



内部编号: 2025060393

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

项目负责人: 邵一静 邵一静 syj@shxsj.com
严奇昊 严奇昊 yanqihao@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告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。本评级机构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。

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2025）100306】

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）

19锡藕债 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AAA/2025年6月26日

前次跟踪：AA/稳定/AAA/2024年6月27日

首次评级：AA/稳定/AAA/2019年4月26日

评级观点

主要优势：

- 惠山区经济实力较强。惠山区工业经济支柱地位突出，民营经济活跃，新兴产业发展势头强劲，经济实力较强，为无锡藕塘业务开展提供了良好的外部环境。
- 政府支持。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，能持续获得政府支持。
- 担保增信。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扩张，公司面临较大债务偿付压力。
- 资金回笼滞后。无锡藕塘主要负责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，资金回笼滞后。
- 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。无锡藕塘对惠山区国有企业担保金额较大，存在或有负债风险。

评级结论

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，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级；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。

未来展望

本评级机构预计无锡藕塘信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
发行人母公司口径数据:			
货币资金 (亿元)	4.03	2.89	4.23
刚性债务 (亿元)	61.50	52.47	52.46
所有者权益 (亿元)	45.47	55.07	55.90
经营性现金净流入量 (亿元)	6.45	22.28	25.79
发行人合并口径数据及指标:			
总资产 (亿元)	167.72	195.31	206.92
总负债 (亿元)	94.30	118.63	129.26
刚性债务 (亿元)	88.91	112.24	123.18
所有者权益 (亿元)	73.42	76.68	77.66
营业收入 (亿元)	6.20	6.10	5.40
净利润 (亿元)	1.17	1.27	0.98
经营性现金净流入量 (亿元)	-4.53	-9.64	4.13
EBITDA (亿元)	1.59	1.54	1.24
资产负债率[%]	56.23	60.74	62.47
权益资本/刚性债务[%]	82.58	68.32	63.04
长短期债务比[%]	230.03	210.48	149.09
短期刚性债务现金覆盖率[%]	30.43	48.87	37.54
EBITDA/利息支出[倍]	0.38	0.81	0.23
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.01
担保人合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	333.33	355.58	415.75
所有者权益[亿元]	190.89	209.31	262.31
直接担保责任余额[亿元]	874.18	1001.63	—
直接担保责任放大倍数[倍]	7.61	8.62	—
累计担保代偿率[%]	0.23	0.22	—
注: 发行人数据根据无锡藕塘经审计的 2022-2024 年财务数据整理、计算; 担保人数据根据江苏信保集团经审计的 2022-2024 年财务数据及提供的期间业务数据整理、计算。			

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）			
评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		3
	财务风险		4
	初始信用级别		a ⁺
	调整因素	合计调整	0
		其中：①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
	个体信用级别		a ⁺
外部支持	支持因素		+2
主体信用级别			AA

调整因素: (0)

无

支持因素: (+2)

①该公司是惠山区重要的园区基础设施建设主体, 业务具有重要性。

②该公司实际控制人为惠山区国资办, 近年来在业务资源、资金拨付等方面可获得政府支持。

担保方江苏信保集团本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：金融机构评级方法与模型（融资担保）FM-JR004（2022.12）		
评级要素		风险程度
个体信用	业务风险	1
	财务风险	2
	初始信用级别	
	aaa	
	调整因素	合计调整
		0
		其中：①风险分担机制
		0
		②ESG 因素
		0
		③表外因素
		0
		④其他因素
		0
	个体信用级别	
	aaa	
外部支持	支持因素	0
主体信用级别		AAA
调整因素：无		
支持因素：(0)		
江苏信保集团作为江苏省重要的融资担保体系建设主体，可获政府支持。		

注：经本评级机构 2024 年 9 月 3 日信用评审委员会评定，江苏信保集团主体信用等级为 AAA 级，评级展望稳定。

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（简称“无锡藕塘”、“该公司”或“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 2024 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 2025 年 6 月 6 日，19 锡藕债 01 债券余额 1.20 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、2.40 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 2024 年末已完工 22 栋，有 4 栋正在建设中。新藕苑二期工程计划总投资额为 15.91 亿元，截至 2024 年末已累计投入资金 12.60 亿元。

数据基础

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2024 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。2024 年，公司无重要会计政策及会计估计变更。

2024 年，该公司出资设立无锡汇嘉房地产开发有限公司（简称“汇嘉房地产”），纳入合并范围，负责美林湖东侧地块（居住用地）的开发。截至 2024 年末，公司合并范围子公司共有 9 家。

业务

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，跟踪期内，惠山区持续推进产业转型升级，经济实力较强。2024 年惠山区一般公共预算收入小幅下滑，但财政收入质量和自给程度仍较良好，同时受土地及房地产行情等因素影响，政府性基金预算收入持续下滑。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。近年来，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。

跟踪期内，该公司仍主要在职教园区内从事土地开发整理、基础设施代建和安置房建设等业务。公司在建项目投入较大，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。跟踪期内，公司开发的两个商业房地产项目均已基本完工，另有一个住宅项目将于 2025 年开工，关注投建进展及后续运营情况。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定；加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

(2) 行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。2023 年 7 月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源债成为相对主要的化债方式。2024 年 11 月，近年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强调化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为债务周转仍留有空间。

2024 年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025 年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业，近年来城投企业退平台 and 市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。长期来看，无实业支撑的投融资平

台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

（3）区域因素

无锡市系江苏省地级市，位于江苏省南部，北依长江、南滨太湖，京杭大运河穿境而过，全市总面积 4627.47 平方公里，下辖梁溪区、锡山区、惠山区、滨湖区、新吴区 5 个区及江阴、宜兴 2 个县级市。无锡市经济发展较好，是苏南地区核心城市，2024 年地区生产总值已达到 1.63 万亿元，在江苏省 13 个地级市中位列第三，仅次于苏州市和南京市，按可比价格计算，同比增长 5.8%，三次产业结构为 0.9:47.4:51.7。截至 2024 年末，全市常住人口为 750.50 万人，常住人口城镇化率 83.51%；按常住人口计算，人均生产总值达到 21.68 万元。

2001 年为适应无锡市建设特大城市之需，撤销锡山市，设立锡山区和惠山区。惠山区位于无锡市西北部，是无锡西北端城市副中心，南临太湖，北靠长江，东接苏州，西邻南京、常州，下辖 1 个国家级经济技术开发区、1 个省级高新技术产业开发区、1 个国家级现代农业产业园、1 个省级旅游度假区、5 个街道和 2 个镇。惠山区地理位置优越，属上海 2 小时核心经济圈，两小时内可直达苏浙皖，沪宁高速、锡澄高速、锡宜高速公路在区内交会，312 国道、342 省道、京沪高速铁路、沪宁城际铁路、沪宁铁路、新长铁路、无锡轨道交通 1 号和 3 号线、京杭大运河贯穿全境，距无锡机场 15 公里，水路空交通较为便捷。

近年来，惠山区经济保持增长，2024 年，全区实现地区生产总值 1372.92 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.8%，增速较上年小幅下降 0.3 个百分点。其中实现第一产业增加值 16.82 亿元，同比增长 2.0%；第二产业增加值 722.22 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 633.88 亿元，增长 5.8%。三次产业结构占比调整为 1.2:52.6:46.2，第三产业占比持续提升。当年全区城镇居民人均可支配收入为 7.79 万元，同比增长 4.3%。2025 年第一季度，全区实现地区生产总值 292.22 亿元，同比增长 5.8%。

图表 1. 惠山区主要经济指标及增速

指标	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	金额	增速（%）	金额	增速（%）	金额	增速（%）	金额	增速（%）
地区生产总值（亿元）	1232.58	3.2	1276.03	6.1	1372.92	5.8	292.22	5.8
人均地区生产总值（万元）	13.75	-	14.20	-	15.23	-	-	-
人均地区生产总值倍数（倍） ¹	1.57	-	1.55	-	1.59	-	-	-
规模以上工业总产值（亿元）	2536.31	8.8	2738.83	5.7	2811.24	1.8	624.71	2.0
全社会固定资产投资（亿元）	495.43	4.6	532.16	7.4	517.61	-2.7	102.05	-3.8
社会消费品零售总额（亿元）	311.90	9.4	356.36	14.3	385.86	8.3	105.74	11.6
进出口总额（亿美元/亿元）	49.74	11.0	338.43	-0.7	348.80	3.7	-	-
三次产业结构	1.4:55.1:43.5		1.3:54.6:44.1		1.2:52.6:46.2		-	
城镇居民人均可支配收入（万元）	7.16	4.3	7.48	4.4	7.79	4.3	-	-

注：根据惠山区国民经济和社会发展统计公报及惠山区政府官网整理

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，位列 2024 年全国工业百强区第 36 位²，与 2023 年持平。惠山区着重发展以数字信息、生物医药、航空航天为引领，新能源汽车、高端装备、新材料、绿色低碳为支撑的“三新四强”产业集群，以及合成生物、商业航天、氢能和新型储能、人形机器人、量子科技五大未来产业方向集群，确定“产业集群+特色专业园区”发展路径，加快推进新型工业化。2024 年，惠山区实现规上工业总产值 2811.24 亿元，同比增长 1.8%；规上工业增加值同比增长 6.9%，高于全市平均 0.3 个百分点。当年规模以上高新技术产业产值 1295.85 亿元，同比增长 3.3%，占全部规上工业产值比重 46.1%。“三新四强”产业实现产值 1776.44 亿元，增速 6.2%，其中 13 家航空航天企业实现产值 60.46 亿元，同比增长 11.3%，121 家新材料企业实现产值 547.31 亿元，同比增长 11.1%，150 家新能源汽车企业实现产值 617.22 亿元，同比增长 9.6%。“五未来”产业集群规模突破 100 亿元，产业结构持续优化升级。2025 年第一季度，全区实现规模以

¹ 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

² 中国信息通信研究院发布的《中国工业百强县（市）、百强区发展报告（2024 年）》。

上工业总产值 624.71 亿元，同比增长 2.0%。

惠山区固定资产投资主要投向工业和服务业，2024 年全区固定资产投资完成 517.61 亿元，同比下降 2.7%，其中全区工业投资完成 219.81 亿元，小幅下降 0.1%；服务业投资完成 297 亿元。投资结构持续优化，高新技术产业完成投资 101.40 亿元，同比增长 18.2%，占全部投资比重达到 19.6%，较 2023 年提升 3.5 个百分点。当年新增招引备案 50 亿级项目 1 个、10 亿元以上项目 9 个。2025 年第一季度，全区完成固定资产投资 102.05 亿元，较上年同期下降 3.8%。

近年来，惠山区消费品市场保持活跃，2024 年实现消费品零售总额 385.86 亿元，同比增长 8.3%，增速高于全市平均增速 3.8 个百分点，位列全市第二；2025 年第一季度，全区完成社会消费零售品总额 105.74 亿元，同比增长 11.6%。此外，2024 年全区进出口总额为 348.80 亿元，同比增长 3.7%。

跟踪期内，惠山区土地市场仍低迷。2024 年惠山区土地市场呈现量升价跌，当年土地出让总面积为 224.29 万平方米，以工业用地和其他用地为主，同比大幅增长 82.30%；但因工业用地和其他用地出让均价均较低，综合用地出让面积缩减，且住宅用地和综合用地出让均价下滑等因素影响，当年土地出让均价较上年大幅下降 54.64%至 0.32 万元/平方米，当年土地出让总价下滑 17.30%至 72.27 亿元。2025 年第一季度，全区仅出让 1 宗工业用地，出让面积 3.37 万平方米，出让总价 0.20 亿元。

图表 2. 惠山区土地市场交易情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
土地出让总面积（万平方米）	161.74	123.04	224.29	3.37
其中：工业用地	87.25	75.47	93.45	3.37
商办用地	0.13	3.46	29.82	-
住宅用地	69.59	24.78	38.24	-
综合用地（含住宅）	4.78	19.32	2.50	-
其它用地	-	-	60.27	-
土地出让总价（亿元）	149.67	87.39	72.27	0.20
其中：工业用地	4.88	4.55	5.65	0.20
商办用地	0.84	1.14	15.05	-
住宅用地	134.83	43.29	38.51	-
综合用地（含住宅）	9.12	38.41	2.27	-
其它用地	-	-	10.79	-
土地出让均价（万元/平方米）	0.93	0.71	0.32	0.06
其中：工业用地	0.06	0.06	0.06	0.06
商办用地	6.56	0.33	0.50	-
住宅用地	1.94	1.75	1.01	-
综合用地（含住宅）	1.91	1.99	0.91	-
其它用地	-	-	0.18	-

注：根据中指数据库整理（截至 2025 年 5 月 13 日）

2024 年，惠山区一般公共预算收入和税收收入小幅下滑，税收收入占比及财政自给程度仍较高；政府性基金预算收入是全区财政收入的另一重要构成，近年来受土地及房地产行情影响呈现持续下滑态势。

一般公共预算方面，2024 年惠山区实现一般公共预算收入 120.21 亿元，小幅下降 0.87%，其中税收收入为 94.50 亿元，同比下降 4.48%，当年税收比率为 78.61%，较上年下降了 2.97 个百分点。支出方面，惠山区一般公共预算支出主要涉及教育、社会保障和就业、卫生健康、城乡社区等多个领域，以民生支出类为主；2024 年全区一般公共预算支出为 110.22 亿元，小幅增长 1.39%；同期一般公共预算自给率为 109.06%，财政平衡能力较强。

政府性基金预算方面，惠山区政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让收入，2024 年，惠山区政府性基金预算收入同比下降 15.54%至 82.15 亿元，其中国有土地使用权出让收入为 74.43 亿元。当年惠山区政府性基金预算支出为 76.29 亿元，政府性基金预算自给率为 107.68%。全区政府性基金预算收入对区域可支配财力形成较强支撑，但近年来区域土地出让热度有所减弱，未来政府性基金预算收入稳定性值得关注。

近年来惠山区政府债务规模持续增长，2024 年末全区地方政府债务余额为 235.74 亿元，未超过债务限额（237.69 亿元），包括一般债务 39.14 亿元和专项债务 196.60 亿元。惠山区平台较多，城投企业有息债务持续增长，区域广义债务率较高，不过无锡市金融资源丰富，惠山区城投企业融资以银行借款和直融为主，债券发行利率走低，整体融资环境较优。

图表 3. 惠山区主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入	111.97	121.27	120.21
其中：税收收入	85.61	98.93	94.50
一般公共预算支出	100.66	108.71	110.22
政府性基金预算收入	110.43	97.26	82.15
其中：国有土地使用权出让收入	107.04	94.35	74.43
政府性基金预算支出	121.15	119.03	76.29
政府债务余额	187.29	208.50	235.74

注：根据江苏省财政厅的江苏省预决算公开统一平台整理

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³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”，即科教产教融合区，引进高端院所、科研团队，主导技术支持和研发；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，实现科教教研高度融合。

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，2024 年，藕塘职教园区实现规模以上总产值 379.17 亿元，增长 4.1%；规模以上工业增加值增长 7.7%；全社会固定资产投资 62.33 亿元，增长 0.6%；社会消费品零售总额 105.19 亿元，增长 4.6%。

2. 业务运营

（1）业务地位

该公司是惠山区重要的园区基础设施建设主体，主要在职教园区内从事土地开发整理、基础设施代建和安置房建设等业务。

³ 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。

（2）经营规模

2024 年，该公司实现营业收入 5.40 亿元，同比下降 11.55%，收入主要来源于安置房建设、基础设施建设、土地开发整理业务，其中安置房代建收入 0.79 亿元，较上年增长 19.65%，占营业收入的比重为 14.61%。近年来公司土地开发整体投入规模较大，不过收入结转年度间有一定波动，2024 年因苏庙村土地开发整理项目确认收入 2.17 亿元，较上年下降 57.89%，占营业收入的比重为 40.11%。同年因新增完工项目较多，基础设施代建业务确认收入 2.39 亿元，较上年大幅增长，占营业收入的比重提升至 44.23%。

图表 4. 公司资产及营业收入规模（单位：万元，%）

项目	2022 年/末		2023 年/末		2024 年/末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	1677210.17	—	1953089.64	—	2069234.85	—
营业收入	62025.61	100.00	61036.07	100.00	53983.79	100.00
其中：安置房代建	10276.95	16.57	6593.59	10.80	7889.26	14.61
土地开发整理	51422.46	82.91	51427.60	84.26	21654.32	40.11
基础设施建设	—	—	2657.72	4.35	23875.63	44.23
租赁业务	326.20	0.52	357.15	0.59	563.58	1.05

注：根据无锡藕塘所提供的数据整理

A. 城市基础设施建设

该公司基础设施代建业务主要涉及市政道路建设，项目建设资金一般自行筹集或由施工方垫资。2015 年以前，公司基础设施代建项目均由职教园区管委会委托，结算金额为核定成本的 120%左右，价款支付时间根据协议约定时间有所不同。2015 年以来，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”）进行部分城市基础设施项目的委托建设，公司项目结算方变更为锡西城投。

2024 年该公司新增新藕路延伸段及相关工程、横一路新建及相关工程和金山路（洋溪河-钱胡路）改建等 9 个完工项目，当年确认基础设施代建业务收入 2.39 亿元。截至 2024 年末，公司已完工项目共 21 个，已完工项目累计投资额 5.87 亿元，同期末已回笼资金 4.30 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 2024 年末，该公司主要在建基础设施项目概算总投资 8.42 亿元，期末累计已投资 2.59 亿元。其中无锡职教园街园合一提升改造工程概算总投资 8.15 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工程，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 2024 年末已投资 2.50 亿元，已完成工程进度 30%。

图表 5. 截至 2024 年末公司在建基础设施项目一览表（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	2026 年	8.15	2.50	工程进度 30%
藕洛路（S342-锡杨线）大修工程	2025 年	0.17	0.06	工程进度 35%
钱桥街道洋溪绿园北侧规划道路（藕中路-静影路）新建工程	2025 年	0.10	0.03	工程进度 27%
合计	—	8.42	2.59	—

注：根据无锡藕塘所提供的数据整理

此外，该公司拟建基础设施建设项目包括溪南工业园地块老旧厂房升级改造二期项目、锡西绿色高效精细蔬菜基地建设项目一期工程、住宅区及周边商业消费环境综合提升改造项目和钱桥街道丰树路（新藕路-显山路）新建工程，概算投资额合计 31.94 亿元，计划集中于 2025 年动工。其中，溪南工业园地块老旧厂房升级改造二期项目系为实现区域产业的升级迭代、低效用地腾笼换凤，对标提高工业绩效、集约利用土地的要求，对钱桥街道溪南工业园老旧厂房进行升级改造，总用地面积 359.61 亩，总建筑面积 47.95 万平方米，主要建设包括厂房 34.52 万平方米和研发办公 13.43 万平方米，计划总投资 28.70 亿元，规模较大。总体来看，公司未来在建及拟建项目仍有较大资金需求，持续面临投融资压力。

图表 6. 截至 2024 年末公司拟建基础设施项目一览表（单位：亿元）

项目名称	建设周期 (年-年)	概算投资额
钱桥街道丰树路（新藕路-显山路）新建工程	2025-2027	0.29
住宅区及周边商业消费环境综合提升改造项目	2025-2026	1.94
锡西绿色高效精细蔬菜基地建设项目一期工程	2025-2026	1.01
溪南工业园地块老旧厂房升级改造二期项目	2025-2028	28.70
合计	—	31.94

注：根据无锡藕塘所提供的数据整理

B. 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。

该公司主要在藕塘职教园内开展安置房建设业务，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 7 个安置房项目建设。截至 2024 年末，公司已完工安置房累计投入资金 24.97 亿元，已累计确认安置房代建收入 29.07 亿元，已回款 27.62 亿元。

 图表 7. 截至 2024 年末公司已完工安置房项目情况⁴（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	9.25
藕乐苑三期 B 标	2015 年	2017 年	4.07	4.85	4.85
春满园三期	2014 年	2016 年	3.31	3.36	2.78
藕乐苑三期 C 标	2016 年	2018 年	3.78	4.34	3.46
藕乐苑一期/幼儿园	2010 年	2014 年	0.40	0.48	0.48
合计	—	—	24.97	29.07	27.62

注：根据无锡藕塘所提供的数据整理

截至 2024 年末，该公司在建安置房项目主要为春光苑安置小区（二期）B 标、新藕苑二期和舜柯家园二期，合计概算总投资 21.49 亿元，截至 2024 年末累计已投资 17.67 亿元。其中新藕苑二期项目采用协议销售，已实现部分销售，累计确认收入 8.63 亿元，已回款 8.63 亿元。

图表 8. 截至 2024 年末公司在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	概算投资额	累计已投资	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	2.57	—	—	2025 年	已完工 95%
新藕苑二期	15.91	12.60	8.63	8.63	2025 年	22 栋已竣工验收，4 栋在建设中
舜柯家园二期	2.88	2.50	—	—	2025 年	已完工 90%
合计	21.49	17.67	8.63	8.63	—	—

注：根据无锡藕塘所提供的数据整理

C. 土地开发整理业务

2015 年以前，该公司土地开发整理业务运作模式为：管委会每年对公司下达土地开发整理计划，具体业务主要

⁴ 表格合计数与单项加总数据略有差额系尾数四舍五入所致，下同。

由本部和钱桥经发负责实施。公司将委托开发的土地进行整理，整理完成后交由委托方管委会，再由管委会交国土部门挂牌出让。如无特殊约定，出让收入扣除规定上缴的规费等按一定比例拨付给公司。2015 年以来，管委会授权锡西城投进行部分拆迁、土地开发整理项目的委托建设，公司项目结算方变更为锡西城投，根据项目拆迁、整理的实际成本加成 20%作为最终的结算价。

目前，该公司处在开发整理阶段的地块总面积约 2640 亩。2024 年，公司确认土地整理收入 2.80 亿元。截至 2024 年末，在整理地块已累计投入 85.20 亿元，公司存货中未结转土地开发整理余额约 70 亿元。公司土地整理业务结算时间具有不确定性，与土地指标落实、园区规划、招商引资等情况相关。

该公司账面有一定规模划拨土地，2024 年政府暂未收回划拨土地⁵。截至 2024 年末，公司存货中包含划拨土地 3.33 亿元，以入账时的评估值计量。

D. 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。2024 年，公司实现租赁业务收入 564.58 万元。由于南塘工业园区标准厂房按公允价值计量，不计提折旧，同期毛利率为 78.17%，毛利率较高。

该公司还有 2 个自建自营项目，其中锡西高技术制造业集聚项目，建设主体为子公司无锡锡西盛柯工程建设有限公司（简称“锡西盛柯”），用地面积 8.45 万平方米，总建筑面积 14.30 万平方米，包括研发中心 2 栋，智能制造中心 4 栋，门卫 1 栋及周边相关配套设施，建成后计划用于租售，截至 2024 年末已投资 4.08 亿元，已基本完工。2021 年 11 月子公司无锡舜风舜水科技发展有限公司（简称“舜风舜水”）以 1.66 亿元购入龙之杰项目（商业办公楼），总建筑面积 9.71 万平方米，公司收购后投入约 3 亿元用于主体及配套工程的改造修复及辅助设施建设，建成后主要用于出租，截至 2024 年末已投资 4.57 亿元（含收购价），已基本完工。目前上述项目均处于收尾和招商阶段，尚未开始对外租售。

2022 年 8 月子公司无锡舜景置业有限公司（简称“舜景置业”）以 9.43 亿元竞得锡国土（经）2022-32 地块，土地总面积 5.54 万平方米（住宅用地），地理位置位于钱桥街道，楼面价 8500 元每平方米，后续开发计划暂未定。2023 年 12 月舜景置业以 8.28 亿元购买美林湖东侧地块（居住用地），土地总面积 6.09 万平方米，地理位置位于钱桥街道钱藕路与育才路交叉口西南侧，2024 年 1 月舜景置业和江苏蓝城佳园建设管理有限公司共同设立项目公司汇嘉房地产，注册资本 1000 万元，持股比例分别为 95%和 5%，目前项目还在前期阶段，预计 2025 年 9 月正式开工。

财务

跟踪期内，随着外部融资力度加大，该公司负债规模有所增加，刚性债务规模持续扩张，面临债务集中偿付压力。公司资产主要集中于项目投入、土地使用权及应收款项，资产流动性欠佳。此外，公司对惠山区国有企业担保金额较大，存在或有负债风险。

1. 财务杠杆

跟踪期内，该公司加大外部融资力度，2024 年末负债总额较上年末增长 8.96%至 129.26 亿元；资产负债率为 62.47%，同比上升 1.73 个百分点。同期末由于较多长期借款临近到期，长短期债务比下降 61.38 个百分点至 149.09%。由于刚性债务增长，期末公司权益资本与刚性债务比率下降 5.28 个百分点至 63.04%，所有者权益对刚性债务的覆盖程度趋弱。

（1）资产

2024 年末该公司资产总额同比增长 5.95%至 206.92 亿元，以流动资产为主，年末流动资产占资产总额的比重为 88.76%。

⁵ 2021-2023 年政府分别收回划拨土地 2.95 亿元、4.36 亿元和 8.38 亿元，同时拨入资金 4.28 亿元、4.40 亿元和 8.38 亿元。

2024 年末该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货，年末上述科目分别占总资产的比例为 8.40%、4.86%、0.99%、17.18%和 56.84%。其中货币资金同比增长 10.07%至 17.38 亿元，其中 12.80 亿元使用受限，为票据保证金及定期存款质押；应收账款同比增长 10.89%至 10.06 亿元，主要系应收锡西城投项目结算款增加所致，期末占应收账款总额的 99.91%；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，2024 年末同比下降 32.71%至 2.05 亿元，主要系部分款项结转至存货；其他应收款主要为应收当地国有企业往来款，同比下降 14.59%至 35.55 亿元，年末主要包括应收无锡市钱桥污水处理有限公司（简称“钱桥污水处理公司”）10.71 亿元、锡西城投 6.74 亿元、无锡煜达生态环境科技有限公司（简称“无锡煜达”）6.12 亿元、无锡锡西惠钱城市服务有限公司（简称“锡西惠钱”）6.00 亿元和无锡惠顺建设发展有限公司（简称“惠顺建发”）4.98 亿元，对公司资金形成一定的占用；存货同比增长 7.21%至 117.62 亿元，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、基础设施建设投入和土地购置款构成的开发成本 114.29 亿元以及划拨取得的拟开发土地 3.33 亿元。此外，2024 年末应收票据同比增长 0.71 亿元至 0.78 亿元，系应收银行承兑汇票所致；其他流动资产主要系待抵扣进项税，2024 年末为 0.22 亿元。

2024 年末该公司非流动资产主要包括投资性房地产、无形资产、在建工程和其他非流动金融资产，年末上述科目分别占资产总额的比例为 1.57%、2.16%、4.18%和 3.20%。其中，投资性房地产 3.26 亿元，主要为用于出租的房产；无形资产 4.47 亿元，系农村土地流转经营权；在建工程因项目投入增加同比增长 28.40%至 8.64 亿元，主要包括锡西高技术制造业集聚项目 4.08 亿元和龙之杰项目 4.57 亿元；其他非流动金融资产较上年末增加 5.52 亿元至 6.62 亿元，主要系子公司钱桥经发向无锡市惠山区钱桥街道综合服务中心购买其持有的无锡城西产业发展有限公司（简称“城西产业”）⁶15.80%股权，购买价款 5.52 亿元，收购后公司持有城西产业 19.97%股权；年末主要包括对城西产业投资 5.65 亿元、无锡联合融资担保股份有限公司投资 0.80 亿元、无锡惠乾汇智创业投资合伙企业（有限合伙）投资 0.17 亿元。

截至 2024 年末，该公司受限资产合计 20.11 亿元，占资产总额的比例为 9.72%。其中受限货币资金 12.80 亿元，主要系开具银行承兑汇票而存入的保证金和定期存款质押；其余为在建工程、无形资产、投资性房地产中用于借款抵押的房产和土地资产合计 7.31 亿元。

图表 9. 截至 2024 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	12.80	73.63	票据保证金及定期存款质押
在建工程	3.18	36.84	抵押借款
无形资产	1.54	79.34	抵押借款
投资性房地产	2.58	34.51	抵押借款
合计	20.11	9.72	—

注：根据无锡藕塘所提供的数据整理、绘制

（2）所有者权益

2024 年末，该公司所有者权益较上年末微增 1.28%至 77.66 亿元。权益资本主要集中于实收资本、资本公积和未分配利润，期末占所有者权益的比重分别为 7.41%、67.54%和 19.12%。其中，公司实收资本和资本公积分别为 5.76 亿元和 52.45 亿元，较上年末无变化，两者合计占所有者权益的比例为 74.95%，权益资本的稳定性较好；同期末公司未分配利润同比增长 6.44%至 14.85 亿元，主要系当期盈利留存。其余所有者权益类科目变动不大。

（3）负债

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2024 末公司刚性债务占负债总额的 95.30%。除刚性债务外，公司负债主要由应交税费、其他应付款（无息部分）和递延所得税负债构成。其中应交税费主要为应交增值税和企业所得税，年末余额小幅增长 1.63%至 4.87 亿元。其他应付款主要系往来款，2024 年公司偿还无锡新佳元建设管理有限公司部分往来款，年末余额同比下降 30.06%至 0.47 亿元。递延所得税负债较上年末微降 0.21%至 0.48 亿元。此外，2024 年末应付账款较上年末下降 47.96%至 0.20 亿元，主要系结算锦汇建设集团有限公司部分工程款

⁶系惠山区钱桥街道下属基建平台。

所致。其余负债类科目变动不大。

2024 年末，该公司刚性债务较上年末增长 9.75%至 123.18 亿元，其中短期刚性债务占比为 37.60%。公司对外融资渠道主要为银行借款和发行债券，2024 年末分别为 84.60 亿元和 28.59 亿元。其中银行借款利率区间主要在 3.01%-4.88%，以保证借款为主，担保方为公司本部、股东无锡惠源投资集团有限公司（简称“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、私募债等，期限为 3-7 年，发行利率在 2.40%-5.09%之间，截至 2025 年 6 月 6 日，债券余额 19.53 亿元。公司应付票据系银行承兑汇票，年末余额 7.08 亿元。此外，公司应付无锡国盛资产管理有限公司⁷2.00 亿元（计入“其他应付款”），利率为 5.5%，期限 3 年。

图表 10. 公司存续债券概况

债券名称	发行日期	发行期限 (年)	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	发行利率 (%)	本息兑付情况
19 锡藕债 01	2019-05-14	7	6.00	1.20	5.09	正常付息，本金已兑付 4.80 亿元
23 锡藕 01	2023-02-27	3	1.74	1.74	4.89	正常付息
23 锡藕 02	2023-05-18	3	3.50	3.50	4.06	正常付息
23 锡藕 04	2023-08-22	3	5.00	5.00	3.57	正常付息
25 锡藕 01	2025-01-12	5	3.59	3.59	2.40	尚未开始付息
25 锡藕 02	2025-03-19	5	4.50	4.50	2.76	尚未开始付息
合计	—	—	24.83	19.53	—	—

注：根据 Wind 整理、绘制（截至 2025 年 6 月 6 日）

2. 偿债能力

（1）现金流量

2024 年，该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.64 亿元，较上年末大幅下降 59.24%，主要系当年安置房、土地整理业务收入回款减少较多，同期公司营业收入现金率为 85.95%，较上年下滑 100.56 个百分点；当年购买商品、接受劳务支付的现金 17.59 亿元，较上年增长 8.45%，随着项目建设推进而持续增长；当年公司收回部分往来款，其他与经营活动有关的现金净流入较多，综合影响下，2024 年，公司经营活动产生的现金流量转为净流入 4.13 亿元。2024 年，主要因公司增加对城西产业投资及在建工程投入，公司投资活动产生的现金净流出 6.41 亿元。公司主要通过对外融资满足资金需求，2024 年公司筹资活动产生的现金净流出 1.76 亿元，主要系当年支付保证金及存入存单相对较多（计入其他与筹资活动有关的现金）。

（2）盈利

2024 年度，该公司营业毛利为 0.80 亿元，同比下降 10.45%；主要包括土地开发整理 0.31 亿元、安置房代建 0.11 亿元、基础设施建设 0.34 亿元和租赁 0.04 亿元。

该公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2024 年管理费用为 1066.56 万元，同比增长 60.87%，主要补提以前年度折旧所致；公司利息主要资本化，财务费用相对较小，当年公司财务费用为 912.68 万元，同比增长 40.38%。作为藕塘职教园区的建设主体，公司可持续获得政府补助，当年公司确认其他收益 0.70 亿元。此外，2024 年因应收款项产生坏账而确认信用减值损失 0.16 亿元；当年营业外支出 2168.91 万元，主要系以前年度附加类税费缴纳未及时，2024 年度集中缴纳税费滞纳金。综合上述因素，公司实现净利润 0.98 亿元，较上年下降 22.65%。

（3）偿债能力

2024 年，该公司 EBITDA 为 1.24 亿元，以利润总额为主，较上年减少 0.30 亿元。公司有息借款规模较大，EBITDA 无法对公司利息支付和刚性债务形成有效覆盖。2024 年公司经营性现金流入规模较小，且非筹资性

⁷ 由无锡产发金服集团有限公司全资持股，实际控制人为无锡市人民政府。

现金流呈现净流出，对债务的保障程度欠佳。

图表 11. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.38	0.81	0.23
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.01
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-15.55	-28.88	9.18
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-4.90	-9.59	3.51
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-15.49	-39.40	-5.06
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-4.88	-13.08	-1.94
流动比率 (%)	555.26	469.65	353.92
现金比率 (%)	25.22	41.34	33.50
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	30.43	48.87	37.54

注：根据无锡藕塘所提供数据计算、绘制

2024 年末，该公司流动比率为 353.92%，指标值处于良好水平。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、购买的土地使用权、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 2024 年末，公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 33.50%和 37.54%，且货币资金中较大部分使用受限，面临一定债务集中偿付压力。

该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 2024 年末，公司获得银行授信 194.77 亿元，未使用额度 56.72 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

截至 2024 年末，该公司仍由惠源投资和无锡惠山开发建设有限公司分别持股 91.75%和 8.25%。控股股东惠源投资由无锡市惠山区国有资产管理办公室（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、机构设置等方面无重大变化。

该公司设有股东会，是公司的权力机构，由全体股东组成。公司原仅设一名执行董事，2023 年 8 月开始设董事会，成员为 3 人，由股东选举产生；董事每届任期 3 年，任期届满，经股东继续选举可连任；董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。公司不设监事会，设监事一名，由股东会选举产生；监事任期每届为 3 年，可连选连任。

2024 年 4 月，该公司根据股东会决议及董事会决议，免去吕上元总经理职务，委派胡挺宇担任公司总经理。上述变动对公司经营影响不大，目前公司董监高均已到位。

2. 表外因素

截至 2024 年末，该公司对外担保余额 53.49 亿元，担保比率为 68.88%。担保对象均为惠山区国有企业，包括惠顺建发、锡西城投、城西产业、钱桥污水处理公司、无锡煜达、锡西惠钱等，存在或有负债风险。

图表 12. 公司偿债能力主要指标情况（单位：亿元）

被担保单位	担保余额
无锡煜达生态环境科技有限公司	5.46
无锡锡西盛塘工程建设有限公司	4.09
无锡锡西惠钱城市服务有限公司	2.72
无锡锡西城市投资发展有限公司	7.13

被担保单位	担保余额
无锡舜皇文化传播有限公司	0.78
无锡市钱桥污水处理有限公司	5.48
无锡乾舜人力资源有限公司	0.80
无锡惠顺建设发展有限公司	14.42
无锡城西科技发展有限公司	0.88
无锡城西产业发展有限公司	11.36
合计	53.49

注：根据无锡藕塘所提供数据计算、绘制

3. 业务持续性

该公司主要在藕塘职教园区内从事土地开发整理、基础设施代建和安置房建设等业务，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

截至 2024 年末，该公司关联交易主要为关联担保和关联方资金往来。其中，公司作为担保方，为锡西城投提供担保 7.13 亿元；此外，公司应收锡西城投款项 16.80 亿元。

根据该公司提供的本部 2025 年 5 月 20 日的《企业信用报告》，子公司丰年农业、钱桥经发、舜柯山、舜风舜水、舜意建设、锡西盛柯 2025 年 5 月 12 日《企业信用报告》，公司本部及上述子公司信贷记录正常，无关注或不良类借款。根据股东惠源投资（2025 年 6 月 9 日）、公司本部及上述子公司（2025 年 5 月 23 日）信用中国、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，股东惠源投资、公司本部及上述子公司均无重大异常情况。

外部支持

该公司是惠山区重要的园区基础设施建设主体，可在业务资源、资金拨付等方面获得政府支持。2024 年度，公司获得政府补助 0.70 亿元，对公司盈利形成重要支撑。

附带特定条款的债项跟踪分析

本期债券由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。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 2024 年末，注册资本增至 130.30 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 2024 年末，江苏信保集团经审计的合并口径资产总额为 415.75 亿元，所有者权益为 262.31 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 232.54 亿元）；当年实现营业总收入 40.14 亿元，净利润 14.34 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 13.65 亿元）。2024 年末，江苏信保集团及其合并范围子公司以再担保形式形成的或有负债合计 944.16 亿元，以直保形式形成的或有负债合计 2147.02 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。

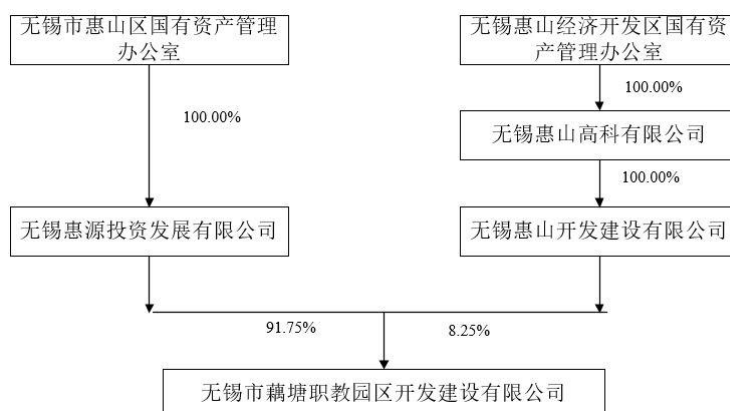
整体来看，江苏信保集团提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持无锡藕塘主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本次跟踪债券信用等级为 AAA。

附录一：

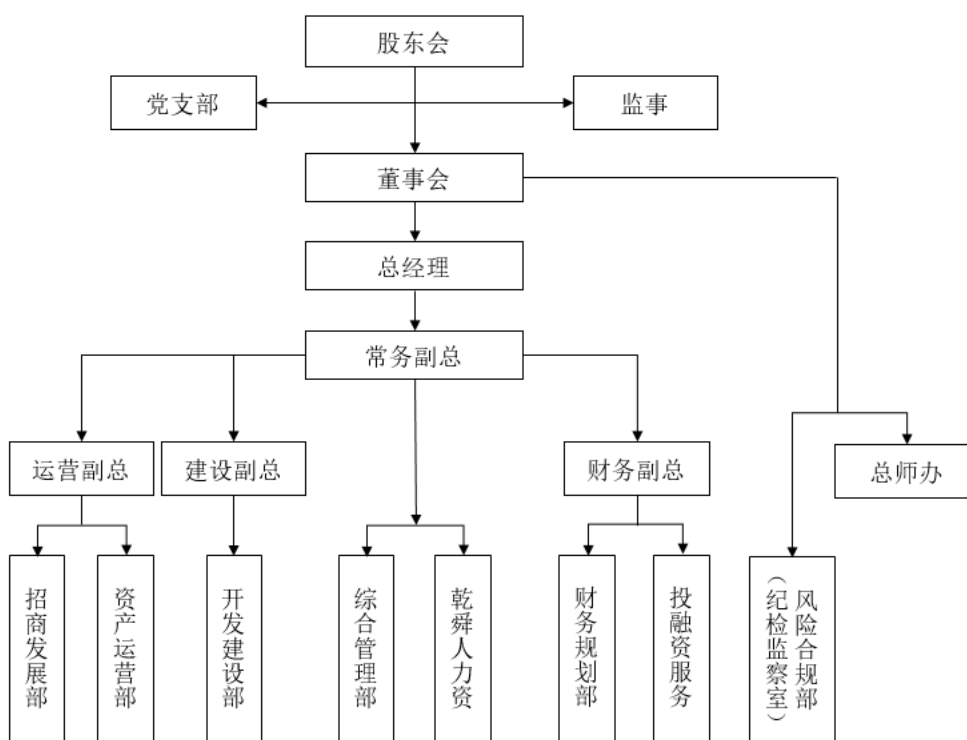
公司与实际控制人关系图



注：根据无锡藕塘提供的资料整理绘制（截至 2024 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据无锡藕塘提供的资料整理绘制（截至 2024 年末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2024 年（末）主要财务数据					备注
				总资产 (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	—	土地开发、基础设施及安置房建设	180.29	55.90	4.32	0.83	25.79	母公司口径
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	33.70	7.43	—	0.10	2.11	
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	54.77	14.47	1.07	0.14	5.92	
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	37.52	5.57	0.002	0.005	5.71	
无锡舜景置业有限公司	舜景置业	80.00	房地产开发	24.99	24.99	—	-0.002	-5.96	
无锡锡西盛柯工程建设有限公司	锡西盛柯	100.00	工程施工	32.67	5.93	—	-0.08	-6.19	
无锡舜风舜水科技发展有限公司	舜风舜水	100.00	科技推广和应用服务	85.22	14.94	0.009	-0.01	-19.07	
无锡舜意建设发展有限公司	舜意建设	100.00	项目施工及管理	19.36	1.58	—	-0.001	-4.54	

注：根据无锡藕塘提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2024 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
苏州市吴中城区建设发展有限公司	109.43	61.25	44.03	7.58	0.46	-0.85
南京浦口交通建设集团有限公司	183.29	50.10	72.67	2.46	0.03	1.15
江苏武进绿色建筑产业投资有限公司	218.12	68.17	68.75	18.08	0.20	2.33
无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司	206.92	77.66	62.47	5.40	0.98	4.13

注：根据 Wind 资料整理

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额[亿元]	167.72	195.31	206.92
货币资金[亿元]	7.21	15.79	17.38
刚性债务[亿元]	88.91	112.24	123.18
所有者权益[亿元]	73.42	76.68	77.66
营业收入[亿元]	6.20	6.10	5.40
净利润[亿元]	1.17	1.27	0.98
EBITDA[亿元]	1.59	1.54	1.24
经营性现金净流入量[亿元]	-4.53	-9.64	4.13
投资性现金净流入量[亿元]	0.02	-3.51	-6.41
资产负债率[%]	56.23	60.74	62.47
长短期债务比[%]	230.03	210.48	149.09
权益资本与刚性债务比率[%]	82.58	68.32	63.04
流动比率[%]	555.26	469.65	353.92
速动比率[%]	197.36	174.56	123.33
现金比率[%]	25.22	41.34	33.50
短期刚性债务现金覆盖率[%]	30.43	48.87	37.54
利息保障倍数[倍]	0.37	0.80	0.23
有形净值债务率[%]	136.84	164.36	176.70
担保比率[%]	54.50	56.59	68.88
毛利率[%]	14.59	14.65	14.84
营业利润率[%]	27.40	23.92	24.18
总资产报酬率[%]	0.93	0.84	0.60
净资产收益率[%]	1.64	1.69	1.27
净资产收益率*[%]	1.66	1.74	1.30
营业收入现金率[%]	61.05	186.51	85.95
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.55	-28.88	9.18
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-4.90	-9.59	3.51
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.49	-39.40	-5.06
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-4.88	-13.08	-1.94
EBITDA/利息支出[倍]	0.38	0.81	0.23
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.01

注：表中数据依据无锡藕塘经审计的 2022~2024 年度及财务数据整理、计算。

指标计算公式

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%

指标名称	计算公式
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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	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%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	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%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(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]

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

附录六：

担保方主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022年	2023年	2024年
资产总额[亿元]	333.33	355.58	415.75
货币资金[亿元]	46.23	49.23	74.78
所有者权益[亿元]	190.89	209.31	262.31
实收资本[亿元]	111.69	120.40	130.30
营业总收入[亿元]	27.71	39.30	40.14
担保业务收入[亿元]	17.93	17.61	21.75
净利润[亿元]	9.45	12.22	14.34
再担保发生额[亿元]	1201.97	1391.41	-
再担保余额[亿元]	1097.71	1189.65	-
直接担保发生额[亿元]	1035.31	1197.03	-
直接担保在保余额[亿元]	1682.01	1936.03	-
直接担保责任余额(亿元) ²	874.18	1001.63	-
当期担保代偿额[亿元]	4.31	3.88	-
风险准备金[亿元]	37.00	40.51	42.45
直接担保责任放大倍数[倍] ³	7.61	8.62	-
净资产收益率[%]	5.41	6.11	-
风险准备金/应收代偿款（倍）	10.13	12.36	-
累计担保代偿率[%]	0.23	0.22	-
当期担保代偿率[%]	0.34	0.17	-
累计代偿回收率[%]	44.25	38.02	-

注 1：根据江苏信保集团经审计的 2022-2024 年财务数据及公司提供的期间业务数据整理、计算；

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：直接担保责任放大倍数=期末直接担保责任余额/所有者权益-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资，由江苏信保集团提供，为母公司口径指标。

指标计算公式

担保放大倍数=期末担保余额/期末净资产

融资性担保责任放大倍数=融资性担保责任余额/经调整净资产

净资产收益率=净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2] × 100%

代偿保障率=（货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金）/单户最大担保余额×100%

当期担保代偿率=当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额×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：上述指标计算以江苏信保集团合并财务报表数据为准

附录七：

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、CCC 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。

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、CCC 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。

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。

附录八：

发行人历史评级

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	2015 年 12 月 22 日	AA/稳定	黄蔚飞、欧莲珠	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015）	-
	前次评级	2024 年 6 月 27 日	AA/稳定	邵一静、严奇昊	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 26 日	AA/稳定	邵一静、严奇昊	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级	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） 城投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	2024 年 6 月 27 日	AAA	邵一静、严奇昊	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 26 日	AAA	邵一静、严奇昊	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。