

无锡锡东新城建设发展有限公司
及其发行的 13 锡新城债与 16 锡新城债
跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100744】

评级对象: 无锡锡东新城建设发展有限公司及其发行的 13 锡新城债与 16 锡新城债

	13 锡新城债	16 锡新城债
	主体/展望/债项/评级时间	
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 28 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 28 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2017 年 6 月 30 日	AA/稳定/AA/2017 年 6 月 30 日
首次评级:	AA/稳定/AA/2012 年 2 月 29 日	AA/稳定/AA/2016 年 6 月 2 日

主要财务数据

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	50.81	74.11	61.18
刚性债务	146.28	180.34	184.18
所有者权益	161.43	164.69	166.10
经营性现金净流入量	-32.65	-26.97	-4.34
合并数据及指标:			
总资产	331.31	364.67	369.47
总负债	169.88	199.98	203.37
刚性债务	146.28	180.34	184.18
所有者权益	161.43	164.69	166.10
营业收入	16.62	14.31	14.32
净利润	3.46	3.02	3.41
经营性现金净流入量	-32.65	-26.97	-4.69
EBITDA	3.70	3.23	4.11
资产负债率[%]	51.28	54.84	55.04
长短期债务比[%]	314.44	368.58	464.28
权益资本与刚性债务比率[%]	110.36	91.32	90.19
流动比率[%]	806.54	852.86	1021.05
现金比率[%]	123.97	173.65	169.86
利息保障倍数[倍]	0.42	0.30	0.34
EBITDA/利息支出[倍]	0.42	0.30	0.34
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02

注:发行人数据根据锡东建发经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com
张浩硕 zhs@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对无锡锡东新城建设发展有限公司(简称锡东建发、发行人、该公司或公司)及其发行的 13 锡新城债与 16 锡新城债的跟踪评级反映了 2017 年以来锡东建发公司在经营环境、外部支持等方面保持优势,同时也反映了公司在投融资、资产质量及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部经营环境良好。**无锡市具备良好的经济基础和商务环境,近年来产业结构升级明显。锡东新城商务区以高铁无锡东站为依托,区位优势明显,可为锡东建发建设发展提供良好支撑。
- **股东支持力度大。**锡东新城商务区是无锡市实施产业升级的重要区域,能得到各级政府的有力支持。锡东建发作为商务区重要的建设主体,在资源和项目获取上优势明显。

主要风险:

- **资金平衡压力较大。**在项目结算周期较长的情况下,随着商务区建设进度的推进,锡东建发面临的资金平衡压力较大。
- **资产变现能力不足。**锡东建发存货中包括较多道路资产和土地使用权,大多已被抵押,一定程度上影响了资产质量。
- **或有损失风险。**锡东建发对外担保规模偏大,面临一定或有损失风险。

➤ 未来展望

通过对无锡锡东新城建设发展有限公司及其发

行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



无锡锡东新城建设发展有限公司

及其发行的 13 锡新城债与 16 锡新城债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2013 年及 2016 年无锡锡东新城建设发展有限公司公司债券（分别简称“13 锡新城债”及“16 锡新城债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据锡东建发提供的经审计的 2017 年财务报表度财务报表及相关经营数据，对锡东建发的财务状况、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。

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]92 号文批复，该公司于 2013 年 1 月发行了待偿还本金为 15 亿元人民币的公司债券（13 锡新城债），票面利率 6.65%，期限为 7 年，设置本金提前偿付条款，2016-2020 年每年偿付发行总额的 20%。至本报告日，公司已到期偿还债券本金 6 亿元。该期债券所募集的资金用于三个项目建设，其中 4 亿元用于山韵佳苑安置房（AB 地块）工程项目、4 亿元用于山韵佳苑安置房（CD 地块）工程项目、7 亿元用于水岸佳苑安置房（AB 地块）工程项目。以上项目总投资 36.39 亿元，截至 2017 年末累计投入 36.32 亿元，募集资金已使用完毕，项目完成建设。

经国家发展和改革委员会发改财金[2016]271 号文批复，该公司于 2016 年 11 月发行了待偿还本金为 20 亿元人民币的公司债券（16 锡新城债），票面利率 3.92%，期限为 7 年，采取提前偿还本金方式，第 3 年起每年偿还本金的 20%，目前尚未进入还本期，付息正常。该债券所筹资金 15 亿元用于水岸佳苑安置房 CD 地块项目建设，5 亿元用于补充营运资金，募集资金已全部投入使用。该项目总投资 24.80 亿元，截至 2017 年末已投资 24.78 亿元，项目已基本完工。

该公司自 2013 年起陆续发行了 2 期公司债券（发改委核准发行）、3 期非公开发行公司债券（上海证券交易所、中证机构间报价系统备案发行），其中合计金额为 20.50 亿元的“15 锡东债”和“15 锡新债”将于 2018 年下半年兑付，面临较大的集中性偿付压力。此外，公司 2017 年在北京金融资产交易所发行了三期债券融资计划，发行金额分别为 10.00 亿元、5.00 亿元和 2.00 亿元，期限分别为 3 年、3 年和 5 年。

图表 1. 公司已发行债券概况

债券简称	起息年月	期限（年）	票面利率	发行金额	待偿还余额
13锡新城债	2013年1月	7年	6.65	15.00	9.00
15锡东债	2015年8月	3年	6.40	15.00	15.00
15锡新债	2015年12月	3年	5.95	5.50	5.50
16锡建发债	2016年3月	3年（2+1）	5.95	10.00	10.00

债券简称	起息年月	期限（年）	票面利率	发行金额	待偿还余额
16锡新城债	2016年11月	7年	3.92	20.00	20.00
2017年第一期债权融资计划	2017年8月	3年	6.10	10.00	10.00
2017年第二期债权融资计划	2017年12月	3年	6.20	5.00	5.00
2017年第三期债权融资计划	2017年12月	5年	6.28	2.00	2.00
合计	—	—	—	65.50	59.50

资料来源：锡东建发

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018年一季全球景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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，经济发展质量和效率有望进一步提升。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态势。

2018年一季全球景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季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，经济发展质量和效率有望进一步提升。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；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，

产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、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。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，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持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。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明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，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。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。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及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

（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，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。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

无锡市地处长三角，是江苏省经济发达地区，经济保持良好的发展态势。

无锡市位于长江三角洲中部，现辖2市5区。全市总面积4787.6平方公里，截至2017年末，常住人口为655.30万人。无锡市拥有丰富的产业和山水旅游资源优势，是长三角先进制造业基地、全国15个经济中心城市之一，连续多年入选福布斯中国大陆最佳商业城市。

无锡市经济规模在江苏省各地级市中排名靠前，经济增速在转型升级的背景下相对稳定。2017年，无锡市实现地区生产总值10511.80亿元，按可比价格计算，增速为7.4%。三次产业结构由2015年的1.6:49.3:49.1调整至2017年的1.3:47.2:51.5，产业结构持续调整。人均地区生产总值由2015年的13.09万元增长到2017年的16.07万元。经初步核算，2018年第一季度无锡市地区生产总值为2402.72亿元，比上年同期增长7.6%。

图表 2. 2015年以来无锡市主要经济指标及增速（单位：%）

	2015年		2016年		2017年		2018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）	8518.26	7.10	9210.02	7.50	10511.80	7.40	2402.72	7.60
第一产业增加值（亿元）	137.72	-0.10	135.19	-2.40	135.18	0.80	27.15	-2.00
第二产业增加值（亿元）	4197.43	5.00	4346.78	6.80	4864.44	7.30	1187.13	8.70
第三产业增加值（亿元）	4183.11	9.60	4728.05	8.60	5412.18	7.70	1188.44	6.90
人均生产总值（万元）	13.09		14.13		16.07		—	
规模以上工业增加值（亿元）	2953.34	4.40	3075.49	5.80	3382.77	8.60	821.70	10.40
全社会固定资产投资（亿元）	4901.19	7.00	4795.25	2.00	4967.51	4.70	831.25	4.80
社会消费品零售总额（亿元）	2847.61	9.20	3119.56	9.60	3458.04	10.90	905.27	9.50
进出口总额（亿美元）	684.67	-7.70	698.05	2.00	812.53	16.40	214.93	18.00

三次产业结构比	1.6:49.3:49.1	1.5:47.2:51.3	1.3:47.2:51.5	—
---------	---------------	---------------	---------------	---

资料来源：2015-2017 年锡东市国民经济和社会发展统计公报

锡东新城商务区基础设施建设趋于完善，招商引资初见成效，但整体经济体量仍偏小。

锡东新城商务区围绕“一年成名、三年成形、十年成城”的发展目标，全面推进基础设施建设，各项经济指标获得了较快的增长，但整体规模仍偏小。2017 年，商务区完成地区生产总值 135.86 亿元，同比增长 8.7%；第三产业增加值同比增长 13.40%。当年商务区工业总产值 95.60 亿元，同比增长 17.3%；其中规模以上工业产值 83.70 亿元，同比增长 17.0%。2017 年商务区完成固定资产投资 149.70 亿元，同比增长 8.00%，其中服务业投资 133.0 亿元，同比增长 9.7%。2017 年，商务区土地出让面积为 607 亩，较上年翻番，出让均价则与上年基本持平。

根据商务区管委会制定的“市政支撑、环境先行、公建引领、居住启动、商业发力”的发展战略和步骤，商务区自启动建设以来，在路网建设、环境改造、社会事业及民生改善等方面已取得了显著成果，为进一步的产业引进奠定了基础。目前，区域内“两横两纵快速路、五横六纵主干道、六横九纵次干道”的路网框架已经成型，竣工通车里程 130 公里；天一实验学校、水岸佳苑幼儿园、新锡山人民医院建成投用，锡山实验小学、查桥敬老院、泰和诚肿瘤医院建设工作有序推进；映月湖中央公园初具形态，九里河风光带和胶阳路景观带基本建成，人均绿地达到 40 平方米。

在商务区基础设施不断完善和区域商务环境持续改善的同时，商务区招商引资工作取得了一定成效。总部经济方面，占地 142.5 亩、总投资 51 亿元的中奥广场、物联网大厦、红豆商务大厦等 8 个总部经济项目 11 幢楼宇已落地，总建筑面积 66.5 万平方米，其中苏民投总部、民富沃能、中国南山车联网小镇、海尔国际创智谷等 25 个超亿元产业项目引进落户，前期入驻的中企中铁一局城轨公司 2017 年完成产值超 50 亿元。房地产开发方面，碧桂园、恒大、龙湖、融创等知名房地产开发商均已进入并推盘销售；2017 年商务区在开发地产项目 12 个，新增预售面积约 30 万平方米，商品房在售总面积约 85 万平方米；完成商品房销售 56 万平方米，同比下降 34.6%，实现销售额 57.7 亿元，同比下降 16.7%，受楼市调控影响销售状况明显波动。现代商贸方面，2017 年先锋汽车国际广场 12 家重点企业完成开票金额 18.50 亿元，同比增长 29.60%。

目前，锡东新城基础设施建设趋于完善，初步形成了现代化城市的发展框架。未来，锡东新城将全面推进由平面建设向立体构筑转变，进入以功能提升和内涵开发为主的新阶段。新城将依托现有的工业产业优势，突出龙头企业培育和产业链完善，进一步发挥实体经济对城市发展的支撑作用。需要关注的是，相较于基础设施建设投入的快进度和高集中度，新城区产业和人口导入的过程则较漫长，且与区域生态环境、政府政策、教育资源等因素密切相关，并对新城未来经济的可持续发展产生重要影响。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为无锡锡东新城商务区政府性项目重要的实施主体，并通过政府回购项目方式获得主业盈利和现金流。短期内公司的经营重点仍在于基础设施及安置房建设，持续的资本性支出使公司面临较大的筹资压力。

随着商务区公建配套的完善，公司业务规模趋于平稳。2017 年，公司主营业务收入为 14.32 亿元，较上年微增 0.13%，收入构成以工程建设为主，当年实现收入 12.48 亿元。此外，公司实现其他业务收入 0.55 亿元¹，主要系整理 5 平方公里地块获得的收入。

图表 3. 2015 年以来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
营业收入	166214.55	100.00	143057.37	100.00	143245.26	100.00
市政附属设施项目	45063.00	27.11	—	—	12963.12	9.04
工程建设项目	—	—	62953.12	44.01	124818.69	87.14
安居房建设项目	121151.55	72.89	68302.55	47.74	—	—
其他	—	—	11801.70	8.25	5463.45	3.81
毛利率		7.48		6.11		1.37
市政附属设施项目		7.41		—		-22.33
工程建设项目		—		4.62		3.51
安居房建设项目		7.41		7.41		—
其他		—		4.63		4.63

资料来源：锡东建发

基础设施建设方面，该公司项目运营模式无变更，公司负责融资及项目建设，建设资金由公司向银行借款和自筹，项目建成后公司按项目实际投资额的 108% 与商务区管委会结算。公司在建的基础设施项目主要有新锡路、文景路、吼山北路、无锡锡山实验小学、无锡协和双语学校等。当年公司分别结转工程建设和市政附属设施项目收入 12.48 亿元和 1.30 亿元，获取回购资金合计 9.46 亿元。公司基建项目部分已经完工，但因尚未进行竣工决算，计入存货科目，使得公司项目开发垫资规模大，存在持续的资金压力。

图表 4. 2015 年以来公司重点市政项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	概算总投资	实际已投资	资金来源	
			自有资金	融资
新锡路	3.15	3.87	3.40	0.47
文景路	1.45	1.61	1.40	0.21
吼山北路	1.20	1.52	1.20	0.32
高铁路网工程	1.35	1.39	1.10	0.29
九里河	1.95	1.57	1.50	0.45
芙蓉塘	1.28	1.14	1.00	0.28

¹ 该公司根据项目性质将计入存货的资产类别划分为市政工程、市政附属设施、安居房工程和其他等，结转收入时，根据项目类别分别结转为工程建设、市政附属设施、安居房建设和其他业务收入，本期 5 平方公里地块原在存货中计入其他类别，故结转收入时归为其他业务收入。土地整理与其他业务操作模式一致。

无锡锡山实验小学	1.98	1.66	1.98	—
无锡协和双语学校	3.22	3.00	2.02	1.20
合计	15.58	15.76	13.60	3.22

资料来源：锡东建发（截至 2017 年末）

安置房方面，该公司承建的山韵佳苑、水岸佳苑等项目顺利推进，2017 年末已基本完成建设。公司安置房项目建设也属代建项目，回购金额为投资额加计 8% 的代建费用。因项目进度未有达到结转标准，2017 年公司未结转安置房收入。

图表 5. 公司承接安置房项目情况表（单位：亿元，亩）

项目名称	占地面积	建筑面积	概算总投资	实际已投资	资金来源	
					自筹	融资
山韵佳苑安置房（AB 地块）	18.53	50.86	10.44	10.43	3.44	7.00
山韵佳苑安置房（CD 地块）	17.58	25.16	8.86	8.83	2.86	6.00
水岸佳苑安置房（AB 地块）	22.05	52.73	17.09	17.06	6.09	11.00
水岸佳苑安置房（CD 地块）	27.78	67.86	24.80	24.78	7.44	17.36
合计	85.94	196.61	61.19	61.10	19.83	41.36

资料来源：锡东建发（截至 2017 年末）

未来，该公司还将根据商务区要求及城镇开发时序安排，启动锡山文化艺术中心、锡山体育馆项目建设以及翠屏山山体整治工作，据公司测算，未来两年公司项目总投资规模 35 亿元左右，加上前期借款的还本付息，约需安排 60 亿元的资金。除项目回购款外，公司偿债资金主要源于新增银行借款以及其他融资渠道，短期内资金压力仍较大。

管理

跟踪期内，该公司产权、法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，该公司注册资本、股权结构和管理层没有发生变化，锡东建设管理中心仍持有公司 100% 股权，商务区管委会仍是公司实际控制人，公司产权状况详见附录一。

根据该公司 2018 年 5 月 7 日所载的《企业信用报告》，公司本部信用记录正常，尚无银行信贷违约记录。根据国家工商总局、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，公司不存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司主要利用自有资金支付项目建设款，刚性债务小幅增长，财务杠杆与上年末差异不大。公司核心资产仍主要沉淀于存货以及关联方占款，资产流动性欠佳。此外，公司对外担保规模偏大，存在一定或有损失风险。公司主业盈利偏弱，主要依赖政府补贴实现利润。

1. 公司财务质量

江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 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。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。2014 年 7 月起，公司执行财政部新制定及修订的 8 项会计制度。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司仅无锡润新新能源科技有限公司（简称：“无锡润新”）1 家。无锡润新成立于 2017 年 8 月 1 日，注册资本 3.00 亿元，其经营范围为：新能源汽车充电桩的研发、设计、销售、安装及维护；房地产开发；土地前期整理开发；利用自有资金对外投资；工程项目管理、物业管理、拆迁服务、城市项目建设综合开发。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。截至 2017 年末，无锡润新资产总额为 1.45 亿元，所有者权益为 1.20 亿元，当年未结转营业收入和净利润，对公司整体经营、财务状况影响小。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，该公司财务状况基本稳定，2017 年末负债总额为 203.37 亿元，较上年末略增 1.70%，资产负债率为 55.04%。公司负债以刚性债务为主，2017 年末为 184.18 亿元，占负债的比重为 90.56%，主要包括 107.35 亿元长期借款（含一年内到期的长期借款 14.52 亿元）、应付债券 74.50 亿元。公司持续支付项目工程款，应付账款不断减少，年末下降 15.24%至 14.31 亿元。

对外借款是该公司主要融资方式，以银行借款为主，2017 年末为 80.05 亿元；此外还通过发行信托或资管产品向银行融入资金，年末非信贷借款余额为 27.29 亿元。公司借款主要为担保借款、抵押借款和质押借款，年利率普遍为基准利率至上浮 20%。考虑到较大额的货币资金作为存单质押，实际融资成本高于名义利率。

图表 6. 截至 2017 年末公司长短期借款情况（单位：万元）

借款类别	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
担保及抵押借款	44800.00	650700.00	695500.00
质押、抵押借款	91570.00	134088.00	225658.00
质押、担保及抵押借款	6800.00	0.00	6800.00
质押及担保借款	2000.00	143493.00	145493.00
合计	145170.00	928281.00	1073451.00

资料来源：锡东建发

该公司根据商务区政府安排，为区属其他企业提供借款担保，2017 年末余额为 55.97 亿元，相当于公司所有者权益的 14.81%，存在一定的或有损失风险。

（2）现金流分析

2017 年，该公司项目回款速度有所放缓，无法完全覆盖项目工程支出，加之一定的非经营性资金流出，经营活动产生的现金仍呈净流出状态，为-4.69 亿元。投资环节

现金流较少，资金缺口主要通过股东增资及外部融资予以弥补。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.71 亿元。跟踪期内，公司为了控制存量债务风险，逐步缩小了新增融资规模。

(3) 资产质量分析

因经营积累，该公司所有者权益小幅增加，2017 年末为 166.10 亿元，同比略增 0.86%。2017 年末，公司净资产中，实收资本、资本公积和未分配利润分别为 34.00 亿元、106.23 亿元和 23.08 亿元，其中资本公积均为政府拨入的土地使用权，变现能力主要取决于当地土地市场、招商引资情况和土地出让指标，具有一定不确定性。

2017 年末，该公司资产总额为 369.47 亿元，同比略增 1.32%。年末货币资金出现减少，应收账款和预付款项增长较为明显，其他应收款和存货规模稳定在高位，分别占年末总资产的 16.57%、3.33%、7.90%、23.17%、48.58%。

因利用自有资金支付部分工程款，2017 年末该公司货币资金较上年末减少 17.40% 至 61.22 亿元，其中使用受限的定期存单为 14.37 亿元，占货币资金比重为 23.47%。应收账款为应收商务区管委会的工程款项，账龄均在 1 年之内，2017 年末余额为 12.31 亿元，较上年末增加 91.19% 是由于工程回购款回款速度减缓所致。由于支付拆迁款，2017 年末预付账款增长 58.82% 至 29.19 亿元，主要包括预付给恒廷实业 10.17 亿元拆迁款、预付给无锡市锡山区重点工程建设管理办公室、无锡市公共工程建设中心、无锡市锡山区交通局新韵路建设项目部的合计 18.38 亿元工程款。其他应收款主要系与商务区管委会及其所属企事业单位之间的往来款，2017 年末余额为 85.59 亿元，其中商务区管委会占其他应收款总额比例为 73.82%，账龄在 1-2 年左右。2018 年 5 月，新区管委会出具专项说明，明确对于公司债权中应收政府部门的款项合计 81.95 亿元，管委会计划分 5 年偿付完毕，即于 2018 年、2019 年、2020 年、2021 年和 2022 年分别偿还 9.9 亿元、9.6 亿元、20.8 亿元、21.2 亿元和 20.45 亿元。存货主要由待开发土地、安置房开发成本和市政工程项目及附属设施建设成本构成，其中当年待开发土地余额为 104.73 亿元，占存货比例为 58.35%，主要系商务区管委会向公司注入的土地资产²；安置房开发、市政工程项目及市政附属设施成本分别为 16.31 亿元、24.21 亿元和 26.26 亿元，合计占存货比例为 37.20%，变现受限于项目建设和政府回购进度。

(4) 流动性/短期因素

该公司账面流动性指标变现良好，但从资产质量来看，公司资产中以开发成本为主的存货占比高，且货币资金受限比率高，公司实际资产流动性较弱。

图表 7. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	806.54	852.86	1021.05
速动比率 (%)	322.00	389.19	442.02
现金比率 (%)	123.97	173.65	169.86

资料来源：锡东建发

² 截至 2017 年末，公司拥有土地 58 宗，面积 327.98 万平方米，主要为居住用地、商办用地。

截至 2017 年末，该公司 14.37 亿元货币资金受限，主要用于银行借款质押；账面价值 67.82 亿元的土地使用权受限，主要用于融资和对外担保抵押；应收账款抵押用于向国开行及农业银行贷款。

图表 8. 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	14.37	23.47	质押贷款
土地	67.82	37.78	抵押贷款

资料来源：锡东建发

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司主要以代建形式获取工程建设收入，当年实现营业收入 14.31 亿元，基本与上年持平。从毛利率水平来看，由于商务区管委会以固定比例成本加成的方式待项目竣工验收后进行回购，2017 年综合毛利率为 1.22%，较上年下降 4.73 个百分点，主要是由于“营改增”所致。

该公司经营收益³偏弱，2017 年为 1.67 亿元，财政补助构成公司主要的收益来源。2017 年公司获得政府补助为 2.34 亿元，绝大部分是商务区管委会对于公司承担的建设任务给予的财政补贴，考虑到未来公司仍有较大规模的基础设施建设项目，该项财政补助预计可持续，2017 年公司实现净利润 3.41 亿元，同比增长 13.10%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司为无锡锡东新城商务区政府性项目重要的实施主体，并通过政府回购项目方式获得少量主业盈利和现金流。短期内公司的经营重点仍在于基础设施及安置房建设，持续的资本性支出使公司面临较大的筹资压力。2017 年，公司主要利用自有资金支付项目建设款，刚性债务小幅增长，财务杠杆与上年末差异不大。公司核心资产仍主要沉淀于存货中以及关联方占款，资产流动性欠佳。此外，公司对外担保规模偏大，存在一定或有损失风险。公司主业盈利偏弱，主要依赖政府补贴实现利润。

2. 外部支持因素

锡东新城商务区是无锡市实施产业升级发展战略的重要区域，在政策和财力上能够得到各级政府的有力支持。该公司作为商务区基础设施建设的核心投融资主体，在资源和项目获取上优势明显，融资渠道和融资能力也能够得到一定保障。目前，公司财务杠杆处于合理区间，并与多家商业银行建立了良好的长期合作关系，2017 年末获得银行授信额度合计 133.50 亿元，未使用额度 25.90 亿元，未来仍有一定再融资空间。

³ 经营收益=营业利润-其他经营收益

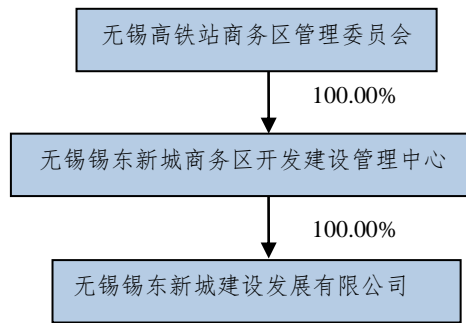
跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，锡东新城基础设施建设趋于完善，招商引资初见成效。2017年，该公司项目建设持续投入，因大量工程款项未结算，仍面临一定的资金压力。当年公司利用部分自有资金进行日常运营周转，债务规模基本稳定。年末资产主要沉淀于存货、其他应收款和货币资金，前两者变现能力较弱。公司债务期限结构合理，较为充足的可动用货币资金存量能够对项目投入、短期刚性债务偿付提供缓冲。

本评级机构仍将持续关注：（1）无锡市及锡东新城商务区经济实力的变动情况；（2）商务区土地出让情况和人口、产业导入情况；（3）锡东建发基础设施及安置房等项目建设进度；（4）锡东建发项目回购款项到位情况以及获得的财政补助情况；（5）锡东建发与商务区所属其他企业间的资金往来及所担保单位的经营状况；（6）后续偿债情况。

附录一：

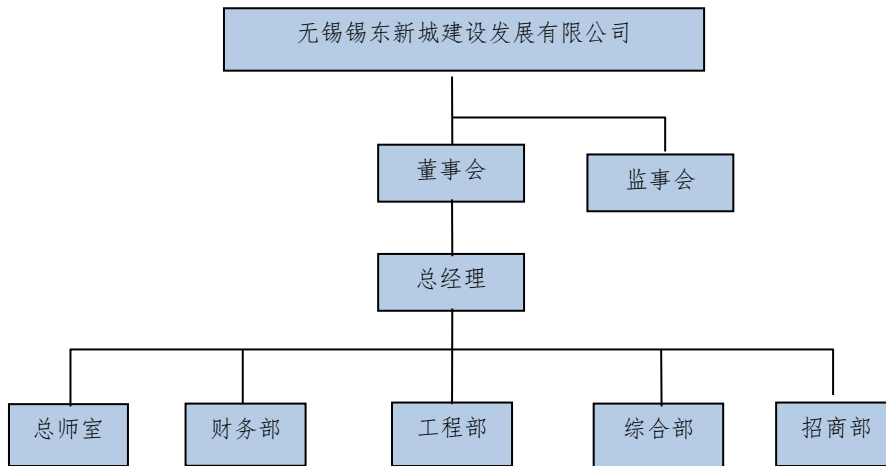
公司与实际控制人关系图



注：根据锡东建发提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据锡东建发提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

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]	331.31	364.67	369.47
货币资金 [亿元]	50.81	74.11	61.22
刚性债务[亿元]	146.28	180.34	184.18
所有者权益 [亿元]	161.43	164.69	166.10
营业收入[亿元]	16.62	14.31	14.32
净利润 [亿元]	3.46	3.02	3.41
EBITDA[亿元]	3.70	3.23	4.11
经营性现金净流入量[亿元]	-32.65	-26.97	-4.69
投资性现金净流入量[亿元]	—	0.00	0.82
资产负债率[%]	51.28	54.84	55.04
长短期债务比[%]	314.44	368.58	464.28
权益资本与刚性债务比率[%]	110.36	91.32	90.19
流动比率[%]	806.54	852.86	1021.05
速动比率 [%]	322.00	389.19	442.02
现金比率[%]	123.97	173.65	169.86
利息保障倍数[倍]	0.42	0.30	0.34
有形净值债务率[%]	105.69	121.93	123.53
担保比率[%]	14.81	32.87	33.70
毛利率[%]	7.41	5.95	1.22
营业利润率[%]	5.04	4.94	11.83
总资产报酬率[%]	1.21	0.92	1.11
净资产收益率[%]	2.17	1.85	2.06
净资产收益率*[%]	2.17	1.85	2.06
营业收入现金率[%]	116.01	136.33	69.88
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-69.46	-64.48	-11.92
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.47	-14.59	-2.33
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-69.46	-64.49	-13.99
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.47	-14.59	-2.73
EBITDA/利息支出[倍]	0.42	0.30	0.34
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02

注：表中数据依据锡东建发经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

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+期末短期投资余额+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%
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

附录五：

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实地调查和诚信义务，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。

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

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

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。