信用等级公告

联合[2018] 1210 号

联合资信评估有限公司通过对苏州市恒澄建设发展有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持苏州市恒澄建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 苏州恒澄债/16 恒澄债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

苏州市恒澄建设发展有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 苏州恒澄债/16 恒澄债	15.00 亿元	2023/3/1	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	17.60	9.30	5.79
资产总额(亿元)	180.19	198.74	190.72
所有者权益(亿元)	64.80	67.14	68.75
短期债务(亿元)	26.26	4.37	4.43
长期债务(亿元)	9.75	39.40	33.69
全部债务(亿元)	36.01	43.77	38.12
营业收入(亿元)	10.71	17.40	4.48
利润总额 (亿元)	2.84	1.05	1.98
EBITDA(亿元)	3.64	2.26	3.12
经营性净现金流(亿元)	3.24	2.91	1.45
营业利润率 (%)	9.87	5.11	12.57
净资产收益率(%)	3.40	1.00	2.34
资产负债率(%)	64.04	66.22	63.95
全部债务资本化比率(%)	35.72	39.47	35.67
流动比率(%)	158.43	177.65	178.64
经营现金流动负债比(%)	3.15	3.20	1.71
全部债务/EBITDA(倍)	9.90	19.36	12.21

分析师

兰 迪　邢宇飞

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

苏州市恒澄建设发展有限公司（以下简称“公司”）是国家级相城经济技术开发区（以下简称“相城开发区”）基础设施建设的主要主体。跟踪期内，公司在补贴方面持续得到外部支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到跟踪期内公司收入规模大幅下降、整体盈利能力弱、应收类账款规模大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来随着苏州市相城区经济持续发展、相城开发区规划建设不断完善，公司基础设施及安置房建设业务持续开展，公司有望保持稳健经营。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“16苏州恒澄债/16恒澄债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，苏州相城区经济持续增长、开发区规划建设不断完善，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是相城开发区基础设施建设的主要主体，业务具有区域专营性的优势。跟踪期内，公司持续获得股东在安置房补贴和财政补贴方面的支持。

关注

1. 跟踪期内，公司收入规模大幅下降，整体盈利能力仍然弱，财政补贴对公司利润贡献大。
2. 公司应收类款项规模大，对公司资金形成占用，且其中有部分对贸易类公司的应收款，相关回款值得关注。
3. 公司基础设施建设业务模式为竣工结算后确认收入，导致公司前期垫资压力较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由苏州市恒澄建设发展有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

苏州市恒澄建设发展有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于苏州市恒澄建设发展有限公司（以下简称“公司”或“恒澄建设”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及出资情况未发生变化，全资股东仍为苏州工业园区-相城合作经济开发区资产经营管理有限公司（以下简称“相城合作”）。截至 2017 年底，公司注册资本及实收资本均为 16.69 亿元，公司实际控制人为苏州相城经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2017 年底，公司内设办公室、工程建设部、资产经营部和财务部 4 个职能部门；合并范围一级子公司 5 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 190.72 亿元，所有者权益 68.75 亿元（含少数股东权益 1.38 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 4.48 亿元，利润总额 1.98 亿元。

公司住所：苏州相城经济开发区永昌泾大道 1 号漕湖大厦 614 室；法定代表人：许嘉慧。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评公司存续期债券“16 苏州恒澄债/16 恒澄债”待偿还债券余额为 15.00 亿元，跟踪期内，公司已按时足额支付存续期债券利息。

“16 苏州恒澄债/16 恒澄债”募集资金 15 亿元全部用于募投项目相城经济技术开发区安置房二期建设项目，募集资金剩余 79.03 万元未使用。募投项目总投资 25.00 亿元，截至 2017 年底已投资 14.99 亿元（包含支付施工方尚未结算款项），目前项目正在进行主体建设。募投项目原计划于 2017 年 10 月完工，目前工程延期较严重。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 苏州恒澄债/16 恒澄债	15.00	15.00	2016/03/01	7 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

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 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

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。

资源来源：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。

4. 区域经济概况

公司是相城开发区的投资建设开发主体。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受苏州市相城区及相城开发区经济状况的影响，并与城市、区域发展规划密切相关。

跟踪期内，相城区经济持续发展，公司外部发展环境良好。

2017年，苏州市相城区实现地区生产总值713.82亿元，同比增长7.2%；实现工业总产值1537.03亿元，同比增长3.5%；全社会固定资产投资486.11亿元，同比增长2.1%。

相城开发区作为国家级经开区，处于长江三角洲各大开发区的中心位置，地理区位优势明显，产业定位高端。

相城开发区于 2002 年 1 月经江苏省人民政府批准设立，规划总面积为 91.7 平方公里，2014 年 10 月晋升为国家级经济技术开发区。

相城开发区目前已形成电子信息、精密机械、新兴材料三大主导产业。相城开发区包括漕湖产业园、澄阳产业园和北桥街道三大板块，规划面积91.87平方公里。2011年11月，苏州市委市政府作出决策，由苏州工业园区和相城开发区以漕湖产业园为轴心成立苏州工业园区-相城区合作经济开发区（以下简称“合作区”）。合作区将以先进制造业为主体，以生产性服务业为支撑，以居住和商业设施相配套，建设成为人流、物流、商流活跃的现代化、信息化经济开发区。合作区设立以来，共引进项目216个，世界500强楼氏电子、泰连连接器、天合汽车等项目先后落户苏相合作区。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为开发区管委会。

2. 人员素质

跟踪期内，因职位调动原因，公司董事长兼总经理变更为许嘉慧女士；公司本部员工精简，学历较高，能够满足日常经营需要。

截至2017年底，公司高级管理人员包括董事长兼总经理1人、财务负责人1人。

许嘉慧女士，1989年10月出生，中共党员，本科学历；曾任苏州新安科技有限公司会计、相城开发区财政局资金科科员等。2017年7月至今担任公司董事长兼总经理。

截至2017年9月底，公司本部在职员工30人，全部为本科及以上学历。按年龄来看，30岁以下的21人，占比70%；31~50岁的9人，占比30%；按职称来看，其中会计师1人、助理会计师3人；工程师4人、助理工程师9人。

3. 外部支持

公司实际控制人为开发区管委会，相城开发区没有独立财政，财政收入归属于相城区人民政府，财政支出由相城区财政局按人大预算批复统筹安排。2017年相城区及相城开发区一般预算收入持续增长；跟踪期内，当地政府持续给予公司安置房补贴和财政补贴方面的支持。

近年来，公司全面实施开发区改造和拆迁安置房建设等业务，按要求承担开发区基础设施工程建设，完成相城开发区、相城区政府交办的其它建设工程项目，当地政府财政实力直接影响公司承建项目的回款情况。公司业务范围主要集中在相城开发区内，业务专营性和重要性突出。

2017年，相城区实现一般预算收入90.00亿元，同比增长12.4%；实现税收收入81.45亿元，同比增长12.9%。2017年，相城开发区实现一般预算收入16.82亿元，同比增长15.8%。

公司从事相城开发区内安置房建设业务，由于安置房项目带有公益性，政府为此给予公司一定补贴。2016~2017年，公司分别确认安置房补贴收入11.51亿元和2.68亿元。

2017年，公司收到政府补贴1亿元，已计入“其他收益”。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况一般，信贷记录中有3笔欠息记录，已结清信贷记录中有30笔关注类贷款。

根据公司提供的企业基本信用信息报告（信用机构代码：G9932050700535090 4），截至2018年3月15日，公司有3笔欠息记录，系财务人员疏漏利息未及时入账所致，已于第二日及时付清；已结清信贷记录中有30笔关注类贷款（流动资金贷款均计入关注类），公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况一般。

截至跟踪日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构及管理制度方面均未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入规模大幅下降，基础设施项目建设未实现收入，营业收入以安置房销售收入为主，房屋租赁、物业管理等收入为辅。公司不再从事污水处理和酒店餐饮业务，业务板块有所减少。

2017年，公司实现主营业务收入4.46亿元，同比大幅下降74.34%，主要系当年房产销售收入大幅下降75.45%至3.84亿元，且未实现项目建设收入所致。收入结构方面，公司主营业务收入仍以房产销售收入为主，占比接近90%。

毛利率方面，2017年，公司主营业务毛利

率同比快速增长 10.17 个百分点至 16.90%，主要系房产销售业务毛利率快速增长所致。

表 3　2016~2017 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目建设收入	7546.11	4.34	25.18	--	--	--
房产销售	156534.08	89.98	2.73	38427.41	86.08	17.34
租金	4457.69	2.56	92.25	4993.44	11.19	6.29
污水处理收入	960.95	0.55	80.16	--	--	--
物业管理收入	814.13	0.47	13.54	170.87	0.38	-260.89
酒店餐饮收入	5.90	0.00	40.71	--	--	--
担保费收入	3469.45	1.99	100.00	961.52	2.15	100.00
利息收入	181.13	0.10	100.00	90.74	0.20	100.00
合计	**173969.45**	**100.00**	**6.73**	**44643.98**	**100.00**	**16.90**

注：分类数加总与合计数不一致系四舍五入所致。
资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，2017 年公司没有完工的基建项目因此该业务未实现收入，项目前期垫资压力较大；公司在建基建项目完工后将为该业务的收入形成支撑。

公司自行筹措资金在开发区内建设基础设施项目，项目竣工结算后，公司将项目移交给开发区管委会，并确认收入。收入确认的金额由开发区管委会和公司根据项目结合市场整体情况进行议价，公司依据开发区管委会出具的资产移交协议书的金额确认收入。受不同项目议价能力不同的影响，公司项目建设收入毛利率有所不同。

2017 年，公司未实现项目建设收入，主要系当年公司没有完工的基建项目，无项目与开发区管委会进行结算。由于业务模式为完工后结算确认收入，公司前期垫资压力较大。

2017 年底，公司在建基础设施项目已投资 21.50 亿元（存货-开发成本）。公司存货中已完工待结算的基础设施项目（存货-开发产品）为万亩森林项目，账面价值为 492.45 万元，尚未结算主要系该项目后期规划变更，目前处于停工状态，公司仅投入 492.45 万元，未来计划以政府回购形式移交给开发区管委会。

2018年预计公司仍不会有基建项目完工，该业务收入可能仍无法确认。

（2）房产销售

公司房产销售以安置房销售为主。跟踪期内，公司安置房项目销售收入大幅下降，目前在售项目基本处于尾期销售阶段；公司在建安置房项目主要为存续期债券募投项目，项目前期垫资压力较大。

公司从事相城开发区内安置房建设任务，项目建成后按照政府制定的指导价格定向销售，销售对象是相城开发区内的安置户。同时，由于安置房项目带有公益性，其出售价格远远低于商品房价格，政府对公司安置房项目给予一定的补贴，根据不同项目补贴标准不固定。公司安置房确认收入的标准为交房之后确认收入，补贴金额计入房产销售收入，未到位部分计入应收账款。

2017年，公司实现房产销售收入3.84亿元（包含安置房补贴2.68亿元），同比下降75.45%，主要系当年安置规模下降所致。2017

年，公司房产销售毛利率快速增长至17.34%，主要系2016年将之前销售项目的公摊面积在可售面积里重新分摊，造成单位成本增加，因此当年毛利率较低，且2017年公司安置房销售价格有所增长所致。

表4　2016~2017年公司房屋销售情况

（单位：万元）

时间	项目名称	项目类别	实现收入
2016 年	永昌花苑	安置房	129414.18
	漕湖一村~四	安置房	10924.11
	房产公司	安置房及商品房	16195.80
	合计		**156534.08**
2017 年	永昌花苑	安置房	36935.14
	漕湖一村~四	安置房	1388.16
	房产公司	安置房及商品房	104.11
	合计		**38427.41**

注：1、上表中实现收入包含安置房补贴收入；2、分类数加总与合计数不一致系四舍五入所致。
资料来源：公司提供

2017年底，公司在售安置房项目共有4个，均基本处于尾期销售状态。其中登云家园和泰元家园属于老安置小区，目前仅剩几套房未销售，未销售部分的建设成本共计548.79万元。永昌花苑和漕湖花园1~4期项目总销售面积合计114.61万平方米，2017年底剩余3.99万平方米尚未销售。

2017年底，公司在建安置房项目主要为“16苏州恒澄债/16恒澄债”募投项目永昌花苑二期（相城经济技术开发区安置房二期建设项目），该项目总投资额25.00亿元，已投资14.99亿元（其中0.76亿元计入“存货-开发成本”，剩余部分尚未结算暂计入“其他应收款”）。该项目原计划2017年10月完工，目前工程延期较严重，主要系施工用电审批流程较长所致。待该项目完工进入销售期将为公司安置房销售收入的实现形成支撑。

跟踪期内，由于公司不再从事污水处理及酒店餐饮业务，物业管理负责项目有所减少，2017年其他业务收入规模大幅下降。

公司租金及物业管理收入主要为公司持有的园区标准化厂房和写字楼对外出租及相关物业管理业务形成的收入，2017年分别实现收入4993.44万元和170.87万元。公司物业管理收入同比大幅下降79.01%，主要系公司当年部分物业管理业务委托其他物业管理公司负责。

公司担保费收入主要系子公司苏州市苏园担保有限公司（以下简称“苏园担保”）的对外担保业务形成的收入，2017年实现收入961.52万元，较上年快速下降72.29%。公司担保费主要系政府平台融资担保收入，受政策影响政府融资金额下降，导致公司担保收入下降。

对于污水处理和酒店餐饮业务，子公司苏州市漕湖产业园污水处理有限公司于2016年7月出售60%股权，公司失去对其的控制，因此7月之后的收入不体现在合并报表中；漕湖度假酒店及天水一色于2016年7月停止营业，未来不继续产生收入。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。2017 年，公司合并范围一级子公司没有发生变化，公司财务可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，流动资产占比仍然很高，但其中应收类款项规模很大，对资金形成占用，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产 190.72 亿元，同比小幅下降 4.04%，主要系货币资金和其他应收款下降所致，资产结构以流动资产为主。

表5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.30	4.68	5.79	3.04
应收账款	21.84	10.99	20.89	10.95
其他应收款	108.04	54.36	96.28	50.48

存货	21.49	10.81	28.21	14.79
流动资产	**161.51**	**81.27**	**152.09**	**79.75**
长期股权投资	16.81	8.46	19.62	10.29
固定资产	11.50	5.79	11.11	5.83
非流动资产	**37.23**	**18.73**	**38.63**	**20.25**
资产总额	**198.74**	**100.00**	**190.72**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 152.09 亿元，同比下降 5.83%。应收账款 20.89 亿元，同比下降 4.36%，其中对开发区管委会应收的工程销售款和安置房补贴款 20.59 亿元，回款较有保证，未计提坏账准备；其他应收款 96.28 亿元，同比下降 10.88%，其他应收款主要为与开发区政府单位及关联公司的往来款及公司支付的工程款，公司计提坏账准备 0.12 亿元。其中对贸易类公司的应收款占比 12.66%，受行业景气度影响，相关回款有待关注；随着项目的持续建设，公司存货同比增长 31.27%至 28.21 亿元。其中开发成本 26.75 亿元（在建项目建设成本）、开发产品 1.45 亿元（已完工未结算工程建设成本，其中保障房项目合计 1.40 亿元）。2017 年底，公司非流动资产 38.63 亿元，同比小幅增长 3.76%，结构较上年变化不大。其中长期股权投资 19.62 亿元，同比增长 16.72%，主要系新增对苏州苏相机器人智能装备有限公司和智路（苏州）战略新兴产业投资中心的投资。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 2.61 亿元。其中使用受限货币资金为 0.46 亿元，固定资产中用于抵押的房屋建筑物为 1.63 亿元，无形资产中有 0.52 亿元土地使用权用于抵押。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模基本保持稳定；有息债务有所下降，结构仍以长期债务为主，整体债务负担一般。

2017 年底，公司所有者权益 68.75 亿元，同比小幅增长 2.39%，增长主要来自未分配利润，整体结构较上年变化不大。

2017 年底，公司负债合计 121.97 亿元，同比下降 7.32%，以流动负债为主。

表6 公司主要负债和所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	14.87	7.48	15.57	8.16
其他应付款	61.17	30.78	54.78	28.72
流动负债	**90.92**	**45.75**	**85.14**	**44.64**
长期借款	18.40	9.26	12.69	6.65
应付债券	21.00	10.57	21.00	11.01
非流动负债	**40.68**	**20.47**	**36.83**	**19.31**
负债总额	**131.60**	**66.22**	**121.97**	**63.95**
实收资本	16.69	8.40	16.69	8.75
资本公积	45.48	22.88	45.48	23.85
所有者权益合计	**67.14**	**33.78**	**68.75**	**36.05**
负债和所有者权益合计	**198.74**	**100.00**	**190.72**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 85.14 亿元，同比下降 6.36%。其中，应付账款 15.57 亿元，同比增长 4.65%，主要系拆迁补偿款增长所致；其他应付款 54.78 亿元，同比下降 10.46%，主要系往来款下降所致；其他流动负债 1.53 亿元，同比下降 23.55%，其中担保赔偿准备 1.48 亿元。2017 年底，公司非流动负债 36.83 亿元，同比下降 9.47%，主要为长期借款的减少所致，整体非流动负债结构较上年基本保持稳定。

从有息债务规模看，2017 年公司全部债务为 38.12 亿元，同比下降 12.91%，主要系长期借款下降所致。其中长期债务 33.69 亿元、短期债务 4.43 亿元，公司债务结构以长期债务为主。从公司债务负担指标来看，2017 年公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较上年均有所下降，分别为 63.95%、32.89%和 35.67%，公司债务负担一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司房产销售收入大幅下降且未确认项目建设收入，导致2017年公司营业收入大幅下降，政府补贴对利润贡献大，整体盈利能力仍然弱。

2017年公司实现营业收入4.48亿元，同比大幅下降74.26%，主要系房产销售收入大幅下降且当年没有实现项目建设收入所致。同时，公司其他业务板块亦有减少。同期，公司营业成本3.71亿元，同比下降77.13%，营业利润率为12.57%同比增加7.46个百分点。

2017年，公司期间费用总额为0.35亿元，其中管理费用为-226.32万元，主要系子公司苏园担保公司转回担保赔偿准备及未到期责任准备合计0.50亿元。2017年，公司期间费用率7.76%，同比增加1.88个百分点，公司对期间费用控制能力一般。

2017年，公司投资收益0.75亿元，同比增加0.49亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致。同期，公司获得政府补贴1.00亿元，计入“其他收益”，当年公司营业利润由负转正为2.07亿元。2017年，公司实现利润总额1.98亿元，政府补贴对公司利润贡献大。

盈利指标方面，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有小幅增长，分别为2.11%和 2.34%，公司整体盈利能力仍然弱。

4．现金流分析

跟踪期内，公司收现质量有所提升；受公司购买理财产品支出较大且对外融资规模大幅下降影响，2017 年公司投资和筹资活动现金流表现均为净流出。

经营活动现金流入方面，由于 2017 年公司收入大幅下降，当年销售商品、提供劳务收到的现金快速下降 46.07%至 4.95 亿元，但现金收入比 110.40%，现金回流质量较上年提升较快。收到其他与经营活动有关的现金为 36.20 亿元，主要为往来款、专项应付款流入及政府补贴；同期，由于公司项目继续投入，且往来款现金流出规模有所扩大，公司经营活动现金流出规模较上年有所扩大。2017 年，公司经营活动现金净流量为 1.45 亿元，同比下降 50.09%。

投资活动方面，2017 年公司收回投资收到的现金 21.95 亿元，较上年增加 21.64 亿元，主要系子公司循环购买理财产生的现金流入。同期，循环购买理财产品导致投资支付的现金 22.83 亿元。同期，公司投资活动现金净流出 0.72 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司对外融资规模大幅下降，取得借款收到的现金 2.00 亿元，同比减少 31.09 亿元，主要系当年公司可使用银行授信额度较小所致；同期偿还债务支付的现金 5.25 亿元。2017 年，公司筹资活动现金净流出 0.51 亿元。

5．偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕；公司对外融资渠道亟待扩宽，考虑到股东对公司的持续支持，整体偿债风险较小；跟踪期内，子公司苏园担保对外担保规模大且快速增长，存在一定或有负债风险。

从短期偿债指标看，2017 年底公司流动比率和速动比率较上年变化小，分别为 178.64%和 145.50%，当年公司经营现金流动负债比为 1.71%，经营活动现金净流量对公司流动负债的保障程度弱。考虑到公司短期债务规模较小，短期债务支付能力较好。

从长期偿债能力来看，2017 年，公司 EBITDA 为 3.12 亿元，较上年增加 0.86 亿元，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 12.21 倍。长期偿债能力仍较弱。

2017 年底，公司对外担保余额 28.21 亿元，同比增长 32.82%，担保比率 41.03%，公司对外担保规模较大，主要系子公司苏园担保从事担保业务所致。剔除苏园担保的业务，公司对外担保合计 15.71 亿元，担保比率 22.85%。公司本部目前已建立对外担保管理制度，明确公司本部对外担保的对象均为相城区内国有企业，定期关注被担保方的生产经营情况，以降低和控制担保风险。且公司已承诺在存续期债券“16 苏州恒澄债/16 恒澄债”全额偿还完毕之前，公司及其下属子公司不再新增对外担保。

2017 年底，控股子公司苏园担保对外提供

担保中累计应收代位追偿款余额 0.99 亿元，均有反担保措施。

2017 年底，公司担保赔偿准备及未到期责任准备、一般风险准备余额合计 1.62 亿元。

2017 年底，公司共获得银行授信额度 18.41 亿元，均已使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

九、存续债券偿还能力

2017 年底，公司无一年内到期兑付债券本金，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障程度较好。

截至跟踪日，公司存续债券待偿还本金合计 29.00 亿元。2017 年底，公司无一年内到期兑付债券本金，2021 年未来待偿债券本金峰值为 11.00 亿元。2017 年底，公司现金类资产 5.79 亿元；2017 年 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额分别为 3.12 亿元、41.15 亿元和 1.45 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表7　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	11.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.74
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.13
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.28

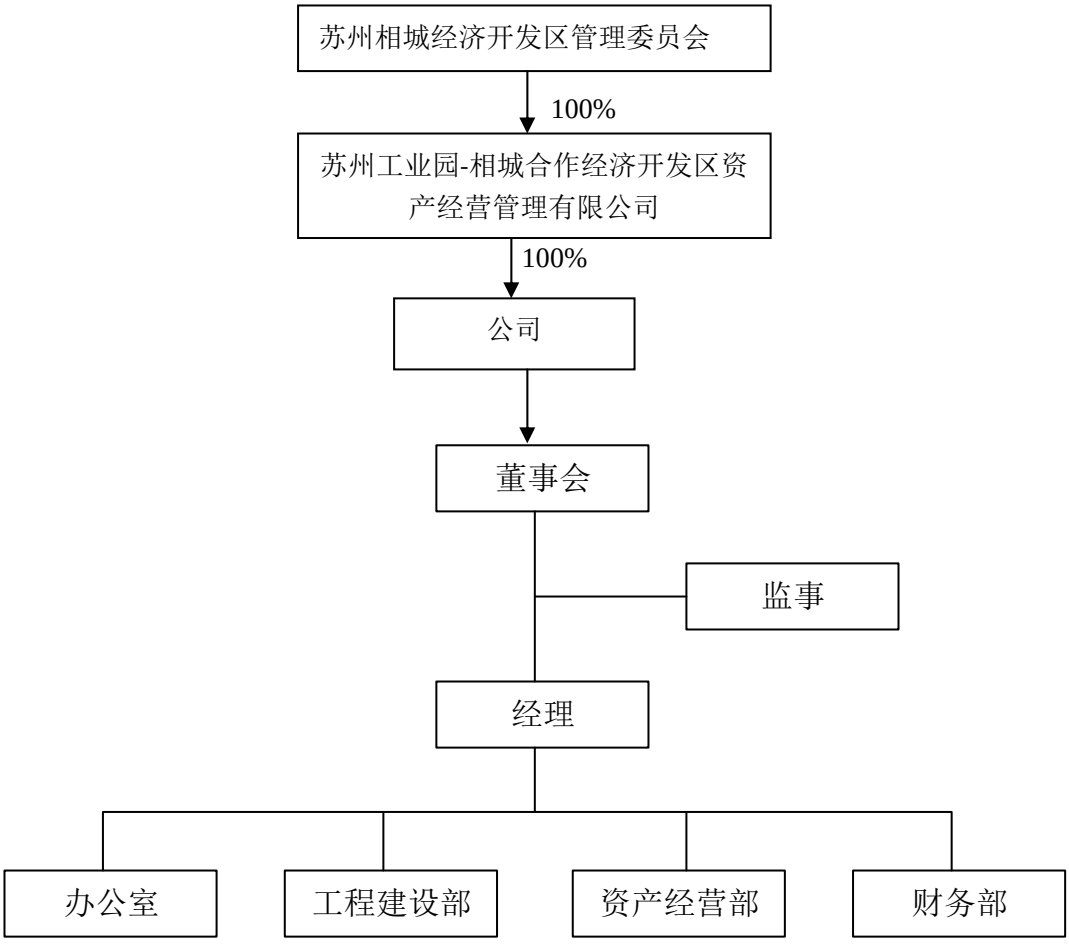
资料来源：联合资信整理

整体来看，“16 苏州恒澄债/16 恒澄债”设置本金分期偿还机制有效降低了公司集中偿付的压力。2017 年公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障程度较好，公司存续债券偿债风险较小。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“16 苏州恒澄债/16 恒澄债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权及组织结构图



附件 1-2　2017 年底公司合并范围子公司

子公司名称	经营地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
苏州市相城区漕湖产业园发展有限公司	苏州	房地产开发	100.00		同一控制下的企业合并
苏州相城经济开发区房地产开发有限公司	苏州	房地产开发	100.00		同一控制下的企业合并
苏州市相城经济技术开发区漕湖资本投资有限公司	苏州	投资	100.00		同一控制下的企业合并
苏州相城经济开发区漕湖新城建设发展有限公司	苏州	项目投资		100.00	同一控制下的企业合并
苏州相城经济开发区漕湖物业服务有限公司	苏州	物业管理		100.00	同一控制下的企业合并
苏州漕湖度假酒店有限公司	苏州	酒店		100.00	同一控制下的企业合并
苏州水天一色餐饮文化发展有限公司	苏州	餐饮		100.00	同一控制下的企业合并
苏州相城经济开发区企业服务管理有限公司	苏州	服务		100.00	同一控制下的企业合并
苏州漕湖科技发展股份有限公司	苏州	房屋租赁	98.20		同一控制下的企业合并
苏州市相城区融合城乡建设发展有限公司	苏州	房地产	100.00		同一控制下的企业合并
苏州市苏园担保有限公司	苏州	担保		70.00	非同一控制下的企业合并
苏州市华远饲料有限公司	苏州	饲料销售等		70.00	非同一控制下的企业合并
苏州恒信典当有限公司	苏州	典当		56.00	非同一控制下的企业合并

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	17.60	9.30	5.79
资产总额(亿元)	180.19	198.74	190.72
所有者权益(亿元)	64.80	67.14	68.75
短期债务(亿元)	26.26	4.37	4.43
长期债务(亿元)	9.75	39.40	33.69
全部债务(亿元)	36.01	43.77	38.12
营业收入(亿元)	10.71	17.40	4.48
利润总额(亿元)	2.84	1.05	1.98
EBITDA(亿元)	3.64	2.26	3.12
经营性净现金流(亿元)	3.24	2.91	1.45
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.85	0.96	0.21
存货周转次数(次)	0.44	0.78	0.15
总资产周转次数(次)	0.06	0.09	0.02
现金收入比(%)	40.41	52.70	110.40
营业利润率 (%)	9.87	5.11	12.57
总资本收益率(%)	2.66	1.29	2.11
净资产收益率(%)	3.40	1.00	2.34
长期债务资本化比率(%)	13.08	36.98	32.89
全部债务资本化比率(%)	35.72	39.47	35.67
资产负债率(%)	64.04	66.22	63.95
流动比率(%)	158.43	177.65	178.64
速动比率(%)	138.87	154.01	145.50
经营现金流动负债比(%)	3.15	3.20	1.71
全部债务/EBITDA(倍)	9.90	19.36	12.21

附件 3　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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/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	
总资本收益率	（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%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×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	
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+一年内到期的非流动负债+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

附件 4-1　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 4-2　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 4-3　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。