

跟踪评级公告

联合[2014] 1050 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

二零一四年六月二十七日



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: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	7.00	18.65	19.48
资产总额(亿元)	152.92	186.20	225.08
所有者权益(亿元)	60.42	67.59	78.19
短期债务(亿元)	6.56	30.86	33.36
全部债务(亿元)	63.86	77.83	84.00
主营业务收入(亿元)	6.23	7.14	6.80
利润总额(亿元)	2.41	1.91	1.98
EBITDA(亿元)	2.61	2.11	2.21
经营性净现金流(亿元)	5.11	1.08	2.57
主营业务利润率(%)	13.31	10.52	11.58
净资产收益率(%)	3.60	2.86	2.55
资产负债率(%)	60.06	63.18	64.85
全部债务资本化比率(%)	51.11	53.17	51.50
流动比率(%)	405.00	245.93	220.81
全部债务/EBITDA(倍)	24.43	36.91	38.08
经营现金流流动负债比(%)	14.84	1.54	2.71

注: 公司 2011~2013 年财务数据采用旧会计准则

分析师

刘秀秀 张露雪

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“汾湖投资”或“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”)基础设施建设主体, 在资本金注入、政府补贴、土地资产注入和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。公司资产规模不断增长, 基础设施回购规模保持相对稳定, 仍是公司收入的主要来源, 经营活动净现金流有所上升; 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、自身盈利能力较弱等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

2014 年, 汾湖高新区财政局出具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。

随着入驻汾湖高新区企业的不断增加, 汾湖高新区财政实力不断增强, 税收收入稳步增长, 为公司发展提供了一定保障。

公司“09 汾湖债”偿债基金的设置为其偿还提供有力保障, 应收账款质押余额对“09 汾湖债”的保护能力较强。

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

1. 公司作为汾湖高新区唯一的基础设施建设主体, 在相关基础设施建设领域具有区域垄断地位。
2. 跟踪期内, 汾湖高新区政府在资本金注入、补贴收入和土地资产注入等方面给予公司持续的支持。
3. “14 汾湖债”设置提前偿还条款, 一定程度上降低公司集中偿付压力。

关注

1. 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。
2. 跟踪期内，公司债务规模持续增加。
3. 跟踪期内，公司对外担保比率有所上升。

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2013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2013年底,公司涉及的经营经营范围包括对实业投资;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2013年底,公司(合并)资产总额225.08亿元,所有者权益78.19亿元;2013年公司实现主营业务收入6.80亿元,利润总额1.98亿元。

公司注册地址:吴江区芦墟镇府前路北侧;法定代表人:吴吉祥。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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”)。

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013年,中国进出口总额为41600亿美元,同比增长7.6%;其中出口金额增长7.9%,进口金额增长7.3%,贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财政支出结构,保障和改善民生。2013年,中国财政累计收入为129143亿元,同比增长10.1%,各项民生政策得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面,自8月1日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资建设

力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五

条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增

长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析及区域环境

1. 行业分析

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。近些年，全国各地区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。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会

固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资0.92万亿元，比上年增长32.5%；第二产业投资18.48万亿元，增长17.4%；第三产业投资24.25万亿元，增长21.0%。2013年全年房地产开发投资8.60万亿元，比上年增长19.8%，其中，住宅投资5.90万亿元，增长19.4%，办公楼投资0.47万亿元，增长38.2%；商业营业用房投资1.19万亿元，增长28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年，中国城镇化率为53.37%，较上年提高0.8个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

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

吴江区经济概况

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良好的发展势头。2011~2013年，吴江区地区生产总值分别为1192亿元、1341亿元和1415亿元，年均复合增长8.95%。

受益于吴江区经济的发展，吴江区城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入近年来保持平稳增长。2013年吴江区城镇居民人均可支配收入达到4.34万元，同比增长9.3%，农村居民人均纯收入达到2.14万元，同比增长11.2%。

固定资产投资方面，近年来，吴江区固定资产投资平稳增长，2013年完成全社会固定资产投资721.36亿元，增长14.5%。其中民资投入491.24亿元，增长23.5%；工业投入370.04亿元，增长14.4%；服务业投入349.91亿元，增长16%，占全社会投资的比重达到48.5%，比上年提高0.6个百分点。

吴江区财政收入及地方政府债务水平

在吴江区经济较快发展的带动下，市财政收入持续增长，2011~2013年，吴江区地方财政收入及公共财政预算收入年均复合分别增长9.51%和7.11%，2013年全市分别实现地方财政收入及公共财政预算收入389.77亿元和129.51亿元。其中各项税收收入104.64亿元，增长8.9%；税收收入占公共财政预算收入的比重达到80.8%。

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。

地方公共财政预算支出近三年年均增长6.63%，2013年为122.87亿元。2011~2013年，地方公共财政预算收入对地方公共财政预算支出的覆盖率分别为104.46%、109.59%和105.40%，财政平衡能力较强。

表1 2011~2013年吴江区地方财政收入状况

项目（亿元）	2011 年	2012 年	2013 年	年均变动率 （%）
地方财政收入	325.00	355.81	389.77	9.51
地方一般预算收入	112.88	119.32	129.51	7.11
地方一般预算支出	108.06	108.88	122.87	6.63

资料来源：联合资信根据吴江区国民经济和社会发展统计公报整理。

2013年吴江区一般预算收入129.51亿元，其中税收收入104.64亿元，非税收入24.87亿元。吴江区一般预算收入结构稳定。一般预算收入占地方综合财力之比为46.27%。2013年吴江区国有土地使用权出让收入114.81亿元，占地方综合财力之比为41.02%，占比较大。土地出让受房地产宏观调控影响波动大，吴江区财政稳定性受一定影响。

2013年底，吴江区直接债务余额53.71亿元，担保债务余额79.75亿元，地方政府债务总额（直接债务余额+担保债务余额*50%）为93.59亿元，债务率为33.44%。吴江区债务负担较轻。

表2 2013年吴江区地方综合财力及债务统计
（万元）

地方财力（2012年度）	金 额	地方债务（截止2012 年底）	金 额
	129		537
	513		128.
（一）地方一般预算收入	3	（一）直接债务余额	69
	104		613
	640		
1. 税收收入	4	1. 国债转贷资金	00
2. 非税收入	248	2. 解决地方金融风	

	729	险专项借款	
(二)转移支付和税收返还收入	177 994	3. 国内金融机构借款	453 175. 04
		(1) 政府直接贷款	
1. 一般性转移支付收入	403 3	(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	453 175. 04
2. 专项转移支付收入	973 18	4. 债券融资	900 0
3. 税收返还收入	766 43	(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	900 0
		5. 粮食企业亏损挂账	333 8
		6. 拖欠工资和工程款	315. 65
(三)国有土地使用权出让收入	114 807 4	7. 其他	100 00
1. 国有土地使用权出让金	112 703 1	(二) 担保债务余额	797 507. 59
2. 国有土地收益基金	183 32	1. 政府担保的国内金融机构借款	
3. 农业土地开发资金	271 1	2. 政府担保的融资平台债券融资	797 507. 59
4. 新增建设用地有偿使用费		3. 政府担保的国内金融机构借款	
(四)预算外财政专户收入	177 760	--	
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	279 896 1	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	935 882. 49
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		33.44%	

资料来源：吴江区财政局

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。

(二)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,2013年销售各类电梯整机超过4万台,销售规模突破150亿元;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,预计到“十二五”期末,实现销售收入超150亿元。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

2012年9月1日,经国务院批准,根据《省

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。2013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，2013年，汾湖高新区全区实现地区生产总值 199.47 亿元，同比增长 11.29%；全社会固定资产投资总额 90.56 亿元，同比上升 20.60%；完成工业开票销售收入 504.56 亿元，同比增长 10.21%；完成进出口总额 12.12 亿美元，较上年增长 6.94%。

从招商引资增长情况来看，2013 年全年，汾湖高新区新增民资注册资本 50.21 亿元；工业技改投入 38.50 亿元；累计新批外资企业 24 家，注册外资 4.22 亿美元，到帐外资 2.94 亿美元。

表 3 汾湖高新区各工业板块发展情况（亿元，%）

指标名称	全部工业（包含规模以下）
------	--------------

	工业产值			销售收入		
	12 年 累计	13 年 累计	增幅	12 年 累计	13 年 累计	增幅
轻 纺	58.37	57.96	-0.70	54.56	54.77	1.84
电 子	47.78	38.02	-20.43	44.98	35.98	1.78
光电缆	20.75	25.15	21.20	22.07	24.22	4.97
机械制造	156.45	189.59	21.18	153.99	186.74	0.79
日用化工	8.82	10.29	16.67	8.75	10.12	13.22
其 它	160.87	187.73	16.70	173.48	192.73	0.64
合 计	453.04	508.74	12.29	457.83	504.56	0.24

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。具体来看，2005~2008 年，以 2005 年汾湖高新区区域范围内一般预算收入总为基数，超出部位均归由汾湖高新区支配，规定时限为三年。2009 年，根据吴政发【2009】70 号，汾湖高新区财政体制基本延续以前年度制度，即以 2008 年为基数，当年完成一般预算收入基数的，可得核定的财力基数，未完成一般预算收入基数的，未完成部分要按照各镇财力基数留成比例相应核减财力，当年超一般预算收入基数的，超基数部分，汾湖高新区分成 100%。2012 年，根据吴政发【2012】25 号文及关于调整镇(区)财政体制的意见，保持政策连续性原则，保障镇（区）既得利益，以 2011 年为基数，超基数部分的财力，汾湖区（即汾湖高新区）分成 100%。

汾湖高新区经济的增长带动了税收收入的增长，2011~2013年，汾湖高新区全口径财政收入分别为32.82亿元、33.35亿元和38.37亿元，年均复合增长8.13%；一般预算收入分别为13.84亿元、15.37亿元和17.01亿元，三年复合增长10.86%。

表 4 2011~2013 年汾湖高新区财政收支构成
(亿元, %)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率
全口径财政收入	32.82	33.35	38.37	8.13
一般预算收入	13.84	15.37	17.01	10.86
预算内支出	9.88	11.03	12.49	12.44

资料来源: 公司提供

从2013年汾湖高新区综合财力构成情况来看, 一般预算收入占比80.12%, 主要为税收收入; 转移支付收入占比7.37%; 国有土地出让

收入占比8.43%, 预算外财政专户收入占比4.08%。汾湖高新区财政收入较为稳定。

截至 2013 年底, 汾湖高新区直接债务余额 12.52 亿元, 其中 2.52 亿元为由财政承担偿还责任的融资平台公司借款, 10 亿元为由财政承担偿还责任的融资平台债券, 为公司发行的 10 亿元“09 汾湖债”; 担保债务余额 3.36 亿元。截至 2013 年底, 汾湖高新区地方政府债务率 66.91%, 债务负担较重。

表 5 截至 2013 年底汾湖高新区地方政府债务负担 (万元)

地方债务 (截止 2012 年 12 月底)		地方财力 (2013 年度)	
(一) 直接债务余额	125245.04	(一) 地方一般预算收入	170082.99
1、外国政府贷款		1、税收收入	149578.58
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	20504.41
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	15654.66
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	4356.92
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	11297.74
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	0
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	17901.91
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	15990.60
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	0
6、国内金融机构借款	25245.04	3、农业土地开发资金	304.96
(1) 政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	1606.35
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	25245.04	(四) 预算外财政专户收入	8652.58
7、债券融资	100000		
(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	100000		
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	33599.5		
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	33599.5		
4、政府担保的融资平台债券融资			
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%	142044.79	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	212292.14
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%		66.91%	

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 2013 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. 人员素质

公司不设股东会，由出资方江苏省汾湖高新技术产业开发区管理委员会行使股东职权；公司设董事会，董事会由 3 名董事组成，董事由出资方委派，每届任期三年，可以连任；设监事 1 人，由出资人委派，每届任期 3 年，任期届满由出资人决定是否连任；公司设总经理一人，总理由董事会聘任。公司的经营决策通过总经理办公会议进行决策，重大决策报区管委会或相关主管部门审批。

吴吉祥先生，公司法定代表人、董事长，1967 年生，研究生学历。历任吴江区桃源镇财政所所长、吴江区财政局副局长、原江苏吴江汾湖高新区财政局长。现任汾湖高新区管委会副主任、汾湖投资集团董事长。

王勇先生，公司董事兼总经理，1964 年生，本科学历。历任吴江区平望镇经管办主任、吴江区坛丘镇经管办主任、吴江区莘塔镇经管办主任、吴江区芦墟镇经服中心副主任、原江苏吴江汾湖高新区财政局投融资科科长、原江苏吴江汾湖高新区财政局副局长。现任汾湖投资

集团董事兼总经理。

杨亚峰先生，公司董事兼副总经理、财务负责人，1978 年生，注册会计师，本科学历。历任原江苏吴江汾湖高新区财政局基建科科长、原江苏吴江汾湖高新区财政局基建科副科长、汾湖投资集团财务部副经理。现任汾湖投资集团董事兼副总经理、财务负责人。

陈雁萍女士，公司监事，1971 年生，研究生学历。历任吴江区财政局科员、吴江区财政局会计科副科长、科长、原江苏吴江汾湖高新区财政局副局长。现任汾湖高新区财政局长、汾湖投资集团监事。

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

3. 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。2011~2013 年，公司确认财政补贴收入分别为 2.23 亿元、2.02 亿元和 1.81 亿元。

(2) 注资

2013 年，汾湖高新区管委会货币增资 7.00 亿元，公司注册资本由 23.00 亿元增加至 30.00 亿元，现金增资后汾湖高新区管委会仍持有公司 100% 股权。该次增资事项经华德瑞会计师事务所所以德瑞验内字（2013）第 390 号验资报告和德瑞验内字（2013）第 433 号验资报告验证。

2013 年，根据《关于以土地使用权出让金增资的决定》（汾高新发[2013]86 号文），汾湖高新区管委会以吴国用（2013）第 1102006 号、吴国用（2014）第 1100160 号等土地使用权经国土资源管理部门备案的评估价格对公司增资 4.92 亿元。公司作增加资本公积处理。

(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约 20% 作为最终回购结算价。2013 年，公司基建项目回款状况较好。

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。2013 年，公司已收到吴江区财政拨付的 1 亿元委托代建项目款。

综上所述，汾湖高新区政府在管理模式、资金投入和委托代建协议等方面均给予了公司较大程度的支持。

六、公司管理

跟踪期内，公司在组织结构及重要管理人员上无重大变动。

七、公司经营

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，公司营业利润对补贴收入的依赖程度较高。

表6 2011~2013年公司业务收入主要构成情况

（单位：万元）

类 别	2011 年	2012 年	2013 年
基础设施开发项目回购	61384.43	65186.88	66686.95
物业管理	82.04	231.07	232.58
土方销售	122.01	28.60	0.00
公交客运运营	684.38	822.24	984.71
会议业务	50.00	0.00	1.94
污水接管	0.00	187.00	71.20
房地产销售（厂房）	0.00	4960.18	0.00
合 计	62322.86	71415.97	67977.39

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。

2011~2013 年，公司政府回购项目收入平稳上涨，并分别实现回购收入 6.14 亿元、6.52 亿元和 6.67 亿元，毛利率均为 20%。公司现金收入比分别为 1.98%、97.73% 和 117.19%。2011 年公司收入实现质量较差，主要是由于项目交付与资金划拨存在时间差所致，公司未收到的回购款计入应收账款。2011~2013 年公司分别投入 5.70 亿元、6.03 亿元和 8.35 亿元建设汾湖高新区基础设施配套公益类项目，资金流出计入“购买商品、接受劳务支付的现金”。

2013 年，公司完工的基础设施项目主要包括灵猴路工程、企业基础设施配套一期工程和水系整治工程等。截至 2013 年底，公司在建的基础设施项目主要包括芦苇大道改造、城司路

改造项目等。

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2014年5月底，该项目已投资18.8亿元，已完工90%。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。安置房业务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；2012年公司厂房销售，形成收入4960.18万元。总体看，公司主营业务得到汾湖高新区财政的大力支持。随着上级政府对公司基础设施项目的逐步回购，预计未来公司盈利能力将保持稳定。

八、财务分析

公司提供的2011~2012年财务报表经江苏天华大彭会计师事务所有限公司审计，2013年财务报表经天衡会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见。

2011年，新纳入公司合并范围的子公司为吴江汾湖科技创业服务有限公司；2012年，新纳入合并范围的子公司为吴江汾湖排水有限公司；2013年，无新纳入合并范围的子公司。截至2013年底，纳入公司合并范围的子公司共计18家。近三年，公司合并范围变化较小，三年财务报表对比性较强。

截至2013年底，公司（合并）资产总额225.08亿元，所有者权益78.19亿元；2013年公司实现主营业务收入6.80亿元，利润总额1.98亿元。

1. 资产质量

2011~2013年，公司资产规模保持较快增长，年复合增长率为21.32%，主要来自流动资产的增加。从资产结构来看，公司流动资产占比高，近三年均在90%以上，其它各类资产占比较低。截至2013年底，公司资产总额225.08亿元，主要包括流动资产（92.84%）、固定资产（2.97%）、无形资产（3.64%）和长期股权投资（0.55%）。

2011~2013年，公司流动资产快速增长，年复合增长22.34%，截至2013年底，公司流动资产208.97亿元，主要由货币资金（占8.63%）、其他应收款（占26.72%）和存货（占63.81%）构成。

由于公司借款规模不断增长，2011~2013年，公司货币资金快速增长，年复合增长73.72%，截至2013年底，公司货币资金为18.04亿元。公司货币资金中其他货币资金9.73亿元，主要为票据保证金和定期存款，均为受限货币资金。

2011~2013年，公司应收账款年均复合下降96.89%，主要受汾湖高新区财政拨付公司承建的基础设施项目款效率影响。截至2013年底，公司应收账款为156.59万元。公司应收账款不可回收风险较低，但受财政拨付效率影响，回收时间存在一定的不确定性。

2011~2013年，公司其他应收款不断增长，年均增长21.92%，截至2013年底为55.83亿元。从账龄上看，1年以内的占38.52%，1~2年的占43.64%，2~3年的占2.08%，3年以上的占15.76%，存在一定比重账龄较长的款项。从集中度来看，前三名欠款单位占其他应收款总额比重为94.45%，集中度高。公司其他应收款主要为汾湖高新区财政局的借款以及汾湖高新区

管委会的借款，其不可收回风险低。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。

表 7 截至 2013 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
汾湖高新区财政局	466522.95	81.76
汾湖高新区管委会	55278.78	9.69
吴江市汾湖镇集团资产经营公司	17126.80	3.00
合计	538928.53	94.45

资料来源: 公司财务报表

2011 ~ 2013 年，公司存货年均增长 30.11%，截至 2013 年底，公司存货 133.35 亿元，主要是土地资产 72.84 亿元、开发成本 60.39 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）。

2011~2013 年，公司固定资产小幅增长，年复合增长 3.45%，截至 2013 年底，公司固定资产净额 2.30 亿元，主要由房屋及建筑物构成。公司固定资产累计折旧 0.98 亿元，平均成新率为 71.89%。截至 2013 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过户于公司名下。

2011~2013 年，公司在建工程波动增长，年复合增长 41.63%，2013 年底为 4.39 亿元，主要包括科技创业园工程、排水管道工程、艺术文化中心改造工程和黎里古镇保护开发工程等。

近三年公司无形资产及其他长期资产较为

稳定，截至 2013 年底，公司无形资产及其他长期资产为 8.19 亿元，其中，其他长期资产 7.59 亿元，主要为子公司吴江临沪投资发展有限公司历年自建完成道路资产，总价值 3.19 亿元，及 2006 年 5 月根据原吴江临沪经济区管委会、吴江区国有资产监督管理委员会办公室等有关授权文件投入到公司管理的市政资产，总价值 4.40 亿元。由于以上资产无使用年限，每年投入一定的日常维护费用即可正常使用，因此公司对该等资产未提折旧或摊销，其日常维护费用由汾湖高新区财政局按规定拨付，汾湖高新区财政局以书面形式进行了确认。

受货币现金、存货及其他应收款增长的影响，公司资产规模有所扩大，流动资产占比较高，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，公司资产流动性较弱。总体来看，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益年复合增长率为 13.76%，主要得益于实收资本和资本公积的增长。截至 2013 年底，公司所有者权益 78.19 亿元，其中股本占 38.37%，资本公积占 56.00%，盈余公积、未分配利润和未确认的投资损失分别占 1.43%、4.71%和 0.51%，公司所有者权益结构稳定性较好。

2011~2013 年，公司负债增长较快，年复合增长率为 26.07%，截至 2013 年底，公司负债合计 145.97 亿元，其中流动负债占 64.83%，长期负债占 35.17%。

2011~2013 年，公司流动负债快速增长，年复合增长率为 65.69%，主要体现为短期借款和其他应付款的增长，截至 2013 年底为 94.64 亿元，以短期借款（占 13.69%）、应付票据（占 10.14%）、其他应付款（占 58.39%）和一年内到期的长期负债（占 11.42%）为主。

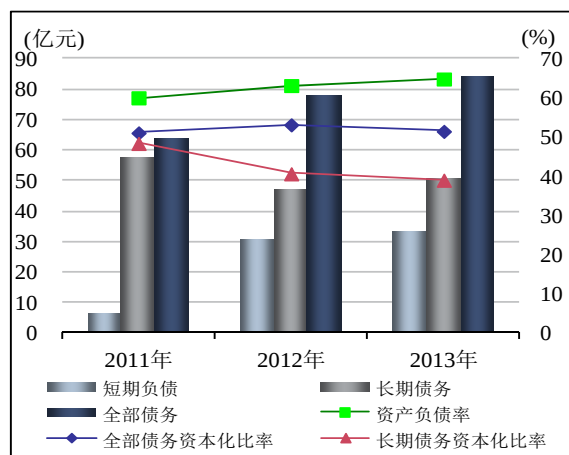
2011~2013 年，公司应付账款不断下降，年均下降 21.81%，截至 2013 年底为 2.00 亿元，

主要为暂估应付工程款（占 75.60%）和应付吴江市汾湖镇集体资产经营公司款项（占 6.10%）。从账龄来看，以 2~3 年和 3 年以上的为主，占比分别为 75.64%和 20.26%，账龄相对较长。

2011~2013 年，公司其他应付款快速增长，年均增长 62.44%，截至 2013 年底，公司其他应付款 55.26 亿元，主要是公司与吴江市汾湖城乡一体化建设有限公司（占 65.75%）、苏州市黎里城镇化建设有限公司（占 9.05%）和苏州市吴江区芦墟污水处理厂（占 1.66%）等单位之间的往来款项，从集中度上看，前三名单位占其他应付款余额比例为 76.46%。从账龄上看，1 年以内的占 83.92%，1~2 年的占 8.69%，2~3 年的占 1.99%，3 年以上的占 5.40%。

2011~2013 年，公司长期负债年均复合下降 5.41%，2013 年底为 51.33 亿元，其中长期借款 40.64 亿元、应付债券 10.00 亿元（09 汾湖债）、专项应付款 0.70 亿元。

图 1 2011~2013 年底公司债务负担变化情况



资料来源：公司财务报表

从债务指标情况看，由于公司债务规模迅速增长，2011~2013 年，公司资产负债率不断增长，分别为 60.06%、63.18%和 64.85%；近三年公司全部债务资本化比率分别为 51.11%、53.17%和 51.50%；由于公司短期借款迅速增长，而长期借款波动下降，公司长期债务资本化比率不断下降，分别为 48.41%、40.66%和 39.03%。

总体来看，公司债务规模保持较快幅度增长，由于政府对公司不断进行货币和土地注资，目前公司债务负担水平尚可。

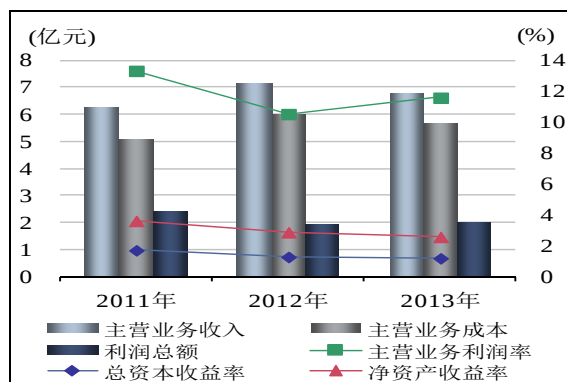
3. 盈利能力

公司主营业务收入主要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”）。2011~2013 年，公司主营业务收入波动增长，年均增长 4.44%，2013 年为 6.80 亿元。近三年，由于公司主营业务成本的增速大于主营业务收入的增速，主营业务利润率波动下降，分别为 13.31%、10.52%和 11.58%。

在管理费用不断下降的影响下，期间费用占主营业务收入比重由 2011 年的 15.24%下降至 2013 年的 10.47%，2013 年，营业利润由负转正，为 0.22 亿元。受益于汾湖高新区财政补贴收入的注入，公司利润总额相对较大。2011~2013 年公司利润总额分别为 2.41 亿元、1.91 亿元和 1.98 亿元，2011~2013 年公司获得补贴收入分别为 2.23 亿元、2.02 亿元和 1.81 亿元，分别达到当年利润总额的 92.68%、106.07%和 91.16%，公司利润总额对补贴收入的依赖较高。

从主要盈利指标看，随着所有者权益和全部债务的快速增长，公司总资本收益率均值和净资产收益率呈不断下降趋势，近三年上述两项指标均值分别为 1.31%和 2.55%，2013 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.18%和 2.55%。受公司经营性质所限，公司整体盈利能力弱。

图 2 2011~2013 年公司主要盈利指标情况



资料来源：公司财务报表

整体来看, 由于公司经营业务特殊性, 整体业务盈利能力仍然较弱, 补贴收入仍是公司净利润的主要支撑。

4. 现金流

公司承担汾湖区基础设施建设职能, 从事代建基建项目等业务活动产生的现金流在其经营活动现金流中体现, 其中, 经营性现金流入主要是政府回购项目回款(反映在销售商品、提供劳务收到的现金中)和政府补贴款、往来款等(反映在收到其他与经营活动有关的现金); 经营性现金流出主要是工程项目支出、安置房建设款及支付其他往来款。从收入实现质量来看, 2011年公司销售商品、提供劳务收到的现金与主营业务收入存在很大差距(分别为0.70亿元和7.14亿元), 主要是由于基建项目交付与资金划拨存在时间差所致, 未收到的回购款计入应收账款; 2012年和2013年, 公司现金收入比分别为97.73%和117.19%, 收入实现质量较好。2011~2013年, 公司经营活动产生的现金流入分别为14.81亿元、22.00亿元和24.46亿元; 公司经营活动产生的现金流量净额分别为5.11亿元、1.08亿元和2.57亿元。

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。2011~2013年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.89亿元、-1.08亿元和-3.50亿元。2013年, 经营活动产生的现金净流量不能满足公司投资活动的需要, 对外部融资需求较大。

筹资活动方面, 筹资活动现金流入主要为借款、股东增资和发行债券收到的现金, 近三年, 公司筹资活动现金流入规模不断增长, 年复合增长60.63%, 2013年为46.05亿元; 筹资活动现金流出主要为偿还债务本息以及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)。2011~2013年, 公司筹

资活动产生的现金流量净额分别为-5.95亿元、5.78亿元和-0.62亿元, 2012年公司筹资活动现金表现净流入, 主要是短期借款增加较多。

公司作为汾湖高新区政府主要的建设主体, 不仅自身需要大量资金进行投资, 而且将向园区管委会及财政局提供大量资金, 对外融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看, 2011~2013年, 由于流动负债增速远大于流动资产增速, 公司流动比率和速动比率逐年下降, 三年平均值分别为265.18%和105.12%, 2013年底为220.81%和79.91%, 账面反映的短期偿债能力较强, 但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。2013年, 公司经营活动产生的现金流量净额是流动负债的2.71倍, 保障能力较2012年有所提升。总体来看, 公司短期仍存在一定的资金支付压力。

从长期偿债指标看, 2011~2013年, 公司全部有息债务数额不断增长, 而公司整体盈利能力不强, 导致全部债务/EBITDA较大, 近三年分别为24.43倍、36.91倍和38.08倍, 账面反映的EBITDA对全部债务的保护能力较低。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。

截至2013年底, 公司共获得各商业银行累计授信总额44.99亿元, 未使用额度13.02亿元, 公司间接融资渠道畅通。

在或有负债方面, 截至2013年底, 公司为永鼎集团有限公司提供担保58500万元, 为吴江城市投资发展有限公司提供担保70000万元, 对外担保合计128500万元, 对外担保比率为16.43%, 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；吴江城市投资发展有限公司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2014年6月17日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

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月发行人民币债券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%。本期债券募集资金10亿元人民币，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2013年底，“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2014年5月底，该项目已投资18.8亿元，已完工90%，已支付7.4亿元。

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。2013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2.21亿元、24.46亿元和2.57亿元，对公司待偿还债券（22亿元）的覆盖倍数分别为0.10倍、1.11倍和0.12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”投资者在第5年末（2014年10月）具有回售选择权，若投资者行使全部或部分回售，则需考虑公司对“09 汾湖债”的短期偿债能力，2011~2013年公司现金类资产分别为7.00亿元、18.65亿元和19.48亿元，对“09 汾湖债”的覆盖倍数分别为0.70倍、1.87倍和1.95倍；2013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”的覆盖倍数分别为0.22倍、2.45倍和0.26倍。整体来看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对可能会在一年内到期的“09 汾湖债”保障能力较好。

考虑到公司与汾湖高新区财政局签署的委托代建协议将提升公司基建回款的安全性。综上，公司待偿还债券到期不能偿付的风险较低，安全性较高。

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 8）；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 8 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。2013 年，公司已收到吴江区财政拨付的 1 亿元委托代建项目款。

表8 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	--

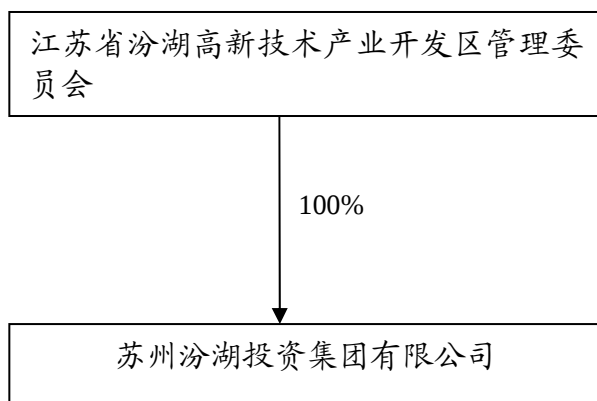
资料来源：委托代建协议

总体来看，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。

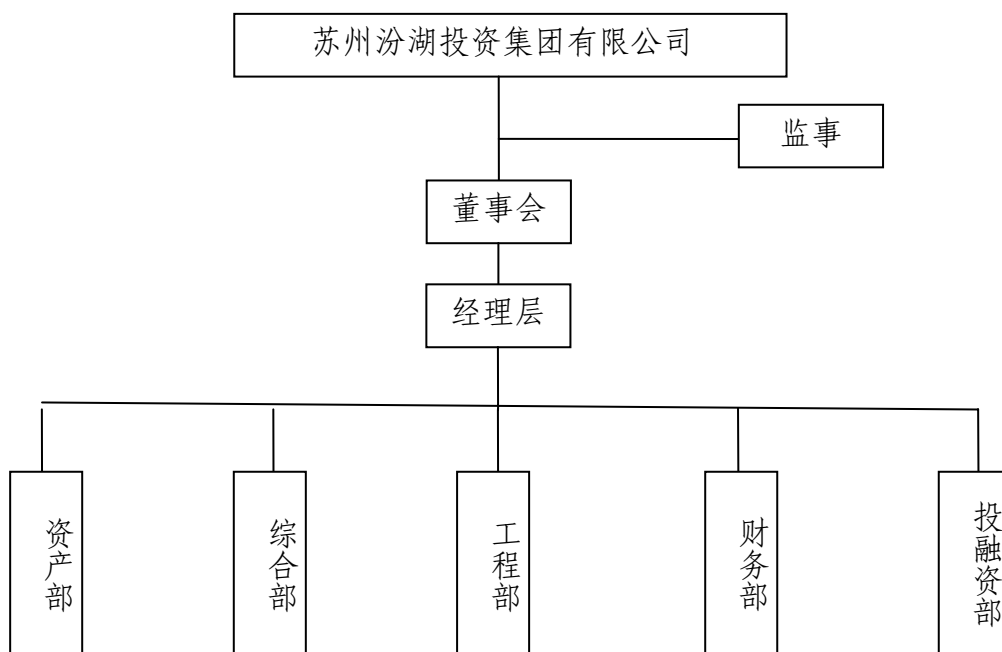
十、结论

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	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.00	18.65	19.48
资产总额(亿元)	152.92	186.20	225.08
所有者权益(亿元)	60.42	67.59	78.19
短期债务(亿元)	6.56	30.86	33.36
长期债务(亿元)	57.30	46.97	50.64
全部债务(亿元)	63.86	77.83	84.00
主营业务收入(亿元)	6.23	7.14	6.80
利润总额(亿元)	2.41	1.91	1.98
EBITDA(亿元)	2.61	2.11	2.21
经营性净现金流(亿元)	5.11	1.08	2.57
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.73	0.70	3.11
存货周转次数(次)	0.13	0.07	0.05
总资产周转次数(次)	0.08	0.04	0.03
现金收入比(%)	1.98	97.73	117.19
主营业务利润率(%)	13.31	10.52	11.58
总资本收益率(%)	1.69	1.26	1.18
净资产收益率(%)	3.60	2.86	2.55
长期债务资本化比率(%)	48.41	40.66	39.03
全部债务资本化比率(%)	51.11	53.17	51.50
资产负债率(%)	60.06	63.18	64.85
流动比率(%)	405.00	245.93	220.81
速动比率(%)	176.51	99.56	79.91
经营现金流动负债比(%)	14.84	1.54	2.71
全部债务/EBITDA(倍)	24.43	36.91	38.08

注：公司 2011~2013 年财务数据采用旧会计准则

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	
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	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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。