

跟踪评级公告

联合[2016] 893 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

二零一六年六月二十日



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: 2016 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	19.48	30.28	34.96
资产总额(亿元)	225.22	252.50	263.96
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	79.11	80.38	94.97
短期债务(亿元)	33.36	38.10	44.66
全部债务(亿元)	84.00	100.77	124.40
主营业务收入(亿元)	6.80	7.43	7.71
利润总额(亿元)	1.98	1.35	1.79
EBITDA(亿元)	2.21	1.63	2.18
经营性净现金流(亿元)	2.57	10.61	4.57
主营业务利润率(%)	11.58	1.87	6.79
净资产收益率(%)	2.55	2.29	1.91
资产负债率(%)	64.94	68.23	64.02
全部债务资本化比率(%)	51.50	55.63	56.71
流动比率(%)	220.45	214.21	275.26
全部债务/EBITDA(倍)	38.08	61.86	56.98
经营现金流流动负债比(%)	2.70	9.75	5.19

注: 公司财务数据采用旧准则编制。

分析师

章 演 赵起锋

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; 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, 汾湖高新区税收收入稳步增长, 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一定保障, 公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较强。公司经营活动现金流入量及现金类资产对“09 汾湖债”及“14 汾湖债”分期待偿付本金保障能力较强。

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

- 2015 年, 江苏省汾湖高新区经济发展情况良好, 财政收入有所增长, 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发展环境。
- 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, 同时, 其他应收占款也按期偿还。
- 2015 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

1. 跟踪期内，公司委托代建收入及安置房销售收入有所下降。
2. 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；其他应收款规模大，资金占用明显。
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。
4. 公司对外担保快速增长，担保比率高，或有负债风险大。

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“09 汾湖债”及“14 汾湖债”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2015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2015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2015年底，公司（合并）资产总额263.96亿元，所有者权益（包含少数股东权益）94.97亿元；2015年公司实现主营业务收入7.71亿元，利润总额1.79亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，

增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，我国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，我国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，我国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，我国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬

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”）。

值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析及区域经济环境

1. 中国城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市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物质基础，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、加强区域交流与合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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、

国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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调整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. 区域经济环境

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。

(1) 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。2013~2015年，吴江区地区生产总值分别为1415亿元、1487亿元和1540亿元，年均复合增长4.32%。在吴江区经济较快发展的带动下，2013~2015年，吴江区地方财政收入及一般公共预算收入年均复合分别增长3.68%和6.68%，2015年分别为418.99亿元和147.39亿元。其中，各项税收收入121.06亿元，增长8.0%；税收收入占公共财政预算收入的比重达到82.1%。

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。

表1 2013~2015年吴江区地方财政收入状况（单位：亿元、%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	年均变动率
地方财政收入	389.77	380.38	418.99	3.68
地方一般公共预算收入	129.51	137.36	147.39	6.68
地方一般公共预算支出	122.87	126.28	137.87	5.93

资料来源：统计公报

2012年9月1日，经国务院批准，根据《省政府关于调整苏州市部分行政区划的通知》（苏政发【2012】116号）精神和《中共苏州市委、苏州市人民政府关于切实做好吴江撤市设区实施工作的通知》（苏发【2012】36号），撤销县级吴江市，设立苏州市吴江区。

根据《中共吴江市委、吴江市人民政府关于切实做好设区实施工作的通知》（吴发【2012】47号），吴江撤市设区后，五个方面的政策五年保持原则不变。保持原县级市事权不变、经济管理权限不变、行政区划完整性不变、优惠政策不变、机构及福利待遇不变。

五个不变的确立，为吴江区继续支持行政区域内企业及市政项目的建设提供了可靠条件。

(2) 江苏省汾湖高新区经济发展状况

汾湖高新区基本概况

汾湖高新区地处江苏、浙江、上海二省一市交汇的金三角腹地，于2006年7月正式成立。汾湖高新区全区面积258平方公里，下辖48个行政村、4个办事处和9个社区居委会，区内常住人口15万人，暂住人口10万多人。作为“临沪”经济圈中最具地理优势的地区，汾湖高新区的开发建设，成为苏州地区接轨上海，接收上海辐射的重要区域。

在汾湖高新区管辖的 258 平方公里面积内主要分为农业、工业、休闲旅游、城市中心和古镇保护五大板块。其中，工业园区的规划面积为 54 平方公里。汾湖高新区积极推进体制创新，实行“一区多园、滚动开发”模式。围绕主导产业，引导国内外知名企业前来投资，充分发挥产业集群效应，优化区域经济结构。全

区现有各类企业 2800 余家，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，企业规模不断扩大；二是以康师傅为代表的新型食品产业，形成了比较完整的食品工业体系；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。

汾湖高新区区位优势

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，直达上海。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直接连接苏杭。3条高速公路在区内均设有互通和出口。从汾湖高新区通过高速公路到上海市中心仅需30分钟，到杭州60分钟，至苏州只要20分钟。

汾湖高新区至上海虹桥机场53公里，浦东机场106公里，距无锡硕放机场40公里，杭州萧山机场150公里，距南京禄口机场226公里。距上海港80公里，乍浦港100公里，张家港港口140公里，宁波港340公里，均有高速公路与之连接。

汾湖高新区内水运船舶经太浦河、京杭运河可直达上海、苏州、杭州等中心城市。

四通八达的水陆空交通将汾湖高新区与上海、苏州、杭州等大城市联成一体，既承接江、浙、沪三地的经济联系，又能转而服务三地。

汾湖高新区经济发展情况

汾湖高新区作为吴江区三大经济发展主力

区域之一。2015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，2015年，汾湖高新区全区实现地区生产总值230.12亿元，同比增长6.78%；全社会固定资产投资总额86.52亿元，同比下降5.71%；完成工业开票销售收入533.56亿元，同比微幅增长0.51%；完成进出口总额12.61亿美元，较上年下降7.05%。

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，2015年，汾湖高新区税收收入17.23亿元，同比增长2.68%，但非税收入有所下滑，地方公共财政预算收入20.04亿元，同比增长8.62%；基金收入主要由国有土地使用权出让金构成，2015年汾湖高新区基金收入34.70亿元，是地方综合财力的重要组成部分，占59.82%；上级补助收入基数较小，占地方综合财力的比重较小。

截至 2015 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平台公司借款；担保债务余额 10.70 亿元，主要为政府担保的融资平台债券融资 10.00 亿元。截至 2015 年底，汾湖高新区地方政府债务率 11.85%，债务负担轻。

表 2 汾湖高新区政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（2015 年）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）直接债务余额	15245.04	（一）地方一般公共预算收入	200386.52
1、外国政府贷款		1、税收收入	172308.11
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	28078.41
（1）世界银行贷款		（二）上级补助收入	23637.59
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	23239.96
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	397.63
3、国债转贷资金		（三）基金收入	346995.94
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	325817.09
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	16373.85
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	1050.22

(1) 政府直接借款		4、其他	3754.78
(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	15245.04	(四) 上年结余	2707.66
7、债券融资		(五) 上解支出	73154.28
(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融资			
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	107000.00		
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	7000.00		
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%	68745.04	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	500573.43
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			11.85%

资料来源：汾湖高新区财政局

总体看，汾湖高新区地方财政收入持续增长，整体财政实力较强，债务负担轻。联合资信同时关注到，土地使用权出让收入占汾湖高新区地方财力比例较高，考虑到土地出让收入实现存在一定不确定性，汾湖高新区地方财政收入未来可能出现一定波动。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 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. 企业规模

截至 2015 年底，公司拥有 21 家全资子公司，其中一级子公司 13 家，二级子公司 8 家，涉及基础设施建设、土地开发与整理、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、景观绿化工程等项目。

3. 政府支持

公司是汾湖高新区唯一的基础设施投资建设主体，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。2015年，公司确认财政补贴收入1.48亿元。

(2) 注资

2015 年，根据汾湖高新区管委会《关于明确拨款用途的批复》（汾高新发[2015]62 号文），汾湖高新区管委会对公司增资 13.00 亿元，计入“资本公积”。

(3) 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 27%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。2015 年，汾湖高新区财政局应拨付的 1 亿元委托代建项目款，已全部到位。

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，公司在高管人员、组织结构及管理制度方面无重大变动。

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。

2015 年，公司实现主营业务收入 77145.26 万元，同比增长 3.89%，主要由于公司 2015 年新增土地使用权回购收入 15095.68 万元；公司综合毛利率水平由 2014 年底 7.33% 上升至 2015 年的 11.19%，主要由于公司安置房销售毛利率上升所致。

表3 公司主营业务构成情况

(单位: 万元, %)

业务	2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施开发项目回购	47198.07	20.78	45267.57	19.09

土地使用权回购	0.00	--	15095.68	0.00
安置房销售	25440.36	-11.42	16117.77	0.00
污水处理	126.00	72.40	238.36	-5.71
交通运输	1159.14	-137.50	104.13	-18.09
物业管理	147.98	-87.91	137.07	-119.18
养殖水面租赁	184.60	93.59	184.60	100.00
其他	0.00	--	0.08	100.00
合计	74256.16	7.33	77145.26	11.19

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 27% 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。

2015 年，公司基础设施开发项目回购收入有所下滑，为 4.53 亿元，同比下降 4.03%，主要由于跟踪期内竣工结算的基建项目减少所致，2015 年回购的项目包括开发区基础设施配套工程、市政道路建设和河道整治工程、景观建设和道路绿化工程项目等。2015 年，公司基础设施开发项目回购毛利率为 19.09%，同比有所下降。

表 4 2015 年公司委托建设及回购项目明细表

(单位: 元)

项目	回购金额
基础设施配套工程	171265181.74
市政道路建设和河道整治工程	117629944.55
景观建设和道路绿化工程	68719399.46
垃圾站建设工程	19521912.42
新建电力设施工程	75539254.82
合计	452675692.99

资料来源：公司审计报告

截止到 2016 年 3 月底，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，环湖西路道路和西部污水处理厂，公司投入资金计入“存货”，截至 2016 年 3 月底，公司已投资 36.82 亿元。计入存货中的代建项目大部分已完工，由于尚未竣工结算因此尚在“存货”开发成本中反应，尚有部分项目处于建设过程。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项目回款的安全性。

2. 土地使用权回购

2015 年，公司新增土地使用权回购板块收入，该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 245 万/亩价格回购公司位于汾湖高新区纬三路南侧、联秋路西侧 123.23 亩土地使用权，合计 30191.35 万元，相关回购款项由汾湖高新区财政局与公司直接结算，2015、2016 年分别结算 15095.68 万元。2015 年公司土地使用权回购款已全部到账，2016 年回购款部分到账。截至 2016 年 3 月底，公司拟出让土地使用权三笔，累计面积 16.97 万平方米，地块入账金额 46208.44 万元，政府累计回购金额 46208.44 万元，根据《土地转让协议》，政府将于 2016 年、2017 年各支付 15000.00 万元、2018 年支付 16208.44 万元。

3. 安置房建设

在市政建设的同时，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 6 个动迁安置房小区，累计总投资 30.20 亿元。目前公司无在建安置房项目。汾湖高新区财政拨付的动迁房资金 3.00 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。安置房建设，2014 年、2015 年分别确认收入 1.75 亿

元、1.61 亿元，并结转相关成本共计 3.36 亿元，后续收入确认模式不定，该收入反映在房地产销售收入当中；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。

厂房建设为公司非常规性业务，主要是为配合招商引资，吸引优质企业入驻。2015 年，公司无厂房销售收入，厂房处置业务表现为亏损；2014 年，公司实现厂房销售收入 0.80 亿元，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，但后因强生光电自身违约未入驻，公司低价转让给汾湖高新区相对较为优质的永鼎集团。

4. 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，2015 年，该板块收入为 137.07 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，2015 年该板块收入为 104.13 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。2015 年该板块收入主要为吴江公交分红收入，为 104.13 万元。

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目总投资 52.00 亿元，已完成投资 36.82 亿元，尚需投资 15.17 亿元，未来融资压力较小。根据代建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 27%，对未来的收入规模形成一定支撑。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013~2015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。截至2015年底，公司合并范围一级全资子公司10家、控股子公司3家。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。2015年，公司新纳入合并范围的子公司为苏州市汾湖南部污水处理有限公司、苏州市吴江区芦墟污水处理厂和苏州市汾湖西部污水处理有限公司3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，公司财务可比性强。

截至2015年底，公司合并资产总额263.96亿元，所有者权益合计94.97亿元（含少数股东权益1.03亿元）；2015年公司合并口径实现主营业务收入7.71亿元，利润总额1.79亿元。

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。2015年，公司主营业务收入7.71亿元，同比增长3.89%，公司主营业务成本增速低于主营业务收入增速，主营业务利润率有所上升，2015年为6.79%，同比增加4.92个百分点，主要由于公司新增土地使用权回购业务板块所致。

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，2015年为5.82%，公司期间费用控制能力较强。

2015年，公司获得补贴收入为1.48亿元，为当年利润总额的82.68%，公司利润总额对补贴收入的依赖较高，2015年，公司实现净利润1.79亿元，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，公司总资产

收益率和净资产收益率不断下降，2015年两项指标分别为0.82%和1.91%。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。2015年，公司经营活动产生的现金流入为27.22亿元，2015年较2014年大幅减少5.10亿元，主要系收到其他与经营活动有关的现金减少所致；公司经营活动产生的现金流量净额为4.57亿元。从收入实现质量来看，2015年，公司现金收入比为94.07%，收入实现质量同比有所下滑，收入实现质量尚可。

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年，公司投资活动产生的现金流量净额为-13.96亿元，2015年投资活动产生的现金净流出大幅扩大主要是公司支付的其他与投资活动有关的现金大幅增加所致，2015年公司支付的其他与投资活动有关的现金8.47亿元，全部为公司借出款项。

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，2015年，公司借款所收到的现金同比大幅增长，为66.74亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息以及与经营活动无关的政府部门借款（反映在支付其他与筹资活动有关的现金中），2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为7.77亿元。

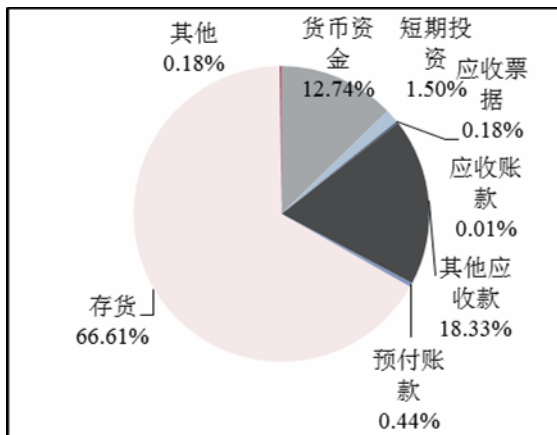
总体来看，跟踪期内，公司收入实现质量有所下降，但经营活动现金流量净额有所增长，

公司对外筹资规模依旧较大。

4. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 263.96 亿元，同比增长 4.54%，其中，流动资产占比 91.80%。截至 2015 年底，公司流动资产 242.30 亿元，同比增长 3.98%，主要系货币资金和存货的增加所致；构成以货币资金（12.74%）、其他应收款（18.33%）和存货（66.61%）为主。

图 1 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 30.88 亿元，同比增长 3.15%。公司货币资金中其他货币资金 13.22 亿元，全部为受限资金，主要为票据保证金和定期存款。

截至 2015 年底，公司应收账款为 230.02 万元。公司应收账款不可回收风险较低，但受财政拨款效率影响，回收时间存在一定的不确定性。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 44.41 亿元，同比大幅下降 24.71%。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 15.63%，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。公司其他应收款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。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》，截至 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。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。截至 2016 年 3 月底，汾湖高新区财政局及管委会归还资金 23.98 亿元。

表 5 截至 2015 年底公司其他应收账款主要欠款单位
(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	360154.98	78.89
江苏省汾湖高新技术产业开发区管委会	44008.30	9.64
吴江市汾湖物流中心	15696.15	3.44
汾湖高新技术产业开发区动迁办公室	9386.81	2.06
东方建设集团有限公司吴江分公司	4918.62	1.08
合计	434164.86	95.11

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司存货 161.40 亿元，主要是土地资产 76.49 亿元、开发成本 84.79 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）。

截至 2015 年底，公司固定资产净额 2.43 亿元，主要由房屋及建筑物构成。公司固定资产累计折旧 1.54 亿元，平均成新率为 61.36%。截至 2015 年底，公司固定资产账面反映的国土工商大楼等房产尚未办妥房屋产权证明；公司收购的吴江申吴毛纺织厂厂房的产权也暂未办妥。

2015 年底，公司在建工程为 9.73 亿元，同比增长 32.88%，主要系黎里古镇保护开发工程投入增加所致。

截至 2015 年底，公司所有者权益 93.94 亿元，其中股本占 31.93%，资本公积占

60.45%，未分配利润 7.38%，盈余公积和未确认的投资损失占比较小。

截至 2015 年底，公司负债合计 168.98 亿元，同比下降 1.91%，主要由于其他应付款下降所致，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 2015 年底，公司其他应付款 36.23 亿元，同比下降 42.05%，主要是公司与苏州汾湖城区资产运营有限公司（占 28.64%）、苏州市黎里城镇化建设有限公司（占 26.62%）和苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司（占 11.06%）等单位之间的往来款项，从集中度上看，前三单位占其他应付款余额比例为 66.32%。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 2.55%，其他应付款账龄同比变长。

截至 2015 年底，公司长期负债为 80.96 亿元，同比增长 27.51%，主要系公司于 2015 年发行 10 亿元“15 公司债”和 5 亿元“15 私募债”所致；其中，长期借款 42.74 亿元、应付债券 37.00 亿元（“09 汾湖债”10 亿元、“14 汾湖债”12 亿元、“15 公司债”10 亿元和“15 私募债”5 亿元）、专项应付款 1.21 亿元。

跟踪期内，由于公司债务规模不断增长，截至 2015 年底，全部债务为 124.40 亿元，同比增长 23.46%，其中，短期债务占 35.90%，长期债务占 64.10%；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，2015 年底上述三项指标分别为 64.02%、56.71%和 45.64%，同比分别下降 4.21 个百分点和增长 1.08、1.83 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，2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 275.26%和 91.91%，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。2015 年，公司经营现金流动负债比为 5.19%，经营活动现金流量净额对流动负债的保障能力同比有所下降。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，2015 年，公司全部债务继续增长，而公司整体盈利能力不强，导致全部债务/EBITDA 较大，为 56.98 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，公司土地资产规模较大，未来可产生一部分土地回购收入，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 2015 年底，公司共获得各银行累计综合授信总额 60.89 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 2016 年 3 月底，公司合并口径对外担保总计 57.27 亿元，较 2014 年底增长 191.90%，担保比率 60.30%，主要为对永鼎集团有限公司（5.12 亿元）、苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司（15.43 亿元）、苏州市黎里城镇化建设有限公司（20.70 亿元）、苏州汾湖城区资产运营有限公司（6.50 亿元）等的担保，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；汾湖城乡一体化建设有限公司、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等均为国有企业，目前，虽然被担保企业正常经营，但公司对外担保增长迅速，担保金额大，公司或有负债风险高。

表6 截至2016年3月底公司对外担保情况

被担保单位	担保类型	担保金额(万元)
永鼎集团有限公司	保证	51200.00
苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司	保证	154300.00
吴江市第五人民医院	保证	17000.00
苏州市吴江城市投资发展有限公司	保证	1200.00
苏州市黎里城镇化建设有限公司	保证	207000.00
吴江经济技术开发区发展总公司	保证	50000.00
苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司	保证	10000.00
苏州汾湖城区资产运营有限公司	保证	65000.00
江苏永鼎控股有限公司	保证	17000.00
合计		572700.00

资料来源：公司提供

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2016年5月26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，以及汾湖高新区财力状况及汾湖高新区政府对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”，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。债券票面年利率为7%，在债券存续期内前5年固定不变。在债券存续期的第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）偿还债券尚未偿还本金的50%，第八年（2017年）偿还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。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月发行债券12亿元，债券简称“14 汾湖债”，债券为7年期固定利率债券，票面年利率7.49%，在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。

2. 债券偿债能力分析

由于“14 汾湖债”在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年需偿付的债券本金总额为7.4亿元（“09 汾湖债”5亿元+“14 汾湖债”2.4亿元）。2015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2.18亿元、27.22亿元和4.57亿元，对公司“09 汾湖债”和“14 汾湖债”最高当年偿还额7.40亿元（2017年）的覆盖倍数分别为0.29倍、3.68倍和0.64倍。“09 汾湖债”和“14 汾湖债”分期偿还，较大程度上提升了两期存续债券的偿还能力。

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，2015年底公司现金类资产为34.96亿元，剔除受限的货币资金13.22亿元，对“09 汾湖债”2016年需偿还本金5亿元的覆

盖倍数为 4.35 倍；2015 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 0.44 倍、5.44 倍和 0.91 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 7）；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 7 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。2015 年，公司已收到汾湖高新区财政局拨付的 1 亿元委托代建项目款。截至 2015 年底，应收账款质押余额为 23.61 亿元，为“09 汾湖债”尚未偿还本金 10 亿元的 2.36 倍。

表7 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	--

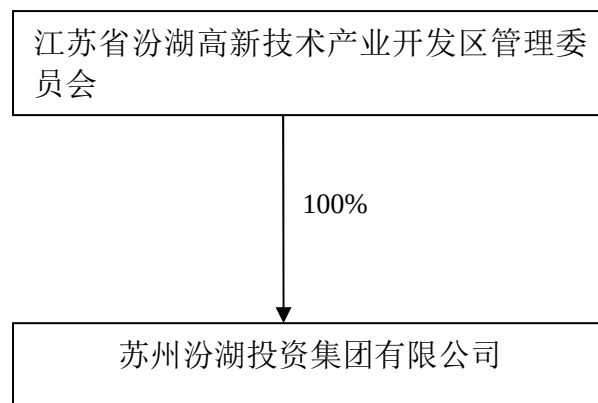
资料来源：公司提供

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。

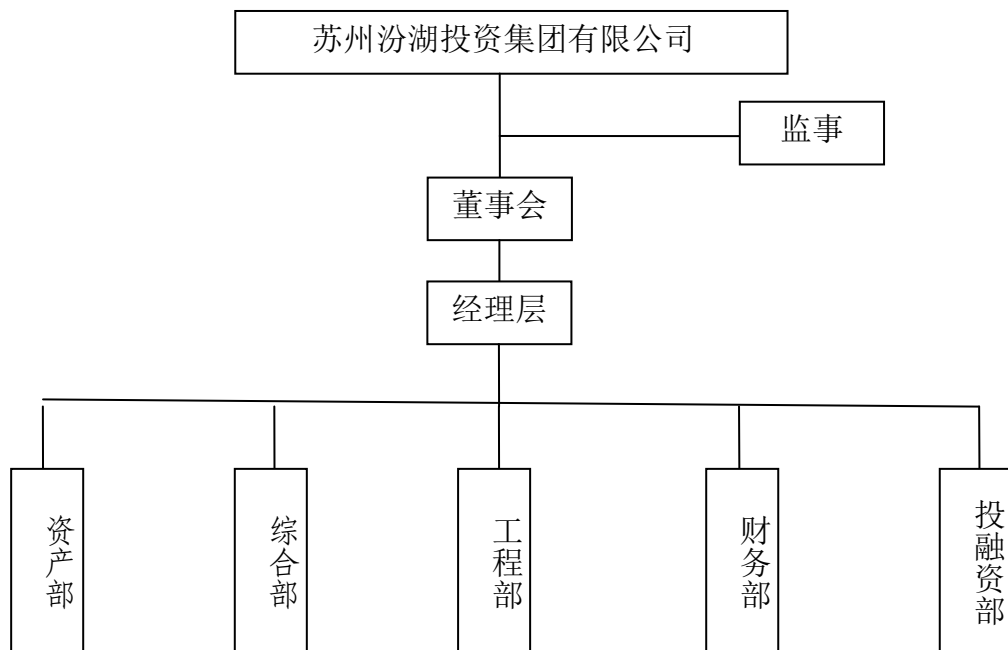
十、结论

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	19.48	30.28	34.96
资产总额(亿元)	225.22	252.50	263.96
所有者权益(亿元)	79.11	80.38	94.97
短期债务(亿元)	33.36	38.10	44.66
长期债务(亿元)	50.64	62.66	79.74
全部债务(亿元)	84.00	100.77	124.40
主营业务收入(亿元)	6.80	7.43	7.71
利润总额(亿元)	1.98	1.35	1.79
EBITDA(亿元)	2.21	1.63	2.18
经营性净现金流(亿元)	2.57	10.61	4.57
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.11	12.49	28.85
存货周转次数(次)	0.05	0.05	0.05
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03
现金收入比(%)	117.19	95.09	94.07
主营业务利润率(%)	11.58	1.87	6.79
总资本收益率(%)	1.18	1.02	0.82
净资产收益率(%)	2.55	2.29	1.91
长期债务资本化比率(%)	39.03	43.81	45.64
全部债务资本化比率(%)	51.50	55.63	56.71
资产负债率(%)	64.94	68.23	64.02
流动比率(%)	220.45	214.21	275.26
速动比率(%)	79.97	82.84	91.91
经营性现金流动负债比(%)	2.70	9.75	5.19
全部债务/EBITDA(倍)	38.08	61.86	56.98

注：公司财务数据采用旧准则编制。

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	(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	
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	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。