

无锡雪浪科教产业投资发展有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：陈小中 xzchen@ccxi.com.cn

项目组成员：芦婷婷 ttlu@ccxi.com.cn

赵 辰 chzhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1669 号

无锡雪浪科教产业投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“20 雪浪债”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持无锡雪浪科教产业投资发展有限公司（以下简称“无锡雪浪”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持无锡山水产业投资发展集团有限公司（以下简称“山水产业”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 雪浪债”的债项信用等级为 **AA+**；上述债项级别充分考虑了山水产业提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了滨湖区良好的外部环境、有力的政府支持和有力的偿债保障措施等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司总债务规模持续增长，未来面临较大投资压力、资产流动性一般、盈利对非经常性收益依赖性强、对外担保规模较大以及担保方债务规模较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

无锡雪浪（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	101.22	104.06	119.51	129.37
所有者权益合计（亿元）	55.92	56.53	74.93	73.20
总负债（亿元）	45.30	47.53	44.58	56.17
总债务（亿元）	13.96	21.77	29.00	42.37
营业总收入（亿元）	6.31	6.38	6.92	2.56
经营性业务利润（亿元）	0.54	0.55	0.60	0.16
净利润（亿元）	1.95	2.32	2.36	0.47
EBITDA（亿元）	2.13	2.34	2.40	--
经营活动净现金流（亿元）	2.83	-4.29	-15.64	-7.99
收现比(X)	1.12	1.18	1.16	0.25
营业毛利率(%)	9.42	9.55	9.82	11.21
应收类款项/总资产(%)	19.49	17.92	14.20	14.48
资产负债率(%)	44.75	45.68	37.30	43.42
总资本化比率(%)	19.98	27.80	27.90	36.66
总债务/EBITDA(X)	6.55	9.30	12.09	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.29	3.78	2.30	--
山水产业（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	323.36	309.24	317.88	326.58
所有者权益合计（亿元）	118.31	118.64	131.66	132.25
总负债（亿元）	205.05	190.60	186.21	194.33
总债务（亿元）	194.18	179.78	176.43	183.40
营业总收入（亿元）	23.02	22.21	23.14	6.02
经营性业务利润（亿元）	3.77	3.53	4.04	0.63
净利润（亿元）	3.33	3.83	3.95	0.65
EBITDA（亿元）	4.62	4.67	4.75	--
经营活动净现金流（亿元）	1.75	12.10	10.06	-0.42
收现比(X)	1.00	1.05	1.15	0.17
营业毛利率(%)	14.27	13.71	16.25	13.21
应收类款项/总资产(%)	39.25	42.37	39.60	38.86
资产负债率(%)	63.41	61.64	58.58	59.50
总资本化比率(%)	62.14	60.24	57.26	58.10
总债务/EBITDA(X)	42.04	38.54	37.16	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.45	0.54	0.51	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **良好的外部环境。**2021 年，滨湖区实现地区生产总值 (GDP)982.56 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9%，经济基础较好；同时，滨湖区产业结构持续优化，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **有力的政府支持。**2021 年股东山水城信息服务中心向公司注资 11.60 亿元作为资本公积，公司自有资本实力持续夯实。此外，2022 年 3 月，滨湖区政府将无锡市仙河建设工程有限公司（以下简称“仙河建设”）100.00% 股权无偿划转至公司，仙河建设的划入有助于公司业务的进一步拓展。

■ **有力的偿债保障措施。**本期债券由山水产业提供全额无条件不可撤销连带责任担保。山水产业是滨湖区重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，其提供的保证担保对本期债券本息兑付具有很强的保障作用。

关注

■ **总债务规模持续快速增长，且后续面临较大的投资压力。**公司项目持续建设推动债务规模逐年增长，截至 2022 年 3 月末总债务增至 42.37 亿元，且在建及拟建项目尚需投资超 23 亿元，未来资本支出压力较大。

■ **公司资产流动性一般。**截至 2022 年 3 月末，公司应收款项和存货分别为 13.24 亿元和 31.11 亿元，长期股权投资为 63.05 亿元，主要是对山水产业的投资，上述科目占总资产的比重超 83%，资产流动性一般。

■ **盈利对非经常性收益依赖性强。**公司经营性业务盈利能力弱，2021 年利润总额为 2.37 亿元，其中投资收益 1.72 亿元，盈利依赖于非经常性收益。

■ **对外担保规模较大。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额合计 19.69 亿元，占期末净资产的比重为 26.89%。担保对象全部为国有企业。考虑到目前公司对外担保规模较大，仍需关注其面临的或有负债风险。

■ **担保方债务规模较大。**截至 2022 年 3 月末，山水产业总债务为 183.40 亿元，其中，短期债务 46.05 亿元，存在即期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，无锡雪浪科教产业投资发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**区域经济财政实力提升，公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

无锡雪浪科教产业投资发展有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	0.58	6
	收现比(X)*	1.16	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	2.97	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.00	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	74.93	7
	总资本化比率(X)	0.28	10
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	6	6
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			3
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡初始级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

著提升。

■ **可能触发评级下调因素。** 区域经济环境恶化，公司地位下降致使股东及各方支持意愿减弱，重要子公司股权划出；财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化导致的流动性紧张等。

评级历史关键信息

无锡雪浪科教产业投资发展有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	20 雪浪债(AA+)	2021/06/28	徐璐、张卡	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	20 雪浪债(AA+)	2019/07/03	孙向南、孙抒	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型	阅读全文

同行业比较

2021 年滨湖区部分基础设施投融资企业主要指标对比表 (亿元、%)							
公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业收入	净利润	经营活动净现金流
无锡雪浪	119.51	74.93	37.30	29.00	6.92	2.36	-15.64
山水产业	317.88	131.66	58.58	176.43	23.14	3.95	10.06
无锡新发	453.79	180.13	60.30	232.97	26.42	3.44	23.75

注：“无锡新发”为“无锡市新发集团有限公司”的简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 雪浪债	AA+	AA+	2021/06/28	10.00	10.00	2020/03/18~2027/03/18	债券提前偿还

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 雪浪债”发行金额为 10 亿元，发行期限 7 年，募集资金用途方面，拟 4 亿元用于补充流动资金，6 亿元用于瑞雪家园棚户区改造项目。截至出报告日，0.03 亿元尚未使用，与募集资金法定用途一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了上年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于上年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应当适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准

发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年无锡市整体经济规模持续增长，第二、三产业发达，保持了很强的经济及财政实力

无锡市位于长江三角洲腹地、苏锡常都市圈的地理中心，是江苏省确定的重点建设的四个特大型城市之一。无锡市拥有较高的工业化发展水平以及优越的长三角区位交通件，下辖的江阴市和宜兴市经济实力位列全国百强县（市）前十位，无锡高新技术产业开发区、锡山经济技术开发区、宜兴经济技术开发区、无锡惠山经济技术开发区、宜兴环保科技工业园和江阴高新技术产业开发区六个国家级开发区和国家级旅游度假区太湖国家旅游度假区。2021年末全市常住人口747.95万人，其中城镇常住人口619.98万人，常住人口城镇化率82.89%。

近年来，无锡市经济总体保持快速稳定的发展态势。根据无锡市人民政府发布的《2021年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2021年，无锡市实现生产总值14,003.24亿元，按可比价计算增长8.8%。按常住人口计算人均生产总值达到18.74万元。2021年，全市规模以上工业企业实现增加值4,926.42亿元，比上年增长12.9%。分产业看，全市第一产业实现增加值130.33亿元，比上年增长

1.3%；第二产业实现增加值6710.50亿元，比上年增长9.9%；第三产业实现增加值7162.41亿元，比上年增长7.9%；三次产业比例调整为0.9:47.9:51.2。

固定资产投资方面，2021年固定资产投资完成3,985.20亿元，比上年增长4.5%。其中：第一产业投资完成3.67亿元，比上年下降51.7%；第二产业投资完成1,563.03亿元，比上年下降9.9%；第三产业投资完成2,418.50亿元，比上年增长16.7%。

对外贸易方面，按美元计，2021年，进出口总值首次突破千亿美元大关，全年实现进出口总值1,057.01亿美元，比上年增长20.4%。其中，进口总值403.51亿美元，比上年增长10.4%；出口总值653.51亿美元，比上年增长27.6%。一般贸易实现出口总值390.40亿美元，占出口总值的比重为59.7%。按人民币计，全年实现对外贸易进出口总值6,829.37亿元，比上年增长12.4%。其中，进口总值2,607.61亿元，比上年增长3.1%；出口总值4,221.75亿元，比上年增长19.0%。

根据无锡市人民政府发布的《2022年1~3月主要经济指标完成情况》及政府专项统计数据，2022年1~3月，无锡市实现地区生产总值3,236.97亿元，按可比价格计算，同比增长3.8%。

表1：无锡市经济及固定资产投资情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
地区生产总值	11,852.32	12,370.48	14,003.24	3,236.97
规模以上工业企业增加值	3,753.19	3,968.80	4,926.42	1206.68
固定资产投资	3,595.94	3,815.36	3,985.20	801.12
进出口总额（亿美元）	924.30	877.85	1,057.01	--

资料来源：无锡市年度统计公报、无锡市统计局，中诚信国际整理

产业方面，近年无锡市产业结构持续优化。2021年，全市战略性新兴产业、高新技术产业产值占规上工业比重分别达39.9%、49.2%，物联网产业入选国家首批先进制造业集群，集成电路、生物医药、软件等产业增幅均超20%，千亿级产业集群增至10个。

财政收支方面，2021年，无锡市实现一般公共

预算收入 1,200.50 亿元，同比增长 11.6%。其中，税收收入 983.87 亿元，同比增长 10.7%。税收收入占一般公共预算收入比重为 82.0%，在省内保持较高水平。同期，无锡市一般公共预算支出为 1,357.91 亿元，财政平衡率为 88.41%；受益于较为活跃的土地市场，全市当年实现政府性基金预算收入 1,225.77 亿元。2022 年 1~3 月，无锡市实现一般公共预算收入 328.52 亿元，同比增长 5.1%，其中税收收入 282.44 亿元，同比增长 2.3%。

表 2：无锡市财政收支情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
一般公共预算收入	1,036.33	1,075.7	1,200.50	328.52
其中：税收收入	870.20	889.12	983.87	282.44
一般公共预算支出	1,117.58	1,214.92	1,357.91	--
政府性基金收入	797.30	987.95	1,225.77	--
财政平衡率（%）	92.73	88.54	88.41	--

资料来源：2019~2020 年数据来自无锡市年度决算报告；2021 年数据来自《2021 年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，中诚信国际整理

政府性债务方面，截至 2021 年末，无锡市政府债务限额为 1,680.94 亿元，政府债务余额为 1,608.06 亿元。其中，一般债务余额 522.5 亿元，专项债务余额 1,085.56 亿元。

总体来看，无锡市地理位置优越，整体经济实力较强，财政收入稳定增长，为公司经营发展提供了有利的外部环境。

2021 年无锡市滨湖区经济运行稳定，产业结构持续优化，财政实力水平呈现快速增长

滨湖区是无锡市五个下辖区之一，位于无锡市西南部。滨湖区现辖胡埭 1 个镇和马山、雪浪、蠡园、河埭、荣巷、蠡湖 6 个街道；另有太湖街道、华庄街道于 2019 年划归无锡经开区管理，此次划转仅为管理体制的变更，其行政区划上仍归属于滨湖区；此外，拥有国家级旅游度假区、国家级工业设计园、国家级数字电影产业园各 1 个和无锡山水城、蠡园经济开发区 2 个省级开发区。

近年来，滨湖区经济总量保持增长趋势，2021 年实现地区生产总值 982.56 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9%。其中，第一产业增加值 3.55

亿元，比上年下降 0.9%；第二产业增加值 372.43 亿元，比上年增长 10.8%；第三产业增加值 606.58 亿元，比上年增长 7.9%。三次产业结构由上年的 0.4:37.6:62 调整为 0.4:37.9:61.7。

固定资产投资方面，2021 年，滨湖区完成固定资产投资 299.57 亿元，比上年增长 5.3%。分产业看，第二产业投资 61.82 亿元，比上年增长 8.8%；第三产业投资 237.64 亿元，比上年增长 4.5%。

滨湖区工业以机械、电子电气等为支柱产业，同时生物医药等新兴产业发展迅速。2019 年以来实现生命健康、集成电路设计、车联网、信息技术、影视文化、金融创投等六大新兴产业专项政策实现全覆盖，业务收入继续保持 20% 以上增速，并培育形成生命健康、信息技术 2 个百亿级产业集群。2021 年，滨湖区 485 家规模以上工业企业（年销售 2000 万元以上）完成总产值 764.00 亿元，比上年增长 25.8%；完成销售产值 745.15 亿元，比上年增长 24.9%；实现营业收入 755.44 亿元，比上年增长 23.9%；实现利税 101.27 亿元，比上年增长 29.9%；实现利润 87.27 亿元，比上年增长 37.3%。

财政方面，2021 年，滨湖区实现一般公共预算收入 101.14 亿元，同比增长 16.5%，其中税收收入 86.27 亿元，同比增长 14.1%；一般公共预算支出 94.42 亿元，同比增长 0.16%。

政府债务方面，截至 2021 年末，滨湖区地方政府债务余额为 97.57 亿元，地方政府债务限额 100.52 亿元。

表 3：滨湖区财政情况（亿元）

	2019	2020	2021
一般公共预算收入	81.50	86.78	101.14
其中：税收收入	73.37	75.59	86.27
上级补助收入	24.37	20.89	22.05
政府性基金收入	23.37	72.62	111.28
其中：土地使用权出让	23.18	71.55	110.87
一般公共预算支出	76.52	94.28	111.28
政府性基金支出	62.79	76.6	118.55
财政平衡率（%）	106.51	92.05	107.12

注：1、上述合计数差异主要系四舍五入所致；2、财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：滨湖区财政局，中诚信国际整理

无锡山水城招商引资进展良好，地区建设水平不断提升

无锡山水城（以下简称“山水城”）由原江苏省无锡太湖山水城旅游度假区和原无锡太湖新城科教产业园于 2009 年 9 月整合组建而成，与雪浪街道两块牌子、一套班子。辖区内拥有鼋头渚、三国水游城 5A 级景区 2 个，4A 级景区 1 个，红沙湾、雪浪山、龙寺生态园 3 个 3A 级景区，以及单体投资超 400 亿元的省级重点文旅项目融创文旅城，和贯穿全境的国家级湿地公园长广溪湿地。2021 年全年实现游园人数 2,440 万人次。此外，山水城拥有国家智能交通测试基地、江南大学、无锡职业技术学校等一批高等院校和科研院所；拥有以“数字经济”为主导的影视文化、智能交通、信息安全、全域旅游、院所经济等新经济企业 2,000 余家。

近年来，山水城围绕打造“科技驱动的创新高地、魅力闪耀的影视名都、宜居宜业的山水名城”的总体战略目标，着力推动城市发展从大拆大建向精致经营提升、推动经济发展从资源以来向精明增长提升。2021 年，无锡山水城完成规模以上工业总产值 90.2 亿元，同比增长 10.6%；规模以上服务业营业收入 35.08 亿元，同比增长 30%，排名全区第一；完成限额以上社会消费品零售总额 8.9 亿元，同比增长 55%；完成规上服务业营业收入 43.5 亿元，同比增长 35%；实际使用外资 7,767 万美元，超额完成目标任务。

跟踪期内，公司股权结构及内部治理等未有调整，公司管理制度较为完善，能够满足当前运营需要

跟踪期内，公司股权结构维持稳定，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，无锡市滨湖区财政局对公司出资 16.00 亿元，持股比例为 80%，为公司控股股东；无锡山水城信息服务中心对公司出资 4.00 亿元，持股比例为 20%。公司实际控制人为无锡市滨湖区财政局。跟踪期内，公司法人治理结构、内控制度亦无变化，能够满足当前运营需要。

公司仍是无锡市滨湖区下属重要的基础设施投资建设和运营主体，承担滨湖区范围内工程项目建设以及科教载体建设、运营业务，2022 年公司新增工程施工业务，业务种类有所拓展

跟踪期内，公司部分安置房项目业务模式由委托代建模式转变为定向销售，导致收入结构有所变动，但仍以工程建设收入为主。2021 年公司实现收入 6.41 亿元，较上年稳中有增，其中，工程建设业务收入占比为 92.66%，较上年略有下降；安置房销售实现收入 0.46 亿元，规模较小。2022 年 3 月滨湖区政府将无锡市仙河建设工程有限公司（以下简称“仙河建设”）100.00%股权无偿划转至公司，仙河建设主要从事建筑施工业务，当期增加工程施工收入 0.60 亿元。2022 年 1~3 月公司实现营业收入 2.56 亿元，同比增长 39.04%。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.3
工程建设业务	6.27	6.33	6.41	1.95
安置房出售业务	--	--	0.46	--
载体租赁业务	0.04	0.05	0.04	0.01
工程施工业务	--	--	--	0.60
合计	6.31	6.38	6.92	2.56
占比	2019	2020	2021	2022.3
工程建设业务	99.37	99.23	92.66	76.19
安置房出售业务	--	--	6.69	--
载体租赁业务	0.63	0.77	0.65	0.53
工程施工业务	--	--	--	23.28
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司工程建设业务经营稳定并陆续收到工程结算款，但在建及拟建项目未来投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力

公司工程建设业务主要展业范围系无锡市滨湖区（主要集中于无锡山水城）。滨湖区政府以及两家业主单位无锡市蠡湖经济发展有限公司（以下简称“蠡湖经发”）和无锡金源产业投资发展（集团）有限公司（以下简称“无锡金源”）将滨湖区范围内建设用地的前期拆迁和平整、道路工程和教育产业项目交由公司建设。其中，滨湖区人民政府主要将山水城范围内部分拆迁项目交由公司进行投资建

设；蠡湖经发将基础设施建设项目及安置房项目交由公司进行投资建设；无锡金源将雪浪中心小学、滨湖中学等科教载体建设项目交由公司进行投资建设。根据公司与滨湖区政府以及两家业主单位签订的《工程项目建设协议书》，滨湖区政府或业主单位按照工程建设项目完工进度或在项目竣工验收后，根据项目的投资总额的 110% 向公司支付工程款，付款期限一般不超过 5 年。公司每年根据完工百分比法与滨湖区政府或业主单位确认工程项目结算金额。

近年来，公司各项建设工程推进较为顺利，跟踪期内顺利完成滨湖中学拆迁项目、雪浪中心、万顺道（清晏路-清源路）和石塘小学等多个工程建设项目，实际总投资为 19.80 亿元，截至 2022 年 3 月末，上述项目累计确认收入 21.84 亿元，累计收到回款 18.96 亿元。2021 年工程建设业务实现收入 6.41 亿元，同比增长 1.31%，当年收到完工项目回款 8.00 亿元。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司已完工项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已确认收入	已回款
缘溪路及延伸段拆迁	4.23	4.35	4.35
雪浪初轧厂地块拆迁	4.00	5.35	5.35
干城路拆迁	1.50	1.66	1.65
五湖大道拆迁	1.43	1.58	1.58
胡埭工业园	1.55	1.43	1.43
鹤语路、鹤溪路、鹤鸣路项目	0.53	0.58	0.57
雪浪中心幼儿园室内及场地改造	0.08	0.11	0.11
滨湖中学迁建项目	3.50	3.19	2.15
雪浪中心小学	1.20	1.08	0.27
万顺道（清晏路-清源路）	0.58	0.82	0.44
石塘小学	1.20	1.69	1.06
合计	19.80	21.84	18.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目较多，其中仙河苑三期、新四院南侧环境整治等 5 个项目计划总投资合计 34.97 亿元，已投资 26.93 亿元，尚需投资约 8.04 亿元。此外，南泉社区埭头地块拆迁、天空树以东地块（望溪腾地）、大浮东山头和大浮山门口项目目前尚未确定总投资规模，目前已投

资 12.13 亿元。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要在建代建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期
仙河苑三期	22.00	21.34	2014-2022
滨湖小学（南横街）	2.48	1.63	2021-2022
和风路（万顺道-五湖大道）	2.45	0.82	2021-2023
新四院南侧环境整治	6.00	1.97	2020-2023
羊岐地块还湖整改工程项目	2.04	1.17	2021-2022
南泉社区埭头地块拆迁	--	0.13	2019-2022
天空树以东地块（望溪腾地）	--	6.83	2021-2023
大浮东山头	--	2.09	--
大浮山门口	--	3.08	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，目前公司主要在手项目为许舍地区九年一贯制学校项目与万顺路（和风路-清晏路），拟投资 7.45 亿元。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司主要拟建项目（亿元）

项目名称	建设期	拟投资
许舍地区九年一贯制学校	2022.10-2024.08	6.00
万顺路（和风路-清晏路）	2022.12-2023.07	1.45
合计	--	7.45

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

需要特殊说明的是，2021 年公司对原代建安置房项目瑞雪家园业务模式进行了调整，变为定向销售模式。公司根据政府的安置计划定向销售给相应地块的被征收人，公司结合政府指导价格，以低于同地段同品质普通商品房的价格进行定向销售，并按销售情况确认收入。瑞雪家园项目的土地为划拨用地，征地拆迁安置住房的土地收益及相关费用由安置房所有权人在上市交易前缴纳，公司无需缴纳土地出让金即可对外销售。该项目总投资 21.56 亿元，采用分期建设模式，项目建设周期预计为 2017~2022 年，拟建成 2,567 套安置房。截至 2022 年 3 月末，项目已投资 13.27 亿元，尚需投入 8.29 亿元。2021 年，公司开始对已完工房源进行销售，当年累计销售安置房 103 套，共计 10,109.46 平方米，销售价格 4,580.00 元/平方米，取得安置房销售收入 0.46 亿元。剩余房源将根据政府安置计划进行定向销售，该项目的盈利情况有待持续关注。

中诚信国际认为，公司承担滨湖区山水城范围

内科教及基础设施工程项目建设，具有重要的区域地位，且近年来随着滨湖区的逐步发展，公司基建业务规模不断扩大，收入逐年增加。但项目回款整体仍存在一定的滞后，且在建项目未来投资规模较大，资金压力仍存。

公司载体运营业务收入稳定，2022 年随着仙河建设的划入，公司新增工程建设业务，亦对收入形成一定补充；同时，公司通过参股山水产业，每年能带来稳定的投资收益

公司是无锡滨湖区范围内主要的载体开发和运营主体之一，目前公司名下的载体主要为中科院软件所科研用房，主要出租或出售给中科院软件所无锡分部。

中科院软件所科研用房项目占地面积 2.9 万平方米，房屋面积 10.4 万平方米，该项目 2015 年起完工投用，实际投资 4.16 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司持有科教用房建筑面积 8.21 万平方米，对外出租面积 2.25 万平方米，剩余科教用房公司根据招商引资政策适时出租或销售，目前除已出租部分，其余科教用房尚处于空置状态，需持续关注后续的出租和销售情况。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现载体租赁收入为 449.91 万元和 136.30 万元，2021 年租赁收入同比小幅下降主要系当年未将水电燃气费作为收入核算所致。

2022 年 3 月，滨湖区政府将仙河建设 100.00% 股权无偿划转至公司，仙河建设主要从事建筑施工业务，具有建筑工程施工总承包三级资质、市政公用工程总承包三级资质，及道路照明工程专业承包三级资质。2021 年末仙河建设总资产 3.63 亿元，总负债 5.79 亿元，处于资不抵债状态。2021 年实现营业收入 1.15 亿元，营业毛利率为 19.33%，由于仙河假设债务规模较大且融资成本较高，导致当期净利润为-0.15 亿元。2022 年 1~3 月，公司新增建筑施工业务收入 0.60 亿元。仙河建设目前处于亏损状态，需持续关注其后续运营及对公司的影响。

此外，公司主要参股企业为山水产业（为本次

债券的担保方，具体经营见后文分析），持股比例为 49%。山水产业是无锡市滨湖区重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，主要负责滨湖区山水城范围的基础设施投资建设，同时承担山水城内产业园区、生态景区等的投资建设和经营管理职能，山水产业以委托代建形式从事山水城范围内的基础设施建设业务，具有重要的区域地位。2021 年公司实现投资收益 1.73 亿元，较上年略降 1.89%，2022 年 1~3 月公司实现投资收益 0.32 亿元，同比增长为 1.62%。

中诚信国际认为，公司载体运营业务收入稳定，对总收入形成有益补充；同时，公司通过参股山水产业，每年能带来稳定的投资收益。

财务分析

以下分析基于公司提供的中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年三年连审报告，以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。财务报告均采用新会计准则编制。

公司经营业务获利能力有限，最终盈利对投资收益等非经常性损益依赖性较强

2021 年公司实现营业总收入 6.92 亿元，同比增长 8.49%。分板块看，2021 年公司工程建设板块实现收入 6.41 亿元，同比增长 1.31%；载体租赁业务实现收入 449.51 万元，同比下降 8.50%；新增安置房销售收入 4,630.13 万元。毛利率方面，由于工程建设业务板块均按成本加成确认收入，近年毛利率保持稳定；安置房销售毛利率较高，但受限于收入规模较小，对公司全年综合毛利影响较小，2021 年公司综合毛利率为 9.82%，较上年略升 0.27 个百分点。2022 年 1~3 月，受益于毛利率较高的工程施工业务的开展，当期公司实现营业收入 2.56 亿元，营业毛利率为 11.21%。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

	2019	2020	2021	2022.3
工程建设业务	8.85	8.85	8.85	8.85

安置房出售业务	--	--	14.49	--
载体租赁业务	100.00	100.00	100.00	100.00
工程施工业务	--	--	--	16.92
营业毛利率	9.42	9.55	9.82	11.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用包括管理费用和财务费用，由于公司对工程的财务利息支出进行了资本化且同期利息收入较多，使得财务费用整体表现为负。2021年公司期间费用率为0.66%，2022年1~3月，期间费用率为0.11%，期间费用管控能力较好。

利润总额方面，公司利润总额主要由投资收益和经营性业务利润构成，其中由山水产业产生的投资收益是公司利润的重要且稳定来源。此外，近年公司经营性业务利润逐年增加，2021年实现利润总额为2.37亿元，同比增长1.76%。2022年1~3月，公司实现利润总额0.47亿元，包括经营性业务利润0.16亿元和投资收益0.30亿元。

表 9：近年来公司期间费用相关指标（万元）

	2019	2020	2021	2022.3
管理费用	0.04	0.05	0.06	0.05
财务费用	-0.02	-0.02	-0.02	0.06
期间费用合计	0.02	0.03	0.05	0.11
期间费用率(%)	0.32	0.45	0.66	4.35
经营性业务利润	0.54	0.55	0.60	0.16
投资收益	1.57	1.76	1.72	0.30
公允价值变动收益	0.005	0.02	0.03	--
利润总额	2.08	2.32	2.37	0.47
EBITDA 利润率(%)	33.81	36.68	34.66	--
总资产收益率(%)	2.17	2.28	2.15	1.74*

注：1、公司无销售费用和研发费用；2、标*指标已年化；3、小数点尾差由四舍五入导致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司代建项目建设投入推动资产和债务规模均实现增长，但受益于资本实力的增强，资产负债率降幅较大

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润组成。2021年山水产业采用权益法核算增加资本公积4.44亿元，同期，收到股东无锡山水城信息服务中心（以下简称“山水城信息服务中心”）增资款11.60亿元，当年资本公积增至38.35亿元，资本实力得以有力提升。2021年末公司财务

杠杆率较上年末显著下降，当年末资产负债率为37.30%，同比下降8.38个百分点，总资本化比率为27.90%。2022年3月末仙河建设纳入合并报表范围，推高公司财务杠杆比率，截至2022年3月末资产负债率增加至43.42%，总资本化比率增加至36.66%。

表 10：近年来公司所有者权益主要构成情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
实收资本	20.00	20.00	20.00	20.00
资本公积	24.02	22.30	38.35	36.15
未分配利润	10.72	12.80	14.93	15.39
所有者权益合计	55.92	56.53	74.93	73.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产结构方面，2021年以来，随着基础设施投入的增多，公司总资产规模显著增长，资产结构仍以非流动资产为主，当年末非流动资产占比57.19%。流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。其中货币资金无受限，包括银行存款10.77亿元，其他货币资金0.10亿元，期末货币资金同比增长24.65%，系公司当年新增银行融资较多但资金尚未使用完毕所致。应收账款为公司应收无锡市滨湖区财政局3.73亿、应收无锡市金源产业投资发展集团有限公司2.38亿元和应收市蠡湖经济发展有限公司5.15亿元工程款，公司未对上述应收款计提坏账准备，中诚信国际将关注上述款项的回收进度。其他应收款主要系应收无锡山水城资产经营有限公司往来款3.22亿元、应收无锡南泉古镇建设发展有限公司往来款1.74亿元、应收无锡市仙河建设工程有限公司往来款0.45亿元、应收无锡山水升态农业投资开发有限公司往来款0.32亿元和应收无锡市雪浪环卫保洁服务有限公司往来款0.01亿元，上述应收往来款占其他应收款的比例为99.52%。存货随着基础设施项目的持续投入，2021年末增至23.30亿元，同比增长60.75%。2022年3月末，公司应收账款较上年末进一步增长至13.24亿元；存货规模进一步增长至31.11亿元。

非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成，2021年末上述两项

占非流动资产的比重分别为 91.84% 和 8.15%。其中长期股权投资主要系公司按权益法核算对山水产业的投资，占公司总资产的比重较高，2021 年取得山水产业投资收益 1.73 亿元，其他权益变动 4.44 亿元，当年末长期权益投资增至 62.77 亿元。投资性房地产主要为公司用于出售或租赁的科教用房，公司投资性房地产采用公允价值计量。2022 年 3 月末，公司非流动资产构成保持稳定。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	4.42	8.72	10.87	10.37
应收账款	13.52	12.36	11.26	13.24
其他应收款	6.21	6.28	5.72	5.49
存货	14.92	14.49	23.30	31.11
流动资产	39.10	41.89	51.16	60.36
长期股权投资	56.56	56.60	62.77	63.05
投资性房地产	5.52	5.53	5.57	5.57
非流动资产	62.12	62.18	68.34	69.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，2021 年，公司支付较大规模与其他国有单位的往来款，导致当年末负债总额同比下降 6.21%。当年公司应付往来款规模下降，同时长期债务规模的扩张导致当年末负债结构转为以非流动负债为主。2021 年末公司非流动负债占总负债的比重为 58.38%，由长期借款和应付债券构成。2021 年公司项目投入，融资增加，当年末长期借款和应付债券分别同比增长 239.75% 和 33.33%。公司流动负债主要包括短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。其中，短期借款规模较小；其他应付款规模进一步下降至 13.59 亿元，主要是应付其他国有单位的往来款减少。一年内到期的非流动负债随着一年内到期长期借款规模下降而下降。2022 年 3 月末，公司长期借款规模的扩张，非流动负债占比进一步扩大，当期末非流动负债比重增至 66.93%。

表 12：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	5.65	1.43	1.95	2.29
其他应付款	29.40	23.79	13.59	11.55
一年内到期的非流动负债	3.50	3.77	1.71	3.17

流动负债	40.82	30.28	18.55	18.57
长期借款	3.80	1.57	5.33	16.90
应付债券	--	15.00	20.00	20.00
非流动负债	4.48	17.25	26.02	37.59
负债合计	45.30	47.53	44.58	56.17
短期债务	10.16	5.20	3.66	5.46
长期债务	3.80	16.57	25.33	36.90
总债务	13.96	21.77	29.00	42.37

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务方面，公司债务以银行借款和债券为主，银行借款占比略超 50%。2021 年公司债务规模进一步扩张，年末总债务增至 29.00 亿元，2022 年 3 月末负债较高的仙河建设纳入合并报表，同时，公司融资规模增加，推动公司总债务规模增至 42.37 亿元，较上年末增长 46.10%，以长期债务为主，长期债务占比为 87.10%。

到期债务期限分布方面，近三年公司到期债务规模分布较为均匀，2022 年即期债务均为银行借款，短期偿债压力可控。目前，工程建设回款、自有资金及借款仍是公司最主要偿债来源。

表 13：截至 2022 年 3 月末公司有息债务期限分布（亿元）

	2022.4~12	2023	2024	2025 及以后
到期本金	2.90	6.59	6.94	25.94

资料来源：公司提供

2021 年公司经营活动净现金流呈净流出，且债务规模扩大，EBITDA 对债务的保障能力下降，整体偿债指标较弱

现金流方面，2021 年公司支付较大规模与经营相关的往来款，当年经营活动现金流净流出规模扩大。当年公司未产生投资活动，投资活动净现金为 0 亿元。2021 年公司到期债务规模减少，同时吸收股东增资款 11.60 亿元，当年筹资活动净现金净流入 18.30 亿元。2022 年 1~3 月，公司经营活动净现金流和筹资活动净现金流仍保持净流出状态。

偿债能力方面，公司经营活动净现金流无法对债务本息的偿付提供保障，且当年债务规模扩增导致 EBITDA 对债务的保障能力降低，整体偿债指标较弱。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	3.19	-4.29	-15.64	-7.99
投资活动净现金流	0.43	--	--	0.00
筹资活动净现金流	-1.82	9.09	18.30	7.49
货币资金/短期债务(X)	0.44	1.68	2.97	1.90
经营净现金流/总债务(X)	0.07	-0.20	-0.54	-0.75
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.43	-6.92	-14.99	-10.82
总债务/EBITDA(X)	6.55	9.30	12.09	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.29	3.78	2.30	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足，无受限资产，对外担保规模较大

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信额度为 50.97 亿元，剩余额度为 28.59 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司无受限资产。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额合计 19.69 亿元，占期末净资产的比重为 26.89%，被担保方全部为无锡地方国有背景企业，但考虑到目前公司对外担保规模较大，仍需关注其面临的或有负债风险。此外，公司不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

表 15：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（万元、%）

被担保方	担保余额	占比
无锡市城开投资发展有限公司	48,000.00	24.38
无锡山水产业投资发展集团有限公司	39,650.00	20.14
无锡山水生态农业投资开发有限公司	32,527.00	16.52
无锡市太湖云计算平台服务有限公司	17,600.00	8.94
无锡山水创意产业有限公司	14,950.00	7.59
无锡市雪浪绿化工程有限公司	14,650.00	7.44
无锡银锐油泵有限公司（金源公司）	10,000.00	5.08
无锡龙寺生态园有限公司	9,500.00	4.83
无锡南泉古镇建设发展有限公司	5,000.00	2.54
无锡金铃内燃机配件有限公司	4,000.00	2.03

无锡山水城科技发展有限公司	990.00	0.50
合计	196,867.00	100.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的企业信用报告，截至 2022 年 5 月 19 日，公司近三年未发生债务违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的债务违约事件。

外部支持

公司获得政府在资产注入等方面的有力支持，具有一定的抗风险能力

公司是无锡市滨湖区下属重要的基础设施投资、建设和运营主体，得到了滨湖区政府和山水城管委会的大力扶持。

2021 年根据《无锡雪浪科教产业投资发展有限公司股东会决定》，股东山水城信息服务中心向公司注资 11.60 亿元作为资本公积，公司自有资本实力持续夯实。此外，2022 年 3 月，滨湖区政府将仙河建设 100.00% 股权无偿划转至公司，仙河建设主要从事建筑施工业务。仙河建设的划入有助于公司业务业务的进一步拓展。

偿债保障措施

“20 雪浪债”的到期兑付由山水产业提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本文后续部分山水产业或简称为公司。

山水产业是滨湖区重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，地位重要，2021 年以来公司经营稳定，同时能得到政府的有力支持，整体偿债能力依然很强

公司是滨湖区重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，主要负责滨湖区山水城范围内的基础设施投资建设，同时从事科教产业园、生态景区和电影产业园的投资建设与经营管理工作，使得公司收入具有多元化。2021 年，公司实现营业总收入 23.14 亿元，同比增长 4.18%，其中工程建设业务收入 18.87 亿元，依然是公司最重要的收入来源，

占当期主营收入的 81.54%，同时，房屋租赁、物业管理、园区经营、影视文化和房屋销售业务对公司收入形成有效补充。2022 年 1~3 月，公司实现总收入 6.02 亿元，收入结构变化不大。

表 16: 公司主营收入板块结构及占比

收入(亿元)	2019	2020	2021	2022.3
工程建设	19.40	18.80	18.87	5.25
房屋租赁	1.41	1.30	1.72	0.40
物业管理	0.68	0.66	0.80	0.20
园区经营	0.18	0.11	0.17	0.02
影视文化	0.60	0.88	1.46	0.14
房屋销售	0.67	0.09	0.00	0.00
市政养护	0.06	0.14	0.02	0.02
其他	0.001	0.24	0.10	0.00
合计	23.02	22.00	23.14	6.02
占比(%)	2019	2020	2021	2022.3
工程建设	84.29	85.63	81.54	87.11
房屋租赁	6.13	5.84	7.44	6.61
物业管理	2.97	2.95	3.46	3.30
园区经营	0.77	0.51	0.74	0.29
影视文化	2.61	3.96	6.32	2.27
房屋销售	2.92	0.40	0.00	0.00
市政养护	0.28	0.64	0.07	0.41
其他	0.03	1.06	0.43	0.02
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：1、上述合计数差异主要系四舍五入所致，下同；2、其他业务主要为市政养护业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设业务方面，公司受委托方委托，以代建模式从事山水城范围内的前期拆迁和平整、拆迁安置房的建设、基础设施建设等工程业务。2021 年和 2022 年一季度，公司分别确认工程建设收入 18.87 亿元和 5.25 亿元；同期实际收到的政府工程款分别为 22.00 亿元和 0.00 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建的委托代建项目包括安置房、基础设施工程和土地拆迁平整项目，其中，土地拆迁平整项目未签署协议，投资规模尚未明确。除土地拆迁平整项目外，主要在建项目总投资额 135.55 亿元，已完成投资 101.98 亿元，尚需投资 33.58 亿元，由于在建项目完工期较为集中，且土地整理项目仍需持续投入，短期内公司仍面临一定投资压力。

截至 2022 年 3 月末，公司在手的保障房项目

仅有 1 个，即方泉苑五期项目，一直处于在建阶段。2021 年，根据政府部署要求，方泉苑五期项目由定销售模式改为代建模式，但不影响公司未来山水城保障房项目的业务模式，公司保障房项目仍将采用定向销售的模式进行。截至 2022 年 3 月末，上述项目预计总投资 37.71 亿元，已投资 24.72 亿元，2021 年确认收入 2.70 亿元。

房屋租赁业务方面，截至 2022 年 3 月末，公司拥有的科教载体主要包括创新创意园和科教产业园动画数码用房等科研用房，公司主要科教载体的可供出租物业面积合计 32.50 万平方米，出租率达 90%，2021 年和 2022 年 1~3 月，公司分别实现房屋租赁收入 1.72 亿元和 0.40 亿元。此外，2021 年科教产业园二期已建设完工，包括 2 幢办公楼，可租面积 0.91 万平方米，目前已开始进行对外招租。

生态景观业务方面，公司拥有的生态景观景区主要包括雪浪山生态景观园（以下简称“雪浪山”）、红沙湾农业生态观光园和龙寺生态园，其中雪浪山收入系公司该板块收入主要来源。2021 年上述景区的门票收入有所恢复但仍为恢复至疫情前的水平。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司园区经营收入分别为 0.17 亿元和 0.02 亿元。

电影产业方面，公司子公司江苏华莱坞投资发展有限公司（以下简称“华莱坞”）和江苏华莱坞投资发展有限公司（以下简称“数字电影”）负责影视文化板块的运营。目前，影视文化板块的开发重点集中在无锡国家数字电影产业园（以下简称“电影产业园”）的开发和运营。2021 年以来，公司顺应政策导向，对部分明星工作室进行清理，同时吸引更多高质量的影视科技类企业入驻，围绕高科技和数字化影视产业发展，园区在逐步转型过程中。目前该项工作在有序开展中，一期出租率随之呈现波动状态。二期影棚为循环使用，基本排满。受益于综艺节目市场的活跃及新冠疫情的缓和，2021 年，公司影棚承接大量综艺节目的拍摄，影棚租赁收入增长，同时商铺租赁和办公用房租赁、门票收入同比增加，当年公司影视文化业务实现收入 1.46 亿元，

同比增长 66.30%；2022 年一季度，该板块收入为 0.14 亿元。

财务方面，2021 年和 2022 年一季度，公司营业收入分别为 23.14 亿元和 6.02 亿元；公司毛利率水平略有增长，分别为 16.25%和 13.21%。公司利润总额以经营性业务利润为主，整体规模平稳增长。2021 年和 2022 年 1-3 月，公司利润总额为 4.29 亿元和 0.66 亿元，其中经营性业务利润分别为 4.04 亿元和 0.63 亿元，同期，分别收到政府补助 1.79 亿元和 0.08 亿元，有效补充公司利润。

2021 年以来公司资产规模较保持增长，资产结构保持稳定，仍以流动资产为主。2021 年和 2022 年 3 月末，公司总资产分别为 317.88 亿元和 326.58 亿元，2021 年末公司流动资产在总资产占比为 81.34%。负债方面，随着债务到期偿还，公司负债规模小幅下降，负债结构仍以非流动负债为主，截至 2021 年末和 2022 年 3 月末，公司总负债分别为 186.21 亿元和 194.33 亿元。所有者权益方面，2021 年无锡山水城市管理委员会等政府注入资本金 6.31 亿元，无偿划拨转入投资性房地产 2.76 亿元，以上注资及资产划转增加资本公积 9.07 亿元，公司资本实力得以提升，2021 年和 2022 年 3 月末，公司所有者权益分别为 131.66 亿元和 132.25 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 58.58%和 59.50%；总资本化率分别为 57.26%和 58.10%，随着自有资本实力的增强，公司财务杠杆比率有所降低，但仍维持在较高水平。现金流方面，2021 年经营性现金流量保持净流入状态，当年现金流净流入 10.06 亿元。偿债指标方面，受益于公司债务规模小幅下降，总债务/EBITDA 指标有所改善，但整体上 EBITDA 对总债务覆盖程度有限，2021 年末，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 37.16 和 0.51。

资产受限方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产总计 28.75 亿元，占期末总资产的 8.80%。同期末，公司获得的银行授信总额为 275.43 亿元，其中尚未使用授信余额为 119.14 亿元，为公司的资

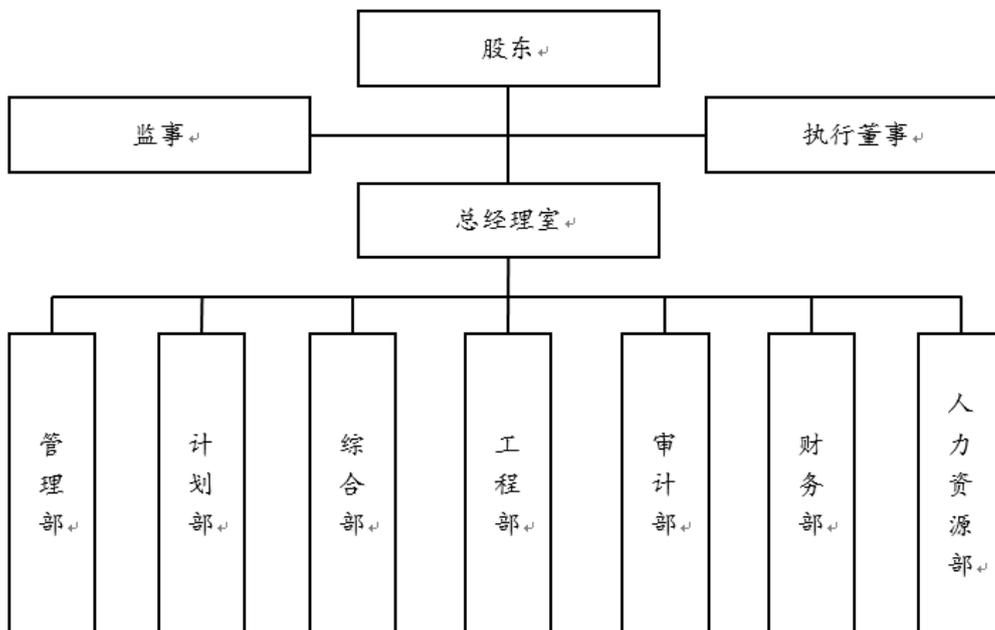
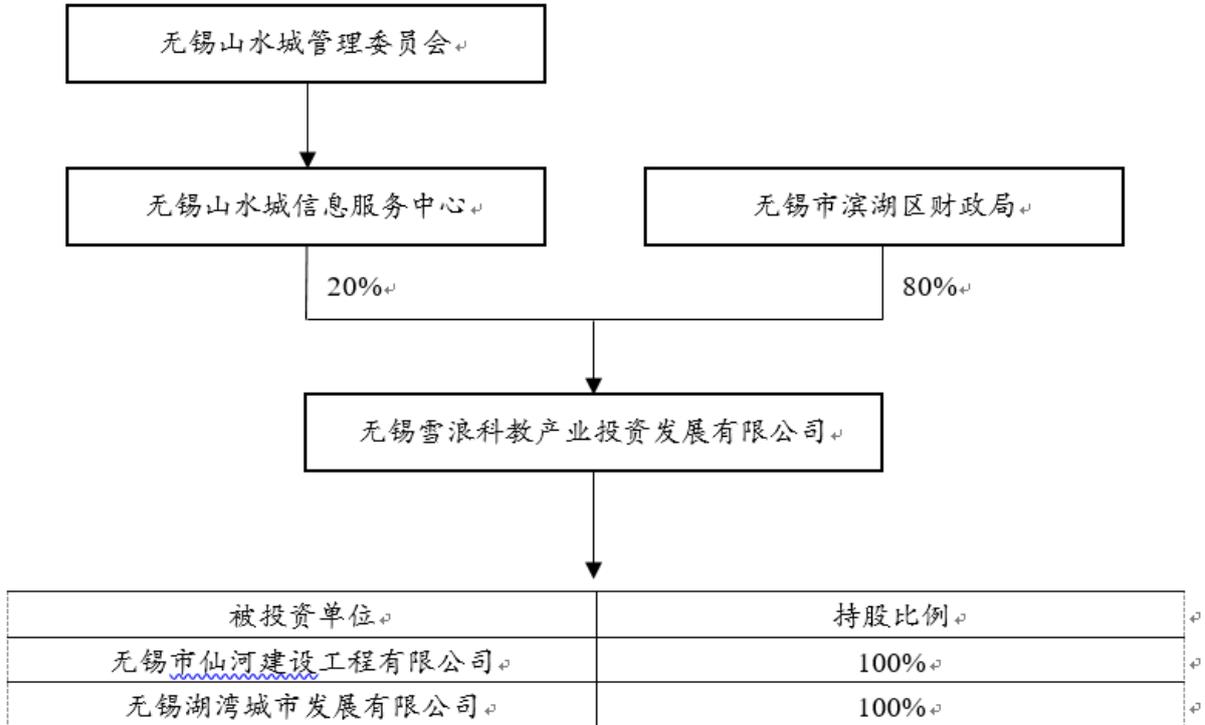
金周转提供了较好支持，具备一定的备用流动性。或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 49.55 亿元，占当期净资产的 37.47%，被担保企业均为无锡市滨湖区的国有企业。

综上所述，中诚信国际维持无锡山水产业投资发展集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。中诚信国际认为山水产业能够为“20 雪浪债”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

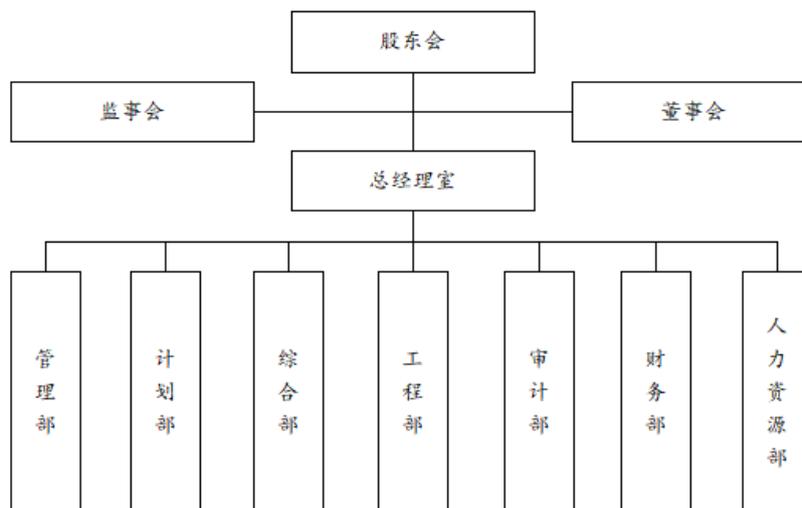
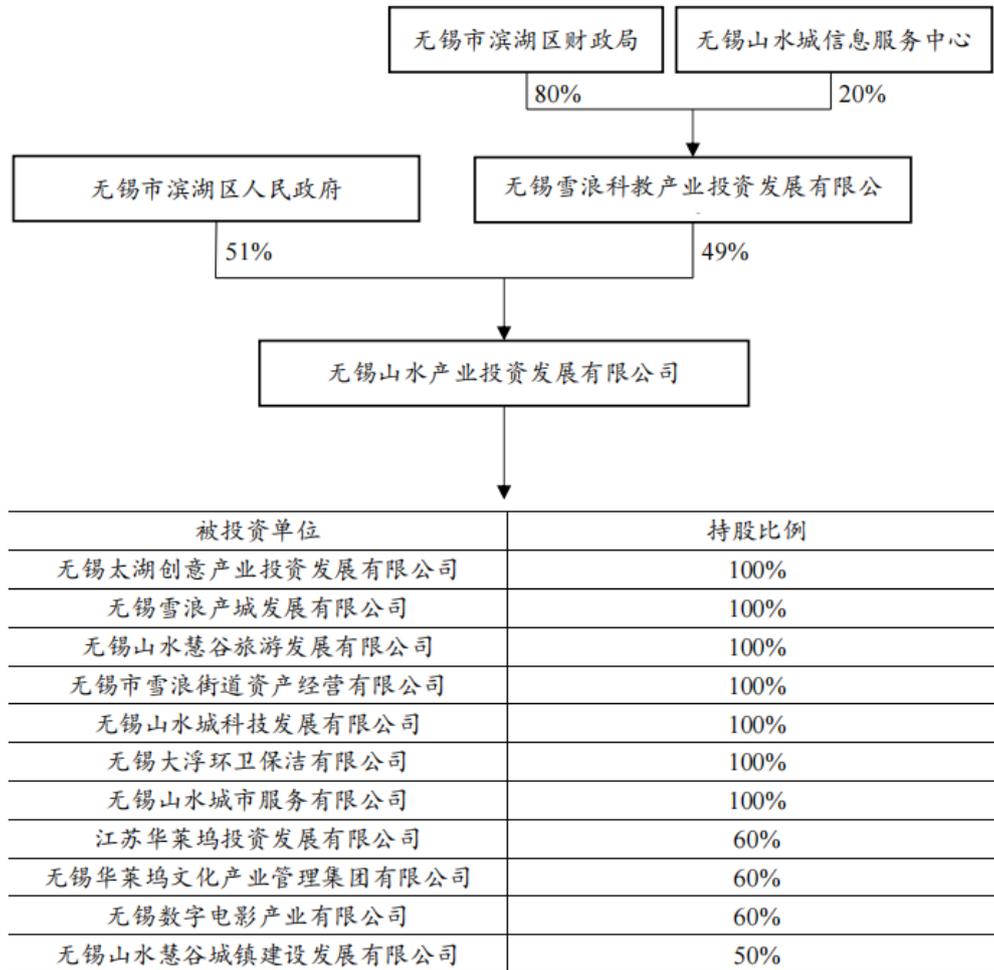
综上所述，中诚信国际维持无锡雪浪科教产业投资发展有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 雪浪债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：无锡雪浪科教产业投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：无锡山水产业投资发展集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2022 年 3 月末)



资料来源：山水产业提供

附三：无锡雪浪科教产业投资发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	44,234.14	87,223.34	108,727.95	103,717.14
应收账款	135,166.65	123,647.37	112,588.95	132,442.06
其他应收款	62,142.39	62,818.00	57,118.50	54,909.38
存货	149,239.11	144,923.17	232,957.44	311,080.69
长期投资	565,612.89	566,030.95	627,706.30	630,516.77
在建工程	0.00	0.00	0.00	18.54
无形资产	0.00	0.00	0.00	47.94
总资产	1,012,185.92	1,040,612.62	1,195,081.65	1,293,652.02
其他应付款	293,960.77	237,938.01	135,946.07	115,505.96
短期债务	101,600.00	52,000.00	36,640.00	54,630.00
长期债务	38,000.00	165,700.00	253,340.00	369,020.00
总债务	139,600.00	217,700.00	289,980.00	423,650.00
总负债	452,954.32	475,325.87	445,791.75	561,656.09
费用化利息支出	486.23	148.40	328.10	714.70
资本化利息支出	8,815.74	6,050.32	10,101.56	6,667.28
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	559,231.60	565,286.74	749,289.90	731,995.93
营业总收入	63,070.75	63,804.35	69,221.21	25,621.60
经营性业务利润	5,438.63	5,492.24	6,049.69	1,630.23
投资收益	15,660.91	17,571.49	17,239.61	3,034.82
净利润	19,535.83	23,208.58	23,567.42	4,694.71
EBIT	21,319.81	23,398.19	23,987.93	5,419.09
EBITDA	21,322.83	23,404.12	23,993.33	--
销售商品、提供劳务收到的现金	70,412.41	75,520.07	80,617.11	6,393.10
收到其他与经营活动有关的现金	121,149.16	49,880.55	48,255.94	24,607.29
购买商品、接受劳务支付的现金	78,115.24	63,514.40	139,469.81	82,562.95
支付其他与经营活动有关的现金	84,655.02	104,148.22	144,910.79	26,507.06
吸收投资收到的现金	3,600.00	0.00	116,000.00	0.00
资本支出	13.76	0.00	0.00	9.29
经营活动产生现金净流量	28,348.18	-42,920.34	-156,355.18	-79,870.10
投资活动产生现金净流量	4,257.74	0.00	0.00	-9.29
筹资活动产生现金净流量	-14,601.97	90,908.89	182,950.99	74,878.02
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	9.42	9.55	9.82	11.21
期间费用率(%)	0.32	0.45	0.66	4.35
应收类款项/总资产(%)	19.49	17.92	14.20	14.48
收现比(X)	1.12	1.18	1.16	0.25
总资产收益率(%)	2.17	2.28	2.15	1.74*
资产负债率(%)	44.75	45.68	37.30	43.42
总资本化比率(%)	19.98	27.80	27.90	36.66
短期债务/总债务(%)	0.73	0.24	0.13	0.13
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.49	0.91	0.58	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.05	-6.92	-14.99	-10.82
总债务/EBITDA(X)	6.55	9.30	12.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.45	0.65	--
货币资金/短期债务(X)	0.44	1.68	2.97	1.90
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.29	3.78	2.30	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、2022 年一季度因公司未提供部分财务数据，故相关指标失效；3、带*指标已经年化。

附四：无锡山水产业投资发展集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	391,327.14	327,442.26	352,523.98	355,373.46
应收账款	464,796.18	460,197.01	427,438.78	479,866.75
其他应收款	804,493.16	850,147.66	831,452.41	789,110.08
存货	952,708.83	883,942.00	961,245.32	1,015,184.68
长期投资	12,675.13	24,175.13	30,865.13	47,865.13
在建工程	93,985.13	83,150.79	89,888.60	95,913.35
无形资产	2,424.77	2,307.13	2,249.28	2,230.23
总资产	3,233,583.55	3,092,396.51	3,178,752.84	3,265,839.63
其他应付款	21,717.85	17,991.27	6,108.45	11,422.38
短期债务	509,009.07	536,328.92	413,195.11	460,506.66
长期债务	1,432,743.58	1,261,429.33	1,351,096.93	1,373,529.88
总债务	1,941,752.65	1,797,758.25	1,764,292.04	1,834,036.54
总负债	2,050,533.09	1,905,999.73	1,862,117.43	1,943,331.89
费用化利息支出	874.23	671.41	680.37	168.26
资本化利息支出	101,383.37	85,089.03	93,166.66	23,386.32
实收资本	500,000.00	500,000.00	500,000.00	500,000.00
少数股东权益	52,829.83	55,314.31	59,647.37	59,976.90
所有者权益合计	1,183,050.46	1,186,396.78	1,316,635.41	1,322,507.74
营业总收入	230,198.58	222,145.05	231,427.15	60,242.77
经营性业务利润	37,691.92	35,316.57	40,386.46	6,341.74
投资收益	116.09	5,560.90	33.04	0.00
净利润	33,295.96	38,330.18	39,479.95	6,523.05
EBIT	41,152.80	42,400.07	43,606.07	6,746.64
EBITDA	46,189.12	46,650.89	47,477.80	--
销售商品、提供劳务收到的现金	229,634.51	233,772.34	266,640.31	10,189.83
收到其他与经营活动有关的现金	352,633.37	347,430.72	305,202.78	133,531.33
购买商品、接受劳务支付的现金	255,670.29	179,745.72	255,712.34	39,782.64
支付其他与经营活动有关的现金	301,534.54	272,443.71	202,898.64	102,665.31
吸收投资收到的现金	0.00	20,000.00	63,222.51	0.00
资本支出	13,045.13	11,892.31	8,813.41	2,985.10
经营活动产生现金净流量	17,466.36	121,004.45	100,622.78	-4,184.84
投资活动产生现金净流量	1,369.44	-29,729.67	-15,365.20	-19,985.09
筹资活动产生现金净流量	-229,939.88	-102,913.07	-25,050.29	58,627.48
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	14.27	13.71	16.25	13.21
期间费用率(%)	4.75	4.91	5.44	3.10
应收类款项/总资产(%)	39.25	42.37	39.60	38.86
收现比(X)	1.00	1.05	1.15	0.17
总资产收益率(%)	1.29	1.34	1.39	0.84*
资产负债率(%)	63.41	61.64	58.58	59.50
总资本化比率(%)	62.14	60.24	57.26	58.10
短期债务/总债务(%)	0.26	0.30	0.23	0.25
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.37	0.39	0.45	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.17	1.41	1.07	-0.18
总债务/EBITDA(X)	42.04	38.54	37.16	--
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.09	0.11	--
货币资金/短期债务(X)	0.77	0.61	0.85	0.77
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.45	0.54	0.51	--

注：1、2021年一季报未经审计，且未提供现金流量补充表，相关指标失效；2、带*指标已经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。