

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】261号

无锡沪宁城铁惠山站区投资开发有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“16惠山棚改项目债/PR惠棚改”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，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”信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年六月十九日



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建设有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，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，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用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。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月19日



无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司主体及“16惠山棚改项目债/PR惠棚改”2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2020/6/19	AA/稳定	齐剑初	妙青丹 庞文静

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
16 惠山棚改项目债 /PR 惠棚改	AAA	AAA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

公司是无锡市惠山区重要的基础设施投资建设主体之一，主要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。无锡惠新资产经营管理有限公司为公司控股股东，惠山区国资办是公司实际控制人。

评级模型

1.基础评分模型

一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	21.60
	GDP 总量	32.00%	23.04		净资产总额	36.00%	21.60
	GDP 增速	4.00%	2.40		资产负债率	9.00%	9.00
	人均 GDP	4.00%	4.00		全部债务资本化比率	9.00%	9.00
	一般公共预算收入	32.00%	23.04		补助收入/利润总额	5.00%	2.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	1.60		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	3.00
	上级补助收入	4.00%	1.84				

2.二维矩阵映射

维度	地区综合实力									
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档	
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA	AA-
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+

基础模型参考等级

3.评级调整因素

基础模型参考等级 AA

评级调整因素 无

4.主体信用等级 AA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

东方金诚认为，2019 年以来，无锡市惠山区经济保持较快增长，经济实力较强；公司主营业务仍具有较强的区域专营性；差额补偿人无锡惠新资产经营管理有限公司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；担保人中合担保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，东方金诚关注到，公司资产流动性较弱；土地开发整理业务收入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。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 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。

同业对比

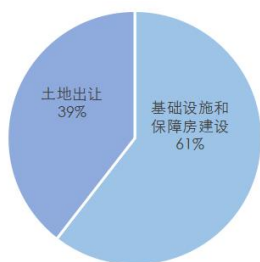
项目	无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司	绍兴市柯桥区城建投资开发集团有限公司	淄博市临淄区国有资产经营有限公司	平阳县国资发展有限公司
地区	无锡市惠山区	绍兴市柯桥区	淄博市临淄区	温州市平阳县
GDP (亿元)	937.07	1504.3	732.5	510.3
GDP 增速 (%)	6.8	7.6	3.0	8.9
人均 GDP (万元)	13.16	21.97	-	-
一般公共预算收入 (亿元)	95.57	131.41	72.10	38.03
一般公共预算支出 (亿元)	84.57	126.99	50.70	90.88
资产总额 (亿元)	122.39	486.87	161.32	391.45
所有者权益 (亿元)	80.98	148.73	68.86	148.81
营业收入 (亿元)	8.30	13.46	19.73	16.72
利润总额 (亿元)	2.11	3.08	1.76	3.43
资产负债率 (%)	33.83	69.45	57.31	61.99
全部债务资本化比率 (%)	33.00	67.64	51.07	57.14

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2019。

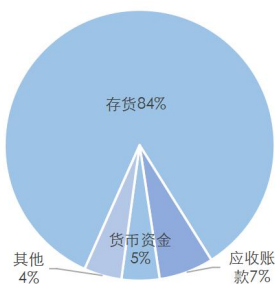
数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

2019 年公司营业收入构成



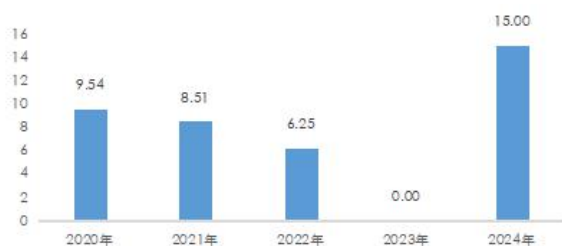
2019 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额	112.84	107.25	122.39
所有者权益	76.69	78.94	80.98
营业收入	7.87	7.96	8.30
利润总额	1.19	2.39	2.11
全部债务	31.44	26.73	39.89
资产负债率	32.04	26.39	33.83
全部债务资本化比率	29.08	25.30	33.00

2019 年末公司全部债务到期结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2017 年	2018 年	2019 年
地区	惠山区		
GDP 总量	830.5	907.4	937.1
GDP 增速	7.5	7.2	6.8
人均 GDP (万元)	11.69	12.75	13.16
一般公共预算收入	85.5	92.3	95.6
一般公共预算收入增速	5.0	8.0	3.5
上级补助收入	13.6	12.6	-

优势

- 2019 年以来, 无锡市惠山区经济保持较快增长, 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;
- 无锡惠新资产经营管理有限公司综合财务实力很强, 为本期债券提供的无条件差额补足义务仍具有一定的增信作用;
- 中合中小企业融资担保股份有限公司综合财务实力极强, 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仍然很高, 资产流动性较弱;
- 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, 未来该业务收入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。

评级展望

预计无锡市和惠山区经济将保持增长, 公司土地开发整理、基础设施建设和保障性建设等业务区域专营性较强, 得到股东及相关方的持续有力支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA	AAA	2019/6/24	齐剑初 妙青丹	《东方金诚城市建设投资公司评级方法 (2015 年)》	阅读原文
AA	AAA	2016/5/26	张佳丽 聂秋霞	《东方金诚城市建设投资公司评级方法 (2015 年)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改	2019/6/24	10.00	2016/6/8~2021/6/8	差额补偿 连带责任保证	无锡惠新资产经营管理有限公司/AA/稳定 中合中小企业融资担保股份有限公司/AAA/稳定

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。

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。截至2019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。

公司作为惠山区重要的基础设施投资建设主体之一，跟踪期内，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2019年末，惠山城铁纳入合并报表范围的子公司共8家，均为公司设立；合并范围较2018年末减少1家，为无锡嘉新开发建设有限公司（以下简称“嘉新开发”）。

图表1 截至2019年末公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
无锡玉洲新型社区建设发展有限公司	基础设施建设	48000	100	设立
无锡恒笙鼎汇科技有限公司	科技企业投资	35000	100	设立
无锡纵合商贸有限公司	商品进出口业务	500	100	设立
无锡优进优出商贸有限公司	日用品的销售、企业咨询	1000	100	设立
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	设立
无锡佳鼎投资开发建设有限公司	利用自有资金对外投资，房地产开发经营等	20000	100	设立
无锡智量开发建设有限公司	城市基础设施开发建设、经营管理等	20000	100	设立
无锡量子感知产业发展有限公司	城市基础设施开发建设、经营管理等	20000	100	设立

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。

惠新资产承诺为本期债券本息偿付承担差额补足的义务。

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券募集资金全部用于城铁惠山区棚户区改造项目,截至2019年末募集资金已全部使用完毕。城铁惠山区棚户区改造工程已于2017年完工,累计完成投资21.68亿元。

宏观经济与政策环境

一季度GDP同比首次出现负增长,海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段,复工复产加速,但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下,国内经济回升势头受到较大影响,一季度GDP同比出现有历史记录以来的首次负增长,降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显,但欧美疫情仍处高发期,5月之后我国出口会出现更大幅度下滑,我们估计当季GDP同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制,下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹,全年GDP增速将在3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力,一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击,5月两会推出一揽子宏观政策,主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债,以及继续实施降息降准和再贷款等,合计财政支持力度达到名义GDP的8.6%,已接近2008~2009年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴,以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大,降息降准将持续推进,M2和社融增速将显著高于上年水平(分别为8.7%和10.7%),我们估计年末两项指标有可能分别达到14.0%和15.0%左右。同时,在“房住不炒”原则下,央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下,城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年,在稳增长刚性显著增强背景下,宏观政策逆周期调节力度会明显加大,货币政策边际宽松方向不变,财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下,城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来,城投公司有息债务增速放缓,但规模仍然较大,且部分地区再融资环境有所恶化,预计2020年非标违约仍然频发,私募及公募债偶发违约的可能性继续增大,城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进,市场化程度持续提高

2020年,对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势,通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”,将是控制债务增量的主要方式;而在化解存量债务方面,预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上,继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时,城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题,自身现状已不满足发展需要,预计2020年业

务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

地区经济

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。2019年，无锡市地区生产总值为11852.32亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%，在江苏省13个地级市中排名第3位。按常住人口计算，2019年，无锡市人均地区生产总值为18万元。2019年，无锡市三次产业结构比例由2018年的1.1:47.8:51.1调整为1.0:47.5:51.5。同期，无锡市规模以上工业企业实现增加值3753.19亿元，同比增长7.8%。在无锡市统计的327种主要工业产品中，产品产量比上年增长的有155种，占全市统计产品数的47.4%。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。

惠山区

跟踪期内，惠山区经济继续保持较快增长，经济实力仍较强

2019年，惠山区地区经济继续保持较快增长。惠山区三产结构持续优化，2019年，惠山区三产结构调整调整为1.7:55.3:43.0，第三产业增加值占地区生产总值比重有所提升。

图表2 2017年~2019年惠山区主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	830.5	7.5	907.38	7.2	937.07	6.8
人均地区生产总值（万元）	11.69	-	12.75	-	13.16	-
规模以上工业产值	-	-	1470.17	15.0	1685.92	11.7
第二产业增加值	-	-	530.30	-	517.82	-
第三产业增加值	-	-	360.71	-	402.91	-
三次产业结构	-		1.8: 58.4: 39.8		1.7: 55.3: 43.0	
固定资产投资	669.3	-	-	6.0	-	6.7
社会消费品零售总额	195.5	-	216.15	10.6	237.68	10.0
进出口总额（亿美元）	30.0	-	33.89	-	33.38	-1.6

数据来源：公开资料，东方金诚整理

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。2019年，惠山区工业生产保持平稳增长，规模以上工业总产值同比增长11.7%。

惠山区房地产业回落较大。2019年，惠山区商品房销售额217.94亿元，同比下降13.3%；销售面积177.15万平方米，同比下降18.4%。对外贸易有所回落。2019年惠山区外贸进出口总额同比下降1.6%。其中出口总额同比下降1.5%；进口总额同比下降2.4%。

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¹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，已基本完成开发；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。站区累计总投入约135亿元，引进和建设了恒生科技园、智能制造园、量子感知产业园等一批重要项目，建成了玫瑰实地庄园、榭丽花园、奥凯城市广场等现代化小区和标志性建筑，建成市政道路20多公里。

2019年，站区确定了“双核双门户”之枢纽服务核的崭新定位，以站区枢纽为蕊，以立体步道为蔓，产业、创新、生态、商贸、总部5大功能组团形似花瓣，形成一面田园，一面城，“陌上花开，长三角最美车站”的核心区规划理念，其重点是发挥站区地处沪宁城市轴中心、南北跨江联动发展轴交汇点、无锡一体两翼（锡澄宜）城市发展轴中心的地理优势，着力打造联系东西、贯穿南北的长三角的枢纽、无锡科创的西门户、以及惠山都市的新名片。

财政状况

无锡市

无锡市一般公共预算收入保持增长，财政实力仍然很强

2019年，无锡市一般公共预算收入预计完成1036.3亿元，同比增长2.4%。其中，税收收入870.2亿元，同比增长1.1%。同期，无锡市一般公共预算支出预计完成1117.6亿元，同比增长5.8%；地方财政自给率为92.73%。

2019年，无锡市政府性基金收入预计完成797.3亿元，政府性基金支出811.6亿元。

政府债务方面，截至2019年末，无锡市地方政府债务余额1205.0亿元，其中一般债务余额505.3亿元，专项债务余额699.7亿元。

惠山区

惠山区一般公共预算收入保持增长，财政自给程度很高

2019年，惠山区实现一般公共预算收入95.57亿元，同比增长3.5%；一般公共预算支出84.57亿元，同比增长1.1%，地方财政自给率由2018年的110.33%提高到113.01%。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润有所增长，仍来自于基础设施和保障房建设及土地开发整理业务，毛利率较为稳定

¹ 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。

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。

2019年，公司营业收入同比增长4.27%，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3.02亿元，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2.00亿元，土地开发整理收入3.28亿元。

2019年，公司毛利润同比增长4.52%，较2018年略有上升。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：万元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入	78731.34	100.00	79554.75	100.00	82952.08	100.00
基础设施和保障房建设	78731.34	100.00	46875.92	58.92	50188.95	60.50
土地开发整理	-	-	32678.82	41.08	32763.13	39.50
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
	13156.53	16.71	6877.35	14.67	7933.30	15.81
基础设施和保障房建设	13156.53	16.71	6877.35	14.67	7933.30	15.81
土地开发整理	-	-	18367.30	56.21	18451.61	56.32
合计	13156.53	16.71	25244.65	31.73	26384.91	31.81

数据来源：公司审计报告，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。

截至2019年末，公司已整理待出让土地面积共计2368.38亩，土地整理成本约180万元/亩。未来三年，公司预计出让土地341.64亩，实现收入11.10亿元。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。

图表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
2020年	91.57	16482.60	29760.25
2021年	121.27	21828.60	39412.75
2022年	128.80	23184.00	41860.00
合计	341.64	61495.20	111033.00

数据来源：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。该业务模式未发生变化，仍分为代建模式和自建运营模式。

公司已完工项目主要为本期债券募投项目城铁惠山站区棚户区改造项目。截至 2019 年末，公司在建项目为城铁产业配套区域（一期）建设和无锡惠山城铁国际商务区智能制造园建设项目，计划总投资 19.47 亿元，累计已投资 6.69 亿元，尚需投资 12.78 亿元；拟建项目为自建的无锡量子感知产业园项目，计划总投资 16.50 亿元。总体来看，公司在建和拟建项目投资规模较大，未来面临一定资本支出压力。

图表 5 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	业务模式	计划总投资	累计已投资	尚需投资
城铁产业配套区域（一期）建设	代建	11.45	5.33	6.12
无锡惠山城铁国际商务区智能制造园建设项目	自建	8.02	1.36	6.66
合计	-	19.47	6.69	12.78

数据来源：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。2019 年榭丽花园确认住宅销售、商铺租赁收、车位租赁收入合计 2.00 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 年末，该项目累计实现现金流入为 7.65 亿元。根据无锡工业建筑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，2017 年~2019 年募投项目预计产生现金流入分别为 4.55 亿元、4.92 亿元和 3.50 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。

财务分析

财务质量

公司提供了 2019 年合并财务报表。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2019 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共有 8 家，较上年末减少 1 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，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

2019 年末，公司资产总额同比增长 14.1%，流动资产占比为 98.0%。

公司流动资产主要由存货等构成，2019 年末存货占流动资产的比重为 86.1%。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。2019 年末，公司存货同比增长 17.3%。其中，公司存货中土地使用权为 47.75 亿元，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 25.13 亿元；募投项目棚户区改造尚未结转成本为 6.86 亿元；保障房建设尚未结转成本为 7.97 亿元；农村土地经营权 4.93 亿元。总体来看，公司存货变现能力较弱。

2019 年末，公司应收账款同比下降 22.0%，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 5.44 亿元和 2.56 亿元。同期末，公司应收账款账龄在 3 年以内的占比为 62.14%，3 年以上的占比为 37.86%，账龄较长；应收账款未计提坏账准备。同期末，公司货币资金同比增加 4.08 亿元，主要由银行存款构成；其中定期存单为 0.50 亿元。其他应收款主要为应收城际铁路惠山站区管理委员会的往来款。

图表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额	112.84	107.25	122.39
流动资产	110.37	104.81	119.94
货币资金	2.20	1.48	5.56
应收账款	9.55	10.25	8.00
其他应收款	8.69	4.96	3.04
存货	89.93	88.11	103.31
非流动资产	2.47	2.44	2.44
固定资产	2.27	2.17	2.10

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动资产主要由固定资产构成。2019 年末，公司固定资产仍主要为管网资产。

截至 2019 年末，公司受限资产为 6.01 亿元，占资产总额的比重为 7.4%；其中抵押的土地使用权和农村土地经营权 5.51 亿元，质押的定期存单 0.50 亿元。

资本结构

公司所有者权益小幅增加，主要系经营活动产生的净利润累积所致

2019 年末，公司所有者权益为 80.98 亿元，同比增长 2.6%。其中，实收资本仍为 11.75 亿元、资本公积为 59.28 亿元，均较 2018 年末无变化；未分配利润为 8.95 亿元，同比增长 25.7%，为公司经营活动产生的净利润累积。

跟踪期内，公司负债规模大幅增长，仍以非流动负债为主；全部债务规模大幅上升，负债率水平一般

2019 年末，公司负债规模同比增长 46.3%，主要系非流动负债规模大幅增加；负债结构仍以非流动负债为主，非流动负债占比为 80.4%。

公司流动负债同比增长 9.0%，主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成。2019 年，公司新增短期借款，期末短期借款包括 3.18 亿元保证借款和 0.50 亿元质押借款；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款（2.43 亿元）和长期应付款（0.33 亿元）。

图表7 公司负债构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
负债总额	36.15	28.31	41.41
流动负债	9.66	7.47	8.13
其中：短期借款	0.00	0.00	3.68
一年内到期的非流动负债	4.40	5.93	2.76
非流动负债	26.49	20.84	33.27
长期借款	10.20	4.98	11.36
应付债券	15.53	15.53	21.91
长期应付款	0.76	0.33	0.00
全部债务	31.44	26.73	39.89
其中：短期有息债务	5.70	6.23	6.62
长期有息债务	25.73	20.51	33.27
资产负债率（%）	32.04	26.39	33.83
全部债务资本化比率（%）	29.08	25.30	33.00

数据来源：审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动负债同比增长 59.6%，包括应付债券 21.91 亿元，详见下表；长期借款中保证借款 5.29 亿元（含一年内到期部分），其他借款 8.50 亿元（含一年内到期部分）。

图表8 截至 2019 年末公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	起息日期	债券期限	期末余额
16惠山棚改项目债/PR惠棚改	2016.6.8	5年	7.00
19惠城铁	2019.5.14	5（3+2）年	4.97
19沪宁债	2019.8.27	5（3+2）年	4.97
19城铁债	2019.12.3	5（3+2）年	4.97
合计	-	-	21.91

资料来源：审计报告和公开资料，东方金诚整理

2019 年末，公司全部债务规模同比增长 49.22%，短期有息债务占比为 16.60%，较上年末下降 6.69 个百分点；资产负债率和全部债务资本化比率同比分别提升 7.44 和 7.71 个百分点，负债率水平一般。

截至 2019 年末，公司对外担保余额为 19.37 亿元，担保比率为 23.9%，担保对象主要为无锡惠基产业发展有限公司、无锡惠远建设发展有限公司等国有企业（详见附件二），但仍存在一定的代偿风险。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，总资本收益率和净资产收益率仍较低，盈利能力较弱

2019 年，公司营业收入同比增长 4.27%；营业利润率同比上升 0.08 个百分点。随着费用化利息支出大幅增长，2019 年，公司期间费用占营业收入比重大幅上升，提高 4.6 个百分点。

从盈利能力指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 0.60 和 0.34 个百分点，仍处于较低水平，盈利能力仍较弱。

图表9 公司主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	7.87	7.96	8.30
营业利润率（%）	16.67	31.69	31.77
期间费用	0.12	0.14	0.52
期间费用/营业收入（%）	1.58	1.70	6.30
利润总额	1.19	2.39	2.11
总资本收益率（%）	0.82	2.13	2.03
净资产收益率（%）	1.16	2.85	2.52

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营现金流持续为净流入状态，但流入规模减少；筹资活动现金流转为大幅净流入，经营和投资活动所需现金需依靠筹资活动弥补

公司经营现金流对于与政府和其他企业的往来款依赖较大。2019年，公司经营活动产生的现金流入同比下降29.11%，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，现金收入比较高；经营活动现金流出同比下降7.86%，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同比减少4.74亿元。

图表10 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入	26.80	19.88	14.09
现金收入比（%）	86.40	91.21	127.27
经营活动现金流出	23.52	13.29	12.25
经营活动产生的现金流净额	3.28	6.58	1.84
投资活动现金流入	0.00	1.02	3.45
投资活动现金流出	0.05	3.43	12.22
投资活动产生的现金流量净额	-0.05	-2.42	-8.76
筹资活动现金流入	2.00	5.95	30.94
筹资活动现金流出	9.66	10.84	20.14
筹资活动产生的现金流量净额	-7.66	-4.89	10.80
现金及现金等价物净增加额	-4.43	-0.72	3.88

数据来源：审计报告，东方金诚整理

公司投资活动现金流入同比增加2.44亿元；投资活动现金流出同比增加8.78亿元，系暂借款支出。筹资活动方面，2019年，公司筹资活动产生的现金流入同比增加24.99亿元，主要系银行借款和发行债券取得的现金；筹资活动现金流出同比增加9.30亿元，主要系公司偿付债务本息支出的现金，筹资活动净现金流由净流出转为净流入。

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，主营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

2019 年末，公司流动比率同比上升 70.55 个百分点，速动比率同比下降 19.32 个百分点，现金比率同比上升 48.48 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，对流动负债的保障能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2019 年末，公司全部债务/EBITDA 同比上升 4.60 个百分点，EBITDA 对全部有息债务的保障程度较弱。

图表 11 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

指标名称	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率	1142.87	1403.96	1474.51
速动比率	211.66	223.76	204.44
现金比率	22.82	19.84	68.32
长期债务资本化比率	25.12	20.62	29.12
全部债务/EBITDA	24.48	10.75	15.35

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

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，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，东方金诚认为公司偿债能力很强。

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。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的区县级基础设施建设主体，对 2019 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

图表 12 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	无锡沪宁城铁惠山区投资开发有限公司	绍兴市柯桥区城建投资开发集团有限公司	淄博市临淄区国有资产经营有限公司	平阳县国资发展有限公司
地区	无锡市惠山区	绍兴市柯桥区	淄博市临淄区	温州市平阳县
GDP	937.07	1504.3	732.5	510.3
GDP 增速	6.8	7.6	3.0	8.9
人均 GDP（万元）	13.16	21.97	-	-
一般公共预算收入	95.57	131.41	72.10	38.03
一般公共预算支出	84.57	126.99	50.70	90.88
资产总额	122.39	486.87	161.32	391.45
所有者权益	80.98	148.73	68.86	148.81
营业收入	8.30	13.46	19.73	16.72
利润总额	2.11	3.08	1.76	3.43
资产负债率	33.83	69.45	57.31	61.99
全部债务化资本比率	33.00	67.64	51.07	57.14

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年，东方金诚整理

与对比组企业相比，公司所在地区惠山区的地区经济和财政实力均较强。公司资产总额和

所有者权益在对比组中处于中下游水平，营业收入规模最小，负债率水平最低。

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2019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2018年末无变化。

截至2019年末，惠新资产纳入合并范围的直接控股子公司共4家，较上年末增加无锡润惠建设工程有限公司、无锡惠泽测绘服务有限公司和无锡市惠山区安信检测服务有限公司，上述3家子公司均为惠新资产通过协议购买取得。

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一²，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。2019年，惠新资产实现的基础设施和保障房建设收入为6.87亿元。

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。2019年惠山城铁实现土地开发整理收入3.28亿元。

外部支持

2019年，惠新资产收到惠山区政府的财政补贴资金0.30亿元。

2019年，惠山区政府豁免了惠新资产（因地方政府债券资金置换存量有息债务而形成的）政府专项债务约6.45亿元，惠新资产将其计入资本公积。

²三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。

财务状况

惠新资产提供了 2019 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 2019 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，2019 年末，惠新资产资产总额为 167.45 亿元，同比增长 12.55%。从资产构成来看，同期末流动资产占资产总额的比例为 88.06%；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 75.11%，资产流动性较弱。惠新资产存货主要为土地使用权、基础设施和保障房建设成本等；其他应收款中应收无锡市惠山国有投资控股集团有限公司往来款 10.88 亿元，应收惠山区重点工程指挥部往来款 2.44 亿元。

负债方面，2019 年末，惠新资产负债总额为 62.55 亿元，同比增长 18.15%。其中，流动负债为 21.18 亿元，占负债总额的比重为 33.87%，主要包括其他应付款、短期借款和一年内到期的非流动负债，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 41.37 亿元，主要为长期借款和应付债券。同期末，惠新资产全部债务 50.04 亿元，其中短期有息债务 8.67 亿元³。对外担保方面，2019 年末惠新资产担保金额为 34.66 亿元，担保比率为 33.04%，均为对当地国有企业的担保。

收入方面，2019 年，惠新资产实现的营业收入为 10.30 亿元，同比增长 5.83%，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 2.78 亿元，其中财政补贴占利润总额的比重为 10.80%。同期，惠新资产净资产收益率为 2.49%，盈利能力较弱。

现金流方面，2019 年，惠新资产经营活动现金流入为 21.67 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 19.07 亿元，主要是支付的项目建设成本和往来款。2019 年，惠新资产经营性活动产生的净现金流 2.60 亿元，由净流出转为净流入。同期，惠新资产投资性净现金流-9.23 亿元，主要为支付的暂借款；筹资性净现金流为 13.42 亿元；现金及现金等价物净增加额为 6.79 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

³ 全部债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券；惠新资产未提供其他短期有息债务和其他长期有息债务明细。

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。

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。

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

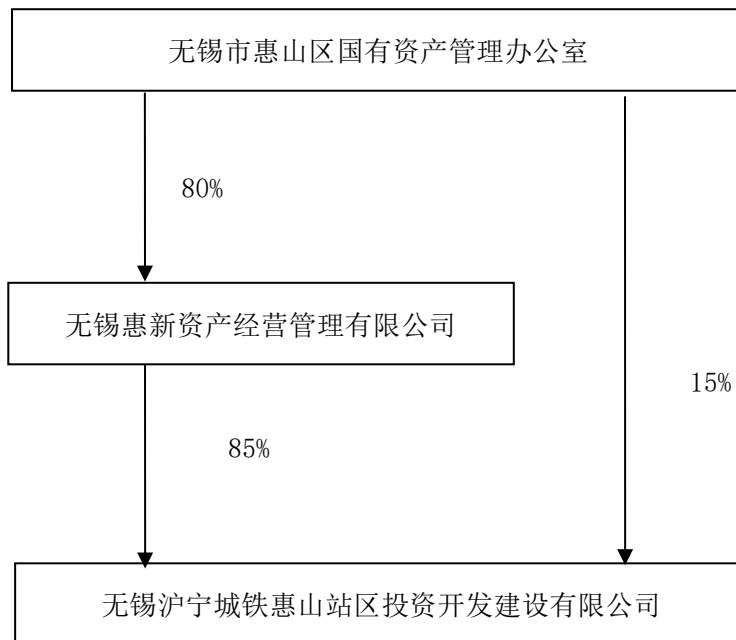
东方金诚认为,2019 年以来,惠山区经济保持较快增长,经济实力较强;惠山城铁继续从事无锡市城铁惠山站区的土地开发整理、基础设施和安置房建设,业务仍具有较强的区域专营性;惠新资产综合财务实力很强,为本期债券提供的无条件差额补偿仍具有一定的增信作用;中合担保综合财务实力极强,为本期债券提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

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仍然很高,资产流动性较弱;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,未来该业务收入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。

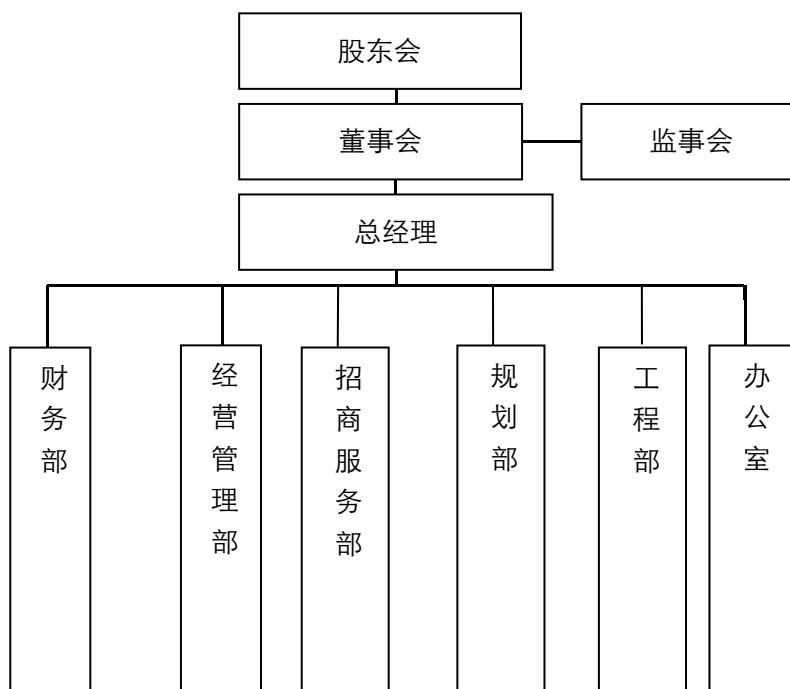
综上所述,东方金诚维持公司主体信用等级为 AA,评级展望为稳定,维持“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2019 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2019 年末公司对外担保明细

被担保方	担保余额（万元）	担保到期日	担保方式
无锡惠基产业发展有限公司	46875.00	2027.1.12	保证
无锡惠远建设发展有限公司	24000.00	2022.2.16	保证
无锡惠远建设发展有限公司	18000.00	2021.12.25	保证
无锡中惠投资发展有限公司	14250.00	2020.4.28	保证
无锡惠灵生态农业有限公司	11000.00	2021.6.23	抵押
无锡中惠投资发展有限公司	9500.00	2020.4.30	保证
无锡惠远建设发展有限公司	9500.00	2020.8.26	保证
无锡前洲资产经营管理有限公司	9300.00	2022.7.2	抵押
无锡扬远建设投资有限公司	7840.00	2020.10.30	保证
无锡惠灵生态农业有限公司	7200.00	2020.10.30	保证
无锡惠灵生态农业有限公司	7000.00	2020.2.16	保证
无锡惠禾生态农业发展有限公司	6000.00	2020.11.15	保证
无锡惠丰生态农业有限公司	4800.00	2021.2.2	保证
无锡中惠投资发展有限公司	4750.00	2020.11.19	保证
无锡惠禾生态农业发展有限公司	3180.00	2021.8.31	保证
无锡惠丰生态农业有限公司	3000.00	2021.1.10	保证
无锡惠灵生态农业有限公司	3000.00	2020.3.3	保证
无锡惠远建设发展有限公司	2500.00	2020.12.16	保证
无锡惠丰生态农业有限公司	2000.00	2021.1.25	保证
合计	193695.00	-	-

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	112.84	107.25	122.39
其中：货币资金	2.20	1.48	5.56
应收账款	9.55	10.25	8.00
其他应收款	8.69	4.96	3.04
存货	89.93	88.11	103.31
负债总额	36.15	28.31	41.41
应付债券	15.53	15.53	21.91
长期借款	10.20	4.98	11.36
全部债务	31.44	26.73	39.89
其中：短期有息债务	5.70	6.23	6.62
所有者权益	76.69	78.94	80.98
营业收入	7.87	7.96	8.30
利润总额	1.19	2.39	2.11
经营活动产生的现金流量净额	3.28	6.58	1.84
投资活动产生的现金流量净额	-0.05	-2.42	-8.76
筹资活动产生的现金流量净额	-7.66	-4.89	10.80
主要财务指标			
营业利润率（%）	16.67	31.69	31.77
总资本收益率（%）	0.82	2.13	2.03
净资产收益率（%）	1.16	2.85	2.52
现金收入比（%）	86.40	91.21	127.27
资产负债率（%）	32.04	26.39	33.83
长期债务资本化比率（%）	25.12	20.62	29.12
全部债务资本化比率（%）	29.08	25.30	33.00
流动比率（%）	1142.87	1403.96	1474.51
速动比率（%）	211.66	223.76	204.44
现金比率（%）	22.82	19.84	68.32
经营现金流动负债比（%）	33.96	88.19	22.65
EBITDA 利息倍数（倍）	0.89	1.43	1.67
全部债务/EBITDA（倍）	24.48	10.75	15.35

附件四：惠新资产主要财务数据及指标

项目名称	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	161.95	148.78	167.45
其中：货币资金	14.75	5.32	11.74
应收账款	9.55	11.10	9.91
其他应收款	22.43	18.99	13.62
存货	95.96	94.30	112.15
负债总额	68.93	52.94	62.55
其中：其他应付款	30.24	17.14	11.17
一年内到期的非流动负债	4.40	5.93	3.31
长期借款	15.83	12.64	19.46
应付债券	15.53	15.53	21.91
全部债务	37.06	34.10	50.04
其中：短期有息债务	5.70	5.93	8.67
所有者权益	93.02	95.84	104.90
营业收入	9.46	9.73	10.30
利润总额	1.84	3.05	2.78
经营活动产生的现金流量净额	7.79	-4.07	2.60
投资活动产生的现金流量净额	-0.05	-2.42	-9.23
筹资活动产生的现金流量净额	-7.79	-3.23	13.42
主要财务指标			
营业利润率（%）	17.68	29.92	29.32
净资产收益率（%）	1.57	2.94	2.49
资产负债率（%）	42.56	35.58	37.36
流动比率（%）	388.05	530.81	696.07
速动比率（%）	127.38	144.94	166.67

附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
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 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

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+交易性金融负债+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

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件六：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改”的存续期内密切关注无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年6月19日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。