

2015 年无锡创业投资集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

15 无锡创投债信用等级： AA⁺ 级

评级时间： 2018 年 6 月 27 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2015 年无锡创业投资集团有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2018]100459】

评级对象: 2015 年无锡创业投资集团有限公司公司债券

存续期间: 7 年期公司债券 4 亿元人民币, 2015 年 12 月 21 日—2021 年 12 月 21 日

	本次		前次	
	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间
15 无锡创投债	AA/稳定/AA ⁺	2018 年 6 月	AA/稳定/AA ⁺	2017 年 6 月

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	1.57	5.38	0.34
刚性债务	3.96	7.97	7.48
所有者权益	9.01	8.94	11.06
经营性现金净流入量	-0.07	-0.05	0.01
合并数据及指标:			
总资产	19.77	22.99	22.88
总负债	8.98	11.91	9.67
刚性债务	3.96	7.47	6.98
所有者权益	10.79	11.08	13.21
营业总收入	0.04	0.13	0.12
净利润	0.73	0.60	0.37
经营性现金净流入量	0.43	-1.30	0.29
EBITDA	0.87	0.80	0.82
资产负债率[%]	45.42	51.82	42.26
权益资本与刚性债务比率[%]	272.27	148.31	189.36
流动比率[%]	130.51	291.69	301.09
现金比率[%]	68.44	181.82	105.45
利息保障倍数[倍]		4.10	2.08
净资产收益率[%]	7.02	5.46	3.09
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.84	-12.45	2.68
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-72.56	7.56	-51.71
EBITDA/利息支出[倍]	58.34	4.14	2.08
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.14	0.11
担保人数据及指标(合并口径)			
总资产	429.37	470.33	558.13
刚性债务	124.45	142.22	-
所有者权益	184.15	195.86	248.56
担保比率[%]	41.91	2.52	-

注:母公司数据以及合并数据及指标根据无锡创投经审计的 2015-2017 年度经审计的财务数据整理、计算。

分析师

李玉鼎 lyd@shxsj.com
王隽颖 wjy@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 无锡创投获得股东增资, 资本实力有所增强。公司 530 项目已全额计提减值准备, 公司政策性定位有所弱化; 创投业务风险项目未全额计提减值, 且业务人员大量离职, 创投业务模式改变, 存量创投基金投资委托新设关联企业管理, 公司的业务管控能力下降; 小贷业务资产质量下滑, 关注类和损失类贷款占比上升。2017 年, 公司小贷利息收入有所增长, 但担保费收入和投资净收益有所下降, 叠加期间费用的上升, 净利润出现较大幅度下滑, 盈利压力有所加大。由于宏观经济增速放缓, 公司小贷业务资产质量和担保的信用质量不高, 未来面临较大的信用风险管理压力。

- 2017 年, 无锡创投获得股东增资, 资本实力有所增强。
- 无锡创投的存续创投项目陆续进入退出期, 能够为公司提供一定的收益和现金流。
- 无锡产发提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效增强了本期债券的偿付保障。
- 近年来宏观经济增速放缓趋势明显, 政策环境存在较多的不确定因素, 相对疲弱的金融和经济环境将持续挑战无锡创投的风险管控能力。
- 无锡创投代无锡市政府投资管理的 530 项目已全额计提减值准备, 政策性职能减弱。
- 无锡创投的创投业务人员大量离职, 业务模式改变, 存量基金投资委托新设关联方管理, 公司对相关业务的管控能力下降, 经营风险上升。
- 无锡创投存量项目退出方式存在不确定性, 对其未来盈利和现金流稳定性构成一定压力。
- 无锡创投的存量项目以无锡科技企业为主, 区域集中程度较高。
- 无锡创投小额贷款业务资产质量和担保业务信用质量相对较差, 公司面临较大的风险管理压力。

- 无锡创投的投资净收益出现较大幅度下降，利息支出增长较快，公司净利润持续下滑，部分创投风险项目未充分计提减值，盈利能力承压。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照 2015 年无锡创业投资集团有限公司公司债券（以下简称“15 无锡创投债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据无锡创业投资集团有限公司（以下简称“无锡创投”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对无锡创投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经国家发展和改革委员会发改财金〔2015〕2732 号文件批准，无锡创投于 2015 年发行了 4 亿元公司债券，期限为 7 年，在第 5 年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

截至 2017 年末，无锡创投已发行但尚未到期的债券本金为 4.00 亿元。

图表 1. 无锡创投已发行债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行量	票面利率	起息日	兑付日	资金用途
15 无锡创投债	4.00	4.33%	2015-12-21	2022-12-21	产业基金投资

资料来源：无锡创投

本期债券募集资金已用于收购科发担保的股权、参与设立清源海兰信并购基金（有限合伙）、无锡金茂医疗健康产业创投基金合伙企业（有限合伙）、无锡金茂节能环保产业并购基金合伙企业（有限合伙）、华软成长创业投资无锡合伙企业（有限合伙）、无锡 TCL 通信产业投资基金合伙企业（有限合伙）、华软新兴创业投资无锡合伙企业（有限合伙）和无锡苏银清源新三板创业投资基金合伙企业（有限合伙），共使用募集资金 4.00 亿元。

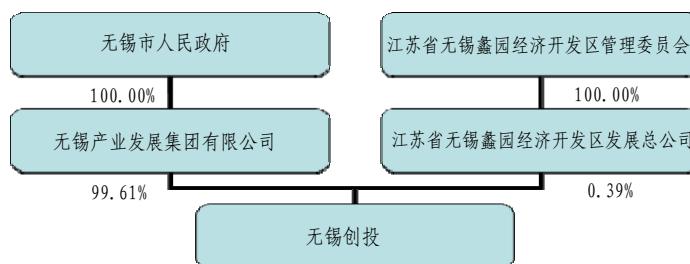
二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，无锡创投获得股东增资，风险缓释能力有所增强，控股股东和实际控制人未发生变化，股权结构基本保持稳定。2017 年末，公

司注册资本较年初增加 3.69 亿元至 10.00 亿元，无锡产业发展集团有限公司（以下简称“无锡产发”）持有公司 99.61% 的股份，为公司控股股东，江苏省无锡蠡园经济开发区发展总公司（以下简称“无锡蠡园”）持有公司 0.39% 的股份。公司在治理结构基本保持稳定，董事会共 3 名成员，其中无锡产发推荐 2 名，无锡蠡园推荐 1 名，设董事长 1 人，由董事会选举产生。公司不设监事会，设监事 1 人，监事经股东会选举产生。

图表 2. 2017 年末，无锡创投股权结构（单位：万元、%）



资料来源：无锡创投

关联交易方面，2017 年，无锡创投向无锡市金德资产管理有限公司（以下简称“无锡金德”）租用写字楼产生房屋租赁款发生额为 138.42 万元；公司向无锡市金德资产管理有限公司转让账面价值为 3323.37 万元的不良债权，交易对价为 3323.37 万元。

跟踪期内，无锡创投合并范围内子公司无变化。截至 2017 年末，公司下设 4 家控股子公司，分别为华宇创投、华鑫小贷、华鼎咨询和科发担保。

图表 3. 2017 年末，无锡创投控股子公司和参股公司情况（单位：万元、%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	经营业务	取得方式
无锡市华鑫科技小额贷款有限公司	华鑫小贷	30000	80	向科技型中小企业发放贷款、创业投资、提供融资性担保	设立
无锡华宇投资发展有限公司	华宇创投	3000	100	创业投资、创业投资咨询、管理服务及顾问业务	设立
无锡华鼎投资咨询有限公司	华鼎咨询	50	74	投资管理咨询（不含证券、期货）；企业管理咨询服务。	设立
无锡市科发投资	科发担保	20000	51	担保	非同一控

担保有限公司					制下企业 合并
--------	--	--	--	--	------------

资料来源：无锡创投

（二）业务运营

无锡创投主营业务为创业投资、小额贷款和担保业务，利润主要来源于投资收益、利息净收入和担保费。跟踪期内，由于基金项目分红减少，创投业务形成的投资收益有所下降；贷款平均余额上升推动利息收入小幅增长；担保费收入与上年基本持平。

1. 创投业务

无锡创投的投资业务主要由公司（本部）负责，主要涉及基金投资、直接投资和政策性投资。其中，公司通过创业投资基金进行的间接投资是其资产的主要构成部分和利润的主要来源；对创业期公司的直接投资是公司未来业务的开展方向，但存量项目主要系公司重组前已投项目；公司政策性投资则主要包括对无锡市内部分创业服务平台的投资及代无锡市政府行使 530 项目的投资管理职能。

无锡创投通过认购创业投资基金的有限合伙人（LP）份额开展创投基金投资，目前，基金投资是公司开展创投业务的主要业务模式，是公司创投业务的主要利润来源。公司基金投资的业务流程主要包括：投前尽职调查、投中合规检查和投后资产管理等环节。投前尽职调查方面，主要由总经理挑选业绩良好的基金管理方进行接洽，上报无锡产发进行初步筛选后，总经理与基金管理人就基金的投向、规模和投资决策流程等进行磋商，达成一致后，上报无锡产发投资决策委员会进行决策。决策通过后，公司法务部门负责审核相关法律文本，总经理进入所投基金的投资决策委员会，并向部分基金派驻投资经理，此外，公司对少数基金的投资决策具有一票否决权。资金拨付完成后，由基金管理部负责对项目进行持续跟踪。

2017 年，无锡创投新增参股基金 1 只，年末参投基金 25 家，合计出资 13.13 亿元，已投资 8.54 亿元，公司向其中 4 家基金派驻投资经理参与投资决策，派驻人为公司总经理。截至 2017 年末，25 家基金的总规模为 55.29 亿元，较年初增加 4.55 亿元，总认缴规模 48.35 亿元，较年初增加 7.39 亿元，累计投资项目 205 个，累计投资金额 28.59 亿元，其中无锡本地项目 61 个，投资额 7.91 亿元。2017 年，25 家基金通过

IPO 和转让方式共实现退出项目 10 个，基金实现收益总计 2.19 亿元。

2018 年 6 月，为顺应行业发展趋势、激发员工积极性和创造力，无锡创投对其投资业务进行了混合所有制改革，业务模式改变。在双方自主自愿的基础上，公司投资业务相关人员中，前总经理、基金管理部职员和投资部职员自行组建团队，并与公司共同出资成立了无锡润创投资管理有限公司（以下简称“润创投资”）。润创投资注册资本 500 万元，其中公司认缴 175 万元，离职团队控制的两家公司（合伙企业）合计认缴 325 万元，公司与前团队分别持股 35.00% 和 65.00%，公司不参与对润创投资的日常管理，但派驻了董事和监事。目前润创投资股东均按照认缴额的 50% 拨付首期注册资金，余下部分按照约定于 2038 年末前到账。公司将其基金投资和管理业务委托给润创投资，按照委托规模的 0.30% 收取管理费，以投资拨款时的资金成本为基准收益，超额收益的八成分配至公司，其余部分作为超额管理费分配至润创投资。关注混改对于公司创投业务在资产质量、投资收益等方面的后续影响。

图表 4. 2017 年,无锡创投基金投资项目退出情况（单位：亿元）

项目	基金	行业	投资时间	投资金额	收回资金	退出方式
江苏万林现代物流股份有限公司	红土创投	商业服务与用品	2010	1200	7850.39	上市退出
北京祥瑞生物制品有限公司	TCL 合伙	生物制品	2011	1000	308.58	转让
上海美华医疗投资管理有限公司	TCL 合伙	妇儿医疗	2014	2250	3430.12	转让
上海格蒂电力科技有限公司	江南天源	电力行业及智能电网	2013	3500	9069.2	上市退出，部分减持
安徽海益信息科技有限公司	江南天源	软件开发设计	2014	600	660	转让
无锡凯龙高科技股份有限公司	无锡力合	环保	2011	500	1000	转让
江苏艾洛维显示科技股份有限公司	无锡力合	电子设备制造	2010	300	517	转让
深圳市银宝山新科技股份有限公司	力合清源	专用设备制造	2011	2700.6	9246.29	上市退出
天津柯文实业股份有限公司	力合清源	汽车制造	2016	500	518.06	债转股到期
永中软件股份有限公司	华软合伙	软件制造	2009	2500	4327.17	转让

资料来源：无锡创投

2017 年，无锡创投参股的创投基金中，新增 3 个项目实现上市，期末 6 个项目已申报未审核阶段，有 6 个项目计划 2018 年底前申报上市材料。2018 年以来，公司新增过会待发项目 1 个。

图表 5. 无锡创投参股基金运作情况（单位：亿元、个）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	投资金额
基金个数	19	21	25	-
总规模	42.92	50.74	55.29	-
累计投资项目	149	170	205	-
其中：无锡本地项目	58	58	61	7.08
已上市企业	12	17	21	2.52
待批项目	3	3	6	0.44
计划次年底前申报材料项目	6	7	6	1.07

资料来源：无锡创投

值得注意的是，截至 2017 年末，无锡创投持有华软成长基金有限合伙份额 1 亿元，此基金持有乐视移动债权的本金 2 亿元，由乐视控股（北京）有限公司（以下简称“乐视控股”）和贾跃亭个人对该笔债权提供无限连带责任担保。2017 年末，此项债权已出现本息逾期，公司计提减值准备 670 万元。

股权投资是无锡创投未来业务发展的重心，截至 2017 年末，公司投资了 27 家企业，投资规模为 11.41 亿元，其中，公司重组前已投资并延续至今的项目 23 个，总规模 3.05 亿元。截至 2017 年末，公司所投资的前十大直投项目共投资金额 1.37 亿元，部分项目处于严重亏损状态。此外，公司无法获取部分直投项目的财务报表，显示其投后管理制度有待加强。整体来看，公司直投企业的经营状况和盈利能力差异较大，整体投资风险较高。

图表 6. 2017 年，无锡创投前十大直投项目（单位：万元，%）

公司全称	注册资本	投资金额	持股比例	资产总额	股东权益	当年净利润
无锡中微掩模电子有限公司	49230	5000	10.16	46313	28535	-4728
无锡科捷诺生物科技有限责任公司	27500	3000	10.91	未获取	未获取	未获取
无锡高新技术产业发展股份有限公司	33780	2516	7.45	157715	31173	-5691
无锡慈文动画有限公司	5000	1000	20.00	4802	4357	70
无锡力芯微电子股份有限公司	4800	612	12.75	29001	23537	2667

公司全称	注册资本	投资金额	持股比例	资产总额	股东权益	当年净利润
江苏安捷机电技术有限公司	3815	500	13.11	未获取	未获取	未获取
艾讯电子科技(无锡)有限公司	1894	332	17.55	1714	1510	265
无锡市芯丰半导体有限公司	1800	300	16.67	1916	980	-31
无锡市华隆轻金属有限公司	515	300	58.25	未获取	未获取	未获取
无锡亿普得科技有限公司	500	150	30	未获取	未获取	未获取

资料来源：无锡创投

作为政策性职能的一部分，截至 2017 年末，无锡创投参投 9 家创业服务企业，累计投资 1.20 亿元。由于创业服务行业投资周期较长，又具有一定的政策导向性，营业状况与当地创业环境密切相关，位于非省会地级市的创投服务企业整体盈利能力不佳。公司投资的创业服务企业目前整体处于亏损状态，其主要收入来源为写字楼租金，费用主要由利息支出和固定资产折旧构成，2015-2017 年合计净利润分别为 -1.19 亿元、-1.22 亿元元和 -1.08 亿元。

图表 7. 2017 年末，无锡创投投资服务平台情况（单位：万元、%）

名称	注册资本	累计投资额	持股比例	资产总额	净利润
无锡留学人员创业园发展有限公司	10000	4000	40.00	22185.96	-553.32
无锡高新技术产业发展股份有限公司	33780	2516	7.45	157715.09	-5691.45
无锡市北创科技创业园有限公司	31500	3150	10.00	91700.08	-249.14
江苏省无锡江大大学科技园有限公司	4500	1000	22.22	13909.72	178.98
无锡锡东科技产业园股份有限公司	35000	500	1.43	89263.09	-4123.63
无锡锡山科技创业园有限公司	20000	500	2.50	69891.72	103.02
无锡滨湖科技创业投资有限责任公司	17464	100	0.57	29216.96	-486.94
无锡市金惠创业投资有限责任公司	20000	100	0.50	37207.6	-0.91
无锡市锡山创业投资有限公司	10000	100	1.00	10120.25	-7.13
无锡索立得国际科技合作园管理有限公司	500	50	10.00	267.05	-1.80

资料来源：无锡创投

530 项目方面，2006-2012 年，无锡市政府陆续以注册资本和资本公积形式对无锡创投拨款 2.08 亿元，公司代其履行 530 项目的投资管理职能，不承担投资风险。由于 530 项目多处于亏损状态，且 530 项目已无主管部门，2017 年公司对 530 项目全额计提减值准备，并直接冲减资本公积。2017 年末，530 项目投资项目存续 106 个。公司现有 530 项目分为四类：第一类企业团队稳定，产品技术先进，有 10 家；第二类企业经

营正常，有 32 家；第三类企业基本已经停止运营，有 48 家；第四类企业在办理股权转让、清算及工商变更，有 16 家。530 项目退出模式仍有待明确，现阶段公司对通过退出或清算实际收回的资金直接计入资本公积，但后续所有权的界定仍不明确。

2. 小贷业务

无锡创投通过华鑫小贷开展小额贷款业务，是无锡市三家可在全市范围开展业务的小贷公司之一，主要面向无锡市内的中小微科技型企业发放小额贷款。截止 2017 年末，华鑫小贷总资产为 3.79 亿元，所有者权益 3.46 亿元，当年实现营业收入 0.38 亿元，拨备前利润 0.48 亿元，净利润 0.14 亿元。

2017 年，华鑫小贷日均贷款余额保持增长，但受年末回款和放款速度影响，期末余额小幅下降。2017 年末，华鑫小贷的贷款总额为 4.34 亿元，减值准备 0.37 亿元，与年初基本持平，平均每笔贷款 461.70 万元，与年初的 339.57 万相比有所上升；客户数量 94 户，较年初增加 6 户。

风险缓释方面，华鑫小贷以抵押贷款为主，同时有部分担保贷款和质押贷款。跟踪期内，华鑫小贷抵押贷款新增相对较快，截至 2017 年末，华鑫小贷抵押、质押及担保贷款占比分别为 69.54%、17.26% 和 13.20%。

图表 8. 华鑫小贷贷款分类情况表（单位：%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
担保贷款	21.14	21.14	13.20
抵押贷款	63.42	63.42	69.54
质押贷款	15.44	15.44	17.26
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：无锡创投

跟踪期内，由于国家宏观经济增速放缓及小微企业运营风险压力加大，华鑫小贷贷款质量进一步下降。2017 年，华鑫小贷关注类贷款增幅较大，期末余额较期初增长 84.60% 至 1.13 亿元，占比增长 12.88 个百分点至 28.31%；次级类贷款和可疑类贷款向下迁徙率高，次级类贷款和可疑类贷款大多迁徙至损失类贷款，使得期末损失类贷款余额在核销后仍较期初有所上升。2017 年，华鑫小贷共核销不良贷款 798.04 万元，其中，直接核销损失类贷款 548.04 万元，通过转让次级类贷款，核销未回收部

分 250.00 万元¹。得益于不良贷款核销以及部分不良贷款的收回，2017 年末，华鑫小贷不良贷款率下降 4.41 个百分点至 8.37%，逾期贷款占比较年初下降 8.40 个百分点至 31.64%，逾期贷款逾期期限主要集中于一年内，占比达 73.91%。2017 年，华鑫小贷新计提贷款损失准备 1083.34 万元，期末贷款损失准备余额 3407.96 万元，拨备覆盖率为 101.78%。整体来看，在宏观经济增速放缓，中小企业营运压力加大的背景下，华鑫小贷信用风险管理压力趋升。

图表 9. 华鑫小贷贷款质量情况表（单位：万元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
正常	15857.00	28519.00	25314.65
关注	3524.75	6132.92	11321.43
次级	1080.00	1933.00	120.00
可疑	2749.93	1255.98	153.45
损失	-	1888.76	3074.81
总额	23211.68	39729.66	39984.34
展期	3840.00	680.00	1134.66
逾期	8261.68	9230.64	12649.69

资料来源：无锡创投

截至 2017 年末，华鑫小贷逾期贷款前十大客户逾期金额合计为 8499.32 万元，占逾期贷款金额比例为 67.19%，较年初分别上升 2639.40 万元和 3.71 个百分点。公司虽预测了回收金额，但前十大逾期客户中大部分逾期时间超过一年，具体回收金额具有较大的不确定性。

图表 10. 2017 年末，华鑫小贷逾期贷款前十大客户情况表（单位：万元）

名称	贷款规模	回收金额预测	回收进度及计划
无锡瑞智达化工有限公司	1200	1200	预计 2 年之内
无锡瑞港酒店管理有限公司	1600	1600	预计 2 年之内
江苏盛业光电科技有限公司	1028.4	-	几无回收可能
无锡康颐贸易有限公司	1000	1000	预计 2 年之内
无锡知本电子有限公司	830	830	预计 2 年之内
江苏奕淳商贸有限公司	660.92	660.92	预计 2 年之内
无锡双力电力设备有限公司	600	600	预计 2 年之内

¹ 2017 年，华鑫小贷对外转让一笔次级类贷款，该笔贷款账面原值 1000 万元，回收资金 750 万元，核销 250 万元。

无锡市纳溪迩服饰有限公司	580	580	预计 2 年之内
江苏万力木雕城有限公司	500	500	预计 2 年之内
江苏华消消防防火工程有限公司	500	-	几无回收可能
合并	8499.32	6970.92	-

资料来源：无锡创投

2017 年，受客户资金需求旺盛的影响，华鑫小贷业务贷款集中度有所上升。2015-2017 年末，贷款前十大客户贷款合计占总贷款比重分别为 36.10%、14.75% 和 28.89%。

图表 11. 2017 年末，华鑫小贷前十大客户情况表（单位：万元）

名称	行业	贷款规模	逾期金额
无锡瑞港酒店管理有限公司	酒店	1600	1100
朱正强	个人	1500	-
无锡博胜资产管理有限公司	投资	1500	-
无锡金南城市配送有限公司	物流	1150	-
江苏博莱特动力机械有限公司	金属制造	1000	-
江阴市红豆呢绒织造有限公司	纺织业	1000	-
江苏申乾包装有限公司	塑料制品制造	1000	-
江苏建鸣建设工程有限公司	建筑	1000	-
江苏华源誉康药业有限公司	医药制造业	1000	-
江苏常工动力机械有限公司	机器设备制造	800	-
合计	-	11550	1100

资料来源：无锡创投

3. 担保业务

无锡创投通过控股子公司科发担保开展担保业务，对中小微实体企业进行政策性扶持。2017 年末，科发担保资产总额为 2.85 亿元，负债总额为 0.63 亿元。2017 年科发担保实现营业收入 1195.50 万元，净利润 515.02 万元。

跟踪期内，科发担保业务规模略有收缩，2015-2017 年，担保发生额分别为 6.40 亿元、7.64 亿元和 6.33 亿元，同年末，科发担保在保余额分别为 4.67 亿元、5.60 亿元和 5.26 亿元。业务结构方面，科发担保存续项目均为银行贷款担保，客户以无锡市内中小微企业为主，2017 年末，担

保放大倍数为 2.63 倍。

科发担保的风险管理能力相对一般，其客户结构和风控效果亦不佳。企业联保、自然人连带责任担保和房地产抵押是科发担保主要的反担保措施，2017 年末，三者分别占在保余额的 59.70%、78.77% 和 68.39%。近年来，科发担保客户集中度整体较为平稳，2017 年末，其最大单一在保客户余额和前十大在保客户总额分别为 0.15 亿元和 1.10 亿元。科发担保第一大客户为一家小贷公司，前十大客户主要集中于工业和商贸行业，客户所处行业风险整体偏高。代偿和核销方面，2017 年末，科发担保代偿余额 0.47 亿元，当年新增代偿 0.34 亿元，当年转让应收代位追偿款原值 3097.83 万元，转让对价 2323.37 万元。

此外，2017 年 1 月，在无锡产发安排下，无锡创投参与无锡市太极实业股份有限公司（以下简称“太极实业”，600667）定向增发。公司认购 1.00 亿股，占总股本的 4.77%，初始价格 4.98 元/股，总计投资 4.98 亿元。其中 3.50 亿元来自银行贷款，由无锡产发担保，其余为自有资金。此项投资由公司自负盈亏，截至 2018 年 6 月 25 日，浮盈 2.02 亿元。

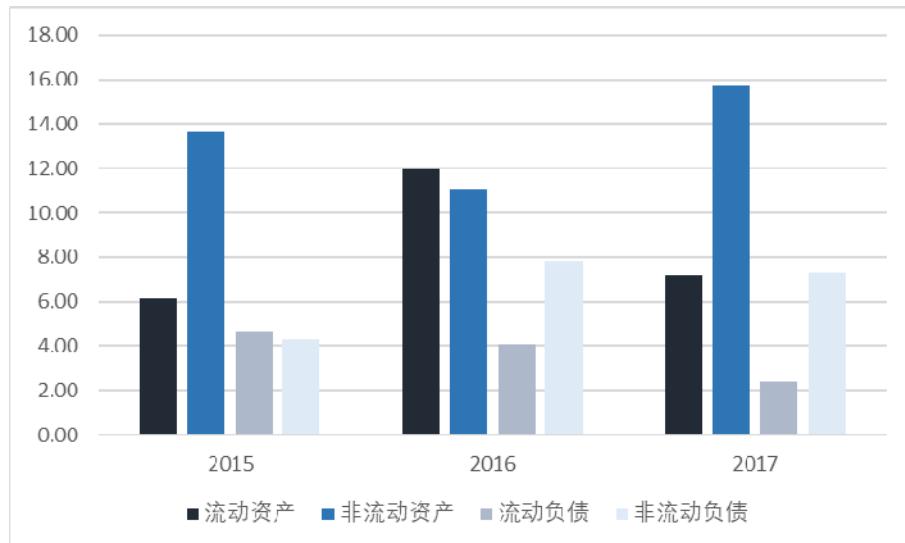
（三）财务质量

江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对无锡创投 2017 年进行审计，出具带强调事项段、其他事项段或与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见的审计报告。江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）强调了公司间接持有乐视移动智能信息技术（北京）有限公司（以下简称“乐视移动”）的债权，并因此对可供出售金融资产计提减值准备 670 万元。

2017 年末，无锡创投负债总额为 7.29 亿元，较年初下降 0.53 亿元。得益于股东现金增资 3.69 亿元，2017 年末公司资产负债率较年初下降 9.56 个百分点至 42.26%。由于银行贷款和应付债券多为长期负债，叠加其他应付款的下降，公司非流动负债占比持续上升，2017 年末，公司非流动负债占比为 75.41%，其中非流动负债较年初上升 9.78 个百分点。公司流动负债以其他应付款为主，2017 年随着归还前期向股东借入资金，其他应付款中的股东借款大幅下降，2017 年末，公司短期刚性负债为 0.50 亿元，均为一年内到期的银行借款。2017 年末其他应付款规模为 1.38 亿元，占流动负债比重为 57.94%，分别较年初下降 1.55 亿元和 13.50 个百分点。截至 2017 年末，公司非流动负债为 7.29 亿元，主要为应付债券

和长期借款，分别为 3.98 亿元和 3.00 亿元，分别占非流动负债的 54.52% 和 41.15%。

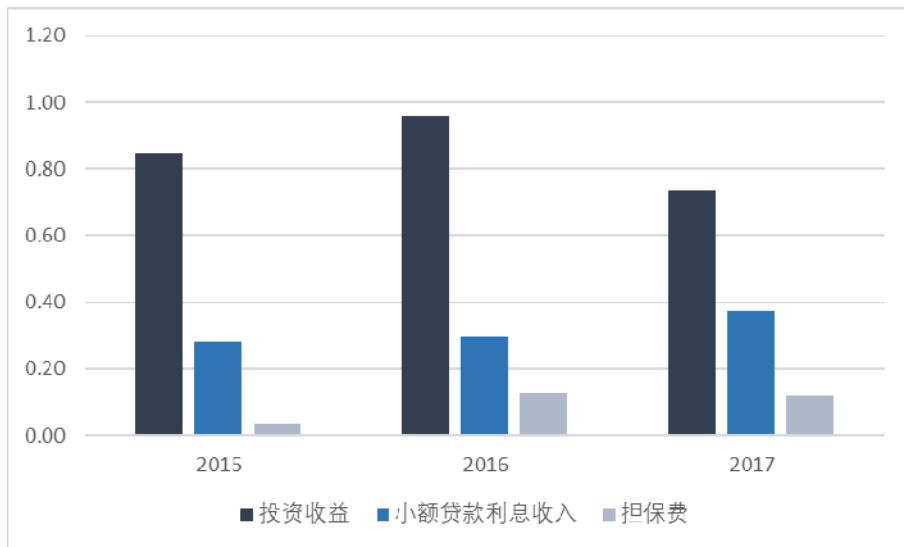
图表 12. 2015-2017 年末无锡创投资产负债结构（单位：亿元）



资料来源：无锡创投

无锡创投的收入主要包括：来自华鑫小贷利息收入、来自科发担保的担保手续费收入、以及创投基金的投资收益等。2017 年，公司实现营业收入 4947.17 万元，较上年增长 15.79%。其中小贷业务形成的利息收入同比增长 25.45% 至 3742.40 万元，担保手续费收入下降 6.74% 至 1195.50 万元。同时，公司作为有限合伙人参与的创业投资基金取得了一定的投资收益，2017 年，受到股票市场价格波动以及交易新规出台等影响，公司创投业务形成投资收益同比下降 23.50% 至 7342.42 万元。2017 年末，公司所投资的创业投资基金中有 2 家已上市企业股票已经处于非禁售状态，总体可变现规模为 2000 万元，但近期证券市场波动较大，且随着减持新规的推出，使得公司项目退出的不确定性增加。

图表 13. 无锡创投收入情况 (单位: 亿元)



资料来源：无锡创投

跟踪期内，无锡创投资产减值损失计提力度有所下降。2017 年公司计提的减值损失同比下降 45.54% 至 2133.86 万元，其中，计提贷款减值损失下降 23.39% 至 1342.33 万元，坏账减值损失冲销 1253.50 万元。计提可供出售金融资产减值损失下降 61.07% 至 977.31 万元。由于小额贷款行业客户质量整体不佳，华鑫小贷风控力度相对较弱，贷款质量亦有所下降，2017 年末，华鑫小贷关注类贷款占比和不良贷款率分别为 28.31% 和 8.37%，拨备覆盖率为 101.78%。未来公司对贷款的减值准备计提将面临较大压力。此外，2017 年末，公司间接持有乐视移动债权 6666.67 万元，由乐视控股（北京）有限公司（以下简称“乐视控股”）和贾跃亭个人对该笔债权提供无限连带责任担保。该笔债权首次借款期限始于 2016 年 5 月，止于 2018 年 5 月，年利率 15.00%，含债转股条款；首次到期后，由于相关方偿债能力较弱，经协定，该笔债权本息金额（公司相应份额 8666.67 万元）展期至 2020 年 5 月，年利率 5%，不再含债转股条款。但由于乐视移动自身偿还能力较弱，乐视控股债务规模大且偿债能力弱，贾跃亭停留海外且现阶段几乎丧失还款能力，该笔债权的回收面临极大的不确定性。

2017 年，无锡创投的期间费用总额上涨幅度较大，主要系公司为参与太极实业定增新增银行借款所产生的利息支出的增长所致。2017 年，公司利息支出较上年上升 106.08% 至 3954.83 万元，当年公司成本收入比为 46.03%。

图表 14. 无锡创投成本收入比情况表 (单位: 万元、%)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业总收入及投资收益	11798.06	13870.41	12289.59
期间费用	1429.69	3773.93	5657.12
成本收入比	12.12	27.21	46.03

资料来源: 无锡创投

跟踪期内, 受到投资收益下滑和期间费用上升的影响, 无锡创投净利润持续下滑, 2017 年公司净利润较上年下降 37.23% 至 3746.64 万元。由于宏观环境增速下降, 华鑫小贷的贷款质量和科发担保的信用质量变化对公司盈利产生的影响; 同时创投基金项目退出主要依赖国内证券市场的环境及政策, 未来投资收益仍具有一定程度的不确定性。

2017 年, 受贷款投放净额大幅下降的影响, 无锡创投经营活动现金流净额为净流入, 经营活动现金流净额较上年增加 1.59 亿元至 0.29 亿元, 其中贷款投放净额减少 1.55 亿元至 0.11 亿元。

2017 年, 由于创投投资收回现金的下滑和因支付太极实业定增而导致的投资现金的增加, 无锡创投投资活动现金出现较大幅度下降, 投资活动现金流净额较上年减少 7.96 亿元至 -5.87 亿元, 其中, 投资活动收回投资的现金流入量和投资活动的现金流出量较上年分别 -1.97 亿元和 5.63 亿元。综合来看, 公司投资活动现金流主要依赖于创业投资的业务开展情况。

2016 年, 无锡创投筹资活动现金流入与上年相较有所下降, 其构成由上年的债券发行和向股东借款向借入银行贷款转移, 支出方面则由于偿还利息的增加而出现较大涨幅。2016 年公司筹资活动现金流净额较上年下降 1.92 亿元至 3.61 亿元。

2017 年, 无锡创投筹资活动现金流量保持净流入, 筹资活动现金流量净额为净流入 0.61 亿元, 较上年减少 3.00 亿元。2017 年, 公司筹资活动现金流出合计 4.26 亿元, 其中股东增资款 3.70 亿元; 筹资活动现金流出 3.65 亿元, 其中归还股东借款 2.23 亿元。

图表 15. 无锡创投现金流变化 (单位: 万元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流量净额	4311.57	-13008.23	2890.29
投资活动现金流量净额	-44240.91	20904.14	-58684.81

筹资活动现金流量净额	55361.97	36096.25	6085.34
现金及现金等价物净增加额	15432.63	43992.16	-49709.18

资料来源：无锡创投

跟踪期内，由于无锡创投利润下滑，叠加银行借款增加和贷款利率相对较高，EBITDA 对利息支出及对刚性债务的覆盖程度持续下降。2017 年，公司 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数为 2.08 倍，对刚性债务的覆盖倍数为 0.11 倍。2018 年，公司偿债资金需求约为 1.21 亿元，公司规划以创投退出、分红及转让带来的现金回笼作为公司偿债资金来源，但由于创投所产生现金流仍有一定不确定性，公司即期债务偿付压力较大。

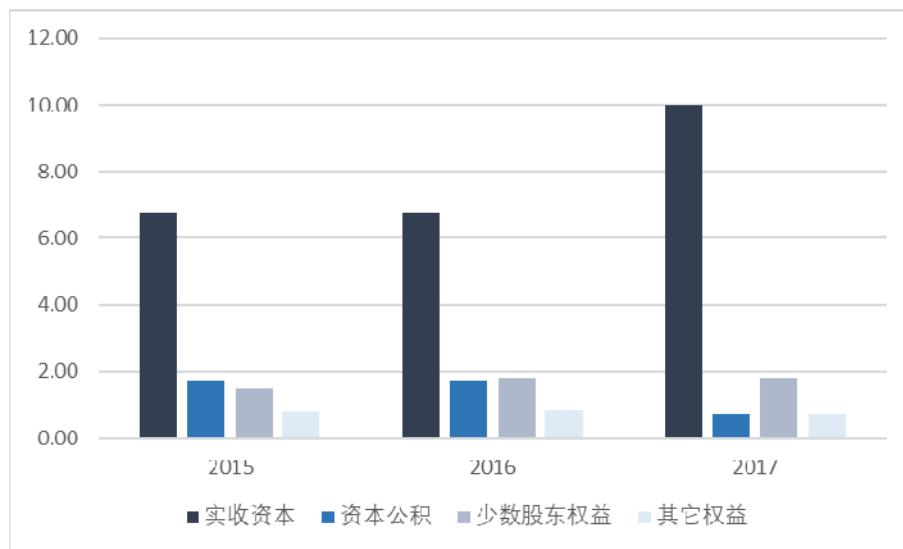
图表 16. 无锡创投息税前利润对利息支出的覆盖程度（单位：倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出	58.34	4.14	2.08
EBITDA/刚性债务	0.22	0.14	0.11

资料来源：无锡创投

2017 年，无锡创投对 530 项目进行全额价值准备计提，冲减资本公积 1.00 亿元。但得益于股东增资，2017 年末，公司的所有者权益由年初的 11.08 亿元增至 13.21 亿元，归属于母公司所有者权益由年初的 9.31 亿元增至 11.43 亿元。公司所有者权益中实收资本占比较高，2017 年末占比达 75.71%。此外，公司实行“能够分配的利润尽量分配”的利润分配政策，2017 年，公司共向股东分配利润 3000 万元。

图表 17. 无锡创投所有者权益结构（单位：亿元）



资料来源：无锡创投

2017年末，无锡创投资产总额为22.88亿元，与年初基本持平。跟踪期内，由于货币资金的大幅下降，无锡创投的流动资产占比有所下降，2017年末，流动资产和非流动资产占比分别为31.29%和68.71%。货币资金和发放贷款及垫款仍为公司流动资产的主要构成部分，但二者占比存在一定波动。其中，货币资金以银行存款为主，其中可动用银行存款占货币资金比例为52.07%；公司贷款均有固定期限且质量不高，实际流动性较弱。非流动资产以创投业务形成的可供出售金融资产为主。其中，创业投资所投股权和太极实业股票为其主要构成部分，占比分别为43.94%和32.81%。整体来看，公司资产流动性显著下降，不利于其进行偿债安排管理。

图表 18. 无锡创投资产结构（单位：亿元、%）

项目	2015年末		2016年末		2017年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	6.12	30.97	11.94	51.95	7.16	31.29
其中：货币资金	3.21	52.44	7.44	62.33	2.51	35.02
发放贷款及垫款	2.43	39.71	3.99	33.40	3.98	55.55
非流动资产	13.65	69.03	11.05	48.05	15.72	68.71
其中：可供出售金融资产	13.13	96.17	10.55	95.53	15.24	96.96

资料来源：无锡创投

(四) 担保方信用质量变化

本期债券由无锡产发提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至2017年末，无锡产发总资产为558.13亿元，所有者权益为248.56亿元，资产负债率为55.47%，货币资金为90.35亿元。2017年，无锡产发实现营业收入243.22亿元，实现净利润28.66亿元，经营性现金净流入18.54亿元。总体看，无锡产发规模较大，偿债能力良好，对本期债券的担保有效性强。

截至2017年末，无锡产发持有无锡创投99.61%股权，为公司控股股东。无锡产发股东为无锡市人民政府，鉴于无锡产发对公司的控股地位，公司在资本和资金补充及业务发展方面仍能得到无锡产发的持续支持。此外公司作为无锡市530项目的投资管理主体，在扶持当地高科技企业方面具有一定意义，能够得到无锡市政府的支持。

综上所述，跟踪期内无锡创投控股股东无变化，对公司仍保持较大

的支持力度。公司作为 530 项目管理主体，仍能够得到无锡市政府的一定支持。公司对基金投资业务模式进行了改革，与业务团队成立了混合所有制公司，并将基金业务委托于后者管理。2017 年公司主营业务收入均有所波动，并便随着期间费用的上升，净利润有所下滑，盈利能力承压。同时，在宏观经济增速下降的背景下，公司小额贷款的资产质量和担保的业务质量有所下滑，未来仍面临较大的信用风险管理压力。公司间接投资了较大规模的乐视移动债权，面临大额减值准备压力。此外也需要关注公司投资项目后续退出情况。

本评级机构将持续关注：（1）证券市场的波动及项目退出的政策环境；（2）该公司基金业务管理模式改变对其风险管理和盈利产生的影响；（3）该公司项目投资与退出情况；（4）公司小额贷款和担保的质量变化；（5）该公司政策性定位的变化；（6）乐视移动及其担保方信用质量变化。

附录一：

无锡创投参股基金投资情况表

一般合伙人	基金	成立时间	实收资本	持股占比	目前项目	参与管理
无锡华软投资管理有限公司	华软合伙	2009	18010	22.21	9	是
无锡华软投资管理有限公司	华软创新	2014	11800	25.42	17	是
西藏金缘投资管理有限公司	金茂环保	2010	15000	11.36	4	否
西藏金缘投资管理有限公司	金茂惠山	2015	18000	33.33	9	否
西藏金缘投资管理有限公司	金茂雪浪	2016	20547	15.28	3	否
西藏金缘投资管理有限公司	金茂新材料	2016	18475	27.06	8	否
乌鲁木齐启信达股权投资管理有限公司	TCL 合伙	2010	20080	49.3	6	是
乌鲁木齐启信达股权投资管理有限公司	TCI 爱思开	2015	14470	43.19	9	是
北京华软投资管理有限公司	华软成长	2015	30000	33.33	4	是
北京华软投资管理有限公司	华软新兴	2015	9700	48.62	18	是
-	新区风投	2000	10000	25.00	17	否
无锡力合管理咨询有限公司	无锡力合	2008	6075	16.46	2	是
深圳创新投资集团有限公司	红土创投	2009	10000	30.00	5	否
江苏瑞明创业投资管理有限公司	瑞明博	2010	7250	23.75	6	是
无锡火炬管理咨询有限公司	火炬创投	2010	16100	26.49	4	否
无锡金茂创业投资管理中心（有限合伙）	金茂二号	2011	50000	7.84	9	否
无锡力合清源投资管理顾问有限公司	力合清源	2011	6580	15.19	11	否
宜兴江南天源投资咨询有限公司	江南天源	2011	33030	30.27	5	是
无锡航天国华股权投资管理有限公司	航天国华	2012	30800	9.74	6	是
深圳清源创业投资管理合伙企业（有限合伙）	清源云山	2016	4050	44.44	4	否
无锡清源创新投资管理合伙企业（有限合伙）	力合创新	2016	7600	26.31	6	否
无锡赛天投资管理有限公司	赛天智航	2017	27500	10.91	0	否

资料来源：无锡创投（截至 2017 年末）

附录二：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额[亿元]	19.77	22.99	22.88
货币资金[亿元]	3.21	7.44	2.51
刚性债务[亿元]	3.96	7.47	6.98
所有者权益[亿元]	10.79	11.08	13.21
营业总收入[亿元]	0.33	0.13	0.12
净利润[亿元]	0.73	0.60	0.37
EBITDA[亿元]	0.87	0.80	0.82
经营性现金净流入量[亿元]	0.43	-1.30	0.29
投资性现金净流入量[亿元]	-4.42	2.09	-5.87
资产负债率[%]	45.42	51.82	42.26
长期资本固定化比率[%]	90.51	58.47	76.68
权益资本与刚性债务比率[%]	272.27	148.31	189.36
流动比率[%]	130.51	291.69	301.09
速动比率[%]	130.49	291.67	301.09
现金比率[%]	68.44	181.82	105.45
利息保障倍数[倍]	58.13	4.10	2.08
有形净值债务率[%]	83.26	107.57	73.20
营运资金与非流动负债比率[%]	33.39	100.37	65.57
毛利率[%]	99.38	97.52	95.59
营业利润率[%]	2,183.37	445.23	358.90
总资产报酬率[%]	5.44	3.68	3.59
净资产收益率[%]	7.02	5.46	3.09
净资产收益率*[%]	7.29	6.09	3.10
营业收入现金率[%]	100.00	104.89	108.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.87	-29.61	8.93
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.84	-12.45	2.68
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-119.15	17.97	-172.44
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-72.56	7.56	-51.71
EBITDA/利息支出[倍]	58.34	4.14	2.08
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.14	0.11

注：母公司数据以及合并数据及指标根据无锡创投经审计的 2015-2017 年度经审计的财务数据整理、计算。

附录三：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末非流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录四：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债务人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	债务人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	债务人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	债务人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	债务人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	债务人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	债务人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	债务人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	债务人不能偿还债务

注1. 注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注2. 注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。