长16.6%；商品房销售额1582.44亿元，比上年增长26.2%。

惠山区

惠山区位于无锡市西北部，东接锡山区，西靠常州市武进区，南连梁溪区，北邻江阴市。截至2018年底，全区总面积325.12平方千米，下辖1个省级开发区（无锡市惠山经济开发区）、5个街道（堰桥街道、长安街道、钱桥街道、前洲街道、玉祁街道）、2个镇（洛社镇、阳山镇），共有86个城镇社区、29个农村社区。户籍总户数15.60万户，户籍人口48.91万人，常住人口71.22万人。

2016—2018年，惠山区经济保持增长，分别实现地区生产总值722.40亿元、830.53亿元和907.38亿元。其中，2018年惠山区地区生产总值按可比价计算同比增长7.2%，人均生产总值12.75万元。产业结构持续优化，实现第一产业增加值16.38亿元，第二产业增加值530.30亿元，第三产业增加值360.71亿元，三次产业比例调整为1.8:58.4:39.8，第三产业增加值占地区生产总值比重比上年提高0.8个百分点。规模以上工业总产值1470.17亿元，同比增长15.0%。固定资产投资增长6%。

房地产业平稳发展。2018年惠山区全年商品房销售面积217.14万平方米，同比增长6.5%，其中住宅销售面积201.31万平方米，同比增长

8.3%；全年商品房销售额251.49亿元，同比增长44.3%，其中住宅销售额238.14亿元，同比增长50.8%。

五、基础素质分析

1. 股权概况

截至2019年9月底，公司实收资本为6.25亿元，注册资本10.00亿元，惠山区国资办为全资股东，公司实际控制人为惠山区人民政府。

2. 人员素质

公司主要高管曾在政府单位任职，有一定管理经验，员工整体文化素质较高，能满足公司日常经营需求。

截至2019年9月底，公司本部高级管理人员共5人，其中董事长、总裁、常务副总裁、党委副书记，以及财务总监各1人。

张念洲先生，1973年出生，本科学历；曾任无锡县建筑公司施工员，惠山区建设局建管处副主任、建工科科长兼质监站站长，惠山区建设局副局长兼公司副总经理；2019年5月至今任公司董事长兼法定代表人。

王宁海先生，1976年出生，研究生学历；曾任职锡山市物价局科员，惠山区发展计划局科员、物价检查所副所长，惠山区发改局物价检查所所长、价格举报中心主任，惠山区发改局综合计划科科长，惠山区发改局副局长，惠山区前洲街道办事处副主任、前洲配套区党工委副书记、管委会主任；2019年5月至今任公司董事、总裁。

截至2019年9月底，公司本部在职人员32人；按学历划分，本科及以上学历员工28人、大专学历员工3人、中专学历1人；按年龄划分，30岁以下员工8人、30~50岁员工24人。

3. 企业规模

公司是无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设主体，在惠山区专营性优势明显。

公司是无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设主体，在惠山区专营性优势明显。2019年，改制为有限责任公司后，公司在法人治理和内部管理制度方面有所完善；同时，业务运营将进一步实现实体化和市场化，公司拟优化现有工程代建业务模式，并进一步拓展经营性业务，承担城市基础设施建设平台和城市公共服务运营商的职能。

4. 外部支持

近年来，惠山区财力持续增长，财政自给能力很强。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。

2016—2018年，惠山区一般公共预算收入分别为81.4亿元、85.5亿元和92.3亿元。其中，税收收入持续增长，三年分别为66.8亿元、71.3亿元和79.8亿元，在一般公共预算收入中的比重分别为82.1%、83.4%和86.5%，财政收入质量好。财政自给方面，2016—2018年，惠山区财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）分别为105.5%、103.3%和110.3%，财政自给能力很强。同期，以土地出让金为主的政府性基金收入分别为17.0亿元、50.5亿元和64.7亿元；转移性收入分别为14.4亿元、13.4亿元和14.9亿元。截至2018年底，惠山区地方政府债务余额115.96亿元。其中，一般债务24.33亿元，专项债务91.63亿元。

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持续获得有力的外部支持。

资产注入

2016年，惠山区政府向公司无偿划拨惠山区党校的房产及土地共计0.16亿元，计入“资本公积”。

政府补助

2016—2018年，公司分别收到政府补助0.14亿元、1.04亿元和3.05亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。

政府债务置换

截至2016年底，公司已完成2014年认定的政府债务置换，累计获得惠山区政府转拨的政府债务置换资金11.31亿元，反映在“其他非流动负债”。其中无锡市惠城供水经营有限公司收到的政府债务置换款4.30亿元，无锡惠山新农村建设发展有限公司（“双置换安置房项目”实施主体）收到的政府债务置换款7.01亿元，上述资金由财政安排预算支出进行偿还。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司被列为失信被执行人名单。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10320206011330904），截至2019年2月19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2月19日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

改制后，公司在法人治理和内部管理制度方面有所完善，可满足现阶段发展需求。公司现有章程和管理制度的执行情况尚可。

1. 法人治理结构

2019年改制为有限责任公司后，公司依据《公司法》及相关法律、行政法规的规定，重新建立了法人治理结构，不再采用总经理负责制，增设了董事会、监事会，更新了管理层设置。

公司不设股东会，惠山区国资办作为公司最高权力机构依法履行股东职责，同时维护公司享有的经营自主权，依照有关规定授权公司

董事会行使出资人部分职责，审议公司重大事项。

公司设董事会，由5名董事组成，其中职工董事1名，由公司职工代表大会选举产生；其余4名董事由股东委派产生。董事任期不超过3年，任期届满经惠山区国资办委派可以连任。董事会设董事长1人，由惠山区国资办提名。公司董事会负责根据惠山区国资办的审核意见决定公司的发展战略和中长期发展规划，并报惠山区国资办备案；决定公司的投资计划并报惠山区国资办备案；制订公司年度财务预算决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；决定公司内部管理机构设置；制定公司的基本管理制度等。

公司设监事会，监事会共5名监事，其中3名由惠山区国资办委派，2名由公司职工代表大会选举产生。监事会主席由全体监事选举产生。监事任期每届3年。监事负责检查公司财务，检查公司的经营效益、利润分配、国有资产保值增值、资产运营等情况，检查公司负责人的经营行为，并对其经营管理业绩进行评价，提出奖惩和任免建议等。

公司设总经理（总裁）1名，常务副总经理（常务副总裁）1名，副总经理（副总裁）3名。公司可根据需要设立总经理（总裁）助理、总法律顾问等管理岗位。总经理（总裁）对董事会负责，接受监事监督，履行主持公司经营管理工作，组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案等职责。

截至2019年9月底，公司董事和监事到岗情况均与章程一致。3名副总经理（副总裁）因公司刚改制尚未实际到岗。整体看，人员到位情况尚可。

2. 内部管理体制

改制后，公司为规范公司内部管理体制，向企业管理专业化转变，制定了包括“三重一大”决策制度、财务管理制度、薪酬管理制度、绩效考核管理办法、内部审计管理制度以及投资评审实施细则在内的一系列内部管理制度。

为规范决策行为，提高决策水平，防范决策风险，公司根据《公司法》《国有企业领导人员廉洁从业若干规定》等法律法规，结合公司实际，制定了“三重一大”决策制度。“三重一大”是指公司的重大决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金运作事项。其中，列入党委会审议或者决策范围的“三重一大”事项包括贯彻执行党的路线方针政策、国家法律法规和上级重大决策、重要工作部署的意见和措施、研究决定公司领导班子成员分工及公司中层正职以上人员兼职等；列入股东审议或决策范围的“三重一大”事项包括审议决定公司的发展战略、中长期发展规划和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等；列入董事会审议或决策范围的“三重一大”事项包括决定公司的发展战略、中长期发展规划和投资计划，审议决定公司借出资金、对外（含子公司）担保计划以及超计划借出资金、融资、担保等事项；列入总裁办公会审议或决策范围的“三重一大”事项包括研究决定公司及子公司投资计划内投资额 100 万元以下的对外股权投资项目方案、研究决定投资额 100 万元以下 50 万元以上固定资产投资项目（含固定资产、无形资产购置，自建自用以及持有物业为目的的房地产项目）方案等。

对外投资方面，为规范企业投资行为，建立和完善企业投资决策及运作程序，根据《公司法》以及其他有关法律、法规和规范性文件，公司制定了投资评审实施细则。资本运营部是公司投资事项的归口管理部门，负责对投资项目上报材料的完整性和内容的充分性进行审查。风险合规部在投资项目评审过程中，负责就项目合规风险提出意见，供投资与规划委员会及董事会决策参考。董事会授权总裁办公会具体负责公司投资业务的立项审批。

对子公司管理方面，公司实行全面预算管理，要求所有经营活动全面纳入预算管理范畴。

公司计划财务部负责全面预算管理工作。下属各级子公司财务部负责本单位预算管理的日常工作。经批准后的预算指标由计划财务部分解落实到预算责任单位组织实施。

对外担保方面，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。董事会为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，作决策意见后报送董事会审批。资本运营部负责对担保业务申请进行资料收集和审核，风险合规部负责对担保业务申请进行法律资格审核，风险合规部、资本运营部负责担保管理事务，并对担保事项进行全过程监控。

七、经营分析

1. 经营概况

近三年，公司营业收入持续增长，构成以代建工程收入为主，毛利率水平受营改增以及项目类型变化影响持续下降。

2016—2018 年，公司营业收入持续增长，近三年分别为 8.04 亿元、10.16 亿元和 10.87 亿元。从收入构成看，营业收入主要来自代建工程业务，其他业务收入主要由房产项目租售收入构成。

毛利率方面，公司整体毛利率持续下降，近三年分别为 19.78%、15.91%和 12.33%。其中，代建工程业务毛利率持续下降，2017 年同比下降系营改增所致，2018 年同比下降系项目类型由安置房建设等变化为资产整合项目所致；其他业务毛利率受房产项目租售占比以及出售毛利率变动影响，呈现下滑趋势。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.13 亿元，相当于 2018 年全年的 47.23%，整体业务毛利率为 16.16%，较 2018 年有所上升。

表3 公司2016—2018年及2019年1—9月营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程收入	7.88	98.03	18.72	10.00	98.38	15.30	10.30	94.76	10.12	4.84	94.27	11.07
其他业务收入	0.16	1.97	72.66	0.16	1.62	53.07	0.57	5.24	52.53	0.29	5.73	100.00
合计	8.04	100.00	19.78	10.16	100.00	15.91	10.87	100.00	12.33	5.13	100.00	16.16

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、白蚁防治和资产管理收入等

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）代建工程业务

近年来，公司工程代建业务收入持续增长，毛利率持续下降，收入回款质量较好。2018 年以来，公司工程代建业务收入全部来自资产整合项目，公益类基础设施项目尚未确定回报方式，未来业务持续性有待关注。

2017年及之前，根据公司与惠山区政府签订的委托代建合同（主要为安置房、保障房项目），惠山区政府以公司每年实际支出的投资额加成一定比例与公司进行结算，公司以此确认收入。工程竣工后，惠山区政府根据审计结果据实调整实际结算金额，确定工程价款总额。工程通过交工验收合格后次日开始支付工程价款。截至2017年底，公司与政府签订委托代建合同的项目已全部完成结算并基本完成回款。尚未签订合同的代建工程项目主要系学校、政府机构办公楼等公益类基础设施项目，绝大多数体现在“在建工程”科目，少量放在“存货”科目。

2018年开始，公司新增代建工程项目主要系公益类基础设施项目和资产整合项目，仍受惠山区政府委托进行。其中，公益类基础设施项目建设内容主要包括医院、学校、政府机构办公楼、以及纪念馆等项目，因尚未确定回报方式故未与政府签订协议。项目资金均来源于财政拨款，公司仅负责项目代建、不负责项目融资。资产整合项目资金来源为自筹，公司在资产收购后进行附着物拆迁、资产处置、配套基础设施建设等业务，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。

截至2019年9月底，公司在建及拟建的公益类基础设施项目总投资额5.26亿元，已投资0.35亿元，在建拟建项目总量小，未来是否确认收入以及收益情况存在较大不确定性。公司参与的资产整合项目系无锡市雪丰钢铁厂的去产能项目。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。2017—2018年公司支出约28亿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年底调整至“存货”。2018年及2019年1—9月，公司代建工程收入合计15.13亿元，全部来自雪丰钢铁厂项目，截至2019年9月底，已回款15.13亿元，存货中尚未结转成本约14亿元。公司目前暂无其他资产整合项目。公司的代建工程板块业务未来持续性有待关注。

2016—2018年，公司代建工程业务收入持续增长，分别为7.88亿元、10.00亿元和10.30亿元；毛利率持续下降，近三年分别为18.72%、15.30%和10.12%，2017年同比下降系营改增所致，2018年同比下降系项目类型由安置房建设等变化为资产整合项目所致。2019年1—9月，

该板块实现营业收入4.84亿元，毛利率11.07%。

(2) 其他业务

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，收入规模小，整体毛利率水平高。

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，2016—2018年以及2019年1—9月分别实现收入0.03亿元、0.01亿元、0.26亿元和0.00亿元。房产出租收入主要来自新经济创业中心一期项目，其余物业为惠山金融街和天力商业广场，同期分别实现收入0.13亿元、0.15亿元、0.22亿元和0.18亿元。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8.05亿元，计入“存货”。截至2019年9月底，存货中账面余额5.86亿元，用于出租部分已转入“投资性房地产”，账面余额1.80亿元。毛利率方面，其他业务毛利率受商业房地产项目租售占比以及出售毛利率变动影响，呈现下滑趋势。

3. 特殊事项

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。除此之外，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，同时加大了催讨力度，业务风险得到一定程度控制。

第一，“双置换安置房项目”系公司通过子公司无锡惠山新农村建设发展有限公司拨付给各镇（街道）的安置房建设款，由各镇（街道）自行进行安置房的建设，并由各镇（街道）向公司支付利息及本金。财务处理上，公司投入建设款计入在建工程，待项目建成后，各乡镇偿还借款本金计入货币资金冲减在建工程；公

司对于上述借款每年收取约10%左右的借款利息，计入当期损益，抵扣公司当期财务费用。公司针对该项目进行的融资已被列入政府债务，截至2016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，未收到的利息累积计入“其他应收款”。截至2019年9月底，借出资金本金为23.61亿元，累计应收利息18.47亿元。近年来，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 公司借出资金本息情况（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
本金	309783.59	306333.59	306333.59	236058.84
应收利息	95333.09	132795.80	153153.90	184715.09
合计	405116.68	439129.39	459487.49	420773.93

资料来源：公司提供

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。2016—2018年以及2019年1—9月，公司分别确认资金拆借利息收入3.29亿元、3.54亿元、3.68亿元和3.17亿元。

4. 未来发展

改制后，公司作为城市基础设施建设平台和城市公共服务运营商，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。

改制后，公司作为城市基础设施建设平台和城市公共服务运营商，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，逐步实现政府隐性债务向经营性债务转变。

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 2019 年 9 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 0.03 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

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年度财务报表，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表均进行了审计，并均出具了标准无

保留意见的审计结论。公司 2019 年 1—9 月财务报表未经审计。

从合并范围看，2016—2018 年，公司合并范围内子公司未发生变化。2019 年 1—9 月，公司投资新设子公司无锡惠山金融服务集团有限公司。截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并财务报表范围的一级子公司共计 6 家。考虑到合并范围变化涉及的子公司规模小，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，结构上以流动资产为主。其中，以往来款和资金拆借款为主的其他应收款占比高，对公司资金形成很大占用，且存在一定回收风险。公司划拨土地资产规模较大。总体看，公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

2016—2018 年，公司资产总额波动增长，年均复合增长 2.71%。截至 2018 年底，公司资产总额 369.02 亿元，较上年底下降 2.58%，主要系货币资金、预付款项、长期股权投资和投资性房地产下降所致。公司资产结构以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.96	15.71	46.61	12.30	28.85	7.82	52.17	13.70
其他应收款	132.60	37.91	159.89	42.21	164.07	44.46	169.65	44.54
存货	12.12	3.46	11.19	2.95	30.24	8.19	24.01	6.30
流动资产	217.70	62.24	230.46	60.84	234.29	63.49	245.88	64.55
长期股权投资	47.37	13.54	54.49	14.39	47.29	12.82	47.40	12.44
无形资产	65.07	18.60	65.03	17.17	64.90	17.59	64.90	17.04
非流动资产	132.09	37.76	148.33	39.16	134.73	36.51	135.01	35.45
资产总额	349.79	100.00	378.79	100.00	369.02	100.00	380.88	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2019 年三季报整理

2016—2018 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 3.74%。从构成来看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 28.85 亿元，较上年底下降 38.11%，主要包含银行存款 24.46 亿元，其他货币资金 4.39 亿元和少量库存现金。

受限资金合计 2.22 亿元，受限比例 7.68%，系银行承兑汇票保证金和已质押的定期存款。

2016—2018 年，公司应收账款波动较大。截至 2017 年底，公司应收账款 0.34 亿元，较上年底大幅减少 5.84 亿元，系公司收到惠山区财政局工程代建回款所致。截至 2018 年底，公司应收账款 10.86 亿元，较上年底增加 10.52 亿元，主要系公司尚未收到雪丰钢铁厂项目回款所致。

2016—2017 年，公司预付款项均为 9.39 亿元，系二级子公司无锡惠远建设发展有限公司对无锡市康达建筑安装有限公司、无锡万昌交通工程有限公司等四家单位支出的工程垫付款，对应工程长时间处于已完工未结算状态。截至 2018 年底，公司预付款项 11.31 万元，较上年底大幅下降，系公司进行账务调整，计入“其他应收款”所致。

2016—2018 年，公司其他应收款不断增长，年均复合增长 11.23%。截至 2018 年底，公司其他应收款 164.07 亿元，较上年底增长 2.61%。公司其他应收款规模大，主要由五部分构成：单独计提坏账准备的款项 1.01 亿元（全额计提坏账准备 1.01 亿元），按账龄计提坏账准备的其他应收款 1.07 亿元（计提坏账准备 0.26 亿元）、保证金及备用金 1.58 亿元（不计提坏账准备），应收关联方的款项 5.51 亿元（不计提坏账准备），以及公司应收政府及相关单位的款项 156.18 亿元（不计提坏账准备，其中一年内占 38.71%、1—2 年内占 19.39%、2—3 年内占比 20.28%、三年以上占比 21.62%）。其中，公司应收政府及相关单位的款项包含惠山区各乡镇基础设施建设工程项目的有息借款本息 45.95 亿元，其余主要为往来款。公司对外资金借出期限较长，且未计提坏账准备，未充分反映对外借款可能面临的坏账风险。公司应收政府及相关单位的款项中，前五名合计 73.54 亿元，占其他应收款期末账面余额的 44.46%。其中，应收无锡惠创 1—2 年往来款 26.65 亿元，应收无锡惠源投资发展有限公司 1—3 年往来款 22.56

亿元和无锡市国土局土地款 12.22 亿元（实际为公司和融创中国进行联合开发代垫工程款）。总体看，公司其他应收款规模大，对资金形成很大占用，存在一定的坏账风险。

2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 57.93%。截至 2018 年底，公司存货 30.24 亿元，较上年底增长 170.27%，主要包括雪丰钢铁厂项目成本 19.36 亿元、新经济创业中心一期项目成本 5.86 亿元以及少量的土地开发成本、基础设施建设项目成本等。

2016—2018 年，公司非流动资产年均复合增长 1.00%。从构成看，公司非流动资产主要由长期股权投资和无形资产构成。

2016—2018 年，公司长期股权投资波动幅度较大。截至 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%，天一新城基础设施建设主体）的资产重新评估产生的净资产增值。截至 2018 年底，公司长期股权投资 47.29 亿元，较上年底下降 13.21%，主要系转让无锡新洛新市镇发展有限公司股权给无锡市惠山区洛社镇经济贸易服务中心所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产波动增长。截至 2017 年底，投资性房地产 8.50 亿元，同比增加 8.11 亿元，主要系公司外购 6.51 亿元科技创业服务中心三期房产，以及新增新经济创业中心一期项目用于出租部分 1.65 亿元由存货转入所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产 2.25 亿元，较上年底下降 73.54%，主要系转让了科技创业服务中心三期房产 6.51 亿元所致。

2016—2018 年，公司固定资产保持相对稳定。截至 2018 年底，公司固定资产 6.06 亿元，构成主要为污水管网、残疾人托养中心、政和大道房产和天力花园房产，成新率 93.59%。

2016—2018 年，公司在建工程年均复合下

降 0.24%。截至 2018 年底，公司在建工程 11.95 亿元，较上年底下降 8.42%，全部系公益性基础设施代建项目投入。

2016—2018 年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合下降 0.13%。截至 2018 年底，公司无形资产 64.90 亿元，较上年底下降 0.20%，主要为土地使用权。其中，出让土地 1.06 亿元，其余均为划拨地。公司未来主要通过一二级联合开发或土储收储的形式进行资产盘活。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 380.88 亿元，较上年底增长 3.21%。公司资产结构变化较小，其中流动资产占 64.55%，非流动资产占 35.45%。截至 2019 年 9 月底，公司货币资金 52.17 亿元，较上年底增长 80.81%，主要系雪丰钢铁厂项目回款以及处置二级子公司无锡惠远建设发展有限公司股权所致；应收账款下降明显，系收到钢铁厂地块开发业务回款所致；存货 24.01 亿元，较上年底下降 20.60%，主要系雪丰钢铁厂项目成本结转以及处置二级子公司无锡惠远建设发展有限公司股权所致；其余重要科目变动较小。

截至 2019 年 9 月底，公司受限资产 6.59 亿元。其中，货币资金 4.80 亿元，为银票保证金；无形资产 1.79 亿元，用于抵质押借款。

3. 资本结构

近年来，受益于经营盈余的积累以及长期股权投资损益调整，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无形资产的

土地使用权，所有者权益稳定性较好。

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 3.83%。公司所有者权益构成主要为资本公积，在所有者权益中的比重超过 70%。2016—2018 年，公司实收资本无变化，为 6.25 亿元；资本公积年均复合增长 1.54%。截至 2017 年底，公司资本公积 101.36 亿元，较上年底增长 8.13%，系调整 2011 年度受让股权投资出资 0.25 亿元以及按持股比例享有权益法核算的长期股权投资资本公积变动 7.37 亿元。截至 2018 年底，公司资本公积 96.64 亿元，较上年底下降 4.65%，系公司转让按持股比例享有权益法核算的长期股权投资导致资本公积减少 4.61 亿元，以及子公司增资追溯调整应享有的权益份额导致资本公积减少 0.10 亿元。公司资本公积主要来源为无形资产的土地使用权、长期股权投资变动、受让股权以及固定资产中的污水管网等。2016—2018 年，公司未分配利润持续增长，年均复合增长 53.64%，经营盈余累积较好。其它综合收益系 2016 年对联营企业无锡惠憬城市发展有限公司的投资由成本法调整为权益法核算所致。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 129.18 亿元，较上年底增长 0.80%，系未分配利润的累积所致。

整体看，考虑到公司资本公积规模大且其主要构成为无形资产的土地使用权，所有者权益稳定性较好。

表 6 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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	5.26	6.25	4.83	6.25	4.88	6.25	4.84
资本公积	93.74	78.86	101.36	78.37	96.64	75.41	96.64	74.81
未分配利润	4.97	4.18	7.82	6.05	11.73	9.15	12.76	9.88
其它综合收益	9.08	7.64	9.08	7.02	9.08	7.09	9.08	7.03
归属于母公司权益	115.98	97.57	126.45	97.77	125.65	98.05	126.68	98.06
少数股东权益	2.89	2.43	2.89	2.23	2.50	1.95	2.50	1.94
所有者权益	118.87	100.00	129.33	100.00	128.15	100.00	129.18	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年三季度整理

近年来，公司负债规模和有息债务均有所增长，结构上，有息债务以长期债务为主，且长期借款和应付债券呈现此消彼长的趋势。公司整体债务负担较重，在2020年和2021年面临一定的集中偿付压力。

2016—2018年，公司负债年均复合增长2.13%。截至2018年底，公司负债240.87亿元，较上年下降3.44%。从负债结构看，流动负债和非流动负债比重基本相当。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.28	1.85	2.58	1.03	4.00	1.66	2.60	1.03
其他应付款	81.10	35.12	86.91	34.84	86.25	35.81	90.93	36.13
一年内到期的非流动负债	4.11	1.78	27.05	10.84	8.69	3.61	1.21	0.48
其他流动负债	0.00	0.00	5.00	2.00	5.00	2.08	9.00	3.58
流动负债	101.46	43.94	128.87	51.66	109.77	45.57	111.40	44.26
长期借款	90.55	39.21	70.92	28.43	58.99	24.49	53.19	21.13
应付债券	26.00	11.26	38.80	15.55	60.80	25.24	75.80	30.12
其他非流动负债	11.31	4.90	10.87	4.36	11.31	4.70	11.31	4.49
非流动负债	129.46	56.06	120.58	48.34	131.10	54.43	140.30	55.74
负债	230.92	100.00	249.46	100.00	240.87	100.00	251.70	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2019年三季度整理

2016—2018年，公司流动负债规模有所波动，年均复合增长4.02%。截至2018年底，公司流动负债109.77亿元，较上年下降14.82%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2016—2018年，公司短期借款年均复合下降3.33%。截至2018年底，公司短期借款4.00亿元，较上年增长55.04%，全部为保证借款。

2016—2018年，公司其他应付款年均复合增长3.13%。截至2018年底，公司其他应付款86.25亿元，较上年下降0.75%，构成主要为公司对惠山区各级政府机构以及国有企业的往来款。按账龄区分，在1年以内的占比49.55%，1~2年的占比15.89%，2~3年的占比6.79%，3年以上的占比27.77%，部分账龄较久。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长45.37%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债8.69亿元，较上年

下降67.89%。构成包括一年内到期的长期借款2.69亿元和一年内到期的应付债券6.00亿元。

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”。截至 2018 年底，公司其他流动负债 5.00 亿元，系公司发行的“18 惠山经发 SCP003”并偿还了“17 惠山经发 SCP002”。

2016—2018年，公司非流动负债年均复合增长0.63%。截至2018年底，公司非流动负债131.10亿元，较上年增长8.72%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。

2016—2018年，公司长期借款快速下降，年均复合下降19.29%。截至2018年底，公司长期借款58.99亿元，较上年下降16.81%。其中，质押借款6.50亿元，保证借款49.58亿元和组合担保借款2.91亿元。

2016—2018年，公司应付债券快速增长，

年均复合增长52.92%。截至2018年底，公司应付债券60.80亿元，较上年底增长56.70%，系公司发行了“18惠山经发MTN001”4.00亿元、“18惠山经发MTN002”7.00亿元以及PPN等债务融资工具所致。

公司其他非流动负债全部由政府债务置换产生。截至2017年底，公司累计已完成政府债务置换11.31亿元，但其中0.44亿元计入“一年内到期的非流动负债”。截至2018年底，公司其他非流动负债11.31亿元，较上年底增长4.06%，系2017年度公司把0.44亿元计入1年内到期的非流动负债，2018年底调入其他非流动负债所致。

有息债务方面，2016—2018年，将其他流动资产中有息部分纳入计算后，公司调整后全部债务年均复合增长1.85%。截至2018年底，公司调整后全部债务138.64亿元，较上年底下降5.33%，其中调整后短期债务占比13.59%。从债务指标上看，2016—2018年，公司资产负债率有所下降，长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率波动下降。截至2018年底，上述指标分别为65.27%、48.31%、51.97%，公司债务负担较重。

2019年9月底，公司负债总额251.70亿元，较上一年底增长4.50%。公司流动负债111.40亿元，较上年底增长1.48%。其中，公司短期借款2.60亿元，较上年底下降35.00%；应付票据4.80亿元，较上年底增长3.64亿元，主要系全额保证金开票所致；一年内到期的非流动负债1.21亿元，较上年底下降86.04%；其他流动负债9.00亿元，较上年底增长80.00%，系公司发行的“19惠山经发SCP001”和“19惠山经发SCP002”。非流动负债140.30亿元，较上年底增长7.02%。其中，应付债券75.80亿元，较上年底增长24.67%，主要系公司发行“19惠山经发MTN001”和“19惠控01”所致。有息债务方面，公司调整后全部债务规模146.61亿元，较上一年底增长5.75%。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为

66.08%、49.96%、53.16%，较上年底均有所增长。2020—2022年，公司计划偿还有息债务31.04亿元、36.75亿元和13.10亿元，公司将在2020年和2021年面临一定的集中偿付压力。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入保持增长，利息支出对利润侵蚀加剧，期间费用控制能力弱。公司利润总额对投资收益以及政府补助依赖大，整体盈利能力一般。

2016—2018年，公司营业收入年均复合增长16.27%。2018年，公司实现营业收入10.87亿元，较上年增长6.89%；同期，营业成本9.53亿元，较上年增长11.44%。2016—2018年，公司营业利润率持续下降，分别为19.38%、15.28%和11.63%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用快速增长，分别为1.33亿元、2.28亿元和4.55亿元，主要系财务费用增长所致。其中，利息支出分别为7.11亿元、7.13亿元和8.54亿元。同期，期间费用占营业收入比重分别为16.51%、22.39%和41.84%，期间费用控制能力弱。

2016—2018年，公司投资收益规模较大，主要系权益法核算的长期股权投资收益。2016—2018年，公司分别收到政府补助0.14亿元、1.04亿元和3.05亿元，在“营业外收入”和“其他收益”反映。同期，公司利润总额分别为2.15亿元、1.79亿元和3.75亿元，公司利润对投资收益和政府补助的依赖性大。

从盈利指标看，2016—2018年，公司调整后的总资本收益率持续增长，分别为3.31%、3.55%和4.61%；同期，公司净资产收益率持续增长，分别为1.06%、2.07%和2.92%。总体来看，公司整体盈利能力一般。

2019年1—9月，公司实现营业收入5.13亿元，相当于上年营业收入的47.23%。同期，公司实现利润总额1.03亿元，公司营业利润率15.59%。

5. 现金流分析

近三年，公司经营活动现金流规模大幅缩减，工程代建回款波动大，筹资活动产生的现金流量规模快速增长，对外融资依赖性强。

经营活动现金流方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入分别为47.40亿元、35.62亿元和21.41亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金三年分别为15.11亿元、16.22亿元和1.01亿元，主要为工程代建收入以及政府项目回款。2016—2018年，公司现金收入比分别为188.04%、159.57%和9.31%，波动较大。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、往来款、资金借出利息回收。2016—2018年，公司经营活动现金流出分别为38.59亿元、23.63亿元和28.88亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金下降明显，分别为15.99亿元、1.90亿元和0.11亿元，系代建前期付款较多且无新增委托代建项目所致。其余经营活动现金流出主要为归还往来借款等活动产生。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为8.81亿元、12.00亿元和-7.47亿元。整体看，公司经营活动现金流规模大幅缩减，工程代建回款波动大。

投资活动现金流方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入分别为13.53亿元、0.04亿元和11.45亿元，主要系出售投资性房地产项目以及处置长期股权投资。2016—2018年，公司投资活动现金流出分别为10.56亿元、7.58亿元和5.86亿元，主要为构建固定资产、无形资产和投资子公司、长期股权投资等支出的现金。2016—2018年，公司投资活动净现金分别为2.97亿元、-7.54亿元和5.60亿元。

筹资活动现金流方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入分别为37.54亿元、71.69亿元和80.00亿元，主要来自取得借款、发行债券、收回保证金和质押定期存款。2016—2018年，公司筹资活动现金流出分别为33.41亿元、78.88亿元和81.34亿元，主要用于偿还债务本息、支付保证金和质押定期存款、购买钢铁厂

地块开发项目。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，分别为4.13亿元、-7.20亿元和-1.34亿元。整体看，公司筹资活动规模快速增长，对外融资依赖性强。

2019年1—9月，公司经营活动现金流净额为13.69亿元，主要系收到钢铁厂地块开发回款所致；公司投资活动现金流净额为11.43亿元，系处置二级子公司无锡惠远建设发展有限公司股权所致；公司筹资活动现金流净额为-4.39亿元，主要系质押定期存款和利息支出规模较大所致。

6. 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。

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率分别为214.57%、178.83%和213.43%；公司速动比率波动下降，分别为202.62%、170.15%和185.88%。截至2019年9月底，上述两指标分别为220.71%和199.16%。经营现金流动负债比分别为8.69%、9.31%和-6.81%，经营性净现金流对流动负债覆盖能力弱。截至2018年底，公司调整后短期债务18.85亿元，剔除受限后的现金类资产26.83亿元是短期债务的1.42倍，保障能力尚可。截至2019年9月底，公司调整后短期债务17.61亿元，剔除受限后的现金类资产47.41亿元是短期债务的2.69倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为9.33亿元、9.04亿元和12.41亿元。同期，公司调整后全部债务/EBITDA分别为14.33倍、16.20倍和11.17倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年9月底，公司银行授信总额度为64.64亿元，已使用授信合计56.64亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2019年9月底，公司对外担保余额14.12亿元，担保比率10.93%。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，公司实际偿债风险很低。

7. 母公司财务概况

母公司资产和负债占合并口径比例较高，收入占比很高，整体债务负担重。

截至 2018 年底，母公司资产总额 268.08 亿元，同比增长 5.29%，占合并口径的 72.65%，主要系存货和应收账款增长所致。从构成看，流动资产占比 63.40%，其中，其他应收款 127.45 亿元（公司应收政府及相关单位的款项为主）和存货 20.66 亿元（雪丰钢铁厂项目成本为主）。非流动资产占 36.60%，主要构成为长期股权投资 74.29 亿元。资产结构较上年底变化较小。截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 282.36 亿元，较上年底增长 5.33%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 66.84 亿元，同比增长 6.36%，占合并口径的 52.16%，主要系未分配利润增长所致。从构成看，实收资本占 9.35%、资本公积占 45.79%、未分配利润占 28.52%、其他综合收益占 13.59%。截至 2019 年 9 月底，母公司所有者权益 68.86 亿元，较上年底增长 3.02%，系未分配利润增长所致。

截至 2018 年底，母公司负债合计 201.24 亿元，同比增长 4.94%，占合并口径的 83.55%，主要系应付债券增长所致。其中，流动负债占 58.16%、非流动负债占 41.84%，流动负债占比有所下降。有息债务合计 97.49 亿元，且大部分为长期债务。截至 2019 年 9 月底，母公司负债合计 213.50 亿元，较上年底增长 6.09%，主要系长期借款和应付债券增长所致。

2018 年，母公司实现营业收入 10.30 亿元，占合并口径的 94.76%，营业利润率为 9.77%；同期，母公司实现利润总额 4.01 亿元，但对长期股权投资形成的投资收益以及政府补助形成

的其他收益依赖性高。2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 4.84 亿元，其他收益 1.26 亿元，利润总额 2.02 亿元。

有息债务方面，截至 2019 年 9 月底，母公司全部债务规模 117.75 亿元。资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率为 75.61%、60.83%、63.10%。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模为 5.00 亿元，分别相当于 2018 年底公司长期债务和调整后全部债务的 4.17%和 3.61%，对公司现有债务规模影响小。

2018 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为 65.27%、48.31%和 51.97%。以公司 2018 年底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，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将分别上升至 65.74%、49.34%和 52.85%。公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务，本期中期票据发行后，公司债务指标或低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行规模为 5.00 亿元，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额的 1.87 倍、1.81 倍和 2.48 倍，EBITDA 对本期中期票据保障程度较强；公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 9.48 倍、7.12 倍和 4.28 倍；同期，公司经营活动现金流净额分别为本期中期票据的 1.76 倍、2.40 倍和 -1.49 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较好。

十、结论

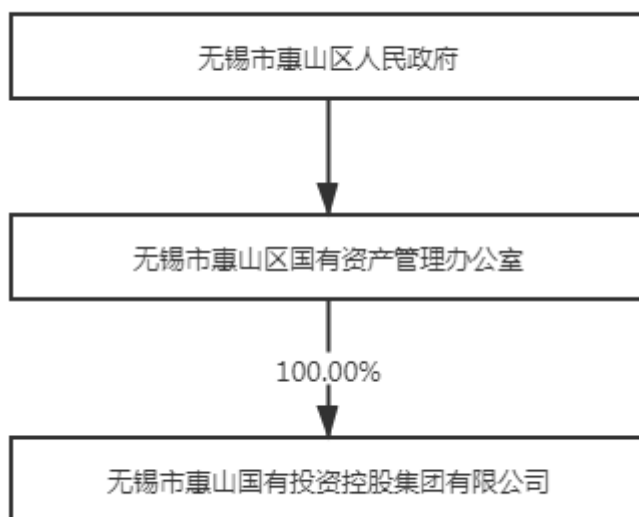
近年来，无锡市及惠山区经济保持稳定增长，为公司发展提供了良好的外部环境。公司是无锡市惠山区重要的城市基础设施建设投资主体，专营性优势明显并持续在资产注入、政府补助以及政府债务置换等方面获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，2018年以来，公司工程代建业务收入全部来自资产整合项目，公益类基础设施项目尚未确定回报方式，经营性的房产租售收入较少，整体业务持续性有待关注；资产中以往来款和资金拆借款为主的其他应收款占比高，对公司资金形成很大占用。公司划拨土地资产规模较大，公司整体资产流动性较弱，资产质量一般；利润总额对投资收益以及政府补助依赖大。

2019年改制为有限责任公司后，公司在法人治理和内部管理制度方面有所完善；同时，业务运营将进一步实现实体化和市场化，公司拟优化现有工程代建业务模式，并进一步拓展垃圾处理、水务和停车等经营性业务，有望对公司信用基本面形成支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

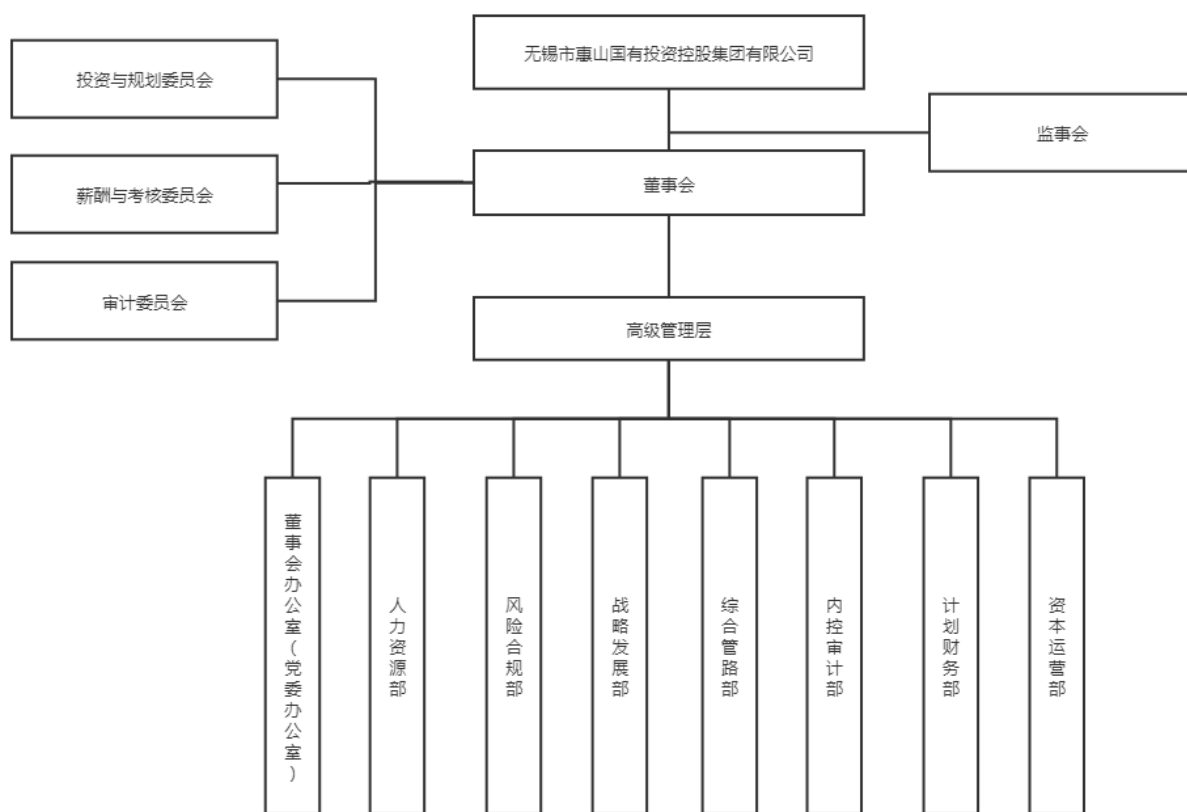
本期中期票据发行对公司现有债务规模影响小，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度较好。

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，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司一级子公司情况

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	投资、资产管理	99.00	--	直接投资
无锡广厦置业有限公司	无锡市	房地产开发	95.00	--	直接投资
无锡惠山新农村建设发展有限公司	无锡市	安置房开发	95.00	--	直接投资
无锡金惠科技发展有限公司	无锡市	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	投资、资产管理	99.29	--	直接投资
无锡惠山金融服务集团有限公司	无锡市	货币金融服务	100.00	--	直接投资

资料来源：根据公司提供资料整理

附件 2 截至 2019 年 9 月底对外担保明细

被担保企业	发生日期	终止日期	担保金额（万元）
无锡惠新资产经营管理有限公司	2019/5/30	2020/5/29	10000.00
无锡惠新资产经营管理有限公司	2018/1/22	2020/12/31	10500.00
无锡惠新资产经营管理有限公司	2018/6/26	2021/6/19	9800.00
无锡市广惠城镇化建设发展有限公司	2017/2/28	2022/2/22	8800.00
无锡前洲资产经营管理有限公司	2013/7/3	2022/7/2	9300.00
无锡市钱桥污水处理有限公司	2014/12/10	2019/12/9	2750.00
无锡金惠水利工程建设发展有限公司	2018/8/17	2020/7/16	5400.00
无锡金穗都市农业发展有限公司	2018/7/30	2020/6/30	5400.00
无锡市惠厦贸易有限公司	2018/8/17	2020/7/16	9000.00
无锡惠基产业发展有限公司	2016/1/6	2020/1/7	11250.00
无锡惠金建设产业发展有限公司	2014/12/5	2020/12/4	24000.00
无锡青穗农业发展有限公司	2014/11/12	2020/11/11	22500.00
无锡市前洲工业水厂	2014/1/3	2020/1/2	2000.00
无锡惠港物流产业有限公司	2014/9/26	2020/9/23	10500.00
合计	--	--	141200.00

资料来源：根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	56.12	48.00	29.05	52.21
资产总额(亿元)	349.79	378.79	369.02	380.88
所有者权益(亿元)	118.87	129.33	128.15	129.18
短期债务(亿元)	17.09	31.73	13.85	8.61
调整后短期债务(亿元)	17.09	36.73	18.85	17.61
长期债务(亿元)	116.55	109.72	119.79	128.99
全部债务(亿元)	133.64	141.44	133.64	137.61
调整后全部债务(亿元)	133.64	146.44	138.64	146.61
营业收入(亿元)	8.04	10.16	10.87	5.13
利润总额(亿元)	2.15	1.79	3.75	1.03
EBITDA(亿元)	9.33	9.04	12.41	--
经营性净现金流(亿元)	8.81	12.00	-7.47	13.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.70	2.24	1.70	--
存货周转次数(次)	0.55	0.73	0.46	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	188.04	159.57	9.31	339.06
营业利润率(%)	19.38	15.28	11.63	15.59
总资本收益率(%)	3.31	3.62	4.69	--
调整后总资本收益率(%)	3.31	3.55	4.61	--
净资产收益率(%)	1.06	2.07	2.92	--
长期债务资本化比率(%)	49.51	45.90	48.31	49.96
全部债务资本化比率(%)	52.92	52.24	51.05	51.58
调整后全部债务资本化比率(%)	52.92	53.10	51.97	53.16
资产负债率(%)	66.02	65.86	65.27	66.08
流动比率(%)	214.57	178.83	213.43	220.71
速动比率(%)	202.62	170.15	185.88	199.16
经营现金流流动负债比(%)	8.69	9.31	-6.81	--
现金短期债务比(倍)	3.28	1.51	2.10	6.06
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.27	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.33	15.65	10.77	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.33	16.20	11.17	--

注：1、2019 年三季度财务数据未经审计；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 4 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.50	16.99	11.03	27.67
资产总额(亿元)	218.03	254.60	268.08	282.36
所有者权益(亿元)	54.90	62.84	66.84	68.86
短期债务(亿元)	7.70	15.95	13.30	10.80
长期债务(亿元)	58.90	68.10	84.19	106.95
全部债务(亿元)	66.60	84.05	97.49	117.75
营业收入(亿元)	0.00	0.00	10.30	4.84
利润总额(亿元)	2.87	3.00	4.01	2.02
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.35	12.09	-9.63	0.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.00	0.00	1.75	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.84	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.04	--
现金收入比(%)	--	--	4.49	352.95
营业利润率(%)	--	--	9.77	10.71
总资本收益率(%)	1.77	2.53	2.44	--
净资产收益率(%)	3.92	5.90	6.00	--
长期债务资本化比率(%)	51.76	52.01	55.75	60.83
全部债务资本化比率(%)	54.81	57.22	59.33	63.10
资产负债率(%)	74.82	75.32	75.07	75.61
流动比率(%)	128.37	131.59	145.20	171.49
速动比率(%)	127.12	130.54	127.55	155.84
经营现金流动负债比(%)	0.34	9.78	-8.23	--
现金短期债务比(倍)	2.01	1.06	0.83	2.56
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计

附件 5 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 6-1 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 6-2 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 6-3 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

联合资信评估有限公司关于 无锡市惠山国有投资控股集团有限公司 2020 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。

无锡市惠山国有投资控股集团有限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。

无锡市惠山国有投资控股集团有限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国有投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，无锡市惠山国有投资控股集团有限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国有投资控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现无锡市惠山国有投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对无锡市惠山国有投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如无锡市惠山国有投资控股集团有限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国有投资控股集团有限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国有投资控股集团有限公司联系，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。