

信用等级公告

联合[2018] 1092 号

联合资信评估有限公司通过对苏州汾湖投资集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定苏州汾湖投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，苏州汾湖投资集团有限公司 2018 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十日



苏州汾湖投资集团有限公司 2018 年度第二期中期票据 信用评级报告

评级结果:

发行人主体长期信用等级: AA
担保方主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 5 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司
有权按面值加应付利息赎回本期
中期票据

募集资金用途: 偿还债务

评级时间: 2018 年 6 月 20 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.32	18.23	24.91	19.39
资产总额(亿元)	259.54	252.15	263.48	263.09
所有者权益(亿元)	90.82	98.86	112.73	112.78
短期债务(亿元)	44.66	40.19	35.16	31.26
长期债务(亿元)	79.39	78.22	93.78	98.13
全部债务(亿元)	124.05	118.41	128.94	129.39
营业收入(亿元)	8.21	8.19	8.06	1.52
利润总额(亿元)	1.79	1.84	1.56	0.06
EBITDA(亿元)	2.18	2.31	2.00	--
经营性净现金流(亿元)	4.57	1.41	0.08	0.43
营业利润率(%)	8.52	8.40	5.26	7.78
净资产收益率(%)	1.74	1.75	1.28	--
资产负债率(%)	65.01	60.79	57.22	57.13
全部债务资本化比率(%)	57.73	54.50	53.36	53.43
流动比率(%)	274.55	315.33	437.93	476.73
经营现金流动负债比(%)	5.18	1.91	0.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	57.01	51.30	64.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.23	0.24	0.43	--

注: 1. 2015~2016 年财务数据根据 2017 年新准则调整追溯为准;

2. 已将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部
债务核算;

3. 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

李海宸 赵起锋 边沁

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对苏州汾湖投资集团有限公司(以下简称“汾湖投资”或“公司”)的评级反映了公司作为江苏省汾湖高新技术产业开发区(以下简称“汾湖高新区”)重要的基础设施建设主体,在资本资产注入、财政补贴和基础设施项目转让等方面获得有力的外部支持。同时,联合资信关注到公司存在一定的短期偿付压力、土地资产受限规模大、担保比率高等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

随着汾湖高新区建设的不断完善,招商引资的不断推进,公司整体业务平稳发展,联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具,同时,赎回与利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。

本期中期票据由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,经联合资信评定,中债增主体长期信用等级为 AAA,其担保显著提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 江苏省汾湖高新区经济发展情况良好,为公司提供了有利的外部环境。
2. 公司作为汾湖高新区重要的基础设施建设主体,在相关基础设施建设领域具有区域

竞争优势。

3. 汾湖高新区管委会在资金注入、补贴收入和业务委托等方面给予公司持续的支持。
4. 中债增为本期中期票据提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据还本付息安全性。

关注

1. 公司存货中土地规模较大，受限比例高，土地资产变现时间与出让规模具有一定的不确定性，且应收类款项对资金占用明显，资产流动性较弱。
2. 公司盈利能力较弱，利润总额对补贴收入依赖大。
3. 公司对外担保金额大，担保比率较高，公司或有负债风险高。
4. 公司短期债务规模大，存在一定的短期支付压力。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

声 明

一、本报告引用的资料主要由苏州汾湖投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

苏州汾湖投资集团有限公司 2018 年度第二期中期票据 信用评级报告

一、主体概况

苏州汾湖投资集团有限公司(以下简称“公司”)原名为苏州汾湖投资发展有限公司,是经吴江区人民政府《关于同意临沪经济区组建投资发展有限公司的批复》(吴政发【2005】194号文件)批准,由吴江临沪经济区管委会¹、吴江市芦墟镇集体资产经营公司和吴江市芦墟城市投资发展有限公司分别出资4500万元、500万元和500万元,于2005年12月注册成立的有限责任公司。后经过数次增资和股权结构变更,截至2018年3月底,公司注册资本为30.00亿元,江苏省汾湖高新技术产业开发区管理委员会(以下简称“汾湖高新区管委会”)持股100%。

公司经营范围:对实业投资、基础建设投资;资产管理收益;国内贸易(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2018年3月底,公司本部设有资产部、综合部、财务部、工程部、投融资部和内审部6个职能部门。公司下辖24家子公司。

截至2017年底,公司资产总额263.48亿元,所有者权益112.73亿元(含少数股东权益2.03亿元);2017年公司实现营业收入8.06亿元,利润总额1.56亿元。

截至2018年3月底,公司资产总额263.09亿元,所有者权益112.78亿元(含少数股东权益2.05亿元);2018年1~3月公司实现营业收入1.52亿元,利润总额0.06亿元。

公司注册地址:吴江区黎里镇府前路北侧;
法定代表人:杨亚峰。

¹因行政区划调整,2006年“吴江临沪经济区”更名为“江苏吴江汾湖经济开发区”;2012年,因区划调整,“江苏吴江汾湖经济开发区”更名为“江苏省汾湖高新技术产业开发区”(以下简称“汾湖高新区”)。

二、本期中期票据概况

2016年11月,公司注册永续中票额度10亿元。本期公司拟发行2018年度第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”)5亿元,用于偿还债务。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据,具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据的第3个和其后每个付息日,公司有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据。如在赎回权条款约定的时间,公司行使赎回权,则于赎回日前一个月,由公司按照信息披露相关规则要求的披露媒体上刊登《提前赎回公告》,并由上海清算所代理完成赎回工作。如在赎回权条款约定的时间,公司不行使赎回权,则于赎回日前一个月,由公司按有关规定提前一个月在指定的信息平台上刊登公告。

利率与利率重置

本期中期票据采用浮动利率计息,按年付息,并在前3个计息年度利率保持不变。前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定。初始利差为票面利率与初始基准利率²之间的差值,初始上调基点为0。如果公司在第3个计息年度末不行使赎回权,则自第4个计息年度起,票面利率每3年重置一次,重置后的票面利率为当期基准利率³加初

² 初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

³ 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值

始利差加当期上调基点，在之后的 3 个计息年度内保持不变。当期上调基点=上一期上调基点+300BP。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响，导致当期基准利率在利率重置日不可得，则票面利率将采用票面利率重置日之前一期票面利率再加上当期上调基点确定。

清偿顺序

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，公司在本期中期票据每个付息日可以自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。强制付息时间指付息日前 12 个月，公司如果向普通股股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，将启动投资者保护机制。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，则自第 4 个计息年度起，票面利率每 3 年重置一次，重置后的票面利率为当期基准利率加初始利差加

当期上调基点，在之后的 3 个计息年度内保持不变。当期上调基点=上一期上调基点+300BP，初始上调基点为 0。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）利息递延方面，公司在某个付息日选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅

（四舍五入计算到 0.01%）。

(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升,财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大,财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜;进行税制改革和定向降税,减轻相关企业负担;进一步规范地方政府融资行为,防控地方政府性债务风险;通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资,推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年,央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”,市场资金面呈紧平衡状态;利率水平稳中有升;M1、M2增速均有所放缓;社会融资规模增幅下降,其中人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升;人民币兑美元汇率有所上升,外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长,产业结构继续改善。2017年,中国农业生产形势较好;在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下,中国工业结构得到进一步优化,工业生产保持较快增速,工业企业利润快速增长;服务业保持较快增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升,仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年,全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元,同比增长7.2%(实际增长1.3%),增速较2016年下降0.9个百分点。其中,民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%,较2016年增幅显著,主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施,通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力,推动了民间投资的增长。具体来看,由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控,房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势;基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠

杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响,基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降;制造业投资增速(4.8%)小幅上升,且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年,全国社会消费品零售总额36.6万亿元,同比增长10.2%,较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年,全国居民人均可支配收入25974元,同比名义增长9.0%,扣除价格因素实际增长7.3%,居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看,生活日常类消费,如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长;升级类消费品,如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速;网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年,在世界主要经济体持续复苏的带动下,外部需求较2016年明显回暖,加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年,中国货物贸易进出口总值27.8万亿元,同比增加14.2%,增速较2016年大幅增长。具体来看,出口总值(15.3万亿元)和进口总值(12.5万亿元)同比分别增长10.8%和18.7%,较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元,较2016年有所减少。从贸易方式来看,2017年,一般贸易进出口占中国进出口总额的比重(56.3%)较2016年提高1.3个百分点,占比仍然最高。从国别来看,2017年,中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%,增速较2016年大幅提升;随着“一带一路”战略的深入推进,中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年,全球经济有望维持复苏态

势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对

于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决

执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资

本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17

个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景

下,基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日,中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署,中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

综上,在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下,随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离,城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来,城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体,其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

作为汾湖高新区的开发建设企业,汾湖高新区及吴江区地方经济发展情况将直接影响到公司的发展。

(1) 苏州市经济概况

苏州市位于江苏省南部,东临上海,南接浙江,西抱太湖,是长江三角洲重要的中心城市之一。苏州市下辖6区3市,全市面积8488.42平方公里,拥有国家级经济技术开发区9家,国家级高新技术产业开发区3家,国家级保税港区1家。

2017年,苏州市经济发展保持良好势头,预计实现地区生产总值1.7万亿元,按可比价计算,同比增长7%。完成全社会固定资产投资5600亿元,比上年下降0.9%。全年实现一般公共预算收入1908.1亿元,比上年增长10.3%。其中税收收入1672.9亿元,增长11.1%,税收收入占一般公共预算收入的比重达87.7%。

(2) 吴江区经济概况

苏州市吴江区位于江苏省东南部,东接上海市,南连浙江省,下辖8个镇,1个国家级高新区,2个省级高新区。2015年,农业部认定吴江区为国家现代农业示范区。近年来,通过民营经济和外向型经济的驱动,吴江区形成

了丝绸纺织、电子信息、光电缆和装备制造四大主导产业,新能源、新材料、生物医药和新型食品四大新兴产业。

近年吴江区经济保持了平稳的发展势头。根据《2017年苏州市吴江区国民经济和社会发展统计公报》,2017年,吴江区实现地区生产总值1788.98亿元,比上年增长7.1%。规模以上工业总产值3357.98亿元,增长9.8%;工业用电量238.12亿度,增长10.3%。固定资产投资681.5亿元,与去年基本持平。2017年完成一般公共预算收入183.52亿元,增长11.1%,其中税收收入161.01亿元,增长11.1%,税收收入占一般公共预算收入的比重为87.7%。用于民生改善的财政支出稳步增加,全年完成一般公共预算支出174.36亿元,增长9.5%,其中城乡公共服务支出132.88亿元,增长12.2%,占一般公共预算支出的比重为76.2%。

(3) 汾湖高新区概况

汾湖高新区位于吴江区东部,东临上海大都市区,北接苏锡常都市圈,南接杭嘉湖城市群,总面积约258平方公里,湖荡水系总面积约82平方公里,占全区总面积的32%。其水系与苏、浙、沪二省一市水系沟通,处于江苏、浙江、上海交汇的金三角腹地,是中国沿海和长江三角洲经济圈的中心区域,也是“临沪经济圈”中最具地理优势的地区。在上海半小时经济圈内,汾湖高新区直接接受上海经济发展的辐射。

汾湖高新区交通便捷,沪苏浙高速公路、318国道东西横穿全境,苏嘉杭高速公路、227省道、苏同黎一级公路及苏嘉杭高速复线(规划中)连接苏杭。便捷的交通将汾湖高新区与上海、苏州、杭州、无锡等长三角中心城市融为一体。汾湖高新区政府属于省级高新区行政级别,吴江区政府给予汾湖高新区单独的财政结算体制。汾湖高新区基本形成三大主导产业:一是以康力电梯为代表的电梯装备产业,二是以康师傅为代表的新型食品产业,三是以永鼎股份为代表的电子信息产业。未来,汾湖高新

区将大力发展战略性新兴产业，包括新材料产业、生物医药产业和新能源产业等。

根据公司提供的《2017年汾湖高新区主要经济统计指标》，2017年，汾湖高新区完成地区生产总值265.01亿元，增长8.07%；工业总产值615.14亿元，同比增长11.29%，其中规模以上工业企业总产值420.28亿元。全社会固定资产投资74.97亿元，同比增长21.46%。2017年一般公共预算收入24.72亿元，增长10.40%。

总体看，苏州市、吴江区和汾湖高新区经济稳定发展，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年3月底，公司注册资本为30.00亿元，汾湖高新区管委会持有公司100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是汾湖高新区最重要的基础建设投资主体，负责汾湖高新区范围内基础设施建设、土地整理开发、安置房建设等项目。

截至2018年3月底，公司拥有24家子公司，涉及污水处理、房地产开发等业务。自成立以来，公司先后完成了多项区内基础设施配套工程、市政道路建设工程、景观绿化工程、安置房等项目。

3. 人员素质

截至2018年3月底，公司本部高管成员共3人（总经理1人，副总经理2人），均具有大学本科及以上学历。公司董事长兼任总经理，主持公司日常工作。

杨亚峰先生，1978年生，注册会计师，本科学历；历任原江苏吴江汾湖高新区财政局基建科科员、副科长，公司财务部副经理；现任公司董事长、总经理、法定代表人。

陈卫秋先生，1972年生，本科学历；历任吴江市财政局会计师事务所办事员、中国银行芦墟支行主任助理、中国银行北库支行副主任、中国银行平望、梅堰区域负责人兼平望支行行长、中国银行同里支行主任、中国银行北库支行行长；现任公司董事兼副总经理。

包玲英女士，1976年出生，本科学历；历任吴江市汾湖物流中心总经理、吴江市汾湖镇集体资产经营公司法定代表人及董事长；现任公司董事兼副总经理。

截至2018年3月底，公司共有员工90人，其中本科及以上学历人员占64%，专科及以下学历人员占36%；30岁及以下人员占42%，31~40岁员工占37%，41岁以上人员占21%，年龄结构整体较为年轻化。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高，能够满足日常工作需要。

4. 外部支持

公司是汾湖高新区重要的基础建设投资主体，汾湖高新区政府和吴江区政府在资金注入、补贴收入、业务委托等方面均给予公司较大程度的支持。

（1）资金注入

2015年和2016年，汾湖高新区管委会分别对公司增资13.00亿元和5.70亿元。其中，包含芦墟污水处理厂收到开发区管委会注入的原汾湖鹏鹞水务有限公司的厂房、设备资产合计0.67亿元。根据汾高新发【2017】74号文件和汾高新发【2017】75号文件，汾湖高新区管委会向公司拨付12.40亿元作为资本投入，计入“资本公积”科目。

（2）补贴支持

根据“吴汾开财发【2008】9号”文件，汾湖高新区财政局同意从2009年起在汾湖高新区财政预算内外安排不少于6000万元专项建设资金补贴，作为对公司的财政投入。2015~2017年，公司确认财政补贴收入分别为1.48亿元、

1.62亿元和1.71亿元，2018年一季度确认财政补贴收入0.06亿元。

(3) 业务委托

公司负责汾湖高新区基础设施项目和安置房项目的投资建设。汾湖高新区财政局与公司签署协议，约定在工程竣工验收合格后整体转让，项目的转让价以工程竣工验收合格后双方根据项目的实际造价加价一定比例作为最终转让结算价。

针对“09 汾湖债”募投项目，根据吴江区财政局、汾湖高新区财政局与公司签订的委托代建协议，由吴江区财政局和汾湖高新区财政局各付 50% 项目款项，根据《关于拨付苏州汾湖投资集团有限公司基础设施建设项目和安置房委托代建款项的说明》，吴江区财政支付公司的委托代建款项划拨至汾湖高新区财政局并由其代为支付。截至 2017 年，汾湖高新区财政局根据上述说明中应拨付的项目款，已按计划到位，反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”和“收到其他与经营活动有关的现金”。

表 2 应收账款偿债资金安排计划

年度	应收账款划入金额 (亿元)
2010 年	1.00
2011 年	1.00
2012 年	1.00
2013 年	1.00
2014 年	11.00
2015 年	1.00
2016 年	6.00
2017 年	6.00
2018 年	11.61
合计	39.61

资料来源：公司提供

综上所述，汾湖高新区管委会及吴江区政府在财政补贴、资金注入和基础设施建设项目委托等方面均给予了公司较大支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用

报告》（银行版）（机构信用代码为 G1032058400162790R），截至 2018 年 5 月 3 日，公司未结清的信贷信息记录良好，已结清信贷信息中存在 1 笔关注类贷款和 1 笔关注类银行承兑汇票及 1 笔欠息记录（已于 2008 年 3 月 21 日结清）。根据公司出具的《关注情况说明》，关注类贷款均已按相关合同约定按时归还结清，但由于华夏银行当时对所有政府融资平台、类平台类企业全部列入关注类，故公司该笔贷款在关注类中；关注类银行承兑汇票已正常到期解付，未出现银票垫款情况，但由于操作异常，银行系统也无法及时删除，致使上述银行承兑汇票被列为关注类。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照依法制定的公司章程，公司建立和完善了法人治理结构。公司不设股东会，由出资方汾湖高新区管委会行使股东职权；公司设立了董事会、监事和经理层，公司章程对股东、董事会、监事和经理层的权力和义务、人员组成、职责权限及议事规则做出了明确规定。董事会为公司的决策机构，对股东负责。董事会由 3 名董事组成，由股东委派。公司设董事长一名，由股东指派。董事任期为三年，任期届满，连派可以连任。董事会会议由董事长召集和主持，三分之一以上董事可提议召开董事会临时会议。公司设监事一人，对公司财务、董事会和经理执行各项职能的过程等进行监督。监事由股东委派产生。监事的任期每届为 3 年，任期届满由出资人决定是否连任。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理一名，由董事会聘任或解聘。总经理负责公司日常的经营管理，对董事会负责。

2. 管理水平

公司制定了较为完善的内部管理制度，包括预算管理、财务管理、投融资管理、担保制

度、关联交易制度等方面。

财务管理方面，公司制定了《公司财务管理制度》、《对外投资、担保管理办法》等管理制度，在财务、资金、财务核算、成本费用、收入、利润和对外担保等方面形成了一整套完善的财务管理体系。

投融资管理方面，公司制定并实施了相应的制度管理办法，在办法中明确了公司投融资的制度，通过该制度，公司不仅对项目预算、决算和工程管理等制定了详细的操作方案，也对项目的投资原则、管理机构和投资权限、投资决策机构和决策程序、立项管理、建设管理、运营与移交管理、项目评价以及风险管理等工作制定了明确的操作步骤，还对基建管理的职责、基建建设程序、基建计划管理、基建项目立项与可行性研究报告、基建项目的审批权限、基建设计管理、施工管理和竣工验收以及相关财务报表制度制定了工作守则。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保制度》。公司规定对外提供担保必须经董事会审核。控股子公司不得擅自对外提供担保，若有需要必须报总公司批准。对需要提供的对外担保，必须经过申请人提供资料，财务审计部审查及董事会审批流程。经董事会审议通过后，由董事长或授权代表人签署书面对外担保合同。

总体来看，公司法人治理结构较为规范，目前建立的管理制度可满足日常经营管理需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括汾湖高新区内基础设施建设、安置房建设销售和土地使用权转让。2015~2017年公司主营业务收入分别为7.71亿元、7.59亿元和7.44亿元，其收入主要源于公司开发由政府转让项目（基础设施、土地使用权转让、安置房）所带来的收入，收入规模受到项目结算进度和土地需求变化等因素影响而有所波动。2018年1~3月公司实现主营业务收入1.37亿元，以基础设施建设业务收入和土地使用权转让收入为主。

从毛利率上看，2015~2017年基础设施建设业务毛利率下降主要系营改增影响，2017年为16%。由于2015年以来土地使用权转让收入和安置房建设销售收入均参照成本确认，故毛利率几乎为零。公司整体毛利率变化主要来自营改增和基础设施建设业务收入、土地使用权转让收入和安置房建设销售收入的占比变化。2015~2017年和2018年一季度，公司综合毛利率分别为11.19%、7.99%、5.73%和7.18%。

表3 2015~2017年及2018年1~3月公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	2015年			2016年			2017年			2018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
基础设施建设	45267.57	58.68	19.09	20281.49	26.72	18.20	30477.45	40.95	16.00	9389.58	68.49	16.00
土地使用权转让	15095.68	19.57	0.00	30095.68	39.65	0.20	24238.51	32.57	0.00	4052.11	29.56	0.00
安置房建设销售	16117.77	20.89	0.00	21527.05	28.36	0.21	17231.04	23.15	0.00	--	--	--
污水处理	238.36	0.31	-5.71	466.75	0.61	-185.64	982.14	1.32	-142.69	195.94	1.43	-219.19
建设服务费	--	--	--	3146.50	4.14	100.00	984.63	1.32	100.00	--	--	--
交通运输	104.13	0.13	-18.08	--	--	--	--	--	--	--	--	--
物业管理	137.07	0.18	-119.18	209.44	0.28	-92.91	329.59	0.44	-78.22	71.32	0.52	-124.95

养殖水面租赁	184.60	0.24	100.00	184.60	0.24	100.00	184.60	0.25	36.10	--	--	--
其他	0.08	0.00	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	77145.26	100.00	11.19	75911.52	100.00	7.99	74427.96	100.00	5.73	13708.95	100.00	7.18

资料来源：公司提供

注：合计数与各项求和数不一致系四舍五入所致。

2. 业务经营分析

基础设施建设

汾湖高新区财政局针对基础设施建设项目每年分别与公司签署协议，汾湖高新区财政局承诺在工程竣工验收合格后予以整体转让，项目的转让价以工程竣工验收合格后双方根据项目的实际造价加价一定比例作为最终转让结算价。根据协议，汾湖高新区财政局每年分别与公司签订具体的当年可竣工决算转让项目文件，其中，会明确当年转让项目情况、结转成本金额及最终转让结算价。

2015~2017年，公司基础设施建设业务分别实现收入4.53亿元、2.03亿元和3.05亿元（税后价格），波动较大主要是因为结算进度变化所致。2018年1~3月，公司基础设施建设收入0.94亿元，较上年同期下降8.73%。

截至2018年3月底，公司基础设施项目主要包括第五人民医院、三白荡公园、各类道路等，

未来尚需支付约12.68亿元。在建的基础设施建设项目以及尚未竣工结算的项目均反映在“存货”中。

总体看，公司与汾湖高新区财政局签署的基础设施委托建设协议提升了公司基建项目回款的安全性。但基础设施建设业务收入受结算进度影响，波动较大。

土地使用权转让

公司土地使用权转让板块收入来源主要是公司与苏州市吴江区黎里镇人民政府签订了土地转让协议，根据区域发展需要，黎里镇人民政府约定以账面价值购买公司土地使用权。2015~2017年，根据吴江区国土局文件和土地使用权转让协议，公司向黎里镇人民政府转让土地5宗，转让价款合计8.56亿元，2015~2017年和2018年一季度分别结算1.51亿元、3.01亿元、2.42亿元和0.41亿元土地使用权收入，目前尚有1.91亿元转让款未收到。

表4 公司土地使用权转让情况（单位：万元）

土地证号	转让价款	2015年 转让金额	2016年 转让金额	2017年 转让金额	2018年1-3月转 让金额
吴国用（2011）第07049211号	30191.35	15095.67	15095.68	--	--
吴国用（2011）第07049212号	28239.9	--	15000.00	15000.00	4052.11
吴国用（2010）第07049218号	4395.78				
吴国用（2011）第07049213号	13572.75				
吴国用（2012）第07049217号	9238.51	--	--	9238.51	--
合计	85638.29	15095.67	30096.675	24238.51	4052.11

资料来源：公司提供

安置房业务

在市政建设的同时，公司也负责安置房项目建设。安置房建设的经营主体为公司子公司苏州汾湖城建房地产开发有限公司（以下简称“城建房产”）。截至2018年3月底，城建房产已完成3个动迁安置房小区，累计总投资30.54亿

元，目前公司无在建安置房项目。

公司根据汾湖高新区规划进行安置房建设。安置房的建设资金主要通过公司自有资金和融资获得，城建房产通过招拍挂方式取得土地，继而对外融资进行安置房建设，安置房建设过程中的投入计入存货。项目完工后，高新

区财政局委托吴江区汾湖动迁办将安置房直接销售给符合动迁安置房购买资格的对象，公司销售的安置房全部为定向销售，销售价格由市政府统一制定。由于公司安置房销售价格低于实际发生的成本，因此汾湖高新区政府将对销售收入不能覆盖实际成本的部分作全额补贴，最终由政府安置房补偿款和收到的动迁办安置房差价收入共同结转为安置房建设销售收入。该业务收益则根据公司与汾湖高新区财政局签署的《吴江汾湖新农村安居房工程、港南安置房代建协议》，2014~2016年，公司分别按照成本确认安置房建设销售收入合计5.51亿元。根据协议约定，高新区财政局于2016年底前支付公司2014~2016年度的建设服务费，费率为6%，公司于2016年度确认建设服务费3146.50万元（税后价格）。2017年，根据公司与汾湖高新区管委会签署的《吴江汾湖城司新天地（汾湖人家）安置房建设服务协议》，2017年汾湖高新区管委会确认公司投资额17231.04万元，按6%确认应收服务费984.63万元（税后价格）。截至2018年3月底，公司尚未收到建设服务费。

其他业务

公司其他业务板块包括物业管理、交通运输、污水接管等。其中，物业管理业务主要由子公司吴江市心缘物业有限公司负责，主要是对新友花苑和汾湖人家小区收取的物业管理费，2015~2017年及2018年1~3月，该板块收入分别为137.07万元、209.44万元、329.59万元和71.32万元。物业板块毛利率为负主要系对安置小区物业管理的补贴较低所致。

此外，公司还负责吴江市汾湖镇黎里历史文化街区保护修缮利用工程项目和吴江区汾湖镇黎里历史镇区保护建设工程项目。上述两项目计划总投资分别为12.64亿元和6.08亿元，截至2018年3月底，2个项目已投入17.75亿元。未来上述两项目将通过景区门票收入及出租收入进行资金平衡。

汾湖科技园工程项目也由公司负责。该项目总占地面积约合158.3亩，建设内容主要

包括医药研发楼、中试孵化厂房、白领公寓楼和综合楼等，总投资为4.49亿元，目前该项目已基本完工，未来将通过租售收入进行资金平衡。

3. 未来发展

公司未来将围绕汾湖高新区规划，继续加大基础设施特别是重点工程建设力度，将加快实施资本渗透战略，加快关联领域的多元化发展步伐。一方面，重点抓好基础设施配套工程、重点推进安置房小区建设和科技创业园核心服务区的建设。另一方面，将汾湖高新区打造成为现代服务业的综合基地，努力营造一个集居住、休闲、旅游度假于一体的江南水乡旅游休闲度假胜地。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了采用《企业会计准则》编制的2015~2016年度和2017年度财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2018年一季度财务报表未经审计。

2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司24家。2015年~2018年3月期间合并范围变化对公司合并财务报表数据可比性影响较小，公司财务可比性较强。

截至2017年底，公司（合并）资产总额263.48亿元，所有者权益112.73亿元（含少数股东权益2.03亿元）；2017年公司实现营业收入8.06亿元，利润总额1.56亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额263.09亿元，所有者权益112.78亿元（含少数股东权益2.05亿元）；2018年1~3月公司实现营业收入1.52亿元，利润总额0.06亿元。

2. 资产质量
2015~2017 年，公司资产总额波动增长，年均复合增长 0.76%。2017 年底，公司资产总额

为 263.48 亿元，同比增长 4.50%，其中，流动资产占比 89.70%。

表 5 2015~2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.88	11.90	18.15	7.20	24.68	9.37	19.26	7.32
其他应收款	44.41	17.11	36.49	14.47	47.46	18.01	47.88	18.20
存货	161.03	62.04	174.22	69.10	159.32	60.47	162.14	61.63
在建工程	9.73	3.75	12.80	5.08	17.50	6.64	18.20	6.92
合计	259.54	94.80	252.15	95.85	263.48	94.49	263.09	94.07

资料来源：公司审计报告及财务报表

2015~2017 年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合下降 1.16%。2017 年底，公司流动资产 236.35 亿元，同比增长 1.55%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。

2015~2017 年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降 10.60%，2017 年底，公司货币资金为 24.68 亿元，同比增长 35.94%。2017 年底，公司受限货币资金 2.50 亿元，系定期存单质押和银行承兑汇票保证金。

2015~2017 年，公司应收账款大幅增长，主要系 2017 年起公司将应收汾湖高新区财政局的项目转让款反映在应收账款（原计入其他应收款）。2017 年底，公司应收账款 3.55 亿元，其中应收汾湖高新区财政局 3.52 亿元。

2015~2017 年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长 3.38%。2017 年底，公司其他应收款为 47.46 亿元，同比增长 30.06%。从账龄上看，1 年以内的占 40.08%，1~2 年的占 26.28%，3 年以上的占 27.19%，存在一定比重账龄较长的款项。从集中度来看，前五名欠款单位占其他应收款总额比重为 83.32%，集中度高。公司其他应收款对象主要为政府相关部门和国有关联企业，主要为应收汾湖高新区财政局、汾湖高新区管委会、苏州汾湖城区资产运营公司、吴江市汾湖镇集体资产经营公司和第五人民医院的项目款和往来款。其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。同时，

根据汾湖高新区财政局 2014 年 3 月出具的《关于苏州汾湖投资集团有限公司应收款事项的确认》，2013 年底，公司应收汾湖高新区财政局及管委会的款项合计 52.17 亿元，汾湖高新区财政局将自 2014 年起按 10 年期限每年等额归还该款项 52.17 亿元。截至目前已按计划拨付到位。根据汾湖高新区财政局制定的归还公司其他应收款的还款计划，可减轻对公司的资金占用，缓解公司资金周转压力。

表 6 2017 年底公司其他应收款主要欠款单位
(单位：万元，%)

单位名称	金额	占比
江苏省汾湖高新技术产业开发区财政局	271735.4	56.29
江苏省汾湖高新技术产业开发区管委会	44008.3	9.12
苏州汾湖城区资产运营公司	37954.15	7.86
吴江市汾湖镇集体资产经营公司	27564.44	5.71
第五人民医院	20955.05	4.34
合计	402217.4	83.32

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货波动中有所下降，年均复合下降 0.53%，2017 年底，公司存货 159.32 亿元，同比下降 8.55%，主要系待转让土地转入其他应收款，同时部分项目转至在建工程。公司存货主要是土地资产 70.05 亿元、开发成本 89.15 亿元（包括基建项目成本、安置房成本和待摊项目成本等）和少量开发产品

(已完工尚未交付的开发项目)。2017 年底，公司存货计提跌价准备 475.68 万元。2017 年底，公司存货中土地均为出让用地，用途以商住为主。

2015~2017 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 34.13%，主要由科技创业园工程、排水管道工程和黎里古镇保护开发工程构成。2017 年底，公司在建工程为 17.50 亿元，同比增长 36.69%，主要系科技创业园和黎里古镇保护开发工程投入增加所致。

截至 2017 年底，公司受限资产包括 2.50 亿元货币资金和 52.31 亿元土地使用权，受限土地占公司土地资产的 71.16%，受限比例较高。

2018 年 3 月底，公司资产总额 263.09 亿元，较 2017 年底基本持平，资产构成仍主要由流动资产构成（占 89.32%）。2018 年 3 月底，公司货币资金 19.26 亿元，较 2017 年底下降 21.96%；存货和在建工程分别为 162.14 亿元和 18.20 亿元，较 2017 年底分别增长 1.77% 和 4.01%，主要系项目建设投入所致。

总体看，公司资产中流动资产占比高，受其他应收款规模较大且回收期限较长、存货中土地资产抵押比例高和变现具有一定的不确定性等因素影响，公司资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益年复合增

长率为 11.41%，主要得益于资本公积的增长。2017 年底，所有者权益 112.73 亿元（含少数股东权益 2.03 亿元），其中股本占 27.10%，资本公积占 63.52%，未分配利润占 7.78%。2017 年底公司资本公积较上年底增加 12.41 亿元，增幅为 21.42%，主要系汾湖高新区管委会拨付 12.40 亿元现金所致。

2018 年 3 月底，公司所有者权益为 112.78 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元），规模和结构较上年底无较大改变。总体来看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债年均复合下降 5.47%，2017 年底，公司负债合计 150.76 亿元，其中流动负债占 35.80%。2017 年底公司流动负债同比减少 26.88%，主要系当期应付票据和其他应付款减少所致。

2015~2017 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 35.80%，2017 年底，公司其他应付款 14.98 亿元，主要为应付水环境基本建设资金和苏州市吴江保障性住房建设开发有限公司等单位的往来款，同比下降 47.65%，主要系往来款结清所致。账龄以 3 年以上为主。

2015~2017 年，公司有息债务波动中小幅增加，年均复合增长 1.96%。2017 年底，公司有息债务 128.94 亿元，其中短期债务 35.16 亿元，主要由一年内到期的非流动负债和其他流动负债（超短期融资券）构成；长期债务 93.78 亿元。公司长期债务中 45.29 亿元将于 2020 年到期，存在集中兑付压力。

表 7 2015~2018 年 3 月公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	44.67	36.00	40.19	33.95	35.16	27.28	31.26	24.16
长期债务	79.39	64.00	78.22	66.05	93.78	72.73	98.13	75.84
全部债务	124.05	100.00	118.41	100.00	128.94	100.00	129.39	100.00

资料来源：公司审计报告

2018 年 3 月底，公司负债合计 150.31 亿元，其中非流动负债占 67.21%；有息债务总额

129.39 亿元，较 2017 年底变化不大。

从债务指标情况看，2015 年~2017 年，公

司资产负债率和全部债务资本化比率三年持续下降，长期债务资本化比率有所波动，2017年底上述三项指标分别为 57.22%、53.36% 和 45.41%；2018 年 3 月底，分别为 57.13%、53.43% 和 46.53%。

总体来看，公司债务规模有所波动，债务负担随权益增长逐年减轻，债务水平一般。

4. 盈利能力

公司营业收入主要由汾湖高新区基础设施建设收入及土地使用权转让业务和安置房建设销售构成。2015~2017 年，公司营业收入逐年小幅下降，年均复合下降 0.93%，2017 年，公司营业收入为 8.06 亿元。营业利润率逐年下降，2017 年为 5.26%，较 2016 年下降 3.14 个百分点。

2015~2017 年，公司期间费用波动中下降，年均复合下降 2.44%，主要系管理费用的波动所致。但由于营业收入逐年下降，期间费用占营业收入比重由 2015 年的 6.36% 上升至 2017 年的 7.30%，公司期间费用控制能力有所下降。

受益于汾湖高新区财政补贴收入的持续注入，2015~2017 年公司利润总额分别为 1.79 亿元、1.84 亿元和 1.56 亿元。2015~2017 年公司获得补贴收入分别为 1.48 亿元、1.62 亿元和 1.71 亿元，公司利润总额对补贴收入的依赖高。

从主要盈利指标看，公司总资产收益率和净资产收益率波动中有所下降，2017 年分别为 0.62% 和 1.28%。受公司经营性质影响，公司整体盈利能力较弱。

2018 年 1~3 月，公司营业收入为 1.52 亿元，以基础设施转让和土地使用权转让收入为主；利润总额 0.06 亿元，主要来自其他收益中的政府补助。公司营业利润率为 7.78%。

表 8 2015~2017 年公司盈利情况
(单位: 亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	8.21	8.19	8.06

营业成本	7.17	7.31	7.30
其他收益	0.00	0.00	1.71
营业利润	0.34	0.23	1.55
营业外收入	1.49	1.62	0.01
利润总额	1.79	1.84	1.56

资料来源：公司审计报告

整体来看，由于公司经营业务性质，整体业务盈利能力较弱，补贴收入对公司利润总额贡献大。

5. 现金流

公司承担汾湖高新区基础设施建设职能，从事基建项目等业务活动产生的现金流在其经营活动现金流中体现，其中，经营性现金流入主要是基础设施和土地使用权转让、安置房销售回款（反映在销售商品、提供劳务收到的现金中）和政府补贴款、往来款等（反映在收到其他与经营活动有关的现金）；经营性现金流出主要是工程项目支出、购买土地使用权支出、安置房建设款及支付其他往来款。从收入实现质量来看，2015年~2017年，公司现金收入比分别为88.40%、83.35%和37.47%，2017年现金收入比下滑。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入分别为27.22亿元、17.45亿元和18.89亿元，2016年较2015年减少9.77亿元，主要系往来款减少所致；2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为4.57亿元、1.41亿元和0.08亿元，2017年较上年下降94.62%，主要系往来款支出规模较大所致。

公司投资活动产生的现金流入主要为收回理财产品投资款项，投资活动产生的现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金以及投资理财产品所支付的现金。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-13.96亿元、-1.40亿元和-8.99亿元，其中，2017年投资活动产生的现金净流出规模较大，主要系当年支付8亿元购买城乡一体化公司股权。

筹资活动方面，筹资活动现金流入主要为借款、股东增资和发行债券收到的现金，近三年，公司筹资活动现金流入规模逐年下降，年均复合下降8.12%，2017年为70.02亿元，较上年下降9.53%；2017年，公司吸收投资收到的现金为12.41亿元，主要是汾湖高新区管委会拨付的资金及置换资产资金；2017年，公司借款所收到的现金同比减少至39.61亿元，其中包括发行12.00亿元超短期融资券；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息、承兑汇票保证金以及关联单位借款（反映在支付其他与筹资活动有关的现金中）。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为18.09亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净额为0.43亿元；投资活动现金流量净额为-0.67亿元，主要系购建固定资产、无形资产支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额为-5.78亿元。

表9 2015~2017年公司现金流情况
(单位: 亿元, %)

项目	2015年	2016年	2017年
经营活动产生的现金流量净额	4.57	1.41	0.08
投资活动产生的现金流量净额	-13.96	-1.40	-8.99
筹资活动产生的现金流量净额	7.81	-4.67	18.09
现金收入比	88.40	83.35	37.47

资料来源：公司审计报告

总体看，公司作为汾湖高新区重要的建设主体，近年来公司收入实现质量下降，公司现金流受往来资金波动影响较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017年，公司流动比率不断增长，2017年底为437.93%；速动比率波动中有所上升，2017年底为142.73%。2018年3月底，上述两个指标分别为476.73%和147.79%。由于公司流动资产以大额土地存货和应收类款项为主，其变现能力将弱化公司实际短期偿债指标。2015~2017年，经营活动现金

流量净额对流动负债的保障能力不断下降，2017年，公司经营现金流动负债比为0.14%，较上年减少1.77个百分点。2018年3月底，公司现金类资产19.39亿元，为短期债务的0.62倍。总体来看，公司短期债务规模大，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债指标看，2015~2017年，公司全部债务变化不大，而公司整体盈利能力弱，导致全部债务/EBITDA较大，分别为57.01倍、51.30倍和64.37倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱。考虑到公司的偿债资金将主要来自汾湖高新区对公司基建项目的转让款，未来收入较为稳定，公司土地资产规模较大，未来可产生一部分土地转让收入，公司实际债务偿还能力要高于账面反映的EBITDA对全部债务的保护能力。总体来看，公司长期偿债能力尚可。

2018年3月底，公司共获得各商业银行累计授信总额95.99亿元，已使用61.64亿元，剩余34.35亿元，公司间接融资渠道较畅通。

对外担保方面，2018年3月底，公司合并口径对外担保余额总计58.84亿元，担保比率52.20%，担保比率较高。被担保对象以国企为主，对国企的担保余额占比为91.26%，其中：担保余额前三名的苏州市黎里城镇化建设有限公司、苏州汾湖城区资产运营有限公司、苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司均为城投企业；永鼎集团有限公司是上市公司江苏永鼎股份有限公司（股票代码：600105.SH）的控股股东，位于汾湖高新区范围内。目前，被担保企业正常经营，但考虑到公司对外担保规模大、担保比率较高，公司或有负债风险较高。

表10 2018年3月底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额(万元)
苏州汾湖城区资产运营有限公司	105900.00
苏州市黎里城镇化建设有限公司	98450.00
苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司	90900.00
苏州市黎里城镇化建设有限公司	90260.00
苏州汾湖城区资产运营有限公司	81500.00

吴江临沪投资发展有限公司	42000.00
永鼎集团有限公司	36900.00
吴江经济技术开发区发展总公司	28000.00
江苏永鼎控股有限公司	14500.00
合计	588410.00

资料来源：公司提供

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模为 5 亿元，相当于 2018 年 3 月底全部债务和长期债务的 3.86% 和 5.10%，对公司现有债务影响小。

2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.13%、53.43% 和 46.53%，以公司 2018 年 3 月底财务数据为基础，假设其他因素不变，若将“18 汾湖投资 SCP002”、“18 汾湖投资 SCP003”考虑在内，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 58.93%、55.39% 和 48.17%。考虑到本期中期票据和“18 汾湖投资 SCP002”、“18 汾湖投资 SCP003”募集资金将用于偿还有息债务，本期中期票据发行后公司实际债务负担和负债水平或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据拟发行规模的 5.44 倍、3.49 倍和 3.78 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据拟发行规模的 0.91 倍、0.28 倍 0.02 倍，对本期中期票据覆盖程度弱。

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行规模的 0.44 倍、0.46 倍和 0.40 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度弱。

总体而言，经营活动现金流入量对本期中

期票据保障程度较好。

3. 担保方分析

本期中期票据由中债增提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为本期中期票据存续期及公司依据发行条款的约定全额兑付本期中期票据的兑付日起两年。

中债增是由中国银行间市场交易商协会联合 6 家实力雄厚的国有企业股东共同发起设立的国内专业债券信用增进机构，资本实力雄厚、业务发展前景良好、管理层专业素质较高。总体而言，担保人中债增资产规模较大，资产负债率适中，盈利能力强，资质情况良好，担保能力强。

经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定，该评级结论反映了中债增公司的综合代偿能力极强。中债增为本期中期票据提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本期中期票据还本付息安全性。

十、结论

近年来，苏州市吴江区和汾湖高新区经济稳步发展，为公司经营发展提供良好的外部环境。公司作为汾湖高新区重要的基础设施建设主体，主要负责汾湖高新区的基础设施建设和安置房建设，在资本金注入、政府补贴等方面获得汾湖高新区管委会的持续支持。

近年来，公司债务规模有所波动，债务负担随权益增长逐年减轻，债务水平一般。受经营特性所限，公司整体盈利能力较弱，利润总额对政府财政资金的依赖性较强。考虑到公司在汾湖高新区基础设施建设领域所具有的重要地位，以及近年来吴江区及汾湖高新区财政收入稳步增长的趋势及公司获得的外部支持，公司整体信用风险低。

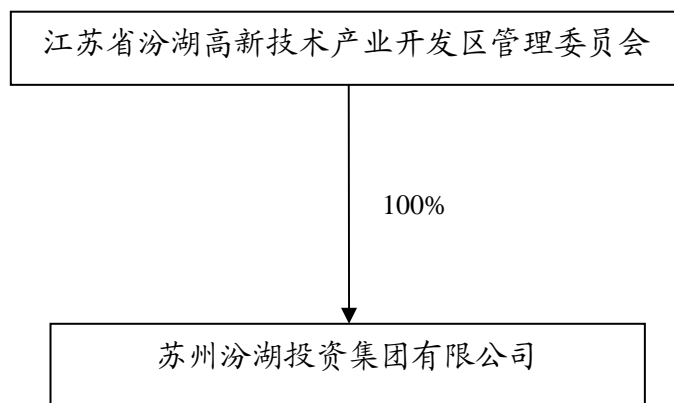
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利

率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较好。

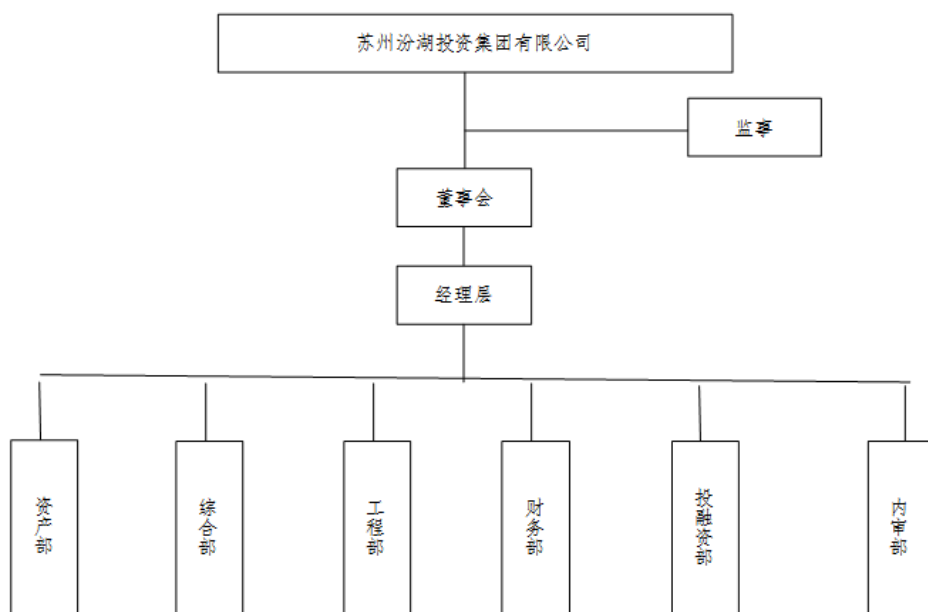
本期中期票据由中债增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著地提升了本期中期票据本息到期按时足额偿付的安全性。

总体看，公司本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 截至 2018 年 3 月底公司合并范围

序号	企业	级次	注册资本	持股比例%	享有表决权%	取得方式（投资、划转）
1	吴江大众交通汽车服务有限公司	1	200 万元	100	100	投资设立
2	吴江汾湖国际会议中心有限公司	1	100 万元	100	100	投资设立
3	苏州市北厍水产养殖有限公司	1	80 万元	100	100	投资设立
4	吴江汾湖污水处理有限公司	1	20000 万元	100	100	投资设立
5	苏州市汾湖南部污水处理有限公司	2	1000 万元	100	100	投资设立
6	苏州市吴江区芦墟污水处理有限公司	2	3200 万元	100	100	划转
7	苏州市汾湖西部污水处理有限公司	2	2000 万元	100	100	投资设立
8	吴江汾湖科技创业投资发展有限公司	1	10880 万元	100	100	投资设立
9	吴江汾湖科技创业服务有限公司	2	200 万元	100	100	投资设立
10	苏州复寰环境生物新技术有限公司	2	200 万元	100	100	投资设立
11	吴江汾湖排水有限公司	2	10000 万元	100	100	投资设立
12	苏州汾湖城建房产开发有限公司	1	3200 万元	100	100	投资设立
13	吴江市心缘物业有限公司	2	50 万元	100	100	投资设立
14	吴江汾湖土方工程有限公司	1	10000 万元	100	100	投资设立
15	吴江汾湖城市投资发展有限公司	1	20000 万元	100	100	投资设立
16	吴江市振兴资源开发有限公司	2	5000 万元	100	100	投资设立
17	吴江汾湖古镇保护开发有限公司	1	170500 万元	90.85	90.85	投资设立
18	苏州市黎里文化旅游发展有限公司	2	500 万元	90.85	90.85	投资设立
19	吴江临沪国际物流有限公司	1	15000 万元	66.67	66.67	投资设立
20	江苏集萃光电检测中心有限公司	2	10000 万元	100	100	投资设立
21	苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司	1	80000 万元	100	100	非同一控制下的合并
22	苏州汾投资本管理有限公司	1	300 万元	70	70	投资设立
23	苏州汾湖高新控股有限公司	1	200000 万元	90	90	投资设立
24	苏州市吴江区汾湖代建项目管理有限公司	1	1000 万元	100	100	投资设立

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.32	18.23	24.91	19.39
资产总额(亿元)	259.54	252.15	263.48	263.09
所有者权益(亿元)	90.82	98.86	112.73	112.78
短期债务(亿元)	44.66	40.19	35.16	31.26
长期债务(亿元)	79.39	78.22	93.78	98.13
全部债务(亿元)	124.05	118.41	128.94	129.39
营业收入(亿元)	8.21	8.19	8.06	1.52
利润总额(亿元)	1.79	1.84	1.56	0.06
EBITDA(亿元)	2.18	2.31	2.00	--
经营性净现金流(亿元)	4.57	1.41	0.08	0.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.49	29.31	4.16	--
存货周转次数(次)	0.04	0.04	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	88.40	83.35	37.47	46.96
营业利润率(%)	8.52	8.40	5.26	7.78
总资本收益率(%)	0.74	0.85	0.62	--
净资产收益率(%)	1.74	1.75	1.28	--
长期债务资本化比率(%)	46.64	44.17	45.41	46.53
全部债务资本化比率(%)	57.73	54.50	53.36	53.43
资产负债率(%)	65.01	60.79	57.22	57.13
流动比率(%)	274.55	315.33	437.93	476.73
速动比率(%)	91.81	79.29	142.73	147.79
经营现金流动负债比(%)	5.18	1.91	0.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	57.01	51.30	64.37	--

注：1. 2015-2016 年财务数据根据 2017 年新准则调整追溯为准。

2. 已将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务核算。

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
主营业务收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司

关于苏州汾湖投资集团有限公司

2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

苏州汾湖投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

苏州汾湖投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对苏州汾湖投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，苏州汾湖投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注苏州汾湖投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现苏州汾湖投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对苏州汾湖投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如苏州汾湖投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对苏州汾湖投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与苏州汾湖投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。