



2020 年江苏省无锡雪浪科教产业投资 发展有限公司公司债券 2023 年度跟踪 评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 1177 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023年6月26日

本次跟踪发行人及评级结果	无锡雪浪建设集团有限公司	AA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	无锡山水产业投资发展集团有限公司	AA ⁺ /稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20雪浪债/20雪浪债”	AA ⁺

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，该债项级别充分考虑了无锡山水产业投资发展集团有限公司（以下简称“山水产业”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为滨湖区是中国乡镇工业的发源地之一，有着坚实的经济基础，潜在支持能力强；无锡雪浪建设集团有限公司（以下简称“雪浪建设”或“公司”）在推进滨湖区基础设施建设中发挥重要作用，与滨湖区政府关联性较高。同时，需关注公司债务增幅较快，即期偿债压力较大、资产流动性弱及或有负债风险对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，无锡雪浪建设集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

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，股东及相关各方支持减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

正面

- **良好的区域环境。**滨湖区是中国乡镇工业的发源地之一，有着坚实的经济基础，跟踪期内，滨湖区实现地区生产总值1,057.87亿元，按可比价格计算较上年增长3.8%，持续增强的区域经济环境为公司发展奠定了良好的基础。
- **营业收入大幅提升。**2022年公司新增工程施工业务加之安置房安置进度加快，带动营业收入的增长，2022年公司实现营业收入9.75亿元，同比增长40.87%。
- **很强的偿债保障措施。**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

- **债务规模增速较快，即期偿债压力较大。**跟踪期内公司债务规模同比增长57.93%，且债务到期较为集中，截至2023年3月末未来一年到期债务约10.27亿元，面临较大即期偿债压力。
- **资产流动性弱。**公司承接基础设施建设、土地整理等项目形成的资产占公司资产比重较大，加之公司与区域内其他国有企业的往来款规模较大，账龄较长，对资金形成一定占用，一定程度影响了公司整体资产的流动性。
- **或有负债风险。**截至2023年3月末，公司对外担保余额为16.61亿元，占同期末净资产的比例为21.24%，被担保单位系滨湖区国有企业，对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

项目负责人：芦婷婷 tlu@ccxi.com.cn

项目组成员：陈小中 xzchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

雪浪建设（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	104.06	119.51	131.81	136.39
经调整的所有者权益合计（亿元）	56.53	74.93	77.70	78.22
负债合计（亿元）	47.53	44.58	54.11	58.17
总债务（亿元）	21.77	29.00	45.80	49.80
营业总收入（亿元）	6.38	6.92	9.75	3.03
经营性业务利润（亿元）	0.55	0.60	0.88	0.19
净利润（亿元）	2.32	2.36	2.64	0.52
EBITDA（亿元）	2.34	2.40	2.80	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-4.29	-15.64	-17.51	-1.14
总资本化比率（%）	27.80	27.90	37.08	38.90
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.77	2.30	1.41	--

注：1、中诚信国际根据雪浪建设提供的其经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 年审计报告及亚太（集团）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 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2021 年年度数据采用 2022 年期初数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

担保主体概况数据

山水产业（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	309.24	317.88	323.41	343.50
经调整的所有者权益合计（亿元）	118.64	131.66	135.60	136.26
负债合计（亿元）	190.60	186.21	187.81	207.25
总债务（亿元）	179.78	176.43	177.51	196.68
营业总收入（亿元）	22.21	23.14	23.12	6.68
经营性业务利润（亿元）	3.53	4.04	3.69	0.64
净利润（亿元）	3.83	3.95	3.93	0.67
EBITDA（亿元）	4.09	4.69	4.41	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	12.10	10.06	-4.52	-4.83
总资本化比率（%）	60.24	57.26	56.69	59.07
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.48	0.50	0.50	--

注：1、中诚信国际根据山水产业提供的其经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 年审计报告及亚太（集团）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 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2021 年年度数据采用 2022 年期初数；2、中诚信国际将“其他流动负债”中有息债务计入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

评级历史关键信息

无锡雪浪建设集团有限公司					
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/20 雪浪债 (AA ⁺)	2023/02/08	--	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/20 雪浪债 (AA ⁺)	2019/07/03	孙向男、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（2022 年数据）

项目	雪浪建设	一诺城建	望涛投资	六合交通
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	江苏省-无锡市-滨湖区	南通市-通州区	泰州市-泰州医药高新区（高港区）	南京市-六合区
GDP（亿元）	1,057.87	1,639.20	1,153.39	594.59
一般公共预算收入（亿元）	97.22	67.54	101.16	45.80

经调整的所有者权益合计（亿元）	77.70	57.88	112.68	43.92
总资本化比率（%）	37.08	37.66	47.21	70.27
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.41	1.04	0.55	0.24

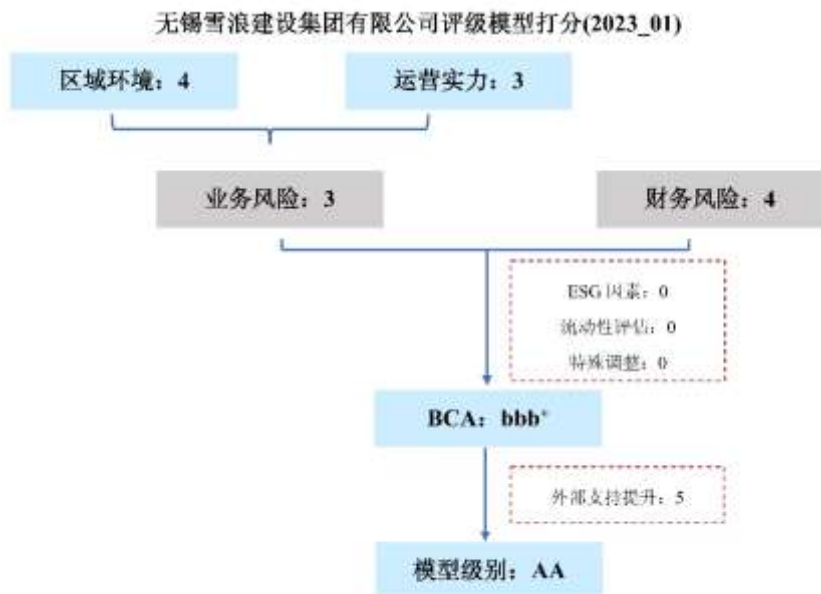
注：一诺城建系“南通一诺城镇建设开发有限公司”的简称；望涛投资系“江苏望涛投资建设有限公司”的简称；六合交通系“南京六合交通工程建设投资（集团）有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
20 雪浪债 /20 雪浪债	AA ⁺	AA ⁺	2023/02/08	10.00	10.00	2020/03/18~2027/03/18	债券提前偿还

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,雪浪建设负责滨湖区山水城范围内的部分基础设施建设及土地整理业务,在建项目储备较多。但是,雪浪建设由政府类项目投入形成的存货及应收类资产占比较高,影响其资产流动性。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,雪浪建设所有者权益持续增长,具备较强的资本实力,但经营活动净现金流及 EBITDA 对利息的保障能力有待提升。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对雪浪建设个体基础信用等级无影响,雪浪建设具有 bbb⁺ 的个体基础信用等级,反映了其较高的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,滨湖区政府支持能力强,滨湖区政府对公司具有一定的支持意愿,主要体现在滨湖区的区域地位,以及较强劲的经济财政实力和增长能力;雪浪建设系滨湖区基础设施建设主体之一,成立以来持续获得政府在隐性债务置换、运营补贴等方面的大力支持,与政府的关联度较高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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/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，募集资金已全部使用完毕，与募集资金法定用途一致。

重大事项说明

2022年12月16日，无锡市滨湖区财政局下发《关于同意山水城信息服务中心所持部分股权无偿划转的批复》（锡滨财[2022]70号），同意无锡山水城信息服务中心持有的无锡雪浪科教产业投资发展有限公司20%股权（认缴出资额4亿元）无偿划转给无锡山水城市发展集团有限公司（以下简称“山水城发”）。同时将公司名称由“无锡雪浪科教产业投资发展有限公司”变更为“无锡雪浪建设集团有限公司”，本次股东变更、公司更名后，无锡市滨湖区财政局（以下简称“滨湖区财政局”）直接持有公司80%的股权、山水城发直接持有公司20%的股权。公司控股股东和实际控制人仍为滨湖区财政局。

2023年4月，公司发布公告称：因相关人员工作变动，根据公司股东会决议等有权机构决议，对法定代表人、执行董事、监事进行调整。根据公司股东会决议，免去毛莉莎公司执行董事职务，重新选举徐国忠、顾晓枫、周山忠、李峻岭、顾静娟、刘凯、姜锋为公司董事；免去樊保良监事职务，重新选举周翔为公司监事。根据修改后的《无锡雪浪建设集团有限公司章程》、《营业执照》，董事长为公司的法定代表人，公司不设经理，徐国忠为公司法定代表人。公司信息披露事务负责人变更为公司现任董事姜锋。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023年一季度中国经济修复略超预期，GDP同比增长4.5%，环比增长2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023年全年GDP增速为5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计2023年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出2023年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

滨湖区是无锡市五个下辖区之一，位于无锡市西南部，总面积572平方千米。滨湖区现辖胡埭镇和马山、雪浪、蠡园、河埭、荣巷、蠡湖6个街道；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。截至2022年末，滨湖区常住总人口为59.54万人。

滨湖区是中国乡镇工业的发源地之一，有着坚实的经济基础。“十三五”期间，滨湖区从依赖传统产业转向构建现代产业体系，从小型、分散、低端、高耗的落后乡镇企业全面转向打造大型、集约、高端、绿色的新兴科创企业，形成智能制造、生物医药、集成电路等支柱产业。“十四五”期间，滨湖区致力建设太湖湾科创引领区的滨湖区聚焦产业链重点环节，全面布局“543”产业体系，即巩固提升生命健康、集成电路、软件信息、智能网联汽车、旅游业等5大优势产业集群；做精数字影视、“两机”专项、低碳环保、创意设计等4大特色产业集群；布局元宇宙、量子、人工智能等3大未来产业集群。2022年，滨湖区实现地区生产总值1,057.87亿元，按可比价格计算较上年增长3.8%，综合经济实力在无锡市排在第七位，三次产业结构由2021年的0.4: 37.9: 61.7

调整为0.3: 37.7: 61.9。

表 1: 2022年无锡市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额 (亿元)	排名	金额 (万元)	排名	金额 (亿元)	排名
无锡市	14,580.82	-	19.86	-	1,133.38	-
江阴市	4,754.18	1	26.68	2	226.83	2
新吴区	2,430.51	2	33.68	1	242.06	1
宜兴市	2,236.72	3	17.38	4	131.72	3
梁溪区	1,560.47	4	15.84	5	53.21	7
惠山区	1,232.58	5	13.79	6	111.97	4
锡山区	1,211.99	6	13.71	7	111.74	5
滨湖区	1,057.87	7	17.84	3	97.22	6
经开区	366.50	8	9.16	8	33.57	8

注：“经开区”为“无锡经济开发区”的简称。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为滨湖区财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算相对稳定，自给度较高。此外，2022年受土地市场行情影响，当年政府性基金收入规模同比有所缩减，但仍为滨湖区地方政府财力的重要补充。整体来看，滨湖区财政平衡状况良好。

表 2: 近年来滨湖区地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP (亿元)	855.01	982.56	1,057.87
GDP 增速(%)	3.20	9.00	3.80
人均 GDP (万元)	14.43	16.54	17.77
固定资产投资增速(%)	-13.8	5.3	1.7
一般公共预算收入 (亿元)	86.78	101.14	97.22
政府性基金收入 (亿元)	72.62	111.28	93.22
税收收入占比(%)	87.11	85.30	78.43
公共财政平衡率(%)	92.05	107.12	97.62

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：滨湖区人民政府、财政局，中诚信国际整理

无锡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，下辖19个社区，行政管辖面积72平方公里，常住人口超12万人，隶属于无锡市滨湖区，为省级旅游度假区，是无锡加快建设生态城、旅游和现代服务城、高科技产业城和宜居城的核心区。山水城东临无锡市新行政中心、南靠太湖、西至梅梁湖、北接五里湖，三面沿水一面靠山，拥有鼋头渚、三国水浒城等5A级景区2个，4A级景区1个，以长广溪湿地公园（九大国家级城市湿地公园之一）、雪浪山生态景观园（全国农业旅游示范点）、龙寺生态园、红沙湾生态农业观光区连成的绿色生态走廊贯穿全境。同时，山水城还拥有公安部交研所、702所、607所、56所和江南大学等众多科研院校。

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依赖向精明增长提升、推动社会发展从粗放管理向精细治理提升。山水城科教资源密集，新兴产业集聚，计划用3~5年时间打造以智能交通、影视文化、信息安全、全域旅游、院所经济等产业为主导的五个“百亿级”产业集群。2022年山水城完成一般公共预算收入13.04亿元；规模以上工业总产值116

亿元，增长26.5%；规模以上服务业营业收入49.1亿元；限额以上社会消费品零售额12.1亿元，增长25%。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍是滨湖区基础设施投资建设主体之一，负责滨湖区山水城范围内部分基础设施建设及土地整理业务，在建项目储备较多。2022年公司新增工程施工业务加之安置房安置进度加快，带动营业收入的增长。但需要关注的是，公司在建和拟建项目的投资集中于未来两年，短期内存在一定的资本支出压力。

表3：2020~2022年及2023年1~3月公司主要板块营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务种类	2020年			2021年			2022年			2023年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务	6.33	99.23	8.85	6.41	92.66	8.85	5.91	60.60	8.85	1.57	51.80	8.85
安置房出售业务	--	--	--	0.46	6.69	14.49	2.15	22.01	14.49	0.57	18.92	14.49
载体租赁业务	0.05	0.77	100.00	0.04	0.65	100.00	0.07	0.74	100.00	0.01	0.32	100.00
工程施工业务	--	--	--	--	--	--	1.62	16.65	13.62	0.88	28.95	12.21
合计	6.38	100.00	9.55	6.92	100.00	9.82	9.75	100.00	11.56	3.03	100.0	11.19

注：上述合计数据差异主要系四舍五入所致，下同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设板块

跟踪期内，公司仍以委托代建模式承接无锡山水城范围内基础设施、土地整理等业务，项目储备较多，但公司回款及时性不佳，同时，在建和拟建项目投资规模较大，存在一定资本支出压力。

公司工程建设业务展业范围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，并据此确认收入。

从业务开展情况来看，公司完工项目较多，跟踪期内公司收到工程回款8.50亿元，同比增长6.25%，回款速度有所加快，但历史回款具有一定滞后性，截至2022年末来自于滨湖区财政、蠡湖经发和无锡金源尚有超8亿元未回款，对资金形成一定程度占用。公司在建和拟建项目规模较大，且完工期较为集中，随着项目建设的持续投入，短期内公司仍面临一定的投资压力。整体看，近年来公司基础设施代建业务较为稳定，在建及拟建项目规模较大，未来业务具备较强的可持续性。但是，公司部分工程款回款及时性不佳，同时，在建和拟建项目的投资集中于未来两年，存在一定资本支出压力。

表4：截至2023年3月末公司主要已完工委托代建项目建设情况（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	4.65	4.65
雪浪初轧厂地块拆迁	4.86	5.35	5.35
干城路拆迁	1.50	1.65	1.65
五湖大道拆迁	1.43	1.58	1.58
胡埭工业园	1.30	1.43	1.43
鹤语路、鹤溪路、鹤鸣路项目	0.53	0.58	0.58
雪浪中心幼儿园室内及场地改造	0.08	0.11	0.11
仙河苑三期	21.46	22.67	21.01
滨湖小学（南横街）	2.49	0.29	--
滨湖中学迁建项目	3.53	3.27	2.75
雪浪中心小学	1.27	1.12	0.67
石塘小学	1.54	1.69	1.56
万顺道（清晏路-清源路）	0.74	0.82	0.82
合计	44.96	45.21	42.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建委托代建项目情况（亿元）

项目名称	项目类型	总投资	已投资	建设周期
瑞雪家园安置房	安置房	21.56	14.21	2017-2023
和风路（万顺道-五湖大道）	基础设施	2.45	1.14	2021-2023
新四院南侧整治	基础设施	6.00	2.20	2020-2023
羊岐地块还湖整改工程项目	基础设施	2.04	1.50	2021-2023
南苑宾馆及西杜巷周边地块综合改造项目	基础设施	14.38	0.39	2022-2026
南泉社区埭头地块拆迁	土地整理	--	0.14	2019-2023
天空树以东地块（望溪腾地）	土地整理	--	7.29	2021-2023
大浮山门口	土地整理	--	3.29	2022-2024
南泉社区埭头地块拆迁	土地整理	--	0.14	2019-2023
合计	--	--	30.97	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 年 3 月末公司拟建委托代建项目情况（亿元）

项目名称	项目类型	建设期	预计总投资	资金来源
许舍地区九年一贯制学校	基础设施	2023.10-2025.10	5.00	自筹+融资
万顺路（和风路-清晏路）	基础设施	2023.6-2024.12	1.45	自筹+融资
新建雪浪卫生服务中心工程	基础设施	2 年	2.30	自筹+融资
滨湖中心小学增设初中部	基础设施	2 年	2.00	自筹+融资
合计	--	--	10.45	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

跟踪期内，公司新增工程施工业务，同时安置房销售稳步推进，带动当年营业收入的增长。同时，公司租赁业务较为稳定，能够为公司带来稳定的现金流。

工程施工业务方面，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，拥有建筑工程施工总承包三级、市政公用工程施工总承包三级、城市及道路照明工程专业承包三级、电子与智能化工程专业承包二级、建筑装饰装修工程专业承包二级、消防设施工程专业承包二级资质。仙河建设业务通过公开招投标的方式获取，业务模式以工程总承包为主，业务主要布局在滨湖区范围内，客户

均为国有企业或政府事业单位。结算方面，仙河建设按照工程进度确认收入同时结转成本，项目竣工决算后，一般情况下工程款支付至95%，剩余5%为质保金，质保期为1~3年。2022年仙河建设新签合同总额2.98亿元，当年末在手未完工合同数量7个，在手合同未完工项目0.89亿元。2023年一季度新签合同总额316万元，新签合同规模较小，需持续关注该业务未来的发展情况。2022年仙河建设实现营业收入1.65亿元，净利润0.11亿元。

表7：2022年仙河建设前五大客户收入及占比情况（万元、%）

客户名称	收入	占比
无锡太湖创意产业投资发展有限公司	7,770.63	48.73
无锡山水慧谷旅游发展有限公司	4,132.55	25.92
无锡山水慧谷城镇建设发展有限公司	945.11	5.93
无锡山水城管委会	560.84	3.52
雪浪街道葛埭社区	466.29	2.92
合计	13,875.43	87.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

载体租赁业务方面，目前公司名下载体主要为中科院软件所科研用房，现已完工并投入使用，主要用于出售或出租给中科院软件所无锡分部。截至2023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1.12万平方米。跟踪期内，航天新气象科技有限公司拟整体租赁中科院软件所科研用房其他空置载体，但目前仍未签署租赁协议。租赁协议签署后，公司载体租赁业务收入将进一步提升。

安置房销售方面，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，公司在安置房上市交易前缴纳土地出让金即可定向销售。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2017~2023年，拟建成2,567套安置房。截至2023年3月末，项目已投资14.21亿元，尚需投入7.34亿元。2022年，公司对已完工房源进行销售，截至2023年3月末累计销售安置房581套，销售面积56,964.43平方米，销售均价为4,580.00元/平方米，2022年确认安置房销售收入2.15亿元。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。受益于利润的积累，2022年末公司净资产规模保持增长，具备较强的资本实力；但2022年末公司债务规模增幅较大，经营活动净现金流和EBITDA对利息的保障能力有待提升。

资本实力与结构

跟踪期内，公司业务运营稳定，资产规模稳定增长；同时，受益于利润的累存，资本实力不断增强；但公司资产流动性弱，财务杠杆水平提升较快。

作为滨湖区基础设施建设主体之一，公司地位重要，跟踪期内，公司持续推进基础设施项目建设及对山水产业投资收益的增加，使得存货及长期股权投资规模增长，且与区内国企发生较多往来

款项，带动当年末资产总额同比增长 10.29%。

公司传统主业聚焦于基础设施建设业务，且作为城投平台承担投融资职能，与区内国企发生较多往来款项，由上述业务形成的存货、预付款项和其他应收款等流动资产占比逐年提升，2022 年末，流动资产占总资产的比重同比提升 3.97 个百分点至 46.78%，2023 年 3 月末进一步提升至 48.15%。近年公司基础设施建设业务回款持续改善，应收账款规模有所压降，但仍维持在较高水平，2022 年末应收滨湖区财政局 5.60 亿元，占比 64.67%；应收蠡湖经发 1.65 亿元，占比 19.10%；应收无锡金源 1.29 亿元，占比 14.85%。其他应收款主要系公司与区域内其他国有企业的往来款，2022 年，公司对外往来款的规模增大，其他应收款当年末同比增长 194.86%，前三大应收款对象分别为无锡山水生态农业投资开发有限公司（6.39 亿元）、无锡南泉古镇建设发展有限公司（4.96 亿元）、无锡润泽农业发展有限公司（3.57 亿元），占当年末其他应收款合计 88.60%；账龄集中于 1 年以内，对公司资金形成一定占用。存货主要为工程施工成本，项目持续的投入带动存货增长，2023 年 3 月末增至 29.93 亿元。此外，公司保有一定的货币资金储备用于日常经营及债务偿付，2023 年 3 月末，公司货币资金储备 8.18 亿元，无受限货币资金。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，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，2022 年取得山水产业投资收益 1.74 亿元，其他权益变动-42.75 万元，当年末长期权益投资增至 64.50 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，每年能够贡献一定的现金流。总体来看，公司资产主要以对外投资、委托代建投入成本及应收款项构成，资产流动性弱，资产价值较低。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。跟踪期内，受益于利润的留存，公司资本实力不断增强，经调整的所有者权益¹稳步提升。考虑到业务利润的持续留存，公司经调整所有者权益将进一步增厚。

跟踪期内，公司对外往来款规模增加同时项目建设持续推进，2022 年末债务规模同比大幅增长 57.93%，推动财务杠杆水平提升。公司业务发展稳定，业务回款可对建设投入形成一定覆盖，但公司作为地方城投平台仍承担投融资职能，未来或仍有一定的资金缺口，公司主要通过外部融资满足资金缺口，未来公司财务杠杆比率或仍有所提升。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	104.06	119.51	131.81	136.39

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

流动资产占比	40.25	42.81	46.78	48.15
经调整的所有者权益合计	56.53	74.93	77.70	78.22
资产负债率	45.68	37.30	41.05	42.65
总资本化比率	27.80	27.90	37.08	38.90

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量良好，但往来款支出规模增加导致2022年经营活动现金流净流出规模扩大；公司仍主要依赖于银行借款来弥补经营活动产生的资金缺口。

跟踪期内，公司业务发展较为稳定，营业收入规模稳定增长，同时，近年来公司委托代建项目回款节奏加快，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模逐年增长，收现比率始终大于1，收入质量表现良好。公司2023年一季度委托代建项目回款不佳，收现比大幅下滑。

公司经营活动净现金流受工程建设业务收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大，2022年公司往来款对外支付规模增大，当年经营活动净现金流持续净流出且同比有所扩大，2023年一季度公司经营活动净现金流仍然保持净流出状态。

2022年子公司仙河建设和无锡湖湾城市发展有限公司无偿划转至公司，当年收到其他与投资活动有关的现金3.28亿元，投资活动净现金流呈净流入态势。2023年一季度，公司增加对联营企业的投资，投资活动净现金流转为净流出。

如前所述，2022年公司投资活动产生的净现金流规模较小，但经营活动所需资金缺口增大，公司仍主要依赖于银行借款来弥补经营活动产生的资金缺口，需持续关注公司再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，2022年公司通过外部债务融资筹集资金，但无法覆盖资金缺口，全年现金及现金等价物净增加额为负。

表9：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	-4.29	-15.64	-17.51	-1.14
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	3.27	-0.24
筹资活动产生的现金流量净额	9.09	18.30	9.65	3.28
现金及现金等价物净增加额	4.80	2.66	-4.59	1.90
收现比	1.18	1.16	1.28	0.28

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务负担相对较重，融资渠道单一，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；跟踪期内，公司EBITDA对利息的覆盖能力下降，且经营活动净现金流无法对利息形成有效保障，整体保障能力有待提升。

跟踪期内，公司对外融资规模较上年有所提升。从债务到期分布来看，公司到期债务规模较为集中，1年以内到期债务规模较大，面临一定即期偿债压力；从公司融资渠道来看，公司债务以银行借款为主，辅以债券发行，债务类型及渠道较为单一；公司债务结构以长期债务为主，与其业

务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	成本	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4 年及以上
银行借款	4.63%	31.78	5.27	1.76	1.94	--	22.81
债券融资	4.58%	18.00	5.00	5.00	--	8.00	--
合计	--	49.78	10.27	6.76	1.94	8.00	22.81

注：上表统计口径不包含利息调整项。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，跟踪期内，受益于业务获利能力的提升，公司利润总额同比增长 12.18%，带动 EBITDA 同比增长 16.72%。但公司债务规模扩大，EBITDA 对利息的覆盖能力下降。同时，公司经营活动净现金流无法对利息形成有效覆盖。

表 11：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	21.77	29.00	45.80	49.80
短期债务占比	23.89	12.64	23.60	20.69
EBITDA	2.34	2.40	2.80	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.77	2.30	1.41	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-6.92	-14.99	-8.79	-2.12

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司无受限资产。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 16.61 亿元，占同期末净资产的比例为 21.24%，被担保单位系滨湖区国有企业，对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。此外，截至 2023 年 3 月末，公司无未决重大诉讼事项。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保单位	企业性质	担保余额	担保期间
		2,500.00	2019/1/18-2023/7/17
无锡山水生态农业投资开发有限公司	国企	14,800.00	2021/1/6-2024/1/3
		5,431.00	2021/9/30-2023/11/30
		4,590.00	2022/9/29-2025/9/19
无锡市城开投资发展有限公司	国企	32,000.00	2017/9/14-2024/12/8
无锡山水创意产业有限公司	国企	14,850.00	2020/9/22-2023/9/7
无锡山水产业投资发展集团有限公司	国企	19,550.00	2021/5/7-2028/12/31
		20,000.00	2022/12/27-2023/12/27
无锡山水城科技发展有限公司	国企	970.00	2021/6/30-2024/6/24
无锡市太湖云计算平台服务有限公司	国企	12,850.00	2021/6/21-2024/6-20
		4,590.00	2022/9/29-2025/9/19
		1,980.00	2021/10/28-2023/12/20
无锡龙寺生态园有限公司	国企	7,000.00	2022/6/29-2023/6/29
无锡山水城市发展集团有限公司	国企	25,000.00	2023/1/18-2026/1/15
合计	--	166,111.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至2023年5月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——2023年，公司仍作为滨湖区重要的基础设施建设主体之一，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围口径基本保持稳定。

——2023年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将小幅增长。

——2023年，公司生产经营类支出较上年有所增长，仙河建设工程施工项目资本支出约2亿元，委托代建项目持续稳定投入。

——公司债务规模将呈增长态势，2023年新增债务类融资约2亿元，无股权类融资。

预测

表 13：公司重点财务指标预测情况

	2021年实际	2022年实际	2023年预测
总资本化比率（%）	27.90	37.08	36.50~37.50
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.30	1.41	1.40~1.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

2023年3月末公司可动用账面资金为8.18亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至2023年3月末，公司银行授信总额为69.79亿元，尚未使用授信额度为37.89亿元，备用流动性较为充足。此外，滨湖区经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于片区建设，建设投入规模较之前年度稳步投入。同时，公司债务到期较为集中，截至2023年3月末，公司未来一年的到期债务约10.27亿元。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司积极履行行业社会责任，环境方面表现良好；公司治理结构尚可，但在内控体系等方面有待进一步优化。

环境方面，公司委托代建等建筑施工业务存在一定碳排放需求，可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司作为政府公共平台，承担基础设施建设及投融资职能，积极履行社会责任。公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年来未发生安全事故和员工劳动纠纷。但公司在产品责任、客户责任、供应商管理和分包商管理等方面仍有待改善。

治理方面，公司治理结构较为健全、发展战略符合行业政策和公司经营目标，但在信息披露、技术创新、经营表现等方面有待进一步改善。

外部支持

中诚信国际认为，滨湖区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

滨湖区是中国乡镇工业的发源地之一，有着坚实的经济基础。“十三五”期间，滨湖区从依赖传统产业转向构建现代产业体系，从小型、分散、低端、高耗的落后乡镇企业全面转向打造大型、集约、高端、绿色的新兴科创企业。2022年，滨湖区实现地区生产总值1,057.87亿元，按可比价格计算较上年增长3.8%，经济发展强劲。2022年末政府债务余额居全市末位，政府债务率(50.05%)低于国际100%警戒标准。但随着区域内固定资产投资及城市更新的推进，政府融资规模仍将保持增长态势，同时，区域内融资平台中未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务规模较大，仍需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，滨湖区政府对公司具有一定的支持意愿，主要体现在以下3个方面：

- 1) 具有一定的区域重要性：公司承担部分山水城范围内的基础设施建设及土地整理项目，职能定位较为重要，具有一定的区域重要性。
- 2) 与政府的关联度较高：公司作为滨湖区人民政府实控的国有企业，根据区政府意图承担山水城内部分基础设施建设项目投融资任务，业务开展与市政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司子公司在隐性债务置换、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。

表 14: 滨湖区区级平台比较 (亿元、%)

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
滨湖国投	滨湖区财政局-100%	负责统筹整个滨湖区城市更新、城市管理、工程建设、资产运营、金融创投等业务板块。	--	--	--	--	--	--
无锡市城开实业发展	滨湖国投-	主要承担滨湖区重要的	379.09	177.98	53.05	16.32	1.43	45.00

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

集团有限公司	100%	城市建设和国有资产运营主体。							
无锡市滨湖城市发展集团有限公司	滨湖国投-100%	主要负责河埭片区的开发建设。	281.64	122.33	56.57	20.41	1.38	13.12	
山水城发	滨湖区人民政府-80%	主要承担山水城范围内基础设施、安置房建设及土地整理，未来，公司将集中于太湖湾科创带核心区红沙湾科学城的投资、建设与运营	--	--	--	--	--	--	--
山水产业	山水城发-51%	主要负责滨湖区山水城内的基础设施建设和旅游景区提升改造等，同时还从事科教产业园、生态景区和电影产业园的投资建设、经营管理工作	323.41	135.60	58.07	23.12	3.93	26.89	
无锡雪浪建设集团有限公司	滨湖区财政局-80%	主要负责滨湖区山水城范围内基础设施建设和科教载体建设运营业务	131.81	77.70	41.05	9.75	2.64	19.99	

注：上表部分企业未有公开数据，财务数据不可获得，故以“--”列示。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，滨湖区政府强的支持能力和对公司一般的支持意愿可为公司带来一定的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，滨湖区与通州区、泰州医药高新区（高港区）、六合区外部经营环境无显著差异，雪浪建设业务风险与可比对象组无明显差异；财务风险与一诺城建、望涛投资无显著差异，略优于六合交通，当地政府的支持能力强，对上述公司具有较强或一般的支持意愿，但最终主体信用等级处于同一档次。

首先，滨湖区与通州区、泰州医药高新区（高港区）和六合相当的行政地位相当，各区域市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力均处于同一档次。雪浪建设为滨湖区财政局控制的城市建设运营主体之一，与政府关联度较高。整体来看，当地平台企业获得的政府支持处于相近水平。

其次，雪浪建设的外部经营环境风险、业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，但也存在历史包袱较重等问题。

然后，雪浪建设财务风险与一诺城建、望涛投资无显著差异，略优于六合交通。公司资产和权益规模低于比较组平均水平；财务杠杆较低，处于行业偏低水平；债务结构合理，EBITDA对利息覆盖能力处于偏高水平；此外，公司可用银行授信充足，再融资能力略优于可比企业。

表 15：2022 年同行业对比表

	雪浪建设	一诺城建	望涛投资	六合交通
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	无锡市-滨湖区	南通市-通州区	泰州市-泰州医药高新区（高港区）	南京市-六合区
GDP（亿元）	1,057.87	1,639.20	1,153.39	594.59
GDP 增速(%)	3.80	2.10	2.70	3.20
人均 GDP（万元）	17.77	14.8	26.27	9.36
一般公共预算收入（亿元）	97.22	67.54	101.16	45.80

公共财政平衡率(%)	97.62	50.57	102.34	47.42
政府债务余额(亿元)	123.76	198.27	170.68	171.09
控股股东及持股比例	无锡市滨湖区财政局 80.00%	南通融通控股集团有限公司 100.00%	江苏创鸿资产管理有限公司 60%	南京市六合区政府国有资产监督管理局办公室 100%
职能及地位	滨湖区基础设施投资建设主体之一,负责滨湖区山水城范围内部分基础设施建设及土地整理业务	通州区重要的工程建设和安置房建设主体	公司为原高港区重要的基础设施建设主体,同时经营驾校培训和水利管网租赁等业务	主要负责六合区内干线公路和农村公路等交通工程项目的建设和投融资任务
核心业务及收入占比	工程建设业务 60.60%、安置房出售 22.01%、载体出租 0.74%、工程施工 16.65%	工程建设 98.08%	代建工程 85.62%、水利管网租赁 11.68%	交通工程项目建设 99.94%
资产总计(亿元)	131.81	109.11	356.41	150.09
经调整的所有者权益合计(亿元)	77.70	57.88	112.68	43.92
总债务(亿元)	45.80	34.97	100.78	103.84
总资本化比率(%)	37.08	37.66	47.21	70.27
营业总收入(亿元)	9.75	6.74	23.41	9.16
净利润(亿元)	2.64	1.79	3.40	0.67
EBITDA(亿元)	2.80	1.53	7.37	1.01
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.41	1.04	0.55	0.24
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	-17.51	-11.60	13.93	-2.68
可用银行授信余额(亿元)	37.89	15.00	5.73	49.00
债券融资余额(亿元)	19.99	4.00	18.40	36.50

注: 1、望涛投资及六合交通债券融资余额均为2023年5月末数据; 2、雪浪建设、南通一诺、六合交通可用银行授信余额均为2023年3月末数据。

资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

偿债保障措施

“20雪浪债/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。

跟踪期内, 公司仍是滨湖区重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体之一, 主要负责滨湖区山水城范围内的基础设施等投资建设; 除政府类项目外, 公司还从事多个工业园区、景区、电影产业园的运营及城市综合物业业务, 业务呈多元化发展。整体看, 业务稳定性和可持续性较强。值得注意的是, 2022年, 园区经营业务收入下滑, 负面影响公司收入表现, 同时, 政府类项目回款滞后, 加之园区建设的持续投入, 公司将面临一定的资本支出压力。

表 16: 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况 (亿元、%)

业务种类	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务	18.80	85.63	8.85	18.87	81.54	8.85	19.79	85.61	8.85	5.87	87.94	8.85
房屋租赁业务	1.30	5.84	57.85	1.72	7.44	58.85	1.40	6.05	51.52	0.41	6.09	55.88
物业管理业务	0.66	2.95	6.92	0.80	3.46	7.58	1.07	4.65	20.62	0.23	3.39	18.68
园区经营业务	0.11	0.51	57.34	0.17	0.74	69.69	0.12	0.52	69.58	0.04	0.56	53.82

影视文化业务	0.88	3.96	29.97	1.46	6.32	54.34	0.44	1.92	27.12	0.13	1.96	52.90
房屋销售业务	0.09	0.40	66.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市政养护业务	0.14	0.64	-11.86	0.02	0.07	22.05	0.02	0.07	38.18	0.00	0.05	79.80
其他	0.24	1.06	91.46	0.10	0.43	100.00	0.27	1.18	100.00	6.68	87.94	8.85
合计	22.00	100.00	12.86	23.14	100.00	16.25	23.12	100.00	13.75	5.87	100.00	13.20

注：1、上述合计数据差异主要系四舍五入所致，下同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司工程建设板块现有业务集中于山水城范围内，以委托代建模式承接区域内基础设施、安置房和土地整理业务，项目储备较多，业务稳定性和可持续性较强，但公司回款及时性不佳，同时，在建和拟建项目的投资集中于未来两年，存在一定资本支出压力。

表 17：截至 2023 年 3 月末公司主要已完工委托代建项目建设情况（万元）

项目名称	总投资	建设期	回款期	拟回款	已确认收入	已回款
长广溪生态修复	58,481.03	2015.06-2019.06	2019-2024	64,329.13	64,329.14	61,717.99
南湖中路、南湖北路、山水西路等 7 条道路两侧环境提升改造项目	5,215.81	2019.01-2020.06	2020-2025	5,737.39	5,737.39	5,737.39
安南路(南湖北路—南湖中路)	5,481.09	2017.12-2020.09	2020-2025	6,029.20	6,029.20	6,029.20
大通路新建工程项目	14,941.04	2018-2021	2021-2026	16,435.14	16,435.15	15,000.00
南湖中路延伸（塘绛路-南湖北路）	32,797.69	2017-2022	2023-2027	36,077.46	22,774.52	0.00
新安堂浜、水泥厂河及长广溪水系沟通工程	4,761.89	2019-2022	2023-2027	5,238.08	3,430.48	3,236.98
盘龙路地块环境整治项目	9,085.45	2020-2022	2023-2027	9,994.00	7,551.26	1,763.02
雪浪苑北侧地块旧城区改建	17,614.17	2019-2022	2023-2027	19,375.59	14,547.97	0.00
塘前（三槐）示范区建设项目	3,092.70	2019-2022	2023-2027	3,401.97	3,401.97	0.00
合计	151,470.87	--	--	166,617.96	144,237.08	93,484.58

注：本表列示总投资额为计划总投资额，数据与实际投资金额有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 18：截至 2023 年 3 月末公司在建委托代建项目情况（亿元）

项目名称	建设期	回款期	计划总投资	已投资
安置房项目：				
雪浪片区棚户区（危旧房）改造项目	2015-2023	2023-2027	45.02	45.84
方泉苑五期	2015-2023	2024-2027	37.71	29.76
方泉苑六期 A 块	2017-2023	2022-2027	7.18	6.20
基础设施工程：				
山水城文化旅游综合体项目	2014-2023	2023-2028	38.00	30.26
无锡市委党校新校区周边道路及环境配套	2020-2024	2024-2029	1.99	0.94
前杨道（和风路-震泽路）	2020-2023	2023-2028	2.34	0.93
南泉工业园提升改造（第一批）	2022-2024	2024-2029	8.04	5.49
土地整理项目：				
军嶂坞腾地	2022-2023	2023-2028	1.90	1.75
原华莱坞四期腾地	2022-2023	2023-2028	1.80	1.67
合计	--	--	143.98	122.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 19：截至 2023 年 3 月末公司拟建委托代建项目情况（亿元）

项目名称	建设期	预计总投资
雪浪片区配套用房	2023.12-2025.12	1.70
水晶湖泄洪河道新建工程	2023.05-2024.12	0.50

九年一贯制学校	2023.12-2025.12	5.00
南泉科技园启动公共基础设施建设项目	2023.05-2024.05	1.00
合计	--	8.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司园区经营板块包括工业科技园区、生态景观园区及电影产业园的运营，跟踪期内，生态景观园区及电影产业园板块存在不同程度的闭园，加之科技园区对中小微企业实施租金减免政策，2022年该板块收入同比大幅下滑。但整体来看，公司园区资产类型丰富，随着园区建设的不断完善，公司园区经营收入未来将有所增长。

此外，公司负责山水城范围内部分安置房商铺、厂房等资产的运营、物业管理及道路保洁工作，能够为公司贡献稳定的现金流，但2022年7月开始，公司不再代运营无锡市城开实业发展集团有限公司的写字楼资产，对公司租赁收入产生一定影响。

财务方面，作为滨湖区重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体之一，公司地位重要，跟踪期内，公司业务相对稳定，资产规模亦保持稳定。

公司目前形成了以工程建设、园区开发运营为主的业务板块，跟踪期内，资产仍主要由上述业务形成的货币资金、应收类款项及存货等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重维持在80%左右，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。综上所述，公司工程建设板块回款滞后，公司应收账款规模一直维持在较高水平且应收对象主要为滨湖区财政局，2022年末，公司应收账款余额40.42亿元，其中应收滨湖区财政局余额39.88亿元，需持续关注滨湖区财政局财政实力变动及后续的回款节奏。其他应收款主要系公司与区域内其他国有企业的往来款，近年末往来款规模均超80亿元，2022年末，前五大应收款对象分别为无锡山水生态农业投资开发有限公司（19.87亿元）、无锡市太湖云计算平台服务有限公司（16.12亿元）、无锡山水创意产业有限公司（10.62亿元）、无锡山水城产业经营有限公司（8.93亿元）、无锡雪浪建设集团有限公司（5.91亿元），占当年末其他应收款合计73.89%；账龄集中于1~3年，账龄较长，对公司资金形成一定占用。存货主要为工程施工成本，项目持续的投入带动存货增长，2023年3月末增至119.56亿元。公司货币资金储备相对充足，2022年末，由于往来款对资金占用加之项目建设费用的集中支付，公司货币资金降至16.44亿元，其中受限货币资金4.59亿元，主要系定期存单及货币保证金。此外，公司非流动资产主要由投资性房地产构成，投资性房地产以公允价值计量，截至2022年末，主要包括房屋及建筑物41.13亿元和土地使用权2.45亿元，该部分资产可为公司贡献一定的租赁收入，但贡献度较低。总体来看，公司资产主要以委托代建投入成本及应收款项构成，该部分资产流动性弱且变现能力弱，资产价值较低。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，资本公积主要为股权、土地和实物资产的注入以及财政拨款。跟踪期内，受益于利润的留存，公司资本实力不断增强，经调整的所有者权益⁴实现增长。考虑到公司业务利润的持续留存，公司经调整所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。2022年末，公司有息债务规模相对稳定，财务杠杆水平平稳。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将小幅增长，

⁴经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为0。

未来公司财务杠杆率或小幅提升。

表 20: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	309.24	317.88	323.41	343.50
流动资产占比	82.14	81.34	79.13	80.18
经调整的所有者权益合计	118.64	131.66	135.60	136.26
资产负债率	61.64	58.58	58.07	60.33
总资本化比率	60.24	57.26	56.69	59.07

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

现金流方面, 跟踪期内, 公司业务发展较为稳定, 营业收入规模保持稳定, 同时, 近年来公司委托代建项目回款节奏加快, 公司销售商品、提供劳务收到的现金规模逐年增长, 收现比率始终大于 1, 收入质量表现良好。2023 年一季度委托代建项目回款不佳, 收现比大幅下滑。需要关注的是, 公司委托代建业务回款受政府财政资金安排的影响较大, 回款规模或存在一定的不稳定性, 收入质量的稳定性有待持续关注。2022 年公司项目支出增大, 同时, 往来款回收规模下降, 导致当年经营活动净现金流由净流入转为净流出状态, 2023 年一季度公司经营活动净现金流仍然保持净流出状态。2022 年公司新增对无锡安云置业有限公司、无锡安泰置业有限公司等联营企业的投资同时新增多家股权投资, 当年投资活动净现金流净流出规模同比大幅增加。根据公司自身业务发展计划, 预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

表 21: 近年来公司现金流情况 (亿元、X)

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	12.10	10.06	-4.52	-4.83
投资活动产生的现金流量净额	-2.97	-1.54	-8.89	-0.41
筹资活动产生的现金流量净额	-10.29	-2.51	0.18	16.40
现金及现金等价物净增加额	-1.16	6.02	-13.23	11.17
收现比	1.05	1.15	1.12	0.12

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

偿债能力方面, 跟踪期内, 公司对外融资规模较上年维持稳定。从债务到期分布来看, 公司 1 年以内到期债务规模较大, 面临一定即期偿债压力; 从公司融资渠道来看, 公司债务以银行借款为主, 辅以债券发行, 债务类型及渠道较为单一; 公司债务结构以长期债务为主, 与其业务特征相匹配, 债务期限结构较为合理。

表 22: 截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况 (亿元)

	成本	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
银行借款	4.90%	157.96	36.74	12.20	4.67	2.03	5.09	97.23
债券融资	3.98%	31.90	6.60	9.00	0.00	9.90	6.40	0.00
合计	--	189.86	43.34	21.20	4.67	11.93	11.49	97.23

注: 上表统计口径不包含应付票据和利息调整项。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

偿债能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 受益于业务获利能力的稳定, 政府支持及投资收益的稳定补充, 公司利润总额维持在 4 亿元左右。但公司债务规模较大, EBITDA 仍无法覆盖年度利息支出, 对利息的保障能力较弱。同时, 公司经营活动净现金流无法对利息形成有效覆盖。整体来看, 公司债务保障能力不佳, 有待提升。

表 23：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	179.78	176.43	177.51	196.68
短期债务占比	29.83	23.42	25.93	27.54
EBITDA	4.09	4.69	4.41	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.48	0.50	0.50	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.41	1.07	-0.51	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

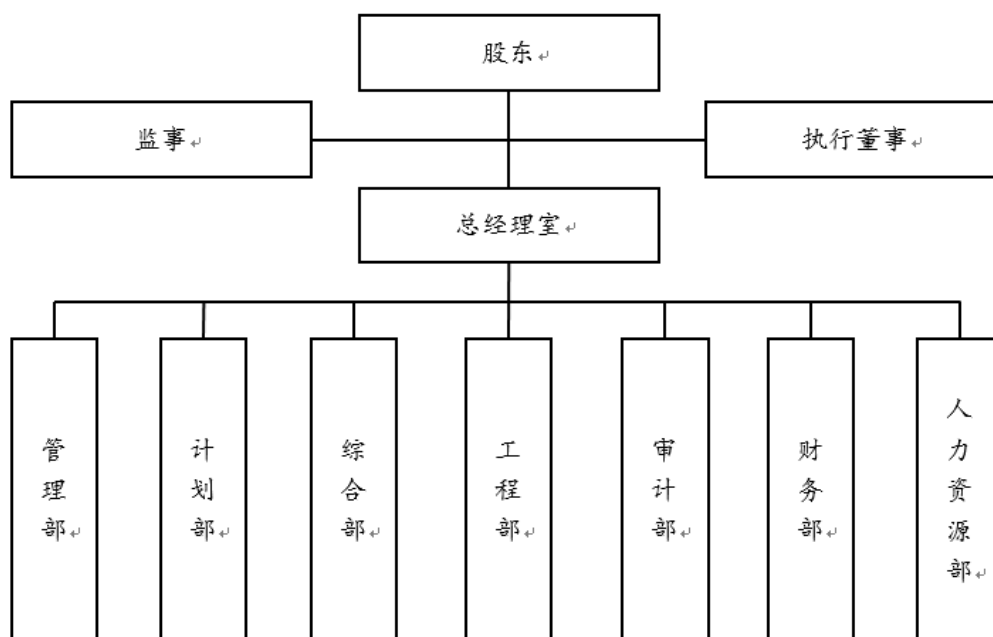
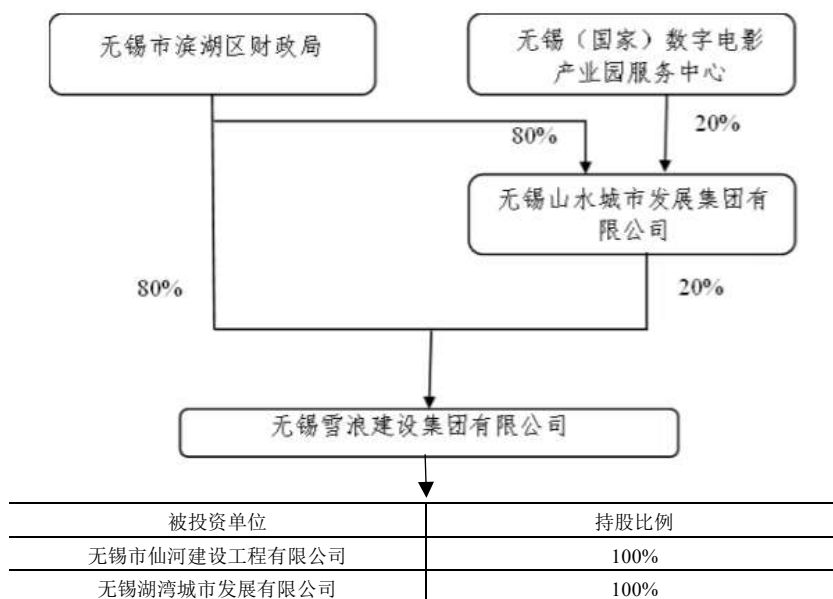
受限情况方面，公司受限资产规模较小，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 8.24%。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 42.26 亿元，占同期末净资产的比例为 31.02%，被担保单位系滨湖区国有企业，对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。此外，截至 2023 年 3 月末，公司无未决重大诉讼事项。

综合来看，中诚信国际维持山水产业主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。其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起到很强的保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持无锡雪浪建设集团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/20 雪浪债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：无锡雪浪建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至2023年3月末）



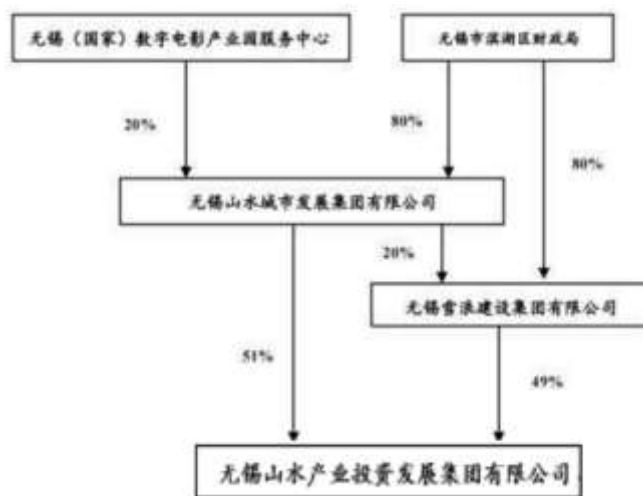
资料来源：公司提供

附二：无锡雪浪建设集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

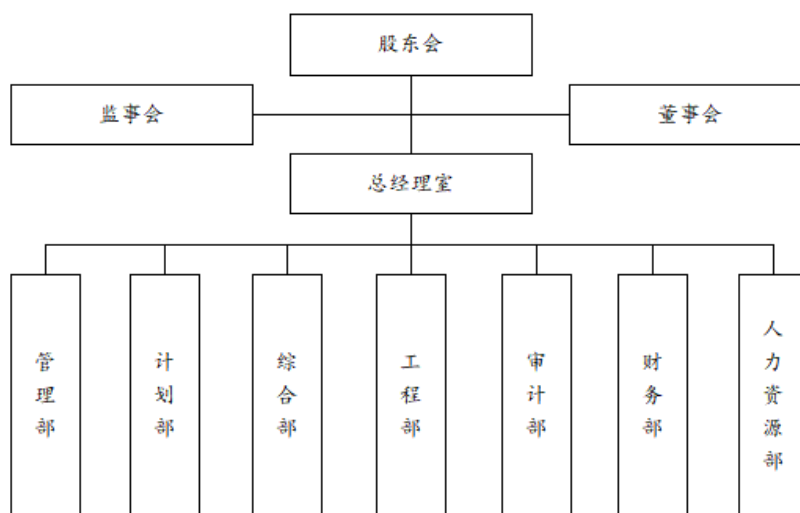
财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	87,223.34	108,727.95	62,821.24	81,806.27
非受限货币资金	82,122.69	108,727.95	62,821.24	81,806.27
应收账款	123,647.37	112,588.95	86,576.89	107,057.55
其他应收款	62,818.00	57,118.50	168,420.85	167,645.13
存货	144,923.17	232,957.44	298,307.64	299,345.59
长期投资	566,030.95	627,706.30	645,024.70	650,645.97
在建工程	0.00	0.00	265.18	265.18
无形资产	0.00	0.00	5.77	5.61
资产总计	1,040,612.62	1,195,081.65	1,318,066.50	1,363,877.33
其他应付款	237,938.01	135,946.07	61,911.73	59,972.58
短期债务	52,000.00	36,640.00	108,066.31	103,015.43
长期债务	165,700.00	253,340.00	349,886.06	394,996.06
总债务	217,700.00	289,980.00	457,952.37	498,011.49
负债合计	475,325.87	445,791.75	541,106.22	581,717.94
利息支出	6,198.72	10,429.66	19,929.69	7,296.23
经调整的所有者权益合计	565,286.74	749,289.90	776,960.28	782,159.39
营业总收入	63,804.35	69,221.21	97,512.32	30,282.30
经营性业务利润	5,492.24	6,049.69	8,759.89	1,933.53
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	17,571.49	17,239.61	17,361.15	3,272.03
营业外收入	53.81	0.95	4.73	0.00
净利润	23,208.58	23,567.42	26,427.82	5,199.87
EBIT	23,376.98	23,987.04	27,858.83	--
EBITDA	23,382.91	23,992.44	28,004.75	--
销售商品、提供劳务收到的现金	75,520.07	80,617.11	124,996.29	8,529.98
收到其他与经营活动有关的现金	49,880.55	48,255.94	91,449.98	19,728.98
购买商品、接受劳务支付的现金	63,514.40	139,469.81	130,137.36	19,728.98
支付其他与经营活动有关的现金	104,148.22	144,910.79	258,987.28	23,404.67
吸收投资收到的现金	0.00	116,000.00	88.65	0.00
资本支出	0.00	0.00	104.82	52.33
经营活动产生的现金流量净额	-42,920.34	-156,355.18	-175,115.20	-15,481.15
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.00	32,689.54	-2,402.33
筹资活动产生的现金流量净额	90,908.89	182,950.99	96,528.40	32,763.77
现金及现金等价物净增加额	47,988.56	26,595.81	-45,897.26	14,880.29
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	9.55	9.82	11.56	11.19
期间费用率(%)	0.45	0.66	2.17	4.45
应收类款项/总资产(%)	17.92	14.20	19.35	20.14
收现比(X)	1.18	1.16	1.28	0.28
资产负债率(%)	45.68	37.30	41.05	42.65
总资本化比率(%)	27.80	27.90	37.08	38.90
短期债务/总债务(%)	23.89	12.64	23.60	20.69
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-6.92	-14.99	-8.79	-2.12
总债务/EBITDA(X)	9.31	12.09	16.35	--
EBITDA/短期债务(X)	0.45	0.65	0.26	--
EBITDA利息覆盖倍数(X)	3.77	2.30	1.41	--

注：1、中诚信国际根据雪浪建设提供的其经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年审计报告及亚太（集团）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2022年度审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表整理；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附三：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2023年3月末）



公司名称	持股比例(%)
无锡雪浪产城发展有限公司	100
无锡太湖创意产业投资发展有限公司	100
无锡山水城市服务有限公司	100
无锡大浮环卫保洁有限公司	100
无锡山水慧谷旅游发展有限公司	100
江苏华莱坞投资发展有限公司	60
无锡数字电影产业有限公司	60
山水慧谷城镇建设发展有限公司	50



资料来源：公司提供

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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	327,442.26	352,523.98	164,438.71	276,071.15
非受限货币资金	190,588.85	250,796.14	114,918.51	230,252.26
应收账款	460,197.01	427,438.78	404,192.29	462,174.45
其他应收款	850,147.66	831,452.41	832,266.53	814,582.66
存货	883,942.00	961,245.32	1,154,067.36	1,195,633.35
长期投资	24,175.13	30,865.13	103,525.42	103,516.06
在建工程	83,150.79	89,888.60	99,599.01	105,786.90
无形资产	2,307.13	2,249.28	2,189.79	2,193.12
资产总计	3,092,396.51	3,178,752.84	3,234,094.15	3,435,027.90
其他应付款	17,991.27	6,108.45	10,025.47	8,367.98
短期债务	536,328.92	413,195.11	460,303.10	541,654.52
长期债务	1,261,429.33	1,351,096.93	1,314,814.42	1,425,111.05
总债务	1,797,758.25	1,764,292.04	1,775,117.52	1,966,765.57
负债合计	1,905,999.73	1,862,117.43	1,878,065.39	2,072,457.14
利息支出	85,760.44	93,847.03	88,701.79	--
经调整的所有者权益合计	1,186,396.78	1,316,635.41	1,356,028.75	1,362,570.76
营业总收入	222,145.05	231,427.15	231,167.91	66,765.88
经营性业务利润	35,316.57	40,386.46	36,940.18	6,426.09
其他收益	17,906.41	17,903.28	18,123.72	2,450.00
投资收益	5,560.90	33.04	151.50	139.97
营业外收入	321.48	1,036.89	2,489.12	220.90
净利润	38,330.18	39,479.95	39,348.48	6,713.12
EBIT	36,616.22	43,007.96	41,138.45	--
EBITDA	40,867.04	46,879.69	44,102.07	--
销售商品、提供劳务收到的现金	233,772.34	266,640.31	259,129.70	7,968.36
收到其他与经营活动有关的现金	347,430.72	305,202.78	239,117.32	97,566.71
购买商品、接受劳务支付的现金	179,745.72	255,712.34	331,448.09	31,888.07
支付其他与经营活动有关的现金	272,443.71	202,898.64	202,214.56	117,330.41
吸收投资收到的现金	20,000.00	63,222.51	20.00	0.00
资本支出	11,892.31	8,813.41	15,558.52	4,059.55
经营活动产生的现金流量净额	121,004.45	100,622.78	-45,183.68	-48,252.56
投资活动产生的现金流量净额	-29,729.67	-15,365.20	-88,911.78	-4,059.55
筹资活动产生的现金流量净额	-102,913.07	-25,050.29	1,817.83	164,045.87
现金及现金等价物净增加额	-11,638.29	60,207.29	-132,277.63	111,733.75
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	13.71	16.25	13.75	13.20
期间费用率(%)	4.91	5.44	4.66	6.97
应收类款项/总资产(%)	42.37	39.60	38.23	37.17
收现比(X)	1.05	1.15	1.12	0.12
资产负债率(%)	61.64	58.58	58.07	60.33
总资本化比率(%)	60.24	57.26	56.69	59.07
短期债务/总债务(%)	29.83	23.42	25.93	27.54
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.41	1.07	-0.51	--
总债务/EBITDA(X)	43.99	37.63	40.25	--
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.11	0.10	--
EBITDA利息覆盖倍数(X)	0.48	0.50	0.50	--

注：1、中诚信国际根据山水产业提供的其经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年审计报告及亚太（集团）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2022年度审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表整理；2、中诚信国际将“其他流动负债”中有息债务计入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
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
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号银河SOHO5号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn