

信用评级公告

联合〔2021〕8596号

联合资信评估股份有限公司通过对无锡市建设发展投资有限公司及其拟发行的 2021 年度第四期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定无锡市建设发展投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，无锡市建设发展投资有限公司 2021 年度第四期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月七日

无锡市建设发展投资有限公司

2021年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10.00 亿元
本期中期票据期限：5 年
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：全部用于偿还信用债券

评级时间：2021 年 9 月 7 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

无锡市建设发展投资有限公司（以下简称“无锡建发”或“公司”）是无锡市重要的城市基础设施建设和环境综合整治工程运营主体。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其外部发展环境良好，业务区域专营优势明显，并在资本注入和政府补助等方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司资产流动性较弱、短期偿债压力大及类金融业务发展面临一定风险等因素可能给公司信用基本面带来的不利影响。

本期中期票据的发行对公司现有债务规模和结构影响小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

随着公司业务多元化发展及代建业务的逐步推进，公司的营业收入规模和利润水平有望保持稳步增长。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，公司主体偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 外部发展环境良好。**2018—2020 年，无锡市地区生产总值逐年增长，经济持续发展，为公司提供了良好的外部发展环境。
- 业务区域专营优势明显。**公司作为无锡市重要的城市基础设施建设和环境综合整治工程运营主体，业务区域专营优势明显。
- 持续获得有力的外部支持。**2018—2020 年，公司持续获得政府补助且规模较大。此外，无锡市国资委分别于 2019 年及 2020 年向公司增资，公司实收资本逐年增长。

关注

- 资产流动性较弱。**近年来，公司存货及长期应收款占资产总额的比重较高，资产流动性较弱。
- 短期偿债压力大。**近年来，公司现金类资产对短期债务的保障程度较低，公司短期偿债能力较弱，短期偿债压力大。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

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

分析师：姚 玥 郑 重

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

3. 类金融业务发展面临一定风险。近年来，公司融资租赁及保理业务规模均较大，受市场波动不确定性影响，类金融业务的发展面临一定风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	26.50	26.61	33.51	29.22
资产总额（亿元）	554.59	626.49	682.88	700.57
所有者权益（亿元）	211.48	260.09	256.35	258.47
短期债务（亿元）	66.23	88.27	147.76	122.28
长期债务（亿元）	197.43	178.95	176.01	205.77
全部债务（亿元）	263.66	267.22	323.77	328.05
营业收入（亿元）	28.17	29.99	39.77	11.03
利润总额（亿元）	5.07	7.55	6.04	3.39
EBITDA（亿元）	8.31	10.98	11.02	--
经营性净现金流（亿元）	35.64	36.56	17.71	11.32
营业利润率（%）	11.73	17.29	14.53	31.15
净资产收益率（%）	1.95	2.38	1.89	--
资产负债率（%）	61.87	58.48	62.46	63.11
全部债务资本化比率（%）	55.49	50.68	55.81	55.93
流动比率（%）	246.89	204.31	156.86	167.62
经营现金流动负债比（%）	25.42	20.51	7.26	--
现金短期债务比（倍）	0.40	0.30	0.23	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	1.19	1.30	--
全部债务/EBITDA（倍）	31.72	24.34	29.38	--

公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	501.18	514.73	527.26	540.75
所有者权益（亿元）	205.15	216.76	210.47	209.79
全部债务（亿元）	218.94	209.11	221.79	227.31
营业收入（亿元）	22.22	19.24	15.46	2.06
利润总额（亿元）	1.63	2.55	2.44	-0.34
资产负债率（%）	59.07	57.89	60.08	61.20
全部债务资本化比率（%）	51.63	49.10	51.31	52.00
流动比率（%）	327.90	235.59	190.63	207.40
经营现金流动负债比（%）	34.60	19.52	11.10	--

注：1.2021 年一季度财务报表未经审计；2.本报告合并口径将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款纳入长期债务核算；3.本报告将母公司其他流动负债纳入短期债务核算；4.“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季度整理

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
AAA	稳定	2021/07/28	姚 玥 郑 重	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	阅读全文
AAA	稳定	2015/06/16	侯煜明 李毅婷	基础设施投资建设企业信用分析要点 （2015 年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由无锡市建设发展投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

无锡市建设发展投资有限公司

2021 年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

无锡市建设发展投资有限公司（以下简称“无锡建发”或“公司”）成立于1991年6月，前身为无锡市投资开发公司。2005年8月，经无锡市人民政府批准，公司重组变更为无锡市建设发展投资公司，出资人为无锡市国有资产监督管理委员会（以下简称“无锡市国资委”）。2012年9月，经无锡市人民政府和无锡市国资委批准，公司改制为国有独资有限公司，并变更为现名，公司注册资本145.00亿元。经多次增资，截至2021年3月底，公司注册资本184.95亿元，实收资本184.95亿元，唯一股东和实际控制人均为无锡市国资委。

公司经营范围：房地产开发与经营（凭有效资质证书经营）；利用自有资产对外投资；工程项目管理；物业管理（凭有效资质证书经营）；城市建设项目的招商引资；城市建设综合开发；市政工程施工、园林绿化工程施工（以上凭有效资质证书经营）；自有房屋、设施设备的租赁（不含融资性租赁）；金属材料、建筑用材料、装饰装修材料、五金交电的销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）。

截至2021年3月底，公司本部内设9个部门，包括投资发展部、融资管理部和工程管理部等。截至2021年3月底，公司合并范围内一级子公司共7家。

截至2020年底，公司合并资产总额682.88亿元，所有者权益256.35亿元（含少数股东权益32.84亿元）；2020年，公司实现营业收入39.77亿元，利润总额6.04亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额

700.57亿元，所有者权益258.47亿元（含少数股东权益31.07亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入11.03亿元，利润总额3.39亿元。

公司注册地址：无锡市夏家边朱家土库58号。法定代表人：唐劲松。

二、本期中期票据概况

公司拟发行2021年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额10.00亿元，期限5年。本期中期票据每年付息一次，到期一次还本，募集资金拟全部用于偿还信用债券。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。

2021年上半年，中国国内生产总值53.22万亿元，不变价累计同比增长12.70%，两年平

1.文中GDP增长均为实际增速，下同。

均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的

水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2018 - 2021 年上半年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	7.10	5.00	4.00	38.60
进口增速 (%)	12.90	1.70	-0.70	36.00
CPI 增幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 增幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。

2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。

2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。

上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑

上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中，国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。

一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.40%，扣除价格因素，实际增长 10.70%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供

较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作

目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20% 的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 2 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受

城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资

占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济及政府财力

公司是无锡市重要的城市基础设施建设和环境综合整治工程运营主体，无锡市经济和财政状况对公司经营发展影响较大。

(1) 区域经济

近年来，无锡市经济持续发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

无锡市位于长江三角洲平原腹地、太湖流域的交通中枢，是全国 15 个经济中心城市之一，也是江苏省确定的重点建设的四个特大型城市之一。无锡市下辖江阴、宜兴 2 个县级市和梁溪、锡山、惠山、滨湖及新吴 5 个区，总面积 4627.47 平方公里。根据第七次人口普查数据，截至 2020 年 11 月 1 日，无锡市常住人口为 746.21 万人，其中，城镇常住人口 617.82 万人，常住人口城镇化率 82.79%。

表3 2018—2020年无锡市主要经济指标

(单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
地区生产总值	11438.62	11852.32	12370.48
规模以上工业企业增加值	3618.71	3753.19	3968.80
固定资产投资	3434.71	3595.94	3815.36

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018—2020年，无锡市地区生产总值逐年增长，分别为11438.62亿元、11852.32亿元和12370.48亿元。根据《2020年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2020年，无锡市地区生产总值同比增长3.70%。分产业看，全市第一产业实现增加值128.10亿元，同比增长1.60%；第二产业实现增加值5751.19亿元，同比增长4.30%；第三产业实现增加值6491.19亿元，同比增长3.20%；三次产业比例调整为1.0:46.5:52.5。2020年，无锡市规模以上工业企业实现增加值3968.80亿元，同比增长6.60%。2020年，无锡市全年固定资产投资完成3815.36亿元，同比增长6.10%。

(2) 政府财力

近年来，无锡市一般公共预算收入持续增长，财政自给能力好。

2018—2020年，无锡市一般公共预算收入分别为1012.28亿元、1036.33亿元和1075.70亿元，其中，税收收入分别为860.51亿元、870.21亿元和889.12亿元，占一般公共预算收入的比重分别为85.01%、83.97%和82.66%，税收占比较高。同期，无锡市一般公共预算支出分别为1055.94亿元、1117.52亿元和1214.92亿元，财政自给率分别为95.87%、92.73%和88.54%，财政自给能力好；同期，无锡市政府性基金收入分别为731.31亿元、797.33亿元和987.95亿元，受国有土地使用权出让收入增长影响，2020年，无锡市政府性基金收入同比增长23.91%。

截至2020年底，无锡市地方政府债务余额1420.80亿元，其中，一般债务余额509.30亿元，专项债务余额911.50亿元，无锡市政府债务负担一般。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本及实收资本均为184.95亿元，无锡市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是无锡市国资委直属企业之一，作为无锡市重要的城市基础设施建设和环境综合整治工程运营主体，业务区域专营优势明显。

无锡市国资委下辖多家企业，分别经营金融业、城建、交通、供水供气、产业投资等业务。其他平台主要从事交通、公共环境建设等特定领域的基础设施建设，无锡建发受政府委托承担无锡市市本级道桥、水利、环境和绿化等基础设施项目投资建设工作，业务区域专营优势明显。

公司自组建以来，承担了大量基础设施项目的投资建设，在无锡市基础设施建设和环境工程治理方面业务区域专营性优势明显。同时，公司积极开发其他公共资源经营领域及类金融等业务，整体竞争力不断提高。

3. 人员素质

公司高管人员具有政府工作背景和管理经验，员工素质能满足公司运营需要。

截至2021年3月底，公司高级管理人员共3人，包括董事长兼总经理1人、副总经理2人。

唐劲松先生，1969年出生，高级会计师，本科学历；曾任无锡市财政局经济建设二处处长，无锡市财政投资评审中心主任，无锡市政府财政投资评审处主任，无锡市太湖新城发展集团有限公司（以下简称“无锡太湖”）党委书记、董事局主席，无锡市环保集团有限公司（原名“无锡绿洲建设投资有限公司”，以下简称“无锡环保”）董事长、总经理；现任无锡城建发展集团有限公司（以下简称“无锡城建”）党委书记、董事局主席，无锡建发董事长、总经理。

邵建东先生，1969年出生，助理会计师，本科学历；曾任无锡市压力仪表厂职员，无锡市煤炭工业公司财务科科长，无锡市财政局副主任科员，无锡建发总经理助理；现任无锡建发董事、副总经理，无锡环保副总经理。

邵练荣先生，1981年出生，本科学历，高级经济师；曾任无锡建发投资发展部职员、副部长、部长、总经理助理，无锡太湖副总裁；现任无锡城建副总裁，无锡建发董事、副总经理，无锡环保副总经理。

从员工结构看，截至2021年3月底，公司共有在职职工1134人。其中，本科及以上学历人员202人；大专及以下人员932人。从年龄构成看，30岁以下人员152人，30~50岁人员666人，50岁以上人员316人。

4. 外部支持

近年来，公司持续在资本注入和政府补助等方面获得有力的外部支持。

（1）资本注入

2019年及2020年，公司分别收到无锡市国资委增资2.60亿元和0.82亿元，计入“实收资本”。

（2）政府补助

2018—2020年，公司分别收到政府补助0.05亿元、0.38亿元和0.47亿元。其中，2020年计入“营业外收入”及“其他收益”科目的金额分别为0.21亿元和0.26亿元。

5. 企业信用记录

近年来，公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：913202002504550757），截至2021年9月3日，公司本部无未结清及已结清的关注及不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2021年9月3日，联合资信未发现公司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

公司法人治理结构合理，董事及监事均按公司章程实际到位，公司管理体系整体运行情况良好。

依据《公司法》及有关法律法规的规定，无锡市人民政府授权无锡市国资委对公司履行出资人职责。公司不设股东会，由无锡市国资委行使股东会职权。

公司设董事会，董事会成员共5人。董事会设董事长1名，由无锡市国资委从董事会成员中指定；职工董事由公司职工大会民主选举产生。董事任期3年，任期届满，可继续委派或由选举产生。

公司设监事会，监事会成员共5人，负责对公司财务、董事及高管等进行监督。其中，3名监事按有关管理规定由无锡市国资委委派产生，2名职工监事由公司职工大会选举。监事会设监事主席1人，由无锡市国资委从监事会成员中指定。监事任期三年，任期届满，非职工监事经无锡市国资委考核合格后可以连任。

公司设总经理1人，总理由董事会决定聘任或解聘，总经理对董事会负责并列席董事会会议，负责主持公司日常生产经营管理工作。公司其他高级管理人员由总经理提名，由董事会决定聘任或解聘。

2. 管理水平

公司管理体制完善，管理制度的有效执行保证了公司重大决策的效力以及项目实施的质量。

公司制定了多项内部管理制度，分别在项目投融资管理、财务管理、资金管理、子公司管理及担保管理等方面确保公司的规范运作。

投融资管理方面，公司投资发展部制定了《无锡市建设发展投资有限公司投资决策委员

会工作细则》和《无锡市建设发展投资有限公司融资管理制度》，加强了公司在投融资方面的风险控制。此外，投资发展部通过对宏观经济形势及公司改革战略进行研究，提出优化集团化管理方案及建议，为公司各项改革提供了支撑。

财务管理方面，公司按照《公司法》以及《企业会计制度》等法律法规的规定，制定了《无锡市建设发展投资有限公司财务管理制度》，明确了各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核等基础工作的规范。

资金管理方面，公司制定了《无锡市建设发展投资有限公司资金管理制度》等资金管理制度。公司本部对下属企业实行资金统一计划和调度，对资金运营实行集中审批。此外，公司制定了每日资金营运报告制度，对公司资金账户管理、资金集中管理和现金管理作了详细规定。

子公司管理方面，公司制定了《无锡市建设发展投资有限公司子公司管理制度》，明确了公司及下属全资及控股子公司在资金预算、投融资资金和营运资金管理及监督的原则和程序。子公司在经营运作、风险管理、人事、财务、资金、担保、投资和内审等事项上应履行公司报告流程和审议程序，及时向公司分管负责人报告重大业务事项，同时，定期向公司上报财务和经营情况书面资料，由公司职能部门共同负责对子公司进行绩效考核和管理。此外，公司对子公司制定了重大经营及财务数据报告等制度，由公司定期进行考核。

担保管理方面，公司制定了《无锡市建设发展投资有限公司担保管理制度》，规定原则上公司不对外提供担保，因业务确实需要对外提供担保时，在了解并审查债务人的经营能力、资信状况和财务风险的基础上，需履行内部报批手续并需经公司董事会批准。公司应对被担保单位的经营管理等方面的情况进行持续追踪。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司主营业务收入持续增长。受合并范围扩大影响，公司林产品业务规模不断扩大，对公司主营业务收入和利润规模形成一定补充。受融资租赁及林产品业务毛利率持续下降影响，公司主营业务毛利率波动增长。

公司主营业务收入由工程承包收入、融资租赁收入、商业保理收入、广告发布收入、停车费收入和 2019 年新增的林产品业务收入构成，其中，主要为工程承包收入。2019 年，公司完成对康欣新材料股份有限公司（以下简称“康欣新材”）的收购，并于 2019 年 12 月取得对其的控制权，林产品业务成为公司营业收入和利润的另一重要来源。2018—2020 年，公司主营

业务收入持续增长。其中，2020 年，公司主营业务收入同比增长 31.24%，主要系融资租赁业务和林产品业务收入增加所致。2021 年 1—3 月，公司主营业务收入相当于 2020 年全年的 27.98%。其中，工程承包收入、融资租赁收入和林产品收入分别占比 18.40%、41.75%和 36.83%。

从毛利率看，2018—2020 年，公司主营业务毛利率波动增长。其中，2020 年，公司主营业务毛利率同比下降 2.27 个百分点，主要系融资租赁业务及林产品业务毛利率同比下降所致。因公司按照《委托建设协议书》协议管理费确认收入，决算成本中包含融资费用，故工程承包业务毛利率低于 1%。2021 年 1—3 月，公司主营业务毛利率为 31.57%，主要系融资租赁及林产品业务毛利率上升所致。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程承包	220447.26	78.59	0.51	190305.13	63.80	0.49	152955.46	39.07	0.47	20151.00	18.40	0.46
融资租赁	49231.85	17.55	56.94	78529.03	26.33	50.34	125301.91	32.01	33.48	45731.18	41.75	49.76
商业保理	10711.95	3.82	45.10	13836.53	4.64	49.49	15874.13	4.06	51.34	3229.58	2.95	46.60
广告发布	98.34	0.04	33.71	103.16	0.03	37.50	71.05	0.02	65.17	64.36	0.06	95.86
停车费	28.22	0.01	100.00	26.69	0.01	100.00	27.79	0.01	100.00	15.27	0.01	100.00
林产品	--	--	--	15471.77	5.19	35.16	97218.72	24.84	9.78	40348.52	36.83	25.18
合计	280517.62	100.00	12.14	298272.31	100.00	17.70	391449.06	100.00	15.43	109539.91	100.00	31.57

注：尾差系四舍五入所致，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）工程承包业务

近年来，工程承包业务收入有所下降，毛利率处于较低水平。无锡市人民政府将根据项目验收及审计情况向公司支付项目投资成本、费用及相关建设管理费，工程承包业务盈利空间较小。

公司承包项目的具体建设一般由无锡市城市重点工程建设办公室（以下简称“重点办”）、无锡市蠡湖地区规划建设领导小组办公室（以下简称“蠡湖办”）和无锡市高速公路指挥部等单位管理。项目参建单位由项目建设管理单位

通过公开招标确定。

对于公司承包建设的无锡市本级基础设施建设项目，建设成本主要体现在“存货”科目，公司根据每年政府核定的竣工决算金额确认收入。同时，依据公司与无锡市人民政府办公室于 2006 年 3 月 21 日签订的《委托建设协议书》，公司负责的代建承包项目按照项目成本的 1%收取项目管理费，盈利空间较小。承包项目工期一般为 2~3 年，大型项目工期为 3~5 年。根据委托代建协议，公司承包的各类基建项目待竣工后，一般有 0.5~1 年的项目试运行期，通过试运行的项目无锡市人民政府将根据项目

验收及审计情况向公司支付项目投资成本、费用及相关建设管理费，其资金回笼较收入确认相对滞后。

截至 2021 年 3 月底，公司工程承包项目主要包括城市交通和水利项目、环境整治项目和其他项目，项目资金投入（含借款利息）303.25

亿元，资金支出规模较大。项目建设资金来源方面，目前银行借款是公司主要的筹资渠道，无锡市政府也通过注资等形式为公司项目资本金筹集提供支持。随着无锡市基础设施的不断完善，公司工程承包业务投资速度有所放缓。

表 5 截至 2021 年 3 月底公司工程承包项目累计资金投入情况（单位：亿元）

项目类别	分包机构	项目资金投入额
城市交通和水利项目	重点办	258.22
	水利建管处	5.52
	小计	263.74
环境整治项目	蠡湖办	21.04
	惠山古镇办	2.60
	园林局	0.84
	园林总公司	0.54
	绿化管委会	0.63
	惠山青龙山保护办公室	7.63
	小计	33.28
其他项目	高速公路指挥部	3.32
	轨道交通	2.91
	小计	6.23
合计		303.25

资料来源：公司提供，联合资信整理

2018—2020 年，公司工程承包业务收入分别为 22.04 亿元、19.03 亿元和 15.30 亿元。毛利率方面，公司工程承包业务毛利率逐年小幅下降，分别为 0.51%、0.49%和 0.47%。因公司按照《委托建设协议书》协议管理费率确认收入，决算成本中包含融资费用，故工程承包业务毛利率低于 1%。回款方面，2018—2020 年，公司收到无锡市财政局支付的代建项目回款分别为 37.22 亿元、28.46 亿元和 20.85 亿元。

2021 年 1—3 月，公司实现工程承包业务收入 2.02 亿元；同期，公司工程承包业务毛利率为 0.46%；公司收到无锡市财政局支付的代

建项目回款 12.11 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司已完工并结算的代建工程共 117 个，主要为环东蠡湖地区环境综合整治（一期）和太湖大道节点改造等 23 个项目，总投资额 223.03 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司存量已确认收入的代建项目已回购金额为 224.98 亿元，均已回购完毕。无锡市财政局支付的回款部分扣除冲减公司当期应收账款外，尚余部分在预收账款科目中结算，用于冲减公司未来代建工程竣工决算后的应收账款。截至 2021 年 3 月底，公司预收账款中预收工程回款为 93.89 亿元。

表 6 截至 2021 年 3 月底公司主要已完工并结算的项目资金投入及回购情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	拟回购金额	已回购金额
环东蠡湖地区环境综合整治（一期）	36.33	36.59	36.59
太湖大道节点改造	17.61	17.77	17.77
新华路	17.48	17.64	17.64
金城东路	14.34	14.46	14.46
新锡路	13.03	13.16	13.16
贡湖大道	12.83	12.93	12.93

塘南路	10.73	10.84	10.84
蓉湖路	10.04	10.14	10.14
金城路	9.07	9.15	9.15
东安路	9.01	9.08	9.08
新坊路	8.97	9.06	9.06
凤宾路延伸	8.67	8.75	8.75
红星路	6.88	6.94	6.94
通江大道	6.62	6.67	6.67
运河路	6.17	6.22	6.22
锡沪路	4.87	4.92	4.92
广石路	4.10	4.15	4.15
广勤路北延	3.37	3.40	3.40
惠河路	2.56	2.58	2.58
凤翔路延伸段	2.13	2.15	2.15
通沙路	11.50	11.60	11.60
桐桥港路	2.57	2.59	2.59
长江北路延伸	4.15	4.19	4.19
合计	223.03	224.98	224.98

资料来源：公司提供，联合资信整理

在建及拟建工程方面，截至 2021 年 3 月底，公司已承接并开工（包含已完工未决算项目）的代建工程共 50 个，主要为无锡市城区路网改造、拓宽和延伸的工程项目，预计总投资 95.08 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司主要在

建工程项目总投资 72.17 亿元，已投资 55.06 亿元，剩余未投资部分资金来源主要为无锡市财政局拨付款。截至 2021 年 3 月底，公司无拟建工程。

表 7 截至 2021 年 3 月底公司主要在建工程项目情况（单位：%、亿元）

项目类别	开工时间	资金来源		资本金是否到位	总投资	已投资	项目进度
		自筹	外部融资				
环太湖河道新一轮水环境综合整治工程	2015.03	30.00	70.00	是	46.75	46.75	已完工未决算
蠡湖大道（金石路-环太湖高速）快速化改造工程	2017.06	30.00	70.00	是	25.42	8.31	在建
合计					72.17	55.06	--

注：1.其余工程项目因较为零散且个体金额较小，故在此处不予列示；2.已完工未决算项目为工程主体实质已完工，但因尚未审计决算，暂未结转确认收入的项目

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）类金融业务²及其他

公司类金融业务由融资租赁业务和商业保理业务构成。近年来，该板块整体收入规模持续增长，毛利率较高，对公司利润形成一定补充。公司类金融业务规模较大，受市场波动不确定性影响，公司类金融业务的发展面临一定风险。

融资租赁业务

融资租赁业务主要由二级子公司无锡财通融资租赁有限公司（以下简称“财通租赁”）运营。财通租赁通过维护在融资租赁业务中建立的客户关系，持续关注客户服务需求并及时提供综合服务解决方案。财通租赁的融资租赁业务以售后回租模式为主。

2.公司类金融板块经营数据未详细披露

财通租赁的售后回租模式如下：公司先与客户针对租赁物签署《融资租赁合同》，客户将租赁物出售给财通租赁，再以分期支付租金的方式从财通租赁处租回。客户需为上述融资租赁服务提供抵押或第三方保证等。财通租赁标的资产主要包括管网资产、污水管网、景区管网、机器设备等。

2018—2020 年，公司融资租赁业务收入持续增长；同期，公司融资租赁业务毛利率逐年下降。2020 年上半年，公司两笔资产证券化业务需将封包日至发行日期间归属专项计划收入从账面冲减调整至其他应付归集款，但相关成本无需变动。受此影响，2020 年，公司融资租赁业务毛利率有所下降。截至 2020 年，公司应收融资租赁款（含转至一年内到期的非流动资产，下同）余额为 174.82 亿元，其中，前五大客户合计 24.34 亿元，占比 13.92%。公司融资租赁业务规模较大，对公司资金形成较大占用。截至 2020 年底，公司关注类资产余额为 7.10 亿元，占应收融资租赁款余额的比例为 4.06%，占比较低。整体来看，随着公司融资租赁业务规模的进一步扩大，公司存在因市场波动导致的风险。

2021 年 1—3 月，财通租赁实现融资租赁收入 4.57 亿元，相当于 2020 年全年融资租赁收入的 36.47%；同期，融资租赁毛利率较上年底平稳回升，为 49.76%。

保理业务

保理业务主要由公司子公司无锡财信商业保理有限公司（以下简称“财信保理”）运营。在保理业务中，财信保理与客户签署保理合同后，客户将合同项下的应收账款等债权转让给财信保理并获取流动资金，财信保理在提供流动资金并管理客户应收账款风险的同时，收取保理使用费。按照保理商的权利和义务，公司操作过的保理业务类型主要有：有追索权明保理、无追索权明保理。财信保理按照保理合同签订的放款金额及实际资金占用天数确认收入。

2018—2020 年，公司商业保理业务收入和毛利率均持续增长。2021 年 1—3 月，公司实现商业保理业务收入 0.32 亿元，毛利率 46.60%。

（3）林产品业务

公司收购并增持国内新型板材生产商康欣新材，对自身主营业务收入和利润规模形成补充。

根据公司于 2019 年 11 月 27 日发布的《无锡市建设发展投资有限公司关于受让康欣新材料股份有限公司股权并过户完成的公告》，公司于 2019 年 8 月 22 日签署了《股份转让协议》，公司成为康欣新材控股股东并为实际控制人，持有康欣新材 15.77% 的股份及 15.77% 股份对应的表决权。2019 年 12 月，公司对康欣新材持股比例增至 19.98%。2020 年 7 月 3 日，公司召开董事会审议通过了《关于无锡市建设发展投资有限公司认购康欣新材料股份有限公司非公开发行股份项目的议案》，并于 2020 年 7 月 27 日由履行国有资产监督管理职责的主体批准。截至 2021 年 3 月底，公司对康欣新材持股比例增至 38.44%。

康欣新材主要从事集装箱底板等优质、新型木质复合材料的研发、生产和销售，木结构房屋设计、研发、生产和销售以及营林造林和优质种苗培育、销售业务。截至 2020 年底，康欣新材合并资产总额 71.40 亿元，合并负债总额 31.40 亿元，合并所有者权益 40.00 亿元。其中，康欣新材存货中消耗性生物资产 299222.62 万元，分布于陕西、湖南及湖北，取得的森林资源资产所有权共计 138.64 万亩³，主要为材林，林权年限为 28 年至 70 年不等。

表 8 林产品消耗性生物资产具体分布及价值情况表
(单位：亩、万元)

类别	省份	林地面积	林木及苗木价值
山林杂木基地	湖北	251425.10	87664.20
	湖南	15937.00	6192.93
	陕西	1119008.70	168419.50

3.速生杨林业基地和绿化苗圃基地为承包林地

	合计	1386370.80	262276.63
速生杨林业基地	湖北	4190.60	3897.24
绿化苗圃基地	湖北	6490.60	33048.75
合计	--	1397052.00	299222.62

资料来源：公司提供，联合资信整理

林产品业务对公司整体收入及利润形成补充。2019—2020 年，康欣新材林产品业务收入 4 同比增长，毛利率同比下降。生产方面，受疫情影响，2020 年，康欣新材的湖北原材料基地一

季度处于停工状态，产能利用率较低，原材料均由浙江基地直接采购现成板材，导致成本同比增长，毛利率下降。2021 年一季度，随着疫情得以控制，公司集装箱底板及 COSB 专线生产线产能利用率已逐渐回升。销售方面，受疫情影响，2020 年公司集装箱底板和环保板销量均出现下滑。2021 年一季度，市场需求出现回暖，集装箱底板销售均价从 0.31 万元/立方米提高到 0.51 万元/立方米，林产品毛利率较 2020 年底有所回升。

表 9 公司林产品业务主要产品产能及产量情况（单位：万立方米、%）

产品名称	2019 年			2020 年			2021 年一季度		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
集装箱底板专线	41.00	26.70	65.12	41.00	17.99	43.88	10.25	7.75	75.58
COSB 专线	27.50	30.60	111.28	27.50	10.68	38.83	3.75	2.26	60.27

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 10 公司林产品业务主要产品销售情况（单位：万立方米、万元/立方米、%）

产品名称	2019 年			2020 年			2021 年一季度		
	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价
集装箱底板	26.12	97.84	0.37	20.42	113.49	0.31	6.56	84.71	0.51
环保板	25.61	95.22	0.27	6.48	107.29	0.19	--	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

（4）其他业务

近年来，公司广告业务和停车费业务收入规模较小，对公司整体营业收入影响小。

根据无锡市人民政府《关于推进无锡市市区户外广告阵地（设施）使用权出让改革实施意见》，2009 年以来，无锡市加快推进户外广告设施使用权出让的相关招拍挂制度、办法建设，委托具体国有单位负责公共广告设施资产的经营管理及出让收入的统一征收上缴，并在未来返还部分收益弥补受托单位经营支出。2010 年 10 月，公司投资设立无锡建智传媒有限公司，受无锡市政府委托专门从事该类业务。

2018—2020 年，公司广告发布收入分别为 98.34 万元、103.16 万元和 71.05 万元；同期，

公司分别实现毛利率 33.71%、37.50%和 65.17%。2020 年，公司广告发布毛利率同比提高主要系广告发布成本主要在前期支出所致。2021 年 1—3 月，公司实现广告发布收入 64.36 万元，毛利率为 95.86%。

停车费业务方面，无锡市政府指定无锡城市管理局作为主管部门统一负责公共停车位的规划、定点、组织、收费及监督管理，委托无锡市建政停车场管理有限公司负责公共停车位各项收费的征收上缴，并返还部分收费补偿受托单位的费用支出。2018—2020 年，公司停车费收入分别为 28.22 万元、26.69 万元和 27.79 万元；同期，公司停车费业务毛利率均为 100.00%。2021 年 1—3 月，公司停车费收入为

4.康欣新材 2019 年收入确认期间为股权转让日至年末

15.27 万元，毛利率为 100.00%。

3. 未来发展

公司将继续保持以工程承包业务为主的业务布局，并提升公司类金融业务运作水平。公司的营业收入规模和利润水平有望保持稳步增长。

公司将继续发挥在城市基础设施投融资领域的优势，参与和发展 PPP 及城市基础设施建设业务；此外，公司将继续负责经营性国有资产的投资运营管理工作；三是继续推进融资租赁、商业保理、股权投资和基金管理等业务的发展，拓展和完善类金融产业链的结构和布局，提升公司类金融业务运作水平；四是通过战略投资和股权并购等方式，围绕实业进行资源整合和业务布局，开展市场化经营和研发等业务。随着公司业务的多元化发展及代建业务的逐步推进，公司的营业收入规模和利润水平有望保持稳步增长。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年合并财务报告，公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

2018年，公司合并范围增加1家一级子公司，为无锡财诺置业有限公司。2019年，公司通过控股股东协议转让以及二级市场增持的方式对康欣新材进行收购，并纳入合并范围。2020年，公司合并范围较上年无变化。2021年2月，公司以投资新设的方式成立无锡建元资产管理有限公司，持股比例100%。截至2021年3月底，公司合并范围内一级子公司共7家。会计政策变更和会计估计变更对公司财务数据影响较小。2018年及2019年财务报表的修订对公司资产总额、所有者权益、净利润无影响；公司会计估计政策发生变更，经2018年公司董事会决议，公司融资租赁及商业保理业务形成的正常类应收款项坏账准备计提比例由0.50%调整到1.00%。总体看，公司会计政策较为连续，合并范围有一定变动，对财务数据有一定影响，财务数据可比性一般。

2. 资产质量

近年来，受工程承包业务持续投入及新增子公司影响，公司资产规模持续增长；存货及长期应收款占资产总额的比重较高，对公司资金形成较大占用。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2018—2020年末，公司资产总额持续增长，年均复合增长 10.96%。截至 2020 年底，公司资产总额 682.88 亿元，较上年底增长 9.00%。其中，流动资产和非流动资产占比相对均衡。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.55	3.89	26.57	4.24	33.51	4.91	29.20	4.17
其他应收款	42.30	7.63	40.90	6.53	27.10	3.97	25.83	3.69
存货	221.31	39.91	235.06	37.52	230.83	33.80	230.09	32.84
一年内到期的非流动资产	31.52	5.68	38.10	6.08	80.04	11.72	92.62	13.22
其他流动资产	24.48	4.41	17.65	2.82	7.69	1.13	3.48	0.50
流动资产	346.13	62.41	364.20	58.13	382.74	56.05	385.22	54.99
可供出售金融资产	124.80	22.50	135.31	21.60	144.40	21.15	143.75	20.52
长期应收款	56.71	10.23	65.30	10.42	92.68	13.57	108.45	15.48
固定资产	25.33	4.57	36.38	5.81	35.62	5.22	35.62	5.08

无形资产	0.25	0.04	15.50	2.47	17.28	2.53	17.19	2.45
非流动资产	208.47	37.59	262.29	41.87	300.14	43.95	315.35	45.01
资产总额	554.59	100.00	626.49	100.00	682.88	100.00	700.57	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

2018—2020 年末，公司流动资产持续增长，年均增长 5.16%。截至 2020 年底，公司流动资产 382.74 亿元，较上年增长 5.09%；流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货及一年内到期的非流动资产等构成。

截至2020年底，公司货币资金33.51亿元，较上年底增长26.14%，主要系公司对外融资规模扩大所致。其中，公司受限货币资金2.80亿元，主要为保证金及定期存单等。

公司其他应收款主要由应收保理本金及利息、资金往来款和债务工具产生的利息等构成。2018—2020年末，公司其他应收款持续下降，年均复合下降19.97%。截至2020年底，公司其他应收款27.10亿元，较上年底下降33.75%，主要系与无锡太湖的往来款减少所致。大额特殊款项方面，公司应收保理款本金为16.80亿元，按五级分类划分为正常类，累计计提坏账准备0.17亿元；按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额为0.48亿元，账龄以1年以内为主，累计计提坏账准备0.09亿元。其他应收款余额前五大客户占比86.90%，集中度高。

表 12 截至 2020 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	款项性质	金额	年限	占比
客户 1	保理款	7.00	1 年以内	26.31
客户 2	资金往来	5.03	3 年以内	18.89
客户 3	保理款	5.01	1 年以内	18.83
客户 4	资金往来	4.09	1 年以内	15.35
客户 5	保理款	2.00	1 年以内	7.52
合计		23.12	--	86.90

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司存货波动增长，年均复合增长率 2.13%。截至 2020 年底，公司存货 230.83 亿元，较上年底小幅下降 1.80%，主要系承包的道桥工程部分结转成本和消耗性生

物资产（主要为山林杂木基地）增加共同影响所致；存货主要由承包的道桥工程投入（122.21 亿元）、蠡湖湾开发（43.48 亿元）及锡宜路二湾开发的（26.37 亿元）2 块土地和林产品消耗性生物资产（29.92 亿元）构成。其中，蠡湖湾开发及锡宜路二湾开发的 2 块土地为公司通过招拍挂程序取得的出让用地，已足额缴纳土地出让金。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动资产持续增长，年均复合增长 59.36%，主要由一年内到期的长期应收款构成。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动资产 80.04 亿元，较上年底大幅增长 110.10%，主要系一年内到期的融资租赁长期应收款大幅增长所致。

公司其他流动资产主要由购买的理财产品构成，2018—2020 年末，公司其他流动资产持续下降，年均复合下降 43.95%，主要系公司持续减持理财产品所致。截至 2020 年底，公司其他流动资产 7.69 亿元，其中，理财产品 7.30 亿元。

2018—2020 年末，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 19.99%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产和无形资产构成。截至 2020 年底，公司非流动资产 300.14 亿元，较上年底增长 14.43%，主要系可供出售金融资产和长期应收款增长所致。

公司可供出售的金融资产主要为股权投资和债券投资。2018—2020 年末，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 7.57%。截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 144.40 亿元。2020 年，公司对江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）和无锡市众邦股权投资合伙企业（有限合伙）分别增加投资成本 7.53 亿元和 4.00 亿元，可供出售金融资产较上年底增长 6.72%；截至 2020 年底，可供出售债务工具

18.92 亿元主要由债券投资（17.12 亿元）和债权投资（1.80 亿元）构成。可供出售权益工具中，按公允价值计量的权益工具投资包括对江苏银行投资 38.79 亿元、对无锡农村商业银行股份有限公司投资 4.61 亿元、对无锡市太极实业股份有限公司投资 6.93 亿元等。按成本计量的权益工具投资包括对无锡太湖投资 34.82 亿元、对国寿（无锡）城市发展产业投资企业（有限合伙）投资 8.99 亿元、对无锡苏南国际机场集团有限公司投资 5.00 亿元等。

2018—2020 年末，公司长期应收款持续增长，全部为融资租赁应收款，年均增长 27.84%，主要系公司融资租赁业务规模扩大所致。截至 2020 年底，公司长期应收款 92.68 亿元，较上年底增长 41.93%。五级分类及坏账准备提取方面，公司应收融资租赁款余额 174.82 亿元（含转至一年内到期的非流动资产，下同），其中，按照五级分类划分为正常类 167.39 亿元（占比 95.75%），关注类 7.10 亿元（占比 4.06%），次级类 0.32 亿元（占比 0.18%），累计计提坏账准备 2.09 亿元；账龄方面，应收融资租赁款主要以 1 年以内和 1~2 年为主，整体账龄偏短；集中度方面，长期应收款期末余额较大的前五大单位占比 13.92%，集中度低。

表 13 截至 2020 年底长期应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	年限	占比
客户 6	融资租赁款	5.32	2 年以内	3.04
客户 7		5.05	1 年以内	2.89
客户 8		4.71	2 至 3 年	2.69
客户 9		4.67	2 年以内	2.67
客户 10		4.60	1 年以内	2.63
合计		24.34	--	13.92

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 18.59%。截至 2020 年底，公司固定资产 35.62 亿元，较上年底下降 2.07%。公司固定资产主要为房屋及建筑物（含道桥路资产 24.98 亿元），累计计提折旧 4.82 亿元。

2018—2020 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 732.33%。截至 2020 年底，公司无形资产 17.28 亿元，较上年底增长 11.46%，主要系增加林地使用权所致。

资产流动性方面，2018—2020 年末，公司存货及长期应收款占资产总额的比重分别为 50.14%、47.94%和 47.37%，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱。

截至 2021 年 3 月底，公司资产规模 700.57 亿元，较上年底小幅增长 2.59%，其中，非流动资产占比 45.01%，公司资产以流动资产为主。流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产构成。流动资产中，货币资金 29.20 亿元，较上年底下降 12.87%；一年内到期的非流动资产 92.62 亿元，较上年底增长 15.71%；非流动资产主要以可供出售金融资产、长期应收款、固定资产和无形资产为主。非流动资产中，公司长期应收款 108.45 亿元，较上年底增长 17.02%，主要系融资租赁业务规模扩大所致。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产 56.67 亿元，占总资产的比重为 8.09%，受限比例较低，受限情况见下表。

表 14 截至 2021 年 3 月底公司资产受限情况

（单位：万元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	39407.50	保证金
存货	117590.66	抵押
固定资产	57622.86	抵押
投资性房地产	1319.24	抵押
无形资产	61609.47	抵押
一年内到期的非流动资产	164385.81	抵押
长期应收款	124759.67	抵押
合计	566695.22	--

资料来源：联合资信根据公司 2021 年一季报整理

3. 资本结构

近年来，公司所有者权益规模持续增长。受股东增资影响，公司实收资本逐年增长；受新增子公司影响，公司少数股东权益波动增长。所有者权益中实收资本及资本公积占比高，公

司所有者权益稳定性较好。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 10.10%。截至 2020 年底，公司所有者权益 256.35 亿元，较上年底下降 1.44%，主要系可供出售金融资产公允价值变动损益为负导致其他综合收益下降所致。同期，公司所有者权益构成中，实收资本和资本公积占比分别为 72.15%和 0.26%，所有者权益结构稳定性较好。

2018—2020 年末，公司实收资本持续增长，年均复合增长 0.94%，截至 2020 年底，公司实收资本 184.95 亿元，较上年底增长 0.44%，主要系公司于 2020 年收到无锡市国资委增资 0.82 亿元。

公司资本公积主要为无锡市政府注入的现金和房屋资产。2018—2020 年末，公司资本公积呈下降趋势，年均复合下降 30.18%，截至

2020 年底，公司资本公积 0.67 亿元，较上年底无变动。

2018—2020 年末，公司其他综合收益波动增长，年均复合增长 5.46%。截至 2020 年底，公司其他综合收益 17.95 亿元，较上年底下降 23.12%，主要系可供出售金融资产公允价值下降产生损失所致。

2018—2020 年末，公司少数股东权益波动增长，年均复合增长 705.47%。截至 2020 年底，公司少数股东权益 32.84 亿元，较上年底下降 3.49%，主要系康欣新材亏损所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 258.47 亿元，其中，资本公积较上年底增加 1.98 亿元，主要系公司对子公司康欣新材增资所致。公司实收资本及资本公积占比高，权益结构稳定性较好。

表15 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	181.53	85.84	184.13	70.80	184.95	72.15	184.95	71.55
资本公积	1.37	0.65	0.67	0.26	0.67	0.26	2.65	1.02
其他综合收益	16.14	7.63	23.35	8.98	17.95	7.00	17.95	6.94
未分配利润	11.28	5.33	17.00	6.54	18.81	7.34	20.72	8.02
归属于母公司所有者权益合计	210.98	99.76	226.06	86.92	223.51	87.19	227.40	87.98
少数股东权益	0.51	0.24	34.03	13.08	32.84	12.81	31.07	12.02
所有者权益合计	211.48	100.00	260.09	100.00	256.35	100.00	258.47	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

近年来，公司有息债务规模持续增长，债务负担进一步加重。公司短期偿债压力大。

2018—2020 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 11.50%。截至 2020 年底，公司负债总额 426.53 亿元，较上年底增长 16.41%，

主要系短期借款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增长所致。近年来，公司流动负债比重持续增长，截至 2020 年底，流动负债占比 57.21%，非流动负债占比 42.79%。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.25	1.82	13.12	3.58	24.55	5.76	25.05	5.67
预收款项	68.97	20.10	78.47	21.42	83.97	19.69	94.17	21.30
其他应付款	3.90	1.14	7.74	2.11	8.15	1.91	8.72	1.97
一年内到期的非流动负债	59.96	17.48	59.15	16.14	101.03	23.69	63.05	14.26

其他流动负债	0.00	0.00	13.00	3.55	22.11	5.18	34.15	7.73
流动负债	140.20	40.86	178.26	48.65	244.00	57.21	229.81	51.98
长期借款	85.86	25.02	80.29	21.91	79.71	18.69	89.25	20.19
应付债券	111.58	32.52	97.10	26.50	95.59	22.41	116.52	26.35
非流动负债	202.91	59.14	188.14	51.35	182.53	42.79	212.29	48.02
负债总额	343.11	100.00	366.40	100.00	426.53	100.00	442.10	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

2018—2020 年末，公司流动负债持续大幅增长，年均复合增长 31.93%。截至 2020 年底，公司流动负债 244.00 亿元，较上年底增长 36.88%。公司流动负债主要由短期借款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 24.55 亿元，较上年底增长 87.07%，主要系信用借款、保证借款和抵质押借款增长所致。其中，信用借款 3.68 亿元，保证借款 14.49 亿元，抵质押借款 6.38 亿元。

2018—2020 年末，公司预收款项持续增长，年均复合增长 10.34%。截至 2020 年底，公司预收款项 83.97 亿元，较上年底增长 7.00%，主要系预收无锡市财政局工程款增长所致。从款项构成看，主要为预收无锡市财政局支付的工程款。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 44.64%。截至 2020 年底，其他应付款 8.15 亿元，较上年底增长 5.29%。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 29.81%。截至 2020 年底，一年内到期的非流动负债 101.03 亿元，较上年底增长 70.81%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券及应付融资租赁款本息转至该科目增加所致。一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的应付债券本金及利息、一年内到期的长期借款和一年内到期的应付融资租赁款构成。

2018—2020 年末，公司其他流动负债持续增长。截至 2020 年底，公司其他流动负债 22.11 亿元，较上年增长 70.09%。公司其他流动负债主要由“20 无锡建投 SCP002”10.00 亿元和“20

无锡建投 PPN001”12.00 亿元构成。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续下降，年均复合下降 5.16%。截至 2020 年底，公司非流动负债 182.53 亿元，较上年底下降 2.98%。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2018—2020 年末，公司长期借款持续下降，年均复合下降 3.65%。截至 2020 年底，公司长期借款 79.71 亿元，较上年底下降 0.72%。公司长期借款（含已转入一年内到期的非流动负债）由信用借款 50.45 亿元、保证借款 57.89 亿元和抵质押借款 3.92 亿元构成。

2018—2020 年末，公司应付债券持续下降，年付复合下降 7.44%。截至 2020 年底，公司应付债券 95.59 亿元，较上年底下降 1.55%。

有息债务方面，公司合并口径将其他流动负债中的有息债务部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算，2018—2020 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 10.81%。截至 2020 年底，公司全部债务 323.77 亿元，较上年底增长 21.16%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。2018—2020 年，公司短期债务占比持续增长，截至 2020 年底，公司短期债务占比 45.64%。从债务指标看，2018—2020 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动增长，长期债务资本化比率持续下降。截至 2020 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分别为 62.46%、55.81%和 40.71%，较上年底分别提高 3.98 个百分点、提高 5.13 个百分点和下降 0.05 个百分点。整体来看，公司债务负担进一步加重。

表 17 公司有息债务及指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
短期债务	66.23	88.27	147.76	122.28
长期债务	197.43	178.95	176.01	205.77
全部债务	263.66	267.22	323.77	328.05
资产负债率	61.87	58.48	62.46	63.11
全部债务资本化比率	55.49	50.68	55.81	55.93
长期债务资本化比率	48.28	40.76	40.71	44.32

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

截至 2021 年 3 月底, 公司负债规模 442.10 亿元, 较上年底增长 3.65%。其中, 流动负债占比 51.98%, 非流动负债占比 48.02%。公司流动负债 229.81 亿元, 较上年底下降 5.82%, 主要系一年内到期的非流动负债下降所致; 同期, 公司非流动负债 212.29 亿元, 较上年底增长 16.31%, 主要系长期借款和应付债券增加所致。公司全部债务 328.05 亿元, 其中, 短期债务 122.28 亿元, 长期债务 205.77 亿元, 资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.11%、55.93%和 44.32%, 公司债务负担较重。2021 年 4—12 月、2022 年、2023 年和 2024 年及以后到期的债务规模分别为 125.52 亿元、67.54 亿元、78.44 亿元和 56.37 亿元, 公司将持续面临较大的集中偿还付压力。

4. 盈利能力

近年来, 受新增子公司等因素影响, 公司营业收入持续增长。公司利润总额对投资收益依赖较大, 公司整体盈利能力很强。

2018—2020 年, 公司营业收入持续增长, 年均复合增长率 18.82%; 营业成本波动增长, 年均复合增长 16.80%, 略低于营业收入增长率。2020 年, 公司实现营业收入 39.77 亿元, 同比增长 32.63%, 主要系融资租赁和林产品业务收入增加所致; 2020 年, 公司营业利润率为 14.53%, 同比下降 2.77 个百分点, 主要系融资租赁业务和林产品业务毛利率下降所致。公司业务盈利水平很高, 业务持续性较好。

2018—2020 年, 公司期间费用持续增长, 年均复合增长 91.02%。2020 年, 公司费用总额 4.78 亿元, 同比增长 97.13%, 销售费用、管理费用、研发费用及财务费用均同比增长。2018—2020 年, 公司期间费用率持续增长, 分别为 4.65%、8.08%和 12.01%。公司费用对利润总额形成一定侵蚀。

表 18 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
营业收入	28.17	29.99	39.77	11.03
营业成本	24.70	24.60	33.69	7.52
费用总额	1.31	2.42	4.78	1.44
其中: 销售费用	0.00	0.07	0.59	0.09
管理费用	0.35	0.63	1.67	0.58
研发费用	0.00	0.05	0.42	0.05
财务费用	0.96	1.67	2.10	0.72
投资收益	3.71	4.89	5.55	1.27
利润总额	5.07	7.55	6.04	3.39
营业利润率	11.73	17.29	14.53	31.15
总资本收益率	1.53	1.78	1.41	--
净资产收益率	1.95	2.38	1.89	--

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

非经常性损益方面, 2018—2020 年, 公司投资收益持续增长, 年均复合增长 22.19%, 主要由可供出售金融资产中权益工具分红和债务工具利息构成。2020 年, 公司实现投资收益 5.55 亿元, 占利润总额的比重为 91.89%, 公司利润总额对投资收益依赖较大。2018—2020 年, 公司其他收益持续增长, 年均复合增长率 2761.59%。2020 年, 公司其他收益 0.26 亿元,

同比增长 246.24%，主要系当年收到增值税退税所致。

2018—2020年，公司利润总额波动增长，年均复合增长9.16%。2020年，公司实现利润总额6.04亿元，同比下降19.92%，主要系期间费用总额增加所致。从盈利指标看，2018—2020年，公司总资产收益率和净资产收益率波动下降。2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.41%和1.89%，同比分别下降0.37个百分点、0.49个百分点。整体来看，公司盈利能力很强。

2021年1—3月，公司实现营业收入11.03亿元，同期，公司实现投资收益1.27亿元，实现利润总额3.39亿元，营业利润率31.15%，营业利润率较上年显著提升。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量好；投资活动现金收支规模较大，近年来持续净流出；受公司对外融资规模扩大影响，2020年筹资活动现金流由净流出转为净流入；鉴于公司在建项目尚需进一步投资，未来公司仍存在一定的筹资压力。

2018—2020年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 9.42%。销售商品、提供劳务收到的现金构成经营活动现金流入的主要部分，2020年，公司经营活动现金流入 53.24 亿元，同比增长 4.88%。2018—2020 年公司现金收入比持续下降，2020 年公司现金收入比为 119.98%，受无锡市财政局预付公司工程款影响，公司收入实现质量好。2018—2020 年，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 100.64%。购买商品、接受劳务支付的现金构成经营活动现金流出的主要部分，2020 年，公司经营活动现金流出 35.53 亿元，同比增长 150.15%，主要系 2020 年对康欣新材全年并表所致。2018—2020 年，公司经营活动现金流净流入额波动下降，年均复合下降 29.51%。2020 年，公司经营活动现金净流入 17.71 亿元，同比

下降 51.56%，主要系经营支出增加所致。

表19 公司现金流情况 （单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
经营活动现金流入小计	44.47	50.76	53.24	21.20
经营活动现金流出小计	8.83	14.20	35.53	9.88
经营活动现金流量净额	35.64	36.56	17.71	11.32
投资活动现金流入小计	352.82	291.13	126.83	11.25
投资活动现金流出小计	400.79	303.53	183.75	34.48
投资活动现金流量净额	-47.97	-12.39	-56.91	-23.23
筹资活动前现金流量净额	-12.33	24.17	-39.20	-11.91
筹资活动现金流入小计	69.19	61.39	169.75	63.14
筹资活动现金流出小计	71.62	81.84	123.55	56.69
筹资活动现金流量净额	-2.43	-20.46	46.20	6.45
现金收入比	152.64	144.84	119.98	189.53

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季度整理

公司投资活动现金流入主要为公司理财产品到期回款、融资租赁业务回款、可供出售金融资产转让款及对外投资收益。2018—2020 年，公司投资活动现金流入持续下降，年均复合下降 40.04%。2020 年，公司投资活动现金流入 126.83 亿元，同比下降 56.43%，主要系公司融资租赁业务回款和理财投资到期收回的投资款同比下降所致。2018—2020 年，公司投资活动现金流出持续下降，年均复合下降 32.29%。投资活动现金流出主要为公司购买理财产品支出、融资租赁业务支出及可供出售金融资产购入款。2020 年，公司购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 70.73 亿元，同比增长 172.16%，主要系财通租赁售后回租模式下购买承租人租赁物支出增加。2020 年，公司投资活动现金流出 183.75 亿元，同比下降 39.46%，主要为公司购买理财产品支出同比下降所致。

公司筹资活动现金流入主要为对外借款及债券融资流入的资金。2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 56.64%。受公司投资缺口扩大影响，2020 年，公司筹资活动现金流入 169.75 亿元，同比增加 176.53%。公司筹资活动现金流出主要为偿还借款本息以及兑付到期债券支付的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出持续增长，年

均复合增长 31.35%。2020 年，筹资活动现金流出 123.55 亿元，同比增长 50.96%，主要系偿还到期债务支付的现金增加所致。2018—2019 年，公司筹资活动现金均为净流出，受公司对外融资规模扩大影响，2020 年，公司筹资活动现金转为净流入。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 21.20 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出 9.88 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金；经营活动现金流量净额 11.32 亿元。同期，投资活动现金流入 11.25 亿元，主要为收回投资及取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出 34.48 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金；投资活动现金净流出 23.23 亿元。同期，筹资活动现金流入 63.14 亿元，主要为发行债券和取得借款收到现金；筹资活动现金流出 56.69 亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金净流入 6.45 亿元。

6. 偿债能力

近年来，公司短期偿债能力较弱，短期偿债压力大；公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低，公司长期偿债能力较弱。考虑到公司

可持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面，2018—2020 年，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比持续下降；截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别下降至 156.86% 和 62.26%。截至 2020 年底，公司经营现金流动负债比率为 7.26%，同比下降 13.25 个百分点。截至 2020 年底，公司现金短期债务比下降至 0.23 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较低。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率、速动比率、现金短期债务比分别为 167.62%、67.50% 和 0.24 倍。整体看，公司现金类资产规模较小，对短期债务的保障程度较弱，公司短期偿债能力较弱，短期偿债压力大。

长期偿债能力方面，2018—2020 年，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息倍数持续增长，全部债务/EBITDA 波动下降。2020 年，公司 EBITDA 为 11.02 亿元，同比增长 0.41%。公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出及利润总额构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数提高至 1.30 倍，全部债务/EBITDA 由提高至 29.38 倍。整体看，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低，公司长期偿债能力较弱。

表 20 公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率	246.89	204.31	156.86	167.62
	速动比率	89.03	72.44	62.26	67.50
	经营现金流动负债比	25.42	20.51	7.26	--
	现金短期债务比	0.40	0.30	0.23	0.24
长期偿债能力指标	EBITDA	8.31	10.98	11.02	/
	EBITDA 利息倍数	0.77	1.19	1.30	--
	全部债务/EBITDA	31.72	24.34	29.38	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 74.70 亿元，担保比率为 28.90%，公司对外担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 259.17 亿元，已使用 150.89 亿元，未使用额度 108.28 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

考虑到公司可持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

7. 公司本部财务情况

2020年，母公司资产、权益、负债及债务占合并口径的比重较高，营业收入和利润总额占合并口径的比重一般。

截至2020年底，母公司资产总额527.26亿元，较上年底增长2.43%，占合并口径的77.21%；所有者权益210.47亿元，较上年底下降2.90%，占合并口径的82.10%；负债合计316.79亿元，较上年底增长6.32%，占合并口径的74.27%；全部债务221.79亿元，其中短期债务94.63亿元，长期债务127.16亿元。母公司2020年资产负债率为60.08%，较2019年提高2.19个百分点。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率51.31%，母公司债务负担较重。

2020年，母公司实现营业收入15.46亿元，占合并口径的38.86%；利润总额为2.44亿元，占合并口径的40.46%。整体来看，母公司资产、权益、负债及债务占合并口径的比重较高，营业收入和利润总额占合并口径的比重一般。

截至2021年3月底，公司母公司资产总额540.75亿元，所有者权益209.79亿元。2021年1—3月，母公司营业收入2.06亿元，利润总额-0.34亿元。

九、本期中期票据偿债能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务影响小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行金额 10.00 亿元，相当于 2020 年底公司长期债务的 5.68%、全部债务的 3.09%，对公司现有债务规模及结构影响小。

2020 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 62.46%、40.71%和 55.81%。以公司 2020 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升

至 63.00%、42.05%和 56.56%，公司债务负担略有增长。考虑到本期中期票据募集资金将被用于偿还信用债券，实际债务负担或小于测算值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力较强。详见下表。

表 21 本期中期票据保障能力测算
(单位：亿元、倍)

主要指标	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	44.47	50.76	53.24
经营活动现金流入量保障倍数	4.45	5.08	5.32
经营活动现金流量净额	35.64	36.56	17.71
经营活动现金流量净额保障倍数	3.56	3.66	1.77
EBITDA	8.31	10.98	11.02
EBITDA 保障倍数	0.83	1.10	1.10

注：本期中期票据发行金额按 10.00 亿元测算
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

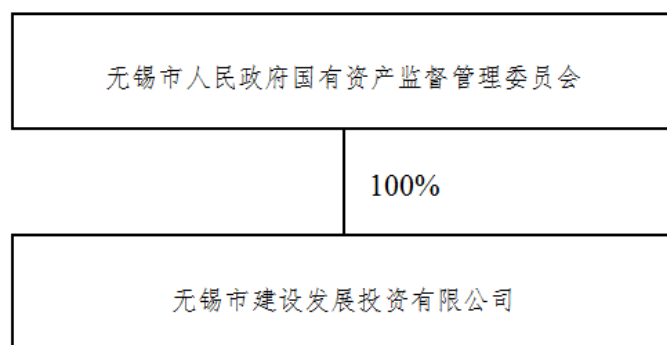
十、结论

近年来，无锡市经济持续发展，为公司发展提供了良好的外部环境。公司作为无锡市重要的城市基础设施建设和环境综合整治工程运营主体，业务区域专营优势明显，同时，公司在资金注入和政府补助等方面持续获得有力的外部支持。公司资产中存货和长期应收款占比较高，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱。公司所有者权益结构稳定性较好。公司有息债务规模持续增长，债务负担进一步加重，且短期偿债压力大；公司整体盈利能力很强。考虑到公司可持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

本期中期票据的发行对公司现有债务规模和结构影响小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

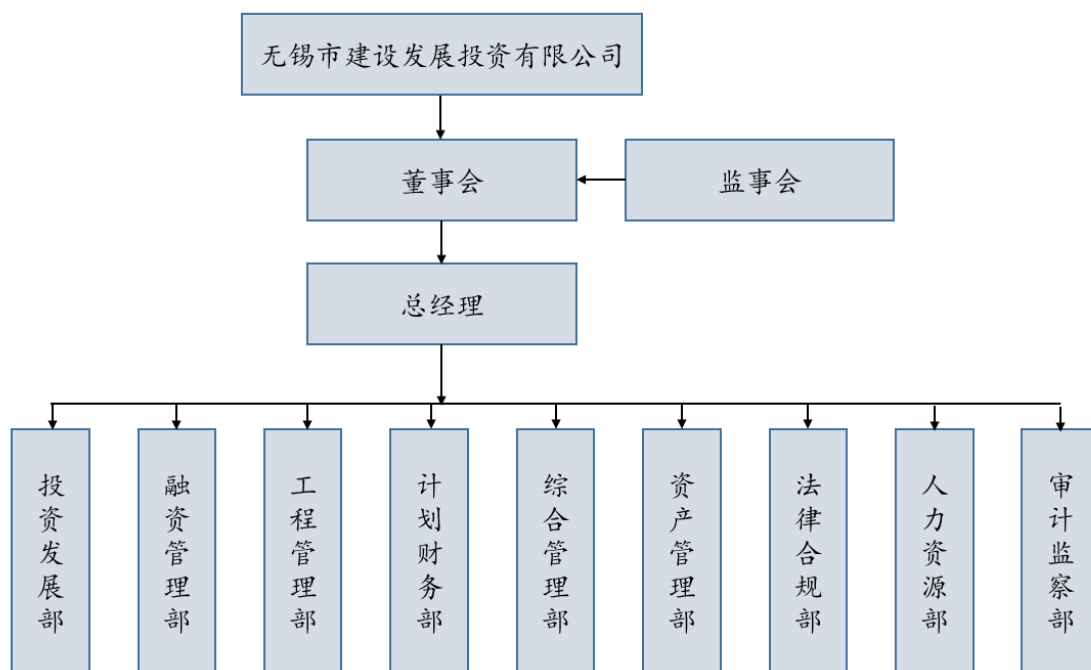
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	
		直接	间接
无锡市建政停车场管理有限公司	停车收费	100.00	--
无锡建智传媒有限公司	传媒	60.00	--
无锡市建融实业有限公司	投资	100.00	--
锡金国际有限公司	投资	100.00	--
锡汇国际有限公司	投资	100.00	--
无锡财通租赁有限公司	融资租赁	--	100.00
锡汇海外壹号投资控股有限公司	投资	--	100.00
无锡财信商业保理有限公司	商业保理	--	80.00
无锡建融果栗投资有限公司	投资	--	60.00
无锡建融文化产业投资合伙企业（有限合伙）	投资	--	100.00
无锡财诺置业有限公司	不良资产处置	--	100.00
康欣新材料股份有限公司	投资	38.44	--
湖北康欣投资管理有限公司	投资	--	100.00
湖北天欣木结构房制造有限公司	制造	--	100.00
嘉善新华昌木业有限公司	制造	--	60.00
湖北康欣新材料科技有限责任公司	制造	--	100.00
湖北康欣科技开发有限公司	制造	--	100.00
无锡建元资产管理有限公司	投资	100.00	--
无锡山水绿建科技有限公司	工程管理	--	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	26.50	26.61	33.51	29.22
资产总额（亿元）	554.59	626.49	682.88	700.57
所有者权益（亿元）	211.48	260.09	256.35	258.47
短期债务（亿元）	66.23	88.27	147.76	122.28
长期债务（亿元）	197.43	178.95	176.01	205.77
全部债务（亿元）	263.66	267.22	323.77	328.05
营业收入（亿元）	28.17	29.99	39.77	11.03
利润总额（亿元）	5.07	7.55	6.04	3.39
EBITDA（亿元）	8.31	10.98	11.02	--
经营性净现金流（亿元）	35.64	36.56	17.71	11.32
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.29	6.47	10.86	--
存货周转次数（次）	0.11	0.11	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.06	--
现金收入比（%）	152.64	144.84	119.98	189.53
营业利润率（%）	11.73	17.29	14.53	31.15
总资本收益率（%）	1.53	1.78	1.41	--
净资产收益率（%）	1.95	2.38	1.89	--
长期债务资本化比率（%）	48.28	40.76	40.71	44.32
全部债务资本化比率（%）	55.49	50.68	55.81	55.93
资产负债率（%）	61.87	58.48	62.46	63.11
流动比率（%）	246.89	204.31	156.86	167.62
速动比率（%）	89.03	72.44	62.26	67.50
经营现金流动负债比（%）	25.42	20.51	7.26	--
现金短期债务比（倍）	0.40	0.30	0.23	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	1.19	1.30	--
全部债务/EBITDA（倍）	31.72	24.34	29.38	--

注：1. 本报告合并口径将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款纳入长期债务核算；2. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计；3. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.24	11.00	17.84	14.50
资产总额（亿元）	501.18	514.73	527.26	540.75
所有者权益（亿元）	205.15	216.76	210.47	209.79
短期债务（亿元）	34.70	64.00	94.63	73.25
长期债务（亿元）	184.24	145.10	127.16	154.06
全部债务（亿元）	218.94	209.11	221.79	227.31
营业收入（亿元）	22.22	19.24	15.46	2.06
利润总额（亿元）	1.63	2.55	2.44	-0.34
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	36.78	28.33	20.38	11.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	0.10	0.09	0.08	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	168.80	148.94	136.06	589.97
营业利润率（%）	0.46	0.60	0.13	0.35
总资本收益率（%）	1.40	1.83	1.93	--
净资产收益率（%）	0.74	1.15	1.09	--
长期债务资本化比率（%）	47.31	40.10	37.66	42.34
全部债务资本化比率（%）	51.63	49.10	51.31	52.00
资产负债率（%）	59.07	57.89	60.08	61.20
流动比率（%）	327.90	235.59	190.63	207.40
速动比率（%）	124.74	95.61	85.60	95.63
经营现金流动负债比（%）	34.60	19.52	11.10	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.17	0.19	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.本报告将母公司其他流动负债纳入短期债务核算；2.公司 2021 年一季度财务数据未经审计；3.“--”代表数据不适用；4.“/”代表数据未获得，因母公司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；5.“*”代表分母为 0，数据无法计算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

附件 4 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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 无锡市建设发展投资有限公司 2021 年度第四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。

无锡市建设发展投资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。

无锡市建设发展投资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建设发展投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，无锡市建设发展投资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建设发展投资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，如发现无锡市建设发展投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对无锡市建设发展投资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。

如无锡市建设发展投资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建设发展投资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建设发展投资有限公司联系，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。