

跟踪评级公告

联合[2015] 895 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持苏州汾湖投资集团有限公司主体长期信用等级AA，评级展望为稳定，并维持“09汾湖债”AA⁺和“14汾湖债”AA的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十五日



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（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

苏州汾湖投资集团有限公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	存续额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 汾湖债	10 亿元	2009/10/22-2017/10/22	AA ⁺	AA ⁺
14 汾湖债	12 亿元	2014/02/28-2021/02/28	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	18.65	19.48	30.28
资产总额(亿元)	186.20	225.08	252.65
所有者权益(亿元)	67.59	78.19	79.36
短期债务(亿元)	30.86	33.36	38.10
全部债务(亿元)	77.83	84.00	100.77
主营业务收入(亿元)	7.14	6.80	7.43
利润总额(亿元)	1.91	1.98	1.35
EBITDA(亿元)	2.29	2.33	1.74
经营性净现金流(亿元)	1.08	2.57	10.61
主营业务利润率(%)	10.52	11.58	1.87
净资产收益率(%)	2.86	2.55	2.29
资产负债率(%)	63.18	64.85	68.19
全部债务资本化比率(%)	53.17	51.50	55.63
流动比率(%)	245.93	220.81	214.21
全部债务/EBITDA(倍)	34.02	36.11	57.77
经营现金流流动负债比(%)	1.54	2.71	9.75

注: 2012~2014 年财务数据采用企业会计制度

分析师

刘秀秀 张宁 赵传第
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 苏州汾湖投资集团有限公司(以下简称“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, 在政府补贴、基础设施回购等方面持续获得汾湖高新区财政及吴江区财政的支持。公司资产、收入规模不断增长, 经营活动净现金流大幅提升; 同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司债务规模不断增长、主业盈利能力同比下滑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, 税收收入稳步增长, 财政实力不断增强, 为公司发展提供了一定保障。

“09 汾湖债”应收账款质押方案及偿债基金的设置为其偿还提供有力保障, 公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较强。

基于以上, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“09 汾湖债”AA⁺和“14 汾湖债”AA 的信用等级。

优势

- 2014 年, 江苏省汾湖高新区经济发展情况良好, 财政收入不断增长, 税收收入仍是地方综合财力的重要构成, 为公司提供了良好的外部环境。
- 跟踪期内, 汾湖高新区及吴江区政府在政府补贴、基础设施回购等方面给予公司持续的支持。
- 2014 年, 公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较强。

关注

- 跟踪期内, 公司委托代建收入有所下降, 且厂房出售业务亏损, 导致公司盈利能力下滑。
- 近年来, 公司债务规模持续增长, 债务负担较重, 债务结构有待改善。

3. 公司存货中土地规模较大，土地资产变现时间与土地出让规模具有一定的不确定性，资产流动性较弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与苏州汾湖投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与苏州汾湖投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因苏州汾湖投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由苏州汾湖投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于苏州汾湖投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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吴政发[2005]194号文件《关于同意临沪经济区组建投资发展有限公司的批复》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4000万元、500万元和500万元,于2005年12月成立的有限责任公司。后经过数次增资和股权变更,截至2014年底,公司注册资本为30.00亿元,其中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”)所占股权比例为100%。

截至2014年底,公司的经营范围包括:物业管理、企业咨询服务、污水处理、土方工程、房地产开发等产业。公司本部设有资产部、综合部、财务部、工程部、投融资部5个职能部门。

截至2014年底,公司(合并)资产总额252.65亿元,所有者权益79.36亿元;2014年公司实现主营业务收入7.43亿元,利润总额1.35亿元。

公司注册地址:吴江区芦墟镇府前路北侧;法定代表人:杨亚峰。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提

升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增长4292亿元,增长7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860亿元,比上年增长6849亿元,增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元,同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元,比上年增长11449亿元,增长8.2%。其中,中央本级支出22570亿元,比上年增长2098亿元,增长10.2%;地方财政支出129092亿元,比上年增长9351亿元,增长7.8%。

2014年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵

¹因行政区划调整,“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”)。

押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末,广义货币供应量M2余额同比增长12.2%;人民币贷款余额同比增长13.6%,比年初增加9.78万亿元,同比多增8900亿元;全年社会融资规模为16.46万亿元;12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%,比年初下降0.42个百分点。

2015年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年,稳增长为2015年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析及区域环境

1. 行业分析

20世纪90年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年,在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010年以来,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,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政

府性债务规模的无序扩张。2013年4月,银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底,国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初,国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称《43号文》)。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;再次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014年10月底,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,以下简称《351号文》),

《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域环境

作为汾湖高新区的开发建设企业，公司的

各项收入、补贴均来源于政府的财政支持，汾湖高新区乃至吴江区地方经济发展情况和财政收支水平将直接影响到公司的收益和偿债能力。

（一）吴江区经济发展状况

吴江区²作为江苏省南大门，紧邻中国最具实力的上海市和最具活力的浙江省，区位优势独特。境内“四纵三横”的干线公路网架和京杭大运河、太浦河两条黄金水道，构筑了吴江与周边大中城市的叠“A”字形快捷交通网络，基本实现“各镇车辆20分钟上高速、30分钟入市区及40分钟车辆过境”的“234”目标。

吴江区经济保持了平稳的发展势头。2012~2014年，吴江区地区生产总值分别为1341亿元、1415和1487亿元，年均复合增长5.29%。在吴江区经济较快发展的带动下，2012~2014，吴江区地方财政收入及一般预算收入年均复合分别增长3.40%和7.29%，2014年分别为380.38亿元和137.36亿元。其中，各项税收收入112.05亿元，增长7.1%；税收收入占公共财政预算收入的比重达到81.6%。

表1 2012~2014年吴江区地方财政收入状况

项目（亿元）	2012 年	2013 年	2014 年	年均变动率 （%）
地方财政收入	355.81	389.77	380.38	3.40
地方一般预算收入	119.32	129.51	137.36	7.29
地方一般预算支出	108.88	122.87	126.28	7.69

资料来源：统计公报

（二）江苏省汾湖高新区经济发展状况

汾湖高新区作为吴江区三大经济发展主力区域之一。2014年区域经济总量持续提升，综合实力不断增强。

从区域经济总量增长情况来看，2014年，汾湖高新区全区实现地区生产总值215.5亿元，

² 2012年9月1日，经国务院批准，撤销县级吴江市，设立苏州市吴江区。

同比增长 8.03%；全社会固定资产投资总额 91.76 亿元，同比上升 1.32%；完成工业开票销售收入 530.86 亿元，同比增长 5.21%；完成进出口总额 13.56 亿美元，较上年增长 11.94%。

从招商引资增长情况来看，2014 年全年，汾湖高新区新增民资注册资本 71.04 亿元；工业技改投入 33.55 亿元；累计新批外资企业 22 家，注册外资 2.78 亿美元，到帐外资 2.47 亿美元。

表 2 汾湖高新区各工业板块发展情况
(单位：亿元，%)

指标名称	全部工业（包含规模以下）					
	工业产值			销售收入		
	13 年 累计	14 年 累计	增幅	13 年 累计	14 年 累计	增幅
轻 纺	57.96	54.41	-6.12	54.77	52.65	-3.87
电 子	38.02	43.07	13.28	35.98	42.39	17.82
光电缆	25.15	25.44	1.15	24.22	30.59	26.30
机械制造	189.59	201.47	6.27	186.74	203.93	9.21

表 3 汾湖高新区财政收入情况（单位：万元、%）

地方财力项目	2013 年	2014 年	变动率
（一）地方公共财政预算收入	170082.99	184355.84	8.39
1、税收收入	149578.58	167760.96	12.16
2、非税收入	20504.41	16594.88	-19.07
（二）转移支付和税收返还收入	15654.66	20001.30	27.77
1、一般性转移支付收入	4356.92	3933.64	-9.72
2、专项转移支付收入	11297.74	16067.66	42.22
3、税收返还收入	--	--	--
（三）国有土地使用权出让收入	17901.91	26199.11	46.35
1、国有土地使用权出让金	15990.60	25627.18	60.26
2、国有土地收益基金	--	--	--
3、农业土地开发资金	304.96	571.93	87.54
4、新增建设用地有偿使用费	1606.35	--	--
（四）预算外财政专户收入	8652.58	14059.01	62.48
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	212292.14	244615.26	15.23

资料来源：汾湖高新区财政局提供

截至 2014 年底，汾湖高新区直接债务余额 1.52 亿元，全部为由财政承担偿还责任的融资

日用化工	10.29	12.97	26.04	10.12	11.82	16.80
其 它	187.73	188.78	0.56	192.73	189.48	-1.69
合 计	508.74	526.14	3.42	504.56	530.86	5.21

资料来源：公司提供

汾湖高新区财政实力

汾湖高新区政府属于省级汾湖高新区行政级别，吴江区政府给予汾湖高新区单独的财政结算体制，汾湖高新区总体实行“固定基数、超收归区、一定三年”的结算方法。

汾湖高新区经济的增长带动了税收收入的增长，2014年，汾湖高新区税收收入16.78亿元，同比增长12.16%，但非税收入有所下滑，地方公共财政预算收入18.44亿元，同比增长8.39%，是地方综合财力的重要组成部分，占75.37%；跟踪期内，汾湖高新区专项转移支付收入、国有土地使用权出让收入和预算外收入均有大幅增长，但基数较小，占地方综合财力的比重较小。

平台公司借款；担保债务余额 12.06 亿元，主要为政府担保的融资平台债券融资 10 亿元。截

至 2014 年底，汾湖高新区地方政府债务率 30.88%，债务负担较轻。

表 4 截至 2014 年底汾湖高新区地方政府债务情况(单位: 万元)

地方债务	2014 年底
(一) 直接债务余额	15245.04
1、外国政府贷款	
2、国际金融组织贷款	
(1) 世界银行贷款	
(2) 亚洲开发银行贷款	
(3) 国际农业发展基金会贷款	
(4) 其他国际金融组织贷款	
3、国债转贷资金	
4、农业综合开发借款	
5、解决地方金融风险专项借款	
6、国内金融机构借款	
(1) 政府直接借款	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	15245.04
7、债券融资	
(1) 中央代发地方政府债券	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券	
8、粮食企业亏损挂账	
9、向单位、个人借款	
10、拖欠工资和工程款	
11、其他	
(二) 担保债务余额	120599.20
1、政府担保的外国政府贷款	
2、政府担保的国际金融组织贷款	
(1) 世界银行贷款	
(2) 亚洲开发银行贷款	
(3) 国际农业发展基金会贷款	
(4) 其他国际金融组织贷款	
3、政府担保的国内金融机构借款	20599.20
4、政府担保的融资平台债券融资	100000.00
5、政府担保向单位、个人借款	
6、其他	

地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	75544.64
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%	30.88%

资料来源: 汾湖高新区财政局提供

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资本为 30.00 亿元，其中汾湖高新区管委会所占股权比例为 100%。

2. 政府支持

公司是汾湖高新区唯一的基础建设投资主体，汾湖高新区政府和吴江区财政在各个方面均给予公司较大程度的支持。

(1) 补贴支持

根据“吴汾开财发[2008]9号”，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。2014年，公司确认财政补贴收入1.76亿元。

(2) 委托代建协议

汾湖高新区财政局针对每个基础设施建设项目分别与公司签署委托建设协议书，汾湖高新区财政局承诺在工程竣工验收合格后予以整体回购，项目的回购价以工程竣工验收合格后双方根据项目的实际造价加价约 20%作为最终回购结算价。

针对“09 汾湖债”募投项目，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。2014 年，公司已收到汾湖高新区财政局拨付的 11 亿元委托代建项目款。

综上所述，跟踪期内，汾湖高新区及吴江区政府在财政补贴和委托代建协议等方面均持续给予公司支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司在组织结构及管理制度方面无重大变动。在公司重要管理人员方面，2014年9月，公司股东汾湖高新区管委会决定免去吴吉祥同志董事长职务，委派杨亚峰同志为董事长，免去吴吉祥同志董事职务，委派陈卫秋同志为董事。

杨亚峰先生，公司董事长兼总经理，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经建科科长、原江苏吴江汾湖高新区财政局经建科副科长、公司董事兼副总经理、财务负责人。现任公司董事长、法定代表人。

跟踪期内公司高层管理人员发生正常变动，对公司经营影响不大。

七、经营分析

公司主要经营业务包括汾湖高新区内基础设施及安置房建设等工作。其收入主要源于公司开发由政府回购的项目（市政道路、基础设施配套、污水处理、教育资源、公路项目等）所带来的收入。公司作为汾湖高新区建设企业，投资与经营主要取决于政府决策，对政府依赖程度较高。同时受公司经营业务公益性质所限，公司利润总额对补贴收入的依赖程度较高。

2014年，公司实现主营业务收入74256.16万元，同比增长9.24%，主要由于厂房实现销售收入25440.36万元；公司综合毛利率水平下降至7.33%，同比下滑9.65个百分点，主要由于厂房销售业务亏损所致。

表5 公司主营业务构成情况

（单位：万元，%）

业务	2013 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施开发项目回购	66686.95	20.00	47198.07	20.78
物业管理	232.58	-219.40	147.98	-87.91
公交客运运营	984.71	-131.82	1159.14	-137.50

污水接管	71.21	20.11	126.00	72.39
会议业务	1.94	100.00	0.00	--
房地产销售（厂房）	0.00	--	25440.36	-11.42
其他	0.00	--	184.6	93.59
合计	67977.39	16.98	74256.16	7.33

资料来源：公司提供

1. 基础设施建设

汾湖高新区财政局针对每个基础设施建设项目每年分别与公司签署委托建设协议书，汾湖高新区财政局承诺在工程竣工验收合格后予以整体回购，项目的回购价以工程竣工验收合格后双方根据项目的实际造价加价大约20%作为最终回购结算价。根据该框架性协议，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回购项目文件，其中，会明确当年回购项目情况、结转成本金额及最终回购结算价。

2014年，公司基础设施开发项目回购收入有所下滑，为47198.07万元，同比下降29.22%，主要由于跟踪期内竣工结算的基建项目减少所致，2014年回购的项目包括开发区基础设施配套工程、教育资源工程和公共设施及附属工程。2014年，公司基础设施开发项目回购毛利率为20.78%，同比变动不大。

截至2014年底，公司在建的基础设施项目主要包括环湖北路、新友农贸市场、文体中心和环湖西路道路等，项目计划总投资合计4.05亿元，已投资0.63亿元，计入“存货”。

总体看，公司与汾湖高新区财政局签署的委托建设协议提升了公司基建回款的安全性，对公司信用水平起到有效支撑作用。

2. 安置房建设

在基础设施项目建设的同时，公司也负责代建安置房项目。经营主体为苏州汾湖城建房地产开发有限公司（以下简称“城建公司”），该公司已完成5个动迁安置房小区，累计总投资9.22亿元。目前公司在建的安置房项目为“14汾湖债”募投项目港南安置房，该项目计划总投资20.98亿元，截至目前，该项目已基本完工。

汾湖高新区财政应拨付公司动迁房资金3.40亿元已计入预收款项，所有开发的房屋均由汾湖高新区管委会统一分配，该项业务公司尚未收取管理费。安置房业务收购方案尚在与汾湖高新区财政协商过程中，收入暂时在损益表中不体现，建设成本体现在存货科目；在现金流量表中，公司获得的安置房建设资金体现在销售商品、提供劳务收到的现金，支付的安置房建设资金体现在购买商品、接受劳务支付的现金。

3. 其他业务

公司其他主营业务包括物业管理、公交客运运营、污水接管和厂房销售等。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，2014年，该板块收入为147.98万元，仍处于亏损状态；公交客运运营由苏州市吴江汾湖公交有限公司（以下简称“汾湖公交”，公司原持有其51%的股权）负责，2014年该板块收入为1159.14万元，包括汾301和汾302两条公交线路，2014年12月，因吴江区公交整合，该子公司被苏州市吴江公共交通有限公司（以下简称“吴江公交”）吸收合并，汾湖公交已于2014年12月19日注销，公司收到处置价款620万元，并且目前公司持有吴江公交2.96%的股权；2014年，公司实现厂房销售收入为25440.36万元，厂房处置业务表现为亏损，主要是之前公司为强生光电入驻汾湖高新区而建设的厂房，但后续因强生光电自身原因未入驻，公司低价转让给汾湖高新区相对较为优质的永鼎集团。

八、财务分析

1. 财务概况

公司2014年财务报表经天衡会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见。2014年，公司新纳入合并范围的子公司为苏州市黎里文化旅游发展有限公司，合并范围减少汾湖公交1家。由于合并范围变动的子公司资产及收入规

模均较小，合并范围变化对公司财务报表数据可比性影响不大。

截至2014年底，公司（合并）资产总额252.65亿元，所有者权益79.36亿元；2014年公司实现主营业务收入7.43亿元，利润总额1.35亿元。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司主营业务收入仍主要来源于汾湖高新区政府回购的项目收入（计“基础设施开发项目回购”），但其收入占比有所下降，主要由于2014年该板块收入下降及厂房销售收入大幅增长所致。2014年，公司主营业务收入7.43亿元，同比增长9.24%，公司主营业务成本增速大于主营业务收入增速，主营业务利润率大幅下降，2014年为1.87%，同比下降9.71个百分点，主要由于厂房销售板块亏损所致。

在管理费用不断下降及财务费用中利息收入增加的影响下，期间费用占主营业务收入的比重不断下降，2014年为6.84%，公司期间费用控制能力较强。

2014年，公司获得补贴收入为1.76亿元，为当年利润总额的130.86%，公司利润总额对补贴收入的依赖较高，2014年，公司实现净利润1.82亿元，同比变动不大。

从主要盈利指标看，随着所有者权益和全部债务的增长以及净利润的下滑，公司总资本收益率和净资产收益率不断下降，2014年两项指标分别为1.07%和2.29%。受公司经营性质所限，公司整体盈利能力较弱。

总体来看，跟踪期内，公司主营业务收入不断增长，但盈利能力大幅下滑，补贴收入仍是公司利润总额的重要支撑。

3. 现金流及保障

公司经营性现金流入主要是政府回购项目回款和预收房款（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、安置房建设款

及支付其他往来款。2014年，公司经营活动产生的现金流入为32.32亿元，同比大幅增长，主要由于收到其他与经营活动有关的现金较多所致，经营活动产生的现金流量净额为10.61亿元。从收入实现质量来看，2014年，公司现金收入比为95.09%，收入实现质量同比有所下滑，主要由于财政应拨付公司的动迁房资金3亿元并没有到位。

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。2014年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.52亿元，同比持平。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金，2014年，公司收到其他与筹资活动有关的现金同比大幅增长，为15.90亿元，主要包括2014年发行债券12亿元及收回以前的票据保证金；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息及支付的票据保证金，2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额为3.85亿元。

总体来看，跟踪期内，公司收入实现质量有所下降，但经营活动现金流量净额有所增长，公司对外筹资规模依旧较大。

4. 资本及债务结构

截至2014年底，公司资产总额252.65亿元，同比增长12.25%，主要由于货币资金增长所致，其构成仍以货币资金（12.85%）、其他应收款（25.31%）和存货（61.33%）为主。

跟踪期内，由于公司发行12亿元“14汾湖债”，截至2014年底，公司货币资金29.93亿元，同比增长65.96%。公司货币资金中其他货币资金13.83亿元，其中受限资金10.73亿元，主要为票据保证金和定期存款。

截至2014年底，公司其他应收款为58.99亿元，同比小幅增长5.64%。从账龄上看，1年以内的占45.59%，1~2年的占18.42%，2~3

年的占20.36%，3年以上的占15.64%，存在一定比重账龄较长的款项。从集中度来看，前四名欠款单位占其他应收款总额比重为93.03%，集中度高，主要为汾湖高新区财政局、汾湖高新区管委会、汾湖镇动迁办公室和吴江土地储备中心。公司其他应收款单位主要为政府相关部门，其不可收回风险低，但其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

截至2014年底，公司存货142.91亿元，同比增长7.17%，主要是土地资产63.66亿元、开发成本79.13亿元（包括代建项目成本、安置房成本等）和少量开发产品（已完工尚未交付的开发项目）。

2014年底，公司在建工程为7.32亿元，同比增长66.73%，主要包括科技创业园工程、排水管道工程和黎里古镇保护开发工程等。

截至2014年底，公司所有者权益79.36亿元，较2013年底变动不大，其中股本占37.80%，资本公积占55.18%，未分配利润6.70%，盈余公积和未确认的投资损失占比较小。

截至2014年底，公司负债合计172.27亿元，同比增长18.02%，主要由于应付债券增长所致，由于其他应付款规模较大，跟踪期内，公司债务结构仍以流动负债为主。

截至2014年底，公司其他应付款62.51亿元，同比增长13.13%，主要是公司与吴江市汾湖城乡一体化建设有限公司（占47.35%）、苏州汾湖城区资产运营有限公司（占18.12%）和吴江市汾湖镇集体资产运营有限公司（占6.19%）、苏州市黎里城镇化建设有限公司（占4.16%）和苏州市吴江城市房地产开发有限公司（占2.00%）等单位之间的往来款项，从集中度看，前五名单位占其他应付款余额比例为77.82%，集中度高。从账龄上看，1年以内的占48.60%，1~2年的占34.08%，2~3年的占14.77%，3年以上的占2.56%，其他应付款账龄同比变长。

截至2014年底，公司长期负债为63.49亿

元,同比增长 23.69%,主要系公司于 2014 年 2 月发行 12 亿元“14 汾湖债”所致;其中,长期借款 40.66 亿元、应付债券 22.00 亿元(“09 汾湖债”10 亿元,“14 汾湖债”12 亿元)、专项应付款 0.83 亿元。

跟踪期内,由于公司债务规模不断增长,2014 年底全部债务为 100.77 亿元,同比增长 19.96%,其中,短期债务占 37.81%,长期债务占 62.19%;从债务指标情况看,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不断增长,2014 年底上述三项指标分别为 68.19%、55.63%和 43.81%,同比分别增长 3.34、4.13 和 4.78 个百分点。

总体来看,跟踪期内,公司资产规模不断增长,资产构成变动不大,受其他应收款回收期限较长、存货中的土地资产变现具有一定的不确定性等因素影响,资产流动性较弱;公司所有者权益结构稳定性较好;由于新发债券影响,债务规模不断扩大,目前公司债务负担较重,债务结构有待改善。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看,2014 年底,公司流动比率和速动比率分别为 214.21%和 82.84%,同比变动不大,由于公司流动资产以大额土地存货和应收款项为主,其变现能力将弱化公司实际短期偿债指标。2014 年,公司经营现金流动负债比为 9.75%,经营活动现金流量净额对流动负债的保障能力同比有所提升。总体来看,公司短期债务规模大,公司面临一定的短期偿债压力。

从长期偿债指标看,2014 年,公司全部债务持续增长,而公司整体盈利能力不强,导致全部债务/EBITDA 较大,为 57.77 倍,EBITDA 对全部债务的保障能力较低。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回购款,未来收入较为稳定及公司土地资产规模较大,未来可实现较多的土地转让收入,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。

截至 2014 年底,公司共获得各银行累计综合授信总额 80.67 亿元,无未使用额度,公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面,截至 2014 年 12 月底,公司为永鼎集团有限公司提供担保 5.67 亿元,永鼎控股公司担保 1.95 亿元,吴江经济技术开发区发展总公司 5.00 亿元,吴江城市投资发展有限公司 7.00 亿元,对外担保合计 19.62 亿元,担保比率为 24.72%。其中,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,均位于汾湖高新区范围内,另外两个被担保企业为吴江区政府投融资公司,目前,被担保企业正常经营,公司或有负债风险相对较小。

6. 过往债务履约情况

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 2015 年 6 月 16 日,公司无未结清的不良信贷信息,已结清信贷记录中有 1 笔关注类贷款和 1 笔关注类银行承兑汇票,主要原因:①银行将类平台类企业贷款列入关注类;②由于公司承兑汇票保证金账户做了销户,导致定期保证金到期后无法正常转入。最终公司贷款已正常偿付,银行承兑汇票已正常到期解付,公司过往履约情况较好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险,以及汾湖高新区区域及财力状况及汾湖高新区政府对于公司的各项支持的综合判断,公司整体抗风险能力较强。

九、债券偿债能力分析

1. 债券概况

公司于 2009 年 10 月发行债券 10 亿元,债券简称“09 汾湖债”,本期债券为 8 年期固定

利率债券，附第 5 年末公司上调票面利率及投资者回售选择权。本期债券票面年利率为 7%，在债券存续期内前 5 年固定不变。在本期债券存续期的第 5 年末，公司可选择上调票面利率 0 至 100 个基点，债券票面年利率为债券存续期前 5 年票面利率加上上调基点，在债券存续期后 3 年固定不变。发债第七年（2016 年）偿还本期债券尚未偿还本金的 50%，第八年（2017 年）偿还本期债券尚未偿还本金的 50%。2014 年 10 月，公司“09 汾湖债”回售再转售，截至目前，存续金额仍为 10 亿元。本期债券募集资金全部用于吴江汾湖经济开发区道路管网基础设施项目和吴江汾湖经济开发区新农村安居房建设工程。截至目前，“09 汾湖债”募集资金已投放完毕且募投工程项目已全部完工。

公司于 2014 年 2 月发行人民币债券 12 亿元，债券简称“14 汾湖债”，本期债券为 7 年期固定利率债券，票面年利率 7.49%，在本期债券存续期的后五年末分别等额偿付本金的 20%，用于吴江市汾湖镇城乡一体化——港南安置房工程项目。截至目前，该项目已基本完工。2014 年，公司已收到汾湖高新区财政局拨付的 4000 万元保障性住房建设专项补贴。

2. 债券偿债能力分析

截至目前，公司存续期内的债券合计 22 亿元，其中“09 汾湖债”10 亿元，“14 汾湖债”12 亿元。2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 1.74 亿元、32.32 亿元和 10.61 亿元，对公司待偿还债券（22 亿元）的覆盖倍数分别为 0.08 倍、1.47 倍和 0.48 倍，由于公司债券到期偿付时间较为分散，实际偿债能力高于上述指标值。

由于“09 汾湖债”投资者在 2014 年 10 月回售再转售后全额存续，发债第七年（即 2016 年）公司需偿还“09 汾湖债”尚未偿还本金的 50%（5 亿元），则需考虑公司对“09 汾湖债”的短期偿债能力，2014 年底公司现金类资产为 30.28 亿元，剔除受限的货币资金 10.73 亿元，

对“09 汾湖债”2016 年需偿还本金 5 亿元的覆盖倍数为 3.91 倍；2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对“09 汾湖债”2016 年需偿还本金 5 亿元的覆盖倍数分别为 0.35 倍、6.46 倍和 2.12 倍。由于“14 汾湖债”在本期债券存续期的后五年末分别等额偿付本金的 20%，即于 2017 年 2 月开始偿还首次本金 2.4 亿元，公司 2017 年需偿付的债券总额为 7.4 亿元（“09 汾湖债”5 亿元+“14 汾湖债”2.4 亿元），公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和现金类资产对其覆盖倍数分别为 0.24 倍、4.37 倍、1.43 倍和 2.64 倍。

总体来看，公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金的保障能力较好。

3. “09 汾湖债”委托代建执行情况

“09 汾湖债”以公司与吴江区财政局签署的《吴江汾湖经济开发区道路管网基础设施和新农村安居房建设工程项目委托代建协议》（以下简称“《委托代建协议》”）所产生的对财政局的应收账款 39.61 亿元为本期债券还本付息提供质押担保。同时，根据吴政函[2009]17 号文规定，偿债资金按期归集在偿债账户中，专项用于债券还本付息，不足部分由吴江区财政局另外安排资金在债券付息日或兑付日之五日前直接划入偿债账户，上述资金列入吴江区年度财政计划。另外，相关各方还签订了《账户监管协议》和《债券代理协议》。

根据《委托代建协议》的相关要求，吴江区财政局需在 2010 年至 2018 年每年向公司支付当期应收账款回款资金（包括委托建设资金和利息）划入《账户监管协议》规定的监管账户（参见表 6）；在债券存续期内的每个计息年度的付息日或兑付日前 10 个工作日，按照表 6 将一定数额的偿债资金归集在偿债账户中，专项用于债券还本付息；债券存续期第五年归集到偿债账户的资金，在支付完毕该计息年度应付利息和由于投资者行使回售权而需归还的本金后，公司可以将偿债账户中的剩余资金转出。

针对“09 汾湖债”募投项目，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。2014 年，公司已收到汾湖高新区财政局拨付的 11 亿元委托代建项目款。截至 2014 年底，应收账款质押余额为 24.61 亿元，为“09 汾湖债”尚未偿还本金 10 亿元的 2.46 倍。

表6 监管账户资金划入情况及偿债资金安排计划

年度	应收账款划入金额 (亿元)	偿债账户归集资金 (亿元)
2010	1.00	0.70
2011	1.00	0.70
2012	1.00	0.70
2013	1.00	0.70
2014	11.00	10.70
2015	1.00	剩余本金的年息
2016	6.00	剩余本金的 50%+剩余本金的年息
2017	6.00	剩余本金的 50%+剩余本金的年息
2018	11.61	--
合计	39.61	--

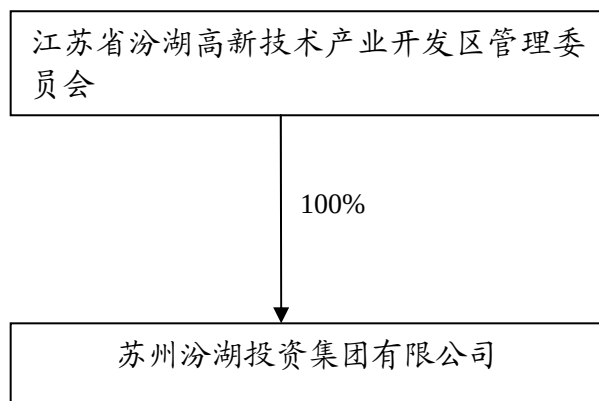
资料来源：公司提供

总体来看，应收账款质押方案及偿债基金的设置为“09汾湖债”的偿还提供进一步的保障，有助于提升“09汾湖债”的信用水平。

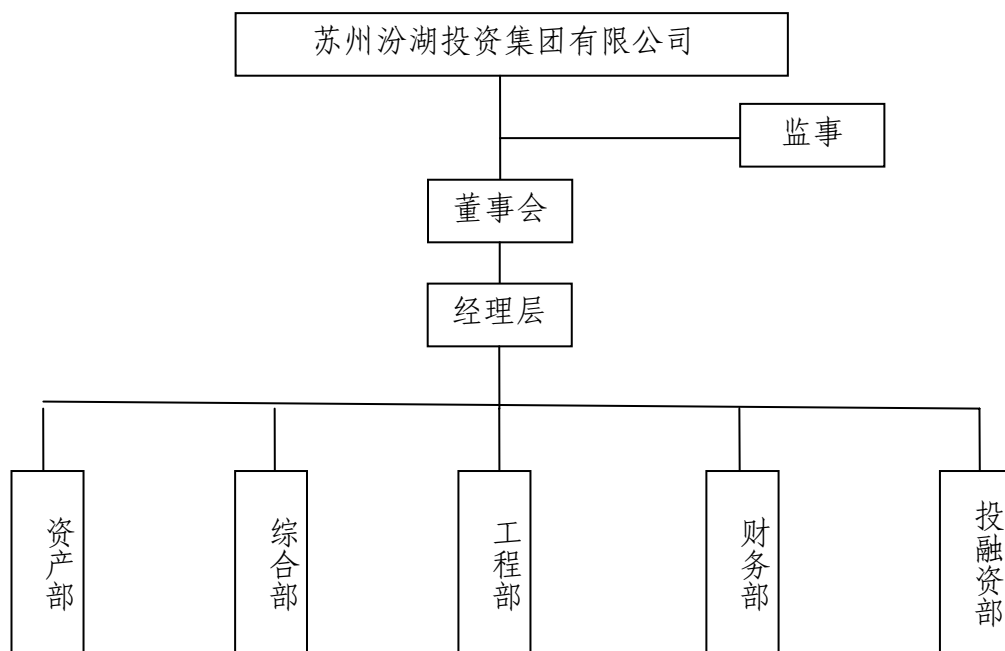
十、结论

基于以上，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“09汾湖债”AA⁺和“14汾湖债”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.65	19.48	30.28
资产总额(亿元)	186.20	225.08	252.65
所有者权益(亿元)	67.59	78.19	79.36
短期债务(亿元)	30.86	33.36	38.10
长期债务(亿元)	46.97	50.64	62.66
全部债务(亿元)	77.83	84.00	100.77
主营业务收入(亿元)	7.14	6.80	7.43
利润总额(亿元)	1.91	1.98	1.35
EBITDA(亿元)	2.29	2.33	1.74
经营性净现金流(亿元)	1.08	2.57	10.61
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.70	3.11	12.49
存货周转次数(次)	0.07	0.05	0.05
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03
现金收入比(%)	97.73	117.19	95.09
主营业务利润率(%)	10.52	11.58	1.87
总资本收益率(%)	1.44	1.30	1.07
净资产收益率(%)	2.86	2.55	2.29
长期债务资本化比率(%)	40.66	39.03	43.81
全部债务资本化比率(%)	53.17	51.50	55.63
资产负债率(%)	63.18	64.85	68.19
流动比率(%)	245.93	220.81	214.21
速动比率(%)	99.56	79.91	82.84
经营性现金流动负债比(%)	1.54	2.71	9.75
全部债务/EBITDA(倍)	34.02	36.11	57.77

注：公司 2012~2014 年财务数据采用企业会计制度

附件 3 有关计算指标的计算公式

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
现金收入比率	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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额×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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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率	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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。