

信用等级公告

联合〔2019〕1466号

联合资信评估有限公司通过对无锡锡东科技投资控股有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持无锡锡东科技投资控股有限公司主体长期信用等级为AA⁺，“17锡东债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十八日



无锡锡东科技投资控股有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用评级结果：AA⁺

上次主体长期信用评级结果：AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟评结果	上次结果
17 锡东债	15 亿元	2024/9/14	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	13.46	12.84	8.03
资产总额(亿元)	259.02	283.37	253.83
所有者权益(亿元)	145.51	146.84	141.28
短期债务(亿元)	6.54	7.89	0.80
长期债务(亿元)	49.57	66.49	67.63
全部债务(亿元)	56.11	74.38	68.43
营业收入(亿元)	6.76	6.53	5.91
利润总额(亿元)	1.81	1.40	1.18
EBITDA(亿元)	3.19	2.85	2.58
经营性净现金流(亿元)	2.14	-10.53	6.65
营业利润率(%)	11.63	12.60	11.76
净资产收益率(%)	1.20	0.91	0.83
资产负债率(%)	43.82	48.18	44.34
全部债务资本化比率(%)	27.83	33.62	32.63
流动比率(%)	298.20	297.89	437.50
经营现金流流动负债比(%)	3.34	-15.04	15.14
全部债务/EBITDA(倍)	17.59	26.09	26.48
EBITDA 利息倍数(倍)	2.60	1.31	0.97

注：其他非流动负债计入长期债务

分析师：赵起锋 韩晓罡

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

无锡锡东科技投资控股有限公司（以下简称“公司”）是无锡市锡山区主要的基础设施和安置房建设主体，跟踪期内，其经营的外部环境良好，存量业务规模较大，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司区域竞争加剧、工程代收现质量较差、期间费用对利润侵蚀较大、未来存在集中兑付压力等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

“17 锡东债”设置了分期偿付条款，有利于缓解集中兑付压力。公司 2018 年经营现金流入量对“17 锡东债”分期还本覆盖能力较强。

未来，公司将继续以基础设施建设作为主要业务，并随着锡山区经济的持续发展，公司业务将向生态农业、物业租赁等领域扩展，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，“17 锡东债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，锡山区经济稳步增长，财政实力不断增强，为公司经营提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司持续获得当地政府在财政补贴等方面的外部支持。
3. “17 锡东债”设置了分期偿付条款，有利于缓解集中兑付压力。

关注

1. 2018 年，锡山区积极推动国有平台市场化转型工作，未来公司基建业务承接规模或将下降，区域竞争加剧。
2. 跟踪期内，公司工程施工业务委托主体发生变化，收现质量差，应收类款项和存货规模较大，对资金占用严重。

3. 公司期间费用对利润侵蚀较严重，利润总额对政府补助依赖程度高，公司盈利能力弱。
4. “15 锡东科”余额 29.50 亿元将于 2020 年到期，将对公司形成一定集中偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由无锡锡东科技投资控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

无锡锡东科技投资控股有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于无锡锡东科技投资控股有限公司（以下简称“公司”）及“17锡东债/17锡东债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为15亿元。无锡市锡山区国有资产管理办公室（以下简称“锡山区国资办”）持有公司51.00%股权，锡山经济开发区管理委员会招商服务中心持有公司49.00%股权；锡山区国资办为公司实际控制人（股权结构见附件1-1）。

截至2018年底，公司资产总额253.83亿元，所有者权益141.28亿元（含少数股东权益3.38亿元）；2018年公司实现营业收入5.91亿元，利润总额1.18亿元。

公司注册地址：无锡市锡山经济开发区友谊南路88号；法定代表人：徐科威。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“17锡东债”，余额15亿元。跟踪期内，公司已按时足额支付“17锡东债”上年利息。

募集资金中9亿元计划投资于柏木南苑、景苑一期、隆亭苑安置房项目，6亿元用于补充营运资金。截至2019年5月底，募集资金已按计划使用完毕，募投项目已完工。2018年募投项目确认了8601.50万元（含税）的工程建设收入。截至2018年底，三个募投项目

所确认的收入尚未收到回款。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率

继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2

个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确

定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业与区域经济

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础

设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务

与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表1 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。

2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

间。

2. 区域经济环境

公司作为锡山区重要的基础设施建设主体，业务发展受锡山区经济环境影响较大。

根据锡山区统计局发布的《2018年1-12月主要经济指标》，2018年锡山区实现地区生产总值为883.31亿元，可比价增长7.2%，其中第一产业同比下降0.4%，第二产业增长7.6%，第三产业增长7.2%。

根据《无锡市锡山区2018年财政预算执行情况》和《2019年财政预算草案报告》，2018年，无锡市锡山区完成一般公共预算收入86.69亿元，比上年增长10%，其中税收收入75.02亿元，同比增长10.1%；完成政府性基金预算收入68.94亿元，比上年减少22.14亿元。2018年锡山区预计完成一般公共预算支出81亿元，比上年增长4.07%；完成政府性基金预算支出88.96亿元。2018年底，锡山区地方政府债务余额92.69亿元，区本级地方政府债务余额71.38亿元。

跟踪期内，锡山区经济保持较快增长，一

般公共预算收入持续增长，政府性基金预算收入波动较大。

六、基础素质分析

公司是锡山区城市基础设施投资、建设、运营主体之一，主要负责锡山区（除高铁商务区）和部分经开区的基础设施建设和保障房项目，同时还开展城市资源综合开发及发展战略性新兴产业等业务。

2018年，锡山区积极推进国有平台公司市场化转型，先后成立了无锡市锡山文商旅发展有限公司（以下简称“锡山文旅”）、无锡锡山金融投资集团有限公司（原为公司子公司无锡锡山投资发展有限公司，以下简称“锡山金投”，公司原持有的51%股权无偿划转给锡山区国资办）和无锡市锡山城市建设发展有限公司，分别负责文旅项目开发运营、国有资本运营和金融投资以及城市基础设施和保障性住房建设。锡山区未来的重大基建项目和国有资本投资管理将主要由上述三家公司负责，公司建设的荡口古镇也将交由锡山文旅负责运营。锡山金投股权划出导致公司资产和权益规模下降，但由于其主要经营担保等业务，收入规模不大，对公司基建等主营业务影响较小。公司面临的区域竞争加剧，未来承接新项目的规模或将下降。考虑到公司存量项目规模较大，基建业务仍保持一定可持续性。

锡山区政府近年来对公司予以基础设施建设补贴。2018年，公司累计获得政府补助运营

资金2.10亿元，与2017年规模相当。此外，根据锡财农〔2017〕190号，2018年公司收到锡山区财政局转拨的用于锡山区现代农业产业园的中央资金1亿元，反映在“递延收益”中。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G10320205000841300），截至2018年11月18日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷存在3笔欠息，最近一次于2011年12月26日结清；存在1笔关注类贷款，已于2010年1月20日结清。公司未能提供最新时间的银行信用报告。

截至2019年6月18日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍主要从事锡山区基础设施建设业务，并辅以担保、租赁、农产品销售等业务。

2018年，公司实现主营业务收入5.89亿元，同比下降8.82%，主要因工程施工收入结算较少所致。由于公司收入主要来源于毛利率稳定的工程施工收入，故公司整体毛利率较上年变化不大，2018年为12.02%。

表2 2017—2018年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工收入	60970.15	95.49	8.85	55591.81	94.31	8.85
其他主营业务收入	2879.57	4.51	78.65	3354.20	5.69	64.55
合计	63849.72	100.00	12.00	58946.01	100.00	12.02

资料来源：公司审计报告

注：其他业务收入包含担保业务收入、租赁业务收入、旅游相关收入、农产品销售收入。

2. 业务经营分析

基础设施和保障房建设

公司工程施工项目建设主要采取委托代建

模式，但跟踪期内委托方发生变化：2018年之前公司与锡山区政府签订工程项目建设框架协议，而2018年，公司改受无锡锡建（该公司实

际控制人为锡山区国资办)委托,并与其签署《代建管理委托合同》,无锡锡建将24项基建和保障房项目委托给公司进行代建。公司通过自有资金和项目贷款进行项目前期投资建设,按照工程结算单实际发生代建支出金额*110%的比例进行结算。

此外,公司通过政府划拨取得项目用地进行安置房及保障性住房建设,按照政府指导价出售给符合条件的安置对象。公司承接的柏木南苑安置房项目、景苑一期安置房项目、隆

亭苑安置房项目已完工。2018年,上述三个安置房建设项目确认合计8601.50万元(含税)的工程施工收入。

2018年,公司与无锡锡建确认工程施工收入5.56亿元(含安置房项目),当年未收到项目回款。截至2018年底,公司应收往年锡山区财政局项目款38.00亿元。

截至2018年底,公司正在实施的基础设施项目总投资额17.14亿元,已投资约12.50亿元,尚需投资4.64亿元。

表3 截至2018年底公司在建项目投资计划(单位:万元)

项目名称	总投资	建设周期	截至2018年底累计投资	2019年投资计划
无锡市锡山人民医院(一期)	109944.00	2016-2019	85000.00	24944.00
S340新建工程(锡沙二通道锡山段二段)	14890.00	2017-2019	11000.00	3890.00
东亭主城区污水管网改造工程	4359.00	2017-2019	4000.00	359.00
东亭中学改扩建	1223.00	2017-2019	1000.00	223.00
东亭中学新建校区项目	28514.00	2018-2019	15000.00	13514.00
S259(锡东大道)路面改善工程	7977.00	2018-2019	6000.00	1977.00
现代农业产业园科技服务中心	4500.00	2018-2019	3000.00	1500.00
合计	171407.00	--	125000.00	46407.00

资料来源:公司提供

公司承揽的拟建项目主要有鹅湖医院易地新建工程和精神专科病房楼新建工程,拟建项目预计总投资额为7.39亿元,公司在建及拟建

项目未来投资规模较大,公司存在一定的外部融资压力。

表4 公司主要拟建项目情况(单位:万元)

项目名称	总投资额	项目建设周期
鹅湖医院易地新建工程	49900.00	2019-2021
精神专科病房楼新建工程	24000.00	2019-2021
合计	73900.00	

资料来源:公司提供

其他主营业务

公司其他主营业务主要包括担保、旅游、生态农业和物业租赁等经营性业务。2018年,公司其他业务收入3354.20万元,同比增长16.48%,主要系农产品销售收入增长。

担保业务主要由无锡锡山投资发展有限公司负责。2018年担保业务营业收入1080.23万元,发生坏账0.00万元、代偿931.68万元、收

回1781.94万元。2018年7月起,该公司不再纳入公司合并范围,未来公司将不再确认担保收入。

由于公司旅游相关收入本质上属于实际为其子公司新天地农业将其持有的集体所有制土地转租给新天地农业博览园商户的收入,2018年将其归集与租赁收入列报,故2018年公司租赁收入在原有物业租赁收入基础上增加农博园

租赁收入。公司物业租赁业务的运营主体为公司本部及子公司无锡集智科技有限公司（主要项目为集智广场）。2018年，租赁业务收入合计645.76万元。

生态农业方面，公司子公司无锡新天地农业发展有限公司将农业观光旅游与产业化发展相结合提供生态农业观光、园林休闲种植体验式旅游度假产品销售等特色生态农业服务，由其建设经营的农博园项目是高科技农业新农村建设示范点和农业休闲旅游示范区。2018年，公司农产品销售收入为1628.21万元。

目前公司在建的荡口古镇旅游开发项目，预计总投资35.00亿元，截至2018年底已累计投资33.60亿元（其中使用“12锡东债”募集资金17亿元，该债券已于2018年10月到期兑付）。目前项目主体工程已基本完工待决算，一期项目已开始运营。该项目未来将交由锡山文旅负责运营。

3. 未来发展

作为锡山区城市基础设施投资、建设、运营主体之一，公司将仍以锡山区基础设施建设为发展根基，继续发挥在城市基础设施建设和开发过程中的投融资载体作用。未来，公司在做好存量项目的同时，将积极配合锡山区政府的统筹规划，有步骤地扩展公司经营业务，实现市场化转型。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2018年底，公司纳入合并范围内的一级子公司3家，比上年减少一家，系公司将其持有的无锡锡山投资发展有限公司（以下简称“锡山投资”）51%股权无偿转让给锡山区国资

办，对公司财务数据可比性产生一定影响。

截至2018年底，公司资产总额253.83亿元，所有者权益141.28亿元（含少数股东权益3.38亿元）；2018年公司实现营业收入5.91亿元，利润总额1.18亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额253.83亿元，同比下降10.43%，其中流动资产占75.70%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.83	4.53	8.03	3.16
应收账款	40.66	14.35	43.59	17.17
其他应收款	24.46	8.63	12.18	4.80
存货	123.27	43.50	121.99	48.06
流动资产	208.65	73.63	192.14	75.70
可供出售金融资产	17.66	6.23	4.70	1.85
在建工程	51.90	18.32	52.60	20.72
非流动资产	74.72	26.37	61.68	24.30
资产总计	283.37	100.00	253.83	100.00

资料来源：公司审计报告

2018年底，公司流动资产192.14亿元，同比下降7.91%，主要系锡山投资划出合并范围导致其他应收款和货币资金的减少所致。流动资产中，货币资金8.03亿元，同比下降37.43%，主要为银行存款（占99.98%）；应收账款43.59亿元，同比增长7.20%，主要系2018年新增的应收无锡锡建的项目款；公司存货121.99亿元，同比小幅下降1.04%，主要来自代建工程的投入放缓，存货中87.07亿元为待开发土地，土地资产中受限资产14.37亿元，占待开发土地的16.50%；公司其他应收款12.18亿元，同比减少50.21%，主要系合并范围变化所致，主要应收对象为锡山经济开发区招商服务中心、无锡锡建和锡山区经济开发区市政工程公司等。

2018年底，公司非流动资产61.68亿元，同比下降17.45%，主要来自合并范围变化导致可

供出售金融资产减少。在建工程52.60亿元，同比增长1.34%，主要系对无锡荡口古镇旅游开发项目和集智广场的投入。

2018年底，公司受限资产14.37亿元，全部为土地。

跟踪期内，公司资产规模因合并范围变化而下降，流动资产中存货及应收类款项占比较高，对公司资金形成占用，致使资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益141.28亿元，较上年底减少3.79%，主要系合并范围变化导致资本公积和少数股东权益减少。公司所有者权益主要由实收资本（占10.62%）、资本公积（占72.50%）、未分配利润（占13.05%）构成。公司所有者权益结构稳定。

负债

2018年底，公司负债总额112.55亿元，同比下降17.57%，其中流动负债占39.02%，非流动负债占60.98%，流动负债占比明显下降。

2018年底，公司流动负债43.92亿元，同比下降37.30%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。2018年底，公司其他应付款40.46亿元，同比下降31.47%；一年内到期的非流动负债下降系“12锡东债”兑付。

2018年底，公司非流动负债68.63亿元，同比增长3.22%，主要系应付债券和递延收益增长。2018年底，公司应付债券60.63亿元，同比小幅增长1.92%，系当年发行的1.5亿元“18苏锡东科技ZR001”所致；递延收益系根据锡财农（2017）190号文件收到的用于锡山区现代农业产业园项目的财政拨款1亿元；其他非流动负债7.00亿元，为平安银行直接融资工具，较上年底无变化。目前直接融资为公司最主要的融资方式。

表6 公司债务情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年
----	-------	-------

短期债务	7.89	0.80
长期债务	66.49	67.63
全部债务	74.38	68.43
长期债务资本化比率(%)	31.17	32.37
全部债务资本化比率(%)	33.62	32.63
资产负债率(%)	48.18	44.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2018年底，公司全部债务68.43亿元，同比下降7.99%，主要系“12锡东债”兑付。短期债务占比较上年底有所下降，占比1.17%。从债务指标来看，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为44.34%和32.63%，均较上年小幅下降；长期债务资本化比率分别为32.37%，较上年小幅增长。公司单笔余额最大的债券为“15锡东科”，期限为3+2年，2018年该债券有0.50亿元进行了回售，剩余29.50亿元将于2020年到期，将对公司造成较大的集中兑付压力。

跟踪期内，公司债务规模有所下降，“15锡东科”将对公司造成较大集中兑付压力。

4. 盈利能力

2018年公司营业收入为5.91亿元，同比下降9.42%，主要系工程施工业务收入下降；同期，营业成本为5.20亿元，同比下降8.89%；公司营业利润率为11.76%，同比减少0.85个百分点。

公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，2018年公司期间费用为1.64亿元，同比增长4.57%，系销售费用增加所致，期间费用占营业收入比重为27.81%，对利润侵蚀严重。若在建项目转固，期间费用将有所上升。

2018年，公司获得政府补助2.10亿元，计入营业外收入科目，较上年变化不大。受营业收入规模下降影响，2018年公司利润总额1.18亿元，同比下降15.85%，公司利润对政府补助依赖程度高。

表7 2017—2018年公司盈利情况

（单位：亿元、%）

科目	2017年	2018年
营业收入	6.53	5.91
营业成本	5.70	5.20
期间费用	1.57	1.64

营业利润	-0.75	-0.93
营业外收入	2.15	2.11
利润总额	1.40	1.18
净利润	1.33	1.17
营业利润率	12.60	11.76
总资本收益率	1.19	1.16
净资产收益率	0.91	0.83

资料来源：审计报告

从主要盈利指标看，2018年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.16%和0.83%，分别同比下降0.03个和0.08个百分点。

跟踪期内，公司期间费用对利润侵蚀严重，利润总额对政府补助依赖程度高，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2018年经营活动现金流入量9.30亿元，同比下降38.45%，主要系往来款等收到的现金减少。其中销售商品、提供劳务收到的现金1.06亿元，较上年大幅增加；收到其他与经营活动有关的现金8.12亿元，较上年大幅减少。经营活动现金流出2.65亿元，同比大幅下降89.67%，主要系项目支出和往来款等支出的现金减少。其中购买商品、接受劳务支付的现金2.38亿元，同比下降82.36%；支付其他与经营活动有关的现金为0.08亿元，同比大幅下降。2018年公司经营活动产生的现金流量净额为6.65亿元；公司现金收入比有所提高，为17.93%，收入实现质量差。

从投资活动来看，2018年公司投资活动现金流入-2.54亿元，主要是处置子公司及其他单位收到的现金净额-3.72亿元系划出子公司持有的货币资金；购建固定资产、无形资产等支付的现金0.31亿元，主要是荡口古镇等工程建设支出。2018年公司投资活动产生的现金流量净额-2.85亿元。

2018年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为3.80亿元，公司外部融资压力缓解。从筹资活动来看，2018年公司筹资活动现金净流出7.77亿元，主要为偿付债券本息支付的现金。

表8 2017—2018年公司现金流情况

(单位：亿元、%)

科目	2017年	2018年
经营活动净现金流	-10.53	6.65
投资活动净现金流	-7.50	-2.85
筹资活动净现金流	17.91	-7.77
现金收入比	5.92	17.93

资料来源：审计报告

跟踪期内，公司现金收入比有所提高，但回款质量仍很差；因往来款净流入规模大、回款增加以及项目支出减少，公司经营活动现金流净额大幅增加，外部筹资压力明显缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着到期债券的兑付，2018年底公司流动比率和速动比率分别上升至437.50%和159.74%。公司经营现金流流动负债比15.14%，经营活动现金流净额对流动负债保障能力弱。2018年底，公司现金类资产为8.03亿元，相当于短期债务的10.03倍，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为2.58亿元，同比下降9.34%，全部债务/EBITDA为26.48倍，较上年变化不大。EBITDA利息倍数持续下降，2018年为0.97亿元。

截至2018年底，公司获得银行授信总额0.80亿元，已使用0.80亿，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年底，公司对外担保余额共45.30亿元，担保对象全部是锡山区国有企业，担保对象区域集中度较高，均为关联企业，担保比率32.06%。

表9 截至2018年底公司对外担保明细

(单位：万元)

被担保方	余额
无锡鹅湖环境治理有限公司	34000
无锡锡山融通经济发展有限公司	54000
无锡市锡山城市投资发展有限公司	300000
无锡城东投资有限公司	35000
无锡创美环境修复有限公司	30000
合计	453000

资料来源：公司提供

考虑到公司所获得的外部支持等因素，公司整体偿债能力很强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，“17锡东债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产总额219.82亿元，同比下降2.98%。母公司资产占合并口径资产总额的86.60%。其中，流动资产为193.88亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为141.84亿元，同比变化不大。其中，实收资本占10.58%、资本公积占75.05%。公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债总额77.98亿元，较上年增长93.43%，主要由非流动负债构成。母公司2018年资产负债率为35.48%，同比小幅下降，但整体债务负担较轻。

2018年，母公司营业收入为5.56亿元，占合并口径营业收入的94.02%。营业成本为5.07亿元。公司2018年净利润为1.20亿元，同比小幅下降。

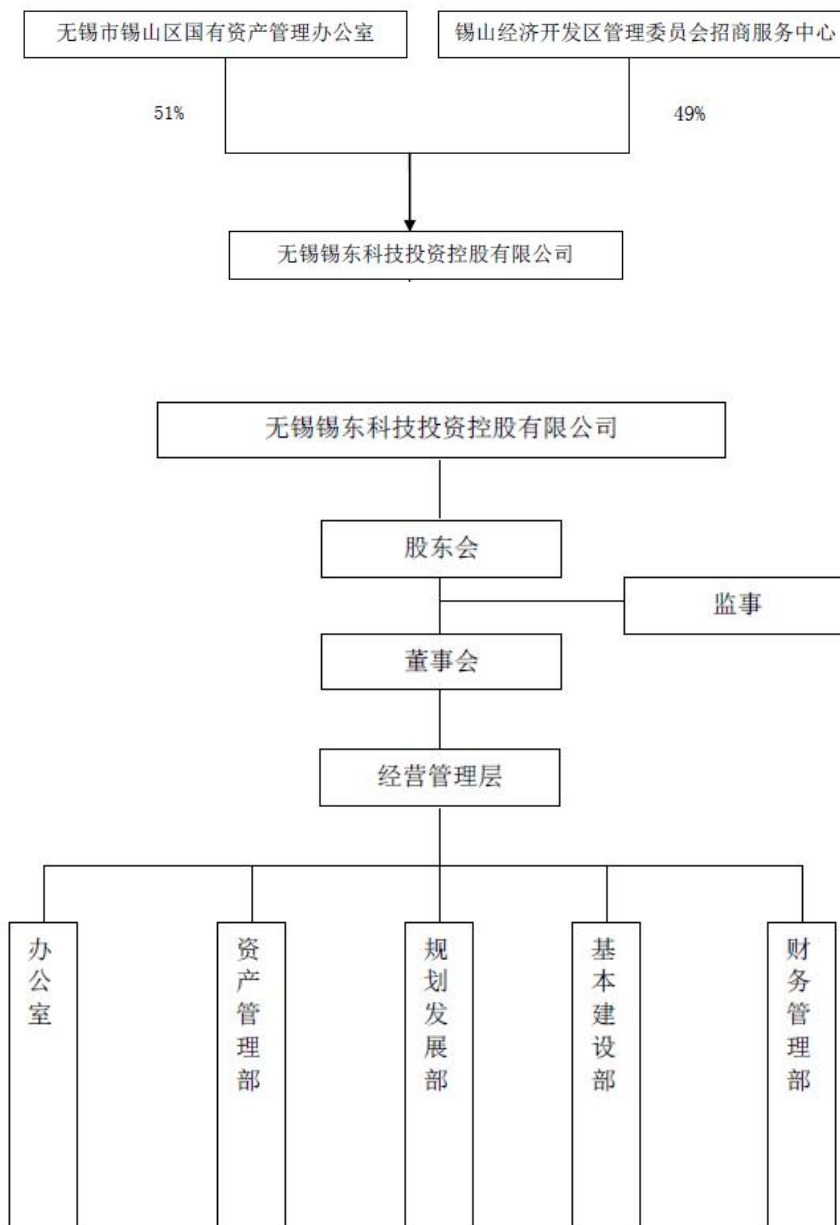
十、存续期债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券中由联合资信评级的债券为“17锡东债”，债券余额15.00亿元。

2018年，公司EBITDA和经营活动现金流入量为2.58元和9.30亿元，分别为“17锡东债/17锡东债”债券余额15.00亿元的0.17倍和0.62倍。“17锡东债”设置了分期还本条款，第3~7年末分别支付本金的20%（3.00亿元）。2018年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为分期还本的0.86倍和3.10倍。公司2018年经营活动现金流入量对“17锡东债/17锡东债”未来分期还本覆盖能力较强。

十一、结论

附件 1-1 2018 年底公司股权结构和组织架构图



附件 1-2 2018 年底纳入公司合并范围子公司情况

(单位: 万元, %)

企业名称	级次	经营范围	持股比例
无锡新天地农业发展有限公司	一级	农业综合、房地产开发, 投资	52.50
无锡荡口古镇建设发展有限公	一级	区内基础设施开发建设, 投资	100.00
无锡集智科技有限公司	一级	房地产、软件技术开发, 投资	51.00
无锡市锡山污水处理有限公司	一级	污水处理	66.67
无锡锡州轨道交通科技发展有	一级	轨道交通技术服务	100.00
无锡锡州新材料科技发展有限	一级	新材料研发	100.00
无锡宏普置业有限公司	二级	房产开发、经营	100.00
无锡赛维拉商业市场有限公司	二级	市场经营场地及设施租赁、市场管理服务	100.00
无锡宏泰置业有限公司	二级	房产开发、经营	100.00
无锡高精科技农业有限公司	二级	花卉、苗木的组织培养	90.00
无锡市太湖米业有限公司	二级	大米销售; 农作物的种植及销售等	90.00
无锡现代农业博览园有限公司	二级	农业会展服务、花卉的种植	90.00
无锡农博园商贸有限公司	二级	花卉、苗木的销售; 果品、蔬菜、肉、禽、蛋、水产品的零售等	100.00

资料来源: 公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.46	12.84	8.03
资产总额(亿元)	259.02	283.37	253.83
所有者权益(亿元)	145.51	146.84	141.28
短期债务(亿元)	6.54	7.89	0.80
长期债务(亿元)	49.57	66.49	67.63
全部债务(亿元)	56.11	74.38	68.43
营业收入(亿元)	6.76	6.53	5.91
利润总额(亿元)	1.81	1.40	1.18
EBITDA(亿元)	3.19	2.85	2.58
经营性净现金流(亿元)	2.14	-10.53	6.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.21	0.17	0.14
存货周转次数(次)	0.06	0.05	0.04
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02
现金收入比(%)	38.38	5.92	17.93
营业利润率(%)	11.63	12.60	11.76
总资本收益率(%)	1.48	1.19	1.16
净资产收益率(%)	1.20	0.91	0.83
长期债务资本化比率(%)	25.41	31.17	32.37
全部债务资本化比率(%)	27.83	33.62	32.63
资产负债率(%)	43.82	48.18	44.34
流动比率(%)	298.20	297.89	437.50
速动比率(%)	126.34	121.89	159.74
经营现金流动负债比(%)	3.34	-15.04	15.14
全部债务/EBITDA(倍)	17.59	26.09	26.48
EBITDA 利息倍数(倍)	2.60	1.31	0.97

注：其他非流动负债中有息债务已调整至长期债务

附件 3 主要计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
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	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变