

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2016]135 号

无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一六年五月二十六日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2016]135 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司和其拟发行的“2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券”信用状况进行综合分析和评估，确定无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，债券信用等级为 AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一六年五月二十六日

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与 2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券相关主体不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评估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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚城市基础设施建设公司评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚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 2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券相关主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由 2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券相关主体提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司
2016 年 5 月 26 日



2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造 项目收益债券信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2016】135 号

评级结果

本期债券信用等级：AAA

债券概况

发行总额：10 亿元

发行期限：5 年

偿还方式：分期偿还本金，每年付息一次

募投项目：城铁惠山站区棚户区改造工程

发行人及主体信用等级：无锡沪宁城铁惠山站区投资开发有限公司/AA/稳定

差额补偿人及主体信用等级：无锡惠新资产经营管理有限公司/AA/稳定

保证人及主体信用等级：中合中小企业融资担保股份有限公司/AAA/稳定

评级时间

2016 年 5 月 26 日

评级小组负责人

张佳丽

评级小组成员

聂秋霞

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83 号德胜国际中心 B 座 7
层 100088

评级观点

2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券（以下简称“本期债券”）募集资金全部用于城铁惠山站区棚户区改造工程，并以募投项目的未来收益作为偿债资金主要来源。本期债券发行人及募投项目的实施主体为无锡沪宁城铁惠山站区投资开发有限公司（以下简称“惠山城铁”）。无锡惠新资产经营管理有限公司（以下简称“惠新资产”）承诺为本期债券的本息偿付承担无条件差额补偿责任。同时，本期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”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

东方金诚认为，近年来无锡市惠山区经济保持快速发展，一般公共预算收入增长较快，经济和财政实力较强；惠山城铁主要从事无锡市城铁惠山站区的土地开发整理、基础设施和安置房建设业务，业务具有较强的区域专营性；惠山城铁在增资、资产划拨和政策支持等方面得到了无锡市惠山区人民政府和城铁惠山站区管理委员会的有力支持；惠新资产综合财务实力较强，为本期债券提供的无条件差额补偿责任具有一定的增信作用；中合担保综合财务实力很强，为本期债券提供的连带责任保证担保具有较强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司土地开发整理业务容易受房地产市场波动等因素影响，波动性较大；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较弱；本期债券募投项目面临一定的竣工延期和成本上升风险，房屋销售或出租收入能否按预期实现存在一定的不确定性。

东方金诚评定惠山城铁的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体信用、募投项目收益和本期债券偿付保障措施的分析 and 评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券到期不能偿还的风险极低。

评级结果

本期债券信用等级：AAA

债券概况

发行总额：10 亿元

发行期限：5 年

偿还方式：分期偿还本金，每年付息一次

募投项目：城铁惠山站区棚户区改造工程

发行人及主体信用等级：无锡沪宁城铁惠山站区投资开发有限公司/AA/稳定

差额补偿人及主体信用等级：无锡惠新资产经营管理有限公司/AA/稳定

保证人及主体信用等级：中合中小企业融资担保股份有限公司/AAA/稳定

评级时间

2016 年 5 月 26 日

评级小组负责人

张佳丽

评级小组成员

聂秋霞

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83 号德胜国际中心 B 座 7
层 100088

项目实施主体主要数据和指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（万元）	768219.87	897466.60	1089451.76
所有者权益（万元）	590225.15	651181.32	750139.39
全部债务（万元）	159108.00	231130.00	322071.85
营业收入（万元）	43348.66	12576.79	40963.28
利润总额（万元）	19482.59	1071.91	7383.84
EBITDA（万元）	25163.33	11672.74	20233.99
营业利润率（%）	45.54	12.02	17.79
净资产收益率（%）	3.30	0.15	0.93
资产负债率（%）	23.17	27.44	31.15
全部债务资本化比率（%）	21.23	26.20	30.04
流动比率（%）	2371.99	1881.13	1606.82
全部债务/EBITDA（倍）	6.32	19.80	15.92
EBITDA 利息倍数（倍）	4.43	1.10	1.67
EBITDA/本期债券摊还额（倍）	0.63	0.29	0.51

注：表中数据来源于 2013 年~2015 年经审计的公司财务报表；本期债券摊还额为本期债券第 5 年末应偿还的本金金额 4 亿元。

优势

- 近年来无锡市惠山区经济保持快速发展，一般公共预算收入增长较快，经济和财政实力较强；
- 发行人惠山城铁主要从事无锡市城铁惠山站区的土地开发整理、基础设施和安置房建设业务，业务具有较强的区域专营性；
- 惠山城铁在增资、资产划拨和政策支持等方面得到了无锡市惠山区人民政府和城铁惠山站区管理委员会的有力支持；
- 惠新资产综合财务实力较强，为本期债券提供的无条件差额补偿责任具有一定的增信作用；
- 中合担保综合财务实力很强，为本期债券提供的连带责任保证担保具有较强的增信作用。

关注

- 惠山城铁的土地开发整理业务容易受房地产市场波动等因素影响，波动性较大；
- 惠山城铁流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较弱；
- 本期债券募投项目面临一定的竣工延期和成本上升风险，房屋销售或出租收入能否按预期实现存在一定的不确定性。

发行人/项目实施主体概况

2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券（以下简称“本期债券”）的项目实施主体为无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司（以下简称“惠山城铁”或“公司”）。

惠山城铁是由无锡惠新资产经营管理有限公司（以下简称“惠新资产”）、无锡前洲资产经营管理有限公司和无锡前洲城市建设投资有限公司于 2008 年 9 月 3 日共同出资设立的国有企业，初始注册资本 2 亿元。历经数次增资和股权变更，截至 2015 年末，公司注册资本和实收资本均为 11.75 亿元，其中惠新资产持有 85% 的股权，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 15% 的股权。惠山区国资办是惠新资产的控股股东，因此公司的实际控制人为惠山区国资办。

公司是惠山区重要的基础设施投资建设主体之一，受无锡市惠山区人民政府委托，从事城铁惠山站区的土地开发整理、安置房和基础设施建设等业务。

截至 2015 年末，惠山城铁下辖 2 家全资子公司，均纳入公司合并报表范围，具体见下表。

表 1：截至 2015 年末惠山城铁下属子公司概况

公司名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
无锡玉洲新型社区建设发展有限公司	基础设施建设	48000	100.00
无锡恒笙鼎汇科技有限公司	科技企业投资	35000	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券主要条款及募集资金用途

债券主要条款

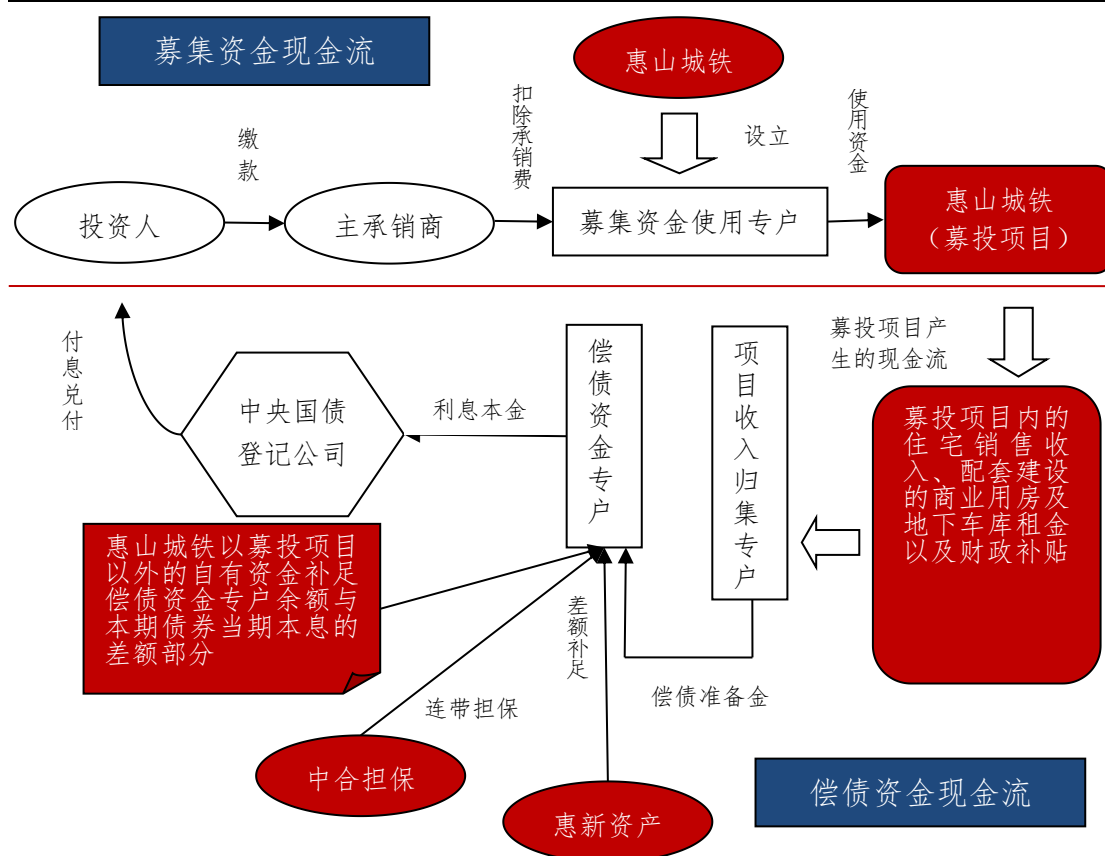
本期债券发行总额为 10 亿元，募集资金全部用于城铁惠山站区棚户区改造工程项目（以下简称“棚户区改造项目”或“本项目”）。

本期债券为 5 年期固定利率债券，面值 100 元，按面值平价发行。本期债券设置本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3、4、5 年末分别按照发行总额的 30%、30% 和 40% 偿还债券本金。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，后三期利息随本金一起支付。

本期债券以棚户区改造项目的收益为偿债资金的主要来源，同时惠新资产承诺为本期债券本息偿付承担无条件差额补偿责任。每个计息年度，当项目实施主体无法足额支付债券本息时，将由差额补偿人惠新资产承担差额补足的义务。

本期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”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。当本期债券到期时，如惠山城铁和惠新资产不能全部兑付债券本息，中合担保应按照担保函约定承担担保责任，将兑付资金划入偿债资金专户。

图 1: 本期债券交易结构图



资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券采取募集资金封闭运行模式，在资金监管人交通银行股份有限公司无锡分行开立了募集资金使用专户、项目收入归集专户和偿债资金专户。交通银行股份有限公司无锡分行对募投项目产生的现金流入、流出以及偿债资金进行监管和归集。

募集资金用途

本期债券募集资金 10 亿元拟全部用于城铁惠山站区棚户区改造工程项目。本项目地处城铁惠山站区原为前洲、玉祁、洛社三个街道交界处的边缘地区，工厂和住宅混杂，生态环境、居住条件和配套设施长期未得到根本改善。惠山区人民政府和城际铁路惠山站区管理委员会（以下简称“站区管委会”）利用城铁惠山站区开发的契机，计划通过本项目推进站区保障性住房安居工程建设，改善和提高居民住宅质量及城市环境。

本项目已经无锡市人民政府、无锡市发展和改革委员会、无锡市住房保障和房产管理局和无锡市环境保护局等部门批准,已被列为惠山区“十二五社会发展纲要”重大民生建设项目,并被纳入江苏省“十二五”棚户区危旧房改造规划。

表 2：本期债券募投项目审批情况

审批单位	审批文件	审批文号
无锡市人民政府	市政府关于同意城铁惠山站区棚户区改造项目实施方案的批复	锡政复[2011]63 号
无锡市发展和改革委员会	关于城铁惠山站区棚户区改造项目一期工程可行性研究报告的批复	锡发改许投[2011]481 号
	关于城铁惠山站区棚户区改造项目建议书的批复	锡发改许投[2011]344 号
无锡市住房保障和房产管理局	关于同意将城铁惠山站区棚户区改造项目列入无锡市棚户区改造计划的批复	-
无锡市环境保护局	关于城铁惠山站区棚户区改造项目（榭丽花园安置小区）环境影响报告书的审批意见	锡环管[2011]97 号

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本项目占地总面积为 711 亩（47.40 万平方米），建设内容包括 8 个地块的拆迁工程和安置房建设工程。其中，拆迁工程包括拆迁住宅 2496 户，拆除集体土地使用权住宅建筑面积 28.05 万平方米，拆迁非住宅 17 户，拆除建筑面积 9.89 万平方米；安置房建设工程包括房屋总建筑面积 36.41 万平方米，以及绿化工程、社区设施及配套市政管线工程等。

本项目计划总投资金额为 215265 万元，其中本期债券募集资金 100000 万元，占项目总投资的 46.45%，剩余部分为公司自有资金。

本项目实施后，预计将建成安置房总建筑面积 36.41 万平方米，其中地上建筑面积 33.39 万平方米，地下建筑面积 3.02 万平方米。项目竣工验收后，按照规划，19.27 万平方米的安置房由公司直接交付安置户，剩余的 10.80 万平方米住宅由公司对外销售；配套建设的 2.92 万平方米商业用房和 1700 个地下车位由公司采用长租约模式实施租赁经营。同时，根据无锡市惠山区人民政府和人大常委会的安排，为保障项目顺利实施和本期债券的按期支付，惠山区财政局将于 2016 年～2020 年为公司提供合计 12.60 亿元的财政补贴资金，专项用于棚户区改造项目。

本项目已于 2012 年底开始施工，计划建设周期为 4 年，至 2016 年底结束。截至 2015 年末，本项目已完成投资 10.75 亿元，占计划总投资的 49.94%。

募投项目收益和现金流预测

本期债券偿债资金首要来源为募投项目预期收益，主要包括财政补贴收入、安置后剩余住宅销售收入、配套商业用房及地下车位出租收入等。

项目成本收益测算

1. 项目成本

根据无锡工业设计研究院有限公司编制的《城铁惠山站区棚户区改造项目可行性研究报告》，棚户区改造项目计划投资总额为 21.53 亿元，包括拆迁补偿及土地平整费用约 7.16 亿元、建设工程费用 11.62 亿元、预备费用 1.46 亿元和建设期利息费用 1.28 亿元¹。

¹ 利率参照 2012 年 7 月 6 日发布的存贷款利率，本期债券融资期限为 5 年，参照中长期借款名义年利率为 6.4%。

表 3：本期债券募投项目建设投资成本概算

单位：万元、%

序号	类别名称	投资金额	占比
1	建设工程费用	116242.4	54.00
1.1	建筑建安工程费	102473.1	47.60
1.2	广场道路及管线工程	3745.3	1.74
1.3	景观及附属工程	10024.0	4.66
2	拆迁补偿及土地平整费用	71628.6	33.27
3	预备费用	14594.0	6.78
4	建设期利息费用	12800.0	5.95
合计		215265.0	100.00

资料来源：公司提供

2. 项目收益

本项目产生的收益²包括财政补贴收入、安置后剩余住宅销售收入、配套商业用房及地下车位出租收入等，预期收入共计 25.76 亿元，具体预测见表 4。

表 4：本期债券募投项目建设完工后税后收入预测概况

单位：万元

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	合计
安置后剩余住宅税后销售收入	51841	25920	8640	-	-	86401
销售面积（平方米）	64801	32401	10800	-	-	108002
税后单价（万元/平方米）	0.80	0.80	0.80	-	-	-
税后配套商业用房长租收入	19837	9918	3306	-	-	33061
面积（平方米）	17524	8762	2921	-	-	29206
税后单价（万元/平）	1.132	1.132	1.132	-	-	-
税后地下车位长租收入	7273	3636	1212	-	-	12121
数量（个）	1020	510	170	-	-	1700
税后单价（万元/个）	7.13	7.13	7.13	-	-	-
财政补贴收入	6000	6000	36000	35000	43000	126000
合计	84951	45474	49158	35000	43000	257583

资料来源：公司提供，东方金诚整理

安置后剩余住宅销售收入方面，本项目实施后，预计将形成 10.80 万平方米的住宅可由公司对外出售。公司的对外销售计划为 2016 年~2018 年分别销售 60%、30%和 10%。根据公司提供的预测数据，预期销售期内，城铁惠山站区内住宅市场税后销售单价将达到 8000 元/平方米，预期可实现销售净收入 8.64 亿元。配套商业用房和地下车位出租方面，项目完成后预计配套建设商业用房 2.92 万平方米和可出租地下车位 1700 个。公司采用长约模式实施租赁经营，即与需求客户签订 40 年租约，不考虑租金上涨因素，附加到期后优先续租权，3 年内分期均额支付 20 年租金。2011 年 2 季度，城铁惠山站区及周边街镇商业用房平均租赁单价为每年 532 元~600 元/平方米，地下车位平均租赁单价为每年 3330 元~3800 元/个，

² 安置房竣工验收后，由公司按政策规定直接交付安置户，不产生收入。

以此为预测依据，商业用房 20 年累计保守静态收入为 11320 元/平方米，地下车位 20 年累计租赁收入保守静态预测为 71300 元/个³。配套商业用房和地下车位 2016 年~2018 年（项目完工后第 1 至 3 年）的预期出租率分别为 60%、30%和 10%。根据商业用房及地下车位的出租计划，公司预测将实现配套商业用房长租收入 3.31 亿元，地下车位长租收入 1.21 亿元。

根据无锡市惠山区人大常委会出具的《关于同意城铁惠山站区棚户区改造项目发行债券有关问题的决议》（惠人发[2015]20 号），同意给予城铁惠山站区棚户区改造项目财政补贴并纳入惠山区财政统筹。按照惠人发[2015]20 号决议，2016 年~2020 年，公司将分别收到的财政补贴分别为 0.60 亿元、0.60 亿元、3.60 亿元、3.50 亿元和 4.30 亿元，合计为 12.60 亿元。

经测算，项目内部收益率（税后）为 8.17%，投资回收期（税后）为 6.65 年。整体而言，项目的投资资金回收较快，盈利能力较好。

项目现金流对支出及债券本息的覆盖程度

本期债券存续期内，募投项目于 2016 年~2020 年预计将分别产生 8.50 亿元、4.55 亿元、4.92 亿元、3.50 亿元和 4.30 亿元的经营性现金流入。同时，本期债券为 5 年期固定利率债券，每年付息一次，利率假定为 6.4%。在债券存续期的第 3、4、5 年末即 2019 年、2020 年和 2021 年还款日，公司将开始分期偿还本金，每年需偿还的本金分别为 3 亿元、3 亿元和 4 亿元，后三期利息随本金一起支付。根据测算结果，棚户区改造项目每一年预期产生的经营性现金流能够覆盖本期债券应付本金和利息，累计经营性现金流对债券本息的覆盖倍数为 2.04 倍。

表 5：募投项目经营性现金流对本期债券本息的覆盖情况

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
经营性现金流入	84951	45474	49158	35000	43000	0	257583
本期债券本金到期偿还金额	0	0	0	30000	30000	40000	100000
本期债券利息（6.4%）	0	6400	6400	6400	4480	2560	26240
经营性现金流对债券本息覆盖倍数	-	7.11	7.68	0.96	1.25	0.00	2.04

资料来源：公司提供，东方金诚整理测算

从募投项目全部活动净现金流来看，2012 年~2021 年（涵盖项目建设期和运营期），募投项目全部活动预期产生的现金流入为现金流出的 1.22 倍，全部活动净现金流预计为 8.41 亿元，对债券本息的覆盖倍数为 0.67 倍，详见表 6。总体来看，本项目产生的净现金流能够实现对投资支出及债券本息的有效覆盖。

³ 预测时商业用房一年的租赁单价取中间保守值 566 元/平方米，地下车位一年的租赁单价取中间保守值 3565 元/个。

表 6：募投项目全部活动产生的现金流对支出及债券本息的覆盖程度测算

单位：万元、倍

类别	2012 至 2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
全部活动现金流入	115265	184951	45476	49159	35000	43000	0	472848
公司自有资金	55265	0	0	0	0	0	0	55265
银行借款	60000	0	0	0	0	0	0	60000
债券募集资金	0	100000	0	0	0	0	0	100000
经营性现金流入	0	84951	45474	49158	35000	43000	0	257583
全部活动现金流出	150712	56753	21400	31400	51400	34480	42560	388705
项目投资支出	150712	51753	0	0	0	0	0	202465
偿还银行借款	-	5000	15000	25000	15000			60000
偿还债券本息	-	0	6400	6400	36400	34480	42560	126240
其中：本金	-	0	0	0	30000	30000	40000	100000
利息	-	0	6400	6400	6400	4480	2560	26240
全部活动净现金流	-35447	128198	24074	17758	-16400	8520	-42560	84143
现金流入/现金流出	0.76	3.26	2.12	1.57	0.68	1.25	0.00	1.22
本息覆盖倍数 ⁴	-	-	3.76	2.77	-0.45	0.25	-1.00	0.67

资料来源：东方金诚根据公司提供的资料和项目可行性研究报告整理测算

项目风险与压力测试

1. 项目风险

东方金诚认为，本期债券募投项目在建设和运营过程中存在如下风险：

（1）项目建设风险

城铁惠山站区棚户区改造项目工程总体投资规模较大，建设周期较长。如果项目建设期建筑材料、设备和人工成本上涨，拆迁进度受到阻碍，本项目投资支出有可能超出预算，施工期限也可能延长，进而导致项目预期收益和偿债现金流不能达到预期。

（2）项目运营风险

本期债券募投项目预期收益的重要组成部分为住宅销售收入和配套商业用房的出租收入，易受房地产市场波动等因素影响，具有一定的不确定性。债券存续期限内，当房地产市场行情出现不可预期的下降、配套商业用房及地下车库出租状况未达到预期计划时，本项目预期收益对本期债券的保障程度将有所下降。

2. 压力测试

本期债券募投项目经营性现金流受政府财政补贴是否足额支付、安置后剩余住宅的销售价格、配套商品房及地下车位出租价格等因素影响较大。假定惠山区政府按计划足额支付公司财政补贴，东方金诚就安置后剩余住宅的销售价格、配套商品房及地下车位出租价格采取降低 10%、20%和 30%的变化幅度，测算出募投项目累计产生的经营性现金流对债券本息的覆盖倍数分别为 1.94 倍、1.83 倍和 1.73 倍。假设本期债券票面利率较假定利率分别增 10%、20%和 30%，测算出经营性现金流对

⁴ 本息覆盖倍数=募投项目全部活动产生的净现金流/还本付息额。

债券本息的覆盖倍数分别为 2.00 倍、1.96 倍和 1.92 倍。

根据测算结果，安置后剩余住宅的销售价格、配套商品房及地下车位出租价格的下降对项目经营性现金流入影响较大。极端情况下，假定价格下降 30%，同时本期债券票面利率上升 30%，募投项目累计产生的经营性现金流对债券本息的覆盖倍数为 1.63 倍，仍可有效覆盖债券本息。

表 7：募投项目预期经营现金流入敏感性测试表

单位：万元、倍

类别	价格下降			票面利率上升		
	10%	20%	30%	10%	20%	30%
经营性现金流入	244374	231221	218069	257583	257583	257583
本期债券本息到期偿还金额	126240	126240	126240	128864	131488	134112
经营性现金流对债券本息覆盖倍数	1.94	1.83	1.73	2.00	1.96	1.92

资料来源：本期债券项目可行性研究报告，东方金诚测算整理

总体来看，棚户区改造项目预期产生的现金流能实现对债券本息的全覆盖，但东方金诚也关注到，募投项目建设过程面临一定的竣工延期和成本上升风险；房屋销售收入和商业用房出租收入等为募投项目收益的重要组成，易受房地产市场波动等因素影响，房屋及配套商业用房未来能否按照预期实现出售或出租，以及出售或出租金额存在一定的不确定性。

发行人/项目实施主体信用状况

地区经济及财政

1. 无锡市

无锡市为江苏省辖地级市，地处长江三角洲腹地、苏锡常都市圈的地理中心，是江苏省重点建设的四个特大型城市之一，距离上海市和南京市分别为 128 公里和 183 公里，具有优越的区位优势和交通条件。无锡市下辖 6 区（崇安、南长、北塘、锡山、惠山、滨湖）2 市（江阴市、宜兴市）和 1 个新区，全市总面积为 4627.47 平方公里。2015 年末无锡市常住人口 651.10 万人，城镇化率 75.40%。

近年来无锡市经济保持快速增长，经济实力很强。2013 年～2015 年，无锡市地区生产总值分别为 8070.18 亿元、8205.31 亿元和 8518.26 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 9.3%、8.2%和 7.1%。按常住人口计算，2013 年～2015 年，无锡市人均地区生产总值分别为 12.46 万元、12.64 万元和 13.09 万元。2015 年，无锡市地区生产总值在江苏省 13 个地级市中排名第 3 位。

近年来无锡市一般公共预算收入稳步增长，综合财政实力很强。2013 年～2015 年，无锡市一般公共预算收入分别完成 710.91 亿元、768.01 亿元和 830.00 亿元，同比分别增长 8%、8%和 8.1%；一般公共预算支出分别为 711.49 亿元、748.06 亿元和 820.85 亿元，同比分别增长 9.7%、5.1%和 9.7%。

2. 惠山区

近年来无锡市惠山区经济保持快速发展，一般公共预算收入增长较快，经济

和财政实力较强

惠山区于 2001 年初成立，位于无锡市西北部，系锡山市撤市设区而来。2015 年末，惠山区总面积 328.8 平方公里，下辖一个省级经济开发区（无锡惠山经济开发区）、五个街道（堰桥、长安、钱桥、前洲和玉祁）和两个建制镇（洛社、阳山），全区常住人口 70 余万人。

2013 年~2015 年，惠山区地区生产总值分别为 632.32 亿元、652.45 亿元和 677.00 亿元，按可比价格计算分别增长 9.8%、8.3%和 7.0%，经济保持较快速度增长。

分产业来看，第二产业是惠山区经济发展的主要推动力。惠山区是传统的工业强区，区内工业门类较为齐全，形成了轻纺、印染、冶金、机械四大传统产业与汽车及零配件、生物医药新材料等新兴产业双轮驱动的产业格局。其中，冶金新材料产业集群和汽车零部件产业集群为江苏省级特色产业集群。2012 年~2014 年，惠山区工业生产保持平稳增长，实现规模以上工业总产值 1094.97 亿元、1148.14 亿元和 1185 亿元，同比分别增长 2.1%、3.4%和 1.8%。2014 年末，全区共有规模以上工业企业 922 家，境内外上市企业 8 家。

表 8：2012 年~2015 年无锡市惠山区主要经济指标

单位：亿元

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
地区生产总值	567.10	632.32	652.45	677.00
GDP 增速 (%)	9.9	9.8	8.3	7.0
人均生产总值 (万元)	8.09	9.00	-	-
规模以上工业总产值	1094.97	1148.14	1185	-
固定资产投资	367.43	441.30	510	584.3
社会消费品零售总额	116.99	132.36	147	160.0
进出口总额 (亿美元)	22.00	24.81	26.8	26.4
三次产业结构	3.0: 63.5: 33.5	2.9: 62.1: 35.0	3.0: 60.5: 36.5	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2013 年~2015 年，惠山区财政收入分别为 97.15 亿元、106.96 亿元和 98.66 亿元，以一般公共预算收入为主。2013 年~2015 年，惠山区一般公共预算收入分别为 64.89 亿元、70.76 亿元和 76.79 亿元，同比分别增长 8.02%、9.05%和 8.52%；政府性基金收入分别为 22.22 亿元、25.68 亿元和 8.10 亿元，以土地使用权出让收入为主，占财政收入的比重分别为 22.87%、24.01%和 8.21%。受房地产市场波动和政府土地出让规划等因素影响，2015 年惠山区政府性基金收入大幅下降，未来也存在一定的不确定性。

表 9：2012 年～2015 年惠山区财政收入概况

单位：亿元

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
一般公共预算收入	60.07	64.89	70.76	76.79
其中：税收收入	48.06	51.93	56.62	-
政府性基金收入	14.74	22.22	25.68	8.10
上级补助收入	8.88	9.59	10.08	13.77
财政专户收入	0.55	0.46	0.44	-
财政收入	84.24	97.15	106.96	98.66

资料来源：公开资料，东方金诚整理

财政支出方面，2012 年～2014 年，惠山区财政支出⁵分别为 84.08 亿元、98.15 亿元和 108.22 亿元，其中，一般公共预算支出分别为 54.05 亿元、58.72 亿元和 64.42 亿元。2015 年惠山区完成一般公共预算支出 72.73 亿元，较上年增长 12.90%。2013 年～2015 年，惠山区财政自给率分别为 110.51%、109.84%和 105.58%，公共财政平衡能力很强。

3. 城铁惠山站区

城铁惠山站区（以下简称“站区”）于 2008 年 6 月设立，是无锡市重点打造的城市副中心之一、长三角一体化区域性综合交通枢纽，是无锡市双核联动、一环镶嵌、三区协同⁶的城市空间布局的重要组成部分，也是无锡市 2011 年至 2013 年重点规划建设的 10 大城市综合体聚集区之一。城际铁路惠山站区管理委员会受惠山区人民政府委托行使城铁惠山站区的经济和社会管理职能。

城铁惠山站区总规划面积约 17.3 平方公里，其中一期位于站区北片，规划面积 10 平方公里，确定了交通枢纽区、中央商务区、现代产业区、滨水居住区和生态休闲区等五大功能区；二期位于站区南片，规划面积 7.3 平方公里，目前正在进行规划设计。站区依托沪宁城际高铁、沿江城际铁路、宜澄城际铁路 Z3 线和无锡地铁 3 号线四站合一的独特交通优势，通过重点发展现代服务业，计划建设成为惠山区西部的城市副中心。

业务运营

公司营业收入和毛利润主要来自于基础设施和保障房建设业务以及土地开发整理业务，其中土地开发整理业务波动较大，基础设施和保障房建设业务毛利率水平逐年提升

受无锡市惠山区人民政府委托，公司主要负责城铁惠山站区的土地开发整理、基础设施和保障房建设等业务。

2013 年～2015 年，公司营业收入分别为 4.33 亿元、1.26 亿元和 4.10 亿元，其中 2013 年主要来自于土地开发整理业务，2014 年和 2015 年主要来自于基础设

⁵ 财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出+上解上级支出+财政专户支出，本报告未获得 2015 年惠山区上解上级支出和财政专户支出数据。

⁶ 中心城区和太湖新城为双核，环太湖地区为一环，锡山高铁商务区-东亭商务区、惠山新城-沪宁新城、新区空港商务区-太科园三区协同。

施和保障房建设业务。近年来受房地产市场波动和政府土地出让规划等因素影响，公司土地开发整理业务波动性较大。

2013 年~2015 年，公司毛利率分别为 46.03%、15.22%和 20.78%。从构成来看，土地开发整理业务毛利率水平较高，基础设施和保障房建设业务毛利率水平较低但逐年提升。

表 10：公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况

单位：万元、%

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	43348.66	100.00	12576.79	100.00	40963.28	100.00
基础设施和保障房建设	6332.51	14.61	12560.29	99.87	40963.28	100.00
土地开发整理	37016.15	85.39	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	16.50	0.13	0.00	0.00
毛利润	19954.02	100.00	19954.02	100.00	8513.05	100.00
基础设施和保障房建设	301.55	1.51	1897.38	99.14	8513.05	100.00
土地开发整理	19652.48	98.49	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	16.50	0.86	0.00	0.00
毛利率		46.03		15.22		20.78
基础设施和保障房建设		4.76		15.11		20.78
土地开发整理		53.09		-		-
其他		-		100.00		-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 土地开发整理

公司从事的土地开发整理业务具有较强的区域专营性，待开发土地面积规模较大，但该业务易受房地产市场波动和政府土地出让规划等因素影响，相关业务现金流入存在较大的不确定性

经无锡市惠山区人民政府授权，公司主要从事站区内的征地拆迁、土地平整等业务，该业务具有较强的区域专营性。

公司主要使用自有资金和银行贷款进行土地开发整理业务。土地整理完成后，公司将相关地块交由无锡市国土资源局通过“招拍挂”程序对外出让。根据无锡市政府赋予城铁惠山站区的优惠政策，上缴的土地出让金在扣除必要税费后返还至惠山区财政局，惠山区财政局扣除必要税费后全额返还给站区管委会，站区管委会将其分期全额拨付公司使用。待站区管委会收到惠山区财政局返还的土地出让金后，公司将确认收入并据此结转相应地块的成本。

自公司成立至 2015 年底，公司土地开发整理业务合计投资 11.35 亿元，主要是征地拆迁成本，开发整理涉及地块土地面积约五千亩。其中，2012 年~2013 年，公司发生土地开发整理投资 3.36 亿元和 2.87 亿元，整理土地 1563.42 亩和 1335.42 亩；2014 年和 2015 年，受房地产市场波动及政府规划调整等因素影响，公司未进行土地开发整理业务。

公司开发整理的土地自 2011 年起可对外出让。2011 年~2015 年，无锡市国土

局通过“招拍挂”程序对外出让公司开发的土地 623.44 亩，实现国有土地使用权出让收入 10.25 亿元，同期公司收到政府返还的土地出让金 5.97 亿元并确认为土地开发整理收入。

表 11：2011 年～2015 年公司土地开发整理概况

单位：亩、亿元、万元/亩

年度	土地开发面积	土地开发支出	出让面积	出让均价	国有土地出让收入	公司收入
2011 年	1000.40	2.15	338.17	131.41	4.44	1.97
2012 年	1563.42	3.36	15.93	257.38	0.41	0.30
2013 年	1335.42	2.87	269.34	200.49	5.40	3.70
2014 年	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2015 年	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	-	8.38	623.44	-	10.25	5.97

资料来源：公司提供，东方金诚整理

注：地块为滚动开发，涉及到跨年度，开发面积无法简单按年份加总。

截至 2015 年末，公司拥有土地使用权 39 宗，全部来自于划拨，面积合计 190.48 万平方米。根据站区管委会的土地出让计划，未来几年公司开发整理的土地预计可实现较大规模的土地开发整理收入。但考虑到土地出让易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，公司土地开发整理收入存在一定的不确定性。

2. 基础设施和保障房建设

公司负责城铁惠山站区的基础设施和保障房建设业务具有较强的区域专营性，对推动站区经济发展起到重要作用；公司在建项目资本支出规模较大，未来存在一定的筹资压力

受惠山区人民政府及城铁惠山站区管理委员会委托，公司从事站区内的配套基础设施建设、棚户区改造和安置房建设，业务具有较强的区域专营性。

公司负责的基础设施项目采取委托代建模式，建设资金主要来自于公司自有资金和外部融资，部分重点道路工程项目还配有财政资金。项目竣工后，惠山区人民政府对项目进行核算以确定公司的实际投资成本，并按照项目投资成本加成一定比例的代建服务费与公司结算项目金额，相关资金将在项目完工后三年内分期支付。公司收到站区管委会支付的项目款后确认收入并结转成本。

公司负责的保障房项目主要有棚户区改造和安置房建设等类型，项目建设用地来自于政府划拨，资金由公司自筹。项目竣工验收后，公司按照政策规定交付安置房，配套商业用房用于出租并形成收入。

自成立以来，公司承建的基础设施项目主要为城铁惠山站区一期规划 10 平方公里内的市政配套基础设施工程和污水处理设施系统工程。其中，市政配套基础设施工程分为两期建设。一期项目为市政配套基础设施一期工程（以下简称“基础一期”）。该项目位于城铁惠山站区 2.5 平方公里启动区，包括站前核心区工程、配套路网工程、综合管线工程和环境景观工程，共计投资 10.08 亿元。其中，站前核心区包括车站综合配套设施、公路客运站、公交车站、出租车及社会停车场、站前

广场及通道等，建筑面积约 11 万平方米，占地面积约 258.1 亩；配套路网工程包括站北路、中兴路、洛洲路、永泰路、站前环路等道路工程项目，总长度约 11 公里，占地面积 559.4 亩；环境景观工程包括万寿河水系整治、生态置地、休闲广场及街区公园等，占地面积为 112.5 亩。基础设施工程对于改善站区城市环境，推动地区经济发展具有重要作用。截至 2015 年末，基础一期项目已完成建设，并于 2013 年~2015 年形成收入 3.20 亿元。

二期项目为市政配套路网二期工程（以下简称“路网二期”）。截至 2015 年末，该项目为公司重点在建基础设施项目，项目计划总投资 11.40 亿元，计划建设周期为 3 年。路网二期项目规划建设 16 条园区路网道路，并同步实施道路照明、交通工程、市政管线和绿化工程，其中道路路线总长约 16.4 公里，道路工程总量为 43.4 万平方米。路网二期工程于 2012 年 6 月开工建设，截至 2015 年末，已完成投资 4.75 亿元。未来该项目资本支出规模仍然较大，公司存在一定的筹资压力。

表 12：截至 2015 年末公司在建基础设施和保障房项目概况

项目名称	建设周期	计划总投资 (亿元)	2015 年末已累计投 资金额 (亿元)
市政配套路网二期	3 年	11.40	4.75
污水处理设施系统工程	3 年	4.51	4.24
城铁惠山站区棚户区改造工程	4 年	21.53	10.75

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司承建的保障房项目主要为城铁惠山站区棚户区改造工程和榭丽花园安置小区项目。其中站区棚户区改造工程为本期债券募投项目，计划总投资 21.53 亿元，截至 2015 年末已完成投资 10.75 亿元。榭丽花园安置小区项目共分三期建设，总建筑面积 28.26 万平方米，总投资为 11.70 亿元，项目共建设 2005 套住房，可安置人口近 1 万人。截至 2015 年末，榭丽花园安置小区项目已基本完工，并于 2013 年~2015 年形成收入 2.79 亿元。

政府支持

作为无锡市城铁惠山站区土地开发整理、安置房和基础设施建设投资主体，公司在增资、资产划拨和政策支持等方面得到了惠山区人民政府和站区管委会的大力支持

增资方面，公司成立以来，先后于 2009 年、2010 年、2011 年和 2014 年获得股东增资 1 亿元、1 亿元、1.75 亿元和 6 亿元。截至 2015 年末，公司实收资本增至 11.75 亿元。

资产划拨方面，2015 年，站区管委会分别向公司注入了评估价值 6.67 亿元的土地使用权和 2.53 亿元的管网资产。截至 2015 年末，公司共计获得站区管委会划拨的 190.48 万平方米土地使用权，评估价值为 56.75 亿元。

政策支持方面，惠山区人民政府在税收返还等方面给予了公司及站区有力的支持。2009 年 8 月，惠山区政府发布了《关于鼓励和促进城际铁路惠山站区建设和发展的扶持意见》（惠府发[2009]121 号文），对投资和注册于站区的企业，自营

业年度起，五年内相关税收的地方留成部分按一定比例用于支持站区和企业的发展。城铁惠山站区原则上享受省级开发区的财政结算体制，对于站区对外出让实现的土地出让金，惠山区级财政在扣除必要税费后全额返还给站区管委会，用于支持公司的土地整理和基础设施建设。同时，根据城惠司报[2014]18号文和[2014]19号文，公司免征企业所得税和营业税。根据惠人发[2015]20号文，为保障本期债券募投项目顺利实施和本期债券的按期支付，惠山区财政局将于2016年~2020年为公司提供合计12.60亿元的财政补贴资金。

总体来看，公司从事的土地开发整理、基础设施和保障房建设业务对城铁惠山站区的开发具有重要意义，预计未来公司仍将得到惠山区政府和站区管委会较大力度的支持。

财务分析

公司提供了2013年~2015年财务报表。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2014年和2015年，纳入公司合并报表的子公司为2家，较2013年减少3家⁷，详见表1。

1. 资产构成与资产质量

近年来公司资产总额增长较快，以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较弱

随着站区管委会向公司划拨土地使用权以及公司在建项目的增多，近年来公司资产总额呈现快速增加的态势。2013年~2015年末，公司资产总额分别为76.82亿元、89.75亿元和108.95亿元，年均复合增长率为19.09%，其中流动资产占资产总额的比例分别为100.00%、99.89%和97.65%⁸。

2013年~2015年末，公司流动资产分别为76.82亿元、89.65亿元和106.39亿元，主要由存货、其他应收款和货币资金构成。截至2015年末，上述三项在流动资产中的占比分别为82.73%、14.29%和2.91%。

2013年~2015年末，公司存货分别为65.54亿元、74.92亿元和88.02亿元。公司存货主要是基础设施项目成本、安置房建设成本以及站区管委会向公司划拨的土地使用权。截至2015年末，公司存货中政府划拨的土地使用权为56.75亿元，土地面积共计190.48万平方米，其中价值50.59亿元的土地使用权已用于融资抵押；基础设施工程成本10.80亿元；棚户区改造成本10.75亿元；保障房建设成本为5.49亿元；污水处理设施工程4.24亿元。总体来看，公司存货变现能力较弱。

2013年~2015年末，公司其他应收款分别为7.50亿元、13.18亿元和15.20亿元。2015年末，公司其他应收款主要为应收城际铁路惠山站区管理委员会（81.67%）的项目工程款和往来款、应收前洲镇政府（15.94%）的借款。

⁷ 无锡沪宁中惠商业经营管理有限公司原为惠山城铁于2012年出资设立的全资子公司，下有2家孙公司无锡市谢丽花园农贸市场有限公司、无锡新惠山文化传媒有限公司。2014年，该企业增资后注册资本变更为1亿元。增资后，惠山城铁失去了对其控制权，2014年只合并其利润表、现金流量表，不再合并其资产负债表。

⁸ 公司非流动资产金额很小。2013年末，非流动资产全部为固定资产8.13万元；2014年末，公司失去对无锡沪宁中惠商业经营管理有限公司的控制权，由于子公司转为联营企业，故长期股权投资增至1000.86万元；2015年末，固定资产增至24587.73万元，系当地政府划拨评估价值25336.21万元的管网所致。

2. 所有者权益

2013 年~2015 年末, 公司所有者权益分别为 59.02 亿元、65.12 亿元和 75.01 亿元, 同比分别增长 3.41%、10.33%和 15.20%。近年来所有者权益增长较快, 主要是由于公司获得多宗土地使用权划入及 6 亿元货币增资致使资本公积和实收资本大幅增加。2015 年末, 公司所有者权益主要由资本公积、实收资本和未分配利润组成, 上述三项分别为 59.28 亿元、11.75 亿元和 3.59 亿元, 占比分别为 79.02%、15.66%和 4.78%。其中, 资本公积为政府划拨土地使用权和管网所致。

3. 负债

随着承建项目的增多, 近年来公司有息债务规模逐年快速增加, 长期偿债压力有所上升

2013 年~2015 年末, 公司负债总额分别为 17.80 亿元、24.63 亿元和 33.93 亿元, 逐年快速增加, 以非流动负债为主。同期末, 公司非流动负债分别为 14.56 亿元、19.86 亿元和 27.31 亿元。2015 年末, 非流动负债主要为长期借款 22.74 亿元、应付债券 3.02 亿元和长期应付融资租赁款 1.55 亿元。

有息债务方面, 2013 年~2015 年末, 公司全部债务分别为 15.91 亿元、23.11 亿元和 32.21 亿元, 逐年快速增加, 以长期有息债务为主。2013 年~2015 年末, 公司资产负债率分别为 23.17%、27.44%和 31.15%, 全部债务资本化比率分别为 21.23%、26.20%和 30.04%, 负债水平上升较快。

截至 2015 年末, 公司对外担保余额为 22.89 亿元, 担保比率为 30.51%, 被担保对象主要为无锡前洲资产经营管理有限公司、无锡鑫洲新农村建设发展有限公司等惠山区的国有企业。

4. 盈利能力

近年来公司收入和利润主要来自于基础设施和保障房建设以及土地开发整理业务, 其中土地开发整理业务受房地产和土地市场影响波动较大。2013 年~2015 年, 公司营业收入分别为 4.33 亿元、1.26 亿元和 4.10 亿元; 总资本收益率分别为 2.60%、0.11%和 0.66%, 净资产收益率分别为 3.30%、0.15%和 0.93%, 盈利能力较弱。

5. 现金流

2013 年~2015 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.10 亿元、-14.87 亿元和-4.94 亿元。公司经营性现金流对政府支付的基础设施项目工程款和往来款依赖较大, 近年来持续为净流出状态, 未来存在一定的不确定性。

筹资活动方面, 2013 年~2015 年, 公司筹资活动产生的现金流入分别为 5.25 亿元、21.95 亿元和 13.50 亿元, 主要是对外借款和吸收投资所收到的现金; 筹资活动净现金流分别为 3.21 亿元、11.80 亿元和 6.81 亿元。考虑到在建及拟建项目投资规模较大, 公司未来筹资现金流将继续保持较高水平。

6. 偿债能力

2013 年~2015 年末，公司流动比率分别为 2371.99%、1881.13%和 1606.82%，速动比率分别为 348.21%、308.95%和 277.42%，但考虑到流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比很大，公司资产流动性较弱。从长期偿债能力指标来看，2013 年~2015 年末，公司全部债务/EBITDA 分别为 6.32 倍、19.80 倍和 15.92 倍，EBITDA 对全部有息债务的保障程度较弱；公司筹资前现金流量净额债务保护倍数分别为-0.07 倍、-0.65 倍和-0.15 倍，筹资前现金流量净额对全部债务的保障程度较弱。

本期债券拟发行金额为 10 亿元，是公司 2015 年末全部债务和负债总额的 0.31 倍和 0.29 倍，本期债券发行后，以公司 2015 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司的负债总额增至 43.93 亿元，资产负债率将上升至 36.93%，全部债务资本化比率上升至 36.01%。

尽管公司资产流动性较弱，现金流对债务的保障程度较低，但考虑到公司从事的土地开发整理、基础设施和保障房建设业务具有较强的区域专营性，得到了无锡市惠山区人民政府和站区管委会的有力支持，东方金诚认为公司偿债能力很强，评定公司主体信用等级为 AA，评级展望稳定。

在本期债券兑付日，若偿债资金专户余额无法足额支付债券本息时，公司承诺以募投项目以外的自有资金补足差额部分，对本期债券的按时足额偿付提供了较强保障。

差额补偿人信用状况

根据公司与惠新资产签订的《差额补偿协议》，惠新资产为本期债券的还本付息提供无条件差额补偿。在本期债券的每个还本付息日（T 日）前 20 个工作日，当偿债资金专户的余额不足以支付本期债券当年应付本金和利息时，监管银行应及时以书面方式通知惠新资产履行差额补偿责任，并对差额补偿人提供的差额补偿资金实施监督。惠新资产收到书面通知后按约定在 5 个工作日内补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分。

主体概况

惠新资产成立于 2002 年 10 月，由无锡市惠山区国有资产管理办公室、无锡市惠山区生产力促进中心和无锡惠山经济开发区开发建设总公司共同出资成立。截至 2015 年末，惠新资产注册资本和实收资本为 5 亿元，上述三家股东持股比例分别为 80%、10%和 10%。无锡市惠山区国有资产管理办公室为惠新资产实际控制人。

截至 2015 年末，惠新资产下设 2 家控股子公司，分别为惠山城铁和无锡惠憬城市发展有限公司（以下简称“惠憬城发”），分别从事城铁惠山站区和地铁西漳站区的土地开发整理、基础设施和保障房建设等业务。由于惠新资产未取得对惠憬城发的实际控制权，目前纳入合并报表范围的子公司仅有惠山城铁 1 家。

业务运营

惠新资产是惠山区三大城市基础设施建设主体之一⁹，主要从事城铁惠山站区、无锡地铁西漳站区和惠山区工业集聚区的土地开发整理、基础设施及保障性住房建设等业务。

基础设施和保障房建设方面，惠新资产的代建业务主要由本部和惠山城铁负责。本部受惠山区政府委托参与道路、安置房建设等项目；惠山城铁负责城铁惠山站区的基础设施及安置房建设。代建项目由惠新资产先行垫付投资成本，待项目竣工后，惠山区政府以实际投资成本加成一定的代建服务费与惠新资产分期结算。近年来惠新区承担了钱胡路、洛社路、锡玉路、城铁惠山站区市政路网及榭丽花园安置小区等基础设施及保障房建设工作。2013 年~2015 年，惠新资产实现的基础设施和保障房建设收入分别为 2.20 亿元、3.06 亿元和 6.01 亿元。截至 2015 年末，惠新资产在建项目后续尚需投入较大资金，未来面临一定的筹资压力。

土地开发整理方面，经无锡市惠山区人民政府授权，惠山城铁负责组织实施惠山站区的土地开发整理工作。土地开发整理业务的开展和收入的实现受站区管委会的土地出让安排和房地产市场波动等因素影响较大，存在较大的不确定性。2013 年，惠新资产确认的土地开发整理收入为 3.70 亿元，2014 年和 2015 年惠新资产开发整理的土地没有对外出让，未实现土地开发整理收入。

政府支持

为支持惠新资产从事基础设施建设，2013 年~2015 年，惠新资产本部分别收到惠山区政府的财政补贴资金 1.01 亿元、1.30 亿元和 1.18 亿元。此外，子公司惠山城铁在增资、资产划拨和政策支持等方面得到了地方政府的大力支持。

财务状况

惠新资产提供了 2013 年~2015 年合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对惠新资产财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2013 年~2015 年末，惠新资产资产总额分别为 107.66 亿元、118.20 亿元和 143.05 亿元。2015 年末，从资产构成来看，流动资产占资产总额的比例为 88.37%；但流动资产主要由变现能力较弱的存货和其他应收款构成，资产流动性较弱。

2013 年~2015 年末，惠新资产负债总额分别为 29.88 亿元、38.08 亿元和 51.67 亿元，呈快速增长态势。2015 年末，惠新资产流动负债为 19.36 亿元，占负债总额的比重为 37.47%，主要包括其他应付款和应付票据；非流动负债为 32.31 亿元，占比为 62.53%，主要为长期借款和应付债券。

2013 年~2015 年，惠新资产实现的营业收入分别为 5.91 亿元、3.07 亿元和 6.02 亿元，主要来自于基础设施和保障房建设以及土地开发整理业务。同期，惠新资产利润总额分别为 3.05 亿元、1.49 亿元和 2.20 亿元，对政府财政补贴具有较大的依赖，财政补贴占利润总额的比重分别为 32.94%、87.27%和 53.84%。同期，惠新资产净资产收益率分别为 3.89%、1.80%和 2.25%，盈利能力较弱。

⁹ 三大平台公司分别为无锡惠山经济开发区建设总公司、无锡市惠山经济发展总公司和惠新资产。其中，惠开总公司主要负责无锡惠山经济开发区范围内的基础设施建设，经发总公司负责创业服务中心和道路工程建设等，惠新资产主要从事两大站区和惠山区工业集聚区的基础设施建设等业务。

2013 年~2015 年，惠新资产经营活动现金流入分别为 22.46 亿元、7.83 亿元和 34.28 亿元，主要是惠山区财政局拨付的基础设施项目款、财政补贴和往来款；经营活动现金流出分别为 14.69 亿元、22.36 亿元和 24.79 亿元，主要是支付的基础设施建设成本、土地开发整理成本和往来款。2013 年~2015 年，惠新资产经营性活动产生的净现金流分别为 7.77 亿元、-14.53 亿元和 9.49 亿元，波动性较大。同期，惠新资产投资性净现金流较小，筹资性净现金流分别为 -0.38 亿元、7.01 亿元和 10.41 亿元。

总体来看，作为惠山区重要的基础设施建设主体之一，惠新资产从事的土地开发整理、基础设施和保障性住房建设业务具有较强的区域专营性，在资产划拨和财政补贴等方面得到惠山区政府的大力支持。同时，东方金诚关注到惠新资产的土地开发整理业务易受房地产市场波动的影响，未来具有一定的不确定性；惠新资产在建项目投资规模较大，未来面临一定的筹资压力；惠新资产的资产以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大，资产流动性较弱。

东方金诚评定惠新资产主体信用等级为 AA，评级展望稳定。惠新资产承诺为本期债券的还本付息提供无条件差额补偿，对本期债券具有一定的增信作用。

保证人信用状况

中合担保对本期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，担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

中合担保是由 JPMorgan China Investment Company Limited、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司和中国进出口银行等主要股东于 2012 年 7 月 19 日成立的中外合资融资性担保机构。2015 年 11 月，经公司股东大会批准，中合担保将以定向增发股份的方式增加公司注册资本。待增资完成后，中合担保注册资本将上升至 71.76 亿元，其中海航集团有限公司通过控股子公司海航资本集团有限公司和天津天海投资发展股份有限公司合计持有公司 43.34% 的股份。截至 2015 年末，中合担保注册资本和实收资本为 51.26 亿元；母公司口径资产总额 76.95 亿元，净资产 57.90 亿元；2015 年实现营业收入 12.21 亿元，其中担保业务收入占比为 54.39%，实现净利润 4.37 亿元。

中合担保以各类融资性担保业务为主业，并以自有资金在监管许可范围内进行投资。中合担保已开展的担保业务包括融资性担保业务和保本基金担保业务。截至 2015 年末，中合担保担保责任余额 488.18 亿元，担保放大倍数为 8.43 倍。其中，保本基金担保责任余额为 41.50 亿元，占担保责任余额的 8.50%。按照担保项目的融资方式划分，中合担保融资性担保业务可进一步划分为以银行贷款担保为主的间接融资担保和以债券、信托产品为主的直接融资担保。直接融资担保业务包括债券担保、信托担保、资产管理计划担保和债权（收益权）转让融资担保等。截至 2015 年末，直接融资担保业务责任余额 422.69 亿元，占期末担保责任余额的 86.58%。间接融资担保业务包括普通银行贷款担保、银行承兑汇票担保、金融租赁担保、委托贷款担保和创新型比例风险分担业务。截至 2015 年末，间接融资担保业务责任余额 23.99 亿元，占担保责任余额的 4.91%。

中合担保的在保客户主要分布在地方政府融资平台、制造业、金融业、房地产开发和电力等行业。其中，地方政府融资平台的占比最高，截至 2015 年已超过 60%。截至 2015 年末，中合担保累计发生代偿 1.94 亿元，累计担保代偿率为 1.35%。其中，个案担保业务和批量担保业务累计代偿金额分别为 1.15 亿元和 0.79 亿元。

2013 年以来，中合担保投资产品业务种类不断丰富，主要投资对象包括银行存款、基金、信托计划、资产管理计划、理财产品以及委托贷款等。截至 2015 年末，公司投资余额为 70.40 亿元，占期末总资产的 91.49%、净资产的 121.59%。

总体来看，中合担保股东背景强大，能够在业务运营、风险管理等方面得到股东的有力支持；中合担保与多家金融机构建立了合作关系，担保业务发展较快，产品种类不断丰富，业务规模增长迅速；中合担保经营理念较为审慎，风险管理体系持续完善；中合担保资本实力雄厚，资产流动性良好，具有很强的抗风险能力。同时，东方金诚也关注到，宏观经济不确定因素较多，中合担保的担保业务和投资业务面临的信用风险有所上升；担保业务扩张较快，风险管理面临一定考验；投资规模较大、非标产品投资占比较高，投后管理面临一定挑战；在保客户中地方政府融资平台所占份额较大，存在一定的集中风险。

东方金诚评定中合担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中合担保综合财务实力很强，对本期债券提供的连带责任保证担保具有较强的增信作用。

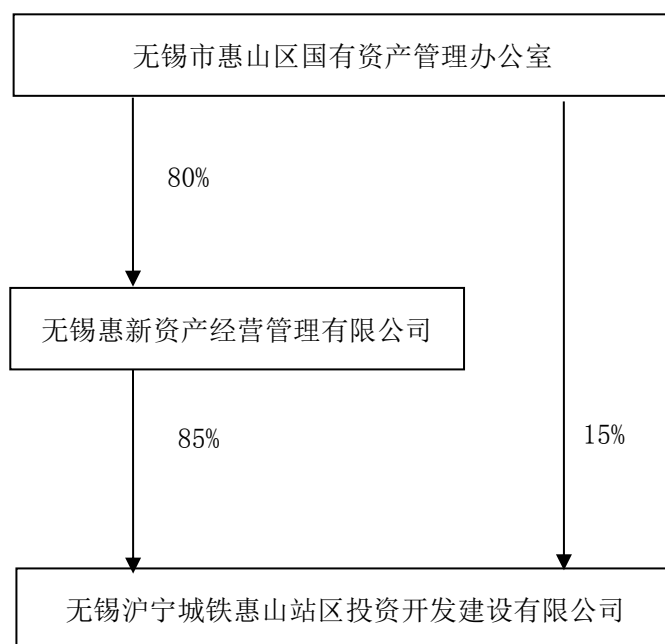
结论

近年来无锡惠山区经济保持快速发展，一般公共预算收入增长较快，经济和财政实力较强；公司主要负责无锡市城铁惠山站区的土地开发整理、基础设施和安置房建设业务，业务具有较强的区域专营性；惠山城铁在增资、资产划拨和政策支持等方面得到了无锡市惠山区人民政府和站区管委会的有力支持；惠新资产综合财务实力较强，为本期债券提供的无条件差额补偿责任具有一定的增信作用；中合担保综合财务实力很强，为本期债券提供的连带责任保证担保具有较强的增信作用。

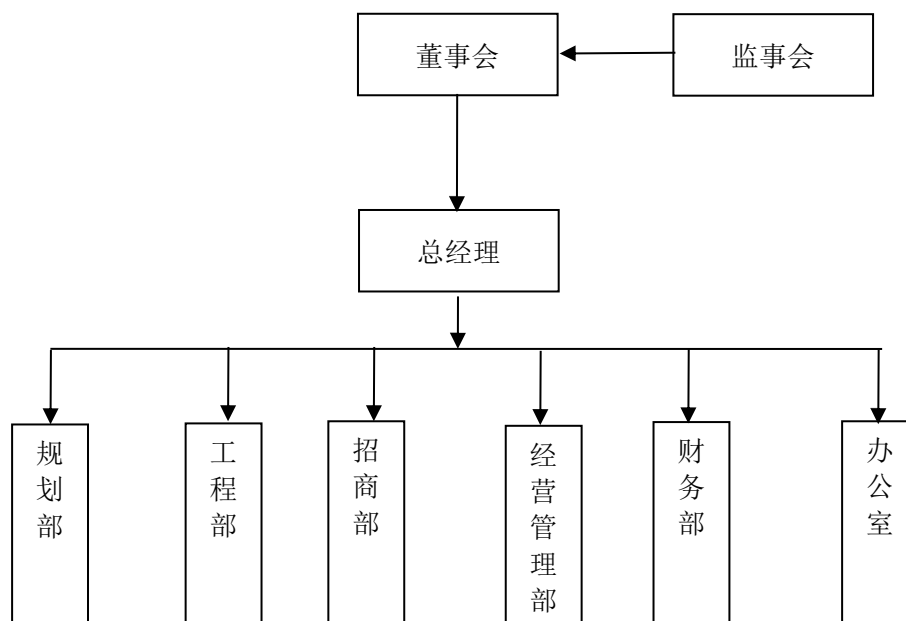
同时，东方金诚也关注到，公司土地开发整理业务容易受房地产市场波动等因素影响，波动性较大；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较弱；本期债券募投项目面临一定的竣工延期和成本上升风险，房屋销售或出租能否按预期实现存在一定的不确定性。

东方金诚评定公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体信用、募投项目收益状况和本期债券偿付保障的分析和评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2015 年末公司股权结构图



附件二：截至 2015 年末公司组织架构图



附件三：公司合并资产负债表(单位：万元)

项目名称	2013 年末	2014 年末	2015 年末
货币资金	36839.76	14371.72	30945.65
预付款项	891.50	1011.63	690.22
其他应收款	75043.98	131847.66	152044.66
存货	655433.91	749225.37	880182.60
流动资产合计	768209.14	896456.37	1063863.13
长期股权投资	0.00	1000.86	1000.13
固定资产	8.13	7.70	24587.73
无形资产	2.60	1.66	0.76
非流动资产合计	10.73	1010.23	25588.63
资产总计	768219.87	897466.60	1089451.76
短期借款	7500.00	22500.00	22450.00
应付票据	6000.00	10000.00	22859.37
应付账款	8341.06	4605.34	2249.83
应付职工薪酬	1.28	1.50	1.48
应交税费	916.00	1432.77	3096.65
其他应付款	9628.39	9115.66	11892.56
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	3659.34
流动负债合计	32386.72	47655.28	66209.23
长期借款	145608.00	198630.00	227430.00
应付债券	0.00	0.00	30180.89
长期应付款	0.00	0.00	15492.25
非流动负债合计	145608.00	198630.00	273103.13
负债合计	177994.72	246285.28	339312.37
实收资本（股本）	57500.00	117500.00	117500.00
资本公积	500784.72	500784.72	592796.48
盈余公积	3194.04	3287.81	3980.48
未分配利润	28746.39	29608.79	35862.43
归属于母公司所有者权益	590225.15	651181.32	750139.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	590225.15	651181.32	750139.39
负债和所有者权益总计	768219.87	897466.60	1089451.76

附件四：公司合并利润表(单位：万元)

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
一、营业收入	43348.66	12576.79	40963.28
减：营业成本	23394.64	10662.91	32450.23
营业税金及附加	212.77	401.66	1226.34
销售费用	0.00	0.00	0.00
管理费用	271.44	452.05	1126.47
财务费用	-12.78	-36.04	-55.60
资产减值损失	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	-4.31	-0.73
汇兑收益	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	19482.59	1091.91	6215.11
加：营业外收入	0.00	0.00	1168.73
减：营业外支出	0.00	20.00	0.00
三、利润总额（亏损总额为“-”）	19482.59	1071.91	7383.84
减：所得税费用	0.00	116.60	437.53
四、净利润（净亏损以“-”）	19482.59	955.31	6946.31

附件五：公司合并现金流量表(单位：万元)

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	43348.66	11969.30	32358.74
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	78284.28	22366.36	113293.80
经营活动现金流入小计	121632.94	34335.65	145652.55
购买商品、接受劳务支付的现金	47744.13	104982.68	86281.79
支付给职工以及为职工支付的现金	88.59	240.69	241.46
支付的各项税费	0.26	0.57	0.00
支付的其他与经营活动有关的现金	84769.57	77837.58	108544.78
经营活动现金流出小计	132602.55	183061.51	195068.03
经营活动产生的现金流净额	-10969.61	-148725.86	-49415.48
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	0.00	0.00	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	0.00	0.00	8.84
投资所支付的现金	0.00	900.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00
支付的其他与投资有关的现金	0.00	864.18	0.00
投资活动现金流出小计	0.00	1764.18	8.84
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-1764.18	-8.84
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	0.00	60000.00	0.00
取得借款所收到的现金	52500.00	159500.00	94950.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	30000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	10000.00
筹资活动现金流入小计	52500.00	219500.00	134950.00
偿还债务所支付的现金	20370.00	91478.00	47048.41
分配股利或利润、和偿付利息所支付的现金	0.00	0.00	11903.34
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	10000.00	7900.00
筹资活动现金流出小计	20370.00	101478.00	66851.75
筹资活动产生的现金流量净额	32130.00	118022.00	68098.25
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	21160.39	-32468.04	18673.93
加：年初现金及现金等价物余额	15679.37	36839.76	4371.72
六、期末现金及现金等价物余额	36839.76	4371.72	23045.65

附件六：公司主要财务指标

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
盈利能力			
营业利润率 (%)	45.54	12.02	17.79
总资本收益率 (%)	2.60	0.11	0.66
净资产收益率 (%)	3.30	0.15	0.93
偿债能力			
资产负债率 (%)	23.17	27.44	31.15
长期债务资本化比率 (%)	19.79	23.37	26.69
全部债务资本化比率 (%)	21.23	26.20	30.04
流动比率 (%)	2371.99	1881.13	1606.82
速动比率 (%)	348.21	308.95	277.42
经营现金流动负债比 (%)	-33.87	-312.09	-74.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.43	1.10	1.67
全部债务/EBITDA (倍)	6.32	19.80	15.92
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.07	-0.65	-0.15
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-1.93	-14.20	-4.09
经营效率			
销售债权周转次数 (次)	-	-	-
存货周转次数 (次)	0.04	0.02	0.04
总资产周转次数 (次)	0.06	0.02	0.04
现金收入比 (%)	100.00	95.17	78.99
增长指标			
资产总额年平均增长率 (%)	-	16.82	19.09
营业收入年平均增长率 (%)	-	-70.99	-2.79
利润总额年平均增长率 (%)	-	-94.50	-38.44
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期债券摊还额 (倍)	0.63	0.29	0.51
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	3.04	0.86	3.64
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.27	-3.72	-1.24
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.27	-3.76	-1.24

附件七：主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
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%
总资本收益率	(净利润+利息费用) / (所有者权益+长期有息债务+短期有息债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
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/(长期有息债务+短期有息债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/(长期有息债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
流动比率	流动资产/流动负债×100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债×100%
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
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/(当年利息支出+当年应偿还的有息债务本金)
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
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据：增长率=（本-上期）/上期×100% (2) n 年数据：增长率=【(本/前 n 年)^(1/(n-1))-1】×100%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券摊还额	EBITDA/本期债券最大摊还额
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/本期债券最大摊还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券最大摊还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券最大摊还额

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件八：企业主体及长期债券信用等级符号和定义

符号	定 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。

注：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。

关于 2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造 项目收益债券的跟踪评级安排

根据主管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在 2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券的存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司及相关主体应按东方金诚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。无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司及相关主体如发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知东方金诚并提供有关资料。

东方金诚将密切关注无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司及相关主体的经营管理状况及相关信息，如发现无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司及相关主体出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，东方金诚将及时评估其对信用等级产生的影响，确认调整或不调整 2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造项目收益债券信用等级。

如无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司及相关主体不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，东方金诚将根据有关情况进行分析，必要时可撤销信用等级，直至无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司及相关主体提供相关资料。

东方金诚的跟踪评级报告及评级结果将按监管部门要求进行披露。

东方金诚国际信用评估有限公司

2016 年 5 月 26 日

