



信用等级通知书

信评委函字[2019]G068-X号

无锡市国联发展（集团）有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“无锡市国联发展（集团）有限公司2019年公开发行人公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年一月二十一日

无锡市国联发展（集团）有限公司 2019年公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	无锡市国联发展（集团）有限公司
发行规模	本次债券发行总额不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元），拟分期发行。首期发行规模由公司在发行前根据公司资金需求及市场情况确定。
债券期限	不超过 5 年（含 5 年）。
债券利率	本次债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。债券利率不超过国务院限定的利率水平。
偿还方式	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。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。

概况数据

无锡国联	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	272.91	300.13	297.90	316.30
总资产（亿元）	852.64	779.91	771.25	842.17
总债务（亿元）	262.71	208.61	230.72	275.70
营业总收入（亿元）	118.20	126.49	156.20	172.88
营业毛利率（%）	37.39	28.31	22.87	19.52
EBITDA（亿元）	43.60	30.51	32.32	30.95
所有者权益收益率（%）	8.09	4.39	5.54	6.06*
资产负债率（%）	67.99	61.52	61.37	62.44
总债务/EBITDA（X）	6.02	6.84	7.14	6.68*
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	4.33	5.33	4.61

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、2018 年前三季度*指标已年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“无锡市国联发展（集团）有限公司 2019 年公开发行公司债券”信用等级为 AAA，该级别反映了本次债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“无锡国联”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体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。中诚信证评肯定了无锡市发达的区域经济、战略地位显著、政府支持力度大、环保板块整体上市、金融牌照齐全以及业务发展情况较好等对公司发展的积极作用；同时，中诚信证评也关注到公司金融板块的盈利易受金融环境影响以及经营活动现金流波动较大等因素对公司未来整体经营及信用水平的影响。

正面

- 区域经济持续平稳增长。2017 年，无锡市实现地区生产总值 10,511.80 亿元，按可比价计算，比上年增长 7.4%。区域经济稳定增长，为公司提供了良好的发展环境。
- 战略地位显著，得到政府支持力度较大。公司是无锡市重要的国有资产运营管理和资本运作平台，多年来在无锡市城市建设、公用事业、产业结构调整、国企改革等方面发挥重要作用，尤其在金融领域，公司作为地方政府产业整合和资本运作的平台企业，公司负责管理无锡市大部分金融资产，在业务发展过程中也得到了无锡市政府的强有力支持。
- 环保能源业务板块实现整体上市。公司环保能源板块上下游产业链完善，涵盖热力发电业务、电站设备制造业务以及电站设计制造等，产品符合国家产业发展政策导向，具有一定的技术优势，同时随着无锡国联环保能源集团有

分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

江林燕 lyjiang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年1月21日

限公司的核心资产整体上市，该板块具有较大的发展空间。2017年公司环保能源板块实现收入56.57亿元，同比增长30.02%。

- 金融牌照齐全。作为地方政府产业整合和资本运作的平台，公司控股国联证券、国联信托、国联期货等金融企业，公司金融板块牌照齐全，为公司金融业务带来联动效应。
- 公司各业务发展良好，收入及利润稳定增长。公司下属各个板块业务经营情况良好，环保能源、金融等板块优质资产为公司提供持续稳定的利润来源，且收入增长明显，2015~2017年及2018年1~9月，公司分别实现营业收入118.20亿元、126.49亿元、156.20亿元和172.88亿元。

关注

- 公司金融板块经营业绩易受经济环境及政策影响。近年来公司的金融板块经营性业务利润波动较大。2015~2017年及2018年1~9月，公司金融板块利润总额分别为26.14亿元、13.23亿元、14.15亿元和10.37亿元。
- 经营性净现金流变化较大。由于公司下属业务板块较多，各板块现金流表现有所差异，其中金融板块受国联证券的回购业务、以及合并范围外成员企业出于经营需要存放国联财务存款的变动影响，现金流变化较大。2015~2017年及2018年1~9月，公司经营性净现金流分别为56.12亿元、32.62亿元、-51.15亿元和-22.37亿元。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

无锡国联成立于 1997 年 12 月，是无锡市人民政府出资设立并授予国有资产投资主体资格的国有独资企业集团，公司初始注册资本为 8.8 亿元。2003 年 9 月 20 日经无锡市财政局批准同意，公司以资本公积转增资本 4 亿元，转增后注册资本为人民币 12.8 亿元。2008 年 3 月，经无锡市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“无锡市国资委”）“锡国资产[2008]13 号文”批准同意，公司注册资本由 12.8 亿元增至 80 亿元。首期 37.2 亿元于 2008 年 3 月 18 日投入，其中货币资金投入 8.24 亿元，资本公积转增资本 17.96 亿元，未分配利润转增资本 11 亿元，首期增资后，公司实收资本为人民币 50 亿元。2012 年，经无锡市国资委“锡国资产[2012]43 号文”批准，公司以资本公积转增注册资本 0.42 亿元，同时 2009 年至 2012 年期间，公司共收到股东投入现金 29.58 亿元，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本为 80 亿元，由无锡市国资委全额出资。

公司是无锡市资产规模最大的市属国有企业，主要从事资本资产经营、代理投资、投资咨询和投资服务等，投资经营领域涵盖以电站成套设备生产、垃圾焚烧发电等为主的环保能源，纺织，以证券、信托等为主的金融业务，并辅以商贸旅游、机场经营、物业管理等。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产 771.25 亿元，所有者权益 297.90 亿元；2017 年，公司实现营业收入总收入 156.20 亿元，净利润 16.51 亿元，经营活动净现金流-51.15 亿元。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司总资产 842.17 亿元，所有者权益 316.30 亿元；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入总收入 172.88 亿元，净利润 14.38 亿元，经营活动净现金流-22.37 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	无锡市国联发展（集团）有限公司 2019 年公开发行公司债券
发行总额	本次债券发行总额不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元），拟分期发行。首期发行规模由公司在发行前根据公司资金需求及市场情况确定。
债券期限	不超过 5 年（含 5 年）
债券利率	本次债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。债券利率不超过国务院限定的利率水平。
偿还方式	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。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。
募集资金用途	扣除发行费用后，本次公开发行公司债券募集资金拟用于偿还有息债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

无锡市区域经济与财政实力

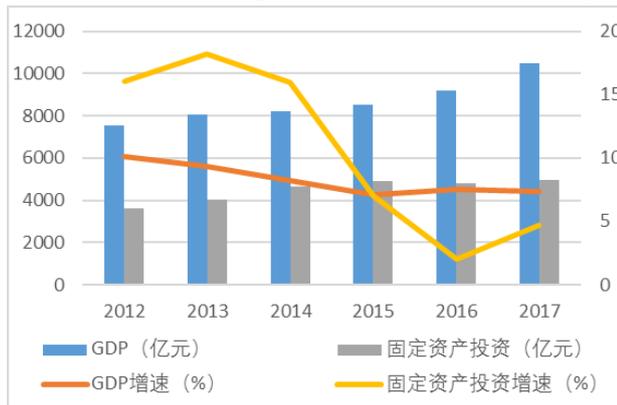
无锡市位于长江三角洲腹地、苏锡常都市圈的地理中心，距离上海市和南京市分别为 126 公里和 175 公里，是江苏省确定重点建设的四个特大型城市之一。无锡市拥有较高的工业化发展水平以及优越的长三角区位优势条件，下辖的江阴市和宜兴市经济实力位列全国百强县（市）前十位，并拥有无锡高新技术开发区、宜兴环保科技工业园、无锡出口加工区及太湖旅游度假区等四个国家级开发区，其经济规模在全国大中型城市位居前列。

近年来无锡市经济总体保持快速稳定的发展态势，2017 年，无锡市全年实现地区生产总值（GDP）10,511.80 亿元，按可比价计算，比上年增长 7.4%，排名位居全国主要城市第 14 位、江苏省第 3 位，经济实力较强。2017 年全市实现第一产业完成增加值 135.18 亿元，比上年增长 0.8%；第二产业完成增加值 4,964.44 亿元，比上年增长 7.3%；第三产业完成增加值 5,412.18 亿元，比上年增长 7.7%，三次产业增加值比例调整为 1.3:47.2:51.5，产业结构调整加快。2018 年 1-9 月无锡市 GDP（地区生产总值）8,186.16 亿元，比上年同期增长 7.4%。

从固定资产投资来看，2017 年无锡市固定资产

投资完成 4,967.51 亿元，比上年增长 4.7%。分产业投向：第一产业投资 10.26 亿元，比上年下降 44.5%，第二产业投资 2,089.73 亿元，比上年增长 5.7%，第三产业投资 2,867.52 亿元，比上年增长 4.1%。2018 年 1~9 月，无锡市固定资产投资 2,947.23 亿元，同比增长 5.3%，比上年同期上升 1.1 个百分点，比 1-8 月份增速上升 0.1 个百分点。

图 1：2012-2017 年无锡市 GDP 及固定资产投资概况



资料来源：无锡市统计公报，中诚信证评整理

无锡市作为长三角地区重要的制造业中心之一，其工业化发展水平较高，并已逐步形成高档纺织及服装加工、精密机械及汽车配套工业、电子信息及高档家电、特色冶金及金属制品、精细化工及生物医药等五大支柱产业。2017 年，无锡市规模以上工业企业实现增加值 3,382.77 亿元，比上年增长 8.6%。全市统计的 278 只主要工业产品中，产品产量比上年增长 164 只，占全市统计产品数的 59.0%。在全市跟踪统计的 30 种重点产品中，有 23 种产品的产量实现增长。

随着经济增长以及对经济结构的持续调整，无锡市地方财政收入保持着持续增长的态势。2017 年，无锡市完成一般公共预算收入 930.00 亿元，同比增长 6.3%。其中，税收收入 752.40 亿元，占一般公共预算收入的比重为 80.9%。同期，无锡市实现政府性基金收入 564.17 亿元，受土地出让收入的影响大幅增加 104.62%。2017 年，无锡市实现一般公共预算支出 989.35 亿元，同比增长 14.1%，主要用于教育、城乡社区实物和社会保障就业等方面。受无锡市一般预算支出增加的影响，当年无锡市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）有所下降，为 94.00%，财政平衡能力很强。

总体看，无锡市作为长三角地区重要的制造业中心，区位条件良好，经济运行呈现平稳增长态势，整体经济实力和财政实力不断增强。

环保能源行业

锅炉制造业

锅炉行业是我国装备制造业的重要组成部分，承担着为电力、钢铁、有色金属和建材等行业提供关键技术设备的任务。近几年，下游行业固定资产投资保持增长，尤其是电力、建材、有色金属冶炼和燃气供应等行业近几年投资增速均保持了较大幅度的增长。

随着电力供应的持续紧张和节能环保要求的提高，加之建材、冶金等行业投资的增长，国内锅炉年产量呈现上升趋势。其中，在电力投资需求的拉动下，电站锅炉行业近年来迎来了较好的发展机遇。中国已经成为世界上最大的电站锅炉制造国，部分领域锅炉技术应用已达到国际先进水平，并成为世界上大型循环硫化床锅炉应用最大的国家。近年来，我国工业锅炉累计产量不稳定。具体来看，2015 年中国工业锅炉产量开始下滑，但 2016 年产量微升，2017 年再次下跌。据数据显示，2017 年中国工业锅炉累计产量为 433,674.7 蒸发量吨，累计下滑 0.8%。据中商产业研究院数据预测，预计 2018 年中国工业锅炉累计产量将达 442,329.7 蒸发量吨，累计增长约 2.1%。

尽管传统的工业锅炉产品受到下游工业投资减速的影响，然而国家节能减排政策为余热锅炉行业提供了较广阔的发展空间。2016 年 12 月，工业和信息化部印发《“十三五”节能环保产业发展规划》，提出以燃煤锅炉、电机系统、照明产品等通用设备为重点，大力推动节能装备升级改造，激发节能环保市场需求；推进节能环保产品和服务“走出去”，拓展一体化水处理装备、高效电机、高效锅炉、除尘脱硫设施等先进节能环保装备的国际市场，促进绿色产品出口。国家环保政策的出台为锅炉生产企业提供了较大的发展空间。

热电联产

热电联产与热电分产相比具有降低能源消耗、减少大气污染、提高供热质量、便于综合利用、改

善城市形象、减少安全事故等优点，使能量得到梯级利用，减少能源损失，能量总利用率可以达到80%以上，因此在世界各国都得到大力提倡，特别是在经历了20世纪70年代的石油危机后，热电联产受到了西方国家的重视，从而加快了世界范围内热电联产的发展。

近年来，我国政府越来越重视发展热电联产，我国先后于1997年制定了《中华人民共和国节约能源法》等法规，明确鼓励发展热电联产，并于2000年由国家计委、国家经贸委、建设部、环保总局联合下发了指导我国热电联产发展的纲领性文件：《关于发展热电联产的规定》。2004年11月国家发改委发布《节能中长期专项规划》，将发展热电联产作为我国“十一五”期间组织实施的十项节能重点工程之一。

2016年4月国家发展改革委、国家能源局、财政部、住房城乡建设部、环保部联合发布《热电联产管理办法》，提出热电联产发展应遵循“统一规划、以热定电、立足存量、结构优化、提高能效、环保优先”的原则，力争实现北方大中型以上城市热电联产集中供热率达到60%以上，20万人口以上县城热电联产全覆盖，形成规划科学、布局合理、利用高效、供热安全的热电联产产业健康发展格局。

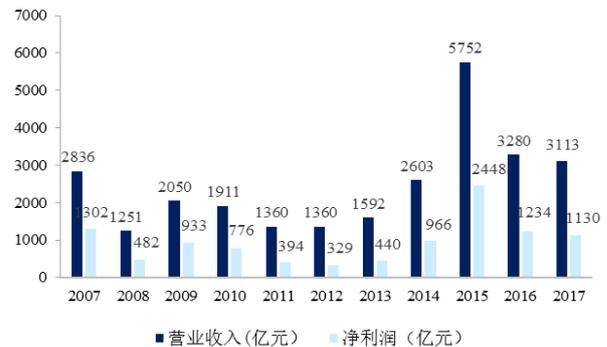
根据国家发展改革委员会能源局编制的《2010年热电联产发展规划及2020年远景发展目标》，到2020年全国热电联产总装机容量将达到2亿千瓦，其中城市集中供热和工业生产用热的热电联产装机容量都约为1亿千瓦。预计到2020年，全国总发电装机容量将达到9亿千瓦左右，热电联产将占全国发电装机容量的22%，在火电机组中的比例为37%左右。

证券行业概况

根据证券业协会数据，截至2017年末，中国证券行业的总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产、净资产和净资本分别为6.14万亿元、5.08万亿元、1.85万亿元和1.47万亿元。其中，总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产较年初分别上升6.04%和16.78%；净资产、净资本较年初分别增

长12.80%和7.48%，证券行业财务杠杆倍数（扣除客户交易结算资金后的总资产/净资产）由上年末的2.65倍上升至2.75倍。2017年，证券行业营业收入、净利润双双下滑，营业收入和净利润分别为3,113.28亿元和1,129.95亿元，同比分别减少5.08%和8.47%。

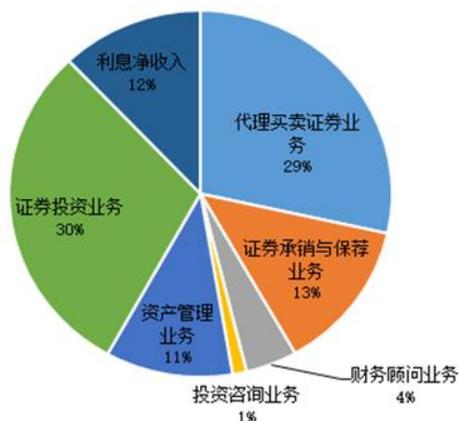
图2：2007~2017年证券公司营业收入和利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

分业务板块来看，2017年证券行业分别实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）820.92亿元、证券承销与保荐业务净收入384.24亿元、财务顾问业务净收入125.37亿元、投资咨询业务净收入33.96亿元、资产管理业务净收入310.21亿元、证券投资收益（含公允价值变动）860.98亿元和利息净收入348.09亿元。其中，资产管理业务和证券投资收益业务分别实现同比增长4.64%和51.46%，代理买卖证券业务净收入、证券承销与保荐业务、财务顾问业务、投资咨询业务和利息净收入分别同比减少22.04%、26.11%、23.63%、32.81%和8.83%。2017年以来，二级市场整体交投清淡，证券公司以经纪、自营收入为主的传统业务结构进一步调整。一方面，传统经纪业务收入对证券公司的贡献度下降，另一方面，在结构性行情下，自营业务收入反弹，收入贡献度超过经纪业务成为第一大收入来源，因此，股票市场波动对证券公司收入水平和收入结构的影响依然较大。

图 3：2017 年证券行业收入结构

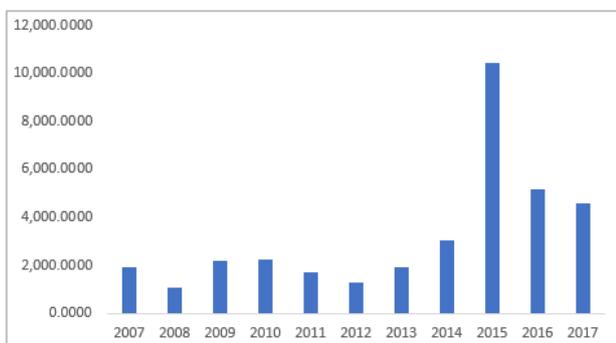


资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

2017 年，证券市场行情在经历 2015 年的异常波动后继续 2016 年以来的调整，上证综指年末收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%；A 股市场日均成交额为 4,582.08 亿元，同比减少 11.63%。同时，证券经纪业务市场维持高度竞争态势，行业佣金费率持续下滑至约 0.034%。受交易量下跌影响，2017 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比减少 22.04%。

图 4：2007~2017 年证券市场日均交易金额

单位：亿元



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

2017 年以来，A 股市场 IPO 审核与发行提速，IPO 市场大幅扩容，但受再融资和减持新规影响，再融资市场规模大幅萎缩。根据东方财富统计，2017 年，沪深两市股权融资金额共计 15,050 亿元，同比下降 21.23%。具体来看，A 股 IPO 发行数量和募集金额分别达 421 家和 2,186.10 亿元，同比分别增长 69.76%和 33.82%；沪深两市再融资发行数量和再融资金额分别为 549 家和 12,863.64 亿元，分别同比下降 32.47%和 26.38%。2017 年，受资金面紧张影响，债券市场扩容放缓，但资产证券化产品依然保持快速增长。2017 年新发行债券规模为 40.8

万亿元，同比增加约 11%。地方政府债发行量大幅回落，由 2016 年的 6 万亿元缩减至 4.36 万亿元；信用债发行量的收缩趋势也较为明显，全年共发行 7.26 万亿元，同比缩减近 25%。

2017 年，券商资产管理产品仍以定向资产管理计划为主。近期，监管机构强调不得从事让渡管理责任的通道业务，2017 年 11 月，一行三会共同参与制定《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“资管新规”），提出消除多层嵌套、强化资本约束和风险准备金计提等要求。在资管新规影响下，券商资管业务的主动管理能力将成为重要的竞争力来源。截至 2017 年末，证券公司受托管理资金本金规模 17.26 万亿元，较 2016 年末减少 0.56 万亿元。

总体看来，2017 年证券公司收入小幅下降，证券市场股基交易量收缩，A 股 IPO 融资规模继续保持高速增长，再融资市场大幅萎缩，债券市场走弱。此外，在防控金融风险 and 守住不发生系统性金融风险的监管要求下，券商的合规经营压力将持续增加。

竞争实力

公司作为无锡市重要的国有资产运营管理和资本运作平台，多年来在无锡市城市建设、公用事业、产业结构调整、国企改革等方面发挥重要作用，在业务发展过程中也得到了无锡市政府的强有力支持。目前，无锡市国资委直属企业包括无锡国联、无锡市城市发展集团、无锡市交通产业集团有限公司、无锡市市政公用产业集团有限公司、无锡市产业发展集团有限公司、无锡君来酒店管理集团有限公司、无锡市太湖新城建设投资管理有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、无锡苏南国际机场集团有限公司和无锡市文化旅游发展集团有限公司十大集团公司，各家集团职能定位不同，业务也各有侧重。其中，公司在环保、金融、热力发电、纺织等业务方面具有明显的区域性优势，在市内具有一定主导地位，尤其在金融领域，作为地方政府产业整合和资本运作的平台企业，公司负责管理无锡市大部分金融资产，控股企业涉及证券、信托、期货等行业，金融牌照丰富。

表 2：无锡市主要国有企业集团情况

公司名称	注册资本（亿元）	产业定位
无锡市国联发展（集团）有限公司	80.00	金融和实业双轮驱动
无锡市城市发展集团有限公司	118.84	城市环境建设和太湖新城的开发建设
无锡市交通产业集团有限公司	57.45	交通基础设施、城市公交的建设和现代物流业
无锡市市政公用产业集团有限公司	67.11	供水、供气、排污等市政公用产业和城市道桥等市政工程的营运与建设和环境资源的开发建设
无锡产业发展集团有限公司	36.89	优势产业发展投资和创业（风险）投资
无锡君来酒店管理集团有限公司	2.32	酒店
无锡市太湖新城发展集团有限公司	204.11	太湖新城建设和开发搭建的投、融资主平台
无锡市建设发展投资有限公司	181.53	无锡市区路桥、水利、环境和绿化等公益性项目的投资建设

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同时，公司长期进行多元化的投资，持有大量优质资产，包括国联证券股份有限公司（以下简称“国联证券”）、国联信托股份有限公司（以下简称“国联信托”）、无锡一棉投资有限公司（以下简称“一棉投资”）等区域性龙头企业，此外公司下属的子公司无锡华光锅炉股份有限公司（以下简称“华光股份”）为上交所上市公司，在行业内具有领先的地位。

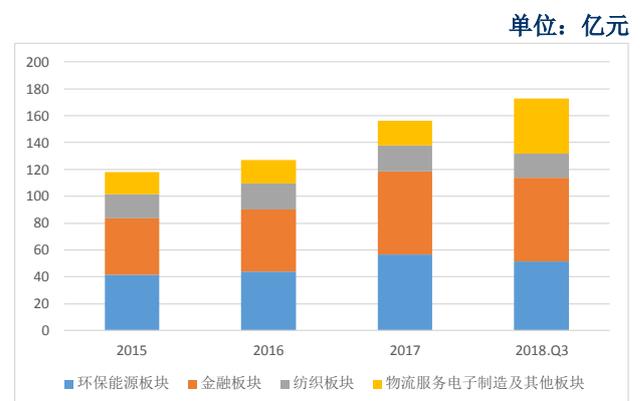
总的来看，公司在无锡市国企中地位重要，得到了政府在政策和资源等方面的强有力支持，而且公司自身定位明确，下属的经营板块具有较强的区域竞争力并且符合国家产业发展方向，具备极强的抗风险能力和经营实力。

业务运营

无锡国联系无锡市政府国有资产运营和管理资本运作平台，经营范围涉及环保能源、金融、纺织、基础设施建设、商贸旅游服务等领域，2017 年，公司实现营业总收入 156.20 亿元，同比增长 23.49%，其中，环保能源板块实现收入 56.57 亿元，占比 36.22%；纺织板块实现收入 19.35 亿元，占比 12.39%；金融板块实现收入 62.02 亿元，占比 39.71%；物流服务电子制造及其他板块实现收入 18.27 亿元，占比 11.70%。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 172.88 亿元，较 2017 年全年同比增长 10.68%，原因主要系 2018 年公司进一步调整能源板块的业务布局，使得当期能源板块的业务收入进一步增长；同时江苏资产管理公司的不良资产处置业务快速发展带动了当期金融板块业务收入的增加；其他业务板块在当期增幅最大，主要系一方

面公司当期收购了厦门开发晶公司，其他业务板块新增了电子制造业务收入，另一方面系公司于当期调整了物流仓储与供应链销售相结合的经营模式，使得当期物流仓储业务收入大幅提升。具体看，2018 年 1~9 月环保能源板块收入 51.46 亿元；纺织板块实现收入 18.02 亿元；金融板块实现收入 62.18 亿元；物流服务及其他板块实现业务收入 41.22 亿元。

图 5：2015~2018.Q3 公司收入结构情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

环保能源板块

公司环保能源板块业务由上市子公司华光股份负责运营。华光股份于 2016 年 5 月开始筹划并于 2017 年 6 月完成了对其原母公司无锡国联环保能源集团有限公司（以下简称“国联环保能源”）的吸收合并。国联环保能源在被吸收合并前为国联集团的一级子公司，是国联集团环保能源板块的主要经营主体。2017 年 6 月 28 日，吸收合并事项已经完成，国联集团环保能源板块已实现整体上市，业务范围主要包括以城市生活垃圾和污泥等为原材料的热力发电业务、电站设备制造业务以及电站设

计制造总承包业务。

2015~2017年及2018年1~9月,公司环保能源板块分别实现营业收入41.66亿元、43.51亿元、56.57亿元和51.46亿元,其中2017年增幅较大,主要系当年华光股份实现整体上市后,带动了电站设备和电站工程EPC业务销售收入增加所致。

热力发电

截至2018年9月末,公司共控股经营4家热电厂,分别为无锡惠联热电有限公司(以下简称“惠联热电”)、无锡惠联垃圾热电有限公司(以下简称“惠联垃圾热电”)、无锡友联热电股份有限公司(以下简称“友联热电”)和无锡新联热力有限公司(以下简称“新联热力”)。

表3: 公司下属主要热电厂装备能力情况

名称	装备能力
惠联热电	拥有三台170t/h煤粉炉,配置两台24MW抽凝式汽轮机发电机组
惠联垃圾热电	日处理城市生活垃圾1,200吨,安装3台400t/d循环流化床垃圾焚烧锅炉和2台12MW汽轮发电机组
友联热电	2台100t/h锅炉,2台150t/h锅炉,2台15MW、1台25MW汽轮发电机组
新联热力	拥有供热管道总长约160公里,供热覆盖面积约170多平方公里

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

华光股份热电业务主要包括热力供应和电力供应,2017年以来受电力供应过剩以及煤炭价格高企等影响,华光股份主动调整供热和供电结构,提升供热量,减少供电量。2017年,华光股份实现热电业务收入共计11.67亿元,较上年增长11.46%。

表4: 2017年华光股份售电售热情况

单位:万元、万千瓦时、元/千瓦时

名称	售热收入	售电收入	售电量	平均上网电价
友联热电	27,516.07	6,339.44	15,968.35	0.40
惠联热电	45,612.23	9,861.50	24,927.96	0.40
惠联垃圾热电	8,441.28	2,825.38	5,085.70	0.56
新联热力	15,716.22	-	-	-
世纪天源 ¹	369.21	-	-	-
合计	97,655.01	19,026.32	45,982.01	-

注:世纪天源系2016年末华光股份收购而来,主要负责地热能运营企业

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

热力供应业务方面,华光股份热力供应业务在无锡市拥有70%~80%的市场份额,处于区域垄断

地位,辐射范围包括南长、崇安、惠山、锡山及新区等区域,热网总长超过1,000公里,供热对象主要为无锡市的工业企业,用户超过800家,其中,大用户包括海力士半导体(中国)有限公司、松下能源(无锡)有限公司、无锡市中医医院、无锡市南长区凯宾斯基酒店、无锡市祁达纺织印染有限公司等。供热价格采用煤热联动机制,由无锡市物价部门每个季度根据煤价调整,供热费按月实际使用量每月一次性结算。2017年,华光股份售热量为571.00万吨,同比增长6.66%,2018年1-9月售热量476.07万吨。受益于其区域垄断优势明显,以及煤热联动的定价机制保障盈利空间推动供热价格提升,公司售热量持续增加,热力供应业务收入占比不断提升。2018年以来,华光股份为进一步缓解煤炭价格高企的影响,向周边的三洲钢产采购余热乏气,乏气供热的成本较煤炭供热的成本约下降20%~30%,但目前该模式整体规模尚小。

电力供应方面,华光股份下属热电厂生产的电力全部出售给江苏省电力公司,并与之签订供电合同,通过江苏省电力公司进行上网电量的电费结算,根据每月的实际上网电量按月一次性结算,全部采用现金结算方式。华光股份的销售电量按照上网时升压站变压器输出侧计量的电量确定,月末按规定电价进行结算。上网电价方面,华光股份燃煤发电厂执行江苏省火电燃煤机组标杆电价,自2016年起执行全口径上网电价0.40元/千瓦时;垃圾发电厂执行国家发改委垃圾发电标杆电价,自2012年4月起执行新政策后约为0.56元/千瓦时。

热电成本方面,燃煤是热电厂最主要的生产成本,约占总生产成本的75~80%。华光股份热电厂所需煤炭由无锡市华光电力燃料公司负责统一采购,无锡市电力燃料公司与中煤集团以及龙海集团签订年度合作协议,此后再按月签订煤炭买卖合同,以现金结算。2017年,华光股份采购煤炭88.29万吨,同比下降15.24%,采购平均单价为0.1295元/大卡(含税),受煤价上涨影响同比上升31.61%;2018年1~9月,采购煤炭71.83万吨,采购平均单价为0.1345元/大卡(含税)。

在建项目方面,截至2018年9月末,华光股

份在建项目共 5 个，总投资共计 9.91 亿元，已投资 3.21 亿元。目前公司在建规模较大的主要系光伏发电项目，华光股份重组后，原国联环保能源旗下在建的光伏电站项目继续由中设国联无锡新能源发展有限公司（以下简称“中设国联”，国联集团的全资子公司，国联实业持股 50%，中国机械设备工程股份有限公司持股 50%）具体负责。截至 2018 年 9 月末，中设国联已累计完成项目 207MW、在建项目 70MW，预计总投资 21 亿元，截至 2018 年 9 月末，已累计投资约 19.17 亿元。

表 5：截至 2018 年 9 月末华光股份在建项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	已投资额 (亿元)	资金来源
光伏电站	21.00	19.17	自筹+融资
环保科技常州武进 300T/D 污泥处置项目	1.13	0.90	自筹+融资
餐厨废弃物资源化处置项目	2.28	0.45	自筹+融资
公主岭项目公司项目	1.70	1.13	自筹+融资
江西乐平市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	4.80	0.50	自筹+融资
山西晋联	-	0.23	自筹+融资
合计	30.91	22.38	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电站设备制造及电站设计制造

华光股份是国内锅炉行业前五强企业，连续三年被评为中国锅炉及辅助设备制造行业五家排头兵之一，致力于节能减排、清洁能源产业主要设备的研发制造，目前华光股份产销电站设备主要为节能高效发电设备（循环流化床锅炉、煤粉锅炉等）和环保新能源发电设备（垃圾焚烧锅炉、余热锅炉、生物质锅炉等）两类。2017 年，公司积极从传统能源向新能源市场转型，加大了对环保新能源锅炉设备的销售力度，使得当年收入大幅增加。2017 年华光股份实现销售节能高效发电设备收入 12.03 亿元，较上年增加 2.89%，其中，实现销售环保新能源发电设备收入 9.05 亿元，较上年增加 50.58%。2018 年 1~9 月，华光股份实现销售节能高效发电设备收入 12.12 亿元，其中实现销售环保新能源发电设备收入 6.68 亿元。近年来华光股份设备销售产能利用率保持稳步增长的趋势，2015~2017 年，产能

利用率分别为 70.23%、100.00%和 100.00%。

表 6：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司电站设备产能产量情况

	单位：蒸吨/年、%			
	2015	2016	2017	2018.Q3
产能	20,000	18,000	20,000	18,000
产量	14,045	18,000	20,000	18,000
产能利用率	70.23	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，钢材和外协给协作厂生产的非关键部件是电站设备制造最主要的两种原材料，华光股份主要的钢材供应商包括江苏扬州龙川钢管有限公司等，主要的外协厂包括江苏无锡出新钢结构工程有限公司等。公司主要原材料的采购一般使用银行承兑汇票结算，货到验收合格后按合同约定付款，并留存 10~15%质保金，质保期一年。

销售方面，电站锅炉的销售采用订单式销售，华光股份一般预收 20~30%的货款后组织生产，在生产基地完成主要部件的生产制造后，运送现场安装。华光股份根据发货和安装进度向客户收取进度款并确认收入，安装调试后留存 5~10%的质保金在一年后收取。华光股份电站锅炉的销售主要集中在国内，随着业务规模的扩大、技术的创新，华光股份也在逐步拓展海外市场。目前，华光股份的海外项目全部通过国内的代理公司进行承接。

公司的电站设计制造总承包业务由无锡国联华光电站工程有限公司（以下简称“华光电站工程公司”）负责运营。依托华光股份在热电联产用锅炉和特种垃圾焚烧锅炉制造方面的技术优势，华光电站工程公司的电站设计总承包业务自 2008 年开展以来发展迅速。华光电站工程公司客户主要集中在国内市场，以热电联产电站和大型企业自备电站为主；国外客户主要集中在东南亚，项目以中小型火力发电站为主。

从经营情况来看，2017 年，新签电站设计制造业务合同 24.13 亿元，完成合同 21.05 亿元，期末在执行未完成合同 3.63 亿元。2017 年，电站工程与服务实现收入 19.52 亿元，较上年增加 47.72%，主要系电站工程 EPC 收入增加所致。2018 年 1~9 月，华光股份新签电站设计制造业务合同 22.63 亿

元，期末在执行未完成合同 7.27 亿元，当期电站工程与服务实现收入 20.09 亿元，保持较快增长。

表 7：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司电站设计制造总承包业务合同情况

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q3
当期完成合同额	11.39	13.20	21.05	19.17
当期在执行未完成合同额	7.52	8.50	3.63	7.27
新签合同额	18.08	15.70	24.13	22.63

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受宏观经济环境影响，热电行业整体处于低谷，但华光股份积极发展垃圾发电等产业，打造环保能源产业链，积极向环保、新能源、

新材料领域延伸，各板块收入仍保持稳步增长的趋势。在国家大力发展清洁能源、低碳经济的大背景下，加上国联环保核心资产的整体上市，公司环保能源板块仍具有良好的发展前景。

金融板块

金融业务为公司核心产业，主要包括证券、期货、信托、担保、财务公司等业务，公司控股了无锡市大部分地方国有非银行金融资产。此外，公司作为控股股东成立的江苏资产管理有限公司，是全国首家省级资产管理公司。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司金融板块实现营业收入 41.97 亿元、46.11 亿元、62.02 亿元和 62.18 亿元。

表 8：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司主要控股金融板块企业经营情况

单位：亿元

公司名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018.1~9	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
国联证券股份有限公司	30.79	19.90	18.36	8.60	12.62	5.17	8.40	2.60
国联信托股份有限公司	2.64	4.32	2.05	3.52	3.81	3.28	2.44	2.10
国联期货有限责任公司	3.33	0.41	4.61	0.21	15.80	0.63	17.88	0.48
国联财务公司有限责任公司	1.26	0.66	1.51	0.71	0.99	0.77	0.81	0.64
江苏资产管理有限公司	9.45	0.30	8.56	0.87	25.77	3.98	28.19	4.28
无锡市联合中小企业担保股份有限公司	0.61	0.42	0.34	0.33	0.71	0.32	0.57	0.27
国联人寿保险股份有限公司	2.13	0.13	15.62	-1.01	-	-	-	-
合计	50.21	26.14	51.05	13.23	59.70	14.15	58.29	10.37

注：①国联人寿保险股份有限公司在 2015 年、2016 年纳入发行人合并报表范围。因公司丧失控制权，国联人寿自 2017 年末起不再纳入发行人合并范围；

②本表收入统计口径为各金融企业按照金融机构专用报表列示统计的收入，主要是手续费佣金收入为净收入，收入包含了金融机构取得的投资收益和公允价值变动收益。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司金融板块的收入和利润易受证券市场波动的影响。2015 年受证券市场爆发式行情影响，收入利润大幅上升，进入 2016 年证券市场波动情况加剧，国联证券、国联信托和国联担保的盈利水平均有所下滑，但由于国联人寿在 2016 年收入增长较大，使得公司整体收入水平较上年实现了小幅增长，但公司利润总额下滑明显，2016 年主要控股金融板块企业利润总额为 13.23 亿元，仅为 2015 年的一半。2017 年以来受益于国联期货和江苏资产管理有限公司业务增幅较大，使得 2017 年和 2018 年 1~9 月收入规模大幅上升。

证券

公司证券业务的经营主体是国联证券。截至 2018 年 9 月末，公司合并口径对国联证券的持股比例为 72.35%。国联证券成立于 1992 年 9 月，前身为无锡市证券公司，2008 年通过改制更名为国联证券股份有限公司，注册资本 19.024 亿元。2015 年 7 月，国联证券在香港联合交易所上市，证券代码 1456.HK。

国联证券现已形成包括经纪业务、资产管理、证券投资、融资融券、代办股份转让和股份报价等较为完善的业务体系。截至 2018 年 9 月末，国联

证券拥有 13 家分公司，83 家证券营业部，分布在全国 14 个省、自治区、直辖市，其中无锡市 37 个、无锡市以外的江苏省内地区 21 个、江苏省外地区 25 个；拥有 2 家控股子公司（国联通宝资本投资有限公司和华英证券有限责任公司）和 3 家联营公司（中海基金管理有限公司、江苏股权交易中心有限责任公司和中证机构间报价系统股份有限公

司）。国联证券在 2015~2016 年证券公司分类评价中都被评为 A 类 A 级，2017 年在证券公司分类中被降为 B 类 BBB 级，2018 年重新上调为 A 类 A 级。

受证券市场环境影响，国联证券对金融板块业务收入贡献率逐年下滑。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月国联证券的营业收入在公司金融板块收入占比分别为 61.32%、35.96%、21.14% 和 14.41%。

表 9：2015~2017 年以及 2018 年 1~9 月国联证券营业收入构成情况

单位：亿元

项目	2015		2016		2017		2018.Q3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	16.75	54.39%	7.59	41.32%	5.45	43.22%	3.01	35.83%
信用交易业务	3.24	10.54%	1.95	10.63%	2.59	20.54%	1.91	22.74%
投资银行业务	3.73	12.10%	4.64	25.25%	2.36	18.72%	1.99	23.69%
证券投资业务	5.13	16.65%	1.46	7.97%	2.16	17.14%	0.49	5.83%
资产管理与投资业务	1.57	5.10%	1.34	7.30%	0.64	5.08%	0.51	6.07%
其他	0.44	1.43%	1.5	8.19%	-0.46	-3.67%	0.49	5.83%
分部间抵消	-0.07	-0.21%	-0.12	-0.64%	-0.13	-1.03%	-	-
合计	30.79	100.00%	18.36	100.00%	12.62	100.00%	8.4	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在国联证券的收入构成中，经纪业务收入始终占比最大，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月国联证券经纪业务收入分别为 16.75 亿元、7.59 亿元、5.45 亿元和 3.01 亿元，占比分别为 54.39%、41.32%、43.22% 和 35.83%。随着经纪业务的拓展，截至 2017 年 6 月末国联证券拥有约 84.08 万名零售客户和约 0.20 万名机构客户。国联证券设立了互联网金融部，互联网交易平台有助于加强传统经纪业务，同时能保持较低的经营成本，但受到金融市场环境波动影响，2017 年国联证券网上交易量（包括融资融券交易量及手机交易量）为 13,527.87 亿元，同比下降 20.48%。

信用交易业务方面，截至 2017 年末，国联证券客户信用账户开户总数为 18,968 户，较上年末增长 18.44%；客户融资融券授信额度为 454.09 亿元，较上年末增长 13.66%；融资融券余额为 49.39 亿元，较上年末增长 5.94%；通过自有资金对接场内股票质押式回购待购回初始交易金额为 50.82 亿元，较上年末增加 411.27%。2017 年，公司信用交易业务实现收入 2.59 亿元，同比增加 32.82%，占营业收入的比重为 20.54%，主要系当年公司通过深耕无锡

及周边上市公司，在股票质押式回购业务方面实现突破所致。

投资银行业务方面，2011 年 5 月末，国联证券与苏格兰皇家银行（RBS）合资成立华英证券有限公司（以下简称“华英证券”），国联证券将投行业务全部注入华英证券，2017 年 7 月，国联证券与苏格兰皇家银行签订《股权转让协议》，收购其持有的全部华英证券 26,640.00 万元出资额；2017 年 9 月，华英证券完成工商变更登记，变更为国联证券全资子公司。2017 年受行业市场环境的影响，华英证券当年实现投资银行业务收入 2.36 亿元，同比大幅下降 49.14%，占营业收入的比重为 18.72%。

证券投资业务方面，2017 年国联证券在基于对市场的正确判断基础上，在权益类投资中加大对蓝筹股和港股通品种的配置规模；固定收益类投资执行可控下的中久期、中高级评级债券，以及适度杠杆的灵活操作策略，取得了较好的成果。2017 年，证券投资业务实现收入 2.16 亿元，较上年增加 47.95%。

资产管理业务方面，截至 2017 年末国联证券已设立 94 项资产管理计划，资产管理规模 260.86

亿元，2017年，国联证券资产管理业务收入为0.64亿元，较上年下降42.24%，主要系资管行业监管加强所致。截至2018年9月末，国联证券，存续83项资产管理计划，资产管理规模209.21亿元。

整体来看，受证券市场行情和金融监管等因素影响，国联证券近年来的经纪业务和投资银行业务规模萎缩，经营业绩下滑，但通过自有资金对接场内股票质押式回购和合理的资产配置使得信用交易业务和证券投资业务收入有所增长。

期货

国联期货有限责任公司(以下简称“国联期货”)于1993年4月获得中国证监会颁发的首批期货经营许可证，是江苏省成立最早、经营规范的专业期货经纪公司。国联期货为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员，中国金融期货交易所交易结算会员。国联期货总部设在江苏无锡，现已在上海、重庆等地设立了23家营业部和一家子公司。2014年3月，国联期货完成了增资扩股，截至2018年9月末注册资本为4.5亿元，其中公司持股比例为54.72%，中海信托股份有限公司持股比例为39%，上海中科浩飞物流有限公司持股比例为4.50%，无锡市国联物资投资有限公司持股比例为1.78%。2017年，国联期货完成交易量3,684.58万手，取得手续费收入1.83亿元，利润总额0.63亿元；实现营业收入15.80亿元，较上年增加242.73%，主要系国联期货跟踪期开展的套利风险管理业务收入大幅增加所致。2018年1~9月，国联期货完成交易量2,147.20万手，取得手续费收入0.97亿元，利润总额0.47亿元。

表 10：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月国联期货经营情况

	单位：万手、亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q3
交易量	5,110.30	5,467.63	3,684.58	2,147.20
手续费收入	2.74	2.41	1.83	0.97
利润总额	0.30	0.20	0.63	0.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013年以来，受互联网金融的回暖，国联期货的手续费收入处于波动下滑态势。期货行业正处于转型期，佣金收入在营业收入中的占比可能会不断降低。此外，国联期货已取得了资产管理的牌照，

资产管理将是国联期货重要的发展方向。

信托

国联信托股份有限公司(以下简称“国联信托”)是国内首批获得金融创新牌照的信托公司之一，截至2018年9月末，国联信托注册资本为30亿元，其中集团本部持股69.92%、无锡市地方电力持股12.20%，华光股份持股9.76%。国联信托在无锡及长三角地区品牌形象良好，监管评级为2C级。风险控制方面，国联信托建立了立项前业务风险的预评估机制，到期的信托产品均能按照信托合同要求按时兑付。

截至2018年9月末，国联信托自营资产规模55.14亿元，信托资产规模812.99亿元，其中主动管理型信托资产规模为133.31亿元，被动管理型信托资产规模679.68亿元，截至2018年9月末，没有风险项目损失。

国联信托资产的运用主要为贷款及金融产品投资，分布主要为基础产业和实业，房地产类信托占比一直较低。2017年国联信托资产配置金额较2016年末增长较大，主要系国联信托其他产业配置大幅增加所致，其他产业主要是指与银行、证券公司等金融机构合作的通道业务。2018年以来，受资管新规影响，国联信托将加强主动管理型信托业务，通道业务信托资产配置规模被控制在一定水平。

表 11：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月国联信托

资产配置情况

	单位：万元			
	2015	2016	2017	2018.1~9
基础产业	1,750,846	1,877,006	1,961,416	1,756,997
房地产业	159,423	59,461	28,143	14,600
证券市场	41,568	4,241	804	-
实业	619,263	712,874	856,683	950,824
金融机构	356,868	146,450	203,880	100,000
其他	1,278,819	1,741,230	5,535,054	5,307,468
合计	4,206,787	4,541,261	8,585,980	8,129,889

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务公司

国联财务有限责任公司(以下简称“国联财务公司”)是经中国银监会批准，于2008年成立的一

家非银行金融机构。国联财务公司以加强资金集中管理和提高资金使用效率为目的，为无锡国联成员单位提供财务管理服务，具有独立法人资格，实行自主经营、独立核算、自负盈亏、独立承担一切法律责任。

目前，国联财务公司主要经营业务为：对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付、经批准的保险代理业务、对成员单位提供担保、办理成员单位间的委托贷款及委托投资、为成员单位办理票据承兑及贴现、贷款及融资租赁、买方信贷及融资租赁、吸收成员单位存款、从事同业拆借、承销成员单位企业债券等。

截至 2018 年 9 月末，国联财务公司表内外资产规模 82.08 亿元，其中表内资产 59.22 亿元，国联财务公司的主要资产为存款准备金、贷款与贴现、同业存款等。2017 年国联财务公司实现利润总额 0.77 亿元，2018 年 1~9 月实现利润总额 0.64 亿元。

表 12：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月国联财务公司

主要经营指标

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q3
贷款余额	18.94	22.49	29.14	31.46
平均贷款利率	5.26%	4.57%	4.27%	4.35%
存款同业余额	28.12	28.81	26.85	22.80

注：贷款余额为贷款和贴息之和。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资产管理公司

江苏资产管理有限公司（以下简称“资产管理公司”）成立于 2013 年 5 月 16 日，是经江苏省人民政府批准设立的国内首家省级资产管理公司（AMC）。截至 2018 年 9 月末，资产管理公司注册资本 50 亿元，公司持股比例 90%。截至 2017 年末，资产管理公司已经成立了一家分公司（苏州分公司）、八家子公司（无锡、南通、苏州、镇江、连云港、徐州、盐城、常州）和四个办事处（泰州、扬州、宿迁、淮安），实现了业务布局省内全覆盖。2017 年资产管理公司积极搭建基金合作平台，不断探索特殊资产基金化业务模式，目前已经成立了四

个政府主导类基金（宜兴、丹阳、无锡惠山区、滨湖区），两个不良资产专项处置基金（苏讯、孙润基金），专门用于不良资产收购与处置。截至 2018 年 9 月末，资产管理公司总资产为 159.14 亿元，总负债 101.02 亿元。2017 年资产管理公司实现营业收入 25.77 亿元，利润总额 3.97 亿元；2018 年 1~9 月实现营业收入 28.19 亿元，利润总额 4.28 亿元。2017 年以来，资产管理公司营业收入和利润总额增幅较大，主要系当年处置不良资产增加所致。

资产管理公司业务以不良资产收购与处置为主，兼营投资与资产管理、金融服务（非牌照）及顾问咨询业务。截至 2018 年 9 月末，江苏资产管理有限公司已完成结构性收购处置业务（合作清收）对应的资产包账面价值为 2,555,794.01 万元，已完成的综合性收购处置业务（自主清收）对应的资产包账面价值为 781,027.86 万元。根据法律规定，地方资产管理公司仅允许从事本省的不良资产相关业务，作为江苏省级资产管理公司（AMC），江苏资产管理有限公司所收购的资产包均来自于江苏地区。

截至 2018 年 9 月末，公司正在处置的主要不良资产项目共计 7 个，资产包价值共计 104.67 亿元，购买成本共计 71.89 亿元，截至 2018 年 9 月末，已收回 59.81 亿元，将持续关注资产管理公司不良资产的处置进度。

表 13：截至 2018 年 9 月末资产管理公司不良资产项目

项目名称	资产包价值 (亿元)	购买成本 (亿元)	进展
惠山古镇	38.9	38.9	债转股完成 24.26 亿元，已收回 1.04 亿元
尚德	20.5	20.5	已处置完成，已收回 20.50 亿元
银行资产包 1	20.8	6.1	2017 年 12 月已处置完成，累计收回 7.57 亿元
银行资产包 2	5.71	1.21	2017 年 11 月已处置完成，已收回 1.73 亿元
银行资产包 3	4.74	0.73	2017 年 12 月已处置完成，已收回 0.74 亿元
银行资产包 4	6.44	2.36	2018 年 1 月已处置完成，已收回 2.43 亿元
银行资产包 5	7.58	2.18	已收回 1.54 亿元
合计	104.67	71.89	共计已收回 59.81 亿元

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

创投

无锡国联创业投资有限公司（以下简称“国联创投”）于 2006 年成立，是无锡国联的股权投资基金管理平台，2016 年 3 月公司名称变更为无锡国联产业投资有限公司（以下简称“国联投资”）。国联投资先后发起设立并管理了无锡国寿基金、国联产业投资基金、现代农业发展基金、新三板专项基金等股权投资基金。截至 2018 年 9 月末，国联投资共参与管理 20 支股权投资基金，认缴总规模达 231.54 亿元。其中 15 支合作基金认缴总规模为 80.55 亿元；5 支自主管理基金认缴总规模为 150.99 亿元。

其中规模较大的主要系无锡国联创投基金、无锡现代农业发展基金、国联产业母基金、无锡国联产业审计基金以及无锡国寿基金。

表 14：截至 2018 年 9 月末，主要基金及投资项目情况

基金简称	基金规模	累计投资项目		累计投资无锡企业	
		家数	金额	家数	金额
国联创投基金	34,900	20	51,141	8	13,896
现代农业基金	27,000	6	15,537	6	15,537
产业升级基金	500,000	6	31,840	4	27,840
国寿基金	920,000	2	920,000	2	920,000
总计	1,481,900	34	1,018,518	20	977,273

注：母基金为定向投资基金，仅投资于升级基金，为避免重复计算，上表数据剔除母基金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

无锡国联创投基金主要投资环保、新能源、信息技术、高端装备制造、大健康、新材料等新兴产业领域。该基金旨在促进无锡产业结构转型升级。基金规模为 3.49 亿元，截至 2018 年 9 月末已累计投资企业 20 家，投资金额达 5.11 亿元，累计投资金额已超过了基金规模。

无锡现代农业发展基金，是国联投资专门为农业企业提供金融服务的一个新载体和一种新模式，为悦禧玫瑰、正大畜禽等农业项目的产业化提供了有力资金支持和管理增值服务，该基金规模 2.70 亿元，截至 2018 年 9 月末已累计投资 6 家，投资金额达 1.55 亿元。

无锡国联产业升级基金，聚焦低碳节能环保、军民融合、智能制造、信息技术与物联网、健康养

老等具备发展潜力的产业领域；聚力无锡区域内的产业升级和并购整合运作。升级基金规模 50.00 亿元，截至 2018 年 9 月末，已累计投资企业 6 家，累计出资 3.18 亿元。

无锡国寿基金以无锡城市发展战略领域的中长期投资项目为主，主要投资无锡基础设施建设以及城市化进程中有潜力、有实力、保增长的产业项目。该基金规模为 92 亿元，截至 2018 年 9 月末，共投资 2 个项目，投资达 92 亿元。

无锡国寿基金主要对城市基础设施建设进行投资，认缴出资额为 92 亿元，其中国联创投出资 100 万元，目前已全部出资到位。

其他

无锡市联合中小企业担保有限公司（以下简称“担保公司”）于 2004 年整合重组成立，截至 2018 年 9 月末，担保公司注册资本为 7 亿元，是无锡市资本规模最大的融资担保机构。截至 2017 年末，担保公司在保余额 22.17 亿元，2017 年实现利润总额 0.32 亿元；截至 2018 年 9 月末，担保公司在保余额 30.02 亿元，2018 年 1~9 实现利润总额 0.27 亿元。

无锡产权交易所成立于 2010 年，是无锡市的公共资源交易服务平台和江苏省国资委指定从事企业国有产权交易的机构。2017 年以来，该项业务拓展较快，当年无锡产权交易所分别实现产权交易金额 301.96 亿元；2018 年 1~9 月，实现产权交易金额 265.64 亿元。

表 15：2015-2017 年以及 2018 年 1-9 月无锡产权交易所经营情况

	单位：个、亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q3
交易项目数量	2,580	2,987	4,512	6,679
产权交易金额	62.11	101.01	301.96	265.64
其中：国有产权交易额（含无偿划转）	21.95	40.84	48.86	28.72
实物资产类	3.12	27.79	26.88	37.17
其他	37.04	32.38	226.22	199.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来，公司证券业务虽受市场行情和政策影响继续下行，但金融业务涉及种类丰

富，在无锡市乃至江苏省具有区域性优势，整体金融板块业务仍维持平稳，系公司主要的收入和利润来源。

纺织板块

公司拥有无锡市主要国有纺织企业，包括一棉投资、无锡庆丰（大丰）纺织有限公司（以下简称“大丰纺织”），主要生产棉纱和棉布。

在生产能力方面，截至 2018 年 9 月末，公司

纺织企业拥有 55 万锭纺纱、800 台织机和 282 台布机能力，高档纱线年产量可达 2 万吨，高档织物年产量可达 2,500 万米。其中高档纱线产量较以前年度 2.6 万吨水平有所减少，主要系公司正进行智能化改造，对机器设备进行升级更新，同时调整了产品结构，以高档纱线为主打产品，目前公司生产纱线的支数较以前年度 60~80 支已经提高至 100~140 支以上。

表 16：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月纺织企业产销情况

单位：吨、万米

	2015		2016		2017		2018.Q3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
纱	22,354	27,524	17,479	25,812	22,466	24,390	15,743	15,990
布	3,021	3,219	2,295	2,342	1,935	1,969	1,605	1,568

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，公司纺织业务的主要原材料为棉花，除 2016 年人棉（1.2D）和细绒棉的采购均价较 2015 年有所上升，其他主要原材料长绒棉、涤纶和腈纶价格均同比下降。公司纺织板块的原材料采购成本约占生产成本的一半以上，是最主要的生

产成本，为降低原材料价格波动风险，公司充分利用管理信息系统及时了解、分析棉花的最新动态，同时积极参与国内拍卖棉竞拍和棉花期货交易，在满足生产需要的前提下，适时适量择优采购，尽量降低棉花采购成本。

表 17：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司纺织板块原材料采购情况

单位：吨、元/吨

原材料	2015		2016		2017		2018.Q3	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
长绒棉	12,501	25,050	15,949	21,680	14,369	22,547	9,169	26,720
细绒棉	17,423	13,142	30,332	14,900	20,710	16,293	9,083	15,990
人棉（1.2D）	2,375	12,700	943	14,885	824	16,378	789	14,800
涤纶	2,296	7,900	2,611	7,802	2,819	9,255	2,587	10,304
腈纶	16	27,500	8.43	20,760	10	22,040	14	22,350

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司纺织板块下游客户主要集中在国内，国内销售占比超过 70%，其中人造棉市场主要为浙江，全棉市场较为分散，包括广州、天津、常熟等地。国外市场主要集中于欧洲，占全部海外销售的比重超过 70%。近年来在国内纺织行业萧条的情况下，公司经营受到一定压力，但公司在纺织板块多年来一直致力于不断追求产品结构升级，且因棉花价格回升，而所耗材料较多在价格低点采购，公司纺织板块收入仍然保持增长，毛利率也大幅回升。2017 年，纺织行业市场压力仍较大，公司产品销量继续下滑，当年棉纱和棉布销量分别为

24,390 吨和 1,969 万米，同比分别减少 5.51% 和 15.93%。2017 年，受益于公司中高端纺织产品销售占比提升，加之自动化改造使得用工成本有所下降，公司纺织板块收入上涨，毛利率水平继续回升。2017 年，公司纺织板块实现销售收入 19.35 亿元，同比增长 0.57%，毛利率上升 1.29 个百分点至 7.84%。2018 年 1~9 月，公司纺织板块实现销售收入 18.02 亿元，毛利率为 5.43%。

总体来看，受纺织市场行情影响，公司纺织销售量下滑，但受益于中高端纺织产品销售占比提升，公司纺织板块盈利上升，为整体业务盈利带来

利好。

物流服务电子制造及其他板块

公司所涉及业务除环保能源、金融、纺织板块外，还从事无锡微纳传感网国际创新园（以下简称“创新园”）投资运营、商贸旅游、物资流通、电子制造等业务，其中创业园项目的运营主体无锡微纳产业集团有限公司为国联集团的参股公司，非合并范围内的子公司，不含在主营业务收入。

2015~2017年以及2018年1~9月，公司其他业务板块实现营业收入16.67亿元、17.63亿元、18.27亿元和41.22亿元。其中2018年前三季度增幅较大，主要系国联金属材料市场供应链金融业务规模快速增长，加之公司当期收购了开发晶照明（厦门）有限公司新增了电子制造收入，带动了公司其他业务板块的收入大幅增长。

1、 创业园

创新园方面，无锡微纳传感网国际创新园位于

无锡市太湖国际科技园内，总规划面积670亩，预计建成载体总面积50万平方米，共分为五期。创新园一期占地70亩、建筑面积约8.9万平方米，总投资约3.52亿元；创新园一期于2009年8月开工建设，并于2010年8月满足项目入驻要求。创新园二期占地103亩、建筑面积11万平方米，总投资3.63亿元，于2010年6月启动建设，至2011年9月底满足项目入驻要求。创新园三期占地58亩、建筑面积10.2万平方米，总投资约3.16亿元，于2013年7月启动建设，至2015年4月满足项目入驻要求。出租情况方面，截至2018年9月末，创新园总出租户数为233家，其中，一期入租企业66户，入租率为81%；二期入租企业90户，入租率为86%；三期入租企业77户，入租率为84%。

表 18：截至 2018 年 9 月末，创新园区项目情况

单位：亩、万平方米、亿元							
项目	性质	占地面积	建筑面积	总投资	建设周期	可出租面积	已出租面积
一期	商办	70	8.9	3.52	2009.8-2010.8	4.32	3.51
二期	商办	103	11	3.63	2010.6-2011.9	7.82	6.74
三期	商办	58	10.2	3.16	2013.6-2015.4	7.84	6.58
合计	-	231	30.1	10.31	-	19.98	16.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2、 商贸旅游服务

商贸旅游服务方面，公司下属的无锡太湖饭店占地约600亩，是国内最大的园林饭店之一，2002年成为无锡首家国际五星级旅游酒店。2011年5月，太湖饭店开始进行改建，改扩建工程已于2012年6月主体封顶，饭店共拥有客房约450间、餐位2,500个，成为无锡市最完善的国宾接待中心、最具影响力的国际会议中信以及最舒适的旅游度假中心。2017年，太湖饭店营业收入14,167.67万元，其中客房收入3,955.51万元，客房出租率43.97%；餐饮收入9,671.46万元，接待人次35.32万人。2018年1~9月太湖饭店累计实现营业收入10,378.7万元，其中客房收入3,339.21万元，客房出租率52.16%；餐饮收入6,558.72万元，接待人次26.77万人次。

3、 物资流通

物资流通方面，公司物资流通业务由下属国联物资投资有限公司（以下简称“国联物资”）负责运营。国联物资依托无锡国联，加快调整产业结构，着力发展现代物流业。国联物资现有控股企业4家，分别为无锡市国联金属材料市场有限公司（物流板块主要核心企业）、无锡市国联物流有限公司和无锡市恒顺金属材料有限公司、江苏无锡生产资料交易市场有限公司。2009年国联物资投资建设的占地28.5万平方米的国联金属材料市场完工投入运营，该市场作为江苏省服务业重点项目，发展定位为集物流、金融、电子商务于一体的现代高端物流业态。

近年来受国内宏观经济调控、“去产能、去库存、降杠杆”、供给侧改革等政策影响。钢铁、有色金属产业链经历了数论行业洗牌。在此背景下，

国联物资在传统的物资仓储物流服务基础之上，围绕客户管理服务方向，利用国联集团的金融优势，大力发展供应链金融业务，深耕行业中的优质客户，制定有针对性的供应链金融服务解决方案，帮助更多帮助上下游客户提升效率、降低成本，并为其创造价值。供应链金融服务已成为国联物资板块最大的收入来源。

供应链金融业务模式，钢贸商与国联市场签订委托代理合同，委托国联市场向指定钢厂购买钢材，并向国联市场支付一定比例的保证金（预付款），国联市场以自己的名义与钢厂签订采购合同，预付全部货款后钢厂发货至国联市场仓库，自国联市场向钢厂支付货款之日起 90 天至 180 天内，钢贸商应向国联市场付清全部代理款项、完成提货。国联市场支付的货款超过钢贸商保证金的部分，按占用时间按月向钢贸商收取代理费，每笔代理业务完成后，进行价税分离，与钢材价款合并计入销售收入。

2017 年国联金属市场实现营业收入 118,699.42 万元，较 2016 年 29,431.54 万元增加 89,267.88 万元，收入保持快速增长。其中以代理订货、代理销售、工程配送等模式开展的供应链金融业务取得营业收入 116,402 万元，驱动整体收入大幅度增长。2017 年委托代理订货数量 12.43 万吨、委托代理销售 2.54 万吨、工程配送 3.33 万吨。2018 年国联金属市场供应链金融业务规模继续保持快速增长，1-9 月国联金属材料市场累计实现营业收入 16.34 亿元，较 2017 年同期增加 8.91 亿元。2018 年 1-9 月委托代理订货数量 13.67 万吨、委托代理销售 2.8 万吨、工程配送 8.81 万吨。

公司物资板块实务吞吐主要集中金属市场和国联物流两个公司，2017 年，金属市场累计吞吐量 133.03 万吨，较 2016 年增加 22.83 万吨；国联物流累计吞吐量 65.64 万吨，较 2016 年增加 0.06 万吨。2017 年仓储业务实现收入 1,549.73 万元，较 2016 年增加 274.43 万元；实现商务租赁收入 589.41 万元，较 2016 年较少 31.06 万元，一方面要受市场竞争，中建材、大经、三友及其他有存货企业的免租房的增多，另一方面还受租金降价影响。截至 2018

年 9 月末，国联金属市场出租率 54.06%，整体出租率处于较低水平。

另外，2016 年公司与现代物流和工业基础设施提供商普洛斯特达成战略合作协议，利用国联金属材料市场二期地块的区位、交通等优势，以及一期完善的办公用房和生活配套设施用房，建立以食品、药品等冷链物流为主的物流配送基地。项目总占地面积约 11.7 万平方米，共建设 4 个标准单层库，预计总投资 2.5 亿元。未来双方将充分发挥各自资源、渠道和品牌优势开展深入合作。目前双方已经成立合作项目公司，项目正在进行前期立项、办理各项许可手续等工作。目前项目开发已经启动，预计 2019 年 6 月完工。未来国联集团物流产业有望进一步发展。

4、电子制造业务

公司其他业务板块中的电子制造业务主要由开发晶（厦门）有限公司（以下简称“厦门开发晶”）负责运营。厦门开发晶成立于 2011 年 4 月，注册资本 27,199.88 万美元，2018 年公司通过控股子公司国联实业和国联产业升级基金（有限合伙）以现金增资 8 亿元收购老股 2,568 万元合计 8.2568 亿元取得了厦门开发晶 32% 股权，成为厦门开发晶的第一大股东、实际控制人，将其纳入合并范围。

厦门开发晶定位“LED 整体解决方案提供商”，业务范围涵盖 LED 外延片、芯片、封装模组、照明应用等全产业链环节。2015 年开发晶并购了美国普瑞和英特美公司后，获取了 LED 产业供应链的大量专利、技术储备与客户资源，得以进入欧美、日韩等全球高端 LED 产业供应链。其主要生产经营地址位于厦门火炬开发区，厂区占地 100 亩，建筑面积 7.4 万平米。

开发晶 2015-2017 年实现销售收入分别为 6.4 亿元、10.90 亿元、23.63 亿元，利润总额分别为-0.96 亿元、-0.43 亿元、-0.84 亿元。2017 年开发晶收入增幅较大，主要系开发晶当年以 3,000 万美元收购荧光粉龙头企业英特美（Intematix Corporation）公司，获取了 LED 产业供应链的大量专利、技术储备与客户资源，得以进入欧美、日韩等全球高端 LED 产业供应链，使得当年开发晶的产能和销量均

得以提升。而开发晶其前期亏损主要原因系一方面LED产品价格断崖式下跌造成的毛利大幅减少，另一方面系开发晶对外收购普瑞造成的合并亏损。公司收购开发晶之后，利用公司的金融服务、内部管理等优势，进一步梳理整合各方资源，充分发挥各股东方优势，开发晶财务指标已有明显好转并实现扭亏为盈。截至2018年9月末，厦门开发晶总资产44.70亿元，总负债21.88亿元，净资产22.82亿元，实现营业收入22.80亿元，利润总额0.34亿元，已扭亏为赢。

总的来看，公司作为无锡市重要的国有资产运营管理和资本运作平台，在政策及股东支持下，已形成了较为清晰的业务板块，下属的经营板块业务开展顺利并具有较强的区域竞争力，整体收益情况良好，具备极强的抗风险能力。

公司治理

无锡国联按照现代企业制度的要求，建立公司法人治理结构，根据公司章程，公司实行董事局领导下的总裁负责制。董事局为公司的常设权力机构，由7名董事组成，其中除职工董事外由市国资委委派，职工董事1名由集团公司职工代表大会民主选举产生。董事每届任期三年。根据工作需要，董事局设立了战略规划委员会、投资评审委员会、薪酬考核委员会、审计监察委员会和风控委员会。监事会负责对公司管理资产运营情况和董事局、经营层进行监督。经营层负责执行董事局作出的重大经营决策、全面负责公司的日常行政和业务活动。

财务管理制度方面，公司制定了《国联集团财务管理制度》、《国联集团企业年金实施办法》、《国联集团职工住房公积金缴存管理制度》等一系列财务管理制度和核算办法。发行人财务管理制度对财务机构的设置、会计核算、财务预算管理等作了明确的规定，对规范公司的财务行为，准确计量公司的财务状况和经营成果，有效控制和合理配置公司的财务资源，实现公司价值的最大化起到重要作用。

审计监察制度方面，公司制定了《审计监察管理制度》、《审计监察委员会工作规则》等一系列审

计监察制度，审计监察委员会的设立、人员构成、职责权限、议事规则，以及审计监察工作的开展等作了明确的规定，确保董事会对经营层的有效监督，强化了内部控制、改善了经营管理水平、提高了经济效益。

投资管理制度方面，公司董事局及下设投资决策委员会对负责公司发展战略的研究，中长期发展规划的制定，围绕发展战略和中长期发展规划，研究国际国内实业和金融市场形势及制度变化等工作。同时公司制订了《投资管理制度》、《投资项目导向目录》、《投资项目负面清单》等一系列制度及执行细则。对年度投资计划管理、投资审批管理、金融项目报备管理、投后管理、股权处置管理、资产出租管理、资产处置管理和建设项目管理进行的明确规定。

子公司管理方面，公司对各子公司销售收入、净利润等关键财务控制指标实行年度预算管理，并对各子公司实行经营业务年度考核，主要为年度利润指标完成情况考核制度。公司建立了控股子公司经济业务授权审批体系，明确规定了控股子公司在生产经营过程中办理相关经济业务的审批程序及审批权限。公司建立了风险报告制度，及时掌握下属子公司经营业务活动中的异常情况；公司还建立了经济合同管理规定，规定下属公司未经授权不得对外签订经济担保。子公司不具有独立的股权处置权、重大资产处置权、对外筹资权、对外担保和各种形式的对外投资权。

总体来看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础，且近年来公司经营管理层保持稳定，资本运作的风险控制管理能力较强。

战略规划

公司坚持以“市场化、证券化、国际化、走出去”为目标，依托金融与实业双轮驱动发展，不断做优做强金融、做大做强实业。将国联集团打造成为“主业突出、资产优良、管理有效、机制灵活”，在国内市场具有较强竞争力、逐步走向国际市场、

千亿级资产规模的大型综合性国有资产投资运营集团。通过着力发展综合金融、打造高端产业板块、提高资产证券化水平、深化产融结合、加快“走出去、国际化”发展步伐、探索推进企业改革等一系列举措，结合无锡经济社会发展需求，推动国联集团实现“转型发展、创新发展、开放发展、跨越发展”，进一步提高国联集团的业务规模、质量和经济效益。未来战略规划强调确定以下四个发展方向：

1、坚持市场化运作。遵循社会主义市场经济规律，讲求投入产出，运用市场手段达到资源的优化配置，建立市场化机制增强企业活力，实现价值最大化，推动企业快速健康发展。

2、推动资产证券化。充分利用我国多层次资本市场机会，按照混合所有制发展要求，在加快引进战略投资者、完成增资扩股的同时，积极推动子企业到资本市场上市，并以此推动企业建立完善现代企业制度。

3、推动国际化发展。确定开放姿态和国际视野，积极拓展两个市场，推动国际合作，探索国际投资与并购。引进国际人才、团队、产品、技术和管理，提升企业竞争实力和发展水平。

4、实施“走出去”战略。作为无锡地方国企，在立足并深耕本地市场的基础上，放眼全国和全球，积极走出无锡。把业务拓展到全国乃至国际市场，增强实力，扩大影响。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年度财务报告以及未经审计的2018年1~9月财务报表，其中2015年、2016年数据分别采用2016年、2017年年初重述数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制，且为合并口径。

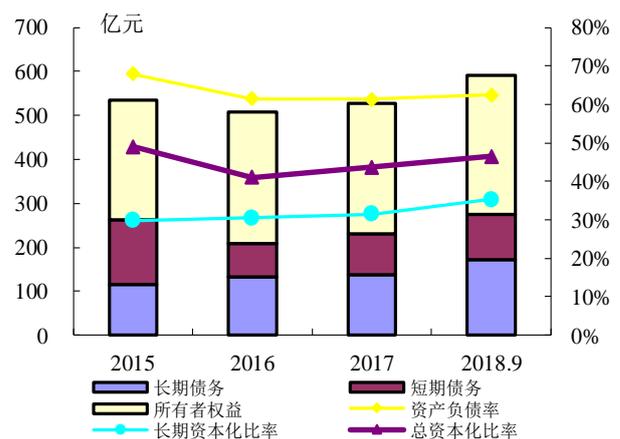
资本结构

近年来受金融证券市场环境影响，公司证券经纪业务、投资银行业务下滑，导致公司资产和负债规模有所下降，2018年1~9月因公司新合并的开发晶公司加之证券业务稍有回暖，使得当期公司资产

总额和负债总额同步提升。2015~2017年末及2018年9月末公司总资产分别为852.64亿元、779.91亿元、771.25亿元和842.17亿元，同期，公司总负债分别为579.74亿元、479.77亿元、473.35亿元和525.87亿元。与此同时，公司收益情况良好，利润逐年积累，但因少数股东权益的波动，使得公司近年来的净资产呈波动状态。2015~2017年末及2018年9月末，所有者权益分别为272.91亿元、300.13亿元、297.90亿元和316.30亿元。

杠杆比率方面，近年来，公司财务杠杠比率相对较为稳定，2015~2017年及2018年9月末公司资产负债率分别为67.99%、61.52%、61.37%和62.44%，总资本化比率分别为49.05%、41.00%、43.65%和46.57%。

图6：2015~2017年末及2018年9月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成情况来看，公司资产以流动资产为主，2015~2017年末及2018年9月末公司流动资产占总资产的比重分别为67.81%、62.58%、61.41%和60.14%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及买入返售金融资产组成。2015~2017年及2018年9月末公司货币资金分别为206.58亿元、163.88亿元、139.33亿元和133.80亿元，其中，2015年货币资金出现了较大幅度的增加，主要系当年国联证券在香港交易所上市成功，且证券市场较为活跃使得证券、期货等业务产生大量客户资金存款，使公司货币资金增长显著，截至2018年9月末，公司受限货币资金9.75亿元，占当期货币资金比重为7.00%。2015~2017年及2018年9月末应收账款分别为111.89亿元、102.83亿元、91.72

亿元和 101.40 亿元，主要系下属子公司江苏资产管理公司收购的银行等机构资产包。2015~2017 年及 2018 年 9 月末其他应收款分别为 89.30 亿元、63.20 亿元、64.52 亿元和 48.55 亿元，其他应收款主要系下属子公司国联证券融资融券业务融出资金，近年来随着国联证券业务的下滑，其他应收款余额逐年减少。2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司买入返售金融资产余额分别为 15.72 亿元、22.18 亿元、62.05 亿元和 83.83 亿元，买入反售金融资产主要系国联证券债券及股票回购业务的融出资金，2017 增幅较大，主要系国联证券当年增加大量股票资产。

非流动资产方面，2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司非流动资产分别为 274.50 亿元、291.83 亿元、297.66 亿元和 335.65 亿元，占总资产的比例分别为 32.19%、37.42%、38.59% 和 39.86%。非流动资产主要由可供出售金融资产和长期股权投资组成。2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司可供出售金融资产分别为 100.50 亿元、120.60 亿元、126.17 亿元和 128.74 亿元，可供出售金融资产主要系公司设立的基金，投资的能源类、环保类、科技类以及金融类的企业等，其中 2016 年末可供出售金融资产增加了 20.05%，主要是由于公司投资的企业上市导致可供出售金融资产公允价值增加。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，长期股权投资分别为 73.22 亿元、74.67 亿元、81.37 亿元和 89.46 亿元，主要为公司的参股的合营及联营企业，其中 2017 年增幅较大主要系当年新增了对开发晶公司和 3 家江苏省内的资产管理公司的投资，以及追加了江苏省内之前已投资的 4 家资产公司等。

负债方面，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司流动负债分别为 457.71 亿元、337.13 亿元、327.09 亿元和 336.61 亿元，占负债总额的比例分别为 78.95%、70.27%、69.10% 和 64.01%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款以及代理买卖证券款组成。2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司短期借款余额分别为 25.93 亿元、24.85 亿元、29.12 亿元和 45.84 亿元，主要是公司本部及下属子公司向兴业银行、建设银行、工商银行等商业银行的信用

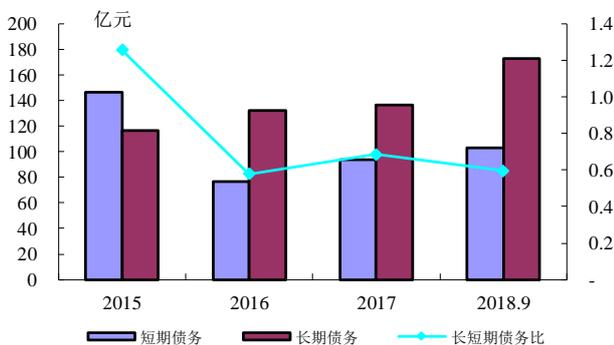
借款，借款利率在 4.35%~4.90% 不等。2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司应付账款余额分别为 34.18 亿元、28.89 亿元、20.14 亿元和 32.31 亿元，应付账款主要系公司贸易业务的货款、应付工程款等。预收款项主要系预收的货款以及预售的资产包款，2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司预收款项的余额分别为 34.18 亿元、13.25 亿元、27.33 亿元和 36.25 亿元，其中 2017 年以来增幅较大主要系预售资产包的款增加所致。公司其他应付款主要系资金往来款、应付货币保证金、代理拆迁款等，其中金额较大的主要系上海康桥半岛（集团）有限公司 9.29 亿元的代理拆迁款以及江苏联濠资产管理有限公司 3.09 亿元的借款。2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司其他应付款余额分别为 60.22 亿元、77.50 亿元、69.24 亿元和 74.83 亿元。代理买卖证券款主要系国联证券的普通经纪业务款，受证券市场行情波动影响，近年来公司代理买卖证券款呈下降趋势，2015~2017 年及 2018 年 9 月末代理买卖证券款分别为 135.57 亿元、96.26 亿元、68.59 亿元和 56.94 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。长期借款主要为资产管理公司向国家开发银行股份有限公司的股权质押借款。2015~2017 年及 2018 年 9 月末长期借款分别为 73.37 亿元、67.19 亿元、48.87 亿元和 64.07 亿元。同期，应付债券分别为 43.00 亿元、65.00 亿元、88.00 亿元和 108.72 亿元，其中 2016 年应付债券大幅增加，主要系当年公司发行了 20 亿元公司债券、5 亿元中期票据和 15 亿元次级债券所致；2017 年新增加的主要系 23 亿元的公司债、18 亿元的超短融、5 亿元的中票等，2018 年 1~9 月增加的主要系公司本部新发行的公司债 10 亿元和国联证券新发行公司债券 10 亿元。

有息债务方面，近年来公司经营规模扩大，资金需求增长，债务规模呈波动上升趋势，2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司总债务分别为 262.71 亿元、208.61 亿元、230.72 亿元和 275.70 亿元。债务结构方面，2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司长短期债务比分别为 1.26 倍、0.58 倍、0.69 倍和 0.60 倍，2016 年以来以公允价值计量且其变动计入当期损

益的金融负债以及一年内到期的非流动负债大幅减少导致公司短期债务占比随之减少。

图 7：2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务到期情况，2018 年 10~12 月以及 2019~2021 年公司到期债务分别为 29.19 亿元、61.60 亿元、44.82 亿元和 47.03 亿元，将持续关注公司到期债务的偿还情况。

表 19：公司未来三年债务到期情况

单位：亿元				
	2018.10~12	2019	2020	2021
到期债务	29.19	61.60	44.82	47.03

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司自有资本实力较强，资产质量较好，杠杆比率处于合理水平。但由于公司金融资产在总资产中占有较大比重，公司资产和负债结构容易受到金融环境变化的影响。

表 20：2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月公司营业收入及毛利率情况

业务类型	单位：亿元、%							
	2015		2016		2017		2018.1~9	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
环保能源板块	41.65	21.03	43.51	18.98	56.57	14.50	51.46	15.18
金融板块	41.97	70.04	46.11	44.09	62.02	36.56	62.18	32.29
纺织板块	17.9	3.44	19.24	6.55	19.35	7.84	18.02	5.43
物流服务电子制造及其他板块	16.67	32.53	17.63	33.83	18.27	18.24	41.22	11.83
合计	118.2	37.39	126.49	28.31	156.2	22.87	172.88	19.52

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司期间费用分别为 30.46 亿元、29.18 亿元、25.61 亿元和 24.54 亿元，其中财务费用和管理费用是公司期间费用的主要构成部分，无锡国联下属金融类子公司较多，日常经营费用包括营销费用均核算在管理费用，使得管理费用在期间费用中占比一

盈利能力

如前所述，公司营业收入主要来自环保能源板块收入、金融板块收入、纺织板块收入和物流服务及其他板块收入。其中，2018 年 1~9 月，公司各业务板块收入均保持增长趋势，特别是公司于当期调整了物流仓储与供应链销售相结合的经营模式，加之公司当期新合并了开发晶公司新增了电子制造业收入，使得当期物流服务电子制造及其他板块收入大幅增长，带动了公司当期营业收入的增长。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司分别实现营业收入 118.20 亿元、126.49 亿元、156.20 亿元和 172.88 亿元。

毛利率方面，2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司综合毛利率分别为 37.39%、28.31%、22.87% 和 19.52%，呈逐年下降趋势。具体来看，受行业环境影响，公司环保能源板块和金融板块的毛利率逐年下滑；纺织板块受益于公司及时调整了产品结构，营业毛利率在 2016 年开始逐步回升，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司纺织板块营业毛利率分别为 3.44%、6.55%、7.84% 和 5.43%。物流服务电子制造及其他板块因公司 2017 年新增了毛利较低的供应链业务，使得当年毛利率大幅下滑，2018 年 1~9 月，公司又新增了毛利率更低的电子制造销售收入，当期毛利率进一步下滑。

直很高，但近年来公司加强管控力度，使得管理费用逐年减少。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月分别为 20.05 亿元、20.78 亿元、18.30 亿元和 15.60 亿元。同时，受益于公司财务公司的统一管理，公司利息支出和财务费用也有所减少，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司财务费用分别为 9.11 亿元、6.94 亿

元、5.56 亿元和 6.72 亿元。占比方面，受益于公司营业收入的增长，近年来期间费用的占比逐年下滑。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司期间费用收入占比分别为 25.77%、23.07%、16.39 和 14.19%。

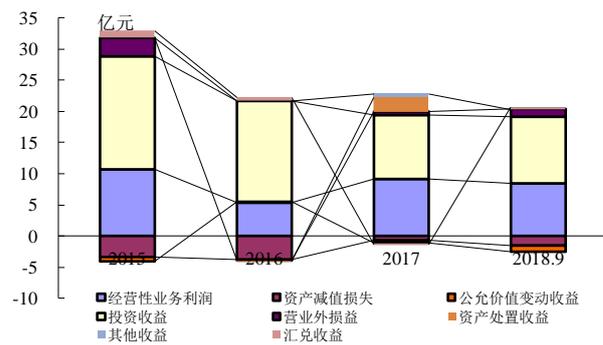
表 21：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司期间费用情况

单位：亿元、%				
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	1.30	1.46	1.75	2.22
管理费用	20.05	20.78	18.30	15.60
财务费用	9.11	6.94	5.56	6.72
三费合计	30.46	29.18	25.61	24.54
三费收入占比	25.77	23.07	16.39	14.19

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由投资收益和经营性业务利润构成。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司利润总额分别为 28.96 亿元、18.16 亿元、21.43 亿元和 18.15 亿元，其中经营性业务利润分别为 10.73 亿元、5.33 亿元、9.18 亿元和 8.51 亿元，2015 年受益于公司业务规模逐年扩大以及毛利率的上升，公司经营性业务利润较上年同比增加；2016 年以来，证券市场行情低迷，公司经营性业务利润大幅下滑，进入 2017 年后，公司不断调整产品结构，使得经营性业务利润开始逐步回升。作为投资控股类企业，投资收益是公司利润的重要补充，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司分别实现投资收益 18.09 亿元、16.20 亿元、10.31 亿元和 10.68 亿元，公司的投资收益包括可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益、权益法核算的长期股权投资收益以及持有至到期投资持有区间取得的投资收益等，主要来自于公司持有的各类股权、债券、信托产品投资、资管产品投资等所带来的收益。2015 年、2016 年资产减值损失较大，主要系公司销售业务的坏账损失以及可供出售金融资产减值损失。2017 年的资产处置收益主要系公司当年处置固定资产的收益。

图 8：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司利润总额构成



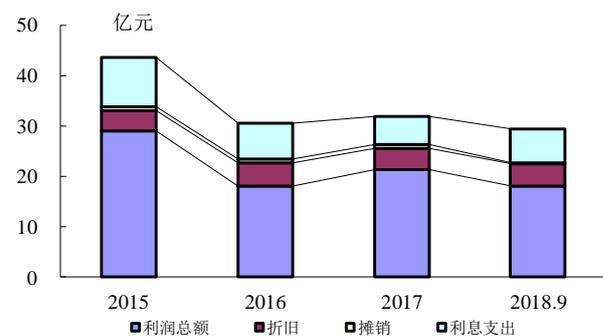
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司目前各类业务开展良好，获利能力较强，加之投资收益的有效补充，公司整体盈利状况良好，但公司金融板块的业务收入和投资收益受市场风险和宏观经济影响较大，中诚信证评将持续关注公司投资收益及盈利能力的稳定性。

偿债能力

获现能力方面，利润总额为公司 EBITDA 最重要的组成部分。近年来，利润总额受金融环境的影响呈现波动态势，EBITDA 亦随之波动。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司 EBITDA 分别为 43.60 亿元、30.51 亿元、32.32 亿元和 30.95 亿元。

图 9：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司总债务/EBITDA 分别为 6.02 倍、6.84 倍、7.14 倍和 6.68 倍；同期 EBITDA 利息倍数分别为 4.38 倍、4.33 倍、5.33 倍和 4.61 倍，随着公司债务规模及 EBITDA 的同时波动，公司偿债指标亦呈一定波动。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息偿还的保障程度尚可。

从现金流来看，2015~2017 年及 2018 年 1~9

月经营活动净现金流分别为56.12亿元、32.63亿元、-51.15亿元和-22.37亿元，整体呈现下降态势。经营活动现金流中包括国联证券和国联期货的代理客户现金往来款项，且占比极大，此类现金流流动易受到金融市场环境影响，是引起公司经营活动现金流波动的主要原因，2017年公司经营活动现金流一方面是由于公司逆回购转出导致回购业务资金支出较大，另一方面是由于公司代理买卖证券款减少导致支付其他与经营活动有关的现金增加较多。从经营活动净现金流对债务的保障程度来看，2015~2017年及2018年1~9月公司经营活动净现金流/总债务分别为0.21倍、0.16倍、-0.22倍和-0.11倍；经营活动净现金流/利息支出分别为5.64倍、4.63倍、-8.44倍和-3.33倍。

表 22：2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
长期债务（亿元）	116.37	132.19	136.87	172.79
总债务（亿元）	262.71	208.61	230.72	275.70
EBITDA（亿元）	43.60	30.51	32.32	30.95*
经营活动净现金流（亿元）	56.11	32.62	-51.15	-22.37
经营活动净现金流/总债务（X）	0.21	0.16	-0.22	-0.11
经营活动净现金流/利息支出（X）	5.64	4.63	-8.44	-3.33
总债务/EBITDA（X）	6.02	6.84	7.14	6.68*
EBITDA 利息保障系数（X）	4.38	4.33	5.33	4.61*

注：2018 年前三季度标“*”指标经年化处理
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2018 年 9 月末，公司对外提供担保合计 30.06 亿元（不包括对子公司的担保），占公司净资产的 9.50%。公司担保企业主要集中于无锡市政府下属企业，目前经营正常，或有风险处于可控范围。

表 23：截至 2018 年 9 月末公司对外担保明细

单位：万元

被担保单位	担保借款金额	担保种类
政府部门下属企业：		
无锡马山蔬菜有限公司	10,000.00	贷款担保
无锡吴都阖闾文化发展有限公司	25,000.00	贷款担保
无锡市太湖新城发展集团有限公司	70,000.00	贷款担保
无锡耿湾文化旅游发展有限公司	136,450.00	贷款担保
小计	241,450.00	
关联方：		
中设国联无锡新能源发展有限公司	54,310.30	贷款担保
小计	54,310.30	
非关联方：		
无锡恒智钢铁有限公司	2,300.00	贷款担保
无锡市天明金属材料有限公司	2,500.00	贷款担保
小计	4,800.00	
合计	300,560.30	

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2018 年 9 月末，公司共获得多家银行合计 235.09 亿元的授信额度，其中未使用授信额度为 124.62 亿元，公司整体备用流动性充裕。

受限资产方面，公司受限资产主要系货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据等，截至 2018 年 9 月末，公司受限资产总额为 15.39 亿元，占总资产的比重为 1.83%，公司受限资产规模较小。

表 24：截至 2018 年 9 月末公司受限资产明细

受限科目	金额（万元）	占比（%）
货币资金	90,267.25	6.75
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	45,057.43	11.18
存出保证金	3,685.25	-
应收票据	10,087.55	11.41
应收账款	224.58	0.02
固定资产	3,717.03	0.74
无形资产	851.46	0.83
合计	153,890.55	1.83

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司总债务虽有所波动，但受益于较强的盈利能力，EBITDA 对公司债务本息

覆盖程度较好，且随着公司各业务板块的持续发展及良好的银企关系，公司具有极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评评定无锡市国联发展（集团）有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“无锡市国联发展（集团）有限公司 2019 年公开发行公司债券”信用等级为 **AAA**。

关于无锡市国联发展（集团）有限公司 2019年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

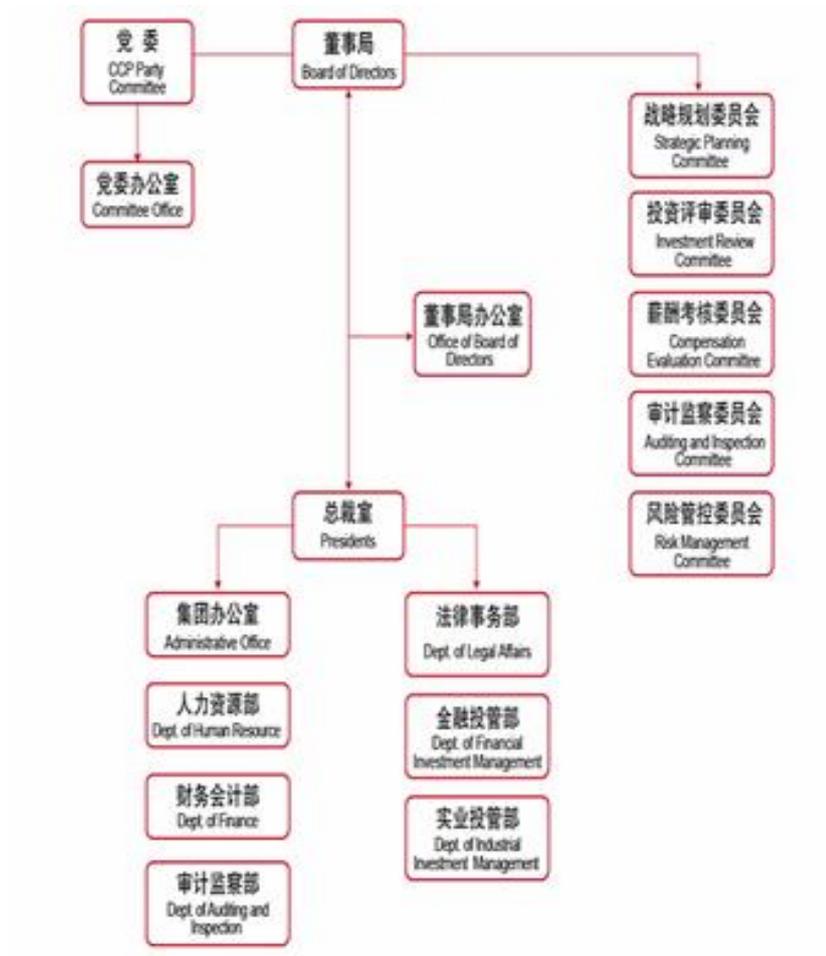
附一：无锡市国联发展（集团）有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月末）



序号	企业名称	合并持股比例 (%)	注册资本/认缴规模	与本公司的关系	业务范围
环保能源板块					
1	无锡华光锅炉股份有限公司	73.35	55,939.22	一级	工业生产
纺织板块					
1	无锡一棉纺织集团有限公司	100	34,182	一级	纺织制造
2	无锡市第三棉纺织厂	100	5,911	一级	纺织制造
3	无锡一棉投资有限公司	51	6,000 万美元	一级	纺织制造
金融板块					
1	无锡国联金融投资集团有限公司	100	500,000	一级	投资
2	国联证券股份有限公司	72.35	190,240	一级	证券
3	国联信托股份有限公司	91.87	300,000	一级	信托
4	国联期货股份有限公司	56.5	45,000	一级	期货
5	江苏资产管理有限公司	90	500,000	一级	资产管理
6	国联财务有限责任公司	90	50,000	一级	非银金融
7	无锡市国联投资管理咨询有限公司	100	10,000	一级	管理咨询
物流服务、电子制造板块及其它					
1	无锡国联实业投资集团有限公司	100	200,000	一级	投资
2	无锡市国有资产投资公司上海公司	100	5,000	一级	商品流通
3	无锡赛诺资产管理中心	100	21,723	一级	投资
4	无锡国联产业投资有限公司	100	20,000	一级	投资
5	无锡华亿置业有限公司	100	2,000	一级	房地产业
6	无锡健康家园房地产开发有限公司	100	2,000	一级	房地产业
7	锡联国际有限公司	100	1,800 万港元	一级	投资
8	魅力国际有限公司	100	2,327.72 万港元	一级	投资
9	香港锡洲国际有限公司	100	13,800 万港元	一级	投资

注：表中子公司仅包括一级子公司。

附二：无锡市国联发展（集团）有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月末）



附三：无锡市国联发展（集团）有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	2,065,844.14	1,638,764.93	1,393,307.71	1,338,031.33
应收账款净额	1,118,895.60	1,028,340.87	917,224.58	1,014,041.47
存货净额	411,281.60	244,123.10	287,916.61	434,388.61
流动资产	5,781,454.19	4,880,744.70	4,735,904.04	5,065,117.50
长期投资	1,968,543.60	2,152,002.58	2,240,146.13	2,398,227.36
固定资产合计	550,291.59	537,834.09	543,124.03	637,373.64
总资产	8,526,405.06	7,799,062.76	7,712,504.29	8,421,651.20
短期债务	1,463,348.77	764,211.62	938,465.05	1,029,151.75
长期债务	1,163,730.67	1,321,865.41	1,368,727.32	1,727,897.32
总债务（短期债务+长期债务）	2,627,079.43	2,086,077.03	2,307,192.37	2,757,049.07
总负债	5,797,350.09	4,797,740.52	4,733,529.11	5,258,664.65
所有者权益（含少数股东权益）	2,729,054.97	3,001,322.24	2,978,975.18	3,162,986.55
营业总收入	1,181,971.92	1,264,945.68	1,562,038.36	1,728,841.57
三费前利润	411,942.24	345,154.88	347,833.35	330,465.71
投资收益	180,889.65	162,036.00	103,077.88	106,798.51
净利润	220,703.32	131,627.56	165,060.71	143,774.80
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	436,035.84	305,086.54	323,246.21	309,545.89
经营活动产生现金净流量	561,185.93	326,232.11	-511,461.76	-223,730.80
投资活动产生现金净流量	-489,343.33	5,797.53	-134,198.41	-87,708.69
筹资活动产生现金净流量	673,088.10	-771,528.51	338,036.78	130,366.17
现金及现金等价物净增加额	757,221.23	-433,492.09	-310,471.96	-179,299.09
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	37.39	28.31	22.87	19.52
所有者权益收益率（%）	8.09	4.39	5.54	6.06*
EBITDA/营业总收入（%）	36.89	24.12	20.69	17.90
速动比率（X）	1.17	1.38	1.36	1.38
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.16	-0.22	-0.11*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.38	0.43	-0.54	-0.29*
经营活动净现金/利息支出（X）	5.64	4.63	-8.44	-3.33
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	4.33	5.33	4.61
总债务/EBITDA（X）	6.02	6.84	7.14	6.68*
资产负债率（%）	67.99	61.52	61.37	62.44
总债务/总资本（%）	49.05	41.00	43.65	46.57
长期资本化比率（%）	29.89	30.58	31.48	35.33

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；
2.2018年1~9月标*指标已年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。