



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 2024 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[2024]跟踪 0930 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024年6月21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+

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。

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，潜在支持能力很强；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，与滨湖区政府具有较高关联性。同时，中诚信国际预计雪浪建设将凭借良好的区域环境，稳定的职能定位，持续开展业务，维持资本市场认可度，保持良好的再融资能力；同时，需关注公司存在一定资本支出压力、偿债能力有待改善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：公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。

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等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- **持续增强的区域环境。**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，2023年滨湖区实现地区生产总值1,100.60亿元，按可比价格计算较上年增长6.5%，地区生产总值增速位列无锡市各区县第一，持续增强的区域经济环境为公司发展奠定了良好的基础。
- **职能定位稳定，且业务多元化发展。**跟踪期内公司仍是滨湖区基础设施建设主体之一，职能定位稳定，具有一定的业务稳定性和可持续性，同时，还从事工程施工和载体租赁业务，业务呈多元化发展。
- **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

- **项目回款滞后，且存在一定资本支出压力。**公司工程建设业务回款进度存在一定滞后，对公司资金形成一定占用，且在建和拟建项目投资集中于未来两年，存在一定资本支出压力。
- **偿债能力有待改善。**公司经营活动净现金流和EBITDA均无法对债务利息形成有效保障，偿债能力有待改善。
- **或有负债风险。**截至2024年3月末，公司对外担保余额为13.59亿元，占同期末净资产的比例为16.87%，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：罗雄 xluo@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	119.51	131.81	132.54	135.10
经调整的所有者权益合计（亿元）	74.93	77.70	79.97	80.58
负债合计（亿元）	44.58	54.11	52.57	54.53
总债务（亿元）	29.00	45.80	49.35	51.27
营业总收入（亿元）	6.92	9.75	9.22	2.52
经营性业务利润（亿元）	0.60	0.88	1.02	0.15
净利润（亿元）	2.36	2.64	2.51	0.47
EBITDA（亿元）	2.40	2.80	2.57	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-15.64	-17.51	-1.57	5.81
总资本化比率（%）	27.90	37.08	38.16	38.89
EBITDA利息保障倍数（X）	2.30	1.41	1.11	--

注：1、中诚信国际根据雪浪建设提供的其经亚太（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、2023年度审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表整理，其中2021年、2022年年度数据分别采用2022年、2023年审计报告期初数；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。

担保主体财务概况

山水产业（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	317.88	323.41	336.15	341.94
经调整的所有者权益合计（亿元）	131.66	135.60	138.38	138.97
负债合计（亿元）	186.21	187.81	197.77	202.97
总债务（亿元）	176.43	177.51	187.59	192.57
营业总收入（亿元）	23.14	23.12	21.04	6.65
经营性业务利润（亿元）	4.04	3.69	2.71	0.46
净利润（亿元）	3.95	3.93	3.07	0.58
EBITDA（亿元）	4.69	4.41	3.76	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	10.06	-4.52	4.15	6.88
总资本化比率（%）	57.26	56.69	57.55	58.08
EBITDA利息保障倍数（X）	0.50	0.50	0.43	--

注：1、中诚信国际根据山水产业提供的其经亚太（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2022~2023年度审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表整理，其中2021年、2022年年度数据分别采用2022年、2023年审计报告期初数；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。

同行业比较（2023年数据）

项目	雪浪建设	工业园公司	太湖旅业
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	无锡市-滨湖区	苏州市-苏州高新区（虎丘区）	苏州市-吴中区
GDP（亿元）	1,100.60	1,826.75	1,590.17
一般公共预算收入（亿元）	103.94	193.14	210.39
经调整的所有者权益合计（亿元）	79.97	32.23	69.42
总资本化比率（%）	38.16	67.71	60.09
EBITDA利息覆盖倍数（X）	1.11	1.49	0.43

中诚信国际认为，滨湖区与苏州高新区（虎丘区）、吴中区行政地位相当，经济实力与财政实力处于可比区间；公司与可比公司围绕其职能定位展业，业务运营实力相当；公司权益规模位于比较组较高水平，财务杠杆较低，且利息覆盖能力处于比较组较高水平。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有一般的支持意愿。

注：1、工业园公司系“苏州高新区枫桥工业园有限公司”的简称；“太湖旅业”系“苏州太湖旅业发展有限公司”的简称；2、太湖旅业为2022年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

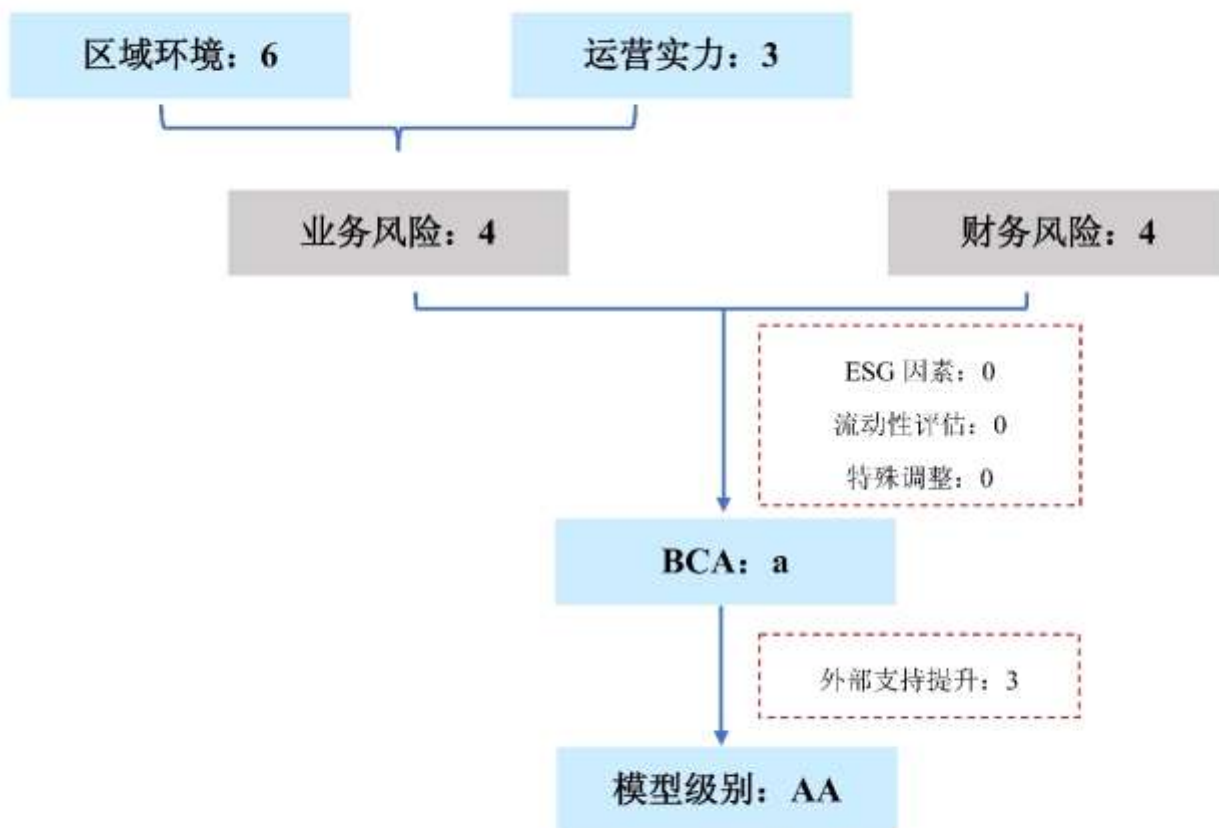
本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20雪浪债 /20雪浪债	AA ⁺	AA ⁺	2023/6/26 至本报告出具日	10.00/6.00	2020/03/18~2027/03/18	债券提前 偿还

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
雪浪建设	AA/稳定	AA/稳定	2023/6/26 至本报告出具日

● 评级模型

无锡雪浪建设集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

外部支持: 滨湖区政府有很强的支持能力, 对公司有一般的支持意愿, 主要体现在滨湖区的区域地位, 以及持续增长的综合经济财政实力; 雪浪建设作为滨湖区的基础设施建设主体之一, 具有一定的区域重要性, 股权结构和业务开展均与市政府具有较高的关联性。受个体信用状况的支撑, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业2024年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，2023年滨湖区经济持续增长，合理的产业结构、活跃的经济环境和持续增长的经济实力为滨湖区财政实力形成了有力的支撑，财政自给度进一步提升。此外，滨湖区再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

滨湖区是无锡市五个下辖区之一，是中国乡镇工业的发源地之一，有着坚实的经济基础。2023年滨湖区项目投资扩量提速，当年固定资产投资345.9亿元，固定资产投资实现两位数增长，同比增长13.5%，高于全市平均5.2个百分点；实现地区生产总值1,100.60亿元，按可比价格计算较上年增长6.5%，增速位居无锡市首位。分产业看，第一产业实现增加值3.9亿元，增长2%；第二产业实现增加值406.6亿元，增长6.7%；第三产业实现增加值690.1亿元，增长6.4%。合理的产业结构、活跃的经济环境和持续增长的经济实力为滨湖区财政实力形成了有力的支撑，2023年一般公共预算同比增长6.91%，且财政自给度进一步提升。此外，2023年受土地市场行情影响，政府性基金收入规模进一步下降，但仍为滨湖区地方政府财力的重要补充。再融资环境方面，滨湖区显性债务率处于无锡市较低水平，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来滨湖区地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	982.56	1,057.87	1,100.60
GDP 增速（%）	9.00	3.80	6.5
人均 GDP（万元）	16.54	17.77	18.48
固定资产投资增速（%）	5.3	1.7	13.50
一般公共预算收入（亿元）	101.14	97.22	103.94
政府性基金收入（亿元）	111.28	93.22	79.20
税收收入占比（%）	85.30	78.43	77.96
公共财政平衡率（%）	107.12	97.62	106.86

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%，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：滨湖区财政局，中诚信国际整理

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，职能定位不变，工程建设业务具备一定的项目储备，该业务具有一定的稳定

性和可持续性。但仍需关注工程建设业务完工时间较为集中所带来的资本支出压力。

表 2：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务种类	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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	6.41	92.66	8.85	5.91	60.60	8.85	5.27	57.18	8.85	1.17	46.43	8.85
安置房出售业务	0.46	6.69	14.49	2.15	22.01	14.49	2.18	23.67	14.49	5.44	21.57	14.49
载体租赁业务	0.04	0.65	100.00	0.07	0.74	100.00	0.04	0.48	100.00	0.02	0.68	100.00
工程施工业务	--	--	--	1.62	16.65	13.62	1.72	18.67	25.87	0.79	31.32	11.27
合计	6.92	100.00	9.82	9.75	100.00	11.56	9.22	100.00	13.80	2.52	100.00	10.07

注：上述合计数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，公司展业范围仍集中于无锡山水城。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。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》，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，公司具有一定的项目储备，业务可持续性较强，但已确认收入项目的回款进度存在一定程度滞后，对公司资金形成一定占用。此外，公司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 3：截至 2024 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	23.61	23.61
滨湖小学（南横街）	2.49	0.44	0.17
滨湖中学迁建项目	3.53	3.38	3.38
雪浪中心小学	1.27	1.24	1.24
石塘小学	1.54	1.69	1.69
万顺道（清晏路-清源路）	0.74	0.82	0.82
南泉社区埭头地块拆迁	0.19	0.21	0.21
天空树以东地块（望溪腾地）	7.40	5.74	1.10
合计	52.55	52.48	47.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2024 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	16.63	2017-2025
和风路（万顺道-五湖大道）	基础设施	2.45	1.83	2021-2024
新四院南侧整治	基础设施	6.00	2.53	2020-2025

羊岐地块还湖整改工程项目	基础设施	2.04	1.79	2021-2024
南苑宾馆及西杜巷周边地块综合改造项目	基础设施	14.38	1.62	2022-2026
大浮山门口	土地整理	--	3.33	2022-2024
桂语云间地块、中信泰富地块周边道路和金湾路、前杨道项目	基础设施	0.90	0.30	2023-2024
许舍地区九年一贯制学校新建项目	基础设施	6.00	0.54	2023-2025
合计	--	--	28.57	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2024 年 3 月末公司主要拟委托代建项目情况（亿元）

项目名称	建设期	预计总投资	资金来源
雪浪卫生中心新建工程	2024.11-2026.12	2.60	自筹+融资

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块，工程施工业务方面，跟踪期内公司工程施工业务运营仍为无锡市仙河建设工程有限公司（以下简称“仙河建设”），仙河建设通过公开招投标的方式获取工程施工业务，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。从业务运营来看，公司工程施工业务规模持续增长，2023 年及 2024 年一季度分别实现收入 1.67 亿元和 0.79 亿元，但客户集中度较高，需关注业务的稳定性情况。

表 6：2023 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
无锡山水慧谷旅游发展有限公司	7,440.78	43.22
无锡山水城管委会	1,870.78	10.87
无锡市亨利富建设发展有限公司	1,796.66	10.44
无锡市雪浪街道资产经营有限公司	1,289.85	7.49
无锡市滨湖区雪浪街道办事处	636.87	3.70
合计	13,034.94	75.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

载体租赁业务方面，目前公司名下载体仍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 2024 年 3 月末，公司持有科教用房可出租面积 8.21 万平方米，已对外出租面积 1.54 万平方米，目前出租率较低，需持续关注该部分资产后续的出租情况。2023 年及 2024 年 1~3 月，公司分别实现载体租赁收入为 441.00 万元和 170.99 万元。

安置房销售方面，跟踪期内，公司对外销售安置房仍为瑞雪家园，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 2017~2025 年，拟建成 2,567 套安置房。截至 2024 年 3 月末，项目已投资 16.63 亿元，尚需投入 4.93 亿元。截至 2024 年 3 月末累计销售安置房 1,933 套，销售面积 187,103.63 平方米，销售均价为 4,580 元/平方米。2023 年确认安置房销售收入 2.18 亿元，2024 年一季度瑞雪家园安置房销售加速，当期实现销售收入 5.44 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司所有者权益增强，具备一定的资本实力；公司债务规模小幅增长，财务杠杆率保持相对稳定，处于适中水平；公司经营获现能力提升，但仍无法对债务利息形成有效保障，EBITDA对利息的保障能力进一步下降，偿债能力有待改善。

资本实力与结构

作为滨湖区基础设施建设主体之一，跟踪期内公司业务稳定发展，资产规模保持相对稳定，且资产结构仍以长期股权投资为主的非流动资产为主。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，2023年权益法下确认投资收益1.41亿元，同年，新增对无锡安泰置业有限公司（2.10亿元）和无锡安云置业有限公司（0.50亿元）投资，当年末长期股权投资规模同比进一步增长。跟踪期内，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，同时不断加强往来款的回收，以往来款为主的其他应收款规模持续下降。存货主要为工程施工成本，项目持续的投入带动存货增长，2024年3月末增至30.97亿元。总体来看，公司资产仍以对外投资、委托代建投入成本及应收款项构成，资产流动性弱。

跟踪期内，公司债务规模小幅增长，短期债务占比同比下降，但一年内到期的债务规模仍较大，面临一定即期偿债压力。所有者权益方面，受益于利润的持续累存，2023年公司经调整的所有者权益¹保持增长，全年财务杠杆水平保持相对稳定，财务杠杆水平适中。

表 7：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

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	41.75	10.26	3.42	0.54	0.00	27.54
债券融资	9.00	0.00	0.00	9.00	0.00	0.00
合计	50.75	10.26	3.42	9.54	0.00	27.54

注：上述债务统计口径不包含利息调整项。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

跟踪期内，公司业务回款表现良好，加之加大对往来款的回收力度，2023年公司经营活动净流出规模大幅缩减，2024年一季度转为净流入，经营获现能力提升，但整体仍无法对利息支出形成有效覆盖。公司对外投资规模较小，跟踪期内，投资活动现金流保持较小的净流出规模。近年公司持续控制债务规模增速，使得筹资活动净现金流持续收窄。跟踪期内，公司投资收益减少导致利润总额同比有所下降，带动 EBITDA 同比小幅下降 8.35%，加之利息支出的增加，EBITDA 对利息的保障能力进一步下降。整体来看，公司偿债指标有待改善。

截至 2024 年 3 月末，公司银行授信总额为 75.72 亿元，尚未使用授信额度为 39.47 亿元，备用流动性尚可。

表 8：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	10.87	6.28	5.54	11.77
应收账款	11.26	8.66	7.17	8.88

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项各年均均为 0。

其他应收款	5.71	16.84	15.64	8.27
存货	23.30	29.83	29.72	30.97
长期股权投资	62.77	64.50	68.36	68.67
资产总计	119.51	131.81	132.54	135.10
经调整的所有者权益合计	74.93	77.70	79.97	80.58
总债务	29.00	45.80	49.35	51.27
短期债务占比	12.64	23.60	21.17	21.05
资产负债率	37.30	41.05	39.66	40.36
总资本化比率	27.90	37.08	38.16	38.89
经营活动产生的现金流量净额	-15.64	-17.51	-1.57	5.81
投资活动产生的现金流量净额	0.00	3.27	-0.42	-0.22
筹资活动产生的现金流量净额	18.30	9.65	1.25	0.65
收现比	1.16	1.28	1.14	0.47
EBITDA	2.40	2.80	2.57	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.30	1.41	1.11	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-14.99	-8.79	-0.68	7.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产占当期末总资产的 2.33%，主要为借款提供抵押担保的投资性房地产，仍存在较大的抵质押融资空间。

或有负债方面²，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保金额占同期末净资产的比例为 16.87%，对外担企业均为滨湖区内国有企业，但仍需关注或有负债风险。同期末，公司不存在重大未决诉讼情况。

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 2024 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。

外部支持

跟踪期内，滨湖区经济持续增长，财政实力进一步增强。公司作为滨湖区山水城内的基础设施投资建设主体和资产经营主体之一，具有一定的区域重要性。公司由滨湖区财政局绝对控股，根据滨湖区政府意图承担区域内基础设施建设任务，业务开展与区域发展和政府规划关联紧密。滨湖区财政对公司债务进行管控，公司债务在滨湖区基投企业中占有一定比例，若其发生风险信用事件，对滨湖区融资环境影响恶化的可能性很高。综上，跟踪期内滨湖区具备很强的支持能力，同时对公司一般的支持意愿，可为公司带来一定的外部支持。

跟踪债券信用分析

“20 雪浪债/20 雪浪债”，募集资金总额 10.00 亿元，其中，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。本次债券为 7 年期固定利率债券，同时设置提前偿还本金条款，即债券存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20% 偿还债券本金。截至目前，均已按用途使用。2023 年 3 月，本次债券已完成第 2 次本金提前偿，截至目前债券余额 6.00 亿元。“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。

² 公司对外担保具体情况见附件五。

偿债保障分析

山水产业成立于 2000 年 12 月 27 日，由南泉镇资产管理办公室和南泉镇壬巷村村民委员会共同出资 2,000 万元组建。后经撤市设区、股东变更和多次增资，截至 2023 年 9 月末，山水产业注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，其中无锡山水城市发展集团有限公司（以下简称“山水城发”）持股 51%，为山水产业控股股东，雪浪建设持股 49%。山水产业实际控制人滨湖区人民政府。山水产业是无锡市滨湖区重要的投融资和资产经营主体，主要负责山水城范围的基础设施投资建设，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与经营管理工作。

跟踪期内，山水产业业务稳定发展，资产规模亦保持稳定增长。山水产业资产主要集中在货币资金、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。跟踪期内，山水产业代建业务的持续投入推动存货规模的扩大；代建业务回款持续改善，2023 年应收账款规模继续下降，但 2024 年一季度受回款进度的影响，当期末应收账款规模阶段性上升。山水产业继续压降对外往来款的规模，其他应收款规模持续下降，该部分账龄主要集中在 1 年以内及 1~2 年，对山水产业资金仍形成较大占用。整体来看，山水产业应收类款项和存货合计占总资产的比重仍较大，存货中开发成本变现能力不足，资产流动性较弱。

跟踪期内，山水产业业务持续投入推动债务规模小幅上涨，短期债务规模持续攀升，2024 年 3 月末，短期债务占比上升至 34.94%，且一年内到期的债务规模较大，面临一定即期偿债压力。山水产业利润的持续累存，带动经调整的所有者权益³的稳定上升。跟踪期内，山水产业财务杠杆水平保持相对稳定，但仍维持在较高水平，资本结构有待优化。

跟踪期内，山水产业收入质量的持续改善加之往来款的净流入使得经营活动现金流由净流出转为净流入，经营获现能力上升，但仍无法对利息支出形成有效覆盖。山水产业投资活动现金流持续呈现净流出状态，随着对园区改造项目及联营企业投资的减少，2023 年投资活动现金净流出规模有所缩减。山水产业经营活现能力上升，加之对外投资规模的缩减，对外融资需求下降，筹资活动净现金流由净流入转为净流出。2023 年，利润总额下降导致 EBITDA 同比下降 14.71%，对利息的保障能力进一步下降。整体来看，山水产业偿债指标表现不佳，有待改善。

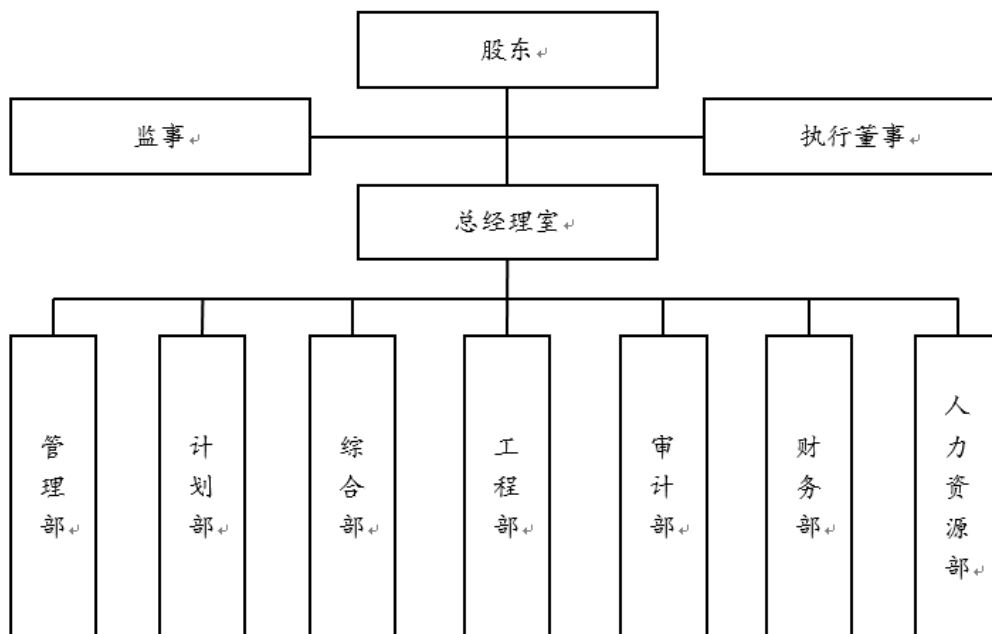
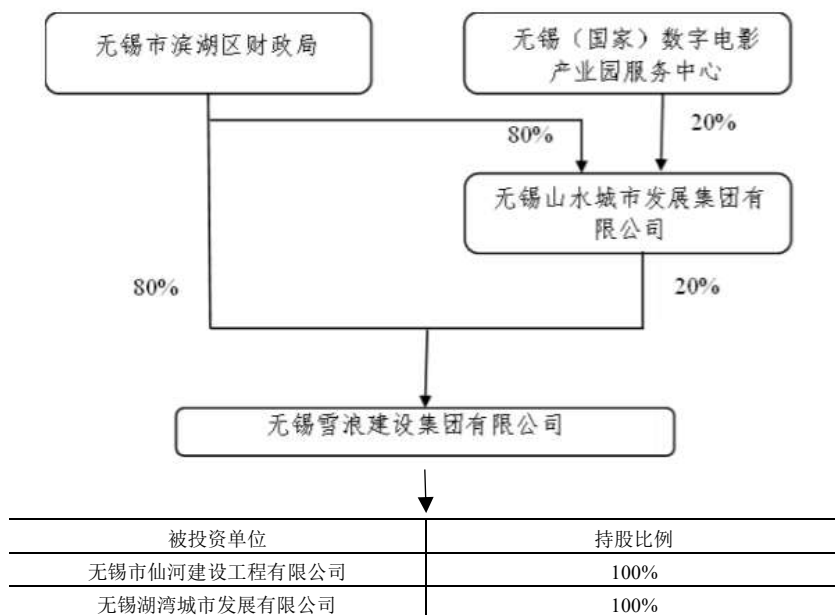
综合来看，中诚信国际维持无锡山水产业投资发展集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息起到有力保障作用。

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⁺**。

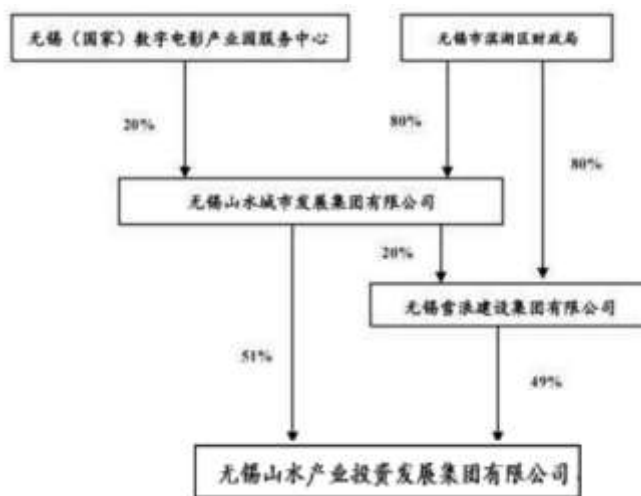
³经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

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2024年3月末）

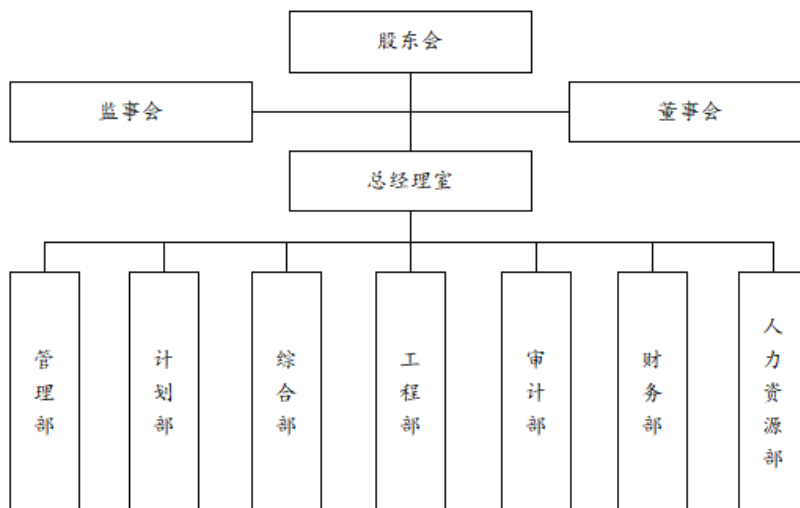


资料来源：公司提供

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2024年3月末）



子公司名称	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
无锡山水城科技发展有限公司	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：山水产业提供

附三：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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	108,727.95	62,821.24	55,353.04	117,704.90
非受限货币资金	108,727.95	62,821.24	55,353.04	--
应收账款	112,588.95	86,576.89	71,716.21	88,756.79
其他应收款	57,118.50	168,420.85	156,422.62	82,675.15
存货	232,957.44	298,307.64	297,234.44	309,681.18
长期投资	627,706.30	645,024.70	687,705.71	692,547.79
在建工程	0.00	265.18	265.18	674.98
无形资产	0.00	5.77	5.14	4.98
资产总计	1,195,081.65	1,318,066.50	1,325,426.65	1,351,031.52
其他应付款	135,946.07	61,911.73	8,765.58	7,122.37
短期债务	36,640.00	108,066.31	104,501.84	107,958.18
长期债务	253,340.00	349,886.06	389,028.96	404,786.86
总债务	289,980.00	457,952.37	493,530.81	512,745.05
负债合计	445,791.75	541,106.22	525,678.76	545,275.85
利息支出	10,429.66	19,929.69	23,101.78	7,811.99
经调整的所有者权益合计	749,289.90	776,960.28	799,747.89	805,755.67
营业总收入	69,221.21	97,512.32	92,216.99	25,226.17
经营性业务利润	6,049.69	8,759.89	10,151.15	1,547.08
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	17,239.61	17,361.15	14,903.14	3,126.58
营业外收入	0.95	4.73	0.01	0.64
净利润	23,567.42	26,427.82	25,051.74	4,673.46
EBIT	23,987.04	27,858.83	25,561.10	--
EBITDA	23,992.44	28,004.75	25,667.34	--
销售商品、提供劳务收到的现金	80,617.11	124,996.29	104,857.29	11,881.39
收到其他与经营活动有关的现金	48,255.94	91,449.98	62,575.83	85,330.14
购买商品、接受劳务支付的现金	139,469.81	130,137.36	43,575.90	15,487.15
支付其他与经营活动有关的现金	144,910.79	258,987.28	137,677.54	21,725.64
吸收投资收到的现金	116,000.00	88.65	0.00	0.00
资本支出	0.00	104.82	155.87	436.26
经营活动产生的现金流量净额	-156,355.18	-175,115.20	-15,745.98	58,050.61
投资活动产生的现金流量净额	0.00	32,689.54	-4,197.87	-2,151.76
筹资活动产生的现金流量净额	182,950.99	96,528.40	12,475.64	6,453.01
现金及现金等价物净增加额	26,595.81	-45,897.26	-7,468.20	62,351.86
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	9.82	11.56	13.80	10.07
期间费用率（%）	0.66	2.17	2.28	3.50
应收类款项占比（%）	14.20	19.35	17.21	12.69
收现比（X）	1.16	1.28	1.14	0.47
资产负债率（%）	37.30	41.05	39.66	40.36
总资本化比率（%）	27.90	37.08	38.16	38.89
短期债务/总债务（%）	12.64	23.60	21.17	21.05
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-14.99	-8.79	-0.68	7.43
总债务/EBITDA（X）	12.09	16.35	19.23	--
EBITDA/短期债务（X）	0.65	0.26	0.25	--
EBITDA利息保障倍数（X）	2.30	1.41	1.11	--

注：1、中诚信国际根据雪浪建设提供的其经亚太（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、2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，其中 2021 年、2022 年年度数据采用 2022 年、2023 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。

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	352,523.98	164,438.71	116,365.30	186,317.38
非受限货币资金	250,796.14	114,918.51	111,039.55	174,911.46
应收账款	427,438.78	404,192.29	371,105.90	429,251.11
其他应收款	831,452.41	832,266.53	612,544.91	515,443.89
存货	961,245.32	1,154,067.36	1,425,797.75	1,432,699.81
长期投资	30,865.13	103,525.42	208,221.57	209,917.56
在建工程	89,888.60	99,599.01	62,703.74	72,285.34
无形资产	2,249.28	2,189.79	28,884.88	28,678.06
资产总计	3,178,752.84	3,234,094.15	3,361,483.38	3,419,405.80
其他应付款	6,108.45	10,025.47	11,454.02	10,814.53
短期债务	413,195.11	460,303.10	610,453.26	672,830.90
长期债务	1,351,096.93	1,314,814.42	1,265,444.92	1,252,907.50
总债务	1,764,292.04	1,775,117.52	1,875,898.18	1,925,738.40
负债合计	1,862,117.43	1,878,065.39	1,977,674.48	2,029,740.06
利息支出	93,847.03	88,701.79	87,689.28	19,968.42
经调整的所有者权益合计	1,316,635.41	1,356,028.75	1,383,808.90	1,389,665.74
营业总收入	231,427.15	231,167.91	210,350.87	66,467.74
经营性业务利润	40,386.46	36,940.18	27,132.37	4,597.89
其他收益	17,903.28	18,123.72	14,591.61	2,000.00
投资收益	33.04	151.50	3,411.20	626.87
营业外收入	1,036.89	2,489.12	307.99	539.95
净利润	39,479.95	39,348.48	30,724.33	5,758.83
EBIT	43,007.96	41,138.45	34,455.81	5,626.83
EBITDA	46,879.69	44,102.07	37,613.24	--
销售商品、提供劳务收到的现金	266,640.31	259,129.70	261,875.58	14,888.50
收到其他与经营活动有关的现金	305,202.78	239,117.32	201,379.33	141,985.78
购买商品、接受劳务支付的现金	255,712.34	331,448.09	257,404.25	37,083.05
支付其他与经营活动有关的现金	202,898.64	202,214.56	152,838.81	45,722.93
吸收投资收到的现金	63,222.51	20.00	0.00	98.00
资本支出	8,813.41	15,558.52	33,971.81	11,603.40
经营活动产生的现金流量净额	100,622.78	-45,183.68	41,518.51	68,820.72
投资活动产生的现金流量净额	-15,365.20	-88,911.78	-36,577.67	-13,343.42
筹资活动产生的现金流量净额	-25,050.29	1,817.83	-12,419.80	8,394.62
现金及现金等价物净增加额	60,207.29	-132,277.63	-7,478.96	63,871.92
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	16.25	13.75	14.08	12.99
期间费用率（%）	5.44	4.66	6.98	8.64
应收类款项占比（%）	39.60	38.23	29.26	27.63
收现比（X）	1.15	1.12	1.24	0.22
资产负债率（%）	58.58	58.07	58.83	59.36
总资本化比率（%）	57.26	56.69	57.55	58.08
短期债务/总债务（%）	23.42	25.93	32.54	34.94
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.07	-0.51	0.47	3.45
总债务/EBITDA（X）	37.63	40.25	49.87	--
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.10	0.06	--
EBITDA利息保障倍数（X）	0.50	0.50	0.43	--

注：1、中诚信国际根据亚太（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2022~2023年度审计报告及未经审计的2024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：无锡雪浪建设集团有限公司对外担保明细（截至2024年3月末）

借款单位	担保余额（万元）	担保起始日	担保方式
无锡山水产业投资发展集团有限公司	19,450.00	2021.5.7-2028.12.31	保证
无锡山水城科技发展有限公司	950.00	2021.6.30-2024.6.24	保证
无锡市太湖云计算平台服务有限公司	12,750.00	2021.6.21-2024.6.20	保证
无锡市太湖云计算平台服务有限公司	4,570.00	2022.9.29-2025.9.19	保证
无锡山水生态农业投资开发有限公司	4,570.00	2022.9.29-2025.9.19	保证
无锡山水城市发展集团有限公司	24,900.00	2023.1.18-2026.1.15	保证
无锡山水创意产业有限公司	14,790.00	2023.9.8-2026.9.4	保证
无锡山水生态农业投资开发有限公司	12,950.00	2023.9.26-2026.9.25	保证
无锡太湖创意产业投资发展有限公司	8,000.00	2023.10.27-2024.4.26	保证
山水建设无锡有限公司	5,000.00	2023.11.1-2024.4.30	保证
无锡太湖创意产业投资发展有限公司	8,000.00	2023.12.14-2024.6.13	保证
无锡山水产业投资发展集团有限公司	20,000.00	2023.12.29-2024.10.19	保证

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附六：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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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
盈利能力	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
现金流	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，影响报表使用者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。

附七：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