

2019年无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司

公司债券（品种一）

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]101053】

评级对象： 2019年无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司公司债券（品种一）

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA	稳定	AAA	2022年6月29日
前次跟踪：	AA	稳定	AAA	2021年6月30日
首次评级：	AA	稳定	AAA	2019年4月26日

主要财务数据

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	13.49	10.32	9.76	11.23
刚性债务	64.58	67.03	66.79	70.46
所有者权益	39.47	40.48	43.05	43.30
经营性现金净流入量	-1.87	-6.90	-1.41	-0.76
合并数据及指标：				
总资产	165.23	161.63	171.38	177.23
总负债	100.69	94.62	101.18	106.72
刚性债务	94.61	88.77	95.99	101.17
所有者权益	64.54	67.01	70.21	70.51
营业收入	4.82	7.07	6.02	1.56
净利润	1.25	1.89	1.61	0.30
经营性现金净流入量	2.25	-2.85	3.81	0.27
EBITDA	3.06	3.74	3.88	—
资产负债率[%]	60.94	58.54	59.03	60.22
长短期债务比[%]	204.75	197.22	241.32	248.89
营业利润率[%]	32.35	34.32	31.74	25.90
短期刚性债务现金覆盖率[%]	89.13	79.64	65.93	73.85
营业收入现金率[%]	32.58	72.11	16.53	0.37
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.56	-3.16	-8.78	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.68	0.71	0.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.04	—
担保方数据(江苏信保集团)：				
总资产	172.17	223.40	264.83	—
股东权益	104.52	136.36	158.59	—
直接担保责任余额	509.60	626.99	789.04	—
直接担保放大倍数[倍]	6.90	7.31	7.78	—

注：发行人数据根据无锡藕塘经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据江苏信保集团经审计的2019-2021年财务数据整理、计算。

分析师

李艳晶 liyj@shxsj.com
罗媛媛 lyy@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司（简称无锡藕塘、发行人、该公司或公司）及其发行的19锡藕债01的跟踪评级反映了2021年以来无锡藕塘在上级支持及外部环境等方面保持优势，同时也反映了公司在债务偿付、资金回笼、资金占用、盈利能力及或有负债等方面继续面临压力。

主要优势：

- **惠山区经济实力较强。**惠山区民营经济活跃，工业经济支柱地位突出，经济实力较强。2021年，工业作为全区经济发展主要动力，产业转型升级取得良好效果，新兴产业发展势头强劲，带动当年经济较快增长。
- **上级支持。**无锡藕塘是惠山区政府下属区级建设主体，承担职教园区开发建设工作，跟踪期内持续获得上级单位的支持。
- **担保增信持续有效。**江苏信保集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券还本付息的安全性。

主要风险：

- **债务偿付压力较大。**跟踪期内，无锡藕塘刚性债务持续增长，且短期刚性债务规模较大，即期债务偿付压力较大。
- **资金回笼滞后。**无锡藕塘主要负责藕塘职教园区内的土地开发整理、基础设施代建、安置房建设等，项目投入规模较大，资金回款滞后。
- **占款回收风险。**无锡藕塘较大额资金被区域内政府机构及国有企业占用，回款时间尚不确定。
- **盈利能力有限。**无锡藕塘主营业务利润空间有

限，利润对财政补助有一定依赖。

- **或有负债风险。**无锡藕塘对外担保金额较大，存在一定的代偿风险。

➤ 未来展望

通过对无锡藕塘及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019年无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司公司债券（品种一）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司公司债券（品种一）（简称“19 锡藕债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据无锡藕塘提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对无锡藕塘的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2019 年 5 月发行了总额为 6.00 亿元的 19 锡藕债 01，发行票面利率为 5.09%，债券期限为 7 年期，同时设置本金提前偿付条款，从第 3 个计息年度开始，逐年分别按照发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金，截至 2022 年 6 月 23 日，19 锡藕债 01 债券余额 4.8 亿元。本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司（简称“江苏信保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，跟踪期内担保增信持续有效。截至目前，本期债券募集资金已使用完毕，其中 3.60 亿元用于支付新藕苑二期工程款、2.4 亿元用于补充公司营运资金。

新藕苑二期工程位于无锡市惠山区钱桥街道东风社区，东至新藕苑一期、西至显山路、南至园区北路、北至 S342 省道。该工程为安置房新建工程，是区域棚户区（危旧房）改造工作的重要组成部分，项目总用地面积 12.30 万平方米。该工程新建建筑 26 栋（其中 33 层 10 栋、18 层 12 栋、11 层 2 栋、6 层 2 栋），总建筑面积 43.73 万平方米，其中：地上建筑面积 33.65 万平方米（住宅建筑面积 33.22 万平方米，物业面积 0.12 万平方米，架空层 0.30 万平方米），地下建筑面积 10.08 万平方米。新藕苑二期工程已于 2014 年开工建设，截至 2022 年 3 月末已完工 14 栋，其余 12 栋由于规划原因尚未开工，其中 2022 年计划开工 4 栋。新藕苑二期工程计划总投资额为 15.91 亿元，截至 2022 年 3 月末已累计投入资金 11.18 亿元。

截至 2022 年 6 月 27 日，该公司存续债券情况如下表，本息兑付情况正常。

图表 1. 公司存续债券概况¹

证券简称	发行日期	发行规模(亿元)	当前余额(亿元)	发行期限(年)	票面利率(当期)%	证券类别
19 锡藕债 01	2019-05-14	6.00	4.80	7	5.09	一般企业债
20 锡藕 03	2020-09-03	5.00	5.00	5	4.75	私募债
20 锡藕 02	2020-05-22	8.00	8.00	5	4.78	私募债
22 藕塘职教 MTN001	2022-04-22	4.20	4.20	3	3.70	一般中期票据
20 锡藕 01	2020-03-06	5.33	5.33	5	5.08	私募债
19 藕塘职教 PPN001	2019-07-19	4.20	4.20	3	6.60	定向工具

¹ 表格中披露债券为 wind 公布口径，此外公司还发行了债权融资计划。

证券简称	发行日期	发行规模(亿元)	当前余额(亿元)	发行期限(年)	票面利率(当期)%	证券类别
合计	--	32.73	31.53	--	--	--

资料来源：wind（截至 2022 年 6 月 27 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严

禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管

理的意见》(国发[2014]43号,简称“43号文”),明确提出政府债务不得通过企业举借,剥离城投企业的融资职能。此后,地方政府债务管理日益严格,城投企业所面临的融资政策环境持续调整,但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势,市场化转型的进度也不断推进。具体来看,2017年至2018年上半年,随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为,以及一系列地方融资监管政策的密集出台,行业监管力度显著趋严,“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年至2019年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布,城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020年初,我国出现新型冠状病毒肺炎疫情,为应对疫情冲击、稳固经济增长,基建扩容被普遍认为是重要抓手之一,城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体,其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强,全年融资环境整体相对宽松。

2021年以来,随着疫后经济逐步修复,政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严,城投企业融资环境总体有所收紧。2021年4月,《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发[2021]5号)发布,再次提出坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量;严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年,沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策出台,明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款,增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓,但区域融资分化继续,头部地区城投企业净融资规模依然扩张,且在融资成本方面具有良好的议价能力,尾部区域城投企业再融资压力有所加大,净融资规模受限。

2022年,在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下,作为城市基础设施的主要投资建设主体,城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障,存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持,但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续,城投企业融资仍会受到重点管控,业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高,在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下,区域融资分化或将加剧,债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

(3) 区域经济环境

惠山区作为无锡市传统工业强区,具有良好的工业经济基础,是“长三角”国际制造业基地的重要板块。2021年,工业作为全区经济发展主要动力,产业转型升级取得良好效果,新兴产业发展势头强劲,带动当年经济较快增长。

惠山区位于无锡市西北部,是无锡西北端城市副中心,辖区南临太湖、北靠长江,东至上海128公里,西至南京177公里,为苏锡常(苏州、无锡、常州)中心地区。沪宁高速、京沪高速、沪宜高速公路在区内交汇,京沪高铁、沪宁城际铁路、沪宁铁路、新长铁路、京杭大运河贯穿全境,距无锡机场15公里,水陆空交通十分便捷。全地区

域面积 325 平方公里，下辖一个国家级经济开发区、五个街道和两个镇²，2020 年末常住人口 89.37 万人³。

2021 年，惠山区完成地区生产总值 1145.13 亿元，在无锡市 7 个区县中位居第 5 位，增长 10.3%，经济增速远高于全国平均水平，相对无锡市其他地区也较快。2021 年惠山区人均生产总值约为 12.81 万元，经济发展水平较好。

图表 2. 近年来惠山区主要经济指标及增速

经济指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	937.07	6.8	985.26	4.3	1145.13	10.3
规上工业总产值 (亿元)	1685.92	11.7	1807.96	6.4	2274.13	24.1
全社会固定资产投资 (亿元)	—	6.7	—	10.0	—	0.7
社会消费品零售总额 (亿元)	237.68	10.0	234.01	1.2	285.14	21.9
进出口总额 (亿美元)	33.38	-1.6	33.97	2.5	39.81	32.7
三次产业结构	1.7:55.3:43.0		1.7:53.8:44.5		1.5:55.1:43.4	

资料来源：惠山区人民政府网站

惠山区是无锡市传统的工业重镇，是“长三角”国际制造业基地的重要板块。2018 年惠山区出台“1+3”产业扶持组合政策后，产业结构偏重、高新技术企业数量较少以及实体经济质量效益低等问题有所缓解，并同时打造了一系列的惠山亮点，例如江苏数字信息产业园、惠山生命科技产业园；在医疗器械、诊断试剂、精准医疗等细分领域形成了品牌效应；发展壮大安井食品、时代天使以及叮咚买菜等总部企业。目前已形成汽车及相关产业、先进装备、节能环保、新材料、新能源、生物医药和医疗器械、新一代信息技术等七大先进产业集群，总产值占规上工业比重超 70%，2021 年惠山区实现规上工业增加值 498 亿元，同比增长 13%，整体工业运行较好。三次产业比例调整为 1.5:55.1:43.4，第二产业增加值占 GDP 比重比上年增加了 1.3 个百分点，工业经济效益提速明显。

根据“十四五”规划，惠山区计划抓住长三角区域一体化、苏锡常一体化、锡澄宜一体化等战略机遇，实施产业强区主导战略，力求提高产业链控制能力，重点打造汽车及零部件（含新能源汽车）、新材料、生物医药等产业集群。

土地市场方面，2021 年，惠山区土地出让总价大幅增长 44.87% 至 170.09 亿元，其中住宅用地出让总价占 97.72%。当年住宅用地量价齐升，出让面积同比增长 18.65% 至 64.19 万平方米，住宅用地出让单价同比增长 22.60% 至 2.59 万元/平方米。当年工业用地出让面积增长 104.90% 至 73.15 万平方米，由于工业用地出让单价较低，2021 年出让单价仅为 530.27 元/平方米，当年工业用地出让总价完成 3.88 亿元。

²一个国家级经济开发区（无锡市惠山经济开发区，2021 年 6 月升级为国家级），五个街道（堰桥街道、长安街道、钱桥街道、前洲街道、玉祁街道）和两个镇（洛社镇、阳山镇）

³ 第七次全国人口普查结果

图表 3. 近年来惠山区土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年
土地出让总面积（万平方米）	91.32	93.28	137.34
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	31.45	54.10	64.19
商业/办公用地出让面积（万平方米）	0.63	3.48	-
工业用地出让面积（万平方米）	59.24	35.70	73.15
土地出让总价（亿元）	69.32	117.41	170.09
其中：住宅用地出让总价（亿元）	64.65	114.26	166.21
商业/办公用地出让总价（亿元）	0.32	1.22	-
工业用地出让总价（亿元）	4.35	1.93	3.88
土地出让均价（元/平方米）	7590.76	12586.84	12384.86
其中：住宅用地出让单价（元/平方米）	20558.23	21121.69	25894.19
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	5094.31	3493.34	-
工业用地出让单价（元/平方米）	733.50	539.88	530.27

资料来源：中指数据库

应市委市政府教育强市的总体要求，职教园区于 2005 年成立。2006 年、2011 年分别实行了“街园合一”行政管理体制和设立锡西新城，为职教园区产业扩容提供机遇。跟踪期内，职教园区持续致力于推动产业升级转型，产学研一体化稳步推进。

无锡市委、市政府按照率先实现教育现代化、初步实现教育国际化、建成国内一流教育强市的总体要求，大力整合全市职业教育资源，于 2005 年 7 月开工建设职教园区，并将此项目列入无锡市“十一五”规划重点项目，一期规划面积 18.59 平方公里。2006 年，无锡市政府为构筑起新一轮开发框架，把原职教园区和钱桥镇合并，实现了“街园合一”的行政管理体制，规划总面积 45.62 平方公里（含一期），并成立了管委会对职教园进行管理。

职教园区位于无锡市惠山区东南部，无锡舜柯山和鸡笼山之北麓，北临锡宜高速公路，西靠无锡市外三环，东到钱洛路。职教园区规划居民 10 万人，在校生 10 万人以上，总人口 20 万人左右，是一个集职业教育、科研、实训、文化、旅游、生态、居住、商业为一体的综合性职教园区，也是无锡市发展的重要新城片区之一。

2011 年锡西新城⁴设立，职教园区为新城主要承载地。按照无锡市城市发展行动计划要求，锡西新城将整合提升产业研发功能，拓展职教培训功能，强化旅游休闲功能，保育和修复生态系统，充分利用山水资源，挖掘历史文化资源，致力于打造成为无锡市第二商圈。未来职教园区将按照“一核两轴、两带三心、六片区”的无锡科教城空间总体规划。“一核”，即无锡科教城一体化聚力核，加速吸纳高端创新资源，加深科产教融合发展，促进创新功能、产业功能、教育功能有机结合。“两轴”，即钱藕路城市发展轴、洋溪河生态休闲轴，依托钱藕路轨道交通和洋溪河构建连接无锡科教城全域的廊道；“两带”，即城郊生态绿带、舜柯山生态绿带，山水交融，展现生态活力；“三心”，即藕塘生活服务中心、钱桥生活服务中心、科创服务中心，承担各自功能的基础上，提升公共服务和宜居品质；“六片”，即科教产融合区，引进高端院所、科研团队，主导技

⁴ 2011 年无锡市委、市政府在“十二五”规划中提出建设“五大新城”，分别指惠山新城区、锡东新城区、科技新城区、太湖新城区和锡西新城区。

术支持和研发；洋溪水岸钱桥生活区和藕塘生活区，提供美好宜居环境；道口商贸区和都市产业提升区，以汽车销售、商品批发、城市综合体为主，满足高品质生活需求；高端制造产业区，承接科研成果转化，实现科教产研深度融合。2021 年，藕塘职教园区完成年度拆迁任务，实际完成 45.15 万平方米，完成率为 138%；当年文良路大修工程已完成 70%、钱桥大街改建工程已完成主线南半幅水稳摊铺，新增机动车泊位 858 个，非机动车停车位 136 多个，12 个停车场纳入智慧停车系统，共计接入 5416 个泊位；对钱桥新村、金球新村、邵巷新村、藕苑新村等 8 个老旧小区实施改造。

目前藕塘职教园区引入院校包括无锡商业职业技术学院、江苏信息职业技术学院、江南影视艺术职业学院、无锡汽车工程学校等。依托自身优势，职教园区打造了产学研一体化新格局，2021 年，藕塘职教园区共有 11 个区级以上重点项目，总投资 40.17 亿元，年计划投资 18.55 亿元，全年完成投资 7.03 亿元。2017-2021 年，职教园区深入实施专精特新“小巨人”计划，坚持把加快企业挂牌上市作为街道经济发展的潜力点、增长点，共有 5 家企业在新三板上市、5 家企业在新四板上市、2 家企业在国内外主板上市，其中凯龙高科为无锡市首家创业板注册制上市企业，奥波环境为惠山区首家成功登陆澳大利亚主板的企业。

2021 年，藕塘职教园区完成规模工业总产值 316.2 亿元，同比增长 31.6%，完成规模以上工业增加值 82.06 亿元，同比增长 15.5%；完成全社会固定资产投资 55.8 亿元，同比增长 6.4%；完成进出口总额 2.52 亿美元，同比增长 74.5%。

2. 业务运营

该公司为无锡市惠山区重要的城市基础设施及安置房建设实施主体之一，跟踪期内，公司仍主要在藕塘职教园区内开展土地开发整理、基础设施代建、安置房建设等相关业务。2021 年，公司在建项目投入仍保持在较大规模，代建项目资金回款滞后；后续随着项目建设的不断投入，公司将持续面临较大的投融资压力。此外，公司账面拥有大量划拨用地，跟踪期内部分土地使用权出让或被收回，后续土地处置方式需持续关注。

该公司是无锡市惠山区重要的城市基础设施及安置房建设实施主体，主要从事藕塘职教园区内土地开发整理、基础设施代建、安置房建设和公用事业经营等相关业务。2021 年，公司实现营业收入 6.02 亿元，同比下降 14.92%。其中，安置房业务收入同比大幅下降 56.49%至 1.82 亿元，占公司营业收入的比例为 30.31%；当年部分安置房采用成本加成方式确认收入，确认安置房代建业务收入 1.78 亿元，占营业收入的 29.61%。公司基础设施代建业务受项目完工周期及结算时点影响，当年未确认收入。2021 年，公司土地开发整理业务投入规模仍较大，当年公司土地开发整理业务收入为 2.37 亿元，占营业收入的 39.31%。2022 年第一季度，公司实现营业收入 1.56 亿元，收入主要来源于土地开发整理和安置房代建业务，分别占 66.05%和 33.55%。

图表 4. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）⁵

业务收入	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

⁵ 表中部分数据合计数与各分项加总数略有差异，系数据“四舍五入”所致，下同。

业务收入	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施代建	--	--	--	--	--	--	--	--
安置房代建	--	--	--	--	17815.84	29.61	5233.42	33.55
安置房销售	26195.30	54.32	41912.48	59.26	18236.96	30.31	--	--
土地开发整理	21243.43	44.05	28071.92	39.69	23653.51	39.31	10304.06	66.05
物业管理	84.32	0.17	194.23	0.27	--	--	--	--
租赁业务	311.26	0.65	204.58	0.29	247.35	0.41	62.34	0.40
垃圾清运	391.33	0.81	339.36	0.48	216.20	0.36	--	--
合计	48225.65	100.00	70722.57	100.00	60169.85	100.00	15599.82	100.00

毛利率	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施代建	--	--	--	--	--	--	--	--
安置房代建	--	--	--	--	14.17	14.17	14.17	14.17
安置房销售	43.63	43.63	43.63	43.63	37.95	37.95	--	--
土地开发整理	14.17	14.17	14.17	14.17	14.17	14.17	14.17	14.17
物业管理	14.17	14.17	68.00	68.00	--	--	--	--
租赁业务	100.00	100.00	100.00	100.00	96.55	96.55	85.16	85.16
垃圾清运	58.20	58.20	13.24	13.24	-26.59	-26.59	--	--
综合	31.08	31.08	32.02	32.02	21.57	21.57	14.45	14.45

资料来源：根据无锡藕塘提供的数据整理

(1) 基础设施代建业务

该公司基础设施代建业务主要为市政道路建设，项目建设资金一般自行筹集或由施工方垫资。跟踪期内，公司基础设施建设业务模式无变动，仍为藕塘职教园区管委会授权无锡锡西城市投资发展有限公司（简称“锡西城投”）与公司进行结算。

2021年及2022年第一季度，该公司无新增完工基础设施代建项目，同期公司未确认基础设施代建业务收入。截至2022年3月末，公司已完工项目共11个，已完工项目累计投资额4.00亿元，同期末已回笼资金4.79亿元，主要来自钱藕路、新藕路、纬三路、园区环路、显山路和智慧岛、生态休闲岛等项目。

截至2022年3月末，该公司主要在建基础设施项目概算总投资合计11.81亿元，期末累计已投资0.79亿元。其中无锡职教园街园合一提升改造工程概算总投资11.14亿元，建设资金由公司自筹，该工程建设内容包括地铁三号线沿线配套拆迁17.45万平方米的非住宅用房，街园污水收集及处理升级改造，总长约为1.12公里的村道提档升级改造，洋溪河支流水系治理工程（职教园区段，其中清淤总量约为20万立方米，护岸治理3.5公里），截至2022年3月末已完成工程进度5%。

图表5. 截至2022年3月末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划竣工时间	概算投资额	累计已投资	工程进度
无锡职教园街园合一提升改造项目	2023年	11.14	0.60	工程进度5%
钱桥街道藕杨路（S342-深南路）大修工程	2022年	0.10	0.03	工程进度1%
钱桥街道新藕路延伸段（S342-园区北路）	2022年	0.57	0.16	工程进度28%

项目名称	计划竣工时间	概算投资额	累计已投资	工程进度
合计	—	11.81	0.79	--

资料来源：无锡藕塘

(2) 安置房建设业务

安置房建设方面，该公司安置房项目完工后与锡西城投进行结算。其中，锡西城投与公司就新藕苑二期项目签订了《拆迁改造安置房供房协议》，该项目按照协议以 5100 元/平方米确认安置房销售收入；其余安置房项目公司根据《委托建设协议》按照实际成本加成 20% 作为最终回购结算价确认安置房代建收入。

该公司主要负责在藕塘职教园内建设拆迁安置房，主要由公司本部、子公司无锡惠山钱桥经济发展有限公司（简称“钱桥经发”）及无锡舜柯山开发投资有限公司（简称“舜柯山”）负责融资，该业务自开展以来公司已累计完成 6 个安置房项目建设，包括春满园三期、藕乐苑一期、藕乐苑二期项目和藕乐苑三期 A 标、B 标、C 标。截至 2022 年 3 月末，公司已完工安置房累计投入资金 22.35 亿元，已累计确认安置房代建收入 26.63 亿元，已回款 24.32 亿元。

图表 6. 截至 2022 年 3 月末公司已完工安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	竣工时间	累计已投资	累计已确认收入	实际到账金额
藕乐苑一期	2005 年	2011 年	2.67	3.21	3.21
藕乐苑二期	2007 年	2012 年	2.98	3.58	3.58
藕乐苑三期 A 标	2011 年	2014 年	7.75	9.25	7.47
藕乐苑三期 B 标	2015 年	2017 年	3.19	3.82	3.82
春满园三期	2014 年	2016 年	2.77	3.31	2.78
藕乐苑三期 C 标	2016 年	2018 年	2.99	3.46	3.46
合计	—	—	22.35	26.63	24.32

资料来源：无锡藕塘

截至 2022 年 3 月末，该公司在建安置房项目主要为新藕苑二期、春光苑安置小区（二期）B 标和舜柯家园二期，概算总投资 21.49 亿元，截至 2022 年 3 月末累计已投资 14.03 亿元。2021 年，根据子公司钱桥经发与锡西城投签订的拆迁改造安置房供房协议，确认新藕苑二期安置房销售收入 1.83 亿元。

图表 7. 2022 年 3 月末公司在建安置房项目（单位：亿元）

项目名称	概算投资额	累计已投资	累计已确认收入	累计到账金额	计划竣工时间	项目进度
春光苑安置小区（二期）B 标	2.70	1.98	--	--	2022 年	已完工 70%
新藕苑二期	15.91	11.18	8.63	3.27	2024 年	14 栋已竣工验收，剩余 12 栋尚未开工
舜柯家园二期	2.88	0.87	--	--	2022 年	已完工 20%
合计	21.49	14.03	8.63	3.27	--	--

资料来源：无锡藕塘

(3) 土地开发整理

跟踪期内，该公司持续进行藕塘职教园区内的土地拆迁及开发，2021 年公司土地开发整理业务模式未发生变动，由藕塘职教园区管委会授权锡西城投与公司进行结算，结算价按照项目拆迁、整理的实际成本加成 20% 进行确认。

目前，该公司处在开发整理阶段的地块总面积约 2500 亩。截至 2022 年 3 月末，公司存货中未结转土地开发整理余额约 68 亿元。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别确认土地开发整理业务收入 2.37 亿元和 1.03 亿元，截至 2022 年 3 月末上述收入均未回款。公司土地整理项目结算时间尚不确定，与土地指标落实、园区规划、招商引资等情况相关。

截至 2022 年 3 月末，该公司账面存货土地全部以划拨方式取得，合计账面价值 17.56 亿元。公司土地以入账时的评估值计量，近年来公司土地升值较多，实际土地价值高于账面金额。但公司土地全部为划拨方式取得，均未缴纳土地出让金，后续土地处置方式尚不明确。

(4) 其他业务

该公司租赁业务收入为子公司钱桥经发将南塘工业园区标准厂房出租收取的租金。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别确认租赁业务收入 247.35 万元和 62.34 万元；同期毛利率分别为 96.55% 和 85.16%，毛利率较高主要系出租厂房按公允价值评估计量，不计提折旧。

2021 年以前，该公司物业管理业务由子公司无锡惠山钱桥配套区物业管理有限公司（简称“配套物业公司”）运营，配套物业公司按合同向工业园区企业收取物业费。2021 年，配套物业公司划出至无锡市惠山区钱桥街道综合服务中心（以下简称“钱桥街道”），公司不再从事物业管理业务，由于物业管理业务为年末确认收入，故当年公司未确认物业管理业务收入。

2021 年以前，该公司垃圾清运业务由子公司无锡煜达环卫保洁有限公司（简称“煜达环卫公司”）运营，煜达环卫公司按合同向藕塘职教园区内工业园区企业收取生活垃圾清运费，负责社区及道路绿化保洁等。2021 年 6 月，煜达环卫公司划出至钱桥街道，公司不再从事垃圾清运业务，公司确认 2021 年 1-5 月垃圾清运业务收入 216.2 万元。

管理

目前该公司实际控制人仍为惠山区国资办，跟踪期内公司产权状况、法人治理结构及管理制度、机构设置等方面无重大变化。

截至 2022 年 3 月末，该公司控股股东仍为无锡惠源投资发展有限公司（简称“惠源投资”）。惠源投资由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”）全资持股，公司目前为惠山区二级平台，实际控制人仍为惠山区国资办。跟踪期内，公司在产权状况、机构设置、高管等方面无重大变化。

根据该公司本部提供的 2022 年 5 月 25 日《企业信用报告》，公司本部信贷记录正常，无关注或不良类借款。根据 2022 年 6 月 23 日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，该公司本部无重大异常情况。

财务

跟踪期内，随着项目建设的持续推进，该公司刚性债务规模持续增长；且短期债务维持在较大规模，公司即期债务偿付压力较大。公司资产主要集中于项目投入、划拨的土地使用权及应收往来款，公司项目投入资金回笼滞后，应收往来款资金占用规模较大且回收周期较长，公司资产流动性欠佳。此外公司对外担保金额较大，存在一定的代偿风险。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021 年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。公司执行财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。

2021 年，该公司合并范围减少子公司 4 家，将原持有无锡舜皇文化传播有限公司（简称“舜皇文化”）100.00% 股权、无锡舜风舜水生态旅游发展有限公司（简称“舜风舜水”）100.00% 股权、配套区物业 100.00% 股权、无锡煜达环卫保洁有限公司（简称“煜达环卫”）100.00% 股权划转至钱桥街道，划出后，公司不再从事物业管理、垃圾清运业务。2021 年公司合并范围子公司增加 1 家，新增出资设立无锡汇资经贸发展有限公司（未实际经营，已于 2022 年 5 月注销）。截至 2021 年末，该公司合并范围内子公司共 5 家。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2021 年末，该公司实收资本无变化，仍为 5.76 亿元；同期末公司资本公积同比增长 2.72% 至 50.42 亿元，2021 年变动包括政府收回公司存货中拟开发土地减少 2.95 亿元、政府拨付资金增加 4.28 亿元；同期末其他综合收益增加 0.26 亿元至 1.40 亿元，增加系当期自用房产首次转为投资性房地产公允价值评估增值；同期末公司未分配利润同比增长 15.11% 至 11.72 亿元，主要系当期盈利留存。截至 2021 年末，公司所有者权益为 70.21 亿元，其中实收资本、资本公积⁶和未分配利润分别为 5.76 亿元、50.42 亿元和 11.72 亿元。2022 年 3 月末，公司所有者权益较上年末增长 0.43% 至 70.51 亿元，主要系当期经营利润留存。

⁶ 资本公积主要包括划拨土地资产 13.32 亿元、划拨转入资金 21.95 亿元、子公司钱桥经发 49.5% 的股权产生的其他权益变动 9.42 亿元（其中包括土地资产 7.68 亿元）、子公司丰年农业股权形成的资本溢价 1.62 亿元、划拨的农村土地流转经营权 2.85 亿元和园区代建厂房产生租金 1.25 亿元。

随着项目建设持续推进,2021年末,该公司负债总额同比增长6.92%至101.18亿元,同期末公司资产负债率增至59.03%,长短期债务比为248.89%。债务构成方面,公司负债以刚性债务为主,2021年末公司刚性债务占负债总额的94.87%。除刚性债务外,公司负债主要由应付账款、应交税费和其他应付款构成。2021年末,公司应付账款主要为应付待结算工程款等,同比减少83.27%至0.16亿元;应缴税费同比增长16.30%至4.25亿元,主要系应缴企业所得税增加;其他应付款主要为与当地国有企业及部门的往来款,由于当期偿还部分往来款、与其他应收款冲抵,期末同比下降72.43%至0.24亿元。

2022年3月末,该公司债务总额较2021年末增加5.55亿元至106.72亿元,主要系刚性债务增加5.18亿元至101.17亿元;期末资产负债率持续上升至60.22%。

A. 刚性债务

2022年3月末,该公司刚性债务较2020年末增长13.97%至101.17亿元,其中期末短期刚性债务占比为25.23%。从融资主体看,刚性债务主要集中在公司本部、子公司钱桥经发、舜柯山和丰年农业。公司对外融资渠道主要为银行借款和发行债券,2022年3月末分别为57.24亿元和39.10亿元⁷。其中,银行借款利率区间主要在4.20%-5.63%。借款方式上,公司以抵质押借款和保证借款为主,期末占比67.71%;质押物为银行存单,抵押物为土地使用权,担保方为公司本部、惠源投资等惠山区国有企业。应付债券为公司本部发行的企业债、私募债、定向融资工具、债权融资计划产品,期限为3-7年,票面利率在4.75%-6.80%之间。

从债务偿付压力来看,该公司2022年6-12月、2023年、2024年分别需要偿还的债务为5.11亿元、4.42亿元和5.07亿元。

B. 或有负债

截至2022年3月末,该公司对外担保余额33.91亿元,担保比率为48.09%。担保对象均为惠山区国有企业,包括无锡市钱藕农业有限公司、无锡城西产业发展有限公司、无锡市钱桥污水处理有限公司、无锡锡西城市投资发展有限公司,存在由此形成的或有损失风险。

图表8. 截至2022年3月末公司对外担保情况(单位:亿元)

被担保单位	债权银行	担保期间	担保余额
无锡城西产业发展有限公司	渤海银行股份有限公司	2021.6.16-2022.6.16	0.80
	中国光大银行股份有限公司	2022.3.7-2023.3.6	1.43
	华夏银行股份有限公司	2021.9.27-2022.9.26	0.59
		2022.1.20-2023.1.20	1.40
	江苏银行股份有限公司	2021.8.12-2022.8.11	1.00
	上海银行股份有限公司	2021.12.23-2022.11.14	0.48
无锡城西科技发展有限公司	江苏常熟农村商业银行股份有限公司	2022.1.10-2023.1.10	0.20
	中国光大银行股份有限公司	2021.11.8-2022.11.7	0.05
		2021.12.21-2022.12.20	0.05
	华夏银行股份有限公司	2021.12.20-2022.12.20	1.20
无锡市钱藕农业有限公司	江苏常熟农村商业银行股份有限公司	2022.1.7-2023.1.6	0.44
	中国光大银行股份有限公司	(2019.10.23-2024.8.22) - (2020.1.3-2024.8.22)	1.54

⁷ 其余刚性债务还包括3.70亿元应付票据和1.12亿元应付利息。

被担保单位	债权银行	担保期间	担保余额
		2021.12.21-2022.12.20	0.46
	恒丰银行股份有限公司	2021.4.9-2022.4.8	0.68
	华夏银行股份有限公司	2020.3.20-2023.3.20	0.94
	无锡农村商业银行	2020.9.24-2023.7.15	0.47
无锡锡西惠钱城市服务有限公司	华夏银行股份有限公司	2021.11.29-2022.11.29	1.20
	中国光大银行股份有限公司	2021.6.28-2022.6.27	0.10
	江苏常熟农村商业银行股份有限公司	2021.6.30-2022.6.30	0.10
无锡锡西城市投资发展有限公司	中国光大银行股份有限公司	2017.1.5-2025.1.4	0.24
	中国工商银行	2021.1.1-2031.1.1	2.13
	南京银行股份有限公司	2021.8.19-2022.8.18	0.98
	无锡农村商业银行股份有限公司	2020.10.23-2023.9.14	1.99
	上海浦东发展银行股份有限公司	2017.9.25-2022.9.25	1.00
	宁波银行股份有限公司	2022.1.13-2023.1.13	0.80
无锡市钱桥污水处理有限公司	江苏常熟农村商业银行股份有限公司	2021.9.29-2022.9.28	0.45
	中国光大银行股份有限公司	2017.1.5-2025.1.4	1.42
	华夏银行股份有限公司	2020.6.29-2023.6.21	0.98
		2022.1.20-2023.1.20	1.00
	江苏银行股份有限公司	2021.11.9-2022.11.8	0.80
	南京银行股份有限公司	2021.9.26-2022.9.26	0.29
	上海银行股份有限公司	2021.8.20-2022.7.25	0.50
	中信银行股份有限公司	2022.1.6-2022.7.6	0.90
	2022.1.7-2022.7.7	0.72	
无锡舜风舜水科技发展有限公司	华夏银行股份有限公司	2022.1.20-2023.1.20	1.90
	宁波银行股份有限公司	2021.11.15-2026.12.31	2.00
无锡舜皇文化传播有限公司	江苏常熟农村商业银行股份有限公司	2022.1.4-2023.1.4	0.20
	华夏银行股份有限公司	2022.1.6-2023.1.5	0.80
无锡煜达生态环境科技有限公司	江苏常熟农村商业银行股份有限公司	2022.1.7-2023.1.7	0.40
	中国光大银行股份有限公司	2021.6.29-2022.6.28	0.10
	华夏银行股份有限公司	2021.10.29-2022.10.29	1.20
合计	--	--	33.91

资料来源：无锡藕塘

(2) 现金流分析

2021年及2022年第一季度，该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为0.99亿元和57.14万元，主要由安置房及土地整理业务收入回款，同期公司营业收入现金率分别为16.53%和0.37%，营收回款状况不佳。公司安置房项目及土地整理业务仍处于投入期，由于公司与单位间资金往来较为频繁，综合影响下，2021年及2022年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.81亿元和0.27亿元。2021年，公司投资支付的现金0.90亿元，主要系对参股公司出资。公司主要通过对外融资满足资金需求，2021年和2022年第一季度，公司筹资性现金净流量分别为12.11亿元和0.53亿元。

2021年，该公司EBITDA为3.88亿元，以利润总额和列入财务费用的利息支出为主。2021年末，公司有息借款规模持续增长，EBITDA无法对公司利息支付形成有效覆盖。由于公司经营性现金流波动较大，对债务的保障程度欠佳。

图表 9. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.68	0.71	0.50
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.04	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	6.79	-8.78	12.41
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	2.52	-3.11	4.13
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	6.89	-8.94	-26.37
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	2.56	-3.16	-8.78

资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理

(3) 资产质量分析

随着项目建设持续投入，2021 年末该公司资产总额同比增长 6.03% 至 171.38 亿元，主要以货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，年末流动资产占资产总额的比例为 94.68%。

2021 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货，年末上述科目分别为 16.45 亿元、11.55 亿元、29.10 亿元和 99.79 亿元。其中货币资金同比下降 7.29% 至 16.45 亿元，其中 2.10 亿元使用受限，为票据保证金；应收账款同比增长 80.54% 至 11.55 亿元，其中应收锡西城投项目结算款占应收账款总额的 99.96%，增长主要系当年确认安置房和土地开发整理业务收入部分未回款；预付款项主要系预付惠山区钱桥街道办事处拆迁安置办公室的拆迁、安置及土地整理款，2021 年将 8.13 亿元转入存货核算，年末同比大幅减少 78.18% 至 2.27 亿元；其他应收款主要为应收当地国有企业往来款，2021 年末同比略降至 29.10 亿元，年末主要包括应收无锡城西产业发展有限公司 16.80 亿元、锡西城投 4.05 亿元、无锡职教园区管理办公室 3.69 亿元、无锡市钱桥污水处理有限公司 2.17 亿元和无锡市钱藕农业有限公司 1.43 亿元等，对公司资金形成一定的占用。2021 年末，公司存货同比增长 14.81% 至 99.79 亿元，当年增长主要系项目投入增加以及预付款项转入，年末包括以土地开发整理、安置房建设和基础设施建设投入构成的开发成本 81.78 亿元、以及划拨取得的拟开发土地 18.01 亿元。

2021 年末，该公司非流动资产同比增长 19.84% 至 9.11 亿元，年末主要包括投资性房地产 3.24 亿元和无形资产 4.47 亿元。其中，投资性房地产主要为用于出租的房产，当年学生街项目用于出租，转入投资性房地产以公允价值计量入账 0.68 亿元，年末投资性房地产同比增长 26.76% 至 3.24 亿元；无形资产余额 4.47 亿元，系农村土地流转经营权，较上年末未发生变化。

(4) 流动性/短期因素

从短期偿债能力指标分析，2021 年末，该公司流动比率及现金比率分别为 547.43% 和 55.49%，指标值均处于良好水平，但公司资产主要集中于土地整理、安置房等项目投入及划拨的土地使用权、往来款等，项目建设垫资时间长，土地使用权变现和往来款回收时点也具有不确定性，实际资产变现能力欠佳。此外，2021 年末，公司货币资金中受限金额为 2.1 亿元，可动用货币资金对刚性债务的保障程度减弱。

图表 10. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率 (%)	480.33	483.79	547.43
现金比率 (%)	73.36	65.96	55.49
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	89.13	79.64	65.93

资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理

截至 2021 年末，该公司受限资产合计 7.94 亿元，占资产总额的比例为 4.63%。其中受限货币资金 2.10 亿元，主要系开具银行承兑汇票而存入的保证金；其余为存货、投资性房地产中用于借款抵押的土地资产合计 5.84 亿元。

图表 11. 截至 2021 年末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	2.10	12.77	票据保证金及定期存款质押
存货	1.43	1.43	抵押借款
无形资产	1.86	41.49	抵押借款
投资性房地产	2.55	78.79	抵押借款
合计	7.94	--	--

资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理

3. 公司盈利能力

2021 年，该公司营业收入主要来源于土地开发整理及安置房业务，当年公司营业毛利为 1.30 亿元，受安置房销售业务减少影响，同比大幅下降 99.43%；主要包括安置房销售 0.69 亿元、安置房代建 0.25 亿元和土地开发整理 0.34 亿元。

2021 年，该公司无销售费用，期间费用主要为管理费用，当年管理费用为 635.01 万元；当年公司财务费用主要利息资本化，当年资本化利息支出 5.78 亿元，当年公司财务费用为-196.09 万元。作为藕塘职教园区的建设主体，该公司可持续获得政府补助，2021 年公司确认其他收益 0.71 亿元，实现净利润 1.61 亿元。

2022 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.23 亿元，当期确认其他收益 0.20 亿元，实现净利润 0.30 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

得益于经营积累及政府拨款，2021 年该公司所有者权益整体得到一定提升，截至 2021 年末，公司所有者权益为 70.21 亿元。此外，公司 2021 年获得政府补助 0.71 亿元，对公司利润形成有效补充。

2. 外部支持因素

该公司为惠山区区级建设主体，在项目、管理、融资等方面具备一定优势。公司与

多家银行保持良好合作关系，融资渠道较为通畅。截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信 134.46 亿元，未使用额度 38.50 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司（简称“江苏信保集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。江苏信保集团成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团有限公司共同出资组建的国有控股企业⁸。经过多次增资及股权变更，截至 2014 年末，江苏信保集团注册资本增至 37.34 亿元。2015 年起，江苏信保集团与江苏省各级政府开展战略合作，持续吸收各地政府资金，截至 2021 年末，注册资本增至 98.98 亿元，股东均为江苏省各级地方政府及国有企业，实际控制人为江苏省人民政府。

江苏信保集团的经营经营范围包括：再担保业务，担保业务，投资和资产管理，财务顾问，市场管理，商务服务，社会经济咨询，资产评估，机械设备租赁。目前主要在江苏省内从事再担保、直接担保、融资租赁、小额贷款和典当等业务。

截至 2021 年末，江苏信保集团经审计的合并口径资产总额为 264.83 亿元，所有者权益为 158.59 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 128.76 亿元）；当年实现营业收入 22.62 亿元，净利润 7.23 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 6.72 亿元）。2021 年末，公司及其合并范围子公司以再担保形式形成的或有负债合计 582.94 亿元，以直保形式形成的或有负债合计 1230.98 亿元。

江苏信保集团是江苏省政府为有效缓解省内中小企业融资难问题，推动金融机构增加对中小企业的信贷投放，更好地为经济发展服务而批准设立的政策性专业信用再担保机构，可在业务开展、风险化解和资本补充等方面获得江苏省各级政府的有力支持。江苏信保集团具有较强的经营能力，业务增长较快，货币资金及交易性金融资产等高流动性资产较为充裕，偿债能力能够得到保障。作为政策性和非营利性的再担保机构，江苏信保集团的再担保业务收费偏低，资金运用、融资租赁、小额贷款、典当等市场化业务经营效益较好，但也对其风险管控能力提出更高要求。

整体来看，江苏信保集团提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

惠山区作为无锡市传统工业强区，具有良好的工业经济基础，是“长三角”国际制造业基地的重要板块。2021 年，工业作为全区经济发展主要动力，产业转型升级取得良好效果，新兴产业发展势头强劲，带动当年经济较快增长。应市委市政府教育强市的总体要求，职教园区于 2005 年成立。2006 年、2011 年分别实行了“街园合一”行政管理体制和设立锡西新城，为职教园区产业扩容提供机遇。跟踪期内，职教园区持续致力于推动产业升级转型，产学研一体化稳步推进。

⁸2013 年 8 月，江苏雨润食品产业集团有限公司向东台市人民政府出让全部股份。

该公司为无锡市惠山区重要的城市基础设施及安置房建设实施主体之一，跟踪期内，公司仍主要在藕塘职教园区内开展土地开发整理、基础设施代建、安置房建设等相关业务。2021年，公司在建项目投入仍保持在较大规模，代建项目资金回款滞后；后续随着项目建设的不断投入，公司将持续面临较大的投融资压力。此外，公司账面拥有大量划拨用地，跟踪期内部分土地使用权出让或被收回，后续土地处置方式需持续关注。

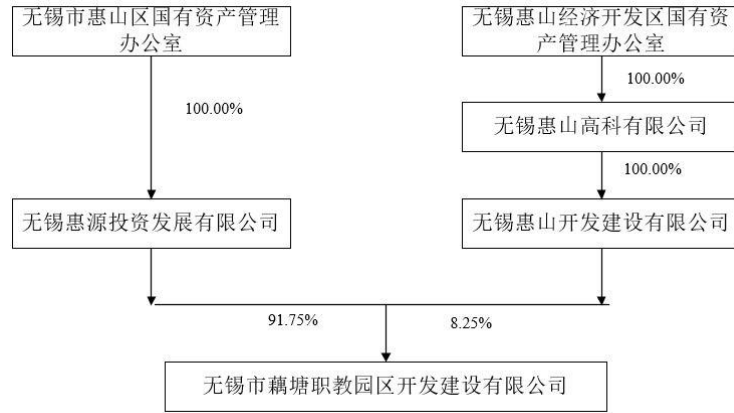
跟踪期内，随着项目建设的持续推进，该公司刚性债务规模持续增长；且短期债务维持在较大规模，公司即期债务偿付压力较大。公司资产主要集中于项目投入、划拨的土地使用权及应收往来款，公司项目投入资金回笼滞后，应收往来款资金占用规模较大且回收周期较长，公司资产流动性欠佳。此外公司对外担保金额较大，存在一定的代偿风险。

江苏信保集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券还本付息的安全性。

同时，我们仍将持续关注：（1）惠山区经济发展情况（2）该公司可获得的上级支持及政府补助持续性；（3）公司即期债务偿债资金到位情况；（4）公司土地开发整理业务、基础设施代建业务及保障房建设业务的回款情况；（5）公司在建项目后续建设资金来源；（6）其他应收款资金占用风险；（7）对外担保风险；（8）江苏信保集团信用质量变化情况。

附录一：

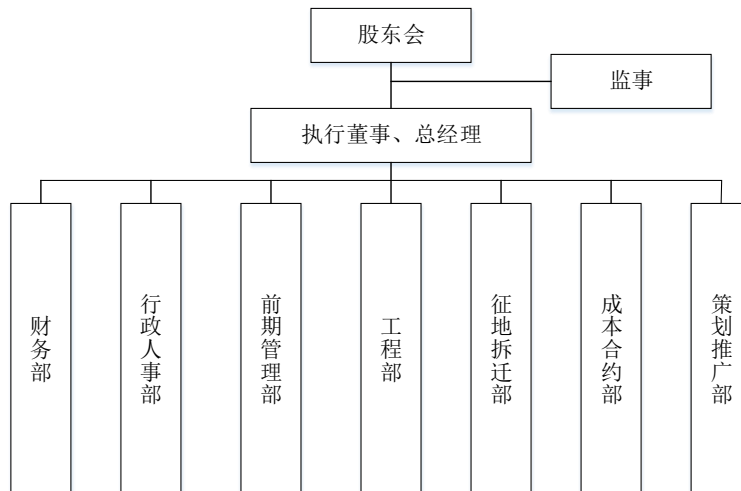
公司股权结构图



注：根据无锡藕塘提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据无锡藕塘提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司	无锡藕塘	本部	土地开发、基础设施及安置房建设	66.79	43.05	3.28	0.98	3.81	--
无锡舜柯山开发投资有限公司	舜柯山	100.00	利用自有资金对外投资，生态工程项目管理，生态环境改造，基础设施建设等	10.99	5.19	-	-	-1.50	--
无锡惠山钱桥经济发展有限公司	钱桥经发	100.00	预包装食品、散装食品零售；旅游景区投资、建设、管理等	9.20	23.95	2.71	0.63	7.60	--
无锡市丰年农业发展有限公司	丰年农业	100.00	农产品生产销售，农村基础设施建设开发	7.67	5.57	-	-	-0.86	--

注：根据无锡藕塘提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
资产总额 [亿元]	165.23	161.63	171.38	177.23
货币资金 [亿元]	24.11	17.74	16.45	18.85
刚性债务[亿元]	94.61	88.77	95.99	101.17
所有者权益 [亿元]	64.54	67.01	70.21	70.51
营业收入[亿元]	4.82	7.07	6.02	1.56
净利润 [亿元]	1.25	1.89	1.61	0.30
EBITDA[亿元]	3.06	3.74	3.88	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.25	-2.85	3.81	0.27
投资性现金净流入量[亿元]	0.03	-0.05	-11.92	—
资产负债率[%]	60.94	58.54	59.03	60.22
长短期债务比[%]	204.75	197.22	241.32	248.89
权益资本与刚性债务比率[%]	68.21	75.48	73.14	69.70
流动比率[%]	480.33	483.79	547.43	549.61
速动比率[%]	206.03	178.13	203.13	213.35
现金比率[%]	73.36	65.96	55.49	61.63
短期刚性债务现金覆盖率[%]	89.13	79.64	65.93	73.85
利息保障倍数[倍]	0.67	0.70	0.50	—
有形净值债务率[%]	167.72	151.40	153.99	161.69
担保比率[%]	28.87	34.38	41.70	48.09
毛利率[%]	31.08	32.02	21.57	14.45
营业利润率[%]	32.35	34.32	31.74	25.90
总资产报酬率[%]	1.90	2.27	2.32	—
净资产收益率[%]	1.96	2.87	2.34	—
净资产收益率*[%]	1.99	2.88	2.39	—
营业收入现金率[%]	32.58	72.11	16.53	0.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.79	-8.78	12.41	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.52	-3.11	4.13	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.89	-8.94	-26.37	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.56	-3.16	-8.78	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.68	0.71	0.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.04	—

注：表中数据依据无锡藕塘经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

担保方主要财务数据及指标表

项目	2019年	2020年	2021年
实收资本（亿元）	75.13	88.17	98.98
股东权益（亿元）	104.52	136.36	158.59
总资产（亿元）	172.17	223.40	264.83
货币资金（亿元）	37.66	62.13	37.93
风险准备金（亿元）	21.31	21.99	25.58
营业收入（亿元）	18.26	21.57	22.62
担保业务收入（亿元）	10.25	11.40	14.58
营业利润（亿元）	6.42	8.13	10.75
净利润（亿元）	4.81	5.53	7.23
平均资本回报率（%）	5.35	4.59	4.90
风险准备金充足率（%）	2.35	2.12	2.10
直接担保放大倍数（倍）	6.90	7.31	7.78
担保发生额（亿元）	880.93	1221.50	1300.42
直接担保责任余额(亿元)	509.60	626.99	789.04
累计担保代偿率（%）	0.21	0.20	0.21
累计代偿回收率（%）	38.70	38.68	33.79

注 1：根据江苏信保集团经审计的 2019-2021 年财务数据及其提供的期间业务数据整理、计算；其中 2020 年数据取自 2021 年审计报表的上年追溯数；

注 2：直接担保责任余额由江苏信保集团根据《融资担保责任余额计量办法》统计提供，为母公司口径数据；

注 3：直接担保放大倍数=直接担保责任余额/（江苏信保集团期末股东权益-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资），其中直接担保责任余额由江苏信保集团根据《融资担保责任余额计量办法》统计提供，为母公司口径指标。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	8
		盈利能力	3
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	7
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	5
		流动性	7
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2019年4月26日	AA/稳定	邵一静、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月30日	AA/稳定	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA/稳定	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (19锡藕债01)	历史首次评级	2019年4月26日	AAA	邵一静、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月30日	AAA	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AAA	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录八：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录九：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级	含义	
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，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等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。