

2019 年

无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司公司债券

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[2019]010443】

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

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

品种一债项信用等级: AAA (增级后)

评级时间: 2019年4月26日

品种二债项信用等级: AA (未安排增级)

计划发行: 15亿元

发行目的: 项目建设和补充营运资金

本期发行: 品种一: 6亿元

偿还方式: 按年付息,第三至第七个兑付日分别兑付本金的20%。年度付息款项自付息首日起不另计利息,本金自兑付首日起不另计利息。

品种二: 9亿元

存续期限: 7年

增级安排: 品种一: 由江苏省信用再担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
品种二: 未安排增级

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位:人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	15.39	23.17	19.91
刚性债务	48.54	55.85	59.32
所有者权益	39.76	37.95	38.74
经营性现金净流入量	-6.67	-1.67	-4.06
合并数据及指标:			
总资产	141.72	153.53	155.25
总负债	82.60	91.38	91.83
刚性债务	70.35	83.33	83.90
所有者权益	59.12	62.15	63.41
营业收入	4.26	4.17	4.51
净利润	0.98	1.06	1.22
经营性现金净流入量	-22.53	-1.11	-5.03
EBITDA	1.15	3.74	2.63
资产负债率[%]	58.28	59.52	59.15
长短期债务比[%]	185.78	325.57	175.24
权益资本与刚性债务比率[%]	84.04	74.59	75.58
流动比率[%]	485.55	685.03	445.82
现金比率[%]	82.36	145.20	81.58
利息保障倍数[倍]	0.27	0.59	0.45
EBITDA/利息支出[倍]	0.27	0.60	0.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.05	0.03
担保人数据(合并口径):			
	2015年	2016年	2017年
总资产	86.54	108.48	122.24
股东权益	56.90	69.86	71.73
直保发生额	129.69	247.52	116.47
直保放大倍数[倍]	2.84	4.55	6.20

注:发行人数据根据无锡藕塘经审计的2016-2018年财务数据整理、计算。担保方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

邵一静 syj@shxsj.com

李艳晶 liyj@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:

- **惠山区经济实力较强。**惠山区是无锡市传统工业强区,工业经济基础较雄厚。近年惠山区作为无锡市实施传统产业升级及发展新兴产业的重要区域,经济实力稳步发展,为无锡藕塘提供了较好的经营环境。
- **上级支持。**无锡藕塘是惠山区政府所属区级建设主体,承担职教园区基础开发建设工作,可获得上级单位的支持。
- **担保增级。**江苏再担保为本期债券品种一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:

- **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。
- **债务集中偿付压力。**近年来,无锡藕塘刚性债务规模较大,2018年末公司短期刚性债务规模激增,公司面临较大偿付压力。
- **投入与产出存在错配,垫资压力较大。**无锡藕塘经营业务投入压力大,中短期内土地开发整理业务的资金难回笼,基础设施建设和安置房项目对价金额和支付时间存在不确定性,投入与产出存在明显错配。
- **占款回收风险。**无锡藕塘较大额资金被占用,回收周期较长。
- **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

通过对无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司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；认为本期债券品种一还本付息安全性极强，并给予本期债券品种一 AAA 信用等级；认为本期债券品种二还本付息安全性很强，并给予本期债券品种二 AA 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

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司是无锡市人民政府于 2005 年 8 月批准成立，由无锡惠山开发建设有限公司（简称“惠山开发”）和无锡市惠山区土地收购储备中心（简称“土储中心”）共同出资 1.00 亿元组建。2007 年 8 月，土储中心和无锡惠山投资发展有限公司（简称“惠山投资”）对公司增资 1.00 亿元。2015 年 6 月 9 日，土储中心将其持有的全部股权有偿转让给无锡广惠城镇化建设发展有限公司（简称“广惠城镇化”），广惠城镇化成为公司第一大股东。2016 年 10 月，经公司股东会研究决定，原股东无锡惠山投资发展有限公司将其持有公司的 42.83% 的股权转让给无锡惠源投资发展有限公司（以下简称“惠源投资”）；原股东广惠城镇化将其持有公司 48.92% 的股权转让给惠源投资。截至 2016 年末，公司股权结构已变更为：惠源投资出资 5.28 亿元，占注册资本的 91.75%；无锡惠山开发建设有限公司出资 0.48 亿元，占注册资本的 8.25%，公司控股股东变更为惠源投资。惠源投资由无锡市惠山区国有资产办公室（以下简称“惠山区国资办”）全资持股。至此，公司股权结构未再变化。

该公司是无锡市（藕塘）职教园区（简称“职教园区”）建设市场化运作的主体，由无锡职教园管理委员会（简称“管委会”）授权负责园区土地、基础设施和公共服务设施等城市资源的经营、安置房的开发和建设。下属子公司无锡惠山钱桥经济发展有限公司（简称“钱桥经发”）与公司同为园区主要国有企业，亦承担园区土地整理开发工作，与本部有业务重叠。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟发行不超过 15 亿元人民币、期限为 7 年的公司债券，已于 2017 年 5 月获得国家发改委的核准批复，有效期为 12 个月；2018 年 5 月，国家发改委办公厅同意《关于转报无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司申请延长公司债券核准批复有效期的请示》（苏发改财金发[2018]431 号），文件有效期延长 12 个月至 2019 年 5 月 16 日。本期债券拟分为两个品种发行，其中品种一计划发行 6 亿元，由江苏省信用再担保集团有限公司（简称“江苏再担保”）

提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；品种二计划发行 9 亿元，未安排担保增级。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2019 年无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司公司债券
发行规模:	品种一: 6 亿元人民币 品种二: 9 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, 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, 本次债券存续期后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息首日起不另计利息, 本金自兑付首日起不另计利息。
增级安排:	品种一: 由江苏省信用再担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。 品种二: 未安排增级

资料来源: 无锡藕塘

(2) 募集资金用途

该公司拟将本次募集资金中 9 亿元用于钱桥新藕苑二期工程¹, 6 亿元用于补充营运资金。本次募投项目已获得相关部门批准。

图表 2. 本期募集资金具体投向情况 (单位: 亿元、%)

序号	项目	项目总投资	品种一募集资金使用额度	品种二募集资金使用额度	品种一、二募集资金投入募投项目金额占项目总投资比例
1	钱桥新藕苑二期工程	15.91	3.60	5.40	56.55
2	补充营运资金	--	2.40	3.60	--
	合计	--	6.00	9.00	--

资料来源: 无锡藕塘

钱桥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。该项目建设主体为公司全资子公司钱桥经发。

图表 3. 钱桥新藕苑二期工程项目审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号
无锡市惠山区发展和改革局关于无锡惠山钱桥经济发展有限公司新藕苑小区二期工程项目的节能评估审查意见	无锡市惠山区发展和改革局	惠发改能审 [2013]25 号

¹ 用于后续投资及偿还前期借款。

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号
无锡市惠山区发展和改革局关于钱桥新藕苑二期工程项目可行性研究报告的批复	无锡市惠山区发展和改革局	惠发改投社[2013]176号
无锡市惠山区社会稳定风险评估评审表	无锡职教园管理委员会办公室	--
锡惠国用(2012)第0074号土地证、锡惠国用(2012)第0075号土地证、锡惠国用(2013)第0112号土地证	无锡市国土资源局惠山分局	--
中华人民共和国建设用地规划许可证	无锡市规划局	地字第320206201200028号
钱桥新藕苑二期工程A标、B标、C标、D标项目审批意见	无锡市惠山区环保局	--

资料来源：无锡藕塘

钱桥新藕苑二期工程已于2014年开工建设，计划于2019年末完工。该项目计划总投资额为15.91亿元。截至2018年末已累计投入资金9.88亿元，已累计完成投资额62.16%，项目完工进度约70%。

项目收益方面，钱桥新藕苑二期工程项目中住宅、车位均为可售物业（仅向区域被拆居民定向销售，多余面积方可向市场公开销售），物业用房、架空层则为不可售物业。定价方面，安置房住宅和车位定向销售价格主要以相关安置房销售政策和安置房建设成本为主要依据，并参照周边商品房销售价格。目前销售均价拟定如下：住宅5100元/平方米，地上户外车位45000元/辆，地下车位75000元/辆。公司预计项目可于建成后3年内实现收益19.28亿元。项目预计销售期为3年，销售比例分别为50%、30%、20%。根据上述定价，项目销售计划及收益如下：

图表 4. 钱桥新藕苑二期可售物业销售收益测算明细表

项目		完工后第一年	完工后第二年	完工后第三年	小计
住宅	面积(m ²)	166,090.00	99,654.00	66,436.00	332,180.00
	单价(元/m ²)	5,100.00	5,100.00	5,100.00	--
	金额(万元)	84705.90	50823.54	33882.36	169411.80
地上车位	车位数(辆)	270	162	108	540
	单价(元/辆)	45,000.00	45,000.00	45,000.00	--
	金额(万元)	1,215.00	729.00	486.00	2,430.00
地下车位	车位数(辆)	1,398	839	559	2,796
	单价(元/辆)	75,000.00	75,000.00	75,000.00	--
	金额(万元)	10,485.00	6292.50	4192.50	20,970.00
合计		96,405.90	57,845.00	38,560.09	192,811.80

资料来源：无锡藕塘

(3) 信用增进安排

本期债券品种一拟发行金额为6亿元。江苏再担保对本期债券品种一提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券品种一本金以及

利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券品种一存续期及债券到期之日起两年。债券品种一持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

在担保函项下保证范围及保证期间内，如发行人不能全部兑付债券品种一本息，担保人应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券品种一持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券品种一持有人的代理人有义务代理债券品种一持有人要求担保人履行保证责任。

如担保函所规定的担保期间内，债券品种一持有人对担保人负有同种类、品质的到期债券的，可依法将该债务与其在本担保函项下对担保人的债券相抵消。

本期债券品种二拟发行规模为9亿元，无增级安排。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，

货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下

将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，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，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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、园林绿地增量提质、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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，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。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。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年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。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。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发

[2018]101号),对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充,明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度,同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外,支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法依规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

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,部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

惠山区民营经济活跃,工业经济支柱地位突出,形成了以冶金、机械、纺织为基础,光伏、风电设备、汽车及零部件、生物医药新材料及数字信息等四大新兴产业快速发展的产业格局,多年位列全国工业百强区;此外,惠山区传统消费品市场活跃,电子商务等现代服务业加快发展,第三产业对区域经济贡献不断提升。近年来惠山区经济保持较快增长,但因产业规模较为有限,经济总量在无锡市下辖区县中排名相对靠后。

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²核心城市,2018年地区生产总值达到1.15万亿元,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7.4%,三次产业结构为1.1:47.8:51.1。截至2018年末,全市常住人口为657.45万人,城镇化率76.28%,人均生产总值为17.43万元。

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,截至2017年末全区面积325.12平方千米,下辖1个省级经济开发区、5个街道及2个镇³,年末全区常住人口为71.12万人。惠山区地理位置优越,位于上海一小时核心经济圈内,两小时内可直达苏

² 包括南京、无锡、常州、苏州和镇江5市,其中苏州、南京及无锡3市经济总量合计占全省经济总量的比重近半。

³ 堰桥街道、长安街道、钱桥街道、前洲街道、玉祁街道;洛社镇、阳山镇。

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号线、京杭大运河贯穿全境，距无锡机场15公里，区位优势明显。

惠山区是无锡传统的工业重镇，位列2018年全国工业百强区第40位⁴。惠山区内中小企业众多，民营经济活跃，但较多企业规模偏小，实力偏弱，转型升级难度较大，2012年以来，惠山区政府针对性的引入具有学科优势的高校院所共建研究院，华中科技大学、哈尔滨工业大学、中科院等高校和科研院所的六大产业研究院⁵先后落户惠山区，近年来，惠山建成国家级孵化器4家、国家级众创空间3家、区内国家级高新技术企业累计超过200家，加速了惠山区创新要素的集聚。目前，惠山区形成了以冶金、机械、纺织为基础，光伏、风电设备、汽车及零部件、生物医药新材料及数字信息等四大新兴产业快速发展的产业格局，培育了玉龙钢管（601028.SH）、新宏泰（603016.SH）等多家上市公司，并陆续引进了透平叶片、威孚力达、上汽大通、一汽锡柴、华光轿车、天奇物流、四达动力等知名企业。

近年来，惠山区地方经济保持稳定增长，但经济总量在无锡市下辖各区县中排名相对靠后。2016-2018年惠山区地区生产总值分别为722.40亿元、830.53亿元和915.00亿元，占无锡市经济总量的比重约8%；按可比价格计算，同期增速分别为7.7%、7.5%和7.1%。2018年惠山区实现第一产业增加值16.38亿元，第二产业增加值530.30亿元，第三产业增加值360.71亿元，三次产业结构由2017年的2.1:58.9:39.0调整为2018年的1.8:58.4:39.8。惠山区经济增长主要由第二产业拉动，尤其工业支撑作用明显，2018年全区工业开票销售完成2100亿元，增长19.8%，上汽大通成为全区首个百亿级企业。服务业对惠山区经济发展支撑作用有所加强，第三产业增加值比重从2016年的38.5%提升至2018年的39.8%，消费品市场保持活跃，2018年实现消费品零售总额214.80亿元，同比增长10.3%。

图表 5. 近年来惠山区主要经济指标及增速

经济指标	2016年		2017年		2018年	
	金额	增速(%)	金额	增速(%)	金额	增速(%)
地区生产总值(亿元)	722.40	7.7	830.53	7.5	915.00	7.1
人均生产总值(万元)	10.20	--	11.69	--	--	--
规上工业总产值 ⁶ (亿元)	1202.88	5.1	1264.62	21.1	1476.00	15.0
全社会固定资产投资(亿元)	656.53	11.5	669.31	1.9	--	6.0
社会消费品零售总额(亿元)	176.32	9.8	195.47	11.3	214.80	10.3
进出口总额(亿美元)	27.19	4.5	30.11	10.4	33.50	11.0
三次产业结构	2.3:59.2:38.5		2.1:58.9:39.0		1.8:58.4:39.8	

资料来源：惠山区国民经济和社会发展统计公报，惠山区人民政府网站

⁴ 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(2018年)》。

⁵ 江苏数字信息产业研究院、中科院电工所无锡分所、华中科技大学无锡研究院、东北大学无锡研究院、哈工大无锡新材料研究院和南京航空航天大学无锡研究院。

⁶ 2018年为5000万以上规模的固定资产投资。

惠山区固定资产投资主要投向工业和服务业，2015-2016 年全区固定资产投资保持快速增长，2017 年工业及服务业投资增速均有所放缓，当年增速下滑至 1.9%；2018 年固定资产投资增速上升至 6%，其中工业投入增长 11%。

从房地产市场来看，2015-2016 年惠山区房地产仍处于去库存阶段，房屋施工面积持续回落。2016 年初受信贷、税收等新政进一步放宽以及外地购房需求涌入，商品房市场量价齐升，成交量快速增长。为遏制房价的快速上涨，2016 年 10 月，无锡市政府重启限购政策，2017 年调控政策进一步增强，房地产销售和价格增速均大幅回落，当年房地产销售面积和销售额增速分别为 5.6% 和 30.2%，较上年分别回落 75.7 个百分点和 73.4 个百分点。2018 年惠山区持续受商品房销售调控政策影响，商品房销售面积维持 6.5% 的增速，但房价仍持续上升，全年完成商品房销售额同比增长 44.3% 至 251.44 亿元。

图表 6. 2016-2018 年惠山区房屋建设、销售情况

	2016 年		2017 年		2018 年	
	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)
房屋建筑施工面积 (万平方米)	184.53	-13.0	201.30	9.1	--	--
房屋建筑竣工面积 (万平方米)	110.32	30.7	79.13	-28.3	--	--
商品房销售面积 (万平方米)	192.95	81.3	203.80	5.6	217.14	6.5
商品房销售额 (亿元)	133.85	103.6	174.31	30.2	251.44	44.3
均价 (万元/平方米)	0.64	-	0.85	-	1.16	-

资料来源：惠山区国民经济和社会发展统计公报，2018 年数据由无锡藕塘提供

惠山区土地成交以工业用地为主，近年来工业用地成交均价基本保持稳定，2016 年全区工业用地出让规模大幅增长后，2017-2018 年成交面积有所下滑。商住用地方面，2016-2017 年惠山区房地产市场景气度较好，商住用地市场持续高热，呈现量价齐升态势，其中 2017 年商住用地出让总价 81.83 亿元，同比增加 72.57 亿元；商住用地出让均价大幅增长至 918.72 万元/亩，增幅为 107.75%；2018 年受政府楼市深度调控影响，土地市场热度明显回落，当年惠山区土地成交面积为 2204.54 亩，同比下降 21.45%，成交总额为 52.26 亿元，同比下降 40.41%。

图表 7. 2016-2018 年惠山区土地市场交易情况

	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积 (亩)	3919.05	2806.65	2204.54
其中：工业用地出让面积 (亩)	3709.65	1862.55	1711.37
商住用地出让面积 (亩)	209.40	890.70	493.20
土地出让总价 (亿元)	19.86	87.70	52.26
其中：工业用地出让总价 (亿元)	10.60	5.69	5.96
商住用地出让总价 (亿元)	9.26	81.83	46.30
土地出让均价 (万元/亩)	50.67	312.47	237.05
其中：工业用地出让单价 (万元/亩)	28.58	30.56	34.82
商住用地出让单价 (万元/亩)	442.12	918.72	938.76

资料来源：Wind

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⁷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。未来职教园区将立足钱桥中心城区定位，突出“地铁沿线经济带、洋溪河滨水风光带、舜柯山生态休闲景观带”三带建设。依托地铁三号线即将开通运行契机打造地铁沿线经济带，紧密对接城市总体规划，有效整合沿线优质资源，优化产业发展、特色片区与公共配套布局，引进知名开发商，高品质打造地铁沿线商住楼盘、洋溪公园城与龙栖湾慧创小镇，建设生态宜居社区。

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，园区内工业主要以冶金、机械、纺织、化工、轻工等行业为主，其中冶金行业为传统优势行业。依托自身优势，职教园区打造了产学研一体化新格局，同时积极发挥冶金新材料产业产学研战略联盟作用，光伏、风电、汽车零部件、新材料四大新兴产业升温迅速。2018年园区完成全社会开票销售收入713.2亿元，其中工业开票销售收入303.9亿元、三产服务业开票销售收入409.25亿元。

2. 业务运营

该公司目前收入主要来源于安置房建设业务，近年来园区内基础设施建设和土地开发整理业务已基本完成，公司建设任务主要集中于安置房项目建设，仍有一定资金需求，此外公司账面拥有大量土地，但尚未缴纳土地出让金，后

⁷ 2011年无锡市市委、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。

续土地处置方式需持续关注，土地变现情况对公司资金平衡和资产流动性影响较大。

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。2016-2018 年营业收入分别为 4.26 亿元、4.17 亿元和 4.51 亿元，其中安置房建设业务收入占比均在 75% 以上，但受项目周期及结算时点影响近三年逐年下降；公司基础设施代建业务已基本完工，业务收入规模不大，2018 年结算项目相对较多，该板块收入略有增长；2018 年土地开发整理业务确认收入 0.44 亿元；此外，公司还开展物业管理、租赁业务和垃圾清运业务⁸，但对收入贡献很有限。

图表 8. 2016 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	42570.07	100.00	41672.43	100.00	45111.83	100.00
基础设施代建	--	--	4328.22	10.39	5522.08	12.24
安置房建设	42570.07	100.00	37120.21	89.08	34646.84	76.80
土地开发整理	--	--	--	--	4390.28	9.73
物业管理	--	--	78.37	0.19	81.63	0.18
租赁业务	--	--	145.63	0.35	176.14	0.39
垃圾清运	--	--	--	--	294.85	0.65
毛利率	14.17		14.15		14.79	
基础设施代建业务	--		14.17		14.17	
安置房建设业务	14.17		14.17		14.17	
土地开发整理	--		--		14.17	
物业管理	--		25.55		21.14	
租赁业务	--		2.05		100.00	
垃圾清运	--		--		56.53	

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。

截至 2018 年末，该公司已完工项目共 11 个，已完工项目累计投资总额 3.16 亿元，累计实现收入 3.73 亿元，资金已全部回笼，主要来自钱藕路、新藕路、

⁸ 2018 年，公司新设子公司无锡煜达环卫保洁有限公司，新增垃圾清运业务收入。

纬三路、园区环路、显山路和智慧岛、生态休闲岛等项目。2018 年，公司基础设施代建业务确认收入 5522.08 万元。

截至 2018 年末，该公司在建及拟建基础设施项目规模较小，主要为零星项目，计划投资约 2000 万元。

(2) 安置房建设业务

安置房建设方面，2015 年以前，该公司已完工项目均由管委会进行结算，支付价款为成本加成 20%。2015 年开始公司在建安置房项目建成后的部分将由锡西城投结算，其余部分将由公司向符合条件的安置客户定向销售。

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、藕乐苑二期和藕乐苑三期 A 标、B 标、C 标等项目。其中藕乐苑三期 C 标工程于 2018 年竣工验收合格并完成移交，根据子公司钱桥经发与锡西城投签订的协议，工程成本为 2.97 亿元⁹，收入为 3.46 亿元，2018 年实际到账金额 2.76 亿元。截至 2018 年末公司已完工安置房累计投入资金 20.13 亿元，合计收到项目工程款 23.35 亿元。

图表 9. 截至 2018 年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	实际结算时间	累计投资金额	实际到账金额
藕乐苑一期	2005 年	2011 年	2012 年	2.67	3.21
藕乐苑二期	2007 年	2012 年	2013 年	2.76	3.32
藕乐苑三期 A 标	2011 年	2014 年	2014 年	6.22	7.47
藕乐苑三期 B 标	2015 年	2017 年	2017 年	3.19	3.82
春满园三期	2014 年	2016 年	2016 年	2.32	2.78
藕乐苑三期 C 标	2016 年	2018 年	2018-2019 年	2.97	2.76
合计	—	—	—	20.13	23.35

资料来源：无锡藕塘

截至 2018 年末，该公司在建及拟建安置房项目主要包括新藕苑二期、舜柯家园二期和春光苑安置小区（二期）B 标和舜柯家园二期，3 个项目计划投资金额合计 21.61 亿元，其中在建项目已投资金额合计 9.92 亿元。在建项目中除新藕苑二期由公司根据政府指导价格向符合条件的安置户定向销售，其他将由锡西城投结算。

图表 10. 2018 年末公司在建及拟建安置房项目（单位：万元）

项目名称	概算投资额	累计已投资	计划竣工时间	销售对象
新藕苑二期	159141.05	98815.87	2019 年	向符合条件的安置户定向销售
春光苑安置小区（二期）B 标	27000.00	418.36	2020 年	锡西城投

⁹ 该成本包括拆迁安置成本及安置房建设成本。

项目名称	概算投资额	累计已投资	计划竣工时间	销售对象
舜柯家园二期	30000.00	--	2021 年	锡西城投
合计	216141.10	99234.23	--	--

资料来源：无锡藕塘

(3) 土地开发整理

除上述业务外，该公司还涉及土地开发整理业务，2015 年以前的运作模式为：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 1900 亩。2016-2018 年，公司土地开发整理分别投入 7.21 亿元、1.70 亿元和 3.90 亿元¹⁰。截至 2018 年末在整理地块已累计投入 32.60 亿元，目前公司已完成大部分土地开发整理业务，后续需投入金额不大，2018 年，公司确认东风村、稍塘村和恒源祥村土地整理项目收入 0.44 亿元，资金已全部回笼；其余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 2018 年末，该公司账面土地全部以划拨方式取得，土地总面积 120.00 万平方米，合计账面价值 25.34 亿元¹¹，其中账面价值 16.25 亿元土地已用于抵押借款。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。但公司土地全部未缴纳土地出让金，后续土地处置方式尚不明确。

图表 11. 2018 年末公司存货土地资产明细 （单位：万元、平方米）

序号	宗地位置	土地权证编号	账面价值	面积	单价	缴纳土地出让金	入账方式	是否抵押	用途
1	惠山区钱桥街道晓丰社区	锡惠国用(2013)001482号土地	18,288.25	79,635.30	2,296.50	否	评估法	是	前期开发
2	惠山区钱桥街道洋溪社区	锡惠国用(2013)001477号土地	10,490.60	39,647.00	2,646.00	否	评估法	是	前期开发
3	惠山区钱桥街道洋溪社区	锡惠国用(2013)001478号土地	13,966.95	112,455.30	1,242.00	否	评估法	是	前期开发
4	惠山区钱桥街道洋溪社区	锡惠国用(2013)001479号土地	10,093.99	38,148.10	2,646.00	否	评估法	否	前期开发
5	惠山区钱桥街道洋溪社区	锡惠国用(2013)001480号土地	13,332.72	42,705.70	3,122.00	否	评估法	是	前期开发

¹⁰ 2018 年该公司存货明细中土地整理成本增加约 10 亿元，其中资本化利息约 2 亿元、公司投入土地整理成本 3.9 亿元，其余约 4 亿元，系公司整理的部分地块的拆迁款，公司将资金先拨付给无锡城西产业发展有限公司、无锡市惠山区钱桥资产管理办公室，委托两者代为支付拆迁款，之前公司账务处理体现为其他应收款，2018 年账务处理上减少其他应收款，增加存货。

¹¹ 2018 年，政府收回以前年度注入的锡惠国用(2013)001475 号和锡惠国用(2013)001476 号土地，存货和资本公积减少 0.84 亿元。一般政府收回的土地，都会以补贴的形式给予补偿。

序号	宗地位置	土地权证编号	账面价值	面积	单价	缴纳土地出让金	入账方式	是否抵押	用途
6	惠山区钱桥街道藕塘村	锡惠国用(2013)001481号土地	19,367.20	62,034.60	3,122.00	否	评估法	是	前期开发
7	无锡市惠山区钱桥街道苏庙社区	锡惠国用(2015)第0002号土地	4,947.45	27,951.70	1,770.00	否	评估法	是	城镇住宅用地
8	无锡市惠山区钱桥镇东风村	锡惠国用(2008)第1028号土地	7,871.85	47,420.80	1,660.00	否	评估法	否	住宅用地
9	惠山区钱桥街道苏庙社区	锡惠国用(2012)0068号	8,636.83	39,985.30	2,160.00	否	评估法	是	地块前期基础设施开发建设
10	无锡市惠山区钱桥镇东风村	锡惠国用(2012)0168号	17,300.87	88,359.90	1,958.00	否	评估法	否	地块前期开发
11	惠山区钱桥街道苏庙社区	锡惠国用(2012)0167号	24,964.62	87,579.80	2,850.50	否	评估法	否	地块前期基础设施开发建设
12	无锡市惠山区钱桥镇东风村	锡惠国用(2012)0170号	17,251.86	88,109.60	1,969.84	否	评估法	是	地块前期基础设施开发建设
13	惠山区钱桥街道苏庙社区	锡惠国用(2012)第0169号土地	24,281.39	85,182.90	2,850.50	否	评估法	是	地块前期基础设施开发建设
14	无锡市惠山区钱桥镇东风村	锡惠国用(2012)0166号	3,968.23	18,037.40	2,200.00	否	评估法	否	前期开发-住宅
15	无锡市惠山区钱桥街道钱桥大街141号	锡惠国用(2012)第0075号土地	7,358.54	40,880.80	1,800.00	否	评估法	否	城镇住宅用地
16	无锡市惠山区钱桥街道钱桥大街141号	锡惠国用(2012)第0074号土地	11,977.89	65,812.60	1,820.00	否	评估法	否	城镇住宅用地
17	无锡市惠山区钱桥街道东风社区	锡惠国用(2013)第0112号土地	2,617.17	14,459.50	1,810.00	否	评估法	是	城镇住宅用地
18	无锡市惠山区钱桥街道东风社区	苏(2016)无锡市不动产权第0006631号	14,801.97	89,708.90	1,650.00	否	评估法	是	城镇住宅用地
19	无锡市惠山区钱桥街道东风社区	锡惠国用(2013)第0127号	8,821.05	53,406.90	1,651.67	否	评估法	是	城镇住宅用地
20	无锡市惠山区钱桥街道东风社区	锡惠国用(2015)第010255号	5,659.50	34,300.00	1,650.00	否	评估法	是	城镇住宅用地
21	无锡市惠山区钱桥街道东风社区	锡惠国用(2012)第0059号	7,420.07	44,167.10	1,680.00	否	评估法	否	城镇住宅用地
--	合计	--	253,419.00	1,199,989.20	2,111.84	--	--	--	--

资料来源：无锡藕塘

(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给无锡大洋高科热能装备有限公司及暖冰(无锡)新材料科技有限公司收取的租金¹²。2017-2018年公司分别实现租赁业务收入145.63万元和176.14万元,毛利率分别为2.05%和100.00%。其中2017年毛利率较低,系南塘工业园区标准厂房计提折旧及存在免租期等因素影响;2018年毛利率为100.00%,原因为南塘工业园区标准厂房由成本法计量转为按公允价值计量,不计提折旧。

该公司物业管理业务由子公司无锡惠山钱桥配套物业管理有限公司(简称

¹² 根据钱桥经发与暖冰(无锡)新材料科技有限公司签订的协议,由于租期起始日2017年9月1日起的半年内免收租金,故2017年该公司的租赁业务收入全部来自于无锡大洋高科热能装备有限公司。

“配套物业公司”)运营,配套物业公司按合同向工业园区收取物业费。2017-2018年,公司分别实现物业管理业务收入78.37万元和81.63万元,毛利率分别为25.55%和21.14%。

此外,2018年该公司新增垃圾清运业务,由新设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,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。2018年公司实现垃圾清运业务收入294.85万元,毛利率为56.53%。

管理

该公司为国有控股公司,实际控制人为惠山区国资办公室。公司实行总经理领导下的分工负责制,公司在资金、预算、招投标、工程及关联交易等方面制定了相关管理制度,可基本满足业务开展的需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

自成立以来,该公司股权结构多次调整。截至2018年末,公司控股股东为惠源投资,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,产权状况明晰。公司产权状况详见附录一。

惠源投资由惠山区国资办全资持股,主要承担惠山区受托资产管理、市政基础设施建设、农业水利基础设施建设、环境治理、房屋拆迁等。截至2017年末,惠源投资本部经审计的资产总额为97.29亿元,负债总额为22.17亿元,所有者权益为75.13亿元;2017年实现营业收入2.18亿元,净利润0.24亿元。

(2) 公司治理

该公司根据《中华人民共和国公司法》、《无锡市藕塘职教园区开发建设有限公司章程》等相关规定,建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构,确保公司规范运作、有效经营。

该公司设有股东会,是公司的权力机构,由全体股东组成。不设董事会和监事会,设执行董事、监事和总经理,执行董事由股东会选举产生。公司实行总经理领导下的分工负责制,总经理负责日常经营管理工作,公司重大经营决策由股东会决定。

该公司设执行董事兼总经理1人,副总经理1人,监事1人。现任公司法人代表、执行董事兼总经理吴仁伟先生¹³于2014年6月任职至今;现任副总经

¹³ 吴仁伟先生,现兼任无锡市职教园校区公共服务管理中心大学科技园办公室主任兼综合部部长,曾任恒源祥村民委员会主任助理、藕乐苑社区主任助理、无锡市惠山区信访局接待科科长等职务。

理匡胜先生¹⁴于 2011 年 6 月正式任职。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要涉及与无锡市其他国有企业的资金往来为主，存在一定资金被占用情况。2018 年末，公司其他应收款关联方交易余额 17.94 亿元。

图表 12. 2018 年末公司主要关联资金情况（单位：亿元，%）

关联方	科目	金额	占该科目比例	备注
无锡城西产业发展有限公司	其他应收款	15.70	42.91	公司投资企业
无锡锡西城市投资发展有限公司	其他应收款	2.24	6.13	同一实际控制人
合计	其他应收款	17.94	49.04	--

资料来源：根据无锡藕塘 2018 年审计报告整理

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司职能部门设置有人事行政部、工程部、征地拆迁部、前期管理部、成本合约部、推广策划部、财务部等 7 个职能部门，每个部门根据职能需要下设三级科室。各部门职责分工较明确，基本能够满足公司现阶段发展需求。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司内部控制和风险管理较为规范，在资金、预算、招投标、工程及关联交易等方面建立了相应的内部管理制度，可对经营和财务风险形成较有效控制。

在财务管理方面，该公司制定的《财务管理制度》明确了货币资金管理的职责分工、权限范围、审批程序和凭证记录等方面的操作规范和管理要求。公司签发外埠存款、银行汇票、银行本票和信用卡须由使用部门或使用人提出申请，并经公司领导核准，由财务部负责签发。预算管理方面，公司设置预算工作组和预算责任人，预算指标层层分解，形成全方位预算执行责任体系并且严格执行预算方案，预算工作较规范有序。

在对外担保方面，该公司对外担保均需由控股股东惠源投资审批，公司可以为具有法人资格的法人提供担保，不得为任何非法人单位或个人债务提供担保。被担保方应当为需要与公司有相互担保关系法人或与公司有现实或潜在的重要业务关系的法人、同时需具有较强的偿债能力和良好的资信状况。在控股股东审议通过担保申请后，需由公司执行董事或授权代表签订担保合同，并报财务部登记。

在招投标管理方面，该公司针对项目工程的具体情况分别制定相应的招投

¹⁴ 匡胜先生，现兼任无锡职教园规划建设局规划科科长。

标制度，确保招标工作正常有效开展。公司设置招标工作领导小组，由总经理任组长。公司明确规定招标流程，按照项目建设金额大小实行 10 万元以下自行招标和 10 万元以上由招标办招标的规定。为有效控制建设项目造价，公司设置工程最高限价并明确招标代理、工程跟踪审计和决算审计各自不同档位的计费标准。

在工程管理方面，该公司在项目前期准备、建设管理和验收结算均有统一规定，各部门分工明确。前期准备阶段，工程部和成本合约部协商招标方案，报总经理办公室批准招标。工程建设期间，工程部制定项目进度计划并指派项目负责人，财务部负责安排跟踪审计。工程完工时，工程部按规定收齐施工单位决算资料并提交财务部，由财务部安排审计并办理最终结算。

在关联交易方面，该公司遵循以下原则：尽量避免或减少与关联人之间的关联交易；确定关联交易价格时，遵循公正、公平、公开的原则，关联交易的价格或收费原则不偏离市场独立第三方的价格或收费标准；对于必须发生的关联交易，切实履行信息披露的有关规定；关联董事和关联股东回避表决；不损害本公司及非关联股东合法权益；必要时聘请中介机构发表意见和报告。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部提供的 2019 年 4 月 16 日《企业信用报告》，公司无违约情况发生。根据子公司无锡市丰年农业发展有限公司（简称“丰年农业”）、钱桥经发、舜柯山分别提供的 2019 年 4 月 18 日《企业信用报告》，上述子公司无违约情况发生。

根据 2019 年 4 月 22 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，公司本部及主要子公司舜柯山、钱桥经发、丰年农业无重大异常情况。

3. 发展战略

该公司未来将继续负责无锡藕塘职教园区土地、基础设施和公共服务设施等城市资源的经营、安置房的开发和建设。根据初步规划，公司计划进行无锡地铁 3 号线沿线地区老旧工业和城中村的改造¹⁵，带动钱桥商业节点空间重构，形成合理的街区尺度和步行系统。

财务

尽管前期政府土地注入使该公司权益资本有所增长，但随着安置房以及土地开发整理的持续推进，债务积累较快，公司后续面临较大偿付压力。公司资产主要集中于项目投入、划拨的土地使用权及往来款，资产流动性欠佳，此外

¹⁵ 尚无明确规划。

公司还存有一定担保代偿风险。

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 2016-2018 年财务报表进行了审计，并均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。

财政部于 2016 年 12 月发布了《增值税会计处理规定》的通知（财会[2016]22 号），公司根据上述会计准则变更条款，对 2016 年 5 月 1 日起发生的交易按规定调整。财政部于 2017 年 5 月发布了《企业会计准则第 16 号-政府补助》，公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 5 月 1 日起发生的交易按规定调整。财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会（2018）15 号），对一般企业财务报表格式进行了修订，公司对该项会计政策变更涉及的报表科目采用追溯调整法，对 2017 年度的财务报表列报项目作了相应调整。

截至 2018 年末，该公司合并范围内一级子公司共 8 家，较 2016 年末增加一级、二级子公司各 1 家，包括 2017 年新设立的子公司配套物业公司，配套物业公司系子公司钱桥经发的全资子公司，及 2018 年 4 月新设子公司无锡煜达环卫保洁有限公司（主要负责藕塘职教园区小区、道路环卫保洁）。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

得益于土地使用权的划拨和收购子公司少数权益的投资成本小于可变净资产份额而产生的收益¹⁶，近年来该公司所有者权益整体得到一定提升，2016-2018 年末净资产分别为 59.12 亿元、62.15 亿元和 63.41 亿元，其中实收资本为 5.76 亿元，近三年无变化；同期末资本公积分别为 47.36 亿元、47.05 亿元和 47.09 亿元，其中 2018 年末资本公积变化主要系：（1）减少 1.09 亿元，系政府收回原无偿划入公司地块惠国用（2013）第 001475 号和锡惠国用（2013）001476 号减少 0.84 亿元、政府收回以前年度现金资本性投入 0.25 亿元；（2）增加 1.12 亿元，系政府现金资本性投入 0.90 亿元、园区内代建厂房结余专项资金 0.22 亿元。截至 2018 年末，公司所有者权益为 63.41 亿元，其中实收资本、资本公积¹⁷、未分配利润和少数股东权益占比分别为 9.08%、74.26%、11.23%

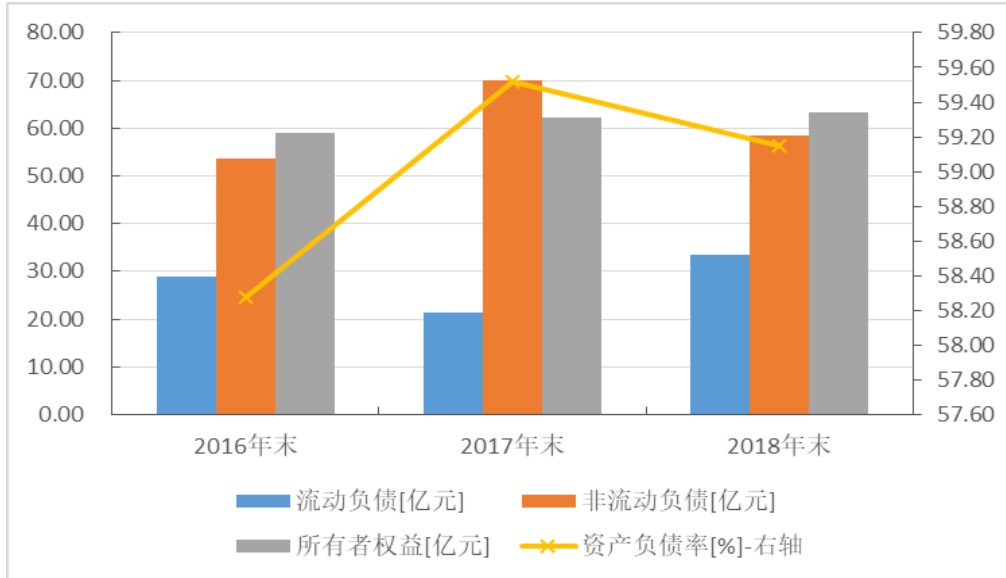
¹⁶ 2016 年该公司以 5000 万元收购钱桥经发剩余 49.50% 股权，由于收购价格低于其可变净资产，使得公司其他资本公积增加 9.42 亿元

¹⁷ 资本公积主要包括划拨土地资产 17.67 亿元、划拨转入资金 15.90 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）、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。

和 3.24%，资本结构稳定性尚可。

随着安置房以及土地开发整理的持续推进，该公司债务规模持续增长，2016-2018 年末，公司负债总额分别为 82.60 亿元、91.38 亿元和 91.83 亿元，同期末公司资产负债率分别为 58.28%、59.52%和 59.15%。

图表 13. 2016-2018 年末，公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元，%）



资金来源构成	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动负债 (亿元)	28.90	21.47	33.36
非流动负债 (亿元)	53.70	69.90	58.47
所有者权益 (亿元)	59.12	62.15	63.41
资产负债率 (%)	58.28	59.52	59.15

资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理、绘制。

债务期限方面，2016-2018 年末，该公司长短期债务比分别为 185.78%、325.57%和 175.24%，其中 2018 年末大幅降低主要系长期债务逐渐步入偿还期，一年内到期的长期借款增加。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务、应付账款和其他应付款为主。刚性债务主要包括银行借款、应付票据和应付债券，近三年末公司刚性债务逐年增长，期末余额分别为 70.35 亿元、83.33 亿元和 83.90 亿元，分别占当年末负债总额的 85.16%、91.19%和 91.36%；应付账款主要为应付待结算工程款等，2016-2018 年末分别为 2.02 亿元、2.84 亿元和 1.73 亿元，2018 年末较上年末同期减少 39.16%系当年支付以前年度未付工程款；其他应付款主要为往来款，2016-2018 年末分别为 8.77 亿元、3.18 亿元和 3.74 亿元¹⁸，往来款不计息且偿付时间具有一定的弹性，2018 年末主要包括无锡市惠山区钱桥街道办事处拆迁安置办公室 1.11 亿元、无锡市钱藕农业有限公司 1.10 亿元、无锡市惠山区钱桥资产管理办公室 0.68 亿元。

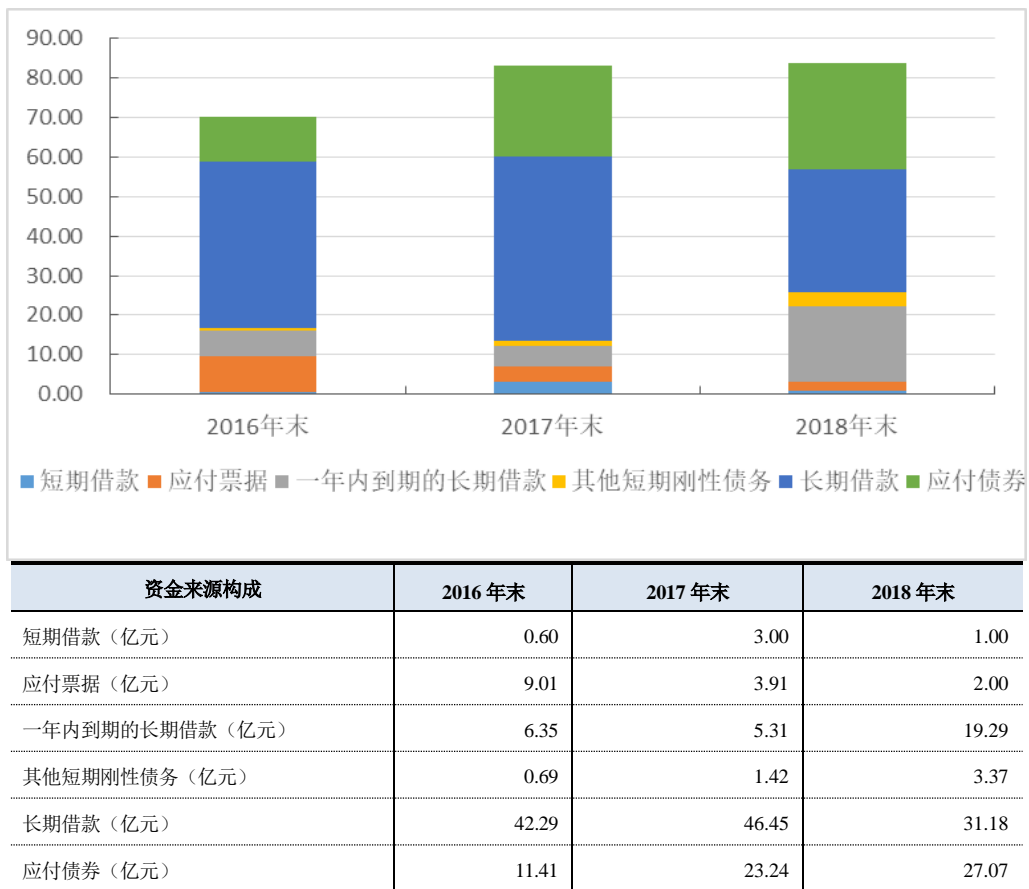
¹⁸ 2018 年审计报告无应付利息科目，其他应付款规模为 5.61 亿元，包括其他应付款 3.74 亿元和应付利息 1.87 亿元。本评级报告分析时将其他应付款和应付利息分开核算。

B. 刚性债务

2016-2018 年末，该公司刚性债务分别为 70.35 亿元、83.33 亿元和 83.90 亿元，其中短期刚性债务占比分别为 23.67%、16.37%和 30.58%。公司对外融资渠道主要为银行借款和发行债券融资；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。

2018 年末，该公司刚性债务 83.90 亿元，主要包括银行借款 51.47 亿元和应付债券 28.56 亿元，其中银行借款利率区间为 4.75%-6.10%，到期时间集中于 2019-2025 年。借款方式上，公司以抵质押借款和保证借款为主，质押物为银行存单，抵押物为土地使用权，担保方为惠源投资等国有公司。

图表 14. 2016-2018 年末，公司刚性债务构成分析（单位：亿元）



资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理、绘制。

图表 15. 公司 2018 年末长短期借款情况（单位：亿元）

项目	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
保证借款	0.70	8.61	12.54	21.85
抵押借款	0.30	--	--	0.30
质押借款	--	6.67	--	6.67
组合借款	--	4.01	18.64	22.65
合计	1.00	19.29	31.18	51.47

资料来源：无锡藕塘

直接融资方面，截至 2018 年末，该公司待偿还债券本金余额共计 28.70 亿元，到期时间集中于 2019-2023 年，利率处于 5.40-6.80% 之间，本息兑付情况正常，具体情况如下表所示。

图表 16. 公司已发行债券概况

债项名称	起息日	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	证券类别	余额 (亿元)	本息兑付情况
16 锡藕 01 ¹⁹	2016-01-21	10.00	3+2 年	6.50	私募债	6.50	已于 2019 年 1 月兑付 3.5 亿元，付息正常
16 苏无锡藕塘 ZR001 ²⁰	2016-11-29	1.50	2+1 年	5.12	债权融资计划	1.50	付息正常
17 苏无锡藕塘 ZR001	2017-06-14	1.50	2+1 年	5.40	债权融资计划	1.50	付息正常
17 锡藕 01	2017-11-10	9.40	3+2 年	6.50	私募债	9.40	付息正常
17 苏无锡藕塘 ZR002	2017-12-25	1.00	3+3 年	6.30	债权融资计划	1.00	付息正常
18 藕塘职教 PPN001	2018-01-08	2.00	3 年	6.80	定向工具	2.00	付息正常
18 苏无锡藕塘 ZR001	2018-12-17	3.30	3 年	6.80	债权融资计划	3.30	付息正常

资料来源：无锡藕塘（截至 2019 年 3 月末）

从债务偿付压力来看，截至 2018 年末²¹，该公司于 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年、2023 年、2024 年及以后到期的刚性债务分别为 29.16 亿元、7.46 亿元、15.58 亿元、11.14 亿元、1.00 亿元和 19.56 亿元，近三年公司将持续面临较大的债务偿付压力。

C. 或有负债

截至 2018 年末，该公司对外提供担保 28.88 亿元，担保对象主要为惠山区国有企业和钱桥街道下的国有企业，担保比率为 45.55%，存在或有损失风险。

图表 17. 截至 2018 年末，该公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保类型	债券银行	担保期限	保证人、抵质押物	担保金额
无锡市钱藕农业有限公司	保证担保	南京银行	2018.7.9-2019.7.9	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	3000.00
	保证担保	农商行	2017.1.6-2019.12.12	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	5800.00
	保证担保	华夏银行洛社支行	2017.3.15-2020.3.15	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	10000.00
	保证担保	恒丰银行	2017.1.16-2020.1.15	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	8500.00
	保证担保	光大银行	2018.12.21-2019.12.20	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	4000.00
无锡城西产业发展有限公司	保证担保	南京银行	2017.1.3-2019.12.3	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	4800.00
	保证担保	光大银行	2017.1.5-2025.1.4	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	4916.67

¹⁹ 2019 年 1 月，年利率上调至 7.15%。

²⁰ 2018 年 11 月，年利率提高至 6.50%。

²¹ 除 16 锡藕 01 2019 年提前回售的 3.5 亿元外，假定其余债券全部到期兑付，不考虑回售的情况。

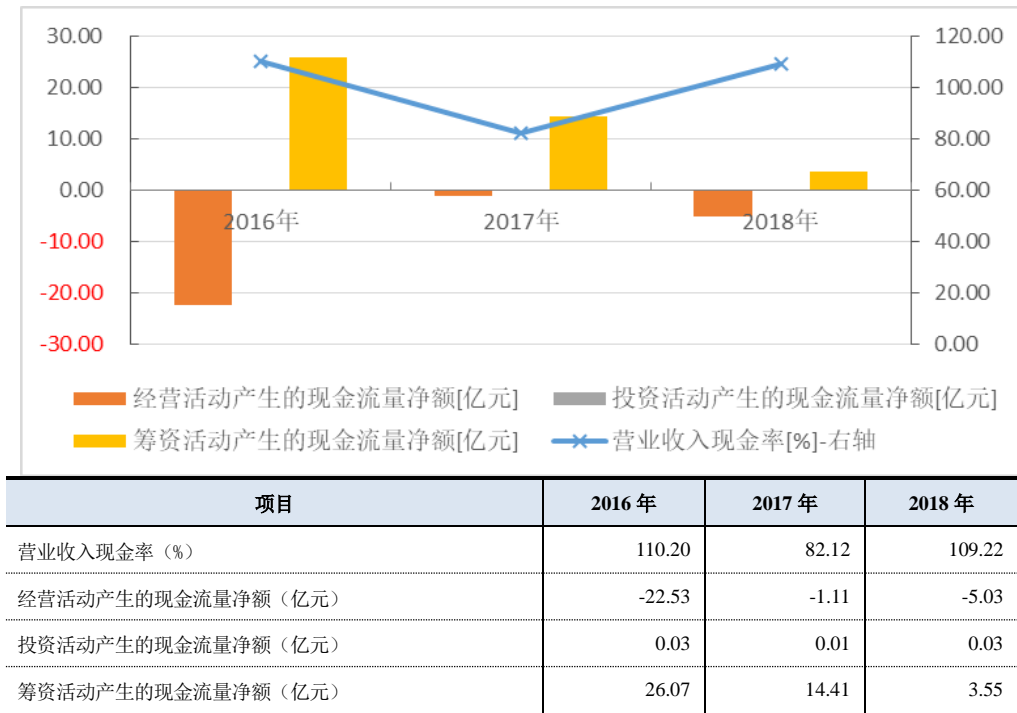
被担保单位	担保类型	债券银行	担保期限	保证人、抵质押物	担保金额
无锡市钱桥污水处理有限公司	保证担保	南京银行	2018.6.8-2020.5.8	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	2755.00
	保证抵押	中航国际租赁	2015.8.31-2020.8.31	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司；抵押物：锡惠国用（2013）第001482号	7000.00
	保证担保	江苏银行	2018.12.5-2019.12.4	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	4500.00
	保证担保	光大银行	2017.1.5-2025.1.4	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	29500.00
	保证担保	招商银行	2018.6.12-2019.5.20	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	5000.00
	保证担保	上海银行	2018.9.18-2019.8.23	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	5000.00
	抵押担保	兴业银行	2015.3.20-2019.12.9	抵押物：锡惠国用（2013）第001477号	5500.00
	保证担保	宁波银行	2017.1.4-2020.1.3	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	2000.00
	保证担保	中信银行	2018.10.16-2019.10.16	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	10000.00
	保证担保	中信银行	2018.10.25-2019.10.25	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	10000.00
无锡城西商贸发展有限公司	保证担保	江苏银行	2018.2.22-2019.2.21	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	6500.00
无锡市惠山区钱桥农村社区股份合作联社	保证担保	农商行钱桥支行	2016.12.26-2019.12.12	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	4800.00
无锡锡西城市投资发展有限公司	保证担保	南京银行	2017.1.5-2019.12.5	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	5800.00
	保证担保	浦发银行	2017.9.25-2022.9.25	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	12000.00
	保证抵押担保	农行、农商行银团	2016.1.2-2023.12.21	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司；抵押物：锡惠国用（2013）第001478号、苏（2016）无锡市不动产权第0050816号	53089.70
	保证担保	农商行钱桥支行	2018.10.9-20120.10.8	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	9950.00
	保证担保	光大银行	2017.1.5-2025.1.4	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	4916.67
	保证担保	华夏银行洛社支行	2017.1.24-2021.12.21	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	65000.00
无锡华阔经济贸易发展有限公司	保证担保	上海银行	2016.12.16-2019.12.16	保证人：无锡藕塘职教园区开发建设有限公司	4500.00
合计					288828.04

资料来源：无锡藕塘

（2）现金流分析

该公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自由锡西城投按实际造价成本加成一定比例支付的项目建设业务。由于公司部分委托代建款主要由锡西城投统筹拨付，加上安置房和基础设施代建项目建设周期长短不一，每年收现金金额变化较大。2016-2018年，公司营业收入现金率分别为110.20%、82.12%和109.22%。

图表 18. 2016 年以来，公司现金流量分析（单位：亿元）



资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理、绘制

近三年该公司代建项目及土地整理业务仍处于投入期，委托代建款的收回无法弥补代建项目支出，此外单位间资金往来波动大，造成公司经营性现金流呈现较大的波动性，2016-2018 年经营性净现金流分别为-22.53 亿元、-1.11 亿元和-5.03 亿元。公司资本性支出规模很小，投资性现金净流量数额占现金净流量比重小。公司主要通过对外融资满足资金需求，融资规模相对较大，2016-2018 年，筹资性现金净流量分别为 26.07 亿元、14.41 亿元和 3.55 亿元。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 1.15 亿元、3.74 亿元和 2.63 亿元，以利润总额为主。近年来有息借款规模较大，EBITDA 无法对刚性债务形成有效覆盖。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 19. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.27	0.60	0.46
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.05	0.03
经营性现金流净额(亿元)	-22.53	-1.11	-5.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-82.09	-4.39	-18.35
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-36.66	-1.27	-5.49

资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理

(3) 资产质量分析

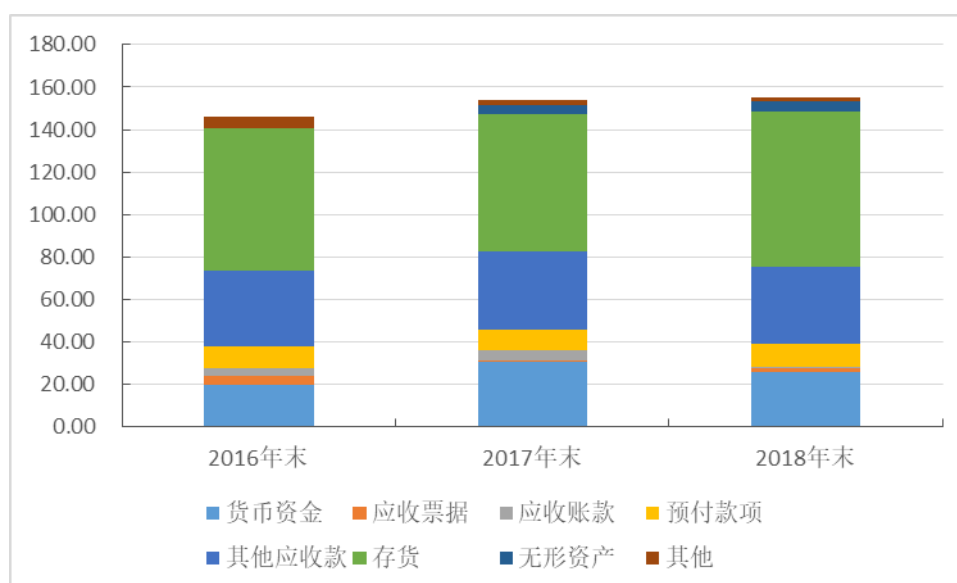
2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 141.72 亿元、153.53 亿元和 155.25 亿元，持续增长，2018 年增量主要来自存货。从资产构成来看，近年来，公

司流动资产占比超过 95%。

2018 年末，该公司流动资产为 148.75 亿元，占资产总额的 95.81%。公司流动资产以货币资金、预付账款、其他应收款和存货为主，2018 年末上述科目分别占流动资产的比例分别为 17.27%、7.18%、24.59%和 49.38%。其中货币资金余额 25.69 亿元，同期末现金比率为 81.58%；应收账款 0.83 亿元，主要系应收锡西城投项目结算款，当期收回较多资金，应收账款较上年末减少 83.38%；预付款项 10.68 亿元，主要系预付拆迁安置办公室的拆迁、安置及土地整理款；其他应收款 36.58 亿元，其中应收无锡城西产业发展有限公司 15.70 亿元、应收管委会欠款 13.11 亿元等，对公司资金形成一定的占用；存货以土地和开发成本为主，余额分别为 25.34 亿元和 48.11 亿元，其中 2018 年度公司减少惠国用（2013）第 001475 号和锡惠国用（2013）001476 号两块土地，均为原政府无偿划拨给公司用地，被政府收回出让，公司土地储备账面余额减少 0.84 亿元；2018 年公司开发成本增长较多，主要系土地开发整理、安置房建设和基础设施建设投入增加。

该公司非流动资产以投资性房地产和无形资产为主，2018 年末投资性房地产余额 1.49 亿元，系南塘标准厂房 0.47 亿元和藕乐苑生活广场 1.02 亿元²²。2018 年末无形资产余额 4.47 亿元，系农村土地流转经营权。

图表 20. 2015 年以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理

(4) 流动性/短期因素

从短期偿债能力指标分析，2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 485.55%、685.03%和 445.82%，速动比率分别为 220.05%、339.89%和 193.68%，

²² 藕乐苑生活广场系农贸市场（民生工程），建筑面积 5145.51 平方米，目前委托南京国色花香农贸市场管理服务有限公司管理，前期装修成本由管理方承担的（总投资 510 万元），承租 30 年，免租期 16 年，之后 17-20 年年租金 10 万元/年，21-20 年年租金 30 万元/年。

同期末公司现金比率分别为 82.36%、145.20% 和 81.58%，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，其中项目资金回笼相对滞后，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 2018 年末，公司可动用货币资金较 2017 年末减少 8.34% 至 16.69 亿元²³，对刚性债务的保障程度减弱。

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	485.55	685.03	445.82
现金比率（%）	82.36	145.20	81.58
应收账款周转速度[次]	0.99	0.93	1.56

资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理

截至 2018 年末，该公司受限资产合计 25.71 亿元，占资产总额的比例 16.56%，其中受限货币资金为 9.00 亿元，主要系开具银行承兑汇票而存入的保证金和定期存单；存货中账面价值 16.25 亿元的土地用于借款抵押²⁴；投资性房地产土地用于借款抵押。

图表 22. 截至 2018 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	9.00	35.04	保证金、定期存单
存货	16.25	22.12	借款抵押的土地资产
投资性房地产	0.47	31.14	借款抵押的土地资产
合计	25.71	--	--

资料来源：根据无锡藕塘所提供资料整理

3. 公司盈利能力

该公司业务以委托代建为主，项目支付对价以工程竣工验收合格后实际造价的 20% 加成进行结算，2016-2018 年，公司营业毛利分别为 0.56 亿元、0.59 亿元和 0.67 亿元，受物业管理及租赁业务盈利影响，综合毛利率略有波动，分别为 14.17%、14.15% 和 14.79%。

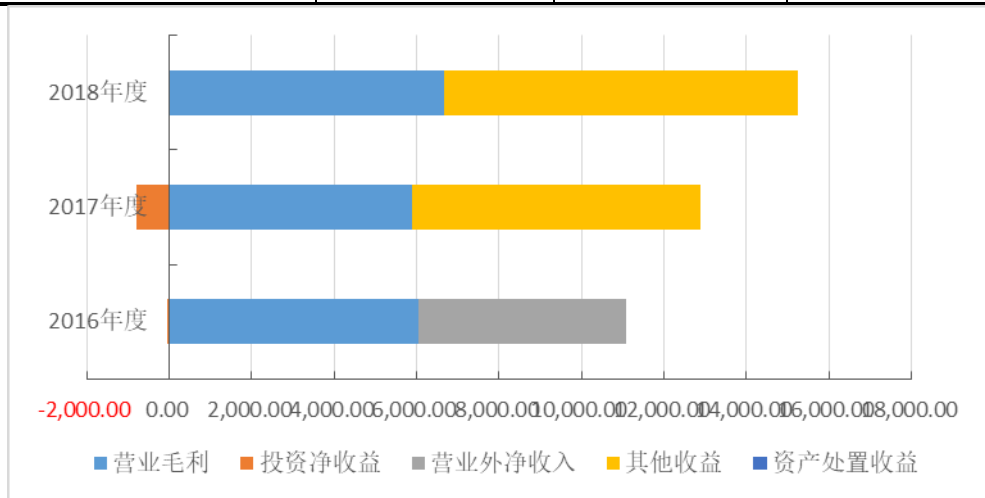
图表 23. 公司盈利来源及构成分析（单位：万元）

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业毛利	6030.76	5894.87	6672.63
投资净收益	-37.93	-783.53	--
营业外净收入	5065.36	0.17	5.27
其他收益	--	7000.00	8561.40
公允价值变动收益	--	--	191.95

²³ 2018 年末货币资金中其他货币资金 15.01 亿元，包括受限货币资金 9.00 亿元、未受限的可支取定期存单 6.01 亿元。

²⁴ 此处比 2018 年审计报告中存货受限资产少 2 亿元，系审计报告误记锡惠国用（2015）第 0002 号土地账面价值。

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
资产处置收益	192.97	--	--
合计	11251.16	12111.51	15431.25



资料来源：根据无锡藕塘所提供数据整理、绘制

该公司无销售费用，期间费用主要为管理费用和财务费用，近三年期间费用分别为 0.04 亿元、-0.02 亿元²⁵和-0.02 亿元，规模不大。2016-2017 年公司投资净收益持续为负主要系原参股企业锡西城投经营亏损所致。此外，公司资产减值损失为坏账损失，2016-2018 年分别为-0.07 亿元、0.04 亿元和 0.09 亿元，2016 年因已计提坏账准备冲回为负。

该公司盈利主要来源于政府补助收入和营业毛利。作为职教园区的建设主体，公司可获得惠山区财政的支持。2016-2018 年，公司收到的财政补贴收入分别为 0.51 亿元、0.70 亿元和 0.86 亿元，对公司经营效益形成了较好的补充。同期，公司分别实现净利润 0.98 亿元、1.06 亿元和 1.22 亿元。整体而言，在政府补助的补充下，公司整体经营效益较平稳。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营财务实力

得益于土地使用权的划拨和收购子公司少数权益的投资成本小于可变净资产份额而产生的收益，近年来该公司所有者权益整体得到一定提升，截至 2018 年末，公司所有者权益为 63.41 亿元。此外公司可获得持续的政府补助，对公司利润形成有效补充。

²⁵ 2017-2018 年，该公司财务费用中利息支出金额较大，主要系公司费用化利息支出 2017 年开始部分由公司自己支付，2017 年以前全部由管委会支付；利息收入金额较大，主要系公司收取了部分往来单位的资金占用费，2017 年以前，关联往来的资金占用费全部由管委会承担。

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 2018 年末，公司获得银行授信 80.28 亿元，未使用 21.93 亿元。

本期债券偿付保障分析

1. 盈利保障分析

该公司委托代建业务毛利率较稳定，盈利对政府补助依赖度高，2016-2018 年政府补助分别为 0.51 亿元、0.70 亿元和 0.86 亿元，分别实现净利润 0.98 亿元、1.06 亿元和 1.22 亿元，政府补助具有一定可持续性。

2. 偿债资金来源保障分析

本期债券募投项目钱桥新藕苑二期工程预计总投资约 15.91 亿元、拟使用本期债券 9.00 亿元。公司预计项目可于建成后 3 年内实现收益逾 19 亿元，可对本期债务本息偿付提供一定保障。

3. 担保分析

本期债券品种一由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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 24. 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	江苏国经控股集团有限公司	5.23
4	常州市新北区人民政府	5.23
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

序号	股东名称	持股比例
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。

根据本评级机构评定，江苏再担保的主体信用级别为 AAA 级，有助于提高本期债券的偿债安全性。

评级结论

惠山区作为传统工业强区，具有较雄厚的工业经济基础，近年来经济稳步发展，为重大项目建设提供了有力的资金支持。近年来职教园区致力于推动产业升级转型，产学研一体化稳步推进。

该公司为国有控股公司，实际控制人为惠山区国资办公室。公司作为职教园区的建设投资和运营管理主体，在项目投融资、债务偿还及税收优惠等方面均能得到市、区政府的相应支持。

该公司目前收入主要来源于安置房建设业务，近年来园区内基础设施建设和土地开发整理业务已基本完成，公司建设任务主要集中于安置房项目建设，仍有一定资金需求，此外公司账面拥有大量土地，但尚未缴纳土地出让金，后续土地处置方式需持续关注，土地变现情况对公司资金平衡和资产流动性影响较大。

尽管前期政府土地注入使该公司权益资本有所增长，但随着安置房以及土地开发整理的持续推进，债务偿付压力积累较快，公司后续面临较大偿付压力。公司资产主要集中于项目投入、划拨的土地使用权及往来款，资产流动性欠佳，

此外公司还存在一定对外担保代偿风险。江苏再担保为本期债券品种一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品种一还本付息的安全性。

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。

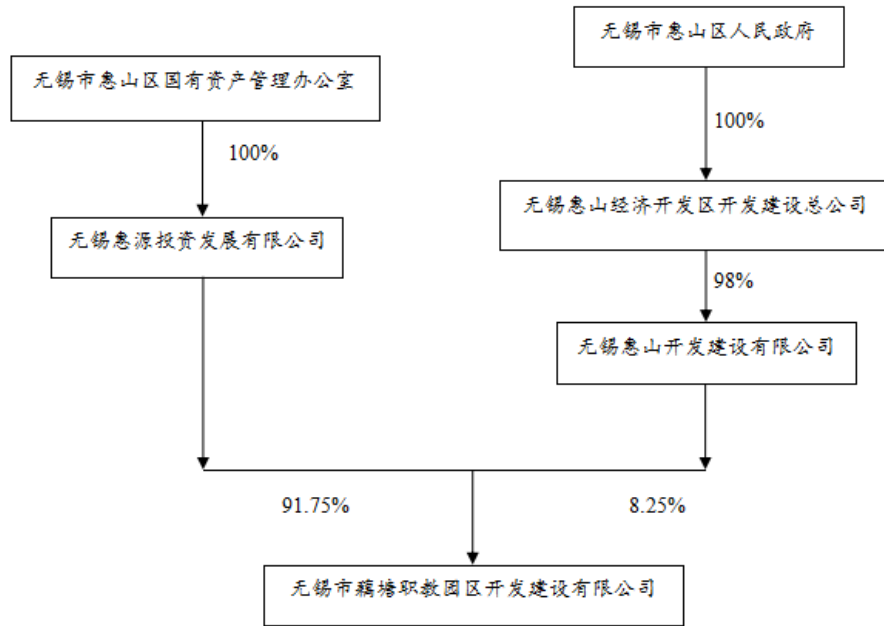
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

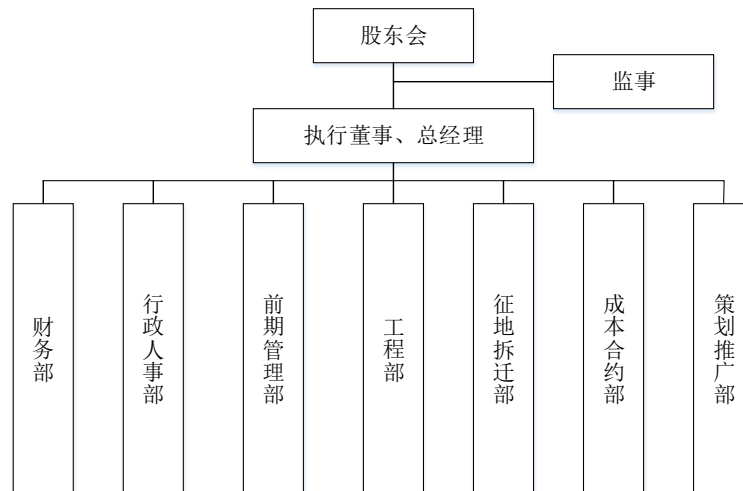
公司与实际控制人关系图



注：根据无锡藕塘提供的资料绘制（截至 2018 年末）

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 2018 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	2018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)	
公司本部	--	--	土地开发、基础设施及安置房建设	59.32	38.74	0.75	0.97	-4.06	
无锡市长三角国际应用科技开发有限公司	长三角	100.00	科技开发, 文化教育交流, 信息咨询与管理	--	0.05	--	-0.05	-0.00	
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	9.44	5.29	--	-0.06	-1.01	
无锡惠山钱桥经济发展有限公司	钱桥经发	100.00	工业经济园及辅助设施的开发、投资经营和管理, 提供与之配套的服务, 策划吸引企业进园生产经营, 中小企业孵化管理, 建筑材料、五金产品的销售; 市政基础设施建设, 物业管理。	10.63	21.02	3.73	0.37	2.25	
无锡市丰年农业发展有限公司	丰年农业	63.64	农产品生产销售, 农村基础设施建设开发	4.08	5.57	--	-0.00	-3.00	
无锡惠然信息科技有限公司	惠然科技	100.00	信息科技研发, 物业管理, 投资服务	--	0.03	--	-0.01	0.03	
无锡舜皇文化传播有限公司	舜皇文化	51.00	设计、制作、代理和发布国内广告业务, 企业形象策划与管理等	--	0.06	--	-0.00	-0.00	
无锡惠山钱桥配套区物业管理有限公司	配套区公司	100.00	物业管理; 房屋租赁及管理服务; 建筑材料、五金交电的销售; 园林绿化服务; 花木盆景的出租、批发、零售	--	0.02	0.01	0.00	0.01	
无锡煜达环卫保洁有限公司	煜达环卫公司	100.00	保洁服务管理	--	0.00	0.03	0.00	0.03	

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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	141.72	153.53	155.25
货币资金 [亿元]	19.38	30.71	25.69
刚性债务[亿元]	70.35	83.33	83.90
所有者权益 [亿元]	59.12	62.15	63.41
营业收入[亿元]	4.26	4.17	4.51
净利润 [亿元]	0.98	1.06	1.22
EBITDA[亿元]	1.15	3.74	2.63
经营性现金净流入量[亿元]	-22.53	-1.11	-5.03
投资性现金净流入量[亿元]	0.03	0.01	-0.03
资产负债率[%]	58.28	59.52	59.15
长短期债务比[%]	185.78	325.57	175.24
权益资本与刚性债务比率[%]	84.04	74.59	75.58
流动比率[%]	485.55	685.03	445.82
速动比率 [%]	220.05	339.89	193.68
现金比率[%]	82.36	145.20	81.58
利息保障倍数[倍]	0.27	0.59	0.45
有形净值债务率[%]	139.79	158.50	155.90
担保比率[%]	32.74	42.09	45.55
毛利率[%]	14.17	14.15	14.79
营业利润率[%]	14.79	28.10	30.55
总资产报酬率[%]	0.94	2.52	1.69
净资产收益率[%]	1.66	1.74	1.95
净资产收益率*[%]	1.69	1.77	2.01
营业收入现金率[%]	110.20	82.12	109.22
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-82.09	-4.39	-18.35
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-36.66	-1.27	-5.49
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-82.00	-4.33	-18.47
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-36.61	-1.25	-5.53
EBITDA/利息支出[倍]	0.27	0.60	0.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.05	0.03

注：表中数据依据无锡藕塘经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

附录五：

担保方主要财务数据及指标表

项目	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：财务数据根据江苏再担保经审计的 2015-2017 年财务报告整理、计算。

附录六：

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：

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）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。