

# 无锡市国联发展（集团）有限公司 2019 年公开发行 公司债券（第一期、第二期、第三期） 跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：徐 璐 lxu@ccxi.com.cn

项目组成员：梁绍宁 shnliang@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 06 月 28 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪1947 号

## 无锡市国联发展（集团）有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 国联 01”、“19 国联 02”、“19 国联 03”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“无锡国联”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 国联 01”、“19 国联 02”和“19 国联 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了无锡市区域经济实力持续增强，为公司提供了良好的外部环境、收入持续增长，利润水平保持稳定等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司债务规模增长迅速，负债率上升较快、金融板块业务易受市场环境及政策环境影响等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据 点击此处输入文字。

无锡国联（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	771.25	839.46	940.15	1,052.64
所有者权益合计（亿元）	297.90	324.35	333.50	329.21
总负债（亿元）	473.35	515.10	606.65	723.43
总债务（亿元）	230.72	282.77	299.04	339.32
营业总收入（亿元）	156.20	200.71	217.65	35.25
净利润（亿元）	16.51	18.56	17.29	5.31
EBITDA（亿元）	32.32	37.42	42.43	--
经营活动净现金流（亿元）	-51.15	16.35	35.48	6.05
资产负债率(%)	61.37	61.36	64.53	68.73
无锡国联（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	234.47	249.73	268.59	269.87
所有者权益合计（亿元）	111.18	107.86	108.45	106.42
总负债（亿元）	123.29	141.87	160.14	163.45
总债务（亿元）	87.52	110.18	131.85	135.35
营业总收入（亿元）	0.03	0.03	0.04	0.00
净利润（亿元）	1.28	1.77	1.50	-0.27
经营活动净现金流（亿元）	-0.55	-0.48	-0.07	-0.15
资产负债率(%)	52.58	56.81	59.62	60.57

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将其他流动负债中的有息负债纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息负债纳入长期债务核算。

## 正面

■ **区域经济实力不断增强。**近年来，无锡市区域经济实力不断增强，2019 年，无锡市实现地区生产总值 11,852.32 亿元，同比增长 6.7%，发达的区域经济为公司提供了良好的发展环境。

■ **收入持续增长，利润水平保持稳定。**跟踪期内，公司下属各业务板块经营情况整体稳定，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司

## 同行业比较

2019 年江苏省投资控股企业主要指标对比表（亿元、%）

公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业收入	净利润	经营活动净现金流
南京国资	2,612.91	1,018.84	61.01	853.51	221.65	53.77	14.58
苏州国发	1,420.88	382.04	73.11	496.30	76.47	13.55	30.04
<b>无锡国联</b>	<b>940.15</b>	<b>333.50</b>	<b>64.53</b>	<b>299.04</b>	<b>217.65</b>	<b>17.29</b>	<b>35.48</b>

注：“南京国资”为“南京市国有资产管理控股（集团）有限责任公司”简称；“苏州国发”为“苏州国际发展集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 国联 01	AAA	AAA	5.00	5.00	2019/04/22~2024/04/23
19 国联 02	AAA	AAA	10.00	10.00	2019/07/18~2022/07/19
19 国联 03	AAA	AAA	8.00	8.00	2019/11/13~2024/11/14

分别实现营业总收入 217.65 亿元和 35.25 亿元，同期净利润分别为 17.29 亿元和 5.31 亿元。跟踪期内，公司收入维持增长态势，利润水平保持稳定。

## 关注

■ **债务规模增长迅速，负债率上升较快。**近年来，随着经营规模的扩大和合并范围的增加，公司债务规模增长迅速，2017~2019 年及 2020 年 3 月末，公司总债务分别为 230.72 亿元、282.77 亿元、299.04 亿元和 339.32 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.73% 和 50.76%，较年初分别增加 4.20 个百分点和 3.48 个百分点，负债率上升较快。

■ **公司金融板块业务易受市场环境及政策影响。**公司投资以金融板块为主，该板块易受市场行情影响，近年来公司的金融板块业务收入存在波动。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司金融服务板块营业收入分别为 73.29 亿元和 12.08 亿元，同期，毛利率分别为 37.55% 和 60.34%，收入和毛利率水平易受市场环境及政策影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，无锡市国联发展（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“19 国联 01”于 2019 年 4 月 23 日起息，2024 年 4 月 23 日到期，发行金额为 5 亿元，用途为偿还有息债务，与募集资金法定用途一致；“19 国联 02”于 2019 年 7 月 19 日起息，2022 年 7 月 19 日到期，发行金额为 10 亿元，用途为偿还有息债务，与募集资金法定用途一致；“19 国联 03”于 2019 年 11 月 14 日起息，2024 年 11 月 14 日到期，发行金额为 8 亿元，用途为偿还有息债务，与募集资金法定用途一致。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进

展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势



均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为**，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

### 近年来，无锡市区域经济实力不断增强，发达的区域经济为公司提供了良好的发展环境

近年来，无锡市经济总体保持快速稳定的发展态势，2019 年，无锡市实现地区生产总值 11,852.32 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，按常住人口计算人均生产总值达到 18 万元。全市规模以上工业企业实现增加值 3,753.19 亿元，较上年增长 7.8%。同期，全市第一产业实现增加值 122.50 亿元，比上年下降 2.4%；第二产业实现增加值 5,627.88 亿元，比上年增长 7.6%；第三产业实现增加值 6,101.94 亿元，比上年增长 6.0%；三次产业比例调整为 1.0:47.5:51.5。全年固定资产投资完成 3,595.94 亿元，比上年增长 6.1%，其中：第一产业投资完成 12.28 亿元，比上年增长 105.9%；第二产业投资完成 1,531.85 亿元，比上年增长 10.2%；第三产业投资完成 2,015.81 亿元，比上年增长 0.3%。按美元计，

2019 年，无锡市实现对外贸易进出口总额 924.30 亿美元，比上年下降 1.1%。其中，进口总额 369.70 亿美元，比上年增长 0.8%；出口总额 554.60 亿美元，比上年下降 2.3%；一般贸易实现出口额 288.64 亿美元，占出口总额的比重为 52.0%。

**表 1：无锡市经济及固定资产投资情况（亿元、%）**

	2017		2018		2019	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	10,511.80	7.4	11,438.62	7.4	11,852.32	6.7
规模以上工业企业增加值	3,382.77	8.6	3,618.71	9.0	3,753.19	7.8
固定资产投资	4,967.51	4.7	--	5.8	3,595.94	6.1
进出口总额（美元）	812.50	16.4	934.44	15.0	924.30	-1.1

注：2018 年无锡市固定资产投资金额未披露。

资料来源：无锡市统计公报

财政收支方面，2019 年，无锡市实现一般公共预算收入 1,036.33 亿元，其中税收收入为 870.20 亿元，占一般公共预算收入的比重为 83.97%，税收占比较高；同期，无锡市实现一般公共预算支出为 1,117.58 亿元，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 92.73%，财政平衡能力较好。

**表 2：2017~2019 年无锡市财政收支情况（亿元）**

	2017	2018	2019
一般公共预算收入	930.00	1,012.28	1,036.33
其中：税收收入	752.40	860.51	870.20
一般公共预算支出	989.35	1,056.02	1,117.58
政府性基金收入	564.17	731.31	797.30
财政平衡率（%）	94.00	95.86	92.73

资料来源：无锡市财政局

总体来看，无锡市地理位置优越，整体经济实力较强，财政收入稳定增长，为公司经营发展提供了有利的外部环境。

### 公司热电业务具有一定的区域垄断优势，同时，公司逐步从传统能源向新能源转型，从设备制造向工程总承包转型，环保新能源设备销售、环境工程与服务业务收入均实现较大提升

公司环保能源板块业务由上市子公司华光股份负责运营，业务范围主要包括热电供应、电站设备制造销售、电站工程业务和环境工程与服务业务。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司环保能源板块

分别实现营业收入 70.79 亿元和 9.98 亿元。

### 热电供应业务

2019 年及 2020 年 1~3 月，华光股份热电业务收入分别为 15.46 亿元和 3.68 亿元。华光股份在无锡市拥有 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。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，供热费按月实际用量每月一次性结算。2019 年，华光股份售热量为 627.55 万吨，同比减少 3.24%。

电力供应方面，华光股份下属热电公司的电力供应通过与江苏省电力公司签订供电合同，并入华东电网。2019 年，华光股份发电量为 6.72 亿千瓦

时；同期，售电量为 4.86 亿千瓦时，发电量和售电量规模较为稳定。

### 电站设备制造及电站工程服务

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。由于近年来行业景气度下行，加之环保政策收紧，传统电站锅炉需求呈下滑趋势。2019 年，公司节能高效发电设备收入同比减少 44.34% 至 9.09 亿元，系公司转向以传统燃煤的循环流化床为主的节能高效发电设备，转型期间节能高效发电设备销售收入有所下滑；环保新能源发电设备收入同比增长 104.04% 至 20.71 亿元，而受市政环保行业尤其是垃圾焚烧市场的需求旺盛，带来公司以垃圾焚烧炉为主的环保设备营收大幅提升。

表 3：近年来华光股份电站设备业务经营情况（万元）

产品名称	2017	2018	2019
节能高效发电设备	120,302.40	163,285.55	90,923.82
环保新能源发电设备	90,481.16	101,491.35	207,077.31
电站设备业务总收入	210,783.56	264,776.90	298,001.13

资料来源：公司提供

华光股份电站工程服务业务主要由下属子公司无锡国联华光电站工程有限公司（以下简称“华光电站”）负责运营。2019 年，华光股份电站工程与服务业务实现收入 7.08 亿元，同比下降 69.36%，主要系受传统电站工程及光伏电站工程受市场需求影响，光伏电站工程项目减少所致。

此外，华光股份还向环境工程与服务业务方面发展，华光股份环境工程与服务业务主要由子公司无锡新动力环保科技股份有限公司（以下简称“华光新动力”）以及无锡国联环保科技股份有限

公司（“国联环保科技”）负责运营。华光新动力主要经营烟气的脱煤脱硝业务，国联环保科技主要经营污泥及污水处置业务。2019 年，华光股份环境工程与服务业务实现营业收入 16.30 亿元，同比增长 87.71%。

在建项目方面，华光股份在建项目主要集中于固废处理及环保能源领域，截至 2020 年 3 月末，华光股份主要在建项目共 4 个，总投资共计 12.85 亿元，已投资 7.21 亿元，资金来源主要为自筹和融资，未来尚需投资 5.64 亿元。

表 4：截至 2020 年 3 月末华光股份重要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	总投资	已投资额	建设周期	产能
公主岭项目公司项目（公主岭德联生物质垃圾焚烧发电项目）	2.00	1.56	2 年	试运行：进炉 270 吨垃圾/天，发电量 8.59 万度/天
江西乐平市生活垃圾焚烧发电项目（乐平市生活垃圾焚烧发电及收运项目）	4.80	1.02	2 年	预计：进炉 400 吨垃圾/天，发电量 13 万度/天

山西晋联（太原市循环经济环卫产业示范基地污泥和污水处理建设项目）	4.49	3.65	1.5年	预计：2019年污泥处置量为3.75万吨（约100吨/日）；肥料产量约1,875吨/年
惠联垃圾飞灰固化技术改造项目（含永久填埋场）	1.56	0.98	预计2020年内完工	提高环保标准，不涉及产能增加
<b>合计</b>	<b>12.85</b>	<b>7.21</b>	--	--

资料来源：公司提供

总体来看，华光股份热电业务具有一定的区域垄断优势，热电业务收入实现稳步增长。同时，公司逐步从传统能源向新能源转型，从设备制造向工程总承包转型，环保新能源设备销售收入及环境工程与服务业务收入均实现较大提升。

**公司金融业务类型全面，在无锡市乃至江苏省具有区域性优势，是公司收入及利润的重要组成；但公**

**司金融板块各子公司经营业绩易受金融市场波动影响，稳定性有待提高**

金融业务为公司核心产业，是公司收入和利润的重要来源。公司控股无锡市大部分地方国有非银行金融资产，金融业务牌照较为齐全，涉及证券、期货、信托、担保、财务公司和地方资产管理公司等。

表 5：近年来公司主要控股金融企业经营情况（亿元）

名称	2017		2018		2019		2020.1~3	
	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	12.62	5.17	9.89	0.72	16.20	6.86	4.95	3.18
国联信托股份有限公司	3.81	3.28	3.02	2.47	10.97	6.43	0.73	0.59
国联期货有限责任公司	15.80	0.63	23.22	0.48	24.00	0.34	3.61	0.14
国联财务有限责任公司	0.99	0.77	1.18	0.95	1.01	0.95	0.23	0.23
江苏资产管理有限公司	25.77	3.98	32.36	5.47	26.72	7.83	3.55	2.21
无锡联合融资担保股份公司	0.71	0.32	0.91	0.44	0.62	0.35	0.14	0.07
<b>合计</b>	<b>59.70</b>	<b>14.15</b>	<b>70.57</b>	<b>10.52</b>	<b>79.52</b>	<b>22.76</b>	<b>13.21</b>	<b>6.42</b>

注：1、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，主要包括手续费佣金净收入、投资收益和公允价值变动损益；2、本表收入和利润总额合计数不考虑国联集团合并抵消；3、由于四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况。

资料来源：公司提供

2019年，公司主要控股金融企业实现收入79.52亿元，跟踪期内收入增长主要来自国联证券和国联信托；板块实现利润总额为13.21亿元，利润受市场行情和政策变动影响较大。2020年1~3月，公司主要控股金融企业实现收入13.21亿元，实现利润总额6.42亿元。

## 证券

公司证券业务的经营主体是子公司国联证券，2015年7月，国联证券在香港联合交易所上市，证券代码1456.HK。截至2020年3月末，国联证券注册资本为19.024亿元，公司合并口径对国联证券的持股比例为72.35%。

2019年及2020年1~3月，国联证券主要业务分别实现收入16.20亿元和4.95亿元，2019年以来

随着资本市场的回暖，国联证券收入情况有所回升。在2019年证券公司分类评价中，国联证券被评为A类A级。

表 6：近年来国联证券主要业务收入情况（亿元）

业务名称	2017	2018	2019	2020.3
证券经纪业务	5.45	3.98	4.76	1.65
信用交易业务	2.59	2.62	2.86	0.55
投资银行业务	2.36	2.53	3.04	0.96
证券投资业务	2.16	-0.15	4.31	1.55
资产管理与投资业务	0.64	0.61	0.80	0.20
其他	-0.46	0.38	0.46	0.20
分部间抵消	-0.13	-0.08	-0.03	-0.16
<b>合计</b>	<b>12.62</b>	<b>9.89</b>	<b>16.20</b>	<b>4.95</b>

注：1、收入=手续费及佣金收入-手续费及佣金支出+利息收入-利息支出+公允价值变动损益+投资收益；2、投资银行收入部分除了包括华英证券的收入外，还包括国联证券的财务顾问费等其他收入

资料来源：公司提供



证券经纪业务方面，2019年及2020年1~3月，国联证券经纪业务分别实现收入4.76亿元和1.65亿元，股票基金交易额受证券市场行情影响较大。经营方面，截至2019年末，国联证券拥有约116.24万名零售客户和约0.29万名机构客户。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的发展，同时能保持较低的经营成本，2019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，不含逆回购）为13,318.87亿元，同比增长38.27%，主要系2019年资本市场行情好转，交易活跃度提升所致。

信用交易业务方面，国联证券信用交易业务主要包括融资融券、转融通、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等业务。截至2019年末，国联证券客户信用账户开户总数为21,607户，较上年末增长7.03%；客户融资融券授信额度为491.43亿元，较上年末增长6.05%；融资融券余额为45.02亿元，较上年末增长59.08%；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25.87亿元，较上年末减少54.65%，主要系国联证券调减了部分资质较差客户的交易规模所致。2019年及2020年1~3月，国联证券信用交易业务分别实现收入2.86亿元和0.55亿元，总体呈上升趋势。

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责任公司（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，国联证券收购苏格兰皇家银行持有的华英证券33.30%的股份，华英证券成为国联证券的全资控股子公司。2019年及2020年1~3月，投资银行业务分别实现收入3.04亿元和0.96亿元，近年呈逐年增长趋势。

证券投资业务方面，2019年及2020年1~3月，国联证券证券投资业务分别实现收入4.31亿元和1.55亿元；同期，资产管理与投资业务分别实现收入0.80亿元和0.20亿元；截至2019年末，国联证券已设立104项资产管理计划，资产管理规模388.96亿元。

总体来看，跟踪期内，国联证券信用交易业务和投资银行业务收入增加，经纪业务及证券投资业务规模受证券市场行情波动和监管政策加强等因素的影响较大，2019年以来随着资本市场的回暖，国联证券整体经营业绩有所回升。

## 期货

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。国联期货总部设在无锡，现已在上海、重庆等地设立了24家营业部。截至2020年3月末，国联期货注册资本为4.50亿元，其中公司合并口径持股比例为56.50%，国联集团本部持股比例为54.72%，国联集团全资子公司无锡市国联物资投资有限公司（以下简称“国联物资”）持股比例为1.78%。2019年及2020年1~3月，国联期货分别实现收入24.00亿元和3.61亿元，随着子公司国联汇富资本管理有限公司风险管理业务规模不断上升，国联期货收入近年呈持续上升状态。期货成交量方面，2019年及2020年1~3月，国联期货分别完成交易量3,497.69万手和868.63万手；同期，分别实现手续费收入1.60亿元和0.33亿元；同期，国联期货利润总额分别为0.35亿元和0.13亿元，2019年利润水平有所下滑。

表7：近年来国联期货经营情况（万手、亿元）

年份	交易量	手续费收入	利润总额
2017	3,684.58	1.83	0.63
2018	2,960.79	1.35	0.48
2019	3,497.69	1.60	0.35
2020.3	868.63	0.39	0.07

资料来源：公司提供

## 信托

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2020年3月末，国联信托注册资本为30.00亿元人民币，其中国联集团本部持股69.92%、华光股份持股9.76%。2019年及2020年1~3月，国联信托分别实现收入10.97亿元和0.73亿元。

截至 2020 年 3 月末，国联信托项目资产规模为 729.29 亿元，其中主动管理型信托资产规模为 175.25 亿元，被动管理型信托资产规模 554.04 亿元。2018 年以来受资管新规影响，国联信托加强主动管理型信托业务，通道业务信托资产配置规模控制在一定水平。

**表 8：近年来国联信托资产配置情况（亿元）**

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
基础产业	196.14	172.20	137.81	132.43
房地产业	2.81	1.34	1.34	1.34
证券市场	0.08	--	4.30	5.31
实业	85.67	91.67	71.12	69.36
金融机构	20.39	9.50	4.00	0.00
其他	553.51	534.00	514.58	520.86
<b>总计</b>	<b>858.60</b>	<b>808.71</b>	<b>733.14</b>	<b>729.29</b>

资料来源：公司提供

风险控制方面，2019 年国联信托闽兴医药项目遭遇金融诈骗，2019 年 6 月 24 日，公安机关以国联信托被合同诈骗予以立案，目前，无锡经侦正全力追查相关案情，案件尚处于侦查阶段。截至 2019 年末，国联信托已对该项目账面余额 3.45 亿元全额计提减值准备。

## 财务公司

国联财务公司是经中国银行业监督管理委员会批准，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。2019 年及 2020 年 1~3 月，国联财务公司分别实现收入 1.01 亿元和 0.23 亿元；同期，利润总额分别为 0.95 亿元和 0.23 亿元，利润总额同比保持稳定。

截至 2020 年 3 月末，国联财务公司表内外资产规模 55.01 亿元，其中表内资产 43.12 亿元，国联财务公司的主要资产为存款准备金、发放贷款与贴现、同业存款等。2019 年及 2020 年 1~3 月，国联财务公司按全口径统计的资金归集率分别为 40.45% 和 32.99%；剔除证券、信托、期货、人寿保

险等各项不可归集因素的影响后，资金归集率分别为 70.99% 和 67.60%，国联财务公司有效地提升了国联集团整体的资金使用效率。

**表 9：近年来国联财务公司主要经营指标（亿元、%）**

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
贷款余额	29.14	32.44	28.87	27.37
平均贷款利率	4.27	4.40	4.52	4.43
存放同业余额	26.85	41.50	18.13	12.85

注：贷款余额为贷款和贴现之和。

资料来源：公司提供

## 资产管理公司

江苏资管成立于 2013 年 5 月 16 日，截至 2020 年 3 月末，江苏资管注册资本 50.00 亿元，公司持股比例 90.00%。

截至 2020 年 3 月末，江苏资管总资产为 173.40 亿元，总负债为 107.75 亿元。2019 年及 2020 年 1~3 月，江苏资管分别实现营业收入 26.72 亿元和 3.55 亿元，分别实现利润总额 7.83 亿元和 2.21 亿元。江苏资管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。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，因此，江苏资管所收购的资产包均来自于江苏地区。截至 2020 年 3 月末，江苏资管正在处置的主要不良资产项目共计 11 个，其中银行资产包 9 个，价值共计 72.40 亿元，购买成本共计 20.83 亿元，已收回 18.91 亿元。此外，公司另有惠山古镇及无锡尚德 2 个不良资产项目，惠山古镇项目购买成本 38.90 亿元，目前通过债转股完成 24.26 亿元，已回收 1.04 亿元；无锡尚德项目购买成本 20.50 亿元，目前已处置完成，已回收 20.50 亿元。中诚信国际将持续关注江苏资管不良资产的处置进度。

**表 10：截至 2020 年 3 月末资产管理公司主要不良资产项目（亿元）**

项目名称	资产包价值	购买成本	进展
银行资产包 1	20.80	6.10	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	收回 2.33 亿元
银行资产包 6	5.88	2.06	收回 2.28 亿元
银行资产包 7	5.71	1.77	收回 1.83 亿元
银行资产包 8	13.83	3.46	处置中
银行资产包 9	1.71	0.96	处置中
<b>合计</b>	<b>72.40</b>	<b>20.83</b>	--

资料来源：公司提供

## 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；于 2016 年 3 月 9 日完成工商变更登记，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”）。国联投资先后参与发起设立并

管理了无锡国寿基金、无锡国联创投基金、无锡现代农业发展基金、国联产业母基金和无锡国联产业升级基金等 11 支股权投资基金，截至 2020 年 3 月末，国联投资共参与管理 26 支股权投资基金（包括代为管理的国发基金），认缴总规模达 306.84 亿元。其中，15 支合作基金认缴总规模为 80.55 亿元，10 支自主管理基金认缴总规模为 194.29 亿元<sup>1</sup>。

**表 11：截至 2020 年 3 月末国联投资基金设立情况（万元）**

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
国寿基金	920,000	2	920,000	2	920,000
国联创投基金	34,900	19	52,944	9	25,896
现代农业基金	50,000	6	15,537	6	15,537
产业升级基金	50,000	8	43,840	4	27,840
担保创投基金	5,000	3	624.39	3	624.39
集成电路基金	300,000	1	300,000	1	300,000
国联新美基金	31,000	1	31,000	1	31,000
乡村振兴基金	50,000	1	1,500	1	1,500
<b>总计</b>	<b>1,440,900</b>	<b>41</b>	<b>1,365,445</b>	<b>27</b>	<b>1,322,397</b>

注：因国联产业母基金主要投向升级基金；乡村振兴基金持有新禾基金 99% 股权。为避免重复计算，剔除国联产业母基金和新禾基金数据。

资料来源：公司提供

## 其他

无锡联合融资担保股份公司（以下简称“担保公司”）于 2004 年整合重组成立，截至 2020 年 3 月末，担保公司注册资本 7 亿元，国联集团持股 64.05%。担保公司是无锡市资本规模最大的融资担保机构，截至 2020 年 3 月末，担保公司在保余额

37.65 亿元，应收代偿款余额 891.55 万元。

无锡产权交易所有限公司（以下简称“无锡产权交易所”）成立于 2010 年，系无锡国联下属二级全资子公司，无锡产权交易所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。2019 年及 2020 年 1~3 月，无锡

<sup>1</sup> 即创投基金、农业基金、国寿基金、升级基金、担保基金、集成电路

基金、新美基金、太湖基金、乡村振兴基金、新睿基金。

产权交易所分别实现产权交易金额 106.47 亿元和 23.45 亿元，2019 年产权交易金额同比大幅下降，主要系当期应监管要求通道类备案业务无法开展所致。

**表 12：近年来无锡产权交易所经营情况（个、亿元）**

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
当年度交易项目数量	4,512	8,840	8,755	1,573
当年度产权交易金额	301.96	333.16	106.47	23.45
其中：国有产权交易金额（含无偿划转）	48.86	49.90	39.83	12.35
实物资产类	26.88	47.66	60.88	10.93
其他	226.22	235.60	5.76	0.17

资料来源：公司提供

总体来看，金融类业务是公司收入、利润的重要来源，公司金融业务类型全面，在无锡市乃至江苏省具有区域性优势。跟踪期内，受市场行情及政策变动影响，公司金融板块各子公司经营业绩发生了一定波动，中诚信国际将持续关注公司金融板块后续经营和盈利变化情况。

## 纺织板块

**跟踪期内，公司纺织板块整体经营稳定，但受行业景气度下滑影响，盈利能力有所下降；此外，新冠疫情对订单的冲击尚未完全显现，需关注宏观经济形势和行业变化对公司纺织板块的影响**

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。

2019 年及 2020 年 1~3 月，公司纺织板块分别实现收入 23.75 亿元和 2.08 亿元；同期，公司纺织板块毛利率分别为 4.03% 和 5.93%，近年来国内纺织行业景气度下滑，公司纺织业务毛利率呈下滑趋势，经营面临一定压力。

在生产能力方面，截至 2020 年 3 月末，公司

**表 14：公司纺织板块核心企业原材料采购情况（吨、元/吨）**

名称	采购量				采购均价			
	2017	2018	2019	2020.3	2017	2018	2019	2020.3
长绒棉	14,369	12,232	7,397	2,457	22,547	25,510	23,800	21,580

纺织企业高档纱线年产量为 1.8 万吨，高档织物年产量可达 2,000 万米。产销量方面，2019 年公司纱、布的产销量较上年均有所下滑。2020 年 1~3 月，受淡季及新冠疫情影响，公司纺织板块的产能利用率受到一定影响，产量有所下降；一季度公司主要供应在手订单为主，新冠疫情对纺织板块订单的冲击尚未完全显现，需对未来行业景气度情况保持关注。

**表 13：近年来纺织板块核心企业产销情况**

名称	2017		
	产量	销量	产销比（%）
纱（吨）	22,466	24,390	108.6
布（万米）	1,935	1,969	101.8
名称	2018		
	产量	销量	产销比（%）
纱（吨）	19,209	20,848	108.0
布（万米）	2,085	2,085	100.0
名称	2019		
	产量	销量	产销比（%）
纱（吨）	17,521	17,416	99.4
布（万米）	1,891	1,925	101.8
名称	2020.3		
	产量	销量	产销比（%）
纱（吨）	3,213	3,678	114.5
布（万米）	410	327	79.8

注：产销比=销量/产量；部分纱外购及销售成品库存，故产销比可能出现大于 1。

资料来源：公司提供

成本与原材料采购方面，公司纺织业务的主要原材料为棉花，采购成本约占生产成本的一半以上。2019 年以来，细绒棉、人棉（1.2D）、长绒棉和涤纶采购价格均较 2018 年有所上降低，此外，公司在 2019 年新增了对木代尔和天丝原材料的采购。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。



细绒棉	20,710	12,583	4,366	811	16,293	16,025	15,275	13,850
人棉 (1.2D)	824	1,112	1,365	239	16,378	14,835	12,125	9,800
涤纶	2,819	3,329	2,334	548	9,255	10,450	9,340	8,380
木代尔	--	--	816	185	--	--	24,775	21,825
天丝	--	--	829	475	--	--	27,350	26,055
腈纶	10	14	--	--	22,040	22,350	--	--

资料来源：公司提供

此外，一棉纺织埃塞俄比亚 30 万纱锭生产基地建设总投资 2.24 亿美元（含设备出资），目前一期工程投资总额 0.80 亿美元，土建主体已经基本完毕，2019 年 10 月已正式投产，目前运作正常，正处于调试设备、产能爬坡阶段。

总体来看，公司纺织业务在跟踪期内经营保持相对稳定，但同时，中诚信国际也关注到，受宏观经济下行影响，纺织行业整体面临较大压力，中诚信国际将持续关注宏观经济形势和行业变化对公司纺织板块的影响。

## 物流及其他板块

### 跟踪期内，公司物流板块开展现代物流服务，营业收入保持增长；电子制造业务受中美贸易战及行业产能过剩影响，2019 年出现净利润亏损

2019 年及 2020 年 1~3 月，公司物流服务、电子制造及其他板块分别实现营业收入 49.82 亿元和 12.08 亿元，2019 年以来同比增长 70.72%，主要系国联金属材料市场供应链业务规模快速增长，加之公司当期收购了开发晶照明（厦门）有限公司（以下简称“开发晶公司”）新增了电子制造收入所致。

## 物资流通

公司物资流通业务由下属子公司国联物资投资有限公司（以下简称“国联物资”）负责运营，着力发展现代物流业。2019 年，国联物资实现营业收入 23.86 亿元，较上年同期增长 9.65%；利润总额 2,323.48 万元。国联物资收入主要来源于子公司国联金属材料市场有限公司（以下简称“国联金属材料公司”）和无锡恒顺金属材料有限公司（以下简称“恒顺金属”）开展的供应链服务业务。国联金属材料

公司大力开展供应链服务，2019 年，国联金属材料公司实现营业收入 16.20 亿元，利润总额-27.7 万元。恒顺金属实现营业收入 7.44 亿元、利润总额 1,175.88 万元。

## 电子制造业务

公司电子制造业务主要由开发晶公司负责运营。截至 2019 年末，开发晶公司总资产 40.96 亿元，总负债 21.67 亿元，所有者权益合计 19.29 亿元；2019 年，开发晶公司实现营业收入 21.94 亿元，利润总额-4.76 亿元，系受中美贸易战及行业产能过剩影响，公司当期计提存货跌价准备及商誉资产减值准备所致。截至 2020 年 3 月末，开发晶公司总资产 40.08 亿元，总负债 20.66 亿元，所有者权益合计 19.42 亿元；2020 年 1~3 月，开发晶公司实现营业收入 4.33 亿元，利润总额-0.06 亿元。

总体来看，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，业务布局丰富且具有一定的区域竞争力。跟踪期内，公司环保能源板块盈利情况良好，纺织板块经营相对稳定，但受行业景气度影响，经营压力增加；金融业务各子板块受市场行情及政策变动影响，经营和盈利情况发生了一定波动，中诚信国际将持续关注公司金融板块后续经营和盈利变化情况。

## 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 2017 年合并及母公司财务报告、经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年合并及母公司财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度合并及母公



司财务报表。其中，2017~2019年财务数据均为审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。中诚信国际在分析时将其他流动负债中的有息负债纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息负债纳入长期债务核算。

**跟踪期内，公司整体盈利水平保持稳定。环保能源板块随着转型成果显现，盈利水平逐步提升；电子制造板块收入增长明显，但盈利水平一般**

2019年，公司实现营业总收入217.65亿元，同比增长8.44%，同期，营业毛利率为21.61%，同比增加1.59个百分点。2020年1~3月，公司实现营业收入35.35亿元，营业毛利率为30.55%，因毛利

率较低的纺织板块业务收入占比下降，营业毛利率大幅上升。

分板块看，环保能源板块和金融板块是公司营业收入的主要来源，2019年，公司上述两个板块分别实现营业收入70.79亿元和73.29亿元，同比分别减少2.23%和4.03%；此外，纺织板块和物流服务、电子制造及其他板块对公司营业收入形成重要补充，2019年分别实现营业收入23.75亿元和49.82亿元，同比分别增长4.39%和70.72%。2019年公司因开发晶公司全年收入并表，电子制造业务收入增加较多，板块收入占比增加8.35个百分点至22.89%。

**表 15：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）**

业务板块	2017		2018		2019		2020.3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
环保能源板块	56.57	36.21	72.41	36.08	70.79	32.52	9.98	28.32
纺织板块	19.35	12.39	22.76	11.34	23.75	10.91	2.08	5.91
金融板块	62.02	39.70	76.36	38.05	73.29	33.67	12.08	34.29
物流服务、电子制造及其他板块	18.27	11.69	29.18	14.54	49.82	22.89	11.10	31.48
<b>合计/综合</b>	<b>156.20</b>	<b>100.00</b>	<b>200.71</b>	<b>100.00</b>	<b>217.65</b>	<b>100.00</b>	<b>35.25</b>	<b>100.00</b>

注：由于四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致情况  
 资料来源：公司提供

从业务板块毛利率来看，随着公司环保能源板块由传统制造向工程总承包转型，服务业务占比提升，2019年以来板块毛利率呈逐年增加趋势；2019年，得益于市场景气度上升，金融板块毛利率为37.55%，同比增加5.70个百分点；近年来纺织板块受行业景气度下降影响，毛利率总体呈下滑态势，2019年为4.03%，同比下降2.05个百分点；此外，物流服务、电子制造及其他板块毛利率整体呈下降趋势主要系毛利率较低的电子制造业务收入占比提高所致。

**表 16：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

项目	2017	2018	2019	2020.3
环保能源板块	14.50	15.92	18.16	22.44
纺织板块	7.84	6.08	4.03	5.93
金融板块	36.56	31.85	37.55	60.34
物流服务、电子制造及其他板块	18.24	10.10	11.45	10.03

营业毛利率	22.87	20.02	21.61	30.55
-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

期间费用方面，2019年，公司期间费用为37.54亿元，同比增长23.68%。费用构成方面，国联集团下属子公司较多，管理跨度大，管理费用在期间费用中占比较大。2019年，公司管理费用为23.09亿元，同比增长27.32%；同期，公司财务费用为8.00亿元，同比降低0.75%。2019年，公司期间费用率为17.25%，同比增加2.13个百分点，公司对期间费用的控制能力尚可；2020年1~3月，公司期间费用率为23.58%。

**表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	25.61	30.35	37.54	8.31
期间费用率(%)	16.39	15.12	17.25	23.58
经营性业务利润	9.76	9.93	9.89	2.26

资产减值损失	0.64	2.37	10.25	0.36
公允价值变动收益	-0.52	-1.04	2.70	1.06
投资收益	10.31	15.42	19.42	3.13
营业外损益	0.47	0.94	1.76	0.42
利润总额	21.43	23.88	24.05	7.07
EBITDA 利润率(%)	20.69	18.64	19.49	--
总资产收益率(%)	3.54	4.01	3.72	--

注：部分指标因缺少数据无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年，公司利润总额为24.05亿元，同比增长0.70%。从利润总额构成来看，公司利润主要来自经营性业务利润和投资收益。公司经营性业务利润为9.89亿元；作为投资控股类公司，投资收益是公司利润的重要组成部分，2019年，公司投资收益为19.42亿元，主要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期间取得的投资收益等，主要来自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。2019年，公司资产减值损失为10.25亿元，主要系公司计提可供出售金融资产减值损失、坏账损失和存货跌价损失较大所致。2020年1~3月，公司利润总额为7.07亿元，其中经营性业务利润为2.26亿元，投资收益为3.13亿元。

### 公司持有较多金融类股权和资产，资产质量较好，但由于金融资产在总资产中占比较大，资产和负债结构易受到市场环境和相关政策变化影响

截至2019年末，公司总资产为940.15亿元，同比增长11.99%。公司总资产中流动资产占比较大，2019年末，流动资产占总资产的比重为52.59%。截至2020年3月末，公司总资产为1,052.64亿元，流动资产占总资产的比重为56.26%。

表 18：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	139.33	140.90	162.99	184.46
应收账款	91.72	95.20	67.94	63.27
其他应收款	66.79	38.32	61.25	78.78
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	29.17	37.74	92.61	161.33
买入返售金融资产	62.05	77.65	34.99	29.00

可供出售金融资产	126.17	141.51	133.11	111.68
长期股权投资	81.37	87.53	93.15	122.01
固定资产	44.56	57.20	68.86	71.21
持有到期投资	16.48	19.31	20.24	24.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和买入返售金融资产构成。公司旗下非银行金融机构国联财务公司对公司内资金进行归集，同时国联证券、国联期货等金融机构的业务开展产生大量客户资金存款，使公司货币资金始终保持较大规模；截至2019年末，公司受限货币资金为7.77亿元，主要系存放中央银行款项、存入开具承兑汇票保证金和保函保证金等。2019年公司应收账款为67.94亿元，同比减少28.64%，主要为江苏资管不良资产包以及环保能源等业务板块日常运营中所形成的应收货款和工程款。其他应收款为61.25亿元，同比增长59.85%，受国联证券融出资金规模变动影响较大。同期，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产92.61亿元，同比增长145.38%，主要为公司及下属企业持有的债务和权益工具投资，受子公司国联证券扩大自营规模影响，规模逐年增加。公司买入返售金融资产为34.99亿元，系国联证券债券及股票质押式回购业务的相关资产，同比减少54.95%，主要受国联证券债券及股票质押式回购业务规模变化的影响。截至2020年3月末，公司流动资产为592.24亿元，较年初增加19.78%。

表 19：截至2020年3月末公司其他应收款前五名客户情况（亿元、%）

客户名称或项目	性质	余额	占其他应收款总额比例
国联证券股份有限公司融出资金	融出资金	52.66	66.84
江苏联嘉资产管理有限公司	往来款	2.81	3.57
无锡吴都阖闾文化发展有限公司	往来款	2.65	3.36
无锡锡东环保能源有限公司	往来款	2.33	2.96
中国信托业保障基金有限责任公司	信托保障基金	1.62	2.05

合计	--	62.06	78.78
----	----	-------	-------

资料来源：公司提供

公司非流动资产以可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和持有至到期投资为主。公司可供出售金融资产主要系可供出售权益工具，受公允价值变动及公司资产管理计划调整等因素影响，呈波动态势。同期，公司长期股权投资主要为公司对合营和联营企业的投资，随公司对外投资规模的增加呈逐年增长趋势。同期，公司固定资产主要以房屋、建筑物及机器设备为主，受益于合并范围扩大，公司固定资产规模持续增加。同期，公司持有至到期投资主要为信托产品投资、委托贷款、债券投资和资管产品等，近年规模呈小幅增长态势。

2019年及2020年3月末，公司总负债分别为606.65亿元和723.43亿元；同期，公司流动负债占总负债的比重分别为67.05%和69.06%，流动负债占比较大。

公司流动负债主要由代理买卖证券款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和短期借款构成。2019年及2020年3月末，公司代理买卖证券款分别为81.50亿元和98.36亿元，主要为公司下属证券、期货子公司接受客户委托，代理客户买卖股票、债券和基金等有价值证券而收到的款项；公司代理买卖证券款规模有所波动，主要系受市场波动影响，客户存放的投资款项规模有所变化所致。同期，公司其他应付款（含应付利息和应付股利，下同）分别为92.52亿元和98.36亿元，主要为国联期货客户保证金及与关联方的往来款等。同期，公司一年内到期的非流动负债分别为48.50亿元和58.37亿元，债务到期压力加大。2019年及2020年3月末，公司短期借款分别为41.32亿元和47.03亿元，主要为信用借款和保证借款。

**表 20：2020 年 3 月末公司其他应付款主要单位情况（亿元、%）**

其他应付款	款项性质	余额	占比
国联期货客户保证金	客户期货账户资金、风险准备金	26.38	24.57
无锡市文化旅游发	交易保证金	13.00	12.11

展集团有限公司			
国联金融创投引导基金	代政府投资款本金及收益	2.83	2.63
康桥 48-A/B/F/H 地块拆迁项目	代理拆迁	2.56	2.39
太平洋（48-I）地块拆迁项目	代理拆迁	1.33	1.24
合计	--	46.10	42.94

资料来源：公司提供

公司的非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2019年及2020年3月末，公司长期借款分别为70.57亿元和68.48亿元，主要为江苏资管向国家开发银行股份有限公司的股权质押借款。同期，公司应付债券分别为115.69亿元和142.69亿元，系公司发行的中期票据和公司债等，规模呈逐年增加态势。

2019年及2020年3月末，公司资产负债率分别为64.53%和68.73%，受国联证券营业规模扩大影响，公司财务杠杆比率增加。2019年及2020年3月末，公司总债务分别为299.04亿元和339.32亿元，总资本化比率分别为47.28%和50.76%，债务水平和总资本比率持续上升。债务结构方面，2019年及2020年3月末，公司短期债务/总债务分别为37.63%和37.76%，债务结构以长期债务为主，结构较为合理。

从公司到期债务分布情况来看，公司到期债务集中在2020年4~12月、2021年和2022年，公司分别需偿还120.90亿元、42.44亿元和100.04亿元，公司面临一定的短期偿债压力。

**表 21：截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布（亿元）**

2020.4~12	2021	2022	2023	2024 年及以后
120.90	42.44	100.04	15.17	60.77

资料来源：公司提供

总体来看，公司持有较多金融类股权和资产，资产质量较好，但由于金融资产在总资产中占比较大，资产和负债结构易受到市场环境和相关政策变化影响。此外，随着合并范围的增加和业务的扩张，公司近年来合并和母公司口径负债和债务水平呈上升趋势，财务杠杆水平有所增加。



## 公司经营活动净现金流规模受金融板块业务性质影响，存在较大波动

2019年及2020年1~3月，公司经营活动净现金流分别为35.48亿元和6.05亿元，受国联财务业务规模扩大，吸收存款增加导致客户存款和同业存放款项大幅增加影响，以及国联证券股票质押和债券质押业务规模减少，回购业务资金净增加额大幅增加影响，公司经营活动现金流入规模大幅增加，经营活动净现金流回正。

投资活动现金流方面，2019年及2020年1~3月，公司投资活动净现金流分别为-23.89亿元和-39.01亿元。公司投资支付的现金规模较大，使得投资活动净现金流缺口持续增大，主要系公司根据发展规划在重点领域进行布局，对外投资规模不断增加所致。

筹资活动现金流方面，2019年及2020年1~3月，公司筹资活动净现金流分别为6.14亿元和50.45亿元。公司筹资活动现金流入主要为取得借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿债支出。2017年以来，公司融资力度有所加大，筹资活动净现金流呈持续净流入状态。

表 22：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-51.15	16.35	35.48	6.05
投资活动净现金流	-13.42	-37.08	-23.89	-39.01
筹资活动净现金流	33.80	23.53	6.14	50.45
经营净现金流/总债务	-0.22	0.06	0.12	0.07*
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-8.45	1.95	3.91	--
货币资金/短期债务	1.48	1.16	1.45	1.44
总债务/EBITDA	7.14	7.56	7.05	--
EBITDA 利息保障倍数	5.34	4.47	4.68	--

注：部分指标因缺乏数据无法计算；带“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

偿债能力指标方面，随着公司债务水平的上升，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所弱化，但能够覆盖利息支出，2019年，公司总债务/EBITDA 为 7.05 倍，EBITDA 利息保障倍数为 4.68 倍。同期，公司经营活动净现金流利息覆盖倍数为 3.91 倍，对债务利息的保障能力增加。

## 公司外部授信备用流动性较为充足，对外担保对象主要为无锡当地大中型国有企业。

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司在各家银行获得的授信额度为 248.68 亿元，其中未使用额度为 129.38 亿元，备用流动性较为充足。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 88.40 亿元，主要为 79.63 亿元用于卖出回购和转融通担保物以公允价值计量及其变动计入当期损益的金融资产及 5.96 亿元用于承兑汇票和保函保证金的货币资金。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保金额为 14.06 亿元，占同期净资产比重的 4.22%，担保对象主要是无锡当地大中型国有企业。

表 23：截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保人	担保额度
无锡吴都阖闾文化发展有限公司	24,340.00
无锡市太湖新城发展集团有限公司	40,000.00
无锡耿湾文化旅游发展有限公司	72,940.00
无锡恒智钢铁有限公司	1,800.00
无锡市天明金属材料有限公司	1,500.00
合计	140,580.00

资料来源：公司提供

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 5 月 9 日，公司不存在未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 无锡市近年来综合实力不断增强，公司在无锡市的环保、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，各板块发展能够获得市政府的大力支持

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，控股国联证券、国联信托、国联期货等金融企业，并负责管理无锡市大部分金融资产，金融牌照丰富。此外公司下属子公司华光股份

为上交所上市公司，在行业内具有领先的市场地位。公司在环保、金融、热力发电、纺织等业务方面能得到政府的大力支持，2019年，公司获得的营业外补贴收入 758.96 万元，系垃圾补贴款、财政技改拨款、垃圾增值税退款和开发区的地方扶持基金；同期，公司其他收益为 1.51 亿元。地方政府对公司的支持力度较大。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持无锡市国联发展（集团）有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 国联 01”、“19 国联 02”和“19 国联 03”的债项信用等级为 **AAA**。



## 附一：无锡市国联发展（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



## 附二：无锡市国联发展（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,393,307.71	1,409,021.24	1,629,872.06	1,844,624.27
应收账款	917,224.58	952,012.84	679,386.68	632,690.11
其他应收款	645,173.68	383,181.17	612,499.65	787,784.42
存货	287,916.61	428,822.49	280,119.44	293,009.94
长期投资	2,240,146.13	2,483,526.21	2,464,903.16	2,582,294.20
在建工程	24,995.71	69,975.83	219,153.94	205,444.13
无形资产	36,838.37	128,023.99	161,222.07	151,687.07
总资产	7,712,504.29	8,394,566.81	9,401,466.29	10,526,372.25
其他应付款	692,395.88	710,999.23	925,235.50	1,109,898.80
短期债务	938,441.85	1,212,617.50	1,125,366.45	1,281,401.71
长期债务	1,368,727.32	1,615,091.39	1,865,072.38	2,111,783.88
总债务	2,307,169.17	2,827,708.88	2,990,438.83	3,393,185.59
总负债	4,733,529.11	5,151,045.05	6,066,487.28	7,234,296.12
费用化利息支出	60,561.80	83,796.09	90,618.70	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
实收资本	800,000.00	800,000.00	800,000.00	800,000.00
少数股东权益	598,362.04	863,476.69	954,810.51	936,030.23
所有者权益合计	2,978,975.18	3,243,521.77	3,334,979.02	3,292,076.13
营业总收入	1,562,038.36	2,007,103.67	2,176,526.24	352,469.68
经营性业务利润	97,577.70	99,318.95	98,945.21	22,572.49
投资收益	103,077.88	154,178.98	194,159.78	31,276.60
净利润	165,060.71	185,595.35	172,887.45	53,134.05
EBIT	274,870.98	322,609.65	331,102.01	--
EBITDA	323,246.21	374,180.90	424,289.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,703,319.33	2,005,388.40	1,844,479.61	626,401.81
收到其他与经营活动有关的现金	170,501.58	303,894.92	566,573.57	186,168.21
购买商品、接受劳务支付的现金	1,214,453.63	1,625,658.07	1,698,889.13	494,845.18
支付其他与经营活动有关的现金	656,962.30	399,045.04	429,205.75	68,772.70
吸收投资收到的现金	72,106.06	55,810.00	25,653.19	--
资本支出	76,554.26	119,859.42	146,414.63	38,789.30
经营活动产生现金净流量	-511,461.76	163,530.58	354,759.73	60,459.87
投资活动产生现金净流量	-134,198.41	-370,839.63	-238,913.23	-390,133.12
筹资活动产生现金净流量	338,036.78	235,341.99	61,399.75	504,456.67
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	22.87	20.02	21.61	30.55
期间费用率(%)	16.39	15.12	17.25	23.58
应收类款项/总资产(%)	20.26	16.19	13.74	13.49
收现比(%)	1.26	1.12	0.95	2.14
总资产收益率(%)	3.54	4.01	3.72	--
资产负债率(%)	61.37	61.36	64.53	68.73
总资本化比率(%)	43.65	46.58	47.28	50.76
短期债务/总债务(%)	40.68	42.88	37.63	37.76
FFO/总债务(X)	0.08	0.08	0.15	--
FFO 利息倍数(X)	3.19	2.56	4.97	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-8.45	1.95	3.91	--
总债务/EBITDA(X)	7.14	7.56	7.05	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.31	0.38	--
货币资金/短期债务(X)	1.48	1.16	1.45	1.44
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	5.34	4.47	4.68	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中的有息负债纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息负债纳入长期债务核算。

### 附三：无锡市国联发展（集团）有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据(单位：万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	251,162.29	179,994.96	151,379.08	65,282.52
应收账款	0.00	2,739.75	0.00	0.00
其他应收款	325,272.03	601,776.42	781,999.29	891,829.40
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,742,576.66	1,689,489.39	1,699,829.33	1,690,815.35
在建工程	179.25	46.89	0.00	100.45
无形资产	672.31	600.53	34.34	30.74
总资产	2,344,741.87	2,497,254.79	2,685,894.21	2,698,678.72
其他应付款	321,691.11	283,893.99	278,286.61	276,710.13
短期债务	375,200.00	701,800.00	635,000.00	770,000.00
长期债务	500,000.00	400,000.00	683,500.00	583,500.00
总债务	875,200.00	1,101,800.00	1,318,500.00	1,353,500.00
总负债	1,232,925.20	1,418,693.08	1,601,405.84	1,634,523.85
费用化利息支出	--	40,942.50	--	--
资本化利息支出	--	0.00	--	--
实收资本	800,000.00	800,000.00	800,000.00	800,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,111,816.67	1,078,561.71	1,084,488.37	1,064,154.87
营业总收入	250.86	297.85	351.46	3.21
经营性业务利润	-37,282.33	-41,667.36	-28,852.97	-14,782.32
投资收益	34,097.53	41,498.10	43,445.64	7,722.65
净利润	12,764.64	17,729.72	15,012.86	-2,742.81
EBIT	--	63,055.17	--	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	263.51	803.02	373.22	3.37
收到其他与经营活动有关的现金	1,610.20	2,429.01	9,295.60	103.70
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	9.00
支付其他与经营活动有关的现金	4,785.36	2,382.94	1,735.39	576.23
吸收投资收到的现金	17,035.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	2,096.09	341.14	172.00	150.34
经营活动产生现金净流量	-5,516.97	-4,806.16	-695.19	-1,462.47
投资活动产生现金净流量	-6,616.70	-232,127.09	-155,353.77	-101,792.04
筹资活动产生现金净流量	150,987.03	165,865.91	127,433.09	17,157.94
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率 (%)	31.71	42.49	51.26	-344.85
期间费用率 (%)	14,793.42	13,979.58	8,215.19	458,495.34
应收类款项/总资产 (%)	13.89	24.23	29.12	33.05
收现比 (X)	1.05	2.70	1.06	1.05
总资产收益率 (%)	--	2.60	--	--
资产负债率 (%)	52.58	56.81	59.62	60.57
总资本化比率 (%)	44.05	50.53	54.87	55.98
短期债务/总债务 (%)	42.87	63.70	48.16	56.89
FFO/总债务 (X)	-0.01	0.00	0.00	--
FFO 利息倍数 (X)	--	-0.12	--	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	--	-0.12	--	--
总债务/EBITDA (X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务 (X)	--	--	--	--
货币资金/短期债务 (X)	0.67	0.26	0.24	0.08
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	--	--	--	--

注：1、公司各期财务报表均根据新会计准则编制；2、公司2020年一季度母公司口径财务报表未经审计；3、公司未提供2017~2019年及2020年一季度母公司口径现金流量表补充资料、未提供2017~2019年及2020年一季度母公司口径利息支出数据，故相关指标失效。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。