

2019年江苏省无锡市锡西新城产业发展集团有限公司

农村产业融合发展专项债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评[2018]010310】

评级对象: 2019年江苏省无锡市锡西新城产业发展集团有限公司农村产业融合发展专项债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

评级时间: 2018年10月10日

计划发行: 不超过9.50亿元(含)

本期发行: 9.50亿元

存续期限: 7年期

增级安排: 本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

发行目的: 项目建设支出、补充营运资金

偿还方式: 每年付息一次、分次还本

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位:人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	2.12	0.02	0.01
刚性债务	0.65	0.05	2.80
所有者权益	55.04	54.99	58.96
经营性现金净流入量	0.49	-2.06	-2.74
合并数据及指标:			
总资产	155.72	165.30	162.45
总负债	75.14	82.91	79.14
刚性债务	43.26	68.39	69.21
所有者权益	80.58	82.39	83.31
营业收入	10.02	10.29	8.54
净利润	1.19	2.03	1.12
经营性现金净流入量	0.44	-19.99	-7.17
EBITDA	1.82	2.80	1.71
资产负债率[%]	48.26	50.16	48.72
长短期债务比[%]	19.56	122.37	274.70
权益资本与刚性债务比率[%]	186.27	120.46	120.38
流动比率[%]	210.70	380.30	657.35
现金比率[%]	28.99	51.43	52.36
利息保障倍数[倍]	0.46	0.40	0.28
EBITDA/利息支出[倍]	0.49	0.45	0.33
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.02
江苏再担保数据(合并口径):			
总资产	86.54	108.48	122.24
股东权益	56.90	69.86	71.73
再担保责任余额	106.90	159.42	171.90
直保放大倍数(倍)	2.84	4.55	6.20

注:发行人数据根据锡西新城经审计的2015-2017年财务数据整理、计算;担保人数据根据江苏再担保经审计的2015-2017年财务数据整理、计算。

分析师

刘明球 lmq@shxsj.com

李 叶 liye@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

评级观点

主要优势:

- **良好的外部环境。**无锡经济开发区是承接太湖新城和蠡湖新城产业转移的重要载体,近年来规模效益显现,产业集聚能力增强,为锡西新城的业务发展提供了良好的外部环境。
- **主业地位较突出。**锡西新城作为滨湖区主要的建设主体之一,主要负责无锡经开区开发建设,具备一定区域专营优势,主业地位较突出。
- **第三方担保。**本期债券由江苏再担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保,有助于提升本期债券还本付息的安全性。

主要风险:

- **区域土地市场波动风险。**土地整理业务是锡西新城收入和毛利的重要来源。近年来滨湖区及无锡经开区土地市场波动较大,公司业绩易受区域土地市场行情影响。
- **债务偿付压力大。**近三年锡西新城刚性债务规模增长快速,且期限结构较为集中,债务偿付压力加大。
- **资产流动性一般。**以基建、土地整理和安置房项目成本为主的存货在锡西新城资产中的占比高,资产流动性受项目结算和资金回笼进度影响大。
- **担保代偿风险。**锡西新城对外担保规模大,存在担保代偿风险。

➤ 未来展望

通过对锡西新城及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019年江苏省无锡市锡西新城产业发展集团有限公司

农村产业融合发展专项债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

无锡市锡西新城产业发展集团有限公司（简称“锡西新城”、“该公司”或“公司”）原名为无锡市胡埭投资发展集团有限公司，于2003年5月由无锡市滨湖区胡埭镇龙延村民委员会（简称“龙延村委会”）与无锡市滨湖区胡埭资产经营公司（简称“胡埭资产”）共同出资成立，初始注册资本为0.50亿元。2008-2009年，无锡市滨湖区胡埭镇经济贸易服务中心（简称“经贸中心”）对该公司进行三次增资，公司注册资本增至4亿元。2010年3月，胡埭资产和龙延村委会将其所持公司股份全部转让给无锡市九龙湾农业生态园有限公司（简称“九龙湾公司”）。2014年12月，公司名称变更为无锡市锡西新城产业发展集团有限公司，同时，九龙湾公司将其所持公司2.5%的股份转让给无锡锡西新城城乡一体化发展有限公司（简称“城乡一体化公司”）。2016年7月，根据无锡市滨湖区人民政府文件（锡滨政复[2016]17号），九龙湾公司、城乡一体化公司和经贸中心分别将其持有的公司10.00%、2.50%和67.50%的股权无偿转让给滨湖区财政局，即滨湖区财政局持有公司80%股权。2016年8月，公司名称变更为现名。截至2017年末，公司注册资本为4亿元，滨湖区财政局与经贸中心分别持股80%和20%，滨湖区财政局为公司实际控制人。

该公司作为无锡市滨湖区重要的基础设施建设主体之一，主要负责滨湖区内江苏无锡经济开发区（简称“无锡经开区”）的园区开发建设任务，主要业务范围包括市政基础设施建设、土地一级开发、房屋租赁、农业生态园开发、物业管理及对外投资等。截至2017年末，公司纳入合并范围的一级子公司共有6家。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经董事会及股东会决议通过，该公司拟发行不超过人民币9.50亿元（含）的农村产业融合发展专项债券，期限为7年，附设本金提前偿还条款，从第3至第7个计息年度末每年分别偿还发行总额的20%，当期利息随本金一起支付。本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司（简称“江苏再担保”）提供无

条件不可撤销连带责任保证担保。本期债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2019 年江苏省无锡市锡西新城产业发展集团有限公司农村产业融合发展专项债券
总发行规模:	不超过 9.50 亿元人民币 (含)
本期发行规模:	9.50 亿元人民币
本期债券期限:	7 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次、分次还本, 在债券存续期内的第 3 至第 7 年末, 分别按照债券发行总额的 20% 逐年偿还债券本金, 第 3 年至第 7 年每年应付利息随当年兑付的本金一起支付。
增级安排:	本期债券由江苏再担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

资料来源: 锡西新城

(2) 募集资金用途

该公司本次拟发行债券规模不超过 9.50 亿元, 其中 2.54 亿元用于有机生态高新农业产业项目, 2.42 亿元用于有机生态(茶)产业提升项目; 其余 4.54 亿元用于补充营运资金, 以满足公司在日常经营中的营运资金需求, 缓解流动资金压力, 更好地推动公司经营活动的顺利开展。

A. 有机生态高新农业产业项目

该项目总建设用地面积为 1242 亩。项目主要建设内容为: 1、建设智能化标准钢架大棚及大棚配套的数控式灌溉、遮阳、覆盖、水暖、降温系统、培育养育床架等配套设施; 2、对优质有机果蔬园、名贵苗木基地实施场地平整、土壤改良、农田水利工程及农用道路工程等配套设施工程。

该项目计划总投资约为 4.40 亿元, 拟使用募集资金约为 2.54 亿元。项目建设周期为 2 年。根据项目可行性研究报告, 项目运营期为 18 年, 项目收入主要来源于果蔬产品、花卉、苗木及盆景产品销售收入和农副产品销售收入, 运营期内项目累计可实现总收入 27 亿元, 具备良好的经济效益。

B. 有机生态(茶)产业提升项目

该项目主要对原有种植区域内的老茶树进行挖除并对土地进行整理、修复, 经过修整坡台后进行新茶树种植, 同时修建整体浇灌设施、育苗基地以及田间的品茶休憩场所。项目用地 1015 亩。

该项目计划总投资约为 4.19 亿元, 拟使用募集资金约为 2.42 亿元。项目建设周期为 3 年。根据项目可行性研究报告, 项目运营期为 17 年, 项目收入主要来源于干茶销售收入和茶苗销售收入, 运营期内累计可实现收入合计 13 亿元, 具备良好的经济效益。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康

发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

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。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，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将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付

压力。

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，全国各地区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。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿化增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，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，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

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着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《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。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布

《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

A. 滨湖区经济环境

滨湖区地处长江三角洲腹地，位于无锡市西南部，以创新型特色产业园区为发展导向，拥有多个国家级、省级开发区及众多品牌园区。近年来，滨湖区经济保持增长，产业集聚效应明显，经济发展前景良好。

滨湖区地处长江三角洲腹地，位于无锡市西南部，濒临太湖，沿太湖湖岸线长达82.00公里，全区面积628.15平方公里，下辖8个街道、1个镇；截至2017年末，全区常住人口为70.91万人。滨湖区是无锡市交通枢纽的重点区域，境内水陆交通便捷，环太湖公路、京杭大运河、锡宜高速公路穿过境内，具有一定的区位优势。

滨湖区被定位为无锡市城市核心功能区，目前拥有无锡太湖国家旅游度假区 1 个国家级开发区；江苏省无锡蠡园经济开发区、江苏省无锡太湖山水城旅游度假区、无锡经开区 3 个省级开发区；以及无锡（滨湖）国家传感信息中心、无锡国家数字电影产业园、无锡太湖新城科教产业园、无锡（马山）国家生命科学园、蠡湖科技创业园、国家集成电路（无锡）设计中心、创想科技园等众多特色品牌园区。得益于园区产业集聚效应，滨湖区形成了以传感网、工业设计、软件服务外包、动漫文化、生物医药、网络经济、通讯技术等为主导的新兴产业格局。

随着基础设施的不断完善及园区承载能力的提升，近年来滨湖区招商引资力度加大，2017 全年引进注册资本超千万元企业 756 家，较上年增长 55%；新批外资项目 30 个，其中 5 个 3000 万美元以上重大项目、3 个超亿美元重大项目签约落地；全年获批境外投资项目 15 个、协议投资额 1.9 亿美元。近年来滨湖区生物医药、工业设计等新兴产业发展平稳，2017 年全区 R&D 占 GDP 比重达到 3.09%；高新技术企业累计达到 226 家，高新技术产业增加值占 GDP 比重达到 12%。同时，滨湖区大力推进“东方硅谷”企业产业化发展，工业、服务业百强企业占规模以上工业、服务业总量的比重分别为 68.5% 和 96.0%，实现 3 家企业上市，9 家企业在“新三板”挂牌。此外，滨湖区加大项目推进力度，实施 5000 万元以上重大项目 159 个，完成投资 458 亿元，其中社会投资项目 127 个，投资占比达到 94%。

近年来，滨湖区经济保持持续增长，2015-2017 年分别实现地区生产总值 750.08 亿元、829.07 亿元和 954.86 亿元，同比增速分别为 7.5%、8.4% 和 7.6%。2017 年，滨湖区第一产业实现增加值 4.18 亿元，同比增长 0.5%；第二产业实现增加值 420.53 亿元，同比增长 6.9%；第三产业实现增加值 530.15 亿元，同比增长 8.3%，三次产业结构比由 2015 年的 0.6:44.4:55.0 调整为 0.5:44.0:55.5，保持了以工业和服务业为主的经济结构。

2017 年，滨湖区坚持实施“产业强区”战略，规模以上工业企业完成总产值 533.95 亿元，同比增长 16.3%，其中高新技术产业产值占规模以上工业总产值比重达 61%；骨干企业发展良好，华瑞制药、振华轿车等排名前 10 位工业企业共实现产值 108.48 亿元，占全部规模以上企业总产值的 20.3%。装备制造、电子电气、医药制造、金属加工等支柱产业产值占工业总产值比重超过 80%。

图表 2. 2015-2017 年滨湖区经济发展主要指标（单位：%）

指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	750.08	7.5	829.07	8.4	954.86	7.6
第一产业增加值（亿元）	4.44	0.9	4.21	-5.8	4.18	0.5
第二产业增加值（亿元）	333.11	6.4	364.37	8.0	420.53	6.9
第三产业增加值（亿元）	412.53	8.7	460.49	8.8	530.15	8.3
三次产业结构	0.6:44.4:55.0		0.5:44.0:55.5		0.5:44.0:55.5	

指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
工业增加值（亿元）	289.31	5.8	—	—	—	—
固定资产投资（亿元）	546.27	11.5	600.39	9.9	636.62	6.0
社会消费品零售总额（亿元）	234.58	10.2	259.78	10.7	291.16	12.1

资料来源：2015-2017年滨湖区国民经济和社会发展统计公报

滨湖区固定资产投资对经济增长贡献明显，2017年全区完成固定资产投资 636.62 亿元，同比增长 6.0%。其中，第二产业完成投资 55.23 亿元，同比下降 52.4%；第三产业投资 577.98 亿元，同比增长 19.5%，第三产业固定资产投资额明显高于一二产业投资额的合计数。

房地产市场方面，2015-2017 年，滨湖区房地产开发投资持续增长，但受宏观经济、房地产市场调控政策、市场预期等诸多因素的共同影响，全市房地产开发投资增速波动明显，2015-2017 年全区分别完成房地产开发投资 242.21 亿元、343.01 亿元和 364.88 亿元，同比分别增长 4.1%、41.6%和 6.4%。房地产销售方面，2016 年 10 月以来，无锡市启动新一轮房地产调控新政，相继发布多项房地产调控政策，调控力度不断加大。2017 年 5 月，无锡市政府下发《关于进一步加强市区房地产市场调控工作的通知》锡政办发【2017】82 号，明确对二手住房实施限购，至此，限贷、限购、限价、限卖政策覆盖整个楼市，随后多家银行房贷收紧、利率上浮，楼市投资需求受到抑制，房地产市场在政策调控下将逐步回归理性。2015-2017 年全区分别实现商品房销售面积 152.13 万平方米、251.31 万平方米和 197.16 万平方米；实现商品房销售额 157.09 亿元、289.82 亿元和 303.31 亿元。

图表 3. 2015-2017 年滨湖区房地产市场主要指标情况（单位：%）

	2015年		2016年		2017年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
房地产开发投资额（亿元）	242.21	4.1	343.01	41.6	364.88	6.4
商品房施工面积（万平方米）	979.79	-4.9	1028.82	5.0	1068.18	3.8
商品房竣工面积（万平方米）	199.62	21.2	115.76	-42.0	74.88	-35.3
商品房销售面积（万平方米）	152.13	26.4	251.31	65.2	197.16	-21.5
商品房销售额（亿元）	157.09	26.5	289.82	84.5	303.31	4.7

资料来源：2015-2017年滨湖区国民经济与社会发展统计公报

近年来，滨湖区土地供应面积及土地成交面积均呈波动下降态势，但受房地市场景气度持续走高及出让地块区位等因素影响，2016 年以来土地出让价格大幅提高，2016-2017 年溢价率分别达 157.84%和 38.88%，土地成交总价分别为 87.74 亿元和 130.10 亿元。

图表 4. 2015-2017 年滨湖区全区土地供应及出让情况

项目	2015年	2016年	2017年
供应土地数量（宗）	22	23	15
供应土地面积（万平方米）	139.28	58.90	65.43

项目	2015年	2016年	2017年
成交土地数量（宗）	22	21	16
成交土地面积（万平方米）	139.28	52.78	66.77
成交总价（亿元）	30.46	87.74	131.10
溢价率（%）	0.00	157.84	38.88

资料来源：中指指数

B. 无锡经开区经济环境

无锡经开区是经江苏省政府批准的省级经济开发区，是承接太湖新城和蠡湖新城产业转移的重要载体。随着先进制造业的规模效应逐渐显现，近年来无锡经开区经济持续增长，税收收入逐年增加。

无锡经开区位于滨湖区胡埭镇辖区内，是经江苏省政府批准的省级经济开发区，正式设立于2006年。2011年，根据锡委发【2011】97号文，滨湖区胡埭镇委托无锡经开区实施管理，实行现行省级开发区的政策。目前无锡经开区辖区面积为37.8平方公里，规划现代产业园区面积21.29平方公里、现代商务居住功能区6.11平方公里，截至2017年末常住人口4.6万人。

无锡经开区主要在太湖新城、蠡湖新城两大新城建设之际承接其产业转移，组建了新城工业安置区，打造“一园（航空动力科技产业园）、一港（物流港）、一城（汽车城）、一都（太湖花都）和四大聚集区（高端制造产业聚集区、新兴产业产业化聚集区、现代服务产业聚集区和传统优势产业聚集区）”的产业体系，聚集了无锡贝斯特精机股份有限公司（上市公司）、江苏永翰特种合金技术有限公司、无锡市振华轿车附件有限公司、上海电气（无锡）锻压有限公司、无锡上机数控股份有限公司、无锡派克新材料科技股份有限公司等一批规模型先进制造业企业，先进制造业的规模效应逐步显现。

近年来，无锡经开区经济持续增长，2014-2017年分别实现工业增加值101.24亿元、102.19亿元、105.12亿元和172.19亿元。同期，无锡经开区分别完成固定资产投资46.1亿元、70.5亿元、83.2亿元和139.22亿元。随着基础设施逐渐完善和产业承接的逐步推进，无锡经开区入驻企业数量不断增加，税收收入逐年增长。2014-2017年末分别实现税收收入16.5亿元、17.0亿元、17.6亿元和28.75亿元。

从无锡经开区土地出让情况看，2014-2016年，无锡经开区土地出让面积分别为1415.4亩、273.2亩和178.2亩，出让土地主要为工业用地，受政府用地规划影响，土地出让面积逐年下降；同期，土地出让金额分别为5.11亿元、0.79亿元和0.62亿元，随土地出让面积减少而同步下滑。同期工业用地平均成交价格分别为35.51万元/亩、28.84万元/亩和34.68万元/亩，受地块区域差异影响而存在一定波动。2017年，无锡经开区实现土地出让面积89.66亩，均为商住用地，实现土地出让金额3.90亿元。

图表 5. 2014 年以来无锡经开区经济等主要指标

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 ¹
工业增加值（亿元）	101.24	102.19	105.12	172.19
固定资产投资额（亿元）	46.1	70.5	83.2	139.22
土地出让面积（亩）	1415.4	273.2	178.2	89.66
其中：工业用地（亩）	1402.3	273.2	178.2	—
商住用地（亩）	13.1	—	—	89.66
土地出让金额（亿元）	5.11	0.79	0.62	3.90
其中：工业用地（亿元）	4.98	0.79	0.62	—
商住用地（亿元）	0.13	—	—	3.90
工业土地出让平均价格（万元/亩）	35.51	28.84	34.68	—
商住用地出让平均价格（万元/亩）	100.23	—	—	434.98

数据来源：锡西新城

2. 业务运营

该公司主要负责无锡经开区的基础设施建设、一级土地整理开发及安置房建设，可为公司提供较为稳定的收入来源，但资金回笼进度缓慢，易加大资金压力。目前公司在建项目后续投资规模尚可，但拟建项目计划投资规模大，随着拟建项目的开工，公司后续将面临较大的投融资压力。

该公司作为无锡市滨湖区基础设施建设主体之一，主要负责无锡经开区及其拓展区域内的基础设施建设、土地一级整理开发及安置房建设，公司收入主要来源于工程建设、土地整理和安置房建设等代建业务。2015-2017 年，公司营业收入分别为 10.02 亿元、10.29 亿元和 8.54 亿元；同期综合毛利率分别为 10.19%、10.18%和 10.39%，因代建业务主要采用成本加成方式锁定利润率，公司综合毛利率水平较为稳定。

图表 6. 2015 年以来公司营业收入及毛利情况（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	10.02	100.00	10.29	100.00	8.54	100.00
工程建设	2.19	21.82	2.21	21.47	1.25	14.60
土地整理	3.37	33.59	3.53	34.31	3.66	42.82
安置房建设	4.01	39.98	3.86	37.51	3.13	36.61
其他	0.46	4.62	0.69	6.72	0.51	5.96
营业毛利	1.02	100.00	1.05	100.00	0.89	100.00
工程建设	0.20	19.47	0.20	19.18	0.11	12.77
土地整理	0.31	29.98	0.32	30.65	0.33	37.46
安置房建设	0.36	35.67	0.35	33.51	0.28	32.02
其他	0.15	14.88	0.17	16.67	0.16	17.75

¹ 2017 年无锡经开区主要经济财政指标较上年出现较大幅度增长，主要原因为华庄街道划入无锡经开区后合并统计所致。

	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业毛利率		10.19		10.18		10.39
工程建设		9.09		9.09		9.09
土地整理		9.09		9.09		9.09
安置房建设		9.09		9.09		9.09
其他		32.83		25.25		30.95

注：根据锡西新城提供的数据整理

(1) 工程建设

该公司负责无锡经开区范围内道路、雨污管网、河道、绿化等基础设施建设工作。目前工程建设业务主要由子公司无锡胡埭工业园有限公司（简称“工业园公司”）和江苏无锡经济开发区发展有限公司（简称“经开发展公司”）负责。公司自筹资金作为项目建设工程款，由无锡经开区管委会按成本加成模式支付项目代建成本及代建费用。2015-2017年，公司工程建设收入分别为2.19亿元、2.21亿元和1.25亿元。同期，工程建设业务分别回笼资金0.31亿元、0.80亿元和0.44亿元，资金回笼相对滞后。

截至目前，该公司已基本完成东区“三纵三横”路网建设任务，一期陆藕路、金桂路等3条道路及二期杨树路、杜鹃路等4条道路已全部完工；三期刘梅路建设已基本完成；区域内洋溪河、盛店港等5条河道的改道拓浚均已完工。截至2017年末，公司已完工但未竣工结算的项目投资总额为15.45亿元，公司预计未来可实现收入为17亿元。

该公司目前主要在建项目包括立人高中、胡埭第二中心幼儿园、胡埭第二中心小学及立人中学等校园建设项目、镇区道路项目、污水管网项目、西部工业区建设项目和道路的建设及绿化等。主要在建项目概算总投资9.89亿元，截至2017年末已累计投入6.22亿元。

图表 7. 截至 2017 年末公司主要在建基础设施代建项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
立人高中	2.30	1.20
胡埭第二中心幼儿园	0.80	0.57
胡埭第二中心小学	1.70	1.35
胡埭镇社区卫生服务中心	0.95	0.05
立人中学	2.10	1.53
西部工业区	2.04	1.52
在建项目小计	9.89	6.22

资料来源：锡西新城

此外，目前该公司拟建的自营项目为有机生态（茶）产业提升项目和有机生态农业产业项目，均为本次债券募投项目，计划总投资合计为8.59亿元。整体来看，公司拟建项目投资规模较大，且存在一定的经营风险。

图表 8. 公司主要拟建项目一览表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	建设周期	计划融资方式
有机生态（茶）产业提升项目	4.19	3 年	发行债券
有机生态高新农业产业项目	4.40	2 年	
合计	8.59	—	—

资料来源：锡西新城

（2）土地整理

该公司负责无锡经开区范围内的土地一级开发整理业务。公司自筹资金用于支付土地一级开发中的土地征收、房屋拆迁和市政基础设施建设等相关费用，由无锡经开区管委会审核确定项目成本并以成本加成方式将建设费用支付至公司。2015-2017 年，公司整理土地出让面积分别为 273.2 亩、178.2 亩和 89.7 亩，分别实现土地整理收入 3.37 亿元、3.53 亿元和 3.66 亿元。同期，分别实现资金回笼 0.80 亿元、3.27 亿元和 4.26 亿元。

截至 2017 年末，该公司已完工的土地总投资为 37.05 亿元，主要为工业及商住用地。其中，经开区计划于 2018-2020 年出让东区（商住）、东区（工业）、轿附厂地块（A 块）和胡埭路与人民东路交叉口东北侧地块等 4 宗土地，地块总投资为 5.00 亿元，可出让面积为 916.22 亩，预期可实现出让总价 20.21 亿元。剩余已完工地块暂无出让计划。整体来看，公司土地整理业务沉淀资金规模较大，资金回笼进度较缓。

截至 2017 年末，该公司无正在进行的土地整理项目。未来公司拟进行整理开发的地块为陆马公路以西地块、环镇南路以北地块及龙延村地块，预计总投资为 21.35 亿元，未来公司仍面临较大的资金压力。

图表 9. 截至 2017 年末公司计划进行的土地整理项目（单位：亿元、亩）

地块名称	类别	总投资	整理后可出让面积
陆马公路以西地块	商务金融	9.00	2000.00
环镇南路以北地块	工业	6.82	627.87
龙延村地块（沪宜公路以东）	工业	1.57	355.10
龙延村地块（沪宜公路以西）	工业	3.96	490.61
合计	—	21.35	3473.58

资料来源：锡西新城

（3）安置房建设

该公司安置房项目建设资金由公司自筹，管委会以成本加成模式向公司支付建设费用。2015-2017 年，公司安置房建设业务收入分别为 4.01 亿元、3.86 亿元和 3.13 亿元。同期，安置房建设业务收入占营业总收入的比重分别为 39.98%、37.51%和 36.61%，是近年来公司营业收入的重要来源。2015-2017 年，安置房业务分别实现资金回笼为 0.92 亿元、3.57 亿元和 3.64 亿元，资金回笼进度较缓。

截至 2017 年末，该公司已完工安置房项目为富安二期、芙蓉小区、花汇苑及大箕山安置房，项目总投资为 27.58 亿元，累计已确认收入 19.32 亿元，累计回笼资金 14.65 亿元。

图表 10. 截至 2017 年末公司已完工安置房项目一览表（单位：亿元）²

项目名称	总投资	代建总价款	累计已确认收入	累计已回笼资金
富安二期	14.25	按成本加成 10%	6.87	5.93
芙蓉小区	4.49		3.61	1.88
花汇苑 B1、B2	6.63		6.63	4.63
大箕山安置房	2.21		2.21	2.21
合计	27.58	-	19.32	14.65

资料来源：锡西新城

截至 2017 年末，该公司在建安置房项目为富安三期 B、C、E、F 块，其中富安三期 B、C 地块已投资 15.22 亿元；富安三期 E、F 地块已投资金额为 13.71 亿元。目前拟建项目为富安三期 D 地块，计划总投资为 6.00 亿元。

图表 11. 截至 2017 年末公司在建及拟建安置房项目一览表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
富安三期 B、C 块	13.50	15.22
富安三期 E、F 块	18.00	13.71
在建项目小计	31.50	28.93
富安三期 D 块 ³	6.00	-
拟建项目小计	6.00	-
合计	37.50	28.93

资料来源：锡西新城

(4) 其他业务

该公司其他收入主要来自房屋销售收入、标房销售收入和物业管理及出租收入。2015-2017 年，公司上述业务收入分别为 0.46 亿元、0.69 亿元和 0.44 亿元。

其中，房屋销售收入来源于下属子公司无锡久安房地产有限公司于 2012 年开发完成的富安商业广场项目，该项目总投资 3.95 亿元，总建筑面积为 9.15 万平方米，其中商业街建筑面积 3.21 万平方米，办公楼面积为 5.94 万平方米，截至 2016 年末该商业房产项目已销售完毕，累计实现销售总额 3.39 亿元。目前，公司暂无在建及拟建的商业房产项目。

物业管理及出租收入主要来自于富安商业广场和太湖花都等项目。其中，富安商业广场项目是集购物、餐饮、娱乐于一体的综合性商业场所；太湖花都项目为以花卉种植、培育、经营为特色的现代农业科技园区，通过租赁商铺、室外取得收入；公司物业收入主要来自于无锡胡埭工业园物业管理有限公司（以下简称“工业园物业”）和无锡市胡兴物业管理有限公司（以下简称“胡兴

² 表中总投资额不包含利息资本化金额，图表 11 的数据统计口径一致。

³ 该项目开工时间还未确定。

物业”) 对厂房配套区的物业管理。

管理

该公司自成立以来控股股东几经变更,目前为由滨湖区财政局控股的国有企业,产权结构较清晰。公司的法人治理结构较健全,基本可支撑公司经营的稳定发展。公司的组织架构设置基本满足目前公司业务发展的需要,公司正在逐步制定和完善各项内控制度,可为公司各项业务的开展提供保障。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司股东为滨湖区财政局和经贸中心。截至 2017 年末,公司注册资本为 4 亿元人民币,滨湖区财政局持股比例为 80%,为公司的控股股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司设立包括股东会、董事会、监事和经理层在内的公司法人治理结构。股东会由全体股东组成,是公司的权力机构,依照法律、法规选举董事和监事;公司设董事会,成员为 3 人,由股东会选举产生,董事任期三年,任期届满,可连选连任,设董事长 1 名,由董事会选举产生;公司不设监事会,设监事 1 名,由股东会选举产生;公司设经理,由董事会决定聘任或解聘,经理对董事会负责。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据自身业务发展需要,下设行政部、劳动人事部、招商引资部、仓储物流部、财务审计部、工程审核部、规划设计部及三个工程部,负责各项业务的执行。公司明确了各个部门的职责,各部门职责分工明确,有助于实现对投融资、资产、财务审计、经营业务等方面的管理。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

在内部管理方面,该公司制定了内部控制及风险管理制度标准,有力保证各项经营活动的正常有序进行。公司将在未来的生产经营中不断强化内部管理,健全相关管理机制,防范管理风险。

财务管理方面,该公司制定了《财务管理暂行办法》、《财务报销制度》、

《现金管理制度》、《支票管理制度》、《财务会计核算管理制度（试行）》等相关办法。公司财务管理的基本任务是围绕公司的发展战略，规范各项财务收支的计划、控制、考核和分析工作，合法有效地筹集和运用资金，不断提高经济效益。

建设资金管理方面，该公司制定了《建设资金管理办法》，严格项目建设资金的管理，确保建设资金安全完整；遵守专款专用原则，禁止截留、挪用、挤占建设资金；遵守效益原则，严格控制工程建设成本，厉行节约，禁止铺张浪费，提高投资效益。

对外担保方面，该公司制定了《对外担保管理制度》。公司对外提供担保必须符合公司的发展战略；必须遵循以公司的利益最大化，遵循适度量力而行原则，不能影响自身业务的发展。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司及其子公司提供的 2018 年 7 月的《企业信用报告》，公司及其子公司历史偿债记录中存在 9 笔欠息：其中 4 笔涉及金额为 1.53 万元，主要系银行工作人员失误导致；剩余 5 笔涉及金额为 17.61 万元，主要系公司会计人员工作失误所致。截至目前，所有欠息已全部结清。

根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局——重大税收违法案件信息公布栏、中国执行信息公开网-失信被执行人等平台查询结果，截至 2018 年 8 月 29 日该公司不存在重大异常情况。

3. 发展战略

“十三五”时期是无锡经开区打造现代产业发展新高地的攻坚期、推动产业与生态融合发展的加速期、大有可为的重要战略机遇期。“十三五”期间，该公司将以智能化、绿色化、服务化、高端化为引领，建设经开区成为无锡西部地区门户型、枢纽型现代化中心城镇。

财务

该公司主业盈利能力一般，财政补贴是其盈利的主要来源。目前公司负债经营程度尚处于合理水平，但随着刚性债务规模的快速扩张，股东权益对刚性债务的覆盖程度逐年下降，目前保障程度一般。近年来公司债务期限结构有所优化，以长期债务为主，但即期债务规模仍较大，加之工程项目资金回笼缓慢，资产流动性一般，公司面临一定的集中偿付压力。公司对外担保规模大，存在担保代偿风险。

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 2015-2017 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。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司共有 15 家。2014 年工业园公司通过受让股权成为工业园物业的控股股东，公司新增合并单位 1 家；2015 年，根据无锡市滨湖区政府资产整合文件，公司对无锡市十八湾农业生态旅游发展有限公司（以下简称“十八湾公司”）、无锡太湖花都花木市场管理有限公司、胡兴物业共 3 家公司形成实质性控制，并将其纳入合并范围。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

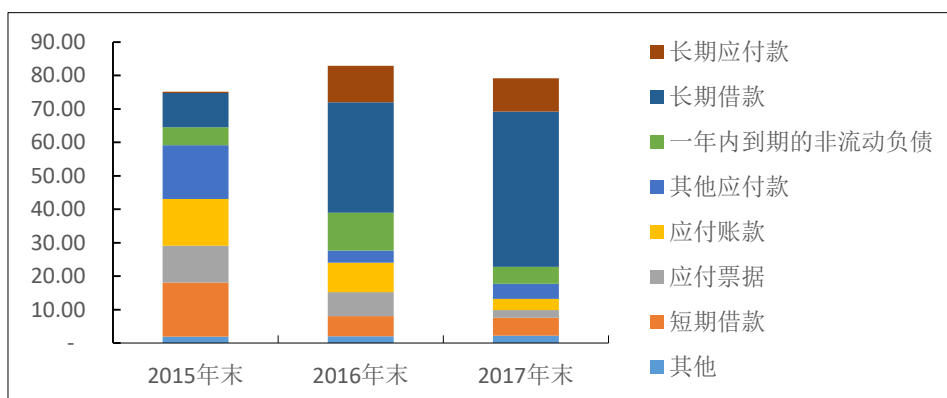
2015-2017 年末，该公司负债总额分别为 75.14 亿元、82.91 亿元和 79.14 亿元；同期末资产负债率分别为 48.26%、50.16%和 48.72%，负债经营程度尚处于合理水平。

从债务期限结构看，2015-2017 年末该公司长短期债务比分别为 19.56%、122.37%和 274.70%，随着长期借款融资的增加，公司债务期限结构逐年改善。从具体构成看，2017 年末，公司非流动负债余额为 58.02 亿元，较上年末增长 27.17%，主要由长期借款和长期应付款构成。其中，长期借款余额为 46.36 亿元，较上年末增长 40.50%；长期应付款余额为 9.94 亿元，主要为融资租赁款 5.44 亿元和资管计划融资款 4.50 亿元⁴。2017 年末，公司流动负债余额为 21.12 亿元，较上年末下降 43.35%。公司流动负债主要由短期刚性债务、其他应付款和应付账款构成。当年末，短期刚性债务⁵余额为 12.90 亿元，较上年末下降 47.29%，主要系公司改善债务结构，增加长期融资，从而减少短期借款和票据融资所致；其他应付款余额为 4.43 亿元，较上年末增长 21.59%，主要为对无锡市富润高效农业科技有限公司、无锡市滨湖城市投资发展有限责任公司和江苏富安投资集团有限公司等单位的往来款；应付账款余额为 3.35 亿元，较上年末下降 62.16%，主要系支付前期工程款项所致。

⁴ 资管计划总规模为 5.00 亿元，其中，该公司子公司经开发展公司认购 0.50 亿元（普通级），永赢资产管理有限公司认购 4.50 亿元（优先级），融资年利率为 6.21%，基金期限为 5 年，即 2016 年 1 月 27 日-2021 年 1 月 27 日，到期一次偿还。

⁵ 2017 年末短期刚性债务包括短期借款 5.34 亿元、应付利息 0.06 亿元、应付票据 2.35 亿元、一年内到期的非流动负债 5.15 亿元。

图表 12. 2015 年末以来公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据锡西新城提供的数据整理、绘制

B. 刚性债务

2017 年末，该公司刚性债务余额合计 69.21 亿元，占负债总额的比重为 87.45%；当年末股东权益与刚性债务的比率为 120.38%，总体看公司已积累了较大规模刚性债务和较大的债务偿付压力。从期限结构看，公司刚性债务以中长期债务为主，2017 年末，公司中长期刚性债务为 56.31 亿元，占刚性债务的比重为 81.36%；短期刚性债务为 12.90 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 85.74%，现金资产对短期刚性债务的覆盖程度一般。

该公司刚性负债主要为银行借款、应付票据、融资租赁款及资管计划等。2017 年末，公司银行借款余额为 55.87 亿元⁶，占刚性债务余额的比重达 80.73%。从借款主体看，目前公司借款主体主要为子公司，主要为经开发展公司、无锡环湖建设开发有限公司（以下简称“环湖建设”）和无锡锡西新城城乡一体化发展有限公司等；从借款方式看，公司金融机构借款以保证、抵押和质押借款为主；从融资成本来看，银行借款利率集中在 4.35%-5.70% 区间；从银行借款的到期偿付时间来看，2018-2020 年公司银行借款到期额分别为 9.51 亿元、31.26 亿元和 5.98 亿元，合计占银行借款余额的比重为 83.67%，公司未来三年集中偿付压力较大。同期末，公司融资租赁款和资管计划余额为 10.92 亿元，计入长期应付款科目核算，详见图表 13。

图表 13. 2017 年末公司融资租赁及资管计划融资情况（单位：亿元）

债权人	债务类型	债务余额	利率(%)	期限
永赢资产管理有限公司	资管计划	4.50	6.21	2016.01.27-2021.01.27
贵阳贵银金融租赁有限责任公司	融资租赁	4.50	4.75	2016.11.10-2021.11.10
中信金融租赁有限公司	融资租赁	1.92	4.75	2016.07.28-2021.07.28

资料来源：锡西新城

截至 2017 年末，该公司尚未公开发行债券。

⁶ 公司银行借款中包括 10 笔信托借款，借款总额为 24.80 亿元，利率区间在 4.70%-5.40%。

G. 或有负债

截至 2017 年末，该公司存在 11 笔对外担保业务，对外担保余额为 48.45 亿元，担保比率为 58.16%，被担保单位主要为滨湖区地方国有企业。整体来看，公司对外担保金额大，存在担保代偿风险。

图表 14. 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保金额
无锡金源产业投资发展集团有限公司	5.55
无锡胡埭污水处理有限公司	7.60
无锡金源源力建设工程有限公司	5.00
无锡荣巷历史街区投资管理有限公司	2.90
无锡市滨湖商旅文化发展有限公司	5.40
无锡市九龙湾建设发展有限公司	12.00
无锡山水产业投资发展有限公司	10.00
合计	48.45

资料来源：锡西新城

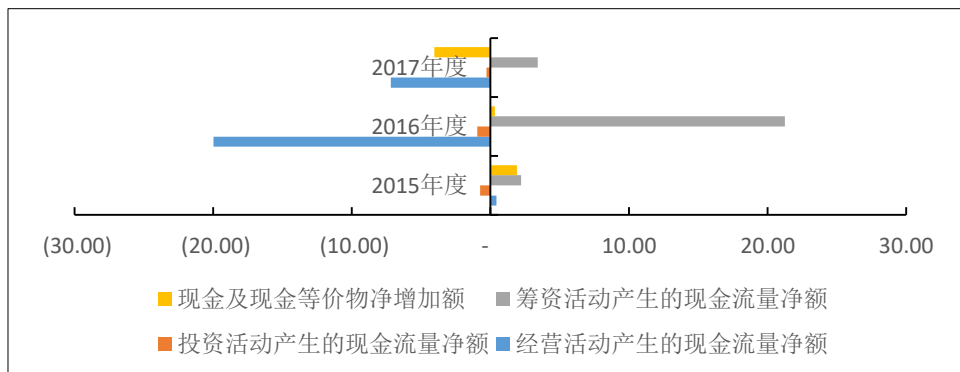
(2) 现金流分析

该公司经营活动现金流量主要反映土地一级开发、项目建设及往来款收支情况。2015-2017 年，公司营业收入现金率分别为 21.30%、83.23%和 101.67%，资金回笼情况有所改善。同期，公司经营活动产生的现金净流量分别为 0.44 亿元、-19.99 亿元和-7.17 亿元，主要受往来款收支波动影响，公司经营活动产生的现金净流量波动较大，且 2016 年由于公司偿还较大规模的往来欠款，导致经营活动净现金流呈大额净流出状态。

该公司投资活动现金流量主要反映了自用固定资产和在建工程的建设支出。2015-2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.73 亿元、-0.93 亿元和-0.29 亿元，近年来整体投资规模不大。

该公司主业获现能力较弱，目前主要通过银行贷款、融资租赁等方式弥补资金缺口。2015-2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.22 亿元、21.26 亿元和 3.42 亿元，融资规模快速扩张，且公司后续建设任务仍较重，面临较大的融资压力。

图表 15. 2015 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：根据锡西新城提供的数据整理、绘制

2015-2017年，该公司EBITDA分别1.82亿元、2.80亿元和1.71亿元，主要来源于利润总额，波动较大。公司刚性债务规模较大，EBITDA对利息支出和刚性债务的保障程度处于较低水平。公司经营性现金净流量波动较大，难以对即期债务偿付形成有效保障。

图表 16. 2015年以来公司现金流及EBITDA对债务的覆盖情况

指标名称	2015年	2016年	2017年
EBITDA/利息支出(倍)	0.49	0.45	0.33
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.05	0.03
经营性现金流净额(亿元)	0.44	-19.99	-7.17
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	0.70	-39.96	-24.59
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	0.60	-25.31	-8.86

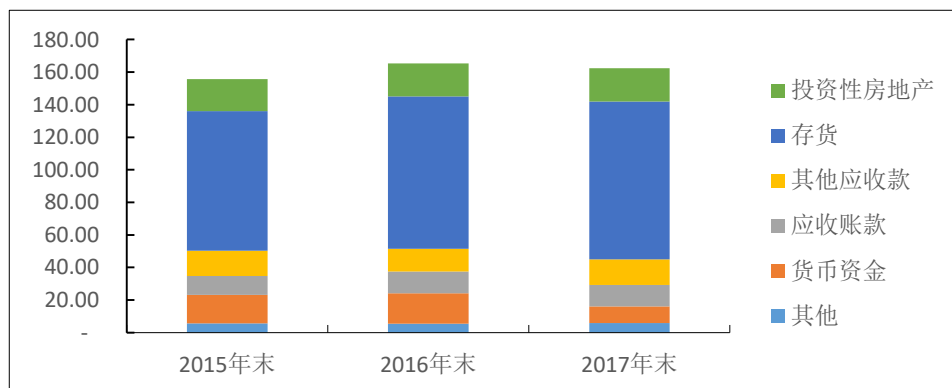
资料来源：根据锡西新城提供的数据整理、计算

(3) 资产质量分析

2015-2017年末，该公司所有者权益分别为80.58亿元、82.39亿元和83.31亿元，主要包括政府注入的股权和财政拨款。2017年末，公司实收资本和资本公积合计为72.71亿元，占所有者权益的87.28%，资本稳定性较好。

2015-2017年末，该公司资产总额分别为155.72亿元、165.30亿元、和162.45亿元。公司资产以流动资产为主，2017年末公司流动资产为138.84亿元，占总资产的85.47%。从具体构成来看，公司资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和投资性房地产构成。2017年末，公司货币资金余额为10.38亿元，其中受限的货币资金为6.20亿元；应收账款余额为13.19亿元，系公司与无锡经开区管委会项目结算款项；其他应收款余额为15.57亿元，系公司与无锡胡埭污水处理有限公司、无锡经开区管委会、无锡市金盛绿化有限公司、无锡市胡埭镇财政所等政府单位及企业的往来款；存货余额为97.02亿元，主要系开发土地及在建的基建项目和安置房项目的工程成本；投资性房地产余额为20.53亿元，主要为酒店、花市、总部经济园、商业广场和厂房等，其中11.20亿元的投资性房地产已用于抵押借款。

图表 17. 2015年以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据锡西新城提供的数据整理、计算

(4) 流动性/短期因素

从资产流动性看,2015-2017 年末,该公司流动比率分别为 210.70%、380.30% 和 657.35%; 同期末速动比率分别为 71.95%、124.94%和 188.53%。公司资产中以开发成本为主的存货占比高,工程结算进度整体较缓慢,且应收款项规模较大,未来回收情况存在一定的不确定性,整体看公司资产流动性一般。

截至 2017 年末,该公司受限资产 18.22 亿元,占资产总额的比重为 11.21%,包括用于抵押的存货 0.82 亿元、投资性房地产 11.20 亿元和受限货币资金 6.20 亿元。

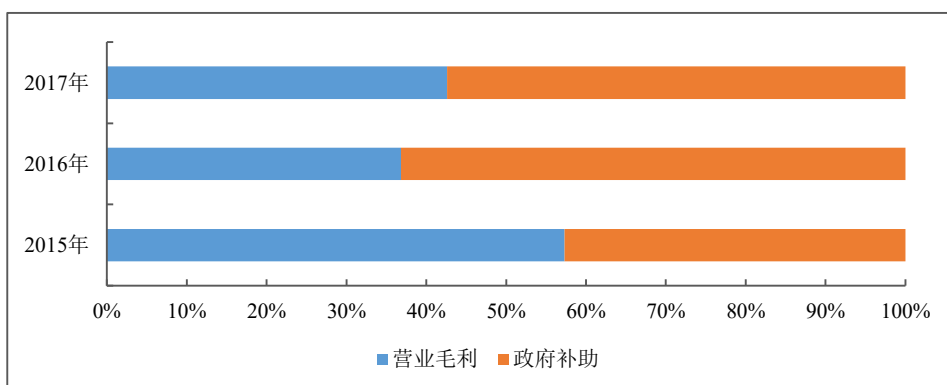
3. 公司盈利能力

2015-2017 年,该公司分别实现营业毛利 1.02 亿元、1.05 亿元和 0.89 亿元,受工程决算进度影响而有所波动;同期综合毛利率分别为 10.19%、10.18% 和 10.39%。由于公司的土地一级开发、市政工程建设及安置房业务均与政府签订代建协议,综合毛利率较为稳定,整体盈利能力一般。

该公司期间费用为财务费用和管理费用。2015-2017 年,公司期间费用率分别为 6.05%、8.93%和 9.74%,呈逐年上升趋势。同期,管理费用分别为 0.29 亿元、0.58 亿元和 0.54 亿元,其中 2015 年较上年大幅增长主要系当年合并范围新增 3 家子公司所致;财务费用分别为 0.31 亿元、0.34 亿元和 0.29 亿元。同期,公司资产减值损失分别为 0.28 亿元、-0.26 亿元和-0.01 亿元,主要为对应收账款和其他应收款按账龄分析法计提的坏账准备,2016-2017 年为负主要是由于部分已计提坏账准备的应收款项本期收回。

2015-2017 年,该公司分别实现政府补助收入 0.76 亿元、1.80 亿元和 1.20 亿元,同期公司净利润分别为 1.19 亿元、2.03 亿元和 1.12 亿元。整体来看,公司盈利对政府补助的依赖较大。

图表 18. 2015 年以来公司盈利构成情况



资料来源: 根据锡西新城提供的数据整理、计算

公司抗风险能力评价

该公司收入主要来自工程代建业务，近年来收入来源较为稳定。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 10.02 亿元、10.29 亿元和 8.54 亿元，净利润分别为 1.19 亿元、2.03 亿元和 1.12 亿元，可为债务偿付提供一定保障

该公司是滨湖区重要基础设施建设主体，在无锡经开区的发展战略规划中占有重要的地位，可得到滨湖区政府在政策及资金等方面的持续支持。2015-2017 年，公司分别收到财政补贴款 0.76 亿元、1.80 亿元和 1.20 亿元。此外，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2017 年末，公司合并口径的金融机构授信总额为 68.56 亿元，未使用额度为 13.13 亿元。

本期债券偿付保障分析

1. 自身盈利保障

该公司是滨湖区重要基础设施建设主体，具备一定区域专营优势，主业具有一定利润空间，加之近三年公司持续获得的财政补助为公司提供了较稳定的利润来源，近三年公司归属于母公司所有者的净利润分别为 1.11 亿元、1.44 亿元和 1.09 亿元。

2. 可变现资产储备

截至 2017 年末，该公司投资性房地产账面余额为 20.53 亿元，其中未抵押房产账面价值为 9.33 元。公司可变现资产储备可为债务偿付提供一定支撑。

3. 担保分析

本期债券由江苏再担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保。江苏再担保成立于 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（简称“国信集团”）、江苏乾明投资有限公司等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 2017 年末，江苏再担保注册资本增至 57.34 亿元，其中国有股占总股本的 98.26%、法人股占总股本的 1.74%，江苏再担保实际控制人为江苏省人民政府，具体股东结构详见下表。

图表 19. 截至 2017 年末江苏再担保持股比例 3%以上股东情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	江苏省人民政府	33.73
2	江苏省国信资产管理集团有限公司	6.98
3	江苏国经控股集团集团有限公司	5.23
4	常州市新北区人民政府	5.23

序号	股东名称	持股比例
5	启东国有资产投资控股有限公司	5.23
6	丹阳市人民政府	3.49
7	扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	3.49
8	扬州广陵区人民政府	3.49
9	如皋市人民政府	3.49
10	常州市钟楼区人民政府	3.49
11	扬州经济技术开发区开发总公司	3.49

资料来源：江苏再担保

江苏再担保成立的宗旨是为完善江苏省信用担保体系、提升各级信用担保机构的担保能力、为中小企业提供多种有效融资途径、切实缓解中小企业融资难问题。截至 2017 年末，江苏再担保经审计的合并口径资产总额为 122.24 亿元，所有者权益为 71.73 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 66.58 亿元）；当年实现营业收入 11.26 亿元，净利润 3.19 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.92 亿元）。

江苏再担保股东背景较好，组织机构设置较为完善，并建立了较为完整的治理体系和管理制度，管理层管理经验较为丰富，员工基本素质尚可，基本能够满足现阶段经营管理和业务开展需要。江苏再担保具有较强的经营能力，业务增长较快，目前资产中货币资金存量充裕，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，江苏再担保业务收费偏低，但通过多元化业务开展，仍实现了较好的经营效益。

整体来看，江苏再担保提供的担保进一步增强了本期债券还本付息的安全性。

评级结论

该公司是由无锡市滨湖区财政局控股的国有企业，产权结构清晰；法人治理结构比较健全，基本可以支撑公司经营稳定发展；公司组织架构设置基本满足目前公司业务发展需要；同时公司也正在逐步制定和完善各项内控制度，可为公司各项业务的开展提供保障。

该公司主要负责无锡经开区及其拓展区域内的基础设施建设、一级土地整理开发及安置房建设，可为公司提供较为稳定的收入来源，但资金回笼进度缓慢，易加大资金压力。目前公司在建项目后续投资规模尚可，但拟建项目计划投资规模大，随着拟建项目的开工，公司后续将面临较大的投融资压力。

该公司主业盈利能力一般，财政补贴是其盈利的主要来源。目前公司负债经营程度尚处于合理水平，但随着刚性债务规模的快速扩张，股东权益对刚性债务的覆盖程度逐年下降，目前保障程度一般。近年来公司债务期限结

构有所优化，以长期债务为主，但即期债务规模仍较大，加之工程项目资金回笼缓慢，资产流动性一般，公司面临一定的集中偿付压力。公司对外担保规模大，存在担保代偿风险。

本期债券由江苏再担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保，有效增强了本期债券还本付息的安全性。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年6月30日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

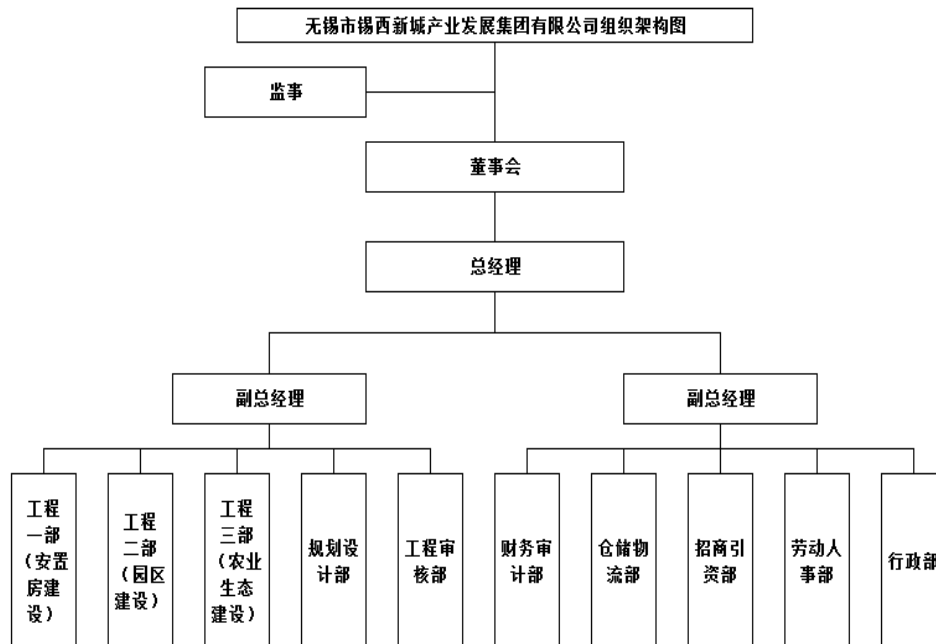
公司股权结构表

出资人	出资额（万元）	所占权益比例（%）
无锡市滨湖区财政局	32000.00	80.00
无锡市滨湖区胡埭镇经济贸易服务中心	8000.00	20.00

注：根据锡西新城提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据锡西新城提供的资料绘制（截至 2017 年末）

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	2017年(末)主要财务数据				
			刚性债务余额 (万元)	所有者权益 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	经营环节现金净流入量 (万元)
公司本部	--	基础设施建设管理	28,000.00	589,553.90	0.00	-379.38	28,000.00
无锡胡埭工业园有限公司	97.73	基础设施建设管理	70,800.00	405,526.98	68,930.80	13,720.86	70,800.00
无锡市胡埭物流园有限公司	100.00	道路普通货物运输；搬运装卸	0.00	40,135.75	0.00	-1,271.50	0.00
江苏无锡经济开发区发展有限公司	直接 50%、间接 10%	市政公共设施管理	92,031.00	115,634.76	12,469.28	828.79	92,031.00
无锡锡西新城城乡一体化发展有限公司	直接 80%、间接 20%	市政基础设施建设	127,300.00	29,004.65	0.00	-36.93	127,300.00
无锡市十八湾农业生态旅游发展有限公司	100.00	苗木、花卉种植和销售；农业生态园的开发和观光服务	81,342.14	116,526.90	136.01	-1,702.72	81,342.14
无锡环湖建设开发有限公司	直接 91.23%、间接 8.77%	土地平整；商业配套及基础设施建设	270,250.00	85,652.46	538.53	75.72	270,250.00

注：根据锡西新城提供资料整理

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]	2015年	2016年	2017年
资产总额[亿元]	155.72	165.30	162.45
货币资金[亿元]	17.53	18.72	10.38
刚性债务[亿元]	43.26	68.39	69.21
所有者权益[亿元]	80.58	82.39	83.31
营业收入[亿元]	10.02	10.29	8.54
净利润[亿元]	1.19	2.03	1.12
EBITDA[亿元]	1.82	2.80	1.71
经营性现金净流入量[亿元]	0.44	-19.99	-7.17
投资性现金净流入量[亿元]	-0.73	-0.93	-0.29
资产负债率[%]	48.26	50.16	48.72
长短期债务比[%]	19.56	122.37	274.70
权益资本与刚性债务比率[%]	186.27	120.46	120.38
流动比率[%]	210.70	380.30	657.35
速动比率[%]	71.95	124.94	188.53
现金比率[%]	28.99	51.43	52.36
利息保障倍数[倍]	0.46	0.40	0.28
有形净值债务率[%]	94.51	101.88	96.11
担保比率[%]	43.39	32.11	58.16
毛利率[%]	10.19	10.18	10.39
营业利润率[%]	6.79	4.00	15.02
总资产报酬率[%]	1.18	1.57	0.86
净资产收益率[%]	1.65	2.50	1.35
净资产收益率*[%]	1.71	1.90	1.37
营业收入现金率[%]	21.30	83.23	101.67
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.70	-39.92	-24.57
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.60	-25.29	-8.85
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.47	-41.79	-25.55
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.41	-26.47	-9.21
EBITDA/利息支出[倍]	0.49	0.45	0.33
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.02

注：表中数据依据锡西新城经审计的2015-2017年财务数据整理、计算。

附录五：

江苏再担保主要财务数据及指标表

项目	2015年	2016年	2017年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	56.90	69.86	71.73
风险准备金（亿元）	9.62	12.56	14.75
总资产（亿元）	86.54	108.48	122.24
担保业务收入（亿元）	3.13	4.64	5.52
营业利润（亿元）	3.39	3.64	4.29
净利润（亿元）	2.61	2.84	3.19
营业利润率（%）	34.70	35.16	33.84
平均资本回报率（%）	3.26	2.92	2.77
风险准备金充足率（%）	3.58	2.63	2.39
直保放大倍数（倍）	2.84	4.55	6.20
资本充足率（%）	21.18	14.63	11.64
代偿保障率（%）	209.71	247.31	189.57
现金类资产比率（%）	38.77	36.48	31.01
担保业务数据与指标：			
直保发生额（亿元）	129.69	247.52	116.47
再担保发生额（亿元）	675.96	695.69	722.70
直保责任余额(亿元)	161.77	318.03	444.50
再担保责任余额（亿元）	106.90	159.42	171.90
累计担保代偿率（%）	0.27	0.13	0.11
累计代偿回收率（%）	10.96	10.94	17.18

注：表中数据依据江苏再担保经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

附录六：

发行人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%
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%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×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%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/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负债总额比率(%)	(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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

附录七：

担保方各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
营业利润率	营业利润/(担保业务收入+利息收入+投资收益+其他业务收入)×100%
风险准备金	未到期责任准备+担保赔偿准备+一般风险准备
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	担保风险准备余额/期末担保责任余额×100%
担保放大倍数	直保及再担保责任余额/期末净资产
资本充足率	权益资本/(在保债务责任余额*风险权重)
代偿保障率	(货币资金+以公允价值变动计量且其变动计入当期损益的金融资产+存出保证金-存入保证金)/单户最大担保余额×100%
现金类资产比率	(货币资金+以公允价值变动计量且其变动计入当期损益的金融资产+存出保证金-存入保证金)/总资产×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责任金额×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%

附录八：

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。

评级声明

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尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。