

信用评级公告

联合〔2021〕1350号

联合资信评估股份有限公司通过对苏州风景园林投资发展集团有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定苏州风景园林投资发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA,苏州风景园林投资发展集团有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年三月二日



苏州风景园林投资发展集团有限公司

2021 年度第一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

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项概况

本期中期票据发行规模: 3 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2021 年 3 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

苏州风景园林投资发展集团有限公司(以下简称“公司”)是苏州市风景园林投资建设主体, 主要业务包括市内两大景区(国家级太湖风景名胜区分景区虎丘景区及虎丘湿地公园)的开发运营以及园林工程施工。公司景区开发运营在政府补贴和项目资本金方面得到了政府有力支持; 园林施工资质齐备、园林设计与施工经验丰富, 综合实力较强。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司景区建设及工程施工后续投资压力较大, 工程项目回款情况有待关注等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着两大景区完全投入运营以及公司园林绿化项目的逐步推进, 公司综合竞争力有望进一步增强, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为公司主体偿债风险很低, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 经营环境良好。近年来, 苏州市经济及财政实力稳步增长, 产业结构不断优化。2020 年, 苏州市实现地区生产总值 2.02 万亿元, 按可比价格计算同比增长 3.4%; 实现一般公共预算收入 2303.00 亿元, 同比增长 3.7%; 第三产业占比由 2018 年的 50.80% 提升至 2019 年的 51.50%。
2. 综合实力较强。公司为苏州市风景园林投资建设主体, 取得了市内两大景区的建设和经营管理权, 且其在园林筑施工方面资质齐备, 园林设计与施工经验丰富, 综合实力较强。
3. 外部支持力度大。公司景区开发运营业务在政府补贴和项目资本金方面获得有力的外部支持。

关注

1. 工程回款情况有待关注。公司园林绿化工程部分为 PPP 项目, 项目周期长且回款进度缓慢, 导致近年来公司经营现金持续净流出, 未来工程项目回款情况有待关注。
2. 存在较大资本支出压力。公司在建绿化工程项目及自建景区运营项目尚需投入规模较大, 随着项目的持续推进, 未来存在较大的资本支出压力。

分析师：张宁 谢晨 黄杨宇宸

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	15.26	23.56	22.18	15.63
资产总额(亿元)	134.64	154.48	167.65	170.44
所有者权益(亿元)	81.27	90.69	108.48	111.51
短期债务(亿元)	0.86	15.98	12.57	16.42
长期债务(亿元)	43.66	37.83	32.95	25.56
全部债务(亿元)	44.52	53.81	45.52	41.98
营业收入(亿元)	11.53	18.94	21.74	10.27
利润总额(亿元)	1.87	1.11	0.65	0.31
EBITDA(亿元)	2.35	1.66	1.51	--
经营性净现金流(亿元)	-0.25	-6.22	-2.47	-2.03
营业利润率(%)	13.85	10.68	12.96	12.08
净资产收益率(%)	1.74	0.95	0.51	--
资产负债率(%)	39.64	41.29	35.30	34.58
全部债务资本化比率(%)	35.39	37.24	29.56	27.35
流动比率(%)	275.36	132.36	120.64	77.64
经营现金流动负债比(%)	-2.59	-24.21	-9.49	--
现金短期债务比(倍)	17.79	1.47	1.76	0.95
全部债务/EBITDA(倍)	18.94	32.44	30.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	0.63	0.57	--
本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	57.07	56.82	57.60	62.13
所有者权益(亿元)	50.04	49.74	50.24	50.04
全部债务(亿元)	6.39	6.71	7.05	7.00
营业收入(亿元)	0.00	0.01	0.02	0.00
利润总额(亿元)	1.47	0.65	-0.08	-0.04
资产负债率(%)	12.33	12.46	12.77	19.45
全部债务资本化比率(%)	11.33	11.89	12.31	12.27
流动比率(%)	1068.43	167.96	2444.70	87.41
经营现金流动负债比(%)	-20.08	-12.44	-144.59	--

注：1. 已将长期应付款有息部分纳入长期债务计算；2. 公司2020年上半年财务数据未经审计；
 3. 母公司2017年营业收入为7.22万元

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/11/19	杨廷芳 徐汇丰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由苏州风景园林投资发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

苏州风景园林投资发展集团有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

苏州风景园林投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）前身为苏州市风景园林发展公司，系由苏州市园林管理局根据《关于同意建立苏州市风景园林发展公司的批复》（苏计综〔1992〕195 号）于 1992 年 7 月投资设立的全民所有制公司，初始注册资本 300.00 万元。2002 年 6 月，根据《关于同意组建苏州风景园林投资发展集团有限责任公司批复》（苏府复〔2002〕45 号），公司进行股权变更、增资并更名为现名，2002 年底公司实收资本为 1.45 亿元，苏州市国有资产监督管理委员会（以下简称“苏州市国资委”）为公司唯一股东。后经多次增资，截至 2020 年 6 月底，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元，苏州市国资委为公司唯一股东，苏州市人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围：授权范围内的资产经营管理；承接风景园林的设计营造、增值服务、园林绿化建设及园林风格的房地产开发和经营。（上述涉及批准文件及资质凭批准文件和资质经营）（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 2020 年 6 月底，公司本部设综合部、纪律监督室、基金事业部、党委办、财务部、投资部、法务部和内审部共 8 个职能部门（见附件 1-2），纳入合并范围的子公司 18 家（见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司资产总额 167.65 亿元，所有者权益 108.48 亿元（含少数股东权益 22.58 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 21.74 亿元，利润总额 0.65 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 170.44 亿元，所有者权益 111.51 亿元（含少数股东权益 22.87 亿元）；2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 10.27 亿元，利润总额 0.31 亿元。

公司注册地址：江苏省苏州市人民路 3158 号万融国际大厦 1101 室；法定代表人：沈伟民。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2021 年注册总规模 10.00 亿元的中期票据，本期计划在注册额度内发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为 3.00 亿元，期限为 3 年。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金拟用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。

2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降

幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月

城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造

业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来

看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、

推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可

			控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2021 年为“资管新规”过渡的最

后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

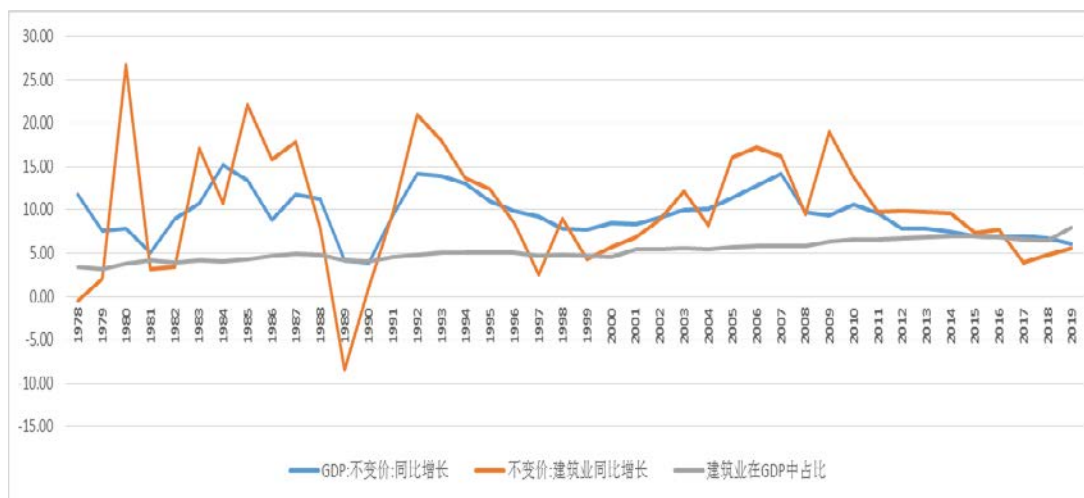
2. 建筑行业

(1) 建筑业概况

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，建筑业对国民生产总值的占比在 2009 年突破 6%，2019 年达到 7.16%。建筑业变动趋势与宏观经济走势大致相同，但由于投资往往是我国调控经济的重要手段，因而也存在一定的逆周期特征，建筑业对经济增长的托底作用表现明显。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。但随着经济下行压力的加大，其逆周期特征有所显现，2019 年建筑业增速及其在国民经济中的占比均出现明显上升，建筑业对国民生产总值的贡献比重再次出现明显上升势头。

中小型园林企业是园林市场的竞争主体，占园林企业总量的 95% 以上，但其不具备资金实力、技术和管理优势，业务拓展较为困难。国内大型园林企业主要分为两类，各级园林局下属事业单位改制而成的企业和由专业技术人员设立的民营企业。园林局下属事业单位改制而成的企业在政府公共园林项目领域具备很强的竞争力，而在市场竞争中成长起来的民营企业在房地产景观等社会投资项目领域具备很强的竞争力。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

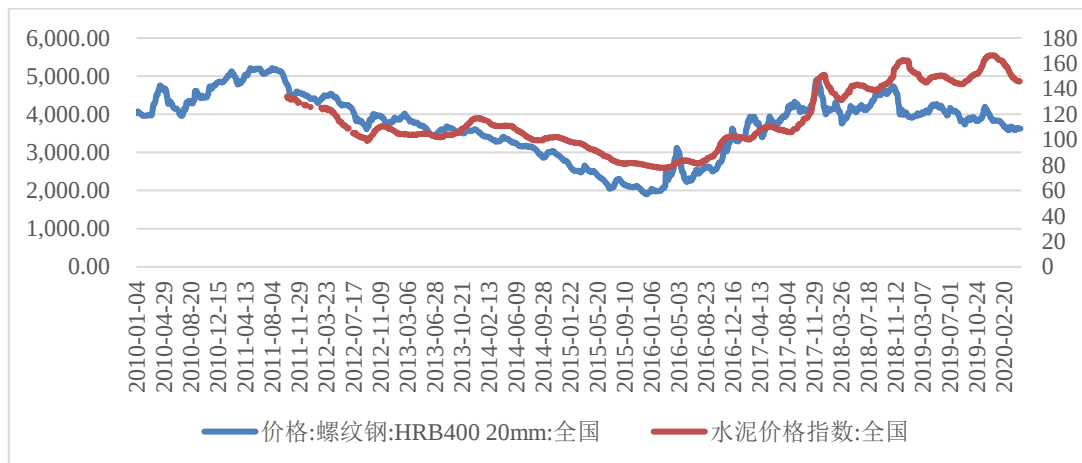
（2）上游原材料供给及下游需求

2019年，全国水泥价格指数中枢较上年继续上移；受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及钢铁企业内部“降本增效”的成效显现，钢铁价格维持平稳状态。2020年以来，受“新冠”疫情影响，短期内钢铁、水泥价格受到压制；但考虑到政府日趋严格的错峰生产措施，以及后期赶工影响，钢铁、水泥价格有望企稳。

建筑企业的上游“原材料”主要为各类建材。其中钢筋一般占建筑总造价的15%~18%，水泥占15%~16%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑企业成本的影响很大。水泥价格方面，2018年以来，由于行业协会主导的错峰生产使得水泥行业供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入

上行通道，2019年全国水泥价格指数中枢较2018年继续上移。受“新冠”疫情影响，2020年的下游需求启动有所延迟，企业自发延长停产时间的概率较大，短期内水泥价格受到一定压制，但伴随政府日趋严格的错峰生产措施，水泥价格趋势有望企稳。钢材价格方面，2018年以来，钢材价格较为平稳，主要受益于钢铁行业外部经营环境的好转以及2016年以来钢铁企业内部“降本增效”以及“产品结构优化”的成效开始显现。同样受“新冠”疫情影响，物流运输受限，不断增大的库存压力已倒逼部分钢厂减产停产，同时由于下游需求尚在缓慢启动的过程中，钢材价格短期内受到压制，但随着复工进度的加快，长期来看钢材价格有望企稳。

图2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况（单位：吨、点）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019年,房地产行业投资仍保持一定韧性,全国基建投资表现低迷。2020年以来,受“新冠”疫情影响,房企融资环境有望进一步宽松;在基建支持政策持续加码带动之下,基建投资增速可能会有所回升。

2019年,全国房地产开发投资132194亿元,同比增长9.9%,增速较上年加快0.4个百分点。从房地产开发投资的分项看,依赖于土地购置费以及建安成本的交错带动,2019年投资增速仍保持一定韧性。但考虑到2019年以来土地成交价款出现明显回落将逐渐传导至土地购置费,以及土地成交面积下降导致建安投资增速边际减弱,短期内投资增速仍有一定下行压力。

2019年12月,央行和银保监会房地产融资表态首次将房地产融资纳入“逆周期调节”范畴,不再突出强调防范、抑制房地产金融化。2020年以来,受“新冠”疫情影响,房地产逆周期调节力度有望进一步加大,房企融资环境有望进一步宽松,房地产行业未来逆周期调节而导致建筑业需求的变化值得进一步关注。

基建投资方面,2019年,地方政府主导的部分项目受制于隐性债务核查,相应配套资金受限;中央政府主导的部分项目受下游需求放缓以及建设进度已基本完成影响,投资需求较少。全国基建投资表现低迷。全国基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长3.8%,增速较上年同期持平。从细分领域来看,水利、环境和公共设施管理业投资同比增长2.9%,增速较2019年1—11月回落0.1个百分点,仍然处于较低水平;交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.4%,增速自2019年以来持续回落,其中道路运输业投资同比增长9.00%,铁路运输业投资同比下降0.1%。

2019年下半年以来,促进基础设施建设投资政策频出,如《交通强国建设纲要》发布、南水北调会议要求重大水利项目紧急启动、中央提出加快新基建的建设、国务院降低部分基础设施项目最低资本金比例、财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额等。该类政策组

合将利好未来基建投资,基建投资将成为“逆周期调节”主要抓手,交通、水利基础设施以及新基建等领域项目也将成为基建投资重点。此外,面对“新冠”疫情对国民经济造成的冲击,政府或将进一步加大逆周期调节力度,基建投资增速可能会有所回升。

(3) 建筑行业竞争态势分析

2019年,在资金端和需求端共同影响下,建筑业集中度加速提升。长期来看,在下游行业增速进入下行区间影响下,拥有融资和技术优势的大型国有企业及细分领域的龙头民企有望维持市场占有率的扩张。

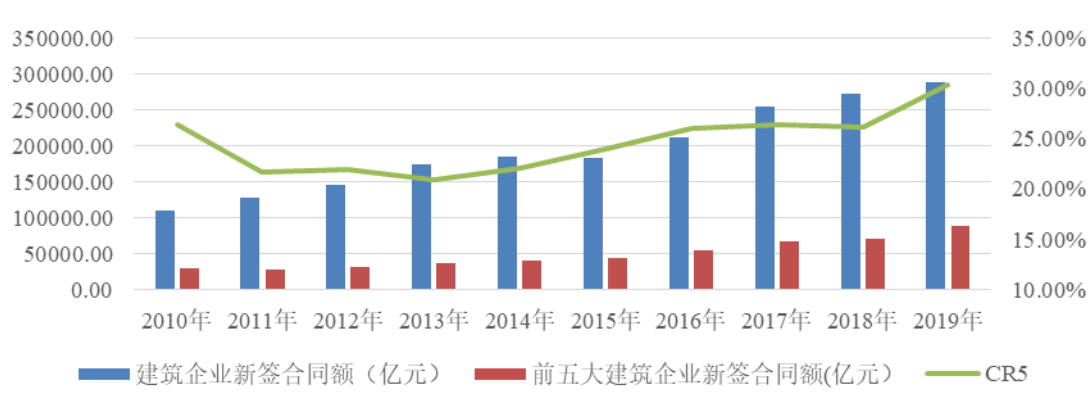
从需求端来看,2016—2017年,随着棚改以及PPP项目的大力推行,建筑业的需求较为旺盛,中小企业获取工程承包项目相对容易;而从资金端来看,市场流动性相对宽松导致企业之间融资能力差异体现不明显,资质较弱的施工企业可通过较大比例的垫资获取项目。2019年,由于地产面临周期性下行,基建投资增速受项目储备不足以及政府债务管控力度加大的影响延续了2018年以来的低迷态势,建筑行业需求端有所萎缩;此外,2018年以来投资者风险偏好降低,叠加资管新规等金融政策的推行导致建筑施工企业资金端有所收紧。总体看,2019年以来需求和资金端加速了资质和融资能力相对较弱的施工企业的出清,进而导致建筑业集中度的提升。

从公开发债企业新签合同数据来看,不同所有制企业新签订单增速分化加剧,国有企业订单持续高速增长,民企则有所下滑。2019年,央企、地方国企以及民企新签合同增速分别为17.49%、13.52%和-12.36%。从细分行业来看,2019年新签合同CR5(前五大企业新签合同在全行业占比)由2018年的26.11%上升至2019年的30.38%,集中度进一步提升。受房地产行业影响,装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多,订单向龙头企业靠拢;另外,园林等细分行业同样出现类似分化情况,小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细

分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3 2010—2019年前五大建筑企业新签合同占比情况



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司
资料来源：联合资信根据公开资料整理

(4) 建筑行业发展趋势

2019年，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色；但随着经济向中低增长阶段过渡，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。短期来看，基建和房地产逆周期调节力度持续加码，资金面保持相对宽松状态，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

3. 区域经济环境

近年来，苏州市经济及财政实力稳步增长，产业结构不断优化，公司外部发展环境良好。

苏州市位于江苏省南部，东临上海，南接浙江，西临太湖，北接长江。苏州市下辖4个县级市（张家港市、常熟市、太仓市、昆山市）、4个市辖区（吴江区、吴中区、相城区、姑苏区）和2个园区（苏州工业园区、苏州高新区（即虎丘区）），总面积0.85万平方公里，2019年底全市常住人口1074.99万人。

苏州市经济稳步增长，根据《2017—2019年苏州市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，苏州市分别实现地区生产总值1.73万亿元、1.85万亿元和1.92万亿元，按可比价格计算，分别增长7.1%、6.8%和5.6%。其中，2019年，苏州市第一产业增加值196.7亿元，下降6.5%；第二产业增加值9130.2亿元，增长5.1%；

第三产业增加值9908.9亿元，增长6.3%。按常住人口计算，人均地区生产总值17.92万元。

苏州市经济结构不断优化，三次产业结构中，第三产业占比由2018年的50.80%提升至2019年的51.50%，已经形成以电子信息、装备制造、冶金、化工石油、纺织业及轻工业、商贸流通、对外贸易及旅游为主的产业体系。

固定资产投资方面，2019年苏州市完成固定资产投资4933.10亿元，增长8.3%。其中，工业投资1199.20亿元，增长8.8%；服务业投资3731.10亿元，增长8.1%。当年苏州市开展“千企技改升级”行动，全年完成工业技术改造投资和高新技术产业投资879.4亿元和499.0亿元，分别增长2.9%和11.9%，占工业投资的比重分别达73.3%和41.6%。完成新兴产业投资985.5亿元，增长7.5%，占固定资产投资的20.0%。

2017—2019年，苏州市分别实现一般公共预算收入1908.10亿元、2119.99亿元和2221.80亿元，分别增长10.3%、11.1%和4.8%。其中，2019年苏州市实现税收收入1991.00亿元，占一般公共预算收入的比重为89.61%；一般公共预算支出2141.30亿元，财政自给率为103.76%。

2020年1—12月，苏州市实现地区生产总值2.02万亿元，同比增长3.4%。其中，第一产业增加值196.40亿元，下降2.0%；第二产业增

加值 9385.58 亿元，增长 3.4%；第三产业增加值 10588.47 亿元，增长 3.5%。同期，苏州市完成一般公共预算收入 2303.00 亿元，同比增长 3.7%，其中税收完成 2005.11 亿元，同比增长 0.7%；完成一般公共预算支出 2263.58 亿元，增长 5.7%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 6 月底，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元，苏州市国资委为公司唯一股东，苏州市人民政府为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是苏州市风景园林投资建设主体，主要负责国家级太湖风景名胜區石湖景区和虎丘湿地公园的开发运营以及园林工程施工业务。近年来，公司景区开发运营业务在政府补贴和项目资本金等方面获得政府有力支持。

公司是苏州市风景园林投资建设主体，主要负责国家级太湖风景名胜區石湖景区及虎丘湿地公园的开发运营等职能，得到政府资本金方面的支持并取得所建景区的经营管理权，实现景区开发、建设及运营一体化。

公司控股子公司苏州园林发展股份有限公司（以下简称“园林股份”）拥有多项资质。截

至 2020 年 6 月底，园林股份及其控股子公司拥有建设部颁发的园林古建筑工程专业承包一级资质证书、国家文物局颁发的文物保护工程施工一级资质证书、城市园林绿化一级资质以及风景园林工程设计专项甲级资质证书。园林股份在中国风景园林网联合中国花卉园艺与园林绿化行业协会颁布的综合竞争力排名中位列前茅（2020 年景观园林行业十大品牌排行榜中位居第六位）。公司在园林设计方面经验丰富，下属子公司苏州园林设计院有限公司（以下简称“园林设计院”）为全国最早的 7 家园林设计甲级资质单位之一。

苏州市本级平台除公司外主要包括苏州轨道交通集团有限公司（以下简称“苏州轨交”）、苏州城市建设投资发展有限责任公司（以下简称“苏州城建”）、苏州国际发展集团有限公司（以下简称“苏州国际”）和苏州交通投资有限责任公司（以下简称“苏州交投”）。苏州轨交主要负责苏州市轨道交通类基础设施建设投资运营工作；苏州城建主要负责苏州市的基础设施建设工作；苏州国际主要以金融投资为主业；苏州交投主要负责苏嘉杭（苏州段）、苏嘉甬和绕城高速公路等路产的投资建设工作。整体看，苏州市本级各平台职责划分清晰，不存在明显的业务竞争关系。

表 3 截至2019年底苏州市本级主要平台公司情况（单位：亿元）

公司名称	职能定位	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	全部债务
苏州轨交	苏州市唯一的地铁建设和运营主体，	1097.99	395.30	52.75	0.03	565.60
苏州城建	苏州市重要的基础设施建设主体，承担大量政府委托项目，燃气业务在区域内具有垄断优势	869.74	559.34	54.99	9.48	166.82
苏州国际	以金融投资为主业，已建成“银行、证券、保险、信托、担保、创投”六位一体的地方金融平台	1420.88	382.04	76.47	20.01	132.19
苏州交投	苏嘉杭（苏州段）、苏嘉甬和绕城高速公路等路产	412.49	173.01	35.42	7.37	121.23
公司	苏州市风景园林投资建设主体。	167.65	108.48	21.74	0.65	45.52

资料来源：联合资信综合整理

3. 人员素质

公司管理人员从业经历较为丰富，员工素质能基本满足公司生产经营的实际需要。

截至 2020 年 6 月底，公司董事 7 人、监事 5 人、高级管理人员 6 人，其中设董事长兼总经理

理 1 人。

沈伟民先生，1971 年 7 月出生，研究生学历；历任吴县市多管局（目前已不存在）副主任，吴中区政府办公室副主任、主任，吴中区政府党组成员，吴中区副区长；自 2018 年 6 月起任公司董事长兼总经理。

截至 2020 年 6 月底,公司本部在职员工 24 人。从年龄分布来看,30~50 岁员工 19 人、51 岁(含)以上员工 5 人。从文化程度来看,专科学历员工 1 人、本科及以上学历员工 23 人。

4. 外部支持

近年来,公司在政府补助及项目资本金方面获得的外部支持力度大。

2017—2019 年,公司分别获得政府补助 357.25 万元、142.26 万元和 320.85 万元,计入“其他收益”。

资本金注入方面,公司承担苏州市人民政府两个风景园林景区的运营开发权,在项目资金筹措方面以政府资本金为主,截至 2020 年 6 月底,公司累计获得项目资本金 51.02 亿元,计入“资本公积”。

为了进一步推进国家风景园林技艺人才培养计划,公司自 2019 年起承担香山人才培养及公益传承(国际级物质文化遗产—香山棒古建园林营造技法)的职能,地位突出。公司已制定出台《香山人才培养计划实施办法》,参考国家标准《古建筑传统木工》编制,不断加强园林绿化古建领域传统工艺人才队伍建设,目前公司拥有工程师 239 人、各类工匠大师 96 人,每年苏州市人民政府对该部分费用支出给予补贴,2019 年公司获得补贴款 1000.00 万元,计入“资本公积”。

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(中征码:3202010000233326),截至 2020 年 11 月 18 日,公司本部已结清和未结清的信贷记录中无不良贷款记录。

截至 2021 年 2 月 22 日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构较为规范,内部管理制度基本建立,能够满足日常经营管理需求。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》及其他有关法律、行政法规的规定制定了公司章程。根据公司章程,公司不设股东会,由股东行使股东会职权;公司设董事会、监事会和经理层。

公司设董事会,成员为 7 名。董事每届任期为 3 年,任期届满,可以连任。公司设董事长 1 名,由苏州市国资委任免、指定或委派,每届任期与董事任期相同。董事会对出资人负责,依法自行或经过有关报批手续后决定公司的重大事项。

公司设监事会,成员为 5 名。其中,3 名监事由出资人委派或更换,2 名职工代表监事由职工代表大会或职工大会选择产生;监事每届任期 3 年。监事会设主席 1 人,由出资人在监事会成员中指定。监事会负责对董事会和高管人员进行监督,检查公司财务和公司运营。

公司设经理层,其中总经理 1 名、副总经理若干,经程序批准后由董事会根据有任免提议权的机构提议聘任或者解聘。公司实行董事会领导下的经理负责制,总经理对董事会负责,负责公司日常工作。

2. 管理水平

为保证经营管理活动的正常开展,公司根据自身所处行业、经营方式、资产结构结合自身业务具体情况制定了详细的管理制度,并在实际工作中不断补充、修改。

生产经营方面,公司制定了《安全生产管理制度》《施工现场管理制度》《安全生产责任制度》等管理制度,规范了公司的日常经营行为。

建设项目方面,公司对建设项目的计划管理、资金拨付管理、承包及合同管理、开工前管理、工程管理、造价管理、档案管理等方面做出了详细规定,对项目前中后期进行把控。

财务管理方面,公司制定了《资金管理办法》《财务预算管理办法》《费用管理办法》等,对公司资金支付管理、融资管理、预算编制、预算监督与考核、费用报销、会计核算、税务管理等方面做出详细规定,以确保其合规高效运行。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司园林绿化工程施工及园林设计收入随着项目结算量不断增加呈持续增长态势。受原材料采购成本变化影响，园林绿化工程施工毛利率波动下滑，公司整体毛利率随之同趋势变动。

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，主要系园林绿化工程施工收入增长所致。从收

入构成看，园林绿化工程施工及园林设计收入为公司收入的主要来源。随着项目结算量的增加，公司园林绿化工程施工及园林设计收入均呈持续增长态势。2019 年，公司新增商品销售收入 0.27 亿元，为境外项目材料销售收入。同时，公司承担苏州市两个风景园林景区的运营管理，虎丘湿地公园尚处于建设中，仅石湖景区产生少量的租赁、咨询等收入（计入“其他业务收入”）。公司其他业务包含的业务种类较多，但单个规模较小。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
园林绿化工程施工	103160.47	89.49	9.03	173883.90	91.80	7.16
园林设计	9467.96	8.21	56.06	12629.51	6.67	53.12
商品销售	--	--	--	--	--	--
其他	2653.46	2.30	81.55	2899.23	1.53	81.82
合计	115281.89	100.00	14.56	189412.64	100.00	11.37
项目	2019 年			2020 年 1—6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
园林绿化工程施工	193340.78	88.92	8.74	90447.44	88.10	9.71
园林设计	17061.00	7.85	43.15	7304.21	7.11	42.12
商品销售	2737.50	1.26	61.38	--	--	--
其他	4297.32	1.98	81.67	4912.28	4.78	19.50
合计	217436.60	100.00	13.55	102663.93	100.00	12.48

注：其他收入包括租赁收入、咨询收入等；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供，联合资信整理

毛利率方面，公司园林绿化工程施工业务毛利率波动下降，主要系受原材料采购成本影响所致。由于近年来人工成本不断增长，使得公司园林设计业务毛利率持续下滑，但仍保持在较高水平。公司其他业务毛利率高，但占比小。综合来看，公司综合毛利率波动下滑。

2020 年上半年，公司实现营业收入 10.27 亿元，较上年同期增长 0.98%，其中园林绿化工程施工收入 9.04 亿元；公司综合毛利率为 12.48%，较上年同期减少 0.89 个百分点。

2. 业务经营分析

（1）景区投资运营

公司承担苏州市石湖景区及虎丘湿地公园的投资开发运营职能，上述两大景区项目建设

资金主要来源于政府资本金注入，公司前期垫资规模不大。但公司自建项目尚需投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力。

公司作为苏州市风景园林投资建设主体，承担了苏州市两大景区的开发运营职能，主要由子公司苏州风景旅游发展有限公司（以下简称“旅发公司”）负责。

石湖景区为国家级太湖风景名胜区十三个景区之一，位于苏州古城区西南约 4.5 公里处，是集吴越遗迹、江南田园山水风光于一体的山水型自然风景名胜区。石湖景区项目建设资金主要来源于资本金注入，项目总投资 42.12 亿元，截至 2020 年 6 月底，累计用地 1907 亩，已投入 36.17 亿元，实际到位资本金 37.22 亿元，政府注入的资本金全部计入“资本公积”科目。

截至 2020 年 6 月底，石湖景区主要在建项目为蠡岛景点工程和越来溪景点及配套工程，上述项目预计总投资 3.77 亿元，累计已投入 2.07 亿元。

景区运营方面，石湖景区自 2013 年起开始运营，收入主要来源于物业出租、物业管理费、游乐项目等，2017—2019 年，景区物业租赁及运营管理费收入分别为 0.21 亿元、0.22 亿元和 0.23 亿元，计入“其他业务收入”。

虎丘山风景名胜区内为 5A 级旅游风景区，虎丘湿地公园建成后将作为配套旅游项目融入虎丘山风景名胜区。虎丘湿地公园项目总开发面积 8.73 平方公里，其中约 5.61 平方公里由旅发公司负责开发，其余部分由相城区政府负责开发。

旅发公司负责开发部分计划总投资 85.82 亿元，其中项目资本金构成如下：政府注入资本金 13.80 亿元、引入国寿（苏州）城市发展产业投资基金（以下简称“国寿基金”）10.00 亿元、引入苏州光大阳光城市发展投资企业（有限合伙）（以下简称“光大基金”）10.00 亿元，上述资本金总计 33.80 亿元，剩余部分由公司通过外部融资解决。政府注入的资本金已于 2013 年到位，计入“资本公积”科目；国寿基金及光大基金部分已分别于 2014 年和 2016 年到位，计入“少数股东权益”科目，上述两支基金投资期限均为 10 年，到期后计划由公司进行回购，届时依据实际情况而定。截至 2020 年 6 月底，虎丘湿地公园已投入 76.63 亿元，尚需投入 9.19 亿元。虎丘湿地公园预计于 2026 年建成，未来运营模式与石湖景区基本保持一致。

此外，公司积极参与及规划其他园林景区建设项目。截至 2020 年 6 月底，公司自主开发在建景区为甬直古镇修复项目，该项目位于苏州市吴中区，项目定位于以江南水乡古镇和古桥系列景观为特色，融文化体验、休闲观光等功能于一体的景区，将参照乌镇景区运营模式进行，计划总投资 10.00 亿元，已投入 0.68 亿元，预计于 2021 年底投入运营。综合来看，公司未来存在较大的资本支出压力。

（2）园林绿化工程施工与设计

随着工程进度的不断推进，结算量的增加使得公司园林绿化与设计业务收入均保持增长态势。考虑到公司园林绿化工程部分为 PPP 项目，项目周期长，且公司前期垫资规模较大，业务回款情况有待关注。

公司园林绿化工程施工与设计业务由子公司园林股份负责。园林股份为园林项目提供“设计-施工”一体化服务，园林股份业务遍布全国二十多个省、市、自治区及境外部分地区，具体包含古典园林及仿古园林营造、文物古迹保护修缮、建筑仿古装修、景观绿化施工及相应的园林配套设计服务等。

业务模式方面，2016 年之前，园林股份采用工程总承包（含 EPC）模式，自工程承接开始，由园林股份负责项目的设计、建造、施工等，完工后移交至委托方。自 2016 年开始，园林股份新增 PPP 项目模式，PPP 项目模式具体运营方式为园林股份通过公开招投标的形式承接园林建设 PPP 项目，园林股份单独或作为联合体之一与项目所在地政府签订 PPP 项目合同，共同成立项目公司（公司取得实控权或持股比例超过 51% 的项目公司均纳入公司合并范围），同时对项目公司股权、项目资本金、项目建设和竣工验收标准、项目移交及运营等方面进行具体约定。园林股份所承接的 PPP 项目一般为政府付费及可行性缺口补助项目，政府付费型项目中的投资成本均列入当地政府财政预算，政府可行性缺口补助模式大部分与政府付费型相同，不同的点为运营期内由政府逐年按约定进行采购，或由政府向项目公司支付可行性缺口补助。

收入确认方面，园林股份按照工程进度确认收入并结转相应成本。

成本核算方面，公司成本支出以原材料采购成本及劳务分包购买成本为主，按照工程进度核算当年成本支出，近年来相关成本呈现增长态势。

资金结算方面，对于工程总承包的项目，园林股份按照项目建造合同约定收取工程预付款、工程进度款及工程竣工价款，一般情况下，工程

进度款占 40%~70%，其余为工程竣工款；境外项目工程进度款占 60%、工程竣工款占 20%，其余为质保金。PPP 项目建成完工后由政府或使用者逐年付费，一般回款周期在 10~15 年左右，周期较长。

从新签合同订单来看，2017—2019 年，园林股份新签合同额分别为 22.77 亿元、29.09 亿元和 19.23 亿元，其中 2018 年园林股份新签第十届江苏省园艺博览会（扬州仪征）建设项目合同金额较大（单体合同金额 12.52 亿元），使得当年新签合同数额有所增长。从承揽区域来看，2017—2019 年，公司华东区域新签合同额占新签合同总额的比重分别为 53.71%、51.74% 和 59.85%，占比均超过 50%，公司在华东区域具备较高的品牌认知度与市场竞争力。2020 年上半年，受疫情影响，公司新签合同额出现较大幅

度下滑（相当于 2019 年全年的 16.43%），随着疫情逐步常态化，建筑施工行业有所回暖，公司已恢复项目承接并且在手项目大部分已正常施工。根据公司提供的资料显示，2020 年前三季度公司新签合同金额为 15.14 亿元。

从承揽方式来看，公司近年来主要采取工程总承包的方式承揽业务，在此基础上逐步采用 PPP 模式扩大业务规模。由于 PPP 项目具有投资规模大、运营周期长等特性，公司自 2019 年起逐步缩减公司 PPP 项目新签合同金额，逐步扩大 EPC 项目承接数额。近年来，公司承接了一些国家级及省级重点型项目，包含河北邢台园博园、河南省商丘古城，以及与中国建筑科学研究院合作进行对故宫景福宫的研究性修复项目等。截至 2020 年 6 月底，公司在手合同订单金额合计 12.50 亿元。

表 5 公司新签项目按区域和业务承揽方式细分情况（单位：个、亿元）

按区域细分								
区域	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
华东区域内	93	12.23	112	15.05	110	11.51	37	2.42
华东区域外	35	10.54	42	14.04	24	7.72	6	0.74
合计	128	22.77	154	29.09	134	19.23	43	3.16
按承揽方式细分								
承揽方式	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
施工总承包（非 EPC）	124	14.65	151	20.23	132	10.43	42	2.96
EPC	1	0.84	1	0.47	1	2.97	1	0.20
PPP	3	7.28	2	8.39	1	5.83	0	0.00
合计	128	22.77	154	29.09	134	19.23	43	3.16

资料来源：公司提供，联合资信整理

从项目类型来看，截至 2020 年 6 月底，公司主要已完工非 PPP 项目 25 个，合同总金额 21.41 亿元，累计收到回款 10.35 亿元，其中第十届江苏省园艺博览会（扬州仪征）建设项目累

计回款 2.32 亿元（该项目合同金额 12.52 亿元，6 年回款期）。同期，公司在建非 PPP 项目前五大合同金额合计 3.48 亿元，已确认收入 1.32 亿元，累计回款 1.24 亿元。

表 6 截至 2020 年 6 月底公司在建非 PPP 项目前五大合同情况（单位：万元）

序号	协议名称	发包单位	合同金额	签订日期	合同类型	合同工期	已确认收入	累计收款
1	重庆茶山竹海宝吉文化公园项目	重庆茶山竹海宝吉寺（宝吉寺筹委会）	9699.49	2019.12	古建	2019.12—2020.06	2103.24	1520.15
2	普陀山观音法界观音公园工程	普陀山佛教协会	9776.00	2019.06	绿化	2019.06—2020.07	5939.86	5731.10
3	平舆县湄湖景观改造项目设计施工	平舆县住房和城乡建设局	6700.00	2019.08	绿化	2019.08—	4741.00	4741.00

	总承包	建设局				2020.08		
4	石湖景区上方山环境整治与景观提升项目（上方山石湖生态园）北区植物园工程	苏州市园林文化发展有限公司	5469.45	2019.01	绿化	2019.01—2020.12	--	--
5	南半园古建筑修复及周边地区综合整治项目工程	苏州创元投资发展（集团）有限公司	3146.98	2019.09	绿化	2019.09—2020.09	399.96	399.96
合计			34791.92	--	--	--	13184.06	12392.21

资料来源：公司提供，联合资信整理

PPP 项目方面，截至 2020 年 6 月底，公司在手 PPP 项目共计 9 个，其中控股项目 6 个、参股项目 3 个。在手 PPP 项目中有 2 个项目已处于完工状态，其中赤峰市松北新城棚户区改造、园林绿化及道路工程第一包和第三包，总投资 2.40 亿元，已收到回款 1.41 亿元。建水朱家花园保护与恢复工程目前已经完工验收，此项目为公司参股项目，考虑到公司持股比例较少，公司将其持有的 2.10%股权转让给昆明艺丰旅

游合伙企业（有限合伙），转让价格为其实际出资额（0.45 亿元）加上年化 8%利率计算的利息（共计 0.486 亿元），截至 2020 年 9 月底该部分股权转让尚未完成。同期，公司在建 PPP 项目计划总投资 54.32 亿元，已投入 36.24 亿元，尚需投入 18.08 亿元，考虑到 PPP 项目运营及回款周期长，公司前期垫资规模较大，公司未来存在较大的资本支出压力。

表 7 截至 2020 年 6 月底公司在手 PPP 项目情况（单位：万元、%）

项目名称	业主单位	建设期+运营期	总投资	项目资本金	已投资	公司出资比例	付费方式
已完工项目							
赤峰市松北新城棚户区改造滨河公园、中山公园及松山路道路项目（第一包）	赤峰市嘉福和顺棚户区改造有限责任公司	2+8 年	11414.00	4300.00	16289.96	51.00	政府付费
赤峰市松北新城棚户区改造园林绿化及道路工程（第三包）	赤峰市嘉福和顺棚户区改造有限责任公司	2+8 年	12249.00	4300.00	12292.28	51.00	政府付费
建水朱家花园保护与恢复工程	--	2+8 年	103700.00	22000.00	28566.14	2.10	使用者付费+可行性缺口补助
小计			127363.00	30600.00	57148.38	--	--
在建项目							
遂平县新区玉带河景观工程建设项目	遂平县住房和城乡建设局	2+13 年	41946.01	10000.00	26122.90	90.00	政府付费
平舆县城区景观绿化工程建设项目	平舆县公共资产管理有限公司	2+10 年	37235.16	7500.00	27351.71	50.00	政府付费
湖北省宜都市枝城镇长江干支线城段生态修复和城区环境综合治理	宜都市枝城镇政府	2+10 年	47287.31	10000.00	29160.25	90.00	政府付费
东台市西溪景区梨木街修复工程项目	东台市西溪旅游文化景区管委会	2+10 年	31329.00	9000.00	7348.78	90.00	使用者付费+可行性缺口补助
江苏省仪征枣林湾区域景观提升及相关旅游配套设施项目	扬州园博投资发展有限公司	1+10 年	58872.00	18838.97	0.00	37.50	政府付费
河北省第三届（邢台）园林博览会园博园 PPP 项目	邢东新区管理委员会	1+15 年	326480.75	65296.15	272411.53	5.00	政府付费
小计			543150.23	120635.12	362395.17	--	--
合计			670513.23	151235.12	419543.55	--	--

注：表内所列投资额指的是该项目整体已投入金额，并不指公司按照出资比例应投入金额，部分完工项目存在超概情况，以实际完工投入金额为准

资料来源：公司提供，联合资信整理

近年来，园林设计收入随着新签合同金额的不断增长呈逐年增长态势，其中 2019 年新签合同金额为 2.85 亿元，较上年增长 39.02%，当年园林设计收入 1.71 亿元，较上年增长 35.71%。

3. 未来发展

公司未来将继续投入到虎丘湿地公园的建设以及石湖景区的后续开发中，同时积极争取参与苏州市其他景区的开发建设，力争构建集

风是园林开发、建设和运营为一体的全产业链布局,实现上下游的综合运营,形成整体核心竞争力,并通过全产业链带动园林行业产业升级。”

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年审计报告均经天衡会计师事务所(特殊普通合伙)审计,审计结论均为标准无保留意见。公司2020年半年度财务报表未经审计。

2017年,公司合并范围新纳入5家新设立的子公司;2018年,公司合并范围新纳入2家新设立的子公司;2019年,公司纳入合并范围内的子公司共18家,较2018年底增加2家(系新设立的子公司),减少1家(系注销仪征苏园工程建设有限公司)。2020年1—6月,公司合并范围较2019年底无变化。公司新设立子公司及清算注销子公司对财务报表影响不大,财务数据可比性强。

2019年底,公司资产总额167.65亿元,所有者权益108.48亿元(其中少数股东权益22.58亿元)。2019年,公司实现营业收入21.74亿元,利润总额0.65亿元。

2020年6月底,公司资产规模170.44亿元,所有者权益111.51亿元(其中少数股东权益22.87亿元)。2020年1—6月,公司实现营业收入10.27亿元,利润总额0.31亿元。

2. 资产质量

随着公司在建项目的不断推进,资产规模持续增长,以两大景区投入为主的在建工程占比高,公司资产流动性较弱,资产质量一般。

2017—2019年底,公司资产规模持续增长,年均复合增长11.59%。2019年底,公司资产总额167.65亿元,较2018年底增长8.53%,系非流动资产增加所致,其中流动资产31.38亿元(占18.72%),非流动资产136.27亿元(占81.28%),资产结构以非流动资产为主。

表8 公司资产主要构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.21	11.30	23.37	15.13	21.70	12.94	15.40	9.04
应收账款	4.45	3.31	4.15	2.69	3.74	2.23	3.11	1.83
存货	3.31	2.46	4.42	2.86	4.40	2.63	3.95	2.32
流动资产	26.28	19.52	34.02	22.02	31.38	18.72	25.42	14.92
长期应收款	2.32	1.72	10.13	6.56	16.86	10.06	19.75	11.58
在建工程	101.14	75.12	105.96	68.59	112.99	67.39	115.27	67.63
非流动资产	108.37	80.48	120.46	77.98	136.27	81.28	145.02	85.08
资产总额	134.64	100.00	154.48	100.00	167.65	100.00	170.44	100.00

资料来源:公司财务报告、联合资信整理

2017—2019年底,公司流动资产波动增长,年均复合增长9.28%。2019年底,公司流动资产31.38亿元,较2018年底下降7.74%,主要系货币资金减少所致。

2017—2019年底,公司货币资金波动增长。2019年底,公司货币资金21.70亿元,较2018年底下降7.15%;货币资金中受限部分为0.14亿元,系银行承兑汇票保证金和银行保函保证金,

受限比例为0.64%。

2017—2019年底,公司应收账款持续下降。2019年底,公司应收账款3.74亿元,较2018年底下降9.94%。从集中度来看,应收账款欠款方前五名合计规模0.75亿元,占应收账款的比例为17.63%,集中度低。从账龄来看,账龄在1年以内的2.62亿元,1~2年的0.75亿元,2~3年的0.47亿元,其余为3年及以上,账龄较合理。

公司对应收账款累计计提坏账准备 0.54 亿元，计提比例为 12.61%。

2017—2019 年底，公司存货波动增长，年均复合增长 15.27%。2019 年底，公司存货 4.40 亿元，较 2018 年底变化不大。公司存货主要由工程施工成本（系建造合同形成的已完工未结算资产，占 82.62%）构成，未计提跌价准备。

2017—2019 年底，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 12.14%。2019 年底，公司非流动资产 136.27 亿元，较 2018 年底增长 13.12%，主要系长期应收款和在建工程增加所致。

2017—2019 年底，公司可供出售金融资产波动增长，2019 年底为 3.45 亿元，较 2018 年底大幅增长 163.35%，主要系公司新增对苏州市临湖乡村振兴投资发展中心（有限合伙）、路劲汇通文化旅游产业发展有限公司等公司的投资所致。

2017—2019 年底，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 169.69%。2019 年底，公司长期应收款 16.86 亿元，较 2018 年底大幅增长 66.53%，全部为应收工程项目（主要为 PPP 项目）结算款。

2017—2019 年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长 5.70%。2019 年底，公司在建工程 112.99 亿元，较 2018 年底增长 6.64%，主要系虎丘景区北扩工程项目投入增加所致；公司在建工程主要包括虎丘景区北扩工程（74.75 亿元）和石湖景区工程（35.79 亿元）。

2020 年 6 月底，公司资产总额 170.44 亿元，较 2019 年底增长 1.66%，主要来自可供出售金融资产、长期应收款和在建工程的增长，资产结构较 2019 年底变化不大。

2020 年 6 月底，公司受限资产账面价值合计 0.92 亿元，占资产总额的 0.54%，受限比例低。其中，受限货币资金 0.18 亿元、固定资产 0.64 亿元、投资性房地产 0.11 亿元。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，稳定性尚

可。公司债务规模波动增长，整体债务负担较轻，但若考虑公司引入国寿基金和光大基金的到期回购需求，公司整体债务负担一般。

所有者权益

2017—2019 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 15.53%。2019 年底，公司所有者权益 108.48 亿元，较 2018 年底增长 19.61%，主要系资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益 85.90 亿元（占所有者权益的 79.18%），主要由实收资本（占 23.28%）、资本公积（占 72.72%）和未分配利润（占 3.30%）构成。同期，少数股东权益 22.58 亿元（占所有者权益的 20.82%），主要为国寿基金及光大基金的资本性投入。

2017—2019 年底，公司实收资本未发生变化，均为 20.00 亿元。

2017—2019 年底，公司资本公积持续增长，年均复合增长 31.05%。2019 年底，公司资本公积 62.47 亿元，主要为苏州市国资委对公司的景区开发项目的资本金投入。

2020 年 6 月底，公司所有者权益 111.51 亿元，权益结构及规模较 2019 年底均变化不大。

负债

2017—2019 年底，公司负债总额波动增长，年均复合增长 5.30%。2019 年底，公司负债总额 59.18 亿元，较 2018 年底下降 7.23%，主要系长期借款减少所致。其中流动负债 26.01 亿元（占 43.96%），非流动负债 33.17 亿元（占 56.04%），负债以非流动负债为主。

2017—2019 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 65.11%。2019 年底，公司流动负债 26.01 亿元，较 2018 年底变化不大。

2017—2019 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 29.55%。2019 年底，公司应付账款 11.58 亿元，较 2018 年底增长 46.62%，主要系尚未结算的工程款和材料款。

2017—2019 年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 683.69%。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 11.10 亿元，较 2018 年底下降 11.36%，全部为一年内到期的

长期借款。

2017—2019 年底，公司非流动负债持续下降，年均复合下降 13.10%。2019 年底，公司非流动负债 33.17 亿元，较 2018 年底下降 12.94%，主要系长期借款减少所致。

2017—2019 年底，公司长期借款持续下降，年均复合下降 22.10%。2019 年底，公司长期借款 22.86 亿元，较 2018 年底下降 27.98%。公司长期借款主要为保证借款。从长期借款到期分布看，长期借款将于 2021 年到期 10.28 亿元，于 2022 年到期 3.65 亿元，于 2023 年到期 3.55 亿元，其余为 2024 年及以后到期。

2017—2019 年底，公司应付债券波动增长，年均复合增长 28.45%。2019 年底，公司应付债券 9.90 亿元，较 2018 年底增长 67.80%，主要系发行“19 苏园林”（4.00 亿元）所致。

表 9 截至 2020 年 11 月 16 日公司存续债券明细
(单位：年、亿元)

债券名称	发行日期	债券期限	债券余额
16 苏州园林 MTN001	2016/06/07	5	3.00
18 苏园 01	2018/03/26	3+2	2.90
19 苏州园林 MTN001	2019/06/12	3	4.00
20 苏州园林 SCP001	2020/04/10	0.74	2.00
20 苏州园林 SCP003	2020/08/18	0.25	3.00
20 苏州园林 SCP004	2020/11/12	0.49	3.00
合计	--	--	14.90

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2017—2018 年底，公司长期应付款有所增长，2019 年底较 2018 年底无变化，其中 0.20 亿元为应付 SPV 公司股东借款。本报告已将长期应付款中有息部分计入长期债务计算。

表 10 公司有息债务情况 (单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
短期债务	0.86	15.98	12.57	16.42
长期债务	43.66	37.83	32.95	25.56
全部债务	44.52	53.81	45.52	41.98
资产负债率	39.64	41.29	35.30	34.58
全部债务资本化比率	35.39	37.24	29.56	27.35
长期债务资本化比率	34.95	29.44	23.30	18.65

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2017—2019 年底，公司全部债务波动增长，年均复合增长 1.11%。2019 年底，公司全部债务 45.52 亿元，较 2018 年底下降 15.41%。其中，短期债务 12.57 亿元（占 27.61%），较 2018 年底下降 21.36%；长期债务 32.95 亿元（占 72.39%），较 2018 年底下降 12.90%，债务结构以长期债务为主。

2017—2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率持续下降。2019 年底，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 35.30%、29.56%和 23.30%。

2020 年 6 月底，公司负债总额 58.93 亿元，较 2019 年底变化不大，其中长期应付款为 1.38 亿元，较 2019 年底增加 1.11 亿元，主要系新增股东借款 0.60 亿元（已计入长期债务计算）。同期，公司全部债务 41.98 亿元，较 2019 年底下降 7.77%。其中，短期债务 16.42 亿元（占 39.11%），较 2019 年底增长 30.68%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务 25.56 亿元（占 60.89%），较 2019 年底下降 22.42%，主要系部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

2020 年 6 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 34.58%、27.35%和 18.65%，较 2019 年底分别下降 0.72 个百分点、2.21 个百分点和 4.65 个百分点。若同时考虑在到期后计划由公司进行回购的国寿基金和光大基金，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为 46.31%、40.38%和 33.24%。

从债务期限来看，公司 2021—2023 年到期债务规模分别为 15.53 亿元、7.65 亿元和 6.45 亿元。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，受期间费用侵蚀及资产处置收益下滑的影响，利润总额持续下降，整体盈利能力一般。

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 37.24%；营业成本持续增长，年均复合增长 38.15%。2019 年，公司实现营业收入同比增长 14.80%，营业成本同比增长 11.97%；利润总额同比大幅下降 41.38%，主要系期间费用增加及资产处置收益大幅下降所致。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业收入	11.53	18.94	21.74	10.27
营业成本	9.85	16.79	18.80	8.98
资产处置收益	1.58	0.93	0.001	*
利润总额	1.87	1.11	0.65	0.31
营业利润率	13.85	10.68	12.96	12.08
总资产收益率	1.42	0.90	0.84	--
净资产收益率	1.74	0.95	0.51	--

注：*为 2020 年上半年资产处置收益为-3.44 万元

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从期间费用看，2017—2019 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 27.07%。2019 年，公司期间费用 2.37 亿元，同比增长 27.71%，各项费用均有不同程度增长，主要由管理费用（占 38.47%）、研发费用（占 26.64%）和财务费用（占 28.76%）构成。2017—2019 年，公司费用收入比波动下降；2019 年，公司费用收入比为 10.90%，同比增加 1.10 个百分点，公司期间费用对利润总额形成一定侵蚀。

2017—2019 年，公司资产处置收益持续下降，年均复合下降 96.92%，其中 2019 年为 14.99 万元，主要为政府收回部分土地所支付的补偿款。2017—2018 年，公司资产处置收益占利润总额的比重分别为 84.49%和 83.78%，主要为固定资产及无形资产处置收益，对公司利润实现贡献程度较高，但持续性不强。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所波动，2019 年上述指标分别为 0.84%和 0.51%，较 2018 年分别下降 0.06%和 0.44%。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 10.27 亿元，同比增长 0.98%；利润总额 0.31 亿元，同比下降 6.06%；营业利润率 12.08%。

5. 现金流

公司收入实现质量尚可，受公司施工项目周期长、项目回款进度缓慢影响，经营活动现金流均呈持续净流出状态，考虑到公司在建项目资金需求较大，公司未来仍有较大融资需求。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
经营活动现金流入量	11.40	13.87	20.68	14.09
经营活动现金流出量	11.65	20.09	23.15	16.12
经营活动现金流量净额	-0.25	-6.22	-2.47	-2.03
投资活动现金流入量	1.39	2.22	4.07	0.29
投资活动现金流出量	3.93	3.19	9.96	6.99
投资活动现金流量净额	-2.54	-0.97	-5.89	-6.70
筹资活动现金流入量	1.17	18.50	24.65	11.37
筹资活动现金流出量	3.79	3.69	17.48	8.98
筹资活动现金流量净额	-2.62	14.80	7.17	2.39
现金收入比	96.39	71.56	91.01	122.62

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营现金流入量持续增长，年均复合增长 34.68%，主要为绿化工程施工及与园林设计业务回款。经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长 40.97%，主要为绿化工程及园林设计业务成本支出。综合影响下，公司经营活动持续净流出。2017—2019 年，公司现金收入比波动下降，2019 年为 91.01%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入持续增长，年均复合增长 71.00%，其中 2019 年大幅增长主要系收回投资 2.96 亿元所致；投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 59.13%，主要系公司加大景区开发项目的投入所致。公司投资活动现金净流出规模有所波动，2019 年为 5.89 亿元，同比大幅增长 509.79%。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 358.61%，主要系公司吸收投资、发行债券及取得银行借款均有所增加所致；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 114.69%，主要系偿还债务规模大幅增加所致。公司筹资活动现金流由净流出转为大规模净流入。

2020年1—6月,公司筹资活动现金持续净流入,但经营活动及投资活动现金流呈净流出,且投资活动现金净流出规模大。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标呈下降趋势,长期偿债能力指标较弱,考虑到公司是苏州市风景园林投资建设主体,持续获得政府的有力支持,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,2017—2019年,公司流动比率及速动比率均持续下降,2019年底分别为120.64%和103.71%;2017—2019年,公司现金短期债务比波动下降,2019年底为1.76倍。2020年6月底,公司流动比率、速动比率及现金短期债务比2019年底均有所下降,分别为77.64%、65.57%和0.95倍。整体看,公司短期偿债能力指标呈下降趋势。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA持续下降,年均复合下降19.73%。2019年,公司EBITDA为1.51亿元。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占5.61%)、计入财务费用的利息支出(占48.72%)和利润总额(占42.98%)构成。2017—2019年,EBITDA利息倍数持续下降,2019年为0.57倍,EBITDA对利息的覆盖程度较低。同期,公司全部债务/EBITDA波动增长,2019年为30.05倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度较低。整体看,公司长期偿债能力指标较弱。

截至2020年底,公司对外担保金额为10.40亿元,被担保单位分别为苏州市园林文化发展有限公司和苏州农发商业保理有限公司,分别为事业单位下属企业及国有独资企业,上述公司目前均经营正常,或有风险较低。

截至2020年底,公司不存在重大未决诉讼。

截至2020年底,公司获得银行授信总额为105.38亿元,剩余可用授信63.98亿元,公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司资产、负债及收入主要来源于子公司,母公司债务负担轻,公司高管曾在部分子公司

任职,母公司对子公司的管控力度较强。

2019年底,母公司资产总额57.60亿元(占合并口径的34.36%),较2018年底变化不大。其中,流动资产占10.63%,非流动资产占89.37%。从构成看,流动资产主要由货币资金(占7.44%)及其他应收款(占92.46%);非流动资产主要由长期股权投资(占92.05%)构成。

2019年底,母公司负债总额7.35亿元(占合并口径的12.42%),较2018年底变化不大。其中,流动负债占3.41%,非流动负债占96.59%。从构成看,流动负债主要为其他应付款(占80.45%),非流动负债主要由应付债券(占98.55%)构成。2019年,母公司债务规模7.05亿元,母公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为12.77%和12.31%,较2018年底分别增加0.30个百分点和0.42个百分点,母公司债务负担轻。

2019年底,母公司所有者权益为50.24亿元,较2018年底变化不大。其中,实收资本为20.00亿元(占39.81%)、资本公积合计28.77亿元(占57.27%),所有者权益稳定性强。

2019年,母公司营业收入为0.02亿元(占合并口径的0.09%),利润总额为-0.08亿元。

2020年6月底,母公司资产总额62.13亿元,负债总额12.09亿元,所有者权益为50.04亿元。2020年1—6月,母公司未实现营业收入,利润总额-0.04亿元。

九、本次债券偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务影响

本期中期票据拟发行规模为3.00亿元,相当于2020年6月底公司长期债务和全部债务规模的11.74%和7.15%,对公司现有债务结构有一定影响。

以2020年6月底财务数据为基础,本期中期票据发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由34.58%、27.35%和18.65%上升至35.71%、28.74%和20.39%;若同时考虑公司发行的3.00亿元“20苏州园林SCP004”、2.00

亿元“21 苏州园林 SCP001”和 1.50 亿元“21 苏州园林 SCP002”，预计本期中期票据发行后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 38.03%和 31.59%，公司债务负担有所上升。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务，公司实际债务指标或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行规模的 0.78 倍、0.55 倍和 0.50 倍；经营活动现金流量净额对本期中期票据无保障能力；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 3.80 倍、4.62 倍和 6.89 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较好。

十、结论

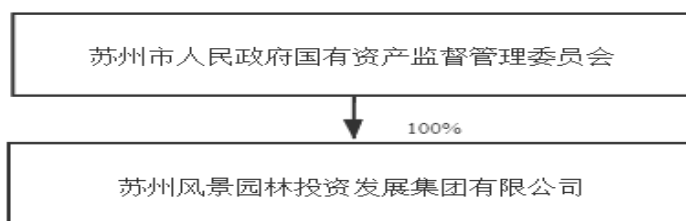
公司是苏州市风景园林投资建设主体，取得了市内两大景区的建设及经营管理权并得到政府在政府补贴和项目资本金等方面的有力支持，同时公司园林施工方面资质齐备，园林设计与施工经验丰富，综合实力较强。

近年来，公司营业收入持续增长，主要来自园林绿化工程施工及园林设计业务；公司在建园林绿化工程项目及自建景区项目尚需投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力。近年来，公司资产持续增长，以两大景区投入为主的在建工程占比高，公司资产流动性较弱，资产质量一般；所有者权益保持增长，债务规模波动增长，整体债务负担较轻。

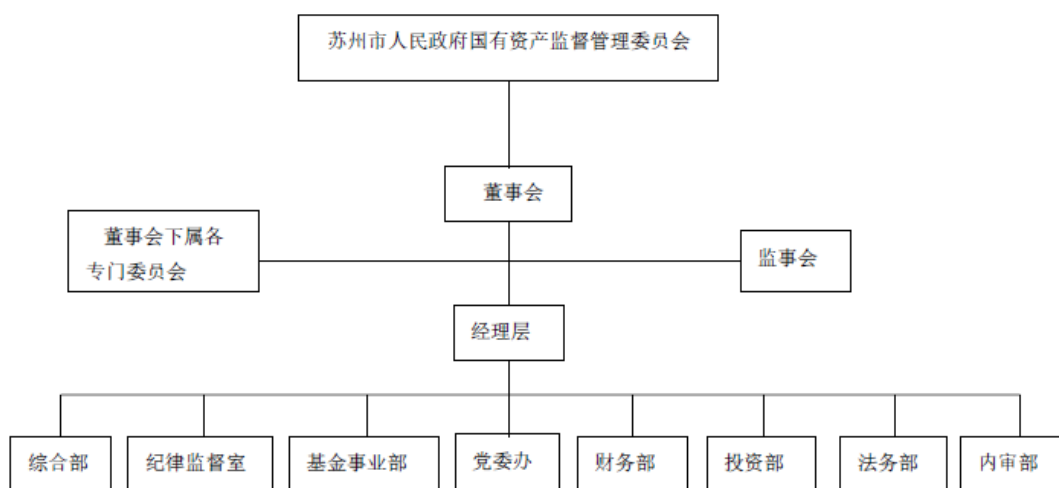
未来，随着两大景区完全投入运营以及公司园林绿化项目的逐步推进，公司综合竞争力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 6 月底公司合并范围内子公司情况

序号	公司名称	注册资本 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	苏州园林发展股份有限公司	12000.00	风景园林建设开发	72.41	--	设立
2	苏州园发建设管理有限公司	2000.00	房地产开发	100.00	--	设立
3	苏州风景旅游发展有限公司	553654.66	景区开发	77.68	--	设立
4	苏州市苏园资产经营有限公司	4500.00	风景区经营管理	100.00	--	设立
5	苏州园林设计院有限公司	371.65	园林及景观设计	--	51.00	同一控制下 企业合并
6	苏州古典园林建筑有限公司	2500.00	古建及景观绿化工程	100.00	--	设立
7	苏州香山古建园林工程有限公司	2000.00	古建及景观绿化工程	--	90.00	非同一控制 下企业合并
8	江苏绿冶苗木科技有限公司	1000.00	林木销售及绿化工程	--	100.00	设立
9	苏州上林园艺有限公司	2000.00	林木销售及农业项目开发	--	60.00	设立
10	赤峰福顺泽园林工程有限责任公司	4300.00	园林工程	--	51.00	设立
11	泰州苏园建设工程有限公司	250.00	园林工程	--	100.00	设立
12	东台市西溪古镇园林文化有限公司	9000.00	园林工程	--	90.00	设立
13	遂平苏园工程建设有限公司	10000.00	园林工程	--	90.00	设立
14	宜都市苏园工程建设有限公司	10000.00	园林工程	90.00	--	设立
15	平舆苏园工程建设有限公司	7500.00	园林工程	50.00	--	设立
16	苏州园发景区运营管理有限公司	1000.00	租赁和商务服务业	100.00	--	设立
17	苏州园角历史街区保护建设管理有限公司	30000.00	租赁和商务服务业	70.00	--	设立
18	苏州风景园林产业发展投资中心（有限合伙）	50000.00	租赁和商务服务业	99.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	15.26	23.56	22.18	15.63
资产总额（亿元）	134.64	154.48	167.65	170.44
所有者权益（亿元）	81.27	90.69	108.48	111.51
短期债务（亿元）	0.86	15.98	12.57	16.42
长期债务（亿元）	43.66	37.83	32.95	25.56
全部债务（亿元）	44.52	53.81	45.52	41.98
营业收入（亿元）	11.53	18.94	21.74	10.27
利润总额（亿元）	1.87	1.11	0.65	0.31
EBITDA（亿元）	2.35	1.66	1.51	--
经营性净现金流（亿元）	-0.25	-6.22	-2.47	-2.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.75	4.28	5.08	--
存货周转次数（次）	3.44	4.34	4.26	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.13	0.13	--
现金收入比（%）	96.39	71.56	91.01	122.62
营业利润率（%）	13.85	10.68	12.96	12.08
总资本收益率（%）	1.42	0.90	0.84	--
净资产收益率（%）	1.74	0.95	0.51	--
长期债务资本化比率（%）	34.95	29.44	23.30	18.65
全部债务资本化比率（%）	35.39	37.24	29.56	27.35
资产负债率（%）	39.64	41.29	35.30	34.58
流动比率（%）	275.36	132.36	120.64	77.64
速动比率（%）	240.64	115.17	103.71	65.57
经营现金流动负债比（%）	-2.59	-24.21	-9.49	--
现金短期债务比（倍）	17.79	1.47	1.76	0.95
EBITDA 利息倍数（倍）	1.04	0.63	0.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.94	32.44	30.05	--

注：1. 公司本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告将长期应付款有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2020 年上半年财务报表未经审计
 资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.24	0.33	0.46	0.43
资产总额（亿元）	57.07	56.82	57.60	62.13
所有者权益（亿元）	50.04	49.74	50.24	50.04
短期债务（亿元）	0.18	3.66	0.01	3.00
长期债务（亿元）	6.21	3.05	7.04	4.00
全部债务（亿元）	6.39	6.71	7.05	7.00
营业收入（亿元）	*	0.01	0.02	0.00
利润总额（亿元）	1.47	0.65	-0.08	-0.04
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-0.15	-0.50	-0.36	-0.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	1.99	2.65	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	0.00	95.02	100.00	--
营业利润率（%）	-1727.69	-273.44	-80.10	--
总资本收益率（%）	2.00	1.16	0.14	--
净资产收益率（%）	2.26	1.00	-0.15	--
长期债务资本化比率（%）	11.04	5.78	12.29	7.40
全部债务资本化比率（%）	11.33	11.89	12.31	12.27
资产负债率（%）	12.33	12.46	12.77	19.45
流动比率（%）	1068.43	167.96	2444.70	87.41
速动比率（%）	1067.66	167.82	2442.36	87.33
经营现金流动负债比（%）	-20.08	-12.44	-144.59	--
现金短期债务比（倍）	6.84	0.09	37.85	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 公司 2020 年上半年财务报表未经审计；3. “*”表示数据过大或过小；4. “/”表示未获取到相关数据；5. 母公司 2017 年营业收入为 7.22 万元
 资料来源：公司财务报表，联合资信整理

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	
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/营业收入×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-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用) / 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	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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+其他非流动负债

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

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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 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。

附件 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 苏州风景园林投资发展集团有限公司 2021 年度第一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。

苏州风景园林投资发展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。

苏州风景园林投资发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对苏州风景园林投资发展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，苏州风景园林投资发展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风景园林投资发展集团有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现苏州风景园林投资发展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风景园林投资发展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。

如苏州风景园林投资发展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风景园林投资发展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风景园林投资发展集团有限公司联系，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。