

信用等级公告

联合 [2015]821 号

无锡惠开经济发展集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的无锡惠开经济发展集团有限公司 2016 年度 16 亿元公司债券进行了主动评级，确定：

无锡惠开经济发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

无锡惠开经济发展集团有限公司拟发行的无锡惠开经济发展集团有限公司 2016 年度 16 亿元公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：[Signature]

二零一五年十二月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

无锡惠开经济发展集团有限公司

2016 年度 16 亿元公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AAA_{pi}

评级展望：稳定

主体长期信用等级：AA_{pi}

本次债券发行额度：16 亿元

本次债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

担保方：中合中小企业融资担保股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2015 年 12 月 21 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	62.10	82.71	136.96
所有者权益(亿元)	26.33	44.51	51.31
长期债务(亿元)	8.57	7.02	23.78
全部债务(亿元)	25.34	28.85	66.69
营业收入(亿元)	4.58	4.86	6.70
净利润(亿元)	0.76	1.41	1.60
EBITDA(亿元)	1.29	2.21	3.24
经营性净现金流(亿元)	5.36	5.47	3.17
营业利润率(%)	27.06	27.25	20.86
净资产收益率(%)	2.89	3.97	3.33
资产负债率(%)	57.61	46.19	62.53
全部债务资本化比率(%)	49.05	39.32	56.51
流动比率(%)	199.56	221.37	189.86
EBITDA/全部债务(倍)	0.05	0.08	0.05
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.08	0.14	0.20

中合中小企业融资担保股份有限公司

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	51.85	56.66	63.24
所有者权益合计(亿元)	51.63	53.23	54.31
营业收入(亿元)	0.72	3.12	5.60
净利润(亿元)	0.37	1.61	2.67
经营性净现金流(亿元)	-0.09	2.26	2.54
资产负债率(%)	0.42	6.06	14.12

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对无锡惠开经济发展集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了惠山经济开发区较强的区域经济和财政实力,公司在资产和资源注入、财政补助等方面得到政府的大力支持。联合评级同时关注到,公司自身盈利能力弱、未来投资规模大、债务规模快速增长、资产质量一般等因素对公司经营和发展可能带来的不利影响。

无锡市及惠山经济开发区经济持续快速增长,财政实力不断增强,未来城市基础设施建设发展前景良好,随着各大型企业的进驻,公司盈利能力会得到改善,并对公司经营及发展提供有力支撑。联合评级对公司的评级展望为稳定。

本次债券设置本金分期偿还条款,有效降低了本金集中偿付压力;募投项目收益对本次债券的安全偿付提供了一定保障;本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“中合担保”或“担保方”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,中合担保担保实力极强,显著提升了本次债券的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本次债券偿还能力及担保方担保实力的综合评估,联合评级认为,公司本次债券到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 无锡市及惠山经济开发区区域位置优越,经济及财政实力较强,为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是无锡市惠山经济开发区重要的城市基础设施建设运营主体,业务经营具有一定的区域垄断性,在资产注入、税收减免、财政补助和项目回购等方面得到政府大力支持。

3. 本次债券设置本金分期偿付条款，有助于降低集中偿付压力；募投项目收益对本次债券的安全偿付提供了一定保障；本次债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中合担保担保实力极强，显著提升了本次债券的安全性。

关注

1. 公司债务规模持续扩大，债务结构不尽合理；公司未来资本性支出较大，存在一定的资金压力。
2. 公司政府回购项目回购进度受财政资金拨付效率影响大。
3. 截至目前，对划拨项目的回购已基本完成，公司所有者权益中除回购项目外，经营性资产较少，主要以划拨的土地为主，且土地资产抵押比率高，变现能力差。
4. 本次债券发行规模大，对现有债务影响大。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张爽

电话：010-85172818

邮箱：zhangs@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由无锡惠开经济发展集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因无锡惠开经济发展集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与无锡惠开经济发展集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对无锡惠开经济发展集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师:



一、主体概况

无锡惠开经济发展集团有限公司（以下简称“公司”）系由无锡惠山经济开发区国有资产管理办公室（以下简称“惠山经开区国资办”）出资组建的有限责任公司，于 2009 年 7 月 16 日取得无锡市惠山工商行政管理局核发的企业法人营业执照，公司初始注册资本 4 亿元，后经惠山经开区国资办历次增资，截至 2014 年底，公司注册资本为 20 亿元，惠山经开区国资办持股 100%，为公司的实际控制人。

图 1 截至 2014 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：以自有资金对外投资；受托资产管理；市政基础设施建设、管理、运营；物业管理；经济信息咨询，市场开发（上述范围涉及专项审批的，经批准后方可经营）。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 136.96 亿元，负债合计 85.65 亿元，合并所有者权益 51.31 亿元；2014 年公司实现营业收入 6.70 亿元，净利润 1.60 亿元；经营活动现金流量净额 3.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.13 亿元。

公司注册地址：无锡惠山经济开发区政和大道 189 号；法定代表人：颜羽红。

二、本次债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行 16 亿元企业债券（以下简称“本次债券”），期限为 7 年，采用固定利率形式。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“担保方”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金总额为 16 亿元，其中募集资金 8 亿元用于无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目，4.8 亿元用于无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目，3.2 亿元用于补充运营资金。募集资金使用分配情况见下表：

表1 募集资金使用分配表 (单位: 亿元、%)

序号	项目名称	总投资	拟使用募集资金	募集资金占投资比例
1	无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目	16.94	8.00	47.23
2	无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目	10.03	4.80	47.86
3	补充运营资金	--	3.20	--
	合 计	26.97	16.00	--

资料来源: 公司提供

无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地项目概况

项目建设地点位于惠山经济开发区惠源路以东、堰裕路以南、惠山大道以西、堰新路以北。本项目建设内容包括科研孵化、产业转化、产品推广等功能的综合用房及标准厂房, 项目建设用地面积约 17.92 万平方米 (约 268.83 亩), 总建筑面积约 37.81 万平方米 (约 567.19 亩)。项目总投资为 16.94 亿元, 拟使用本次债券募集资金 8.00 亿元。

项目建设工期预计为 24 个月, 全部工程在 2015 年 2 月开工, 截至 2015 年 11 月底, 项目施工推进正常, 已完成项目总工程进度的 40%。

表2 无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目审批表

序号	批准文件	批准文号
1	《关于同意无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目可行性研究报告的批复》	惠发改资[2015]1 号
2	《无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目环境影响报告表》	惠环审社[2015]005 号
3	《关于无锡惠山新城生命科技产业发展有限公司建造无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地项目的预审意见》	惠土规预审[2014]29 号
4	《关于无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地项目规划选址意见》	
5	《关于无锡惠山新城生命科技产业发展有限公司无锡惠山生命科技创新创业示范基地建设项目节能评估报告表审查意见》	惠发改能审[2015]2 号
6	《无锡市惠山区维护稳定工作领导小组出具的无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目社会稳定风险评估评审意见》	

资料来源: 公司提供

本项目建设及建成后的收入来源主要是: 标准厂房出租及销售收入。该项目的出租总面积为 11.34 万平方米, 占总建筑面积的 30%, 按当前标准厂房的综合租金水平 2 元/平方米/天测算, 未考虑租金的递增因素, 本次债券存续期内, 可获得出租总收入约 2.44 亿元。该项目的销售总面积为 26.47 万平方米, 占总建筑面积的 70%, 按标准厂房 7,400 元/平方米的销售价格测算, 本次债券存续期内, 可获得厂房销售总收入约 19.59 亿元。本项目租售总收入为 22.02 亿元。

无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目概况

项目建设地点位于惠山经济开发区新锡澄二路以东、堰玉路以南、风能路以西、锡北运河以北规划范围内。本项目建设内容包括科研孵化、产业转化、产品推广等功能的综合用房及标准厂房等。其中标准厂房总用地面积 19.22 万平方米, 总建筑面积 19.55 万平方米; 商业用地面积 1.02 万平方米, 总建筑面积 3.57 万平方米。项目计划总投资 10.03 亿元, 其中项目资本资金 4.03 亿元, 由公司自筹解决; 项目债务资金 4.80 亿元为本次债券募集资金。

项目建设工期预计为 24 个月，全部工程在 2015 年 2 月开工，截至 2015 年 11 月底，项目施工推进正常，已完成项目总工程进度的 45%。

表 3 无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目审批表

序号	批准文件	批准文号
1	《无锡市惠山区发展和改革局关于同意无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目可行性研究报告的批复》	惠发改资[2015]2 号
2	《关于无锡恒电新能源科技发展有限公司建造无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地项目的预审意见》	惠土规预审[2014]30 号
3	《无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目环境影响报告表》	惠环审社[2015]004 号
4	《关于无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地项目规划选址意见》	
5	《无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设项目社会稳定风险评估评审意见》	
6	《关于无锡恒电新能源科技发展有限公司无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目节能评估报告表审查意见》	惠发改能审[2015]3 号

资料来源：公司提供

本项目建设及建成后的收入来源主要是：标准厂房的出租、销售收入和商铺的销售收入。该项目的出租总面积为 6.94 万平方米，占总建筑面积的 30%，按当前标准厂房的综合租金水平 2 元/平方米/天测算，未考虑租金的递增因素。本次债券存续期内，可获得出租总收入约 1.49 亿元。该项目的销售总面积 1.62 万平方米，占总建筑面积的 70%。其中可供出售的标准厂房面积为 13.69 万平方米，可供出售的商铺面积为 2.50 万平方米。按标准厂房 5,000 元/平方米、商铺 1.4 万元/平方米的销售价格测算，本次债券存续期内，可获得厂房及商铺销售总收入约 10.35 亿元。本项目总收入为 11.84 亿元。

三、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的

偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱势。

2. 区域经济环境

（1）区域经济

无锡市

无锡市经济基础较好，地区生产总值在江苏省 13 个市中位列第二，仅次于苏州。2014 年无锡市实现地区生产总值 8,205.31 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.2%。按常住人口计算人均生产总值达到 12.64 万元，按现行汇率折算达到 2.07 万美元。2014 年全市实现第一产业增加值 156.96 亿元，比上年增长 3.2%；第二产业增加值 4,186.34 亿元，比上年增长 6.6%；第三产业增加值 3,862.01 亿元，比上年增长 10.3%；三次产业比例调整为 1.9:51.0:47.1。

2014年无锡市规模以上工业企业实现增加值3,017.50亿元，比上年增长4.9%。分经济类型看，国有企业增加值下降4.0%，集体企业增加值增长1.0%，股份制企业增加值增长4.0%，外商和港澳台投资企业增加值增长6.7%。

2014年无锡市固定资产投资完成4,634.21亿元，比上年增长16.0%。分产业投向：第一产业投资13.21亿元，比上年下降17.7%，第二产业投资1,746.58亿元，比上年增长13.3%，第三产业投资2,874.42亿元，比上年增长18.2%。

2014年，无锡市财政收入稳步提高，全市一般公共预算收入768.01亿元，比上年增长8.0%。财政支出结构继续调整。一般公共预算支出748.06亿元，比上年增长5.1%。

无锡市惠山区

根据无锡市惠山区统计局公布信息，2014年惠山区实现地区生产总值652.45亿元，按可比价格计算，同比增长8.3%，比全市高0.1个百分点。其中：第一产业增加值19.35亿元，增长2.1%，贡献率为3.1%，拉动经济增长0.1个百分点；第二产业增加值394.96亿元，增长7.0%，贡献率为29.5%，拉动经济增长1.4个百分点；第三产业增加值238.14亿元，增长11.4%，贡献率为67.5%，拉动经济增长3.3个百分点。

财政实力方面，2014年，无锡市惠山区地方收入合计96.44亿元，同比增长10.71%，主要由一般公共预算收入和政府性基金收入构成。其中，一般公共预算收入70.76亿元，同比增长9.05%；政府性基金收入22.22亿元，同比增长15.57%。

整体看，无锡市以及惠山区经济保持稳步增长，地方政府财政实力较强，公司发展外部环境良好。

无锡惠山经济开发区

无锡惠山经济开发区（以下简称“惠山经开区”）始建于2001年7月，后经江苏省人民政府批准于2002年2月成为省级开发区，规划核定面积5.96平方公里，总体规划四至范围为：东至白屈港，南至锡宜高速公路，西至南北景观大道，北至规划石塘湾路。

惠山经开区立足汽车及零部件、先进装备、新材料三大主导产业，着力打造特色鲜明、富有核心竞争力、可持续发展的高端专业园区，初步凸显“产业高地，成本洼地”的集聚效应。汽车及零部件领域汇聚了以上汽商用车、威孚力达、一汽客车为代表的一批骨干型企业，先进装备领域涌现了以一汽锡柴、透平叶片、盛力达机械等为代表的一批领军型企业，特种金属新材料领域培育了以麟龙铝业、苏嘉新材料、必达福、新宏泰等掌握世界前沿技术为代表的一批高成长企业。其中，上汽商用车无锡分公司为上汽商用车全国四大生产基地之一，威孚力达的后处理核心技术已达世界先进水平，一汽锡柴重型柴油机新基地项目已成为中国自主品牌发动机及重型发动机的主要生产基地和主要出口基地，透平叶片已成为能源和航空领域国内领先、全球知名的高端动力部件供应商，电站大型涡轮叶片国内市场上的综合占有率达80%以上。

2014年，惠山经开区完成地区生产总值285亿元，财政收入52.4亿元，以占无锡市1.5%土地、3.6%人口，创造了4%左右的经济总量，在省级开发区考核中位于前列。

（2）政府财力及债务

公司系由惠山经开区国资办出资组建的有限责任公司，在各方面享受了惠山经开区的大力支持。无锡市惠山区及惠山经开区政府财力对公司日常经营影响很大。

近年来，无锡惠山经开区财政实力稳步增长。根据惠山经开区财政局公布的数据，2012～

2014 年，惠山经开区一般预算收入年均增长 10.99%，2014 年一般预算收入达 31.67 亿元，其中税收收入占比 97.19%；2012~2014 年，惠山经开区土地使用权出让收入保持基本稳定，2014 年为 8.15 亿元；转移支付和税收返还收入规模较小，2014 年为 0.52 亿元。2012~2014 年，惠山经开区地方可控财力年均增长 9.02%，2014 年为 41.24 亿元，其中一般预算收入占 76.79%。从地方债务看，截至 2014 年底，惠山经开区地方债务余额为 33.53 亿元，全部为政府直接债务，2014 年，惠山经开区债务率为 81.83%，债务负担较重。

表4 2012~2014年无锡惠山经济开发区地方可控财力情况表（单位：亿元、%）

科目	2012 年	2013 年	2014 年	增长率（%）	2014 年各项占比
一般预算收入	25.71	26.58	31.67	10.99	76.79
其中：税收收入	24.98	25.75	30.78	11.00	74.64
非税收入	0.73	0.83	0.90	11.03	2.18
国有土地使用权出让收入	8.02	8.21	8.15	0.81	19.76
转移支付和税收返还收入	0.39	0.41	0.52	15.47	1.26
其中：返还性收入	--	--	--	--	--
一般性转移支付收入	--	--	--	--	--
专项转移支付收入	0.39	0.41	0.52	15.47	1.26
预算外财政专户收入	0.59	0.68	0.90	23.51	2.18
地方可控财力	34.70	35.88	41.24	9.02	100.00

资料来源：无锡惠山经济开发区财政局，联合评级整理。

表5 无锡惠山经济开发区债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	335,304	（一）地方一般预算本级收入	316,737
1、外国政府贷款		1、税收收入	307,768
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	8,969
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	5,162
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	5,162
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	
3、国债转贷资金		（三）国有土地使用权出让收入	81,512
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	81,512
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	
（1）政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款		（四）预算外财政专户收入	8,977
7、债券融资			
（1）中央代发地方政府债券			
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	335,304		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
（二）担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			

2、政府担保的国际金融组织贷款			
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	335,304	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	412,388
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%		81.31%	

资料来源：无锡惠山经济开发区财政局

总体看，无锡市及惠山区经济保持稳步增长，地方政府财政实力较强；惠山区及惠山经开区政府财力对公司日常经营影响很大，惠山区政府债务负担较重，公司整体发展外部环境较好。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司，截至 2014 年底，公司注册资本 20 亿元，惠山经开区国资办持股 100%，为公司的实际控制人。截至 2014 年底，公司下设综合办公室、财务部、资产管理部、项目建设部、投融资管理部和人力资源部共 6 个职能部门，公司组织结构图详见附件 1。

2. 企业规模

公司作为惠山经开区国资办下属的城市建设型国有企业集团，目前主要经营的业务范围是惠山经济开发区范围内的城市基础设施建设、管理、运营以及酒店客房餐饮服务等业务。

公司是惠山经济开发区基础设施建设的重要主体，近三年涉及的主要业务范围是惠山经开区的道路建设，目前已经完工并移交的项目主要有：惠山大道项目、界河大桥项目、西环路项目、锡澄路改扩建项目、惠源路项目和南环路项目等。公司经营的酒店餐饮服务业主要是子公司无锡艾迪花园酒店有限公司经营的艾迪酒店。

与公司具有相似职能的城建类公司是无锡惠山经济开发区开发建设总公司（以下简称“经开公司”）。经开公司由惠山区政府出资，2010 年之前，经开公司主要负责惠山开发区内部分道路、管网、拆迁安置房等建设；2010 年之后，惠山开发区内安置房建设、产业园区建设、商业设施建设逐步由公司及其下属子公司负责建设及运营，经开公司主要完成原来存量安置房项目及道路基础设施项目，包括金惠苑七期安置房、长宁苑八期安置房、园区道路等，与公司不存在同业竞争。

总体来看，公司业务具有一定的区域垄断优势，整体竞争力较强。

3. 人员素质

公司董事长郑敏女士，本科学历。1983 年 3 月参加工作，曾任中国华源集团无锡生命科技发展股份有限公司总经理助理、惠山经济开发区管委会经济发展审批科科长。现任无锡惠山新城生命科技产业发展有限公司执行董事兼总经理、无锡惠山新城生命科技产业园管理中心主任。2015 年 10 月期任无锡惠开经济发展集团有限公司董事长。

公司总经理颜羽红，现年45岁，高级会计师，本科学历，历任无锡县城乡建设局会计、中荷无锡立腾建筑装饰工程有限公司财会负责人，现任江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局预算科长及公司总经理。

公司财务总监陆经一，现年35岁，会计师，本科学历，曾任江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局财务科科长，现任江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局财务科科长及公司财务总监。

公司副总经理李卫刚，现年32岁，硕士学历，曾任碧桂园控股集团资金管理部高级资金经理，现任江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局投融资部部长、公司副总经理及无锡惠开投资管理有限公司总经理。

公司现有员工177人，按照文化程度划分：高中及中专学历100人、大专学历12人、本科及以上学历65人；按照岗位构成划分：管理人员28人、研发人员30人、生产人员88人、销售人员31人；按照年龄结构划分：30岁以下98人、30~50岁56人、50岁以上2人。

整体来看，公司高管人员文化素质较高，管理经验丰富，员工结构构成合理，能够满足公司日常经营管理需要。

4. 政府支持

公司是惠山经开区重要的城市基础设施建设及运营主体，惠山经开区国资办在资产划拨、税收减免、政府补助和项目回购方面对公司的支持力度大。

资本金注入

资本金注入方面，公司于2009年7月由惠山经开区国资办出资组建，初始注册资本4亿元，后经惠山经开区国资办于2009年、2010年、2011年和2013年历次增资，截至2014年底，公司注册资本为20亿元。

资产划拨

2010年，根据惠山经济开发区管委会文件，政府将经开公司已建设完工的市政道路及桥梁等资产无偿划拨至公司，总价值13.42亿元，增加公司的存货和资本公积，工程项目划拨明细表详见下表。

表6 公司工程项目划拨明细情况（单位：万元）

序号	资产名称	划拨金额
1	惠山大道	19,688.36
2	界河大桥	3,909.80
3	西环路	9,379.71
4	锡澄路改造	82,64.00
5	南北景观大道（惠源路）	10,380.36
6	南环路（惠南路）	19,516.28
7	胡长路（金惠路）	17,735.32
8	东西景观大道（政和大道）	16,654.00
9	堰新路	11,246.00
10	杨市路（文汇路）	5,200.48
11	北环路	8,692.86
12	东北一路	3,554.00
	合计	134,221.17

资料来源：公司提供

2013~2014 年,根据惠管发【2013】76 号文,政府将锡惠国用(2013)第 000258 号、锡惠国用(2013)第 000265 号、锡惠国用(2013)第 000266 号、锡惠国用(2013)第 000267 号、锡惠国用(2013)第 000268 号、锡惠国用(2013)第 000269 号、锡惠国用(2014)第 011163 号、锡惠国用(2014)第 011155 号、锡惠国用(2014)第 011161 号、锡惠国用(2014)第 013735 号等地块无偿划拨至公司,经评估土地面积合计 54.73 万平方米,评估价值 14.27 亿元,增加公司的资本公积。目前,公司的土地资产多为划拨地,缴纳土地出让金后,可作为出让地进行出让。

其他

税收减免方面,根据无锡市惠山地方税务局关于对公司及下属子公司将土地出让收入等作为不征税收入处理的政策咨询答复,凡是能够满足国家财税规定的专项用途财政资金有关企业可以依照条件,对土地出让收入做不征税收入处理。

政府补助方面,2012~2014 年,公司分别获得政府补助 0.60 亿元、1.29 亿元和 1.97 亿元。

项目回购方面,惠山经开区管委会与公司签订《资产转让协议书》,对 2010 年无偿划拨给公司的市政道路进行回购,项目加成比例约为 20% (估算值)。公司成立以来,已经进行回购的项目主要有惠山大道、界河大桥、西环路、锡澄路扩建、惠源路和南环路、南北景观大道(惠源路)、南环路、胡长路、杨市路、北环路项目。

2015年6月,无锡市惠山区政府性债务管理领导小组办公室和无锡市惠山区人大常委会出具说明,确认按照351号文的债务甄别要求,将无锡惠山经济开发区管理委员会下属平台公司(无锡惠开经济发展集团有限公司)2014年底共计33.53亿元融资业务本息纳入地方政府性债务,分年度列入无锡市惠山区财政预算,以保证对金融机构债务的及时偿付。

总体看,无锡惠山经开区政府对公司的各项政策支持落实情况较好,联合评级认为,经开区政府对公司的持续有效支持,是公司可持续发展的重要保障。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会,公司股东为无锡惠山经济开发区国有资产管理办公室。

公司设董事会,设董事 3 名,其中 2 名董事由股东委派产生,1 名为公司职工董事,由公司职工代表大会民主选举产生。董事任期 3 年,任期届满,经继续委派可连任。董事会设董事长一人,由董事会选举产生。董事会行使下列职权:1、执行股东的决定;2、决定公司的经营计划和投资方案;3、制定公司的年度财务预算方案、决算方案;4、制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案;5、制定公司增加或减少注册资本以及发行公司债券的方案;6、制定公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案;7、决定公司内部管理机构的设置;8、决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项,并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司其他高级管理人员及其报酬事项;9、制定公司的基本管理制度;10、其他职权:无。

公司设监事会,设监事 5 名,其中 3 名监事由股东委派产生,2 名为公司职工监事,由公司职工代表大会民主选举产生,监事会设主席 1 人,由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议;监事会主席不能履行职务或者不履行职务的,由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议,监事保护公司股东利益,保护公司职工利益。监事的任期

每届为3年，任期届满，可连选连任。监事行使下列职权：1、检查公司财务；2、对董事、高级管理人员执行公司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、高级管理人员提出罢免的建议；3、当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求执行董事、高级管理人员予以纠正；4、向股东提出提案；5、依照《公司法》第一百五十一条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

公司设总经理一名，由董事会决定聘任或解聘。经理对董事会负责，行使下列职权：1、主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决定；2、组织实施公司年度经营管理计划和投资方案；3、拟定公司内部管理机构设置方案；4、拟订公司的基本管理制度；5、制定公司的具体规章；6、提请聘任或者解聘公司其他高级管理人员；7、决定聘任或解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的其他管理人员；8、董事会授予的其他职权。

总体看，公司董事会、监事独立运作，法人治理结构及整体运行情况良好。

2. 管理水平

公司制定了一系列内部管理制度，以规范公司内部运作程序。

在资产管理方面，公司及其子公司按照国有资产管理的相关要求，建立、健全资产管理制度，规范资产的财务核算，加强资产的实物管理，定期清查盘点，做到账账相符、账实相符。

在投融资管理方面，公司及其子公司投资项目按计划严格管理，对列入政府年度投资计划并确定由公司及其子公司组织实施的项目要按计划有序实施，严格控制超计划进行项目投资。

在工程核算管理方面，公司及其子公司根据项目批文承办政府建设施工项目，项目资金实行公司化核算。各公司配备工程项目核算会计、工程项目结报员。

财务管理方面，公司及其子公司确定内部财务管理体制，建立健全财务管理制度，控制财务风险。公司财务管理应当按照规定的财务战略，合理筹集资金，有限营运资产，控制成本费用，规范收益分配，加强财务监督和财务信息的管理。

总体看，公司管理制度较完整，综合管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营现状

公司的经营业务主要为市政道路建设，另有少量的客房、餐饮业务。2012~2014年，公司分别实现营业收入4.58亿元、4.86亿元和6.70亿元，毛利率水平分别为32.65%、32.83%和26.43%。

从收入构成上来看，公司的主要业务收入来源于工程回购，近三年占营业收入的比重均在75%以上；公司客房、餐饮等项目占营业收入的比重很小；其他业务收入主要是资金占用费收入和少量房租收入，占营业收入的比重较小。

从毛利率情况来看，公司工程回购业务的毛利率水平保持稳定，按照20%的加成比例，工程回购业务的毛利率水平基本稳定在16.00%以上；客房、餐饮业务受所处服务业行业特征影响，2014年度的毛利率为52.50%，较上年大幅下降了12.85%；其他业务中资金占用费和房租业务均不发生成本，故毛利率水平很高。2014年，受客房、餐饮业务和其他业务的影响，公司的整体毛利率水平较往年有所下降。公司营业收入及毛利率情况详见下表：

表 7 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程回购	35,555.84	77.58	16.67	38,100.45	78.34	16.84	57,135.83	85.31	16.68
客房、餐饮	3,318.26	7.24	63.24	2,819.90	5.80	65.35	3,179.11	4.75	52.50
其他	6,954.20	15.17	99.78	7,712.00	15.86	99.93	6,657.82	9.94	97.69
合计	45,828.30	100.00	32.65	48,632.34	100.00	32.83	66,972.76	100.00	26.43

资料来源：公司提供

总体看，公司以市政道路建设为主业，辅以少量客房、餐饮服务，市政业务毛利率水平较为稳定，营业收入和盈利模式比较有保障。

工程回购业务

公司作为惠山经开区城市基础设施建设运营的重要主体，根据区政府的规划，近年来主要承担市政道路项目的建设任务。截至 2014 年底，公司道路回购主要分为直接回购和代建回购。

直接回购方面，惠山经开区管委会与公司签订《资产转让协议书》，项目加成比例约为 20%（估算值）。对 2010 年划拨的市政道路进行回购。政府每年根据市场情况确认直接回购的项目，公司核减“存货”，计营业收入，未到位款项计“应收账款”。截至 2014 年底，已经进行回购的项目主要有惠山大道、界河大桥、西环路、锡澄路扩建、惠源路和南环路、南北景观大道（惠源路）、南环路、胡长路、杨市路、北环路项目，即除堰新路和东北一路两个项目外均已全部回购完毕，尚未回购金额合计 1.48 亿元。

代建回购方面，公司或下属子公司与惠山经开区管委会分项目签订《委托建设和回购协议》，协议约定道路建设完工以后，惠山经开区管委会按照协定价格对市政道路项目进行回购，项目加成比例约为 20%，支付方式以银行存款或其他资产抵偿的方式支付，采用分期付款的方式，在协议生效后五年内缴清回购款；公司应在协议签订生效后三十天内协助惠山经开区管委会办理资产移交手续，同时提供合法资产凭证；协议生效后双方均应诚信履约，如有任何一方违反协议规定，应当承担相应的赔偿责任。

2012~2014 年，公司工程回购业务分别实现收入 3.56 亿元、3.81 亿元和 5.71 亿元，回购项目的详细情况见表 8。收现情况方面，受政府拨付进度影响，回购款回流较少，但整体呈上升趋势，尚未拨付部分计入“应收账款”；截至 2014 年底，公司应收无锡惠山经开区管委会工程回购款合计 12.07 亿元，经开区管委会已出具还款安排，将 2016~2020 年每年的土地类基金收入提取一定比例以确保上述款项的偿付。

表 8 2012~2014 年公司道路回购项目明细（单位：万元）

序号	项目	回购金额	回购日期
1	惠山大道（一）	12,401.36	2012-12-31
2	南北景观大道（惠源路）	3,798.98	2013-12-31
3	惠山大道（二）	8,754.87	2013-12-31
4	南环路（惠南路）	23,419.54	2013-12-31
5	胡长路（金惠路）	21,282.38	2014-12-31
6	杨市路（文汇路）	6,240.58	2014-12-31
7	北环路	10,431.43	2014-12-31

8	创新路、展业路、研园路工程项目	4,793.06	2012-12-31
9	港池路	18,361.42	2012-12-31
10	纵三路	2,127.06	2013-12-31
11	横三路	6,946.48	2014-12-31
12	横四路	5,917.87	2014-12-31
13	横五路	6,317.09	2014-12-31
合计		130,792.12	

资料来源：公司提供

注：表中 1-7 为直接回购项目，8-13 为代建回购项目，均以“存货”入账。

客房、餐饮及其他业务

公司客房、餐饮业务由下属子公司无锡艾迪花园酒店有限公司(以下简称“艾迪酒店公司”)负责运营，艾迪酒店公司成立于 2009 年，注册资本 30,000 万元，主要经营住宿、餐饮、酒店管理以及咨询服务等。2012~2014 年，艾迪酒店公司客房、餐饮业务分别实现收入 0.33 亿元、0.28 亿元和 0.32 亿元。

公司的其他业务收入来源主要是同其他公司往来借款产生的资金占用费和少量的房租收入，其中资金占用费收入主要是收取经开公司、无锡惠山开发建设有限公司、无锡惠山新城资产有限公司、无锡新惠供水有限公司等单位的资金占用费，以上公司从行政上均隶属于管委会，目前经营正常，风险较小。近年来，其他业务收入占公司整体营业收入的比重有所上升。2012~2014 年，公司其他业务分别实现收入 0.70 亿元、0.77 亿元和 0.67 亿元。

2. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三年均值分别为 0.74 次、0.14 次和 0.06 次，2014 年的值为 0.59 次、0.13 次和 0.06 次。

总体看，公司的经营效率偏低，但较为符合其从事的城投类行业的特点。

3. 在建及拟建项目

公司在建项目主要包括道路、安置房建设等，均属于代建性质，安置房项目投资和运营模式与道路建设一致，均系按项目与经开区管委会签署代建协议，对各项目按照审定成本加成约 20%比例进行回购。

惠韵家园安置房项目位于惠山经济开发区北环路以南、堰裕路以北。项目规划用地 188 亩，建筑面积不低于 501,283 平方米，建筑密度不低于 10%。项目总投资 16.6 亿，建设期 2013 年至 2017 年，分四期开发；每期项目完工后，剩余工程款一般分三年支付给工程单位。截至 2014 年底，该项目已投资 1.00 亿元。

长乐苑五期安置房项目位于惠山经济开发区堰新路以南、石新路以东，项目总占地面积 41,128 平方米（约 61.66 亩），新建高层住宅楼 7 栋以及部分公建，总建筑面积 182,177 平方米，其中地上建筑面积 148,728 平方米，地下建筑面积 33,449 平方米，设置停车位 778 个，项目区建筑密度 17.97%，容积率 3.62，绿化率 36.5%。项目总投资 63,800 万元，工期为四年，每期项目完工后，剩余工程款一般分三年支付给工程单位。目前该项目已投资 1.00 亿元。

开发区道路建设项目主要包括石新路、华惠路东延、双兴路、张村路等 11 条道路建设，总投资 54,000 万元，分三年建成；每期项目完工后，剩余工程款一般分四年支付给工程单位。

表 9 截至 2014 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	开工时间	总投资	已投资	未来投资计划		
				2015	2016	2017
惠韵家园安置房	2014 年 3 月	166,000	10,000	40,000	40,000	40,000
惠山区中医院	2014 年 8 月	15,000	2,000	10,000	3,000	
省锡中实验学校小学部工程	2014 年 6 月	16,000	1,000	9,000	6,000	
长乐苑五期安置房	2013 年 12 月	63,800	10,000	15,000	20,000	18,000
风电园职工公寓	2013 年 12 月	18,000	9,000	9,000		
开发区道路建设	2014 年 1 月	54,000	0	15,000	15,000	15,000
生命园商业地块整理	2014 年 3 月	20,000	5,000	15,000		
风电园标准厂房	2013 年 6 月	30,000	8,000	12,000	10,000	
堰新六期安置房	2012 年 10 月	45,000	19,000	11,000	10,000	5,000
长乐三期安置房	2012 年 8 月	24,500	16,000	5,000	3,500	
张村地块拆迁项目	2010 年 11 月	81,000	62,000	12,000	7,000	
合计		533,300	142,000	153,000	114,500	78,000

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2014 年底，公司计划重点拟建工程主要有 6 个，总投资 30.27 亿元，资金通过自筹和外部融资解决，具体明细见下表。

表 10 公司拟建项目投资计划情况（单位：万元）

项目名称	项目内容	总投资	预计开工时间
惠山中医院二期项目	医院相关设施建设	10,000.00	2015 年 2 月
绿化带、停车场改造	绿化改造及停车场改造	8,000.00	2015 年 3 月
毛巷标准厂房	厂房建设	10,000.00	2015 年 8 月
水利工程	河道疏通及整治	5,000.00	2015 年 5 月
新城生命科技创新创业基地项目	综合用房及标准厂房	169,400.00	2015 年 2 月
无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目	综合用房及标准厂房	100,300.00	2015 年 2 月
合计	--	302,700.00	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目以代建项目及本次债券募投项目为主，其中代建项目竣工结算后由政府进行回购，募投项目标准厂房出租及销售收入较为可观；但项目投资规模较大，公司未来存在一定的融资压力。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2014 年底，公司合并报表范围包含子公司 7 家，其中 2012 年底新增无锡惠开生态环境发展有限公司（以下简称“生态公司”）和无锡惠开石墨烯技术及应用研发中心有限公

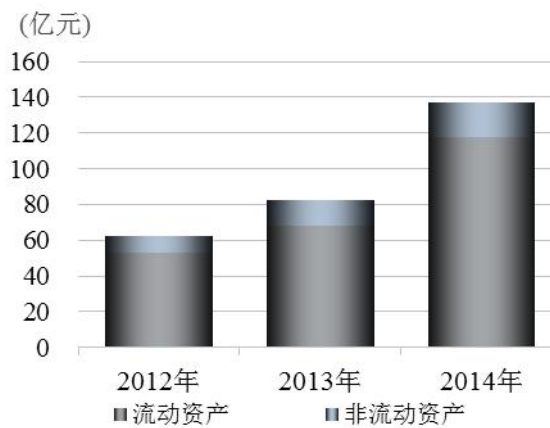
司（以下简称“石墨烯公司”）。总体看，合并报表变动对财务数据可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 136.96 亿元，负债合计 85.65 亿元，合并所有者权益 51.31 亿元；2014 年公司实现营业收入 6.70 亿元，净利润 1.60 亿元；经营活动现金流量净额 3.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.13 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 48.51%，主要是受货币资金、存货和固定资产增长带动；从资产构成来看，近三年流动资产占比波动增长。截至 2014 年底，公司资产总额 136.96 亿元，同比增长 65.69%，其中流动资产占 85.76%，非流动资产占 14.24%，公司资产以流动资产为主。

图 2 截至 2014 年底公司资产构成

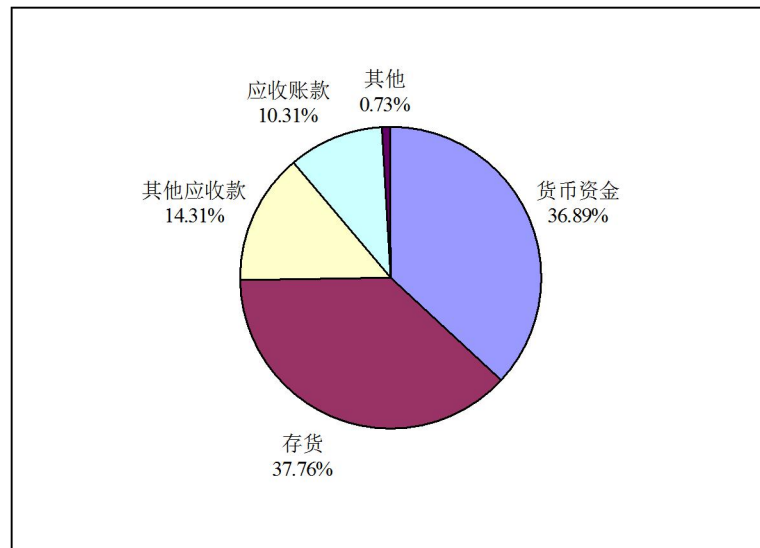


资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长率为 48.80%；截至 2014 年底，流动资产 117.46 亿元，同比增长 72.71%，主要由货币资金（占 36.89%）、应收账款（占 10.31%）、其他应收款（占 14.31%）及存货（占 37.76%）构成

图3 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金快速增长。截至2014年底，公司货币资金43.34亿元，主要由现金、银行存款和其他货币资金构成。2014年，由于银行承兑汇票保证金大幅增加，加上新增已质押的定期存款，导致2014年的货币资金较往年大幅增加。截至2014年底，公司货币资金中受限制的资金合计32.36亿元（银行承兑汇票保证金和已质押的定期存款），资金受限比例高。

2012~2014年，公司应收账款快速增长，年均复合增长34.97%。截至2014年底，公司应收账款12.11亿元，同比增长15.59%，主要是对无锡惠山经济开发区管理委员会的工程代建应收款为12.07亿元，占应收账款的99.66%。坏账风险较小，但回款时间存在不确定性。

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，截至2014年底为16.81亿元，同比增长45.95%，主要是与其他单位之间的往来款；账龄1年以内的占65.25%、1~2年的占23.57%，2~3年的占3.32%，3年以上占比较小。从集中度看，公司前五大往来单位分别无锡惠山水处理有限公司、无锡新会供水有限公司、无锡惠山经济开发区开发建设总公司、无锡惠山软件产业发展有限公司和无锡惠山新城资产管理有限公司，合计15.31亿元，占比91.11%，集中度较高。

根据《江苏省无锡惠山经济开发区管委会关于妥善解决无锡惠开经济发展集团有限公司应收账款和其他应收款相关问题的说明》（惠管发【2015】53号），鉴于公司在惠山经开区基础设施建设和投融资方面的重要地位，将妥善处理公司应收款项问题：截至2014年底公司应收账款12.10亿元，其他应收款16.81亿元，合计28.91亿元，其中应收惠山经开区管委会款项共计12.07亿元；经开区管委会将从2016~2020年每年的土地类基金收入中提取一定比例偿还公司欠款。还款来源主要来自金惠路以南、白屈港路以东、中惠大道以北，锡澄告诉公路以西地块，该地块总面积1,570.71亩，可出让用地面积1,235.21亩，预计每亩出让价格280万元，上述地块预计取得土地出让总收入34.59亿元，扣除计提基金及其他成本后预计获得土地出让收益不低于29.40亿元，能够覆盖经开区管委会及相关政府企事业单位欠款总额。分年度看，预计2016~2020年每年分别返还6.84亿元、7.94亿元、6.38亿元、5.03亿元和3.21亿元。此外，2016-2020年开发区招拍挂土地中，部分土地由开发区公司进

行摘牌，公司需缴纳的土地出让金可与政府部门所欠公司的应收款项相抵。

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均复合增长率为 62.64%。截至 2014 年底，公司存货账面余额 44.35 亿元，是由开发成本、原材料、开发产品和周转材料组成，其中开发成本占 90.29%，主要为政府注入的 10 宗土地和代建的安居房、道路等项目，2014 年工程投入规模较大，同比大幅增长 199.78%；开发产品占 9.67%，为已完工尚未结转的代建项目。2014 年，公司存货（开发成本）中总共拥有 10 宗土地，合计面积 54.70 万平方米，账面价值约 14.39 亿元，全部已用作于贷款抵押。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 46.76%。截至 2014 年底，公司非流动资产 19.50 亿元，主要由固定资产（占 72.69%）、在建工程（占 19.25%）及无形资产（占 7.18%）构成。

2012~2014 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 64.48%，主要系在建工程完工转入所致。截至 2014 年底，公司固定资产净额 14.17 亿元，主要由房屋建筑物（占 99.17%）、机器设备（占 0.34%）及电子设备等构成（0.09%）。

2012~2014 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 62.82%。截至 2014 年底，公司在建工程为 3.75 亿元，主要为办公楼和厂房建设；2014 年在建工程同比增长 75.22%，主要系公司的生命科技园配套建设、标准厂房等项目加大投入所致。

2012~2014 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 28.49%。截至 2014 年底，公司无形资产 1.40 亿元，主要由土地使用权构成（占无形资产 99.71%），大部分已用作于公司抵押贷款。

总体来看，公司资产以流动资产为主，以土地、在建工程为主的存货占比较高；受限货币资金规模大、土地抵押比率高（81.58%）、应收回购款对资金形成一定占用，整体看资产质量一般、流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率 39.61%，公司所有者权益的增长主要系资本公积和未分配利润的增加。截至 2014 年底，公司所有者权益 51.31 亿元，其构成主要为：实收资本占 38.98%、资本公积占 54.00%、未分配利润占 6.69%，盈余公积 0.34%。其中，资本公积主要为 2010 年划拨的工程项目以及后续年份注入的土地；2013 和 2014 年土地的陆续注入（评估面积合计 54.73 万平方米，评估价值共 14.27 亿元），带动近三年资本公积年均复合增长 43.68%。近三年，公司实收资本分别为 12.30 亿元、20.00 亿元和 20.00 亿元，2013 年 11 月，由无锡惠山经开区国资办增资 7.70 亿元，增资后，公司的注册资本变更为 20.00 亿元。

总体看，公司所有者权益规模逐年扩大，以非经营性资产和划拨土地为主的资本公积占比大，所有者权益质量一般。

负债

2012~2014 年，公司负债规模不断扩大，年均复合增长 54.72%，以流动负债为主，比重较 2013 年有所下降；截至 2014 年底，负债总额 85.65 亿元，同比增长 124.20%，其中流

动负债占 72.24%，非流动负债占 27.76%。

流动负债方面，2012~2014 年，公司流动负债年均复合增长 52.56%。截至 2014 年底，为 61.87 亿元，同比增长 101.37%，主要由短期借款(占 23.91%)、应付票据（占 42.81%）、应付款项（占 19.91%）、其他应付款（占 10.03%）及一年内到期的非流动负债（占 2.64%）构成。

2012~2014 年，公司短期借款快速增长，截至 2014 年底为 14.79 亿元，其中保证借款 9.14 亿元、抵押借款 0.8 亿元、质押借款 2.25 亿元和组合担保借款 2.6 亿元，保证借款、质押借款和组合担保借款较 2013 年均大幅上升。

2012~2014 年，公司应付票据波动增长。三年分别为 11.04 亿元、9.09 亿元和 26.49 亿元，其中 2014 年较 2013 年大幅增加 17.40 亿元，主要为年底支付工程款开具银行承兑汇票。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 146.43%。截至 2014 年底，公司应付账款为 12.32 亿元，同比增长 91.95%，主要为公司的各项工程款。

2012~2014 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 7.40%。截至 2014 年底，公司其他应付款 6.21 亿元，同比上升 183.24%，主要为公司与无锡惠山经济开发区国有资产办公室、江苏省无锡惠山经济开发区管委会财政局、无锡风电科技产业园管理中心、无锡惠山经济发展总公司、江苏省无锡惠山经济开发区管理委员会等单位的往来款。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 29.34%。截至 2014 年，公司一年内到期的非流动负债为 1.64 亿元，均为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，2012~2014 年，公司非流动负债呈快速增长趋势，以长期借款为主；截至 2014 年底，非流动负债为 23.78 亿元，其中长期借款占 99.98%。

2012~2014 年，公司全部债务规模不断扩大，年均复合增长 62.33%。截至 2014 年，公司全部债务为 66.69 亿元，其中短期债务（占 64.35%），长期债务（占 35.65%）；短期债务比重较上年年底有所下降。总体看，公司债务以短期为主，长短期债务规模均快速扩大。

从债务指标来看，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近三年均值分别为 56.64%、24.83%和 49.86%，2014 年分别为 62.53%、31.66%和 56.51%。

总体来看，公司债务结构以短期债务为主，债务结构有待改善；受经开区建设推动，公司外部筹资规模快速扩大，其整体债务负担快速上升。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入与成本均呈稳定增长趋势，年均复合增长率分别为 20.89%和 26.35%。2014 年，营业收入与成本分别为 6.70 亿元和 4.93 亿元，同比分别增长 37.71%和 50.82%。近三年，随着营业成本的增加，公司营业利润率波动下降，三年分别为 27.06%、27.25%和 20.86%。

图4 近三年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从期间费用来看，公司的期间费用主要由管理费用和财务费用支出为主，年均复合增长分别为 30.82%和 41.30%。2014 年，公司期间费用为 1.71 亿元，占公司营业收入 25.58%，期间费用对公司利润侵蚀明显。

2012~2014 年，公司以市政基础设施建设补助为主的营业外收入对利润总额形成有力的补充，公司近三年营业外收入为 1.17 亿元、1.32 亿元和 1.97 亿元。公司对政府补助的依赖性较强。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率均值分别为 3.23% 和 3.44%，2014 年上述指标分别为 2.87%和 3.33%，公司整体盈利能力较弱。

总体看，近年来公司收入规模稳定增长，盈利水平对政府补助等营业外收入依赖程度较高，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营活动现金流入和流出主要为收到和支付其他与经营活动有关的现金，2014 年分别为 12.04 亿元和 11.71 亿元，主要是与关联方往来款等；经营活动产生的现金流量净额分别为 5.36 亿元、5.47 亿元和 3.17 亿元。2012~2014 年，公司现金收入比分别为 23.07%、32.99%和 90.60%，收入实现质量有所改善。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动产生的现金流量净额分别为-1.95 亿元、-4.05 亿元和-6.54 亿元，投资活动净现金流量为负，主要是近年代建项目持续投入导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多所致。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.65 亿元、4.50 亿元和 7.51 亿元，由于公司承担的开发区基础设施建设任务不断增加，融资力度也随之加大，近年取得借款、偿还债务的现金流规模均持续扩大。

总体看，公司经营活动现金流量受往来款影响大，收入实现质量有所改善；投资支出不断增长，公司存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，受短期借款、应付票据和应付账款快速增长影响，公司流动比率及速动比率呈波动下降趋势，三年均值分别为 201.25%和 123.60%，2014 年底，分别为 189.86%和 118.17%；经营现金流流动负债比率快速下降，三年分别为 20.15%、17.81%和 5.12%，主要是近三年经营活动现金流量净额的变动以及流动负债的快速增长所致。公司债务结构以短期债务为主，受限资金规模较大，面临一定短期支付压力。

从长期偿债能力来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 持续上升，三年分别为 1.29 亿元、2.21 亿元和 3.24 亿元；全部债务/EBITDA 波动上升，三年均值为 18.16 倍，2014 年为 20.61 倍。考虑到政府对公司在财政补贴、资产注入等方面的支持，以及回购款的陆续拨付，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 9 月底，公司合并口径并获得银行授信额度人民币 63.25 亿元，已使用额度为人民币 26.40 亿元，未使用额度为 36.85 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 9 月底，公司对外担保 6.45 亿元，担保比率 12.57%（以 2014 年底净资产计算）。被担保方主要为国有性质企业，或有负债风险较小。

表 11 公司对外担保明细（单位：万元）

被担保企业	金额	起止日期	担保形式
无锡惠山水处理有限公司	5,000	2015.6.17-2016.6.17	保证担保
无锡新惠供水有限公司	5,000	2015.7.30-2016.7.30	保证担保
无锡新惠供水有限公司	5,000	2015.9.25-2016.9.21	保证担保
无锡惠山新城资产管理有限公司	4,000	2015.7.30-2016.7.30	保证担保
无锡惠山经济开发区开发建设总公司	27,500	2015.6.30-2019.6.30	保证担保
无锡慧谷数字信息产业发展有限公司	6,000	2015.9.20-2016.9.19	保证担保
无锡长安古庄生态农业发展有限公司	7,000	2015.9.24-2016.9.23	保证担保
无锡慧谷数字信息产业发展有限公司	5,000	2015.9.30-2016.9.30	保证担保
合计	64,500		

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10320206011335701），截至 2015 年 12 月 17 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及无锡市惠山经济开发区经济及财力状况的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券发行额度 16 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 67.28%，占公司全部债务的 23.99%。本次债券发行规模较大，对公司整体债务结构影响大。

截至 2014 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 62.53%、56.51% 和 31.66%。以 2014 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，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将分别上升至 66.45%、61.71% 和 43.67%，公司债务负担将有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 12.93 亿元、14.40 亿元和 18.11 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.81 倍、0.90 倍和 1.13 倍；公司经营活动产生的现金净流量分别为 5.36 亿元、5.47 亿元和 3.17 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.33 倍、0.34 倍和 0.20 倍；公司 EBITDA 分别为 1.29 亿元、2.21 亿元和 3.24 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.08 倍、0.14 倍和 0.20 倍。

考虑到本次债券自发行后第三年，每年偿还本金的 20%，即 3.20 亿元，则 2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的 4.04 倍、4.50 倍和 5.66 倍；公司经营活动产生的现金净流量分别为分期偿还本金的 1.68 倍、1.71 倍和 0.99 倍；公司 EBITDA 分别为分期偿还本金的 0.40 倍、0.69 倍和 1.01 倍。公司经营活动现金流入量对本次债券分期偿还的本金保障能力较好，EBITDA 对分期偿还本金的保障能力一般。

3. 募投项目收益

无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建成后的收入来源主要是：标准厂房出租及销售收入。根据《无锡惠山新城生命科技创新创业示范基地建设可行性研究报告》，本次债券存续期内，预计收入合计 220,229.47 万元。其中标准厂房出租收入预计为 24,428.87 万元，标准厂房销售收入预计为 195,870.60 万元。

无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设项目建成后的收入来源主要是：标准厂房的出租、销售收入和商铺的销售收入。根据《无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设可行性研究报告》，在本次债券存续期内，预计收入合计 118,399.60 万元。其中标准厂房的出租收入预计为 14,941.20 万元，标准厂房及商铺销售总收入约为 103,458.40 万元。

上述募投项目预计产生收入合计 33.87 亿元（详见表 11），为项目合计总投资的 1.26 倍；募投项目收益对本次债券（16 亿元）的覆盖倍数为 2.12 倍。假设本次债券于 2016 年成功发行，以 7% 利率测算，本次债券本息合计 20.48 亿元，募投项目收益对本次债券本息的覆盖倍数为 1.65 倍。分年度看，由于募投项目销售收入集中于第三年期，第 3 年~第 7 年，募投项目收入对当期应付本息的保障程度较好；自第 3 年起开始偿付本金，未来随着各家企业的进驻，出租收入逐年扩大，而厂房的销售随着销售进展的推进，收入逐步减少，导致后期整体收入水平下滑明显，但仍能覆盖当期的本息偿还。

整体看，募投项目收益对本次债券的安全偿付提供了一定保障，但联合评级关注到，项

目收益的实现受土地及房地产市场行情以及开发区招商引资情况影响大,出租和出售收入的实现存在一定不确定性;另外,公司于发行第二年开始付息,当期募投项目尚未取得收入,需用其他经营收益进行补足。

表 12 本次募投项目收入测算和本次债券还本付息情况 (单位: 年, 万元)

项目名称	合计	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
经营(出租)收入	39,370.07	--	--	4,671.02	6,672.90	8,007.47	9,342.05	10,676.63
标准厂房(生命科技)	24,428.87	--	--	2,898.34	4,140.49	4,968.58	5,796.68	6,624.78
标准厂房(新能源)	14,941.20	--	--	1,772.68	2,532.41	3,038.89	3,545.37	4,051.85
销售收入	299,329.00	--	--	74,832.25	69,659.33	59,865.80	50,072.27	44,899.35
标准厂房(生命科技)	195,870.60	--	--	48,967.65	48,967.65	39,174.12	29,380.59	29,380.59
标准厂房及商铺(新能源)	103,458.40	--	--	25,864.60	20,691.68	20,691.68	20,691.68	15,518.76
收入合计	338,699.10	--	--	79,503.27	76,332.23	67,873.27	59,414.32	55,575.98
债券本金	160,000.00	160000.00	160000.00	128,000.00	96,000.00	64,000.00	32,000.00	--
还本金额	160,000.00	--	--	32,000.00	32,000.00	32,000.00	32,000.00	32,000.00
付息金额	44,800.00	--	11200.00	11,200.00	8,960.00	6,720.00	4,480.00	2,240.00
支付总额	204,800.00	--	11200.00	43,200.00	40,960.00	38,720.00	36,480.00	34,240.00
覆盖倍数	1.65	--	--	1.84	1.86	1.75	1.63	1.62

资料来源:《无锡惠山生命新城科技创新创业示范基地建设可行性研究报告》和《无锡惠山新能源装备制造创新创业示范基地建设可行性研究报告》,联合评级整理。

注:假设本次债券于第 1 年发行,第 2 年起付息,债券利率按 7%估算。

总体看,公司负债规模较大,考虑到公司的经营能力和当地经济环境,公司对本次债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 本金分期偿还条款

本次债券设置本金分期偿还条款,在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末逐年分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。设置提前分期偿付本金,有效缓解了本次债券的集中偿付压力。

2. 第三方担保

中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“中合担保”或“担保方”)为本次债券的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中合担保为本次债券出具了担保函(ZH-G-BD2015052)。根据《担保函》,担保方在该担保函中承诺,对本次债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在债券到期时,如公司不能全部兑付债券本息,担保方应主动承担担保责任,将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销商指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保方承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保履行保证责任。

中合担保于 2012 年 7 月 19 日在国家工商行政管理总局注册设立,注册资本 51.26 亿元人民币,是中外合资的跨区域融资担保机构,也是目前国内注册资本规模最大的担保机构之一。

中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2010 年,《国务院关于进一步做

好利用外资工作的若干意见》提出要求“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”，国家发展和改革委员会为落实国务院精神推动组织设立中合担保。中合担保的设立也是落实国务院《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，有效缓解中小企业融资难，发展多层次中小企业金融服务的重要举措。

中合担保由中方和外方共 7 家股东共同发起设立。中方股东包括中国进出口银行、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限责任公司。外方股东包括美国摩根大通集团和西门子（中国）有限公司。

中合担保经营范围：贷款担保；债券发行担保（在法律法规允许的情况下）；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保，及其他合同履行担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保（在法律法规允许的情况下）；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至 2014 年底，中合担保设金融市场部、金融产品部、小微金融部、投资部、战略规划部、风险管理部、法律合规部、资产保全部、办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部及内控审计部，共有员工 146 人。

截至 2014 年底，中合担保资产总额 63.24 亿元，负债总额 8.93 亿元，所有者权益 54.31 亿元。2014 年，中合担保实现营业收入 5.60 亿元，其中已赚保费 1.58 亿元、投资收益 3.94 亿元，实现净利润 2.67 亿元。截至 2014 年底，中合担保担保责任余额 303.12 亿元。

联合评级于 2015 年 6 月 30 日评定中合担保主体长期信用等级为 AAA，该信用等级反映了中合担保代偿能力极强，联合评级对中合担保评级展望为稳定，风险极低。中合担保为本次债券提供的担保有效增强了本次债券偿付的安全性。

3. 专项账户及银行监管

为规范本次债券募集资金的管理和使用，公司拟在监管银行的营业机构开立募集资金专项账户，用于管理全部募集资金。公司聘请浙商银行股份有限公司无锡分行（以下简称“浙商银行无锡分行”或“监管银行”）作为监管银行，并签署《偿债资金账户监管协议》，公司将在监管银行为本次债券开设偿债资金监管账户，由公司自行筹集资金在每年还本付息日之前 5 个工作日将当期偿付资金划入该偿债资金监管账户。

公司按照约定将本次募集资金集中存放于募集资金账户中，募集资金账户仅用于公司为本次债券发行募集资金的存储和使用，不得用作其他用途；公司承诺募集资金账户中募集资金的使用根据《募集说明书》的规定用于募投项目，而不得用于其他用途；监管银行作为账户监管人应监督募集资金的使用符合募集说明书的用途，发现公司的募集资金使用不符合募集说明书的用途时，应及时通知债权代理人，同时监管银行有权拒付项目资金。监管银行应于公司每年信息披露前，向公司出具募集资金账户监管报告，报告内容应包括募集资金存入情况、使用情况和账户余额情况；募集资金账户自设立时成立，自账户资金支出完毕并履行相关注销手续后终结；公司及监管银行双方应当共同遵守《中华人民共和国票据法》、《支付结算条例》、《人民币银行结算账户管理办法》等法律法规，保证专项账户在存续过程中处于合法的状态。

十、结论

公司是无锡市惠山经开区重要的城市基础设施建设主体，主要从事惠山经济开发区范围内的城市基础设施建设、管理、运营以及酒店客房餐饮服务等业务。无锡市惠山经开区经济实力及财政实力较强，为公司的发展提供了良好的外部环境。

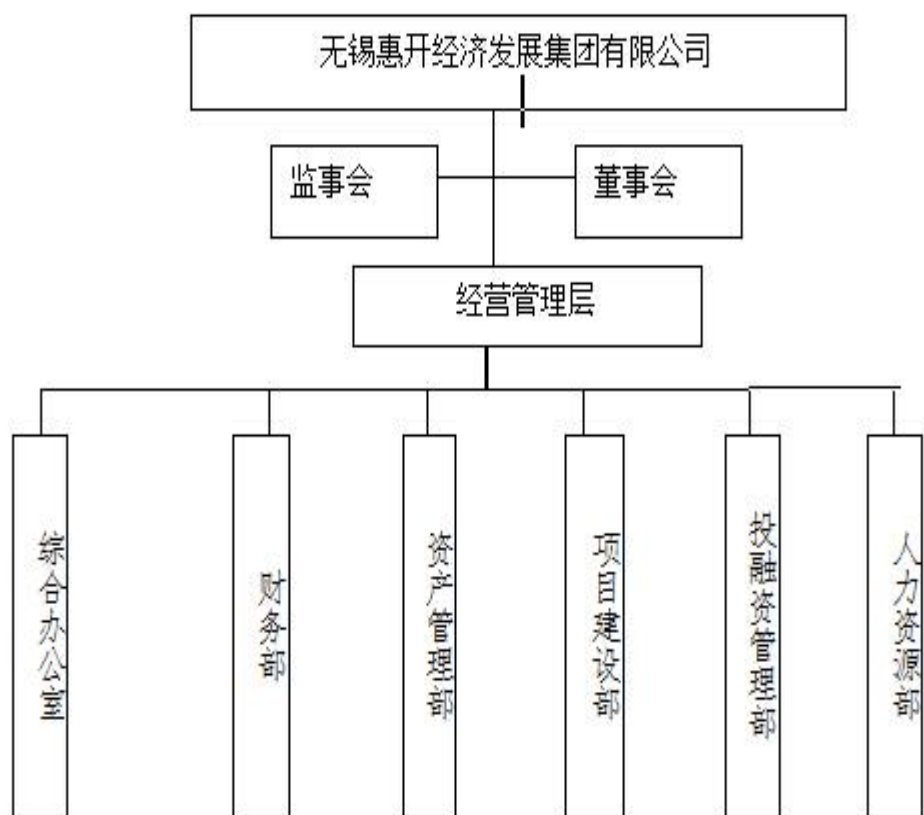
近年来，公司资产规模不断扩大，以流动资产为主，以土地和代建项目为主的存货规模大且土地资产抵押比率高，整体资产流动性较差；所有者权益中非经营性资产及划拨土地占比高，所有者权益质量一般；有息债务以短期债务为主，全部债务规模逐年上升，债务结构不尽合理。公司收入规模稳定增长，盈利水平对政府补助等营业外收入依赖程度较高，整体盈利能力较弱。

未来，无锡市惠山经开区财政实力有望稳步提升，经济环境有望持续向好，将为公司发展提供有力的外部环境，有助于支撑公司信用基本面的稳定。

本次债券设置分期偿还条款，有效降低了本金集中偿付压力；募投项目收益对本次债券的安全偿付提供了一定保障；本次债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力极强，有效提升了本次债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本次债券偿还能力及担保方担保实力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 无锡惠开经济发展集团有限公司
2012 年~2014 年主要财务指标
(单位: 人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	62.10	82.71	136.96
所有者权益	26.33	44.51	51.31
短期债务	16.78	21.83	42.91
长期债务	8.57	7.02	23.78
全部债务	25.34	28.85	66.69
营业收入	4.58	4.86	6.70
净利润	0.76	1.41	1.60
EBITDA	1.29	2.21	3.24
经营性净现金流	5.36	5.47	3.17
应收账款周转次数 (次)	1.38	0.57	0.59
存货周转次数 (次)	0.18	0.14	0.13
总资产周转次数 (次)	0.07	0.07	0.06
现金收入比率 (%)	23.07	32.99	90.60
总资本收益率 (%)	4.29	3.14	2.87
总资产报酬率 (%)	3.50	2.78	2.55
净资产收益率 (%)	2.89	3.97	3.33
营业利润率 (%)	27.06	27.25	20.86
费用收入比 (%)	22.95	24.33	25.58
资产负债率 (%)	57.61	46.19	62.53
全部债务资本化比率 (%)	49.05	39.32	56.51
长期债务资本化比率 (%)	24.55	13.62	31.66
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.05	0.08	0.05
流动比率 (倍)	199.56	221.37	189.86
速动比率 (倍)	136.48	124.06	118.17
现金短期债务比 (倍)	0.66	0.72	1.01
经营现金流动负债比率 (%)	20.15	17.81	5.12
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.08	0.14	0.20

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。