

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0104号

无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司：

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“21沪宁城铁债/21惠城铁”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“21沪宁城铁债/21惠城铁”信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年五月二十六日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年5月26日



无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司 主体及“21沪宁城铁债/21惠城铁”2022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	2022/5/26	AA/稳定	庞文静	王佳琪

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
21 沪宁城铁债 /21 惠城铁	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		

无锡沪宁城铁惠山站区投资开发建设有限公司是无锡市惠山区重要的基础设施建设主体，主要从事城铁惠山站区的基础设施及保障房建设、土地开发整理等业务。无锡市惠山文旅集团有限公司为公司控股股东，无锡市惠山区国有资产管理办公室是公司实际控制人。

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%	2.96		(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					AA						
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，跟踪期内，无锡市经济实力依然很强；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；中债信用增进投资股份有限公司为“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司土地开发整理业务收入未来仍存在一定的不确定性；公司资产流动性较弱；公司全部债务规模持续上升，面临一定的短期偿债压力。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“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”的信用等级为 AAA。

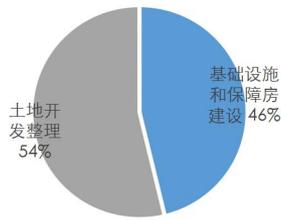
同业对比

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	长沙望源开发建设有限公司
地区	无锡市惠山区	绍兴市柯桥区	淄博市临淄区	长沙市望城区
GDP (亿元)	1145.13	1747.98	859.9	1002.84
GDP 增速 (%)	10.3	9.6	10.2	7.2
人均 GDP (万元)	12.80	25.14	-	-
一般公共预算收入 (亿元)	114.71	147.14	72.0	130.69
一般公共预算支出 (亿元)	100.56	132.92	53.8	117.62
资产总额 (亿元)	147.87	511.90	264.06	120.87
所有者权益 (亿元)	85.18	177.23	71.72	64.07
营业收入 (亿元)	9.34	15.39	23.89	7.53
利润总额 (亿元)	3.15	2.43	2.81	1.48
资产负债率 (%)	42.40	65.38	72.84	46.99
全部债务资本化比率 (%)	39.22	-	-	-

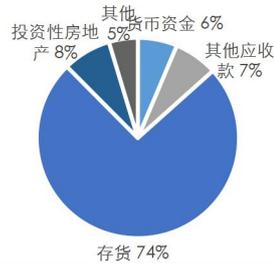
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业公司，表中数据年份均为 2021 年。
数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

2021年公司营业收入构成



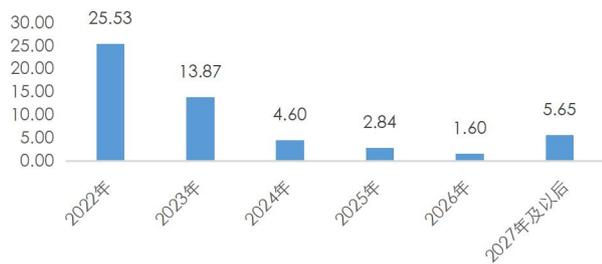
2021年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
资产总额	122.39	131.92	147.87
所有者权益	80.98	82.02	85.18
营业收入	8.30	7.83	9.34
利润总额	2.11	1.07	3.15
全部债务	39.89	48.33	54.96
资产负债率	33.83	37.82	42.40
全部债务资本化比率	33.00	37.08	39.22

2021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、%)

	2019年	2020年	2021年
地区	惠山区		
GDP 总量	937.07	985.26	1145.13
GDP 增速	6.8	4.3	10.3
人均 GDP (万元)	13.16	11.03	12.80
一般公共预算收入	95.57	98.42	114.71
一般公共预算收入增速	3.5	3.0	16.5
上级补助收入	16.58	14.87	14.44

优势

- 跟踪期内, 无锡市地区经济保持增长, 经济总量在江苏省各城市中位居前列, 经济实力依然很强;
- 惠山区经济继续保持较快增长, 第三产业占比进一步上升, 经济实力仍较强;
- 公司继续从事无锡市地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;
- 中债信用增进投资股份有限公司为“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证仍具有很强的增信作用。

关注

- 跟踪期内, 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;
- 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;
- 公司全部债务规模持续上升, 面临一定的短期偿债压力。

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 (21 沪宁城铁债/21 惠城铁)	2021/7/5	妙青丹 庞文静	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA	AAA(16 惠山棚改项目债/PR 惠棚改)	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
21 沪宁城铁债/21 惠城铁	2021/7/5	8.00	2021/7/28~2028/7/28	全额无条件不可撤销的连带责任保证	中债信用增进投资股份有限公司/AAA/稳定

跟踪评级说明

根据相关监管要求及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”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

惠山城铁系 2008 年 9 月由无锡市惠山文商旅集团有限公司¹（以下简称“惠山文旅”）、无锡前洲城市建设投资有限公司和无锡前洲资产经营管理有限公司共同出资组建的国有独资公司，初始注册资本为人民币 2.00 亿元。截至 2021 年末，公司注册资本和实收资本均为 11.75 亿元，其中惠山文旅持有 85% 的股权，为其控股股东，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”）作为惠山文旅的控股股东，仍是公司的实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。

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²的基础设施及保障房建设、土地开发整理等业务。

截至 2021 年末，惠山城铁纳入合并报表范围的子公司共 8 家，较 2020 年末增加 1 家。2021 年 10 月，公司出资 2300.00 万元收购无锡中惠惠洲投资管理有限公司（以下简称“惠洲投资”）100.00% 股权，并于 11 月完成工商变更登记。惠洲投资成立于 2019 年，注册资本 30000.00 万元，主要从事投资管理、实业投资、房屋租赁等业务。

图表 1 截至 2021 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	48000.00	100.00	投资设立
无锡恒笙鼎汇科技有限公司	科技企业投资	35000.00	100.00	投资设立
无锡优进优出商贸有限公司	日用品的销售、企业咨询	1000.00	100.00	投资设立
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	50000.00	100.00	投资设立
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	20000.00	100.00	投资设立
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	20000.00	100.00	投资设立
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	20000.00	100.00	投资设立
无锡中惠惠洲投资管理有限公司	投资管理，实业投资，企业管理服务，房屋租赁等	30000.00	100.00	股权收购

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

截至 2022 年 4 月末，“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”尚未到本息兑付日。“21 沪宁城铁债

¹ 原名无锡惠山文旅经营管理有限公司，2022 年 2 月更为现名。

² 城铁惠山站区集聚了沪宁高铁、沿江城际铁路、盐泰锡常宜城铁三大交通枢纽。其中沪宁城际高速铁路，是一条连接上海市与江苏省南京市的城际铁路，2010 年 7 月 1 日全线通车；南沿江城际铁路起自南京，经镇江（句容）、常州（金坛、武进）、无锡（惠山、江阴）、苏州（张家港、常熟、太仓）等地至上海；盐泰锡常宜城际铁路，起自常州-无锡-苏州-上海城际铁路，日前已由国家发改委获批，列入《国家发展改革委关于江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025）》建设项目。南沿江城际铁路及盐泰锡常宜城际铁路均将在沪宁城际铁路惠山站接轨。

/21 惠城铁”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”募集资金的 4.80 亿元用于量子感知产业研发中心（一期工程）项目（以下简称“本期债券募投项目”）建设，3.20 亿元用于补充公司营运资金。该项目已于 2020 年 5 月开工建设，建设期为 2 年，截至 2022 年 4 月末，项目已投资 5.40 亿元，其中募投资金投入 3.70 亿元。

截至 2022 年 4 月末，募集资金已使用 6.70 亿元，其中 3.70 亿元用于本期债券募投项目建设，3.00 亿元用于补充营运资金，尚有 1.30 亿元未使用。

宏观经济与政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费平缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1 月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达 1.5 万亿元的增值税留抵退税政策在 4 月 1 日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5 月美联储加息提速、启动缩表不会

对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投发债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

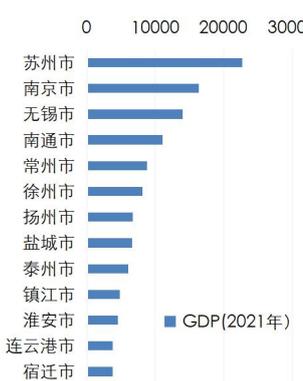
1.无锡市

跟踪期内，无锡市地区经济保持增长，经济总量在江苏省各地市中位居前列，经济实力依然很强

跟踪期内，无锡市地区生产总值保持增长。2021年，无锡市地区生产总值在江苏省各地级市中排名第3位，人均生产总值18.74万元，经济实力依然很强。从产业结构看，第二产业和第三产业在经济总量中占比较大，是无锡市经济发展的主要推动力。

投资方面，2021年，无锡市完成固定资产投资3985.20亿元，同比增长4.5%。从产业投向看，第一产业投资3.67亿元，同比下降51.7%；第二产业投资1563.03亿元，同比下降9.9%；第三产业投资2418.50亿元，同比增长16.7%。重点建设项目方面，2021年，无锡市年度备案超10亿元重大产业项目80个、其中超100亿元5个，318个市重大项目完成投资1164.7亿元。消费方面，2021年无锡市社会消费品零售总额3306.09亿元，同比增长10.4%，外贸方面，2021年实现进出口总值1057.01亿美元，同比增长20.4%。

图表2 无锡市主要经济指标（单位：亿元、%）



项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	11852.32	6.7	12370.48	3.7	14003.24	8.8
规模以上工业增加值	3753.19	7.8	3968.80	6.6	4926.42	12.9
固定资产投资	3595.94	6.1	3815.36	6.1	3985.20	4.5
社会消费品零售总额	3983.41	8.5	2994.36	-1.0	3306.09	10.4
三次产业结构	1.0: 47.5: 51.5		1.0: 46.5: 52.5		0.9: 47.9: 51.2	

资料来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，无锡市以高档纺织及服装加工、精密机械及汽车配套工业、电子信息及高档家电业等六大支柱产业为主的工业经济发展较好，整体工业实力依然很强。2021年，无锡市规模以上工业增加值4926.42亿元，同比增长12.9%。全市规模以上工业企业实现营业收入22141.39亿元，同比增长18.1%。

跟踪期内，无锡市第三产业持续发展，对地区经济发展贡献较大。旅游业方面，依托丰富的旅游资源，2021年，无锡市接待国内旅游人数8800.09万人次，同比增长46.4%；旅游总收入1654.85亿元，同比增长56.4%。房地产业方面，2021年，无锡市全年商品房销售面积1550.86万平方米，同比增长0.02%；商品房销售额268.96亿元，同比增长12.6%。金融业方面，无锡市资本市场发展良好，2021年末金融机构各项本外币存款余额21345.48亿元，同比增长10.0%；各项本外币贷款余额17459.50亿元，同比增长14.1%。2021年末，无锡市新增上市公司14家，累计176家，总数、新增数、总市值均居全国前十。

根据无锡市2022年政府工作报告，预计2022年，无锡市地区生产总值增长6%左右，规模以上工业增加值增长7.5%左右，社会消费品零售总额增长8%左右。

整体来看，无锡市综合经济实力依然较强，并具备一定的发展潜力。

2.惠山区

跟踪期内，惠山区经济继续保持较快增长，第三产业占比进一步上升，经济实力仍较强

2021年，惠山区实现地区生产总值1145.13亿元，同比增长10.3%，增速较上年提高6.0个百分点。惠山区三次产业结构持续优化，2021年，惠山区产业结构调整为1.2:52.4:46.4，第三产业占比进一步提升。2021年，惠山区完成固定资产投资473.55亿元，同比增长0.7%。

图表3 惠山区主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	937.07	6.8	985.26	4.3	1145.13	10.3
人均地区生产总值（万元）	13.16		11.03		12.80	
三次产业结构	1.7: 55.3: 43.0		1.7: 53.8: 44.5		1.2: 52.4: 46.4	
第三产业增加值	402.91	16.3	438.85	-	-	-
规模以上工业增加值	375.17	10.0	387.30	7.0	498.24	17.0
全社会固定资产投资	-	6.7	-	10.0	473.55	0.7
社会消费品零售总额	237.68	10.0	234.01	1.2	285.14	21.9
房地产开发投资	-	1.1	-	10.7	-	-
进出口总额（亿美元）	32.82	-2.1	33.97	2.4	44.46	30.9

数据来源：统计公报、无锡市统计局网站，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。2021年，惠山区政府出台《关于打造“全国智造区”的实施意见》，确定全力发展以智能装备、战略新材料、生物医药为主的三大新兴产业集群和以冶金能源、机械装备、电子电气、轻工纺织为主的四大优势基础产业集群，同时围绕这七个产业发展，在全区明确布局了18个特色专业园区。2021年，惠山区工业生产保持较快增长，规模以上工业增加值同比增长17.0%。

2021年，惠山区第三产业占比进一步提升。消费方面，2021年惠山区社会消费品零售总额285.14亿元，同比增长21.9%，消费市场迅速恢复。外贸方面，2021年惠山区实现进出口总额44.46亿美元，同比增长30.9%。

财政状况

无锡市

跟踪期内，无锡市一般公共预算收入保持增长，税收收入占比高，财政实力依然很强

跟踪期内，无锡市一般公共预算收入保持增长，税收收入占比仍较高，财政实力依然很强。2021年，无锡市一般公共预算收入同比增长11.6%，其中税收收入占比为81.96%，一般公共预算收入稳定性较强。从税种构成看，无锡市税收收入以增值税、企业所得税、契税、个人所得税为主，占比分别为42.35%、18.95%、10.19%和6.38%。同期，无锡市政府性基金收入大幅增长，对财政收入贡献较大，但易受房地产市场波动及土地收储政策等因素影响而存在不确定性。

2021年，无锡市一般公共预算支出同比增长11.8%，其中，刚性支出576.35亿元，占比

42.44%。同期，无锡市地方财政自给率³保持较高水平，财政自给程度很高。

截至 2021 年末，无锡市地方政府债务余额 1608.1 亿元，其中，一般债务余额 522.5 亿元，专项债务余额 1085.6 亿元。

图表 4 无锡市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	1036.33	1075.70	1200.50
其中：税收收入	870.21	889.12	983.87
非税收入	166.12	186.58	216.63
一般公共预算收入增速（%）	2.4	3.8	11.6
政府性基金收入	797.33	987.95	1225.77
上级补助收入	148.72	147.23	149.71
财政收入⁴	1982.38	2210.88	2575.98
一般公共预算支出	1117.52	1215.03	1357.91
政府性基金支出	811.67	1111.75	1261.36
上解上级支出	230.52	231.90	259.27
财政支出⁵	2159.71	2558.68	2878.54
财政自给率（%）	92.73	88.53	88.41

资料来源：公开资料，东方金诚整理

根据《关于无锡市 2021 年财政预算执行情况和 2022 年财政预算（草案）的报告》，2022 年，无锡市一般公共预算收入预期目标 1260.24 亿元，同比增长 5%左右。

惠山区

2021 年，惠山区一般公共预算收入保持增长，政府性基金收入大幅增长，财政自给程度很高，财政实力较强

2021 年，惠山区实现一般公共预算收入 114.71 亿元，同比增长 16.5%；政府性基金收入同比增长 87.7%，但易受土地市场行情影响，未来仍存在一定不确定性。

支出方面，2021 年，惠山区一般公共预算支出保持增长，政府性基金支出大幅增长，地方财政自给率为 114.07%，较上年提高 11.18 个百分点，地方财政自给程度较高。

截至 2021 年末，惠山区政府债务余额为 174.67 亿元，其中一般债务余额 33.05 亿元，专项债务余额 141.62 亿元。

³财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

⁴财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

⁵财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出+上解上级支出。

图表 5 惠山区财政收支情况 (单位: 亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	95.57	98.42	114.71
其中: 税收收入	82.64	84.12	93.70
非税收入	12.92	14.30	21.01
一般公共预算收入增速 (%)	3.50	3.00	16.50
政府性基金收入	64.89	64.82	121.67
上级补助收入	16.58	14.87	14.44
财政收入	177.04	178.11	250.82
一般公共预算支出	84.57	95.66	100.56
政府性基金支出	91.28	78.13	122.92
上解上级支出	30.38	30.00	33.50
财政支出	206.23	203.79	256.98
财政自给率 (%)	113.01	102.89	114.07

数据来源: 公开资料, 东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内, 公司营业收入有所增长, 仍主要来自于基础设施和保障房建设及土地开发整理业务, 毛利润和综合毛利率均大幅上升

跟踪期内, 公司继续负责城铁惠山站区的基础设施和保障房建设、土地开发整理等业务。

2021年, 公司营业收入同比增长 19.33%, 基础设施和保障房建设及土地开发整理收入合计占比为 99.57%。同期, 公司其他业务新增租赁业务, 但收入规模较小。

2021年, 公司毛利润大幅增长, 仍主要来自土地开发整理业务; 受毛利率较高的土地开发整理业务占比大幅增加影响, 公司综合毛利率大幅上升。

图表 6 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施和保障房建设	5.02	60.50	6.33	80.86	4.30	46.04
土地开发整理	3.28	39.50	1.50	19.14	5.00	53.53
其他业务	-	-	-	-	0.04	0.43
营业收入合计	8.30	100.00	7.83	100.00	9.34	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施和保障房建设	0.79	15.81	0.96	15.23	0.70	16.27
土地开发整理	1.85	56.32	0.99	66.43	3.64	72.70
其他业务	-	-	-	-	0.01	14.60
合计	2.64	31.81	1.96	25.03	4.34	46.47

数据来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

基础设施和保障房建设

跟踪期内，公司继续从事城铁惠山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、城际铁路惠山站区管理委员会（以下简称“站区管委会”）及相关方委托，跟踪期内公司继续从事城铁惠山站区（以下简称“站区”）内的配套基础设施和保障房建设，业务仍具有较强的区域专营性。该业务模式未发生重大变化，仍分为代建模式和自建自营模式。

2021年，公司确认基础设施和保障房收入4.30亿元，较上年有所下降；毛利率为16.27%，较上年有所上升。

截至2021年末，公司已完工自建保障房项目为城铁惠山站区棚户区改造项目（榭丽花园保障性小区一二期项目），该项目总投资额21.53亿元，总改造面积47.40万平方米，其中安置用房及其配套用房建筑面积36.41万平方米。该项目已于2016年完成建设，最终确认剩余安置房出售面积为10.91万平方米，配套商业用房出租面积2.35万平方米，地下车位出租1657个。其中，保障房出售对象为无锡惠聚建设发展有限公司（以下简称“惠聚建设”），配套商业用房及地下车位出租对象为无锡中惠物业有限公司（以下简称“中惠物业”）。截至2021年末，该项目累计收入合计19.63亿元⁶，其中2021年公司收到保障房补贴收入2.00亿元。

截至2021年末，公司在建的委托代建项目包括惠山区禾乐现代生态产业园、惠山区悦丰生态农业示范园和惠山区四季生态果蔬基地，其中惠山区禾乐现代生态产业园规划总面积12.85万亩，主要种植阳山水蜜桃和叶菜，计划投资4.15亿元；自建项目为本期债券募投项目量子感知产业研发中心（一期工程）和无锡惠山城铁国际商务区智能制造园建设项目（以下简称“智能制造园”），上述在建项目计划总投资28.72亿元，累计已投资19.40亿元，尚需投资9.31亿元。截至2022年4月末，本期债券募投项目已投资5.40亿元，其中募投资金投入3.70亿元。同期末，公司暂无拟建项目。总体来看，公司在建项目投资规模较大，面临一定资本支出压力。

图表7 截至2021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
惠山区禾乐现代生态产业园	代建	4.15	2.03	2.12
惠山区悦丰生态农业示范园项目	代建	3.90	3.56	0.34
惠山区四季生态果蔬基地项目	代建	3.73	3.51	0.21
量子感知产业研发中心（一期工程）*	自建	8.92	5.40	3.52
无锡惠山城铁国际商务区智能制造园建设项目	自建	8.02	4.90	3.12
合计	-	28.72	19.40	9.31

注：标“*”为本期债券募投项目

数据来源：公司提供，东方金诚整理

⁶ 根据惠人发[2015]20号文，为保障城铁惠山站区棚户区改造项目顺利实施，惠山区财政局将于2016年~2021年为公司提供合计12.60亿元的财政补贴资金，直接计入公司保障房销售收入。

土地开发整理

跟踪期内,公司继续从事站区内的土地开发整理业务,2021年土地开发整理收入大幅增长,成为公司营业收入的重要来源;但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

跟踪期内,公司继续从事站区内的征地拆迁、土地平整等业务,该业务仍具有较强的区域专营性。公司土地开发整理业务模式未发生重大变化。

2021年,公司确认土地开发整理收入5.00亿元,较2020年大幅增长,成为公司营业收入的重要来源;毛利率为72.70%,较2020年上升6.27个百分点。

截至2021年末,公司已整理待出让土地面积共计2207.26亩,账面总投资58.14亿元。未来三年,公司计划出让土地384.89亩,预计实现收入14.43亿元。整体来看,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,实际出让情况存在一定的不确定性。

图表8 截至2021年末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	土地开发整理收入
2022年	128.80	23184.00	41860.00
2023年	131.92	23745.60	52768.00
2024年	124.17	22349.74	49666.08
合计	384.89	69279.34	144294.08

数据来源:公司提供,东方金诚整理

外部支持

公司作为惠山区重要的基础设施建设主体,在财政补贴等方面得到了股东及相关各方的支持

财政补贴方面,2021年,公司收到保障房补贴收入2.00亿元⁷。

考虑到公司未来将继续在城铁惠山站区范围内保持基础设施建设领域的专营地位,预计股东及各方仍将对公司提供支持。

企业管理

截至2021年末,公司注册资本和实收资本均为人民币11.75亿元,惠山文旅仍为公司控股股东,惠山区国资办仍为公司实际控制人。

跟踪期内,公司治理结构和组织架构未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2021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2021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。

⁷ 直接计入收入并结转存货中的保障房项目成本。

截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共有 8 家，较上年末增加 1 家，系股权收购的惠州投资。

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

2021 年末，公司资产总额同比增长 12.10%，流动资产占比为 87.95%，结构仍以流动资产为主。

公司流动资产主要由存货等构成，2021 年末，公司存货略有下降，包括土地整理开发成本 58.14 亿元、基础设施工程成本 27.82 亿元、棚户区改造成本 3.94 亿元、保障房建设成本 5.97 亿元及农村土地经营权 4.93 亿元等。总体来看，公司存货变现能力较弱。

2021 年末，公司应收账款大幅下降，主要系应收惠聚建设和中惠物业的商品房价款和房屋租赁款收回所致；公司货币资金有所增加，主要为银行存款，2021 年末受限货币资金 1.00 亿元，全部为银行承兑汇票保证金；其他应收款主要为应收当地政府及国有企业的往来款，2021 年末大幅增长，前五名对象为无锡扬远建设投资有限公司 4.79 亿元、无锡惠聚建设发展有限公司 2.71 亿元、城际铁路惠山站区管理委员会 1.42 亿元、无锡惠远建设发展有限公司 1.32 亿元和无锡中源汽车零部件制造有限公司 0.03 亿元。

图表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
资产总额	122.39	131.92	147.87
流动资产	119.94	128.02	130.05
货币资金	5.56	7.96	9.32
应收账款	8.00	4.81	0.02
其他应收款	3.04	4.12	10.36
存货	103.31	110.94	109.90
非流动资产	2.44	3.90	17.82
投资性房地产	-	-	11.46
在建工程	-	-	1.69

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2021 年末，公司非流动资产大幅增长，主要由投资性房地产构成。2021 年末，公司新增投资性房地产 11.46 亿元，主要系公司在当年将自建智能制造园项目（4.90 亿元）及量子感知产业研发中心（一期工程）项目（5.40 亿元）从存货中转入投资性房地产科目所致。

截至 2021 年末，公司受限资产为 1.59 亿元，受限比例较低，包括抵押的土地使用权 0.59 亿元以及银行承兑汇票保证金 1.00 亿元。

资本结构

公司所有者权益小幅增长，仍以资本公积为主

2021 年末，公司所有者权益小幅增长。其中，实收资本和资本公积均较 2020 年末无变化；未分配利润同比增长 28.65%，为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 10 公司所有者权益构成情况 (单位: 亿元)

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
所有者权益	80.98	82.02	85.18
实收资本	11.75	11.75	11.75
资本公积	59.28	59.28	59.28
未分配利润	8.95	9.89	12.72

数据来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司负债规模大幅增长, 仍以非流动负债为主

2021 年末, 公司负债规模同比增长 25.66%, 负债结构仍以非流动负债为主, 非流动负债占比为 65.70%。

2021 年末, 公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2021 年末, 公司短期借款大幅增长, 主要为保证借款 6.78 亿元; 应付账款增长较快, 主要系 2021 年新增对江阴第二建筑安装工程公司、无锡市工业设备安装有限公司等的工程款所致; 一年内到期的非流动负债有所下降, 主要包括一年内到期的长期借款 6.25 亿元。

跟踪期内, 公司非流动负债有所增长, 主要由长期借款和应付债券构成。2021 年末, 公司应付债券较上年增加 7.97 亿元, 主要系当年新发行 8.00 亿元的“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”; 长期借款规模略有下降, 其中 2021 年新增长期借款 2.69 亿元。

图表 11 公司负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
负债总额	41.41	49.90	62.70
流动负债	8.13	16.42	21.51
短期借款	3.68	3.80	7.28
应付账款	0.06	0.05	4.85
一年内到期的非流动负债	2.76	8.51	6.28
非流动负债	33.27	33.47	41.19
长期借款	11.36	10.59	9.56
应付债券	21.91	22.88	30.85

数据来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

公司全部债务规模持续上升, 面临一定的短期偿债压力

2021 年末, 公司全部债务规模同比增长 13.72%, 短期有息债务 14.55 亿元, 占比为 26.48%; 若发行的附回售权的债券在 2022 年全部回售, 公司 2022 年到期债务增至 25.53 亿元, 在全部债务中占比为 46.45%, 占比较高, 公司面临一定短期偿债压力。2021 年末, 公司资产负债率 and 全部债务资本化比率同比分别上升 4.58 个和 2.14 个百分点, 债务率水平一般。公司一年内到期债务拟通过银行借款续借、发行公司债及货币资金进行偿还。

图表 12 公司全部债务期限结构⁸、构成及负债率情况（单位：亿元、%）



科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
全部债务	39.89	48.33	54.96
其中：短期有息债务	6.62	14.86	14.55
长期有息债务	33.27	33.47	40.40
资产负债率 (%)	33.83	37.82	42.40
全部债务资本化比率 (%)	33.00	37.08	39.22

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 16.07 亿元，担保比率为 18.86%，较上年末下降 11.20 个百分点，担保对象全部为惠山区国有企业（详见附件二），担保对象较为集中，存在一定的代偿风险。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均大幅增长，总资本收益率和净资产收益率大幅上升，但盈利能力仍较弱

2021 年，公司营业收入同比增长 19.33%；受营业收入占比较高的土地开发整理业务毛利润大幅上升的影响，公司营业利润率大幅提升。2021 年，公司财务费用增长较快，期间费用占营业收入比重为 12.78%，较上年提高 1.68 个百分点。

从盈利能力指标看，2021 年公司总资本收益率和净资产收益率同比分别上升 1.67 和 2.43 个百分点，但盈利能力仍较弱。

图表 13 公司盈利能力主要指标（单位：亿元、%）

科目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	8.30	7.83	9.34
营业利润率	31.77	24.81	46.29
期间费用	0.52	0.87	1.19
利润总额	2.11	1.07	3.15
总资本收益率	2.03	1.36	3.03
净资产收益率	2.52	1.27	3.70

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

⁸ 图中 2022 年到期债务包含回售债券金额 12.00 亿元，未包含融资利息。

现金流

2021年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，投资活动现金流转为大幅净流出，现金来源仍主要依赖于筹资活动

2021年，公司经营活动现金流入有所增长，主要系收到的往来款、保障房补贴收入及土地开发整理业务回款，现金收入比为150.21%，主营业务获现能力进一步提升；经营活动现金流出规模大幅下降，主要系公司支付的基础设施建设和保障房成本以及往来款大幅下降所致；公司经营性现金流由净流出转为净流入。

图表 14 公司现金流构成情况（单位：亿元）

科目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入	14.09	11.17	14.15
现金收入比 (%)	127.27	142.25	150.21
经营活动现金流出	12.25	14.83	3.12
投资活动现金流入	3.45	9.34	8.81
投资活动现金流出	12.22	8.78	24.56
筹资活动现金流入	30.94	19.43	36.87
筹资活动现金流出	20.14	15.47	29.73
现金及现金等价物净增加额	3.88	0.85	2.42

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

2021年，公司投资活动现金流入略有下降，投资活动现金流出大幅增加，主要系对当地国有企业往来款的支出大幅增加所致；公司投资活动现金流转为大幅净流出。

筹资活动方面，2021年，公司筹资活动产生的现金流入大幅增加，主要系银行借款和发行债券取得的现金；筹资活动现金流出亦大幅增长，主要系公司偿付债务本息支出的现金。整体来看，公司现金来源仍主要依赖于筹资活动。

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，能够得到较有力的外部支持，公司综合偿债能力仍然很强

2021年末，公司流动比率、速动比率和现金比率均有所下降，货币资金对短期有息债务的覆盖程度仍较低，公司流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，2021年末，公司长期债务资本化比率有所上升，EBITDA对全部有息债务的保障程度一般。

2021年末，公司获得银行授信额度合计19.34亿元，已使用额度15.59亿元，未使用额度3.75亿元。

图表 15 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

科目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)
流动比率	1474.51	779.51	604.67
速动比率	204.44	103.96	93.67
现金比率	68.32	48.47	43.35
货币资金/短期有息债务	0.84	0.54	0.64
长期债务资本化比率	29.12	28.98	32.17
全部债务/EBITDA	15.35	25.15	12.52

数据来源：公司审计报告、公司提供，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。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至2022年5月12日，公司本部未结清及已结清贷款中无关注类及不良/违约类贷款记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债务融资工具均已按时还本付息。

抗风险能力

基于对无锡市及惠山区地区经济和财政实力、股东及相关方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

中债增为“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”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、实现债权的费用和其他应支付的费用。

中债增为“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用

中债增成立于2009年9月，是国内首家专业债券信用增进机构，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合中国石油天然气集团公司⁹、国网英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司¹⁰、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司¹¹、中银投资资产管理有限公司6家大型国有企业共同发起设立。截至2021年3月末，中债增注册资本为60亿元人民币，其中交易商协会出资0.60亿元，持有1%的股份，其他六名股东均出资9.90亿元，各持有16.5%的股份，股东承诺在中债增业务发展需要时及时补充资本。中债增主要经营范围包括企业信用增进服务、信用产品的创设和交易等。根据公司章程规定，公司的实际控制人为交易商协会，业务上接受中国人民银行的指导。

⁹ 2016年6月28日，根据中债增信《2016年第二次临时股东大会决议》，同意股东中国石油天然气集团公司将其持有的100%的股份通过无偿划转的方式转让给中国石油集团资本有限责任公司。

¹⁰ 2019年7月2日，根据中债增信《2019年第二次临时股东大会会议决议》，同意股东中国中化股份有限公司将其持有的100%的股份通过无偿划转的方式转让给中化资本有限公司。

¹¹ 2017年更名为首钢集团有限公司。

中债增主营业务包括增信业务和投资业务，近年来收入结构基本保持稳定。中债增以债券增信业务为核心，截至2021年3月末，中债增累积开展增信业务413个，累积增信金额3037.39亿元，期末增信业务责任余额为913.22亿元，保持了很强的市场地位和行业竞争力。

中债增资产主要由投资资产¹²构成。2018年，中债增逐步压缩同业融入规模，总资产呈逐年下降趋势。2019年和2020年，中债增合计成功发行30.00亿元永续债，推动总资产规模增长。截至2021年3月末，中债增资产总额为162.10亿元，其中投资资产占比81.62%。中债增投资资产主要为利率债、高等级信用债和沪深300权重股，整体流动性较高，变现能力较强。随着代偿款的回收，中债增应收代偿款持续下降至很低水平。截至2021年3月末，中债增应收代偿款余额0.11亿元。

中债增负债主要由风险准备金及卖出回购金融资产款构成，负债规模整体保持稳定。中债增面临的偿债压力主要来自有息债务、增信项目可能出现的代偿责任等，公司永续债发行成功后，短期债务规模及占比明显下降，短期偿债压力较小。

代偿压力方面，中债增当前增信业务客户以信用质量相对较高的城投类和金融类客户为主，2018年以来未发生新增代偿，增信业务代偿压力整体可控。

中债增实收资本规模保持在60亿元，资本规模在国内信用增进行业中具有较为明显的优势。2019年和2020年，中债增成功发行30.00亿元永续债，进一步充实了资本实力。由于中债增增信业务客户以AA级以上客户为主，投资业务标的以利率债及高等级信用债为主，中债增业务资本占用维持在较低水平。截至2020年末，按照中债增内部资本计量标准，中债增各类业务资本占用规模为31.84亿元，资本对各类业务保障力度较好，对非预期损失的应对能力很强。同期间，中债增准备金覆盖率提升至2.60%左右，对增信代偿有一定的覆盖作用。

综合来看，作为国内首家专业债券信用增进机构，中债增在银行间市场债券增信业务市场份额保持领先地位，增信业务具有很强的市场地位和行业竞争力；中债增增信业务以城投类客户和政策支持类产业客户为主，客户质量较高，多年未发生代偿；中债增资本规模处于行业前列，利润积累及永续债成功发行带动公司资本实力持续增强，为公司业务发展奠定坚实基础；得益于增信业务的多元化发展以及投资业务的稳健发展，中债增营业收入逐年增长，准备金保证程度逐渐提高；中债增作为交易商协会联合大型央企和国企发起设立的专业增信机构，股东实力极强，能够为其业务发展提供支持。

但同时，东方金诚关注到中债增增信业务客户主要为地方城投公司及金融企业，且单笔增信余额较大，行业和客户集中度均较高，可疑类增信业务占比小幅抬升，信用风险管控压力有所增长；受资本市场债券违约增加、市场利率波动及权益市场价格波动影响，中债增投资业务面临的信用风险及市场风险上升。

东方金诚评定中债增的主体信用等级为AAA，评级展望稳定。总体来看，中债增综合实力极强，为“21沪宁城铁债/21惠城铁”提供的全额无条件不可撤销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，跟踪期内，无锡市地区经济保持增长，经济总量在江苏省各地市中位居前

¹² 含交易性金融资产、持有至到期投资及可供出售金融资产。

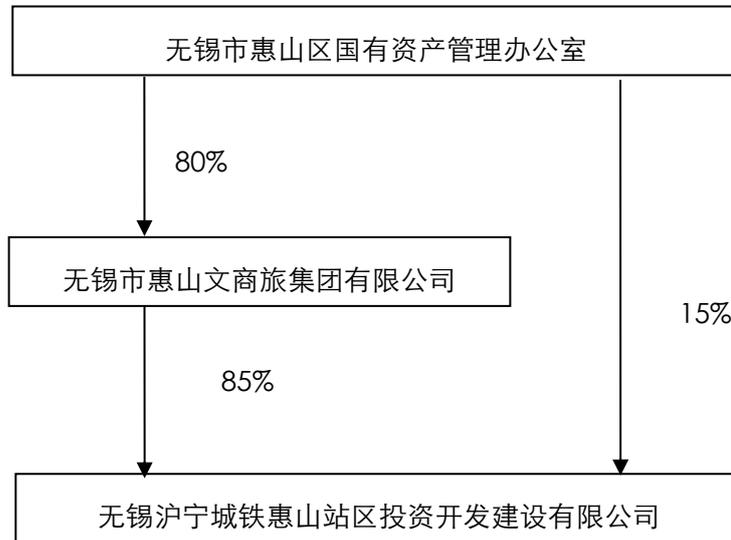
列，经济实力依然很强；惠山区经济继续保持较快增长，第三产业占比进一步上升，经济实力仍较强；公司继续从事无锡市城铁惠山站区的土地开发整理、基础设施和安置房建设，业务仍具有较强的区域专营性；中债增为“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

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；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；公司全部债务规模持续上升，面临一定的短期偿债压力。

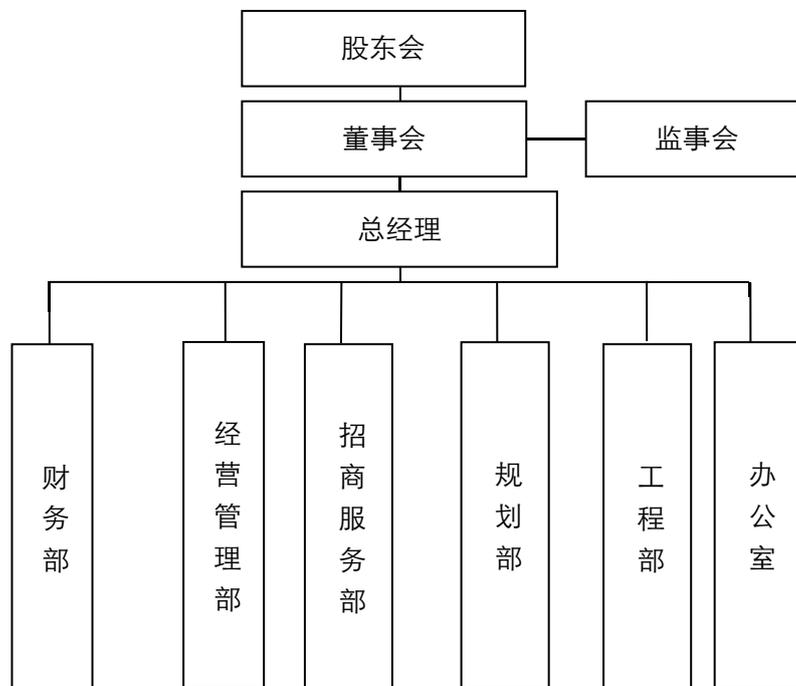
综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“21 沪宁城铁债/21 惠城铁”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2021 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 2021 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保方式	担保金额	担保到期日
无锡惠基产业发展有限公司	保证	20438.00	2027/1/12
	保证	5566.00	2027/1/12
	保证	4895.00	2027/1/12
	保证	3476.00	2027/1/12
无锡扬远建设投资有限公司	保证	9800.00	2022/4/7
	保证	4650.00	2024/4/25
	保证	4500.00	2023/6/17
	保证	900.00	2022/6/17
无锡惠灵生态农业有限公司	保证	600.00	2022/12/17
	保证	9000.00	2022/11/4
	保证	4200.00	2024/5/21
	保证	600.00	2022/6/27
无锡惠远建设发展有限公司	保证	4500.00	2026/6/20
	保证	4300.00	2023/6/27
	保证	600.00	2022/12/27
	保证	8000.00	2022/1/15
无锡惠远建设发展有限公司	保证	2130.00	2024/5/24
	保证	9750.00	2022/11/24
无锡中惠投资发展有限公司	保证	10000.00	2022/11/17
	保证	11250.00	2022/4/28
无锡沪宁中惠商业经营管理有限公司	保证	7500.00	2022/4/30
	保证	5900.00	2023/10/23
无锡惠禾生态农业发展有限公司	保证	5900.00	2023/11/9
	保证	10000.00	2022/12/15
无锡迭创建业产业发展有限公司	保证	5000.00	2022/11/28
无锡前洲资产经营管理有限公司	抵押	7200.00	2022/7/2
合计	-	160655.00	-

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)
主要财务数据(单位:亿元)			
资产总额	122.39	131.92	147.87
其中:存货	103.31	110.94	109.90
应收账款	8.00	4.81	0.02
货币资金	5.56	7.96	9.32
其他应收款	3.04	4.12	10.36
投资性房地产	-	-	11.46
负债总额	41.41	49.90	62.70
全部债务	39.89	48.33	54.96
其中:短期有息债务	6.62	14.86	14.55
所有者权益	80.98	82.02	85.18
营业收入	8.30	7.83	9.34
利润总额	2.11	1.07	3.15
经营活动产生的现金流量净额	1.84	-3.66	11.03
投资活动产生的现金流量净额	-8.76	0.56	-15.75
筹资活动产生的现金流量净额	10.80	3.96	7.14
主要财务指标			
营业利润率(%)	31.77	24.81	46.29
总资本收益率(%)	2.03	1.36	3.03
净资产收益率(%)	2.52	1.27	3.70
现金收入比(%)	127.27	142.25	150.21
资产负债率(%)	33.83	37.82	42.40
长期债务资本化比率(%)	29.12	28.98	32.17
全部债务资本化比率(%)	33.00	37.08	39.22
流动比率(%)	1474.51	779.51	604.67
速动比率(%)	204.44	103.96	93.67
现金比率(%)	68.32	48.47	43.35
经营现金流动负债比(%)	22.65	-22.31	51.28
EBITDA利息倍数(倍)	1.67	0.84	1.78
全部债务/EBITDA(倍)	15.35	25.15	12.52

附件四：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

附件五：企业主体及中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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。