

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]195 号

---

无锡沪宁城铁惠山站区投资开发有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司 2018 年以来经营情况及相关行业进行综合分析的基础上，我对贵公司及“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”的信用状况进行了跟踪评级。经我公司信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十四日



# 信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]195 号

---

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司及其发行的“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持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；同时维持“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”的信用等级为 AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十四日



## 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、评级人员与无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 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，未受无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- “16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”信用等级至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019 年 6 月 24 日



# 2016 年沪宁城铁惠山站区棚户区改造 项目收益债券 2019 年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】195 号

## 跟踪评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

债券信用等级：AAA

差额补偿人/主体信用等级/展望：无锡惠新资产经营管理有限公司/AA/稳定

保证人/主体信用等级/展望：中合中小企业融资担保股份有限公司/AAA/稳定

评级时间：2019 年 6 月 24 日

## 上次评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

债券信用等级：AAA

差额补偿人/主体信用等级/展望：无锡惠新资产经营管理有限公司/AA/稳定

保证人/主体信用等级/展望：中合中小企业融资担保股份有限公司/AAA/稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

## 债券概况

债券简称：“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”

发行额：10 亿元

存续期：2016 年 6 月 8 日至 2021 年 6 月 8 日

偿还方式：每年付息一次，分期偿还本金

增信方式：差额补偿承诺/连带责任保证

## 评级小组负责人

齐剑初

## 评级小组成员

妙青丹

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

## 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”）发行金额 10 亿元，募集资金全部用于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”）负责实施的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。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，2018 年以来，无锡市惠山区经济继续保持较快增长，经济实力较强；惠山城铁继续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，业务仍具有较强的区域专营性；惠新资产综合财务实力很强，为本期债券提供的无条件差额补偿责任仍具有一定的增信作用；中合担保综合财务实力极强，为本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司流动资产中变现能力较弱的存货占比很高，资产流动性仍较弱；公司土地开发整理业务易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，未来仍存在一定的不确定性；本期债券募投项目回款情况较差，项目现金流入未达预期。

东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为 AAA。



### 跟踪评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

债券信用等级：AAA

差额补偿人/主体信用等级/展望：无锡惠新资产经营管理有限公司/AA/稳定

保证人/主体信用等级/展望：中合中小企业融资担保股份有限公司/AAA/稳定

评级时间：2019 年 6 月 24 日

### 上次评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

债券信用等级：AAA

差额补偿人/主体信用等级/展望：无锡惠新资产经营管理有限公司/AA/稳定

保证人/主体信用等级/展望：中合中小企业融资担保股份有限公司/AAA/稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

### 债券概况

债券简称：“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”

发行额：10 亿元

存续期：2016 年 6 月 8 日至 2021 年 6 月 8 日

偿还方式：每年付息一次，分期偿还本金

增信方式：差额补偿承诺/连带责任保证

### 评级小组负责人

齐剑初

### 评级小组成员

妙青丹

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

### 惠山城铁主要数据和指标

| 项目             | 2016 年 | 2017 年  | 2018 年  |
|----------------|--------|---------|---------|
| 资产总额（亿元）       | 120.02 | 112.84  | 107.25  |
| 所有者权益（亿元）      | 75.80  | 76.69   | 78.94   |
| 全部债务（亿元）       | 36.57  | 32.20   | 27.07   |
| 营业收入（亿元）       | 10.52  | 7.87    | 7.96    |
| 利润总额（亿元）       | 0.79   | 1.19    | 2.39    |
| EBITDA（亿元）     | 2.61   | 2.74    | 4.23    |
| 营业利润率（%）       | 2.82   | 16.67   | 31.69   |
| 净资产收益率（%）      | 1.04   | 1.16    | 2.85    |
| 资产负债率（%）       | 36.84  | 32.04   | 26.39   |
| 全部债务资本化比率（%）   | 32.54  | 29.57   | 25.53   |
| 流动比率（%）        | 996.04 | 1142.87 | 1403.96 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 14.03  | 11.77   | 6.40    |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.51   | 1.89    | 2.43    |

注：表中数据来源于 2016 年~2018 年经审计的公司财务报表

### 优势

- 2018 年以来，无锡市惠山区经济继续保持较快增长，经济实力较强；
- 惠山城铁继续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，业务仍具有较强的区域专营性；
- 惠新资产综合财务实力很强，为本期债券提供的无条件差额补偿责任仍具有一定的增信作用；
- 中合担保综合财务实力极强，为本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

### 关注

- 跟踪期内，公司流动资产中变现能力较弱的存货占比很高，资产流动性仍较弱；
- 公司土地开发整理业务易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，未来仍存在一定的不确定性；
- 本期债券募投项目回款情况较差，项目现金流入未达预期。

## 跟踪评级说明

根据相关监管要求及 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“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”或“本期债券”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于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”）提供的相关经营、财务资料以及公开信息，进行本次定期跟踪评级。

## 发行人/项目实施主体概况

“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”的项目实施主体为惠山城铁。

截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为 11.75 亿元，其中无锡惠新资产经营管理有限公司（以下简称“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。跟踪期内，公司实收资本和股权结构未发生变化。

跟踪期内，公司作为惠山区重要的基础设施投资建设主体之一，继续从事城铁惠山站区的土地开发整理、基础设施及保障房建设等业务。

截至 2018 年末，惠山城铁纳入合并报表范围的二级全资子公司共 5 家，较 2017 年末增加无锡沪宁城铁惠山站区产业发展有限公司（以下简称“惠山产发”），惠山产发为公司于 2018 年出资设立。

表 1：截至 2018 年末惠山城铁下属子公司概况

单位：万元、%

| 公司名称               | 业务性质                     | 注册资本  | 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  |
| 无锡恒笙鼎汇科技有限公司       | 科技企业投资                   | 35000 | 100  |
| 无锡纵合商贸有限公司         | 商品进出口业务                  | 500   | 100  |
| 无锡优进优出商贸有限公司       | 日用品的销售、企业咨询              | 1000  | 100  |
| 无锡沪宁城铁惠山站区产业发展有限公司 | 对外投资，房地产开发经营，城市基础设施开发建设等 | 50000 | 100  |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”募集资金 10 亿元，起息日为 2016 年 6 月 8 日，到期日为 2021 年 6 月 8 日，还本付息方式为每年付息一次，分期还本。截至本报告出具日，“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”到期本息已按期支付。

城铁惠山站区棚户区改造工程为本期债券募投项目，该项目已于 2017 年完工，累计完成投资 21.53 亿元，其中募集资金 10 亿元已全部使用完毕。截至 2019 年 5 月末，该项目累计实现现金流入为 6.25 亿元。

## 宏观经济与政策环境

### 宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4% 大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

### 政策环境

## M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

## 减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间；2018 年以来城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升，市场化程度持续提高

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、



改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

20 世纪 90 年代以来，我国城镇化进程不断加快，城市基础设施投资规模也保持快速增长。1995 年～2018 年，城镇化率由 29.04% 增加至 59.58%，平均每年增长 1.3 个百分点，意味着平均每年约 2000 万农村人口流入城镇。1995 年～2017 年，基础设施完成投资完成额由 0.41 万亿元增加至 17.31 万亿元，年均复合增长率为 18.52%；城市建成区面积由 19264.00 平方公里增加至 56225.38 平方公里，年均复合增长率为 4.99%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2018 年末 59.58% 的城镇化率与发达国家 80% 的平均水平还存在较大差距。城市基础设施总量不足、标准不高、发展相对滞后等问题仍很突出。如：2002 年～2017 年，城镇家庭平均每百户拥有的汽车数量由 0.88 辆增加至 37.50 辆，而人均城市道路面积仅由 8.10 平方米增加至 16.05 平方米。整体来看，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。

城市基础设施建设一直受到国家层面的高度关注，中央不断出台相关政策文件保障行业发展的健康有序。2014 年 3 月国家发改委发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》对提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展等进行了中长期系统规划。2016 年发布的“十三五”规划则提出加快新型城镇化步伐、推进城乡发展一体化。2018 年又有《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》、《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》等文件出台。

城投企业是进行城市基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。为防范地方政府债务风险，从国发【2014】43 号文到新《预算法》，中央各部委出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离城投公司的政府融资职能，城投公司从政府融资平台逐步转为市场化的建设及经营主体。2018 年以来，随着发改办财金【2018】194 号文和财金【2018】23 号文的发布，政府委托代建项目的融资难度不断增加，促使城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升。

城投公司的经营性业务涉及城市开发建设的方方面面，包括产业园区及厂房建设、商业综合体开发、教科文卫等公共设施、停车场、地下综合管廊、保障房建设、房地产开发、旅游景区开发等，以及水务、燃气、公交等公用事业。但与政府委托代建模式相比，经营性项目主要通过项目自身的收入和现金流来平衡项目投入，面临的不确定因素相对较多，城投公司面临的经营压力将有所上升。由于城投公司的经营性业务大多与城市开发建设相关，对于促进地区经济社会协调发展具有重要意义，地方政府对其仍保持很强的支持意愿，但具体的支持措施将通过股东支持或财政补贴等更加规范化的方式来实现。

## 地区经济

### 1. 无锡市

**跟踪期内，无锡市经济继续保持较快增长，经济实力依然很强**

跟踪期内，无锡市经济继续保持较快增长，经济实力依然很强。2018 年，无锡市地区生产总值为 11438.62 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%，在江苏省 13 个地级市中排名第 3 位。按常住人口计算，2018 年，无锡市人均地区生产总值

为 17.43 万元。2018 年，无锡市三次产业结构比例由 2017 年的 1.5: 47.2: 51.3 调整为 1.1: 47.8: 51.1。同期，无锡市规模以上工业企业实现增加值 3618.71 亿元，同比增长 9.0%。在无锡市统计的 264 只主要工业产品中，产品产量比上年增长的有 136 只，占全市统计产品数的 51.5%。在无锡市跟踪统计的 30 种重点产品中，有 14 种产品的产量实现增长。

## 2. 惠山区

### 跟踪期内，无锡市惠山区经济继续保持较快增长，经济实力较强

2018 年，惠山区地区生产总值为 907.38 亿元，同比增长 7.2%，经济保持较快增长。第二产业仍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。2018 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 1470.17 亿元，同比增长 15.0%。

表 2：2016 年~2018 年无锡市惠山区主要经济指标

单位：亿元

| 项目          | 2016 年          | 2017 年 | 2018 年          |
|-------------|-----------------|--------|-----------------|
| 地区生产总值      | 722.4           | 823.9  | 907.38          |
| GDP 增速 (%)  | 7.7             | 7.5    | 7.2             |
| 规模以上工业总产值   | 1507.4          | -      | 1470.17         |
| 固定资产投资      | 656.5           | 669.0  | -               |
| 社会消费品零售总额   | 176.3           | 195.0  | 216.15          |
| 进出口总额 (亿美元) | 27.2            | 30.0   | 33.89           |
| 三次产业结构      | 2.3: 59.2: 38.5 | -      | 1.8: 58.4: 39.8 |

资料来源：公开资料，东方金诚整理

惠山区三产结构持续优化，第三产业对经济贡献增加。2018 年，惠山区第三产业实现增加值 360.71 亿元，占地区生产总值比重较 2017 年提高 0.8 个百分点。惠山区房地产市场活跃。2018 年，惠山区商品房销售额 251.49 亿元，同比增长 44.3%，其中住宅销售额 238.14 亿元，同比增长 50.8%；销售面积 217.14 万平方米，同比增长 6.5%，其中住宅销售面积 201.31 万平方米，同比增长 8.3%。对外贸易增长较快。2018 年惠山区实现外贸进出口总额 33.89 亿美元，同比增长 11.2%。其中出口总额 29.16 亿美元，同比增长 10.6%；进口总额 4.73 亿美元，同比增长 14.7%。

## 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<sup>1</sup>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（以

<sup>1</sup> 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。

下简称“站区管委会”)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。

## 财政状况

### 1. 无锡市

#### 无锡市一般公共预算收入保持较快增长,财政实力很强

2018 年,无锡市一般公共预算收入 1012.28 亿元,同比增长 8.8%。其中,税收收入 860.5 亿元,同比增长 14.4%。同期,无锡市一般公共预算支出 1056 亿元,同比增长 6.9%;地方财政自给率为 95.86%。

2018 年,无锡市市本级政府性基金收入 202.0 亿元,政府性基金支出 180.6 亿元。

政府债务方面,截至 2018 年末,无锡市市本级地方政府债务余额 290.6 亿元,其中一般债务余额 132.7 亿元,专项债务余额 157.9 亿元。

### 2. 惠山区

#### 惠山区一般公共预算收入保持较快增长,财政自给程度很高

2018 年,惠山区实现一般公共预算收入 92.35 亿元,同比增长 8.0%;其中税收收入 79.83 亿元,同比增长 11.9%。同期,惠山区一般公共预算支出 83.70 亿元,同比增长 2.0%,地方财政自给率由 2017 年的 104.19%提高到 110.33%。

2018 年,惠山区政府性基金收入 64.70 亿元,同比增长 25.48%,主要系惠山区内国有土地使用权出让收入;政府性基金支出 92.10 亿元,同比增长 52.53%。

政府债务方面,截至 2018 年末,惠山区地方政府债务余额 115.96 亿元,较上年增加 27.16 亿元。

## 发行人/项目实施主体信用状况

### 业务运营

跟踪期内,公司营业收入略有增长,主要来自于基础设施和保障房建设及土地开发整理业务,毛利润及毛利率增长较快

受无锡市惠山区人民政府委托,跟踪期内,公司继续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。

2018 年,公司营业收入为 7.96 亿元,同比变化较小,由基础设施和保障房建设及土地开发整理收入构成。其中,代建的基础设施建设收入 3.45 亿元,榭丽花

园小区的住宅销售和商业部分租赁形成的保障房收入合计 1.24 亿元，土地开发整理收入 3.27 亿元。

2018 年，公司毛利润为 2.52 亿元，毛利率为 31.73%，毛利润和毛利率同比均增加较多，主要系土地出让的毛利润和毛利率较高所致。

表 3：公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况

单位：万元、%

| 项目         | 2016 年    |        | 2017 年   |        | 2018 年   |        |
|------------|-----------|--------|----------|--------|----------|--------|
|            | 金额        | 占比     | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     |
| 营业收入       | 105167.88 | 100.00 | 78731.34 | 100.00 | 79554.75 | 100.00 |
| 土地开发整理     | -         | -      | -        | -      | 32678.82 | 41.08  |
| 基础设施和保障房建设 | 105163.03 | 100.00 | 78731.34 | 100.00 | 46875.92 | 58.92  |
| 其他         | 4.85      | 0.00   | -        | -      | -        | -      |
| 毛利润        | 2966.34   | 100.00 | 13156.53 | 100.00 | 25244.65 | 100.00 |
| 土地开发整理     | -         | -      | -        | -      | 18367.30 | 72.76  |
| 基础设施和保障房建设 | 2962.38   | 99.87  | 13156.53 | 100.00 | 6877.35  | 27.24  |
| 其他         | 3.96      | 0.13   | -        | -      | -        | -      |
| 毛利率        | 2.82      |        | 16.71    |        | 31.73    |        |
| 土地开发整理     | -         |        | -        |        | 56.21    |        |
| 基础设施和保障房建设 | 2.82      |        | 16.71    |        | 14.67    |        |
| 其他         | 81.54     |        | -        |        | -        |        |

资料来源：审计报告，东方金诚整理

### 土地开发整理

跟踪期内，公司实现土地开发整理业务收入，该业务易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，未来仍存在一定的不确定性

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。

跟踪期内，公司土地开发整理业务模式未发生变化，仍为土地整理并出让后，扣除相应的税费，惠山区财政局将剩余的土地出让金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，公司以返还额确认土地开发整理收入，并结转相应成本。

2018 年，公司实现土地开发整理收入 3.27 亿元，毛利润 1.84 亿元，毛利率 56.21%。截至 2018 年末，公司已整理待出让土地面积共计 2500 亩，土地整理成本约 180 万元/亩。未来三年，公司预计出让土地 304.52 亩，实现收入 9.90 亿元。该业务易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，实际出让情况仍存在一定的不确定性。



表 4：公司未来三年土地出让计划

单位：亩、万元

| 时间     | 出让面积   | 开发成本     | 出让收益     |
|--------|--------|----------|----------|
| 2019 年 | 91.68  | 16502.40 | 29796.00 |
| 2020 年 | 91.57  | 16482.60 | 29760.25 |
| 2021 年 | 121.27 | 21828.60 | 39412.75 |
| 合计     | 304.52 | 54813.60 | 98969.00 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 基础设施和保障房建设

跟踪期内，公司继续从事站区内的基础设施及保障房建设，业务仍具有较强的区域专营性

受惠山区人民政府、站区管委会及相关方委托，跟踪期内公司继续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，业务仍具有较强的区域专营性。

跟踪期内，公司基础设施和保障房建设业务模式未发生变化，仍分为代建模式和自建运营模式。截至 2018 年末，公司重点在建项目合计计划总投资 13.84 亿元，累计已投资 2.12 亿元，尚需投资 11.72 亿元（详见下表）。

代建模式下，公司承建的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等。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，二期项目为市政配套路网二期工程。截至 2018 年末，市政配套基础设施工程和污水处理设施系统工程均已完工。2018 年，公司就污水处理设施系统工程确认基础设施代建收入 3.45 亿元，结转成本 3.00 亿元。

自建运营模式下，除本期债券募投项目城铁惠山站区棚户区改造工程，2018 年，公司新承建了智能制造园项目。

表 5：截至 2018 年末公司基础设施和保障房项目概况

单位：亿元

| 项目名称           | 建设周期 | 计划总投资 | 累计投资  | 状态 | 业务模式 |
|----------------|------|-------|-------|----|------|
| 城铁惠山站区环境综合整治工程 | 2 年  | 5.82  | 1.55  | 在建 | 代建   |
| 智能制造园项目        | 2 年  | 8.02  | 0.57  | 在建 | 自营   |
| 在建项目合计         | -    | 13.84 | 2.12  | -  | -    |
| 城铁惠山站区棚户区改造工程* | 4 年  | 21.53 | 21.53 | 完工 | 自营   |
| 榭丽花园保障性小区三四五期  | 5 年  | 11.70 | 12.51 | 完工 | 代建   |
| 完工项目合计         | -    | 33.23 | 34.04 | -  | -    |

备注：带“\*”项目为本期债券募投项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 本期债券募投项目回款情况较差，项目现金流入未达预期

本期债券募投项目计划对 8 个地块进行平整改造，并在 A、C 两个地块上建设榭丽花园一期和二期。募投项目已于 2017 年 3 月完工对外销售，公司通过剩余安置房出售、配套商业用房及地下车位出租等方式取得项目收益。2018 年榭丽花园

确认住宅销售、商铺租赁收、车位租赁收入合计 1.25 亿元，具体情况如下表所示。本期债券募投项目销售对象为无锡惠聚建设发展有限公司和无锡中惠物业有限公司，截至 2019 年 5 月末，该项目累计实现现金流入为 6.25 亿元。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》现金流预测，2016 年~2018 年募投项目预计产生现金流入分别为 8.50 亿元、4.55 亿元和 4.92 亿元。本期债券募投项目回款情况较差，项目现金流入未达预期。

表 6：截至 2018 年末公司募投项目销售概况

| 项目名称              | 金额        |
|-------------------|-----------|
| 安置后剩余住宅税后销售收入（万元） | 82350.15  |
| 销售面积（平方米）         | 109073.05 |
| 税后单价（元/平方米）       | 7550      |
| 税后配套商业用房长租收入（万元）  | 30535.34  |
| 面积（平方米）           | 23488.72  |
| 税后单价（万元/平方米）      | 1.30      |
| 税后地下车位长租收入（万元）    | 11599     |
| 数量（个）             | 1657      |
| 税后单价（万元/个）        | 7         |
| 财政补贴收入（万元）        | 12000     |
| 合计                | 136484.49 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，拟建项目主要为自营项目量子感知产业园+电极装备制造园，建筑面积约 15 万平方米，包括土建及安装工程。该项目计划总投资 9.00 亿元，工期为 2019 年 7 月至 2021 年 7 月。公司在建和拟建项目投资规模较大，预计未来存在一定的投资压力。

## 财务分析

公司提供了 2018 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 2018 年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。跟踪期内，公司未变更审计机构。2018 年末，纳入公司合并报表的二级子公司为 5 家，较 2017 年末增加惠山产发，详见表 1。

### 1. 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货占比仍然很高，资产流动性较弱

2018 年末，公司资产总额同比下降 4.96%，其中流动资产占资产总额的比例为 97.73%。

流动资产方面，2018 年末，公司流动资产同比下降 5.04%，主要由存货、应收账款构成，其中存货占比为 84.06%，应收账款占比为 9.78%，合计 93.84%。

表 7：2016 年~2018 年末公司资产主要指标情况

单位：亿元

| 科目      | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|---------|---------|---------|---------|
| 资产总额    | 120.02  | 112.84  | 107.25  |
| 流动资产    | 117.49  | 110.37  | 104.81  |
| 其中：存货   | 91.84   | 89.93   | 88.11   |
| 应收账款    | 8.48    | 9.55    | 10.25   |
| 其他应收款   | 10.83   | 8.69    | 4.96    |
| 货币资金    | 6.33    | 2.20    | 1.48    |
| 非流动资产   | 2.53    | 2.47    | 2.44    |
| 其中：固定资产 | 2.37    | 2.27    | 2.17    |

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司存货主要是基础设施项目成本、保障房建设成本以及站区管委会向公司划拨的土地使用权。2018 年末，公司存货同比下降 2.03%；其中，公司存货中政府划拨的土地使用权为 53.42 亿元，同比减少 1.24 亿元，系确认土地开发整理收入结转成本所致，公司上述土地使用权均已取得权证，土地性质均为划拨，土地用途主要为前期基础设施开发建设；基础设施工程成本为 17.01 亿元；募投项目棚户区改造尚未结转成本为 8.32 亿元；保障房建设尚未结转成本为 7.97 亿元；污水处理设施工程账面价值为 0.82 亿元。总体来看，公司存货变现能力较弱。

2018 年末，公司应收账款同比增长 7.33%，系应收无锡惠聚建设发展有限公司和无锡中惠物业有限公司的本期债券募投项目销售款项，金额分别为 6.39 亿元和 3.86 亿元，账龄在 3 年以内。公司应收账款未计提坏账准备。总体来看，公司应收账款存在一定的流动性风险。

公司其他应收款主要系往来款。2018 年末，公司其他应收款同比下降 42.86%，其他应收款前五名主要为城际铁路惠山站区管理委员会（往来款）、无锡惠丰生态农业有限公司（往来款）、北银金融租赁有限公司（保证金）、光大银行无锡分行（保证金）和无锡中惠创业投资有限公司（往来款），合计金额 4.96 亿元，占比 100.00%，账龄在 3 年以内。

截至 2018 年末，公司受限资产 0.89 亿元，占总资产的比重为 0.83%。其中抵押的土地使用权 0.59 亿元，银行承兑汇票保证金 0.30 亿元。

## 2. 所有者权益

2018 年末，公司所有者权益为 78.94 亿元，同比略有增长。其中，实收资本和资本公积均无变化；未分配利润同比增长 39.76%。

## 3. 负债

随着公司偿付到期债务，跟踪期内，公司有息债务规模继续减少，债务率水平较低且有所下降

公司负债以非流动负债为主。2018 年末，公司负债总额同比下降 21.70%。其中，流动负债占比 26.37%，同比下降 22.70%，主要为一年内到期的非流动负债，包括 5.50 亿元一年内到期的长期借款和 0.43 亿元一年内到期的长期应付款。

2018 年末，公司负债总额中非流动负债占比 73.63%，包括应付债券 15.53 亿元，为公司发行的“16 惠城铁”<sup>2</sup>和“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”；长期借款 4.98 亿元，主要为金融机构借款 3.98 亿元和公司发行的 2018 年第一期债权融资计划 1.00 亿元；长期应付款主要为应付融资租赁借款。此外，公司于 2019 年 5 月发行 5 亿元的“19 惠城铁”。

表 8：2016 年~2018 年末公司债务主要指标情况

单位：亿元

| 项目             | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 负债总额           | 44.22   | 36.15   | 28.31   |
| 流动负债           | 11.80   | 9.66    | 7.47    |
| 其中：一年内到期的非流动负债 | 3.40    | 4.40    | 5.93    |
| 其他应付款          | 7.37    | 3.48    | 0.67    |
| 应付账款           | 0.21    | 0.03    | 0.02    |
| 非流动负债          | 32.42   | 26.49   | 20.84   |
| 其中：应付债券        | 15.53   | 15.53   | 15.53   |
| 长期借款           | 15.72   | 10.20   | 4.98    |
| 长期应付款          | 1.17    | 0.76    | 0.33    |
| 全部债务           | 36.57   | 32.20   | 27.07   |
| 其中：短期有息债务      | 4.15    | 5.70    | 6.23    |
| 长期有息债务         | 32.42   | 26.49   | 20.84   |

资料来源：审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务规模继续下降。2018 年末，公司全部债务同比下降 15.94%，其中长期有息债务占比为 77.00%。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 26.39%和 25.53%，同比分别下降 5.64 和 4.04 个百分点。

截至 2018 年末，公司对外担保余额为 15.61 亿元，担保比率为 19.77%，担保对象主要为无锡惠基产业发展有限公司、无锡惠灵生态农业有限公司和无锡惠禾生态农业发展有限公司等国有企业，为公司的关联方，但仍存在一定的代偿风险。

#### 4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润主要来自于基础设施和保障房建设及土地开发整理业务。2018 年，公司营业收入为 7.96 亿元；总资本收益率为 2.13%，净资产收益率为 2.85%，同比分别提高 1.31 和 1.69 个百分点，盈利能力依然较弱。

#### 5. 现金流

跟踪期内，公司经营性现金流持续为净流入状态，但对往来款依赖较大；筹资活动现金流持续净流出，流出规模减少

公司经营性现金流对于与政府和其他企业的往来款依赖较大。2018 年，公司经营产生的现金流入为 19.88 亿元，主要系收到的往来款、基础设施和保障房销售款及土地开发整理业务回款，现金收入比为 91.21%；经营活动现金流出为

<sup>2</sup> “16 惠城铁”已分别于 2019 年 1 月和 3 月回售完毕。

13.29 亿元，系公司投资的基础设施建设和保障房成本以及往来款；经营活动产生的现金流量净额为 6.58 亿元。

公司投资活动金额较小。筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入为 5.95 亿元，主要系金融机构借款取得的现金；筹资活动现金流出为 10.84 亿元，为公司偿付的债务和相应利息支出的现金，筹资活动净现金流为-4.89 亿元，持续净流出。

#### 6. 偿债能力

公司作为惠山区重要的基础设施投资建设主体之一，从事的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仍具有较强的区域专营性，预计仍将在惠山区基础设施建设领域发挥重要作用，能够得到较有力的外部支持，公司综合偿债能力仍然很强

2018 年末，公司流动比率为 1403.96%，速动比率为 223.76%，同比分别上升 261.09、12.10 个百分点；现金比率为 19.84%，同比下降 2.98 个百分点。公司速动资产中变现能力较弱的应收账款和其他应收款占比很大，资产流动性较弱，且现金比率很低，对流动负债的保障能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018 年末，公司全部债务/EBITDA 为 6.40 倍，EBITDA 对全部有息债务的保障程度一般。

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，能够得到较有力的外部支持，东方金诚认为公司偿债能力很强，维持公司主体信用等级 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

截至 2018 年末，惠新资产注册资本和实收资本仍为 5.00 亿元，惠山区国资办、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持股比例仍分别为 80%、10%和 10%。惠山区国资办仍为惠新资产实际控制人，较 2017 年末无变化。

截至 2018 年末，惠新资产纳入合并范围的直接控股子公司仍为惠山城铁。



## 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<sup>3</sup>，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。2018 年，惠新资产实现的基础设施和保障房建设收入为 6.33 亿元。

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。2018 年惠山城铁实现土地开发整理收入 3.27 亿元。

## 外部支持

2018 年，惠新资产收到惠山区政府的财政补贴资金 0.30 亿元。

## 财务状况

惠新资产提供了 2018 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 2018 年合并财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产方面，2018 年末，惠新资产资产总额为 148.78 亿元，同比下降 8.13%。从资产构成来看，同期末流动资产占资产总额的比例为 87.19%；但惠新资产的资产主要由变现能力较弱的存货和其他应收款构成，上述两项合计占资产总额的比重为 87.33%，资产流动性较弱。惠新资产其他应收款中应收无锡市惠山经济发展总公司往来款 17.60 亿元，应收惠山区重点工程指挥部 0.94 亿元。

负债方面，2018 年末，惠新资产负债总额为 52.94 亿元，同比下降 23.20%。其中，流动负债为 24.44 亿元，占负债总额的比重为 46.16%，以其他应付款为主，其他应付款主要系惠新资产与政府、平台公司的往来款；非流动负债为 28.51 亿元，主要为长期借款和应付债券。对外担保方面，2018 年末惠新资产担保金额为 36.99 亿元，担保比率为 38.60%，均为对当地国有企业的担保。

收入方面，2018 年，惠新资产实现的营业收入为 9.73 亿元，同比增长 2.85%，主要来自于基础设施、保障房和土地出让业务。同期，利润总额为 3.05 亿元，其中财政补贴占利润总额的比重为 9.84%。同期，惠新资产净资产收益率为 2.94%，盈利能力较弱。

现金流方面，2018 年，惠新资产经营活动现金流入为 34.89 亿元，主要是惠山区财政局拨付的基础设施项目款和往来款；经营活动现金流出为 38.96 亿元，主

<sup>3</sup>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。

要是支付的项目建设成本和往来款。2018 年，惠新资产经营性活动产生的净现金流-4.07 亿元，由净流入转为净流出。同期，惠新资产投资性净现金流-2.42 亿元，主要为支付的暂借款；筹资性净现金流为-3.23 亿元；现金及现金等价物净增加额为-9.72 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仍具有较强的区域专营性，得到了一定的外部支持。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，收入的实现仍具有一定的不确定性；惠新资产流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大，资产流动性仍较弱。

东方金诚维持惠新资产主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。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，对本期债券仍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。

中合担保是经中华人民共和国商务部和北京市金融工作局批准，并经国家工商行政管理总局核准，于 2012 年 7 月 19 日以发起方式设立的中外合资担保机构，成立时注册资本 51.26 亿元人民币，所有股东均以货币出资。2016 年，中合担保以定向增发股份的方式增加注册资本，增资完成后，注册资本上升至 71.76 亿元。截至 2018 年末，中合担保注册资本和实收资本均为 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中合担保 43.34%的股份。

表 9：截至 2018 年末中合担保股权结构

单位：亿股、%

| 股东名称                                      | 企业性质 | 股份数量  | 持股比例   |
|-------------------------------------------|------|-------|--------|
| 海航科技股份有限公司 <sup>4</sup>                   | 中外合资 | 19.10 | 26.62  |
| JPMorgan China Investment Company Limited | 外资企业 | 12.76 | 17.78  |
| 海航资本集团有限公司                                | 民营企业 | 12.00 | 16.72  |
| 中国宝武钢铁集团有限公司                              | 国有企业 | 10.50 | 14.63  |
| 海宁宏达股权投资管理有限公司                            | 民营企业 | 6.80  | 9.47   |
| 中国进出口银行                                   | 国有企业 | 5.00  | 6.97   |
| 西门子（中国）有限公司                               | 外资企业 | 3.50  | 4.88   |
| 内蒙古鑫泰投资有限公司                               | 国有企业 | 2.10  | 2.93   |
| 总计                                        |      | 71.76 | 100.00 |

数据来源：中合担保提供，东方金诚整理

注：由于四舍五入的原因，本表中某些指标的分项数之和可能不等于合计数。

中合担保以债券担保、贷款担保、信托担保、证券公司资产管理计划担保、项

<sup>4</sup> 2018 年 4 月 19 日，天津天海投资发展股份有限公司更名为海航科技股份有限公司。海航科技股份有限公司 A 股代码为 600751，B 股代码为 900938。

目融资担保等为主业，同时开展基金担保、诉讼保全担保、履约担保等非融资性担保业务，并以自有资金在监管许可范围内开展投资业务。截至 2018 年末，中合担保纳入合并报表的子公司共 7 家，分别经营投资管理、金融中介服务、应收账款保理和企业管理服务等业务。

表 10：截至 2018 年末中合担保并表子公司情况

单位：万元、%

| 子公司名称                   | 注册资本   | 持股占比 | 主要经营范围 |
|-------------------------|--------|------|--------|
| 中合共赢资产管理有限公司            | 5000   | 100  | 投资管理   |
| 中合投资控股有限公司 <sup>5</sup> | 0.0001 | 100  | 金融中介服务 |
| 中合明智商业保理（天津）有限公司        | 5000   | 100  | 应收账款保理 |
| 唐山市福佑企业管理有限公司           | 100    | 100  | 企业管理服务 |
| 西藏中正创业投资管理有限公司          | 11000  | 100  | 投资管理   |
| 北京中合大方投资管理有限公司          | 1000   | 100  | 投资管理   |
| 杭州中合明达股权投资管理有限公司        | 1000   | 100  | 投资管理   |

资料来源：中合担保提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，中合担保资产总额 116.50 亿元，净资产 83.60 亿元，担保余额 1004.98 亿元。2018 年，中合担保实现营业收入 11.57 亿元，利润总额为 1.14 亿元。

凭借雄厚的资本实力和丰富的业务渠道，中合担保业务结构不断改善，担保业务体系进一步多元；中合担保担保业务行业竞争力较强，债券担保业务市场占有率处于行业领先水平；中合担保债务结构合理，外部融资渠道通畅，整体偿债能力较强；中合担保资本实力位居国内融资担保公司前列，处于行业领先水平，抗风险能力较强。

同时，东方金诚也关注到，受企业经营压力持续上升影响，中合担保担保业务代偿金额持续上升，后续追偿压力较大；中合担保在保客户中地方城投公司所占份额较大，行业和客户集中度均处于较高水平；中合担保投资规模较大，且非标产品投资占比较高，面临较大的投后管理和结构调整压力；受担保业务及投资业务规模收缩、投资资产估值方式调整和资产减值损失计提增加影响，中合担保盈利能力大幅下降。

综上，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极强，对本期债券提供的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

## 结论

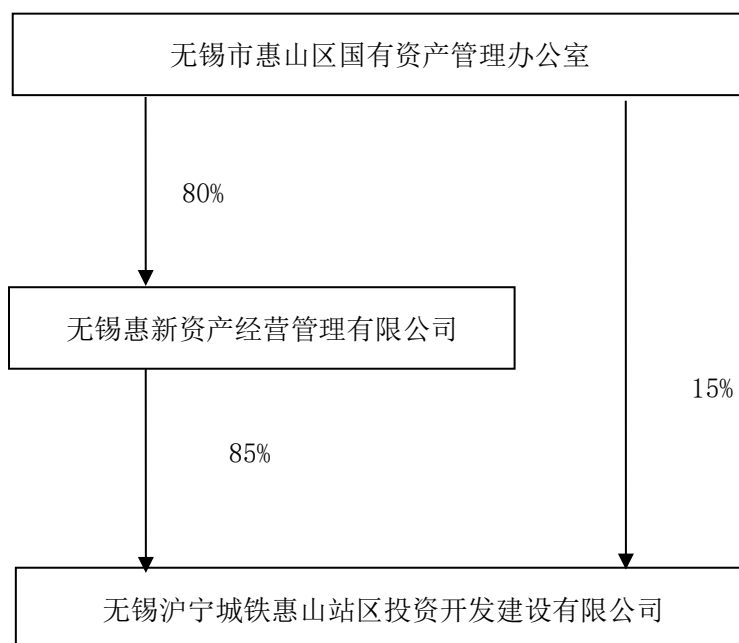
东方金诚认为，2018 年以来，无锡市惠山区经济继续保持较快增长，经济实力较强；惠山城铁继续从事无锡市城铁惠山站区的土地开发整理、基础设施和安置房建设，业务仍具有较强的区域专营性；惠新资产综合财务实力很强，为本期债券提供的无条件差额补偿责任仍具有一定的增信作用；中合担保综合财务实力极强，为本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

<sup>5</sup> 注册地为中国香港，注册资本为 1 港币。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司流动资产中变现能力较弱的存货占比很高，资产流动性仍较弱；公司土地开发整理业务易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，未来仍存在一定的不确定性；本期债券募投项目回款情况较差，项目现金流入未达预期。

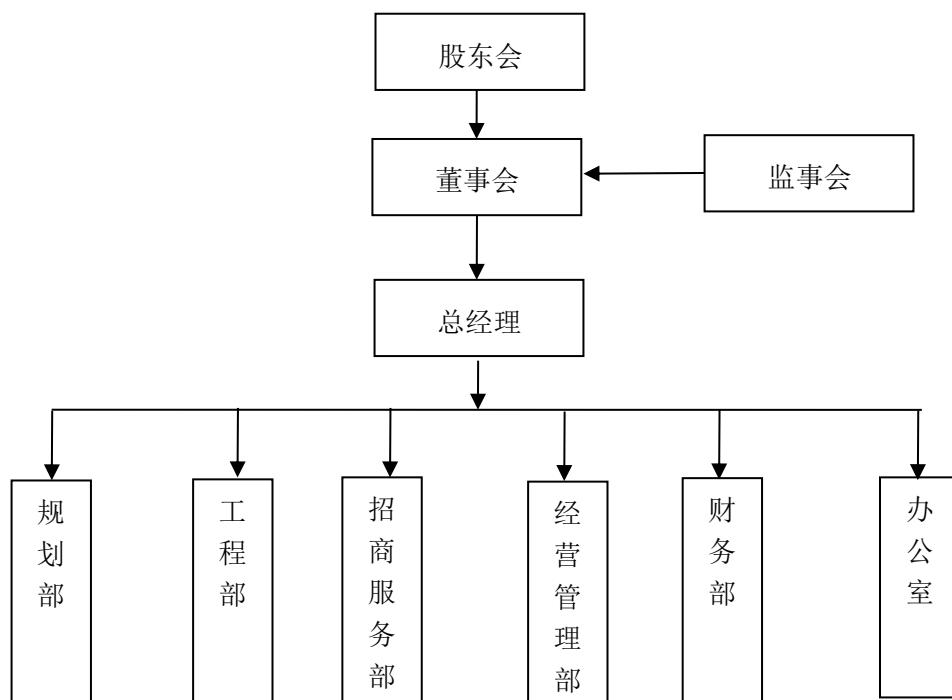
东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2018 年末公司股权结构图





附件二：截至 2018 年末公司组织架构图



附件三：惠山城铁主要财务数据和指标（单位：万元）

| 项目名称               | 2016 年（末）  | 2017 年（末）  | 2018 年（末）  |
|--------------------|------------|------------|------------|
| 货币资金               | 63317.73   | 22037.84   | 14808.82   |
| 应收账款               | 84783.03   | 95489.70   | 102484.49  |
| 其他应收款              | 108325.14  | 86865.40   | 49639.07   |
| 存货                 | 918408.49  | 899300.24  | 881074.23  |
| 流动资产合计             | 1174912.59 | 1103703.93 | 1048120.77 |
| 固定资产               | 23673.67   | 22706.76   | 21740.10   |
| 非流动资产合计            | 25257.92   | 24736.01   | 24370.52   |
| 资产总计               | 1200170.51 | 1128439.94 | 1072491.29 |
| 应付账款               | 2139.47    | 297.81     | 230.03     |
| 其他应付款              | 73736.95   | 34843.83   | 6661.40    |
| 一年内到期的非流动负债        | 34022.58   | 44047.90   | 59265.18   |
| 流动负债合计             | 117958.33  | 96572.61   | 74654.40   |
| 长期借款               | 157230.00  | 102030.00  | 49750.00   |
| 应付债券               | 155314.55  | 155314.55  | 155314.55  |
| 长期应付款              | 11650.56   | 7602.65    | 3337.47    |
| 非流动负债合计            | 324195.10  | 264947.20  | 208402.02  |
| 负债合计               | 442153.43  | 361519.82  | 283056.42  |
| 实收资本               | 117500.00  | 117500.00  | 117500.00  |
| 资本公积               | 592796.48  | 592796.48  | 592796.48  |
| 所有者权益合计            | 758017.08  | 766920.12  | 789434.87  |
| 营业收入               | 105167.88  | 78731.34   | 79554.75   |
| 利润总额               | 7881.92    | 11876.39   | 23901.29   |
| 净利润                | 7877.68    | 8903.05    | 22514.75   |
| 经营活动产生的现金流量净额      | -14671.04  | 32792.98   | 65840.51   |
| 投资活动产生的现金流量净额      | -602.93    | -457.33    | -24159.73  |
| 筹资活动产生的现金流量净额      | 55546.05   | -76615.53  | -48909.80  |
| 现金及现金等价物净增加额       | 40272.08   | -44279.89  | -7229.02   |
| 营业利润率(%)           | 2.82       | 16.67      | 31.69      |
| 总资本收益率(%)          | 0.71       | 0.82       | 2.13       |
| 净资产收益率(%)          | 1.04       | 1.16       | 2.85       |
| 资产负债率(%)           | 36.84      | 32.04      | 26.39      |
| 全部债务资本化比率(%)       | 32.54      | 29.57      | 25.53      |
| 流动比率(%)            | 996.04     | 1142.87    | 1403.96    |
| 速动比率(%)            | 217.45     | 211.66     | 223.76     |
| EBITDA 利息倍数(倍)     | 1.51       | 1.89       | 2.43       |
| 全部债务/EBITDA(倍)     | 14.03      | 11.77      | 6.40       |
| 筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍) | -0.04      | 0.10       | 0.15       |

附件四：惠新资产主要财务数据和指标（单位：万元）

| 项目名称          | 2016 年（末）  | 2017 年（末）  | 2018 年（末）  |
|---------------|------------|------------|------------|
| 货币资金          | 145713.81  | 147536.63  | 53215.99   |
| 应收账款          | 99059.97   | 95489.70   | 110984.23  |
| 其他应收款         | 285496.14  | 224342.06  | 189875.98  |
| 存货            | 968336.97  | 959613.48  | 942975.41  |
| 流动资产合计        | 1499422.18 | 1428532.21 | 1297165.76 |
| 可供出售金融资产      | 166250.00  | 167294.00  | 167855.00  |
| 固定资产          | 23676.20   | 22721.22   | 21741.09   |
| 非流动资产合计       | 191510.45  | 191000.47  | 190621.51  |
| 资产总计          | 1690932.63 | 1619532.69 | 1487787.27 |
| 应付票据          | 0.00       | 13000.00   | 3000.00    |
| 应付账款          | 2139.47    | 297.81     | 230.03     |
| 其他应付款         | 353561.46  | 302428.33  | 171410.00  |
| 一年内到期的非流动负债   | 34022.58   | 44047.90   | 59265.18   |
| 流动负债合计        | 401105.96  | 368132.64  | 244377.07  |
| 长期借款          | 207230.00  | 158280.00  | 126400.00  |
| 应付债券          | 155314.55  | 155314.55  | 155314.55  |
| 长期应付款         | 11650.56   | 7602.65    | 3337.47    |
| 非流动负债合计       | 374195.10  | 321197.20  | 285052.02  |
| 负债合计          | 775301.06  | 689329.84  | 529429.09  |
| 实收资本          | 50000.00   | 50000.00   | 50000.00   |
| 资本公积          | 620865.32  | 620865.32  | 620865.32  |
| 所有者权益合计       | 915631.57  | 930202.84  | 958358.18  |
| 营业收入          | 120912.21  | 94633.16   | 97326.82   |
| 利润总额          | 14317.96   | 18448.25   | 30483.78   |
| 净利润           | 13341.95   | 14571.27   | 28155.34   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -61509.26  | 77927.48   | -40714.69  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -36602.89  | -469.10    | -24159.73  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 49920.66   | -77885.56  | -32316.42  |
| 现金及现金等价物净增加额  | -48191.49  | -427.19    | -97190.84  |
| 营业利润率(%)      | 5.55       | 17.68      | 29.92      |
| 净资产收益率(%)     | 1.46       | 1.57       | 2.94       |
| 资产负债率(%)      | 45.85      | 42.56      | 35.58      |
| 流动比率(%)       | 373.82     | 388.05     | 530.81     |
| 速动比率(%)       | 132.41     | 127.38     | 144.94     |

## 附件五：主要财务指标计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                                                                                                                       |
| 毛利率               | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                                                                                                                                              |
| 营业利润率             | $(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$                                                                                                                             |
| 总资本收益率            | $(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$                                                                                                            |
| 净资产收益率            | $\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                                                                                                                                              |
| 利润现金比率            | $\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$                                                                                                                                                     |
| <b>偿债能力指标</b>     |                                                                                                                                                                                                       |
| 资产负债率             | $\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$                                                                                                                                                              |
| 全部债务资本化比率         | $\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$                                                                                                                           |
| 长期债务资本化比率         | $\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$                                                                                                                                         |
| 担保比率              | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                                                                                                                                             |
| EBITDA 利息倍数       | $\text{EBITDA} / \text{利息支出}$                                                                                                                                                                         |
| 全部债务/EBITDA       | $\text{全部债务} / \text{EBITDA}$                                                                                                                                                                         |
| 流动比率              | $\text{流动资产} / \text{流动负债} \times 100\%$                                                                                                                                                              |
| 速动比率              | $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债} \times 100\%$                                                                                                                                                |
| 经营现金流动负债比率        | $\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债} \times 100\%$                                                                                                                                                        |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$                                                                                                                                                                    |
| 筹资活动前现金流量净额利息保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$                                                                                                                                                                    |
| 筹资活动前现金流量净额本息保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的有息债务本金})$                                                                                                                                          |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                                                                                                                       |
| 销售债权周转次数          | $\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$                                                                                                                                                     |
| 存货周转次数            | $\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$                                                                                                                                                                         |
| 总资产周转次数           | $\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$                                                                                                                                                                         |
| 现金收入比率            | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                                                                                                                                                    |
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                                                                                                                       |
| 资产总额年平均增长率        | $(1) 2 \text{ 年数据: } \text{增长率} = (\text{本} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$<br>$(2) n \text{ 年数据: } \text{增长率} = \left[ (\text{本} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$ |
| 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        |                                                                                                                                                                                                       |

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

## 附件六：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。