

信用等级公告

联合〔2020〕3151号

无锡市惠山国有投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟公开发行的 2020 年公司债券进行了综合分析和评估，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+，
评级展望为“稳定”**

**无锡市惠山国有投资控股集团有限公司拟公开发行的 2020 年公司
债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

无锡市惠山国有投资控股集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券信用评级报告

公司主体信用等级：AA+

本次债券信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 16 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 10 月 22 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
合并口径				
资产总额（亿元）	378.79	369.02	430.95	424.91
所有者权益（亿元）	129.33	128.15	177.17	182.82
长期债务（亿元）	109.72	119.79	123.94	143.46
全部债务（亿元）	146.44	138.64	171.06	178.70
营业收入（亿元）	10.16	10.87	15.08	10.84
净利润（亿元）	2.67	3.75	5.65	1.51
EBITDA（亿元）	9.04	12.41	12.97	--
经营性净现金流（亿元）	12.00	-7.47	46.99	-3.79
营业利润率（%）	15.28	11.63	9.17	33.40
净资产收益率（%）	2.15	2.91	3.70	--
资产负债率（%）	65.86	65.27	58.89	56.97
全部债务资本化比率（%）	53.10	51.97	49.12	49.43
流动比率（倍）	1.79	2.13	2.06	2.64
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.09	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.45	1.55	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.56	0.78	0.81	--
公司本部（母公司）				
资产总额（亿元）	254.60	268.08	266.73	261.17
所有者权益（亿元）	62.84	66.84	68.11	71.25
全部债务（亿元）	89.05	90.99	84.87	101.37
营业收入（万元）	0.00	10.30	10.76	7.38
净利润（亿元）	3.71	4.01	0.75	3.14
资产负债率（%）	75.32	75.07	74.46	72.72
全部债务资本化比率（%）	58.63	57.65	55.48	58.72
流动比率（倍）	1.32	1.45	1.54	1.68

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司其他流动负债纳入短期债务核算；3. 2020 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对无锡市惠山国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为惠山区重要的基础设施建设主体，外部发展环境良好，业务区域专营优势明显，持续获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司代建工程业务可持续性有待观察、其他应收款对公司资金形成较大占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司于 2019 年改制为有限责任公司后，在法人治理和内部管理制度方面有所完善。未来，公司将进一步拓展经营性业务，业务规模有望扩大，盈利能力有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. **外部发展环境良好。**无锡市惠山区经济和财政实力不断增强，公司面临良好的外部发展环境。

2. **区域专营优势明显。**公司作为惠山区重要的基础设施建设主体，业务具有明显的区域专营优势。

3. **持续获得有力的外部支持。**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。

关注

1. **代建工程业务可持续性有待观察。**随着公司市场化转型的推进，公司拟建项目以自建为主，代建工程业务可持续性有待观察。

2. **其他应收款对公司资金形成较大占用。**公司其他应收款规模较大，且部分款项账龄较

长，对公司资金形成较大占用。

分析师

刘亚利 登记编号（R0040216120002）

倪 昕 登记编号（R0040218020005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，不可用于资本市场融资，也不构成任何投资、融资、交易等行为的建议或依据。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

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”）是1993年1月12日根据原无锡县计划委员会《关于同意创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，出资形式为货币，主管部门为无锡县供销合作总社。后经多次更名、股权变更及增资，截至2018年末，公司注册资本及实收资本均为6.25亿元，无锡市惠山区国有资产管理办公室（以下简称“惠山区国资办”）持有公司100%股权。2019年6月，根据《惠山区深化国企改革领导小组成员会议纪要》（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2020年6月末，公司注册资本10.00亿元，实收资本6.25亿元，剩余资金预计于2021年底前到位。公司唯一股东和实际控制人为惠山区国资办。

截至2020年6月末，公司本部设计划财务部、资本运营部、风险合规部等职能部门；公司拥有纳入合并范围内子公司7家；公司本部在职员工115人。

截至2019年末，公司合并资产总额430.95亿元，负债合计253.78亿元，所有者权益177.17亿元，其中归属于母公司所有者权益162.06亿元。2019年，公司实现营业收入15.08亿元，净利润5.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.31亿元；经营活动产生的现金流量净额46.99亿元，现金及现金等价物净增加额32.50亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额424.91亿元，负债合计242.08亿元，所有者权益182.82亿元，其中归属于母公司所有者权益167.55亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入10.84亿元，净利润1.51亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.46亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.79亿元，现金及现金等价物净增加额4.93亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市惠山区政和大道196号；法定代表人：张念洲。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“无锡市惠山国有投资控股集团有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券”，本次债券发行规模为不超过16亿元（含），拟采用分期发行方式，首期发行规模将由公司和主承销商根据市场情况确定。不超过5年期（含），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券的具体品种、各品种的期限和发行规模将由公司和主承销商根据市场情况确定。本次债券面值为100元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司及其下属子公司有息债务。

三、行业分析及区域经济环境

1. 基础设施建设

（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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，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

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领

域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

表1 2019年以来与城投企业相关行业政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

资料来源：联合评级整理

2020年新冠疫情爆发以来，国家出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一

定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

(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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、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。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年及 2021 年为“资管新规”过渡的最后两年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

惠山区经济财政实力不断增强，财政自给能力很强，为公司发展提供了良好的外部环境。

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 2019 年末，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。截至 2019 年末，惠山区户籍总户数 16.08 万户，户籍人口 50.09 万人，常住人口 71.23 万人。

2017—2019 年，惠山区经济保持增长，分别实现地区生产总值 830.53 亿元、907.38 亿元和 937.07 亿元。其中，2019 年惠山区地区生产总值按可比价计算同比增长 6.8%，规模以上工业总产值 1,686 亿元，同比增长 11.7%。固定资产投资增长 6.7%。

2017—2019 年，惠山区一般公共预算收入分别为 85.5 亿元、92.3 亿元和 95.6 亿元。其中，税收收入持续增长，分别为 71.3 亿元、79.8 亿元和 82.6 亿元，在一般公共预算收入中的比重分别为 83.4%、86.5%和 86.4%，一般公共预算收入质量好。财政自给方面，2017—2019 年，惠山区财政自给率分别为 103.3%、110.3%和 113.0%，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 50.5 亿元、64.7 亿元和 64.9 亿元；转移性收入分别为 13.4 亿元、14.9 亿元和 15.9 亿元。截至 2019 年末，惠山区地方政府债务余额 146.01 亿元。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 6 月末，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 6.25 亿元。公司唯一股东和实际控制人为惠山区国资办。

2. 规模与竞争力

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，综合竞争力较强。

公司是无锡市惠山区重要的城市基础设施投资建设主体，也是惠山区区级最大的基础设施建设主体，公司业务在惠山区专营性优势明显。

除公司外，惠山区主要的基础设施建设主体包括无锡市惠盛投资有限公司（以下简称“无锡惠盛”）、无锡惠新资产经营管理有限公司（以下简称“无锡惠新”）、无锡惠创投资发展有限公司（以下简称“无锡惠创”）和无锡惠源投资发展有限公司（以下简称“无锡惠源”）等，从职能定位上看，无锡惠盛主要负责城市运营板块，从事房产开发、环卫事业、智慧城市、资产运营等业务；无锡惠新主要负责城市建设板块，从事区域内建筑施工等业务；无锡惠创主要负责产业投资板块，从事对外股权投资、产业合作等业务，同时，接受惠山区人民政府的委托自 2016 年起代表政府对代建城市基础设施项目建设开展回购业务；无锡惠源主要负责股权类资产管理，对惠山区乡镇、开发区国有企业的股权进行综合管理。上述主体实际运营由公司进行管控，其中，2019 年，惠山区国资办将持有无锡惠盛 95% 的股权委托给公司进行管理，公司将无锡惠盛纳入合并报表范围。总体看，公司综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司管理人员管理经验丰富，员工素质能满足公司运营需要。

截至 2020 年 6 月末，公司本部高级管理人员共 3 人。

王宁海先生，1976 年出生，研究生学历；曾任锡山市物价局科员，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、前洲配套区党工委书记、管委会主任；现任公司董事、总裁。

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

截至 2020 年 6 月末，公司本部在职人员 115 人；按学历划分，本科及以上学历员工 79 人、大专学历员工 13 人、中专及以下学历 23 人；按年龄划分，30 岁以下员工 23 人、30~50 岁员工 75 人；50 岁以上员工 17 人。

4. 外部支持

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。

(1) 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”。

2019年，惠山区国资办将持有无锡惠盛95%的股权委托给公司进行管理，公司将无锡惠盛纳入合并报表范围。截至2019年末，无锡惠盛总资产113.98亿元，所有者权益38.13亿元，将无锡惠盛纳入合并范围后，公司资产及所有者权益规模明显增加。

(2) 政府补助

2017—2019年，公司分别收到基础设施建设补贴及地方政府置换债本息补贴等政府补助1.04亿元、3.05亿元和2.41亿元，计入“其他收益”。

(3) 政府债务置换

截至2016年末，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。截至2019年末，计入“其他非流动负债”的地方政府置换债中，7.44亿元转入“资本公积”，其余部分转入“少数股东权益”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码3202010007806627），截至2020年9月7日，公司本部无已结清和未结清不良和关注类信贷信息记录。

五、管理分析

1. 治理结构

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。

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。董事每届任期不超过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。公司设监事会主席1名，由全体监事选举产生。监事每届任期3年。

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。

2. 管理水平

公司管理体制相对完善。

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，明确了“三重一大”涉及的不同事项按规定列入党委会、股东、董事会、总裁办公会审议或者决策范围。

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，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、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办会议审议通过后方可实施。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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于代建工程业务，主营业务收入规模逐年增长，综合毛利率有所波动。

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长21.81%。从收入构成看，公司主营业务收入以代建工程收入为主。2017—2019年，公司代建工程业务收入逐年增长，2019年较上年大幅增长系合并无锡惠盛新增保障房开发收入所致。公司房地产租售业务收入波动较大，主要为公司自建房产的销售和租金收入。

从毛利率看，公司综合毛利率受代建工程业务毛利率变动影响大。2017—2019年，代建工程业务毛利率波动下降，主要系结转项目不同所致。受此影响，公司综合毛利率有所波动。

表2 2017—2019年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	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	100,000.00	99.83	15.30	103,195.66	96.94	10.33	145,327.12	98.86	12.38
房产租售	172.79	0.17	-42.37	2,687.05	2.52	18.98	431.39	0.29	22.40
其他业务	--	--	--	568.95	0.54	100.00	1,245.85	0.85	100.00
合计	100,172.79	100.00	15.20	106,451.66	100.00	11.03	147,004.36	100.00	13.15

资料来源：公司提供

2020年1—6月，公司实现主营业务收入8.75亿元，其中代建工程业务收入7.17亿元，房产租

售业务收入 1.53 亿元，主要系公司办公写字楼销售规模较大带动收入大幅增加；毛利率为 19.91%，较 2019 年全年提高 6.76 个百分点，主要系毛利率较高的房产租售业务占比提高所致。

2. 代建工程业务

公司代建工程业务整体回款情况较好，在建项目仍存在一定的资金需求。随着公司市场化转型的逐步开展，公司拟建项目以自建项目为主，代建工程业务可持续性有待观察。

公司代建工程业务主要由公司本部及无锡惠盛下属孙公司无锡堰桥城市建设投资有限公司（以下简称“堰桥城投”）负责。2016 年之前，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 2016 年末，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。

2016 年开始，公司新增代建工程项目均与无锡惠创签订委托代建协议，新增代建工程项目主要为基础设施项目和资产整合项目。根据协议约定，公司负责项目建设管理，待项目验收合格后及时进行移交。项目建设资金筹集主要由无锡惠创负责，公司辅助筹集资金。无锡惠创按照协议约定向公司支付委托代建管理费，委托代建管理费包括项目建设成本和建设服务费两部分，无锡惠创每年就公司实际支出金额进行认定，公司每年就双方认定的支出金额加成一定比例确认代建收入。加成比例一般为 5%~25%，具体比例根据每个项目的筹资成本、公司投入的工作量等确定。

公司参与的资产整合项目系无锡市雪丰钢铁厂去产能项目。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》，同年，公司与无锡惠创、无锡市惠山区土地收购储备中心三方签订了《委托代建协议》，由公司对该项目进行投资建设，无锡惠创对该项目分阶段进行回购。截至 2020 年 6 月末，公司累计完成支出约 28 亿元收购款及相关税费，用于收购包括 1,500 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 年末调整至“存货”，现金流体现在“支付其他与筹资活动有关现金”。截至 2020 年 6 月末，该项目已累计确认收入 26.35 亿元，已全部回款，存货中尚未结转成本约 5.74 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司本部主要在建项目包括无锡市雪丰钢铁厂去产能项目、堰新苑社区服务中心、天一城小学、西漳中学等，总投资合计 54.03 亿元，已完成投资 32.68 亿元，尚需投资 21.35 亿元，仍存在一定资金需求。

截至 2020 年 6 月末，公司本部主要拟建项目预计总投资 28.68 亿元，其中自建项目包括新经济创业中心二期项目等，预计总投资 20.80 亿元；代建项目包括锡西乡村振兴一期项目、寺头九年一贯制学校等，预计总投资 7.88 亿元，规模不大。公司逐步向市场化转型并转变业务模式，本部拟建项目以自建项目为主，面临一定的资金支出压力。

表 3 截至 2020 年 6 月末公司本部主要拟建项目情况（单位：万元）

业务模式	项目名称	预计开工时间	预计投资金额
自建	新经济创业中心二期项目	2020.11	200,000.00
自建	西漳、钱桥片区智慧停车场改造项目	2020.11	3,000.00
自建	智慧城市 5G 网络建设项目	2020.11	5,000.00
	小计	--	208,000.00
代建	尤旺地块幼儿园	2021.06	5,258.00
代建	寺头九年一贯制学校	2021.07	23,000.00

代建	横街九年一贯制学校	2021.07	23,000.00
代建	锡兴钢厂水土保持、土壤修复项目	2020.08	7,500.00
代建	锡西乡村振兴一期项目	2020.09	20,000.00
	小计	--	78,758.00
	合计	--	286,758.00

资料来源：公司提供

堰桥城投是惠山区堰桥街道范围内重要的保障房和基础设施建设主体。堰桥城投与无锡市惠山区堰桥街道办事处（以下简称“堰桥街道办”）签署《委托建设和完工回购协议》，由堰桥城投统筹开展项目投资及建设管理，项目竣工并验收合格后，由堰桥街道办和堰桥城投双方共同确定项目建设成本，并由堰桥街道办支付建设成本及代建管理费用，代建管理费一般为建设成本的20%，堰桥城投根据双方每年年底签订的《代建收入确认函》进行收入确认。截至2020年6月末，堰桥城投在建基础设施项目包括堰新苑社区服务中心、天一城小学和西漳中学等，在建保障房项目共3个，在建基础设施及保障房项目计划总投资38.40亿元，尚需投资4.13亿元。2019年以来，基础设施建设项目暂未确认收入，保障房项目累计确认收入5.81亿元，实现回款5.35亿元。截至2020年6月末，堰桥城投无拟建基础设施及保障房项目。

表4 截至2020年6月末堰桥城投基础设施及保障房建设项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已完成投资	确认收入		回款情况	
			2019年	2020年1-6月	2019年	2020年1-6月
基础设施建设项目	5.81	3.12	0.00	0.00	0.00	0.00
保障房项目	32.59	31.15	3.88	1.93	3.88	1.47
合计	38.40	34.27	3.88	1.93	3.88	1.47

资料来源：公司提供

3. 房产租售业务

公司房产租售业务收入主要来自新经济创业中心一期项目的房产租售，收入规模不大；拟建项目存在一定的资金压力。

2017—2019年及2020年1—6月，公司实现房产租售收入分别为172.19万元、2,687.05万元、431.39万元和15,266.50万元。公司房产租售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，房产出租收入主要来自新经济创业中心一期项目、明都大厦、锦绣商业广场、惠山金融街和天力商业广场等。2020年1—6月，公司实现房产租售收入规模较大，主要系房产销售规模较大所致。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，目前已完工投入使用，总投资8.16亿元。截至2020年6月末，公司拟开展新经济创业中心二期项目，项目总投资20.00亿元，未来通过房产租售实现资金平衡，公司拟建项目存在一定的资金压力。

4. 未来发展

改制后，公司作为城市基础设施建设主体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。具体包括转变工程建设模式，优化资源配置方式和优化精细化管理模式等。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年财务报表经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2020 年半年度财务报表未经审计。

公司合并报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，并按中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。会计政策变更方面，公司根据《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）及《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会〔2019〕16 号）规定编制财务报表，并追溯重述了 2019 年 1 月 1 日后的相关财务报表列报。本报告 2017 年和 2018 年财务数据分别使用 2018 年和 2019 年期初数。2017 年，公司合并范围未发生变化；2018 年，公司合并范围内新购入 5 家子公司；2019 年，由于股权转让公司处置了 7 家子公司，同期，新设子公司 1 家、受托管理公司 1 家，受托管理的公司为无锡惠盛。2020 年 1—6 月，公司合并范围内子公司减少 1 家、新增 2 家，截至 2020 年 6 月末，公司合并范围内子公司共 7 家。受托管理的无锡惠盛规模较大，纳入公司合并范围后，对财务数据可比性产生一定影响。

2. 资产质量

公司资产总额波动增长，以往来款和资金拆借款为主的其他应收款占比高，对公司资金形成较大占用。此外，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。

2017—2019 年，公司合并资产总额波动增长，年均复合增长 6.66%。截至 2019 年末，公司合并资产构成以流动资产为主。

表 5 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		年均复合增长率	2020 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	230.46	60.84	234.29	63.49	267.54	62.08	7.74	260.15	61.23
货币资金	46.61	12.31	28.85	7.82	69.54	16.14	22.14	73.96	17.41
其他应收款	159.89	42.21	164.07	44.46	139.66	32.41	-6.54	130.14	30.63
存货	11.19	2.95	30.24	8.19	55.10	12.79	121.92	51.88	12.21
非流动资产	148.33	39.16	134.73	36.51	163.41	37.92	4.96	164.76	38.77
长期股权投资	54.49	14.39	47.29	12.82	56.82	13.18	2.11	55.11	12.97
无形资产	65.03	17.17	64.90	17.59	71.80	16.66	5.08	71.91	16.92
资产总额	378.79	100.00	369.02	100.00	430.95	100.00	6.66	424.91	100.00

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动资产持续增长。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长。截至 2019 年末，公司货币资金较年初大幅增长 141.01%，主要系外部融资增加所致；主要由银行存款（占 96.40%）构成。公司受限货币资金共 10.40 亿元，包括银行承兑汇票保证金（2.50 亿元）和已质押的定期存款（7.90 亿元），受限比例为 2.41%，受限比例低。

公司其他应收款主要为与惠山区政府、国有企业之间的往来款及拆借资金。资金拆借方面，公

司借出资金用于惠山区各乡镇基础设施项目的建设，针对上述借款每年收取约 9%左右的借款利息，实际收回的利息扣减公司当期财务费用，未收到的本金及利息累积均计入其他应收款。2017—2019 年，公司其他应收款波动下降，其中应收惠山区各乡镇基础设施项目借款本息分别为 43.91 亿元、45.95 亿元和 18.06 亿元，呈波动下降趋势，主要系公司改制后加快回收借款所致。截至 2019 年末，公司其他应收款较年初下降 14.88%，应收政府及相关单位的款项减少，主要系公司将无锡惠盛纳入合并范围及收回借出资金所致；其他应收款计提坏账准备 2.05 亿元，计提比例 1.45%。其中关联方组合账面余额 59.51 亿元，政府及相关单位组合账面余额 79.55 亿元（包含惠山区各乡镇基础设施建设项目的有息借款本息 18.06 亿元），均未计提坏账准备，且部分款项账龄较长。公司其他应收款应收对象主要为惠山区政府部门及下辖乡镇、国营企业，回收风险可控，但对公司资金形成较大占用。

表 6 截至 2019 年末公司其他应收款前 5 名情况（单位：万元、%）

单位名称	账面余额	占比	账龄	款项性质
无锡惠创投资发展有限公司	291,625.82	20.58	1 年以内	往来款
无锡惠源投资发展有限公司	88,740.00	6.26	1 年以内	往来款
	87,379.50	6.17	1 至 2 年	往来款
	41,694.03	2.94	2 至 3 年	往来款
	44,659.68	3.15	3 年以上	往来款
无锡市惠山区财政局	6,000.00	0.42	1 年以内	往来款
	100.50	0.01	2 至 3 年	往来款
	80,716.90	5.7	3 年以上	往来款
无锡市惠山区玉祁街道办事处财政所	81,228.65	5.73	1 年以内	借款
	3,949.92	0.28	1 至 2 年	借款
无锡市惠山区堰桥街道办事处财政所	59,880.11	4.23	1 年以内	借款
	2,496.72	0.18	1 至 2 年	借款
合计	788,471.82	55.65	--	--

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货持续增长。截至 2019 年末，公司存货较年初增长 82.22%，主要系开发成本及开发产品（新经济创业中心一期项目）均显著增加所致。公司存货由开发成本（占 85.85%）和开发成品（占 14.15%）构成，未计提存货跌价准备。

2017—2019 年，公司非流动资产波动增长。

2017—2019 年，公司长期股权投资波动增长。截至 2019 年末，公司长期股权投资较年初增长 20.14%，主要系对无锡六堽田农业发展有限公司和无锡古堰新里城镇发展有限公司追加投资，及无锡六堽田农业发展有限公司和无锡惠憬城市发展有限公司的其他权益显著增加所致。

2017—2019 年，公司无形资产波动增长。截至 2019 年末，公司无形资产较年初增长 10.64%，主要系合并无锡惠盛导致土地使用权增加 6.94 亿元所致。公司无形资产主要为政府划拨土地使用权。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产规模及构成较年初变化不大。

截至 2020 年 6 月末，公司受限资产为 23.59 亿元，包括使用受限的货币资金 10.04 亿元、存货 3.03 亿元、投资性房地产 4.84 亿元和无形资产 5.67 亿元，主要用于借款抵质押。公司资产受限比例为 5.55%，受限比例低。

3. 负债及所有者权益

公司债务规模波动增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担适中。

2017—2019年，公司负债总额波动增长。截至2019年末，公司负债总额较年初增长5.36%，负债结构较为均衡。

表7 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年末		2018年末		2019年末		年均复合增长率	2020年6月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	128.87	51.66	109.77	45.57	129.62	51.08	0.29	98.37	40.63
短期借款	2.58	1.03	4.00	1.66	9.17	3.61	88.53	8.00	3.30
预收款项	0.00	0.00	0.01	0.00	9.93	3.91	--	3.94	1.63
其他应付款	86.91	34.84	86.25	35.81	62.83	24.76	-14.97	52.46	21.67
一年内到期的非流动负债	27.05	10.84	8.69	3.61	30.55	12.04	6.28	18.96	7.83
非流动负债	120.58	48.34	131.10	54.43	124.16	48.92	1.47	143.72	59.37
长期借款	70.92	28.43	58.99	24.49	44.93	17.70	-20.40	38.35	15.84
应付债券	38.80	15.55	60.80	25.24	79.01	31.13	42.70	105.11	43.42
负债总额	249.46	100.00	240.87	100.00	253.78	100.00	0.86	242.08	100.00

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

2017—2019年，公司流动负债波动增长。

2017—2019年，公司短期借款持续增长。截至2019年末，公司短期借款9.17亿元，包括质押借款2.00亿元和保证借款7.17亿元。

2017年，公司无预收款项；2018年，公司预收款项0.01亿元；2019年，公司预收款项较年初增加9.92亿元，主要系公司预收惠山区土地收购储备中心土地开发费所致。

公司其他应付款主要为应付惠山区各级政府机构及国有企业的往来款，2017—2019年，公司其他应付款持续下降。截至2019年末，公司其他应付款较年初下降27.16%，主要系往来款减少所致。从账龄来看，账龄1年以内的占52.09%，1~2年的占5.33%，2~3年的占11.35%，3年以上的占31.22%，部分账龄较长。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占48.29%）和一年内到期的应付债券（51.71%）构成。

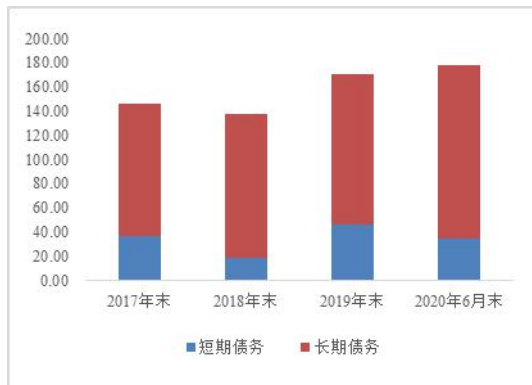
2017—2019年，公司非流动负债波动增长。

2017—2019年，公司长期借款持续下降。截至2019年末，公司长期借款较年初下降23.84%，主要系部分保证借款转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款主要由保证借款（占47.54%）和组合担保借款（占51.12%）构成。

2017—2019年，公司应付债券持续增长。截至2018年末，公司应付债券较年初增长56.70%，系公司发行“18惠山经发MTN001”（4.00亿元）“18惠山经发MTN002”（7.00亿元）等债券所致。截至2019年末，公司应付债券较年初增长29.95%，系公司发行“19惠控01”（8.00亿元）“19惠控02”（8.00亿元）及债务融资工具（12.50亿元）所致。

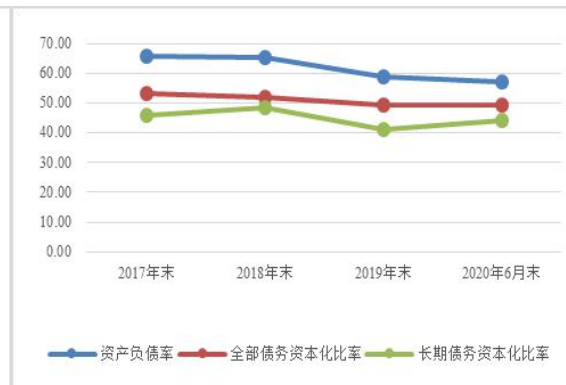
2017—2019年，公司全部债务波动增长。截至2019年末，公司全部债务171.06亿元，较年初增长23.39%。其中，短期债务占27.55%，长期债务占72.45%。2017—2019年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率波动下降。截至2019年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.89%、49.12%和41.16%，分别较年初减少6.38个百分点、2.84个百分点和7.15个百分点，公司整体债务负担适中。

图1 公司长短期债务情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报表, 联合评级整理

图2 公司负债率及债务率指标情况 (单位: %)



资料来源: 公司财务报表, 联合评级整理

截至2020年6月末, 公司负债总额较年初下降4.61%, 主要系偿还到期债务所致。截至2020年6月末, 公司全部债务178.70亿元, 较年初增长4.47%。其中, 短期债务35.24亿元(占19.72%), 较年初下降25.22%。长期债务143.46亿元(占80.28%), 较年初增长15.75%。从债务到期分布来看, 2020年7-12月到期债务36.32亿元, 2021年到期债务38.68亿元, 2022年到期债务23.20亿元, 2023年到期债务20.50亿元, 其余为2024年及以后到期, 2020年下半年及2021年面临一定集中偿付压力。截至2020年6月末, 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56.97%、49.43%和43.97%, 较年初分别减少1.92个百分点、增加0.31个百分点和增加2.81个百分点。

公司所有者权益波动增长, 权益稳定性较强。

2017-2019年, 公司所有者权益波动增长, 年均复合增长17.04%。截至2019年末, 公司所有者权益177.17亿元。其中归属于母公司所有者权益162.06亿元, 主要由资本公积(占79.03%)和未分配利润(占12.14%)构成, 所有者权益稳定性较强。公司实收资本较年初未发生变动; 资本公积较年初增长32.52%, 主要系公司确认权益法核算的长期股权投资(增加7.44亿元)、2019年政府债置换调整(增加7.01亿元)及公司合并范围扩大(增加15.65亿元)所致。

截至2020年6月末, 公司所有者权益182.82亿元, 规模及构成较年初变化不大。

4. 盈利能力

公司营业收入持续增长, 期间费用对利润形成侵蚀, 利润实现对政府补助和投资收益依赖程度较高, 整体盈利能力一般。

2017-2019年, 公司营业收入持续增长, 营业成本同步增长; 公司利润总额持续增长, 主要系营业外收入及投资收益持续增长所致。

表8 公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	年均复合增长率	2020年1-6月
营业收入	10.16	10.87	15.08	21.81	10.84
营业成本	8.55	9.53	12.81	22.42	7.01
费用总额	2.28	4.55	4.34	38.11	0.98
其中: 管理费用	0.23	0.24	0.52	50.80	0.22
财务费用	2.05	4.31	3.82	36.60	0.75
其他收益	1.04	3.05	2.41	52.25	1.11

投资收益	1.52	1.77	3.87	59.39	-2.05
营业外收入	0.15	2.24	3.07	353.65	0.24
利润总额	1.79	3.75	5.56	76.01	1.53
营业利润率	15.28	11.63	9.17	--	33.40
总资本收益率	3.71	4.53	3.41	--	--
净资产收益率	2.15	2.91	3.70	--	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额波动增长，2019年公司期间费用主要由管理费用（占11.87%）和财务费用（占88.08%）构成。2017—2019年，公司管理费用持续增长，年均复合增长50.80%，主要以职工薪酬、折旧费及咨询服务费为主；财务费用波动增长，年均复合增长36.60%。2019年，公司费用收入比为28.79%，较上年减少13.05个百分点，但费用控制能力仍有待提升。

从利润构成看，2017—2019年，公司其他收益分别为营业利润的63.21%、197.25%和96.32%，投资收益分别为营业利润的92.54%、114.18%和154.56%，营业外收入分别为利润总额的8.32%、59.61%和55.25%。公司利润实现对政府补助及投资收益依赖程度较高。

从盈利指标来看，2017—2019年，公司营业利润率逐年下降，总资本收益率波动下降，净资产收益率持续增长，但整体盈利能力一般。

2020年1—6月，公司实现营业收入10.84亿元，利润总额为1.53亿元。由于税金及附加规模大幅下降，营业利润率显著提高至33.40%。

5. 现金流

公司经营活动现金流净额受工程代建业务回款及往来款收付影响波动较大，收入实现质量不稳定；投资活动和筹资活动现金流净额波动较大。

表9 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	年均复合增长率	2020年1—6月
销售商品、提供劳务收到的现金	16.22	1.01	37.36	51.77	5.08
收到其他与经营活动有关的现金	19.40	20.40	78.33	100.93	15.72
支付其他与经营活动有关的现金	21.63	28.63	63.70	71.62	19.50
经营活动产生的现金流量净额	12.00	-7.47	46.99	--	-3.79
投资活动产生的现金流量净额	-7.54	5.60	4.99	--	-0.42
筹资活动产生的现金流量净额	-7.20	-1.34	-19.48	--	9.13
现金及现金等价物净增加额	-2.74	-3.22	32.50	--	4.93
现金收入比	159.57	9.31	247.74	--	46.87

资料来源：公司财务数据，联合评级整理

2017—2019年，公司经营活动现金流主要为往来款、资金拆借收付及代建工程业务形成的现金流动。2019年，公司回款增加、大规模收回拆借资金及往来款，带动公司经营活动现金流转为净流入。2017—2019年，公司现金收入比大幅波动，收入实现质量不稳定。

2017—2019年，公司投资活动现金流主要为对外投资、处置长期股权投资、出售投资性房地产等形成的现金流动。2019年，公司处置子公司收到现金6.68亿元，合并无锡惠盛收到其他与投资活动有关的现金7.18亿元，追加长期股权投资等形成投资支付现金9.70亿元。受此影响，公司投资活动现金流净流入规模有所收窄。

2017—2019年，公司筹资及偿还债务规模均较大。2019年公司支付其他与筹资活动有关的现金11.46亿元，主要系支付票据保证金（4.00亿元）及合并无锡惠盛（支付票据保证金、定期存单质押等7.05亿元）形成。2019年，公司筹资活动现金净流出规模扩大。

2020年1—6月，公司经营活动现金流量呈净流出状态，投资活动现金流量净额由净流入转为净流出。受偿还债务减少影响，公司筹资活动现金流呈净流入状态。

6. 偿债能力

从偿债指标来看，公司短期偿债能力强，长期偿债能力一般，综合考虑公司的主体地位及获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表10 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	偿债指标	2017年（末）	2018年（末）	2019年（末）	2020年6月（末）
短期偿债能力指标	流动比率	1.79	2.13	2.06	2.64
	速动比率	1.70	1.86	1.64	2.12
	现金短期债务比	1.31	1.54	1.52	2.11
长期偿债能力指标	EBITDA 利息倍数	1.27	1.45	1.55	--
	EBITDA 全部债务比	0.06	0.09	0.08	--

资料来源：公司财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率波动增长，速动比率波动下降，现金短期债务比波动增长。截至2020年6月末，公司上述指标较年初均有所提升。如剔除使用受限货币资金，公司现金短期债务比为1.83倍。公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA波动增长，2019年为12.97亿元。2019年，公司EBITDA主要由利润总额（占42.87%）和计入财务费用的利息支出（占55.66%）构成。公司EBITDA利息倍数逐年增长，但EBITDA对全部债务的覆盖能力较弱，公司长期偿债能力一般。

截至2020年6月末，公司对外担保余额41.65亿元，担保比率为22.78%。担保对象全部为惠山区国有企业，且经营正常，公司或有负债风险可控。

表11 截至2020年6月末公司对外担保明细（单位：万元）

担保对象	担保余额
无锡古堰新里城镇发展有限公司	35,000.00
无锡惠港物流产业有限公司	10,500.00
无锡惠基产业发展有限公司	10,650.00
无锡惠金建设产业发展有限公司	24,000.00
无锡惠憬城市发展有限公司	105,345.00
无锡惠山新城环境发展有限公司	10,200.00
无锡惠新资产管理有限公司	59,850.00
无锡惠阳旅游文化开发建设有限公司	23,000.00
无锡前洲资产经营管理有限公司	7,300.00
无锡青穗农业发展有限公司	21,500.00
无锡瑞丰生态农业有限公司	30,600.00
无锡市前洲工业水厂	1,000.00
无锡市通江物流园区投资发展有限公司	8,000.00
无锡天一新城建设有限公司	14,650.00

无锡吴韵投资有限公司	11,500.00
无锡堰桥科技创业发展有限公司	8,650.00
无锡堰盛农业发展有限公司	10,000.00
无锡堰裕新农村建设发展有限公司	24,800.00
总计	416,545.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司获得授信额度 91.99 亿元，剩余未使用额度 18.74 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年 6 月末，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司收入主要来源于母公司，母公司对子公司管控力度较强，母公司债务负担较重。

公司业务由本部及各子公司开展，母公司对子公司管控力度较强，公司资产主要来自母公司，公司债务在母子公司之间的分布较为均衡。

2017—2019 年，母公司资产总额和负债总额变化不大。截至 2019 年末，母公司资产总额 266.73 亿元，占合并口径资产总额的 61.89%；母公司负债总额 198.61 亿元，全部债务 84.87 亿元，占合并口径全部债务的 43.61%，其中短期债务 0.80 亿元，长期债务 84.07 亿元；母公司资产负债率 74.46%，全部债务资本化比率 55.48%。母公司所有者权益 68.11 亿元，其中实收资本占 9.18%，资本公积占 50.05%，其他综合收益占 8.98%，未分配利润占 29.09%，母公司所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，母公司营业收入持续增长，2017 年母公司无营业收入。2019 年，母公司营业收入 10.76 亿元，占合并口径营业收入的 71.35%，母公司净利润 0.75 亿元，母公司经营活动现金流量净额 8.72 亿元。

截至 2020 年 6 月末，母公司资产总额 261.17 亿元；所有者权益 71.25 亿元。全部债务 101.37 亿元，全部债务资本化比率 58.72%，债务负担较重。2020 年 1—6 月，母公司营业收入 7.38 亿元，净利润 3.14 亿元，经营活动现金流量净额-4.18 亿元。

八、本次债券偿还能力分析

1. 本次债券对公司债务的影响

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务为 178.70 亿元，假设本次拟发行债券规模为 16.00 亿元，相对于公司债务规模，本次债券发债规模较大。

以 2020 年 6 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 16.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 56.97%、49.43%和 43.97%上升至 58.53%、51.57%和 46.59%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本次债券募集资金用于偿还债务，本次债券发行后公司相关债务指标将低于上述预测值。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 12.97 亿元，为本次债券发行额度（16.00 亿元）的 0.81 倍，EBITDA 对本次债券的保障能力较强；经营活动产生的现金流入 115.69 亿元，为本次债券发行额度（16.00 亿元）的 7.23 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程

度高。

综合以上分析，并考虑到公司的主体地位及获得的有力外部支持，联合评级认为公司对本次债券的偿还能力很强。

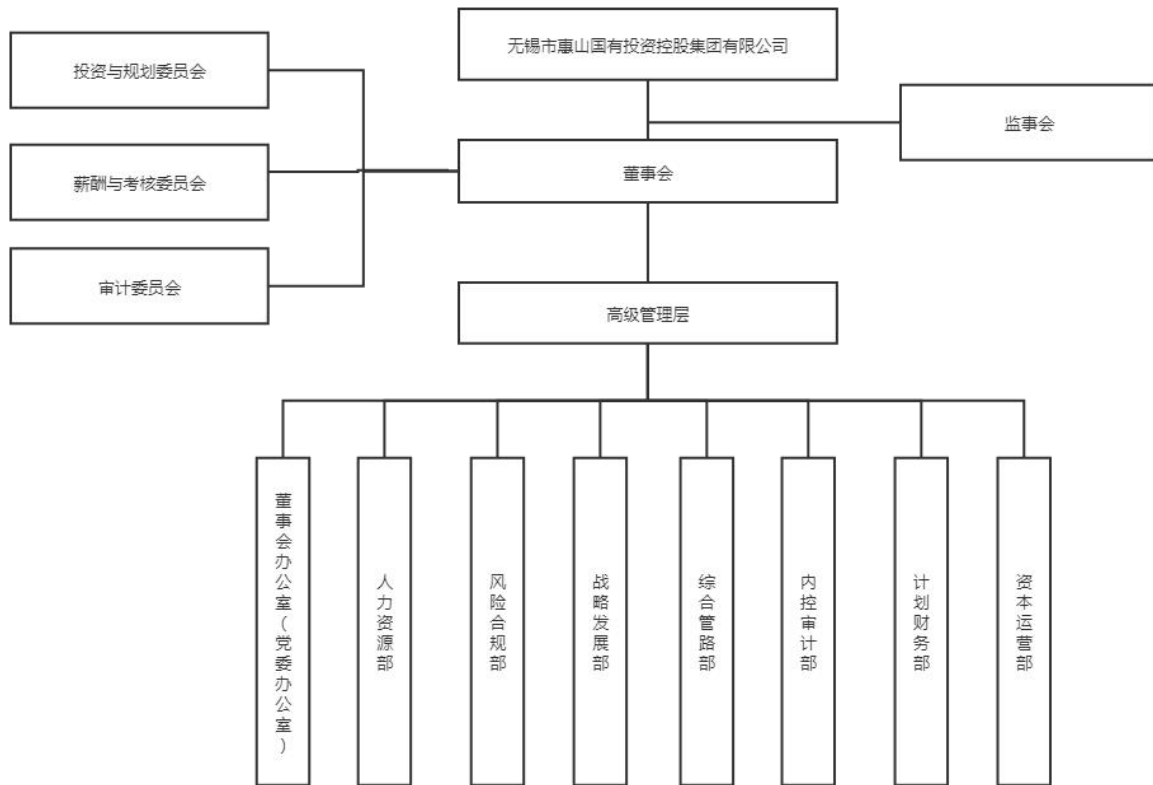
九、综合评价

公司作为惠山区重要的基础设施建设主体，外部发展环境良好，业务区域专营优势明显，持续获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司代建工程业务可持续性有待观察、其他应收款对公司资金形成较大占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司于 2019 年改制为有限责任公司后，在法人治理和内部管理制度方面有所完善。未来，公司将进一步拓展经营性业务，业务规模有望扩大，盈利能力有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 无锡市惠山国有投资控股集团有限公司 组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 无锡市惠山国有投资控股集团有限公司 合并范围内一级子公司情况（截至 2020 年 6 月末）

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
无锡惠山新农村建设发展有限公司	无锡市	安置房开发	--	100.00	间接投资
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
无锡市惠山乡村振兴投资发展有限公司	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
无锡金惠水利工程建设发展有限公司	无锡市	水利工程建设监理、建筑材料销售	--	100.00	间接投资
无锡市惠盛投资有限公司	无锡市	投资、城建等	--	100.00	受托管理

资料来源：公司提供

附件 2-1 无锡市惠山国有投资控股集团有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	378.79	369.02	430.95	424.91
所有者权益（亿元）	129.33	128.15	177.17	182.82
短期债务（亿元）	36.73	18.85	47.12	35.24
长期债务（亿元）	109.72	119.79	123.94	143.46
全部债务（亿元）	146.44	138.64	171.06	178.70
营业收入（亿元）	10.16	10.87	15.08	10.84
净利润（亿元）	2.67	3.75	5.65	1.51
EBITDA（亿元）	9.04	12.41	12.97	--
经营性净现金流（亿元）	12.00	-7.47	46.99	-3.79
应收账款周转次数（次）	2.97	1.87	2.63	--
存货周转次数（次）	0.73	0.46	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.04	--
现金收入比率（%）	159.57	9.31	247.74	46.87
总资本收益率（%）	3.71	4.53	3.41	--
净资产收益率（%）	2.15	2.91	3.70	--
营业利润率（%）	15.28	11.63	9.17	33.40
费用收入比（%）	22.39	41.84	28.79	9.04
资产负债率（%）	65.86	65.27	58.89	56.97
全部债务资本化比率（%）	53.10	51.97	49.12	49.43
长期债务资本化比率（%）	45.90	48.31	41.16	43.97
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.45	1.55	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.09	0.08	--
流动比率（倍）	1.79	2.13	2.06	2.64
速动比率（倍）	1.70	1.86	1.64	2.12
现金短期债务比（倍）	1.31	1.54	1.52	2.11
经营现金流动负债比率（%）	9.31	-6.81	36.25	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.56	0.78	0.81	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将公司其他流动负债纳入短期债务核算；3. 2020 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2-2 无锡市惠山国有投资控股集团有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	254.60	268.08	266.73	261.17
所有者权益（亿元）	62.84	66.84	68.11	71.25
短期债务（亿元）	20.95	6.80	0.80	13.26
长期债务（亿元）	68.10	84.19	84.07	88.11
全部债务（亿元）	89.05	90.99	84.87	101.37
营业收入（万元）	0.00	10.30	10.76	7.38
净利润（亿元）	3.71	4.01	0.75	3.14
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	12.09	-9.63	8.72	-4.81
应收账款周转次数（次）	0.00	1.85	1.95	--
存货周转次数（次）	0.00	0.84	0.57	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.04	0.04	--
现金收入比率（%）	--	4.49	302.10	26.98
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	6.30	6.19	1.12	--
营业利润率（%）	--	9.77	9.98	38.69
费用收入比（%）	--	13.71	27.80	11.66
资产负债率（%）	75.32	75.07	74.46	72.72
全部债务资本化比率（%）	58.63	57.65	55.48	58.72
长期债务资本化比率（%）	52.01	55.75	55.24	55.29
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/	--
流动比率（倍）	1.32	1.45	1.54	1.68
速动比率（倍）	1.31	1.28	1.43	1.59
现金短期债务比（倍）	0.81	1.62	38.93	0.81
经营现金流动负债比率（%）	9.78	-8.23	7.62	9.78

注：未获取母公司折旧、摊销以及利息支出等数据，部分指标无法计算

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=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+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-合同资产)/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)
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+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。

联合信用评级有限公司关于 无锡市惠山国有投资控股集团有限公司 2020年面向专业投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年无锡市惠山国有投资控股集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

无锡市惠山国有投资控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。无锡市惠山国有投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注无锡市惠山国有投资控股集团有限公司的相关状况，如发现无锡市惠山国有投资控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如无锡市惠山国有投资控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至无锡市惠山国有投资控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送无锡市惠山国有投资控股集团有限公司、监管部门等。

