跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1093 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为AA，评级展望为稳定，并维持“16汾湖投资CP002”的信用等级为A-1、“14汾湖债/PR苏汾湖”信用等级为AA及“09汾湖债/PR汾湖债” 信用等级为AA^{+}。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 汾湖投资 CP002	10 亿元	2016/10/13-2017/10/13	A-1	A-1
14 汾湖债/PR 苏汾湖	12 亿元[1]	2014/2/28-2021/2/28	AA	AA
09 汾湖债/PR 汾湖债	10 亿元[2]	2009/10/22-2017/10/22	AA$^+$	AA$^+$

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.28	34.96	20.90	24.89
资产总额(亿元)	252.65	263.96	256.88	267.48
所有者权益(亿元)	79.36	93.94	101.00	100.96
短期债务(亿元)	38.10	44.66	25.19	18.14
长期债务(亿元)	62.66	79.74	78.61	89.90
全部债务(亿元)	100.77	124.40	103.80	123.04
调整后全部债务(亿元)	100.77	124.40	118.80	138.04
主营业务收入(亿元)	7.43	7.71	7.59	1.43
利润总额 (亿元)	1.35	1.79	1.68	0.13
EBITDA(亿元)	1.74	2.18	2.14	--
经营性净现金流(亿元)	10.61	4.57	1.41	3.62
主营业务利润率(%)	1.87	6.79	5.46	6.12
净资产收益率(%)	2.29	1.91	1.46	--
资产负债率(%)	68.19	64.02	59.90	61.50
全部债务资本化比率(%)	55.63	56.71	50.19	51.20
调整后全部债务资本化比率(%)	55.63	56.71	53.56	54.44
流动比率(%)	214.21	275.26	315.43	331.86
经营现金流动负债比(%)	9.75	5.19	1.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	61.86	56.98	48.41	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	61.86	56.98	55.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.20	0.22	0.23	--

注：2017 年 1 季度财务数据未经审计；公司财务报表采用《企业会计制度》，所有者权益不包含少数股东权益；调整短期债务=短期债务+其他流动负债；调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务。

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，在资金注入、政府补贴等方面获得政府持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存在一定的短期偿付压力、土地资产受限规模大、担保比率高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，招商引资的不断推进，公司整体业务平稳发展，且业务保持多样化，联合资信对公司评级展望为稳定。

“09汾湖债/PR汾湖债”设置本金提前偿还条款、提供应收账款质押方案，“14汾湖债/PR苏汾湖”设置本金提前偿还条款，均有助于提高其偿付的安全性。

综合分析，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16汾湖投资CP002”的信用等级为A-1、“14汾湖债/PR苏汾湖”信用等级为AA及 “09汾湖债/PR汾湖债”信用等级为AA$^+$。

优势

1. 跟踪期内，江苏省汾湖高新区经济发展良好，财政收入不断增长。
2. 汾湖高新区管委会在资金注入、补贴收入等方面给予公司持续的支持。

关注

1. 跟踪期内，公司存货中土地资产占比较大，受限规模大。
2. 公司担保比率高，存在一定的或有负债风险。

[1] 截至 2017 年 3 月底，“14 汾湖债”已累计偿还本金 2.4 亿元。
[2] 截至 2017 年 3 月底，“09 汾湖债”已累计偿还本金 5 亿元。

分析师

赵起锋　曹 媛

邮箱：lianhe@lheratings.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

声　明

一、本报告引用的资料主要由苏州汾湖投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生。

苏州汾湖投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于苏州汾湖投资集团有限公司主体长期信用及相关债权的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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《关于同意临沪经济区组建投资发展有限公司的批复》（吴政发[2005]194号文件）批准，由吴江临沪经济区管委会[3]、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2017年3月底，公司注册资本为30.00亿元，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”）持股100%。

公司经营范围：对实业投资、基础建设投资；资产管理收益；国内贸易（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2017年3月底，公司下辖19家全资子公司，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2016年底，公司（合并）资产总额256.88亿元，所有者权益101.00亿元（不含少数股东权益2.02亿元）；2016年公司实现主营业务收入7.59亿元，利润总额1.68亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额267.48亿元，所有者权益100.96亿元（不含少数股东权益2.02亿元）；2017年1~3月公司实现主营业务收入1.43亿元，利润总额0.13亿元。

公司注册地址：吴江区黎里镇府前路北侧；法定代表人：杨亚峰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2016年10月发行的“16汾湖投资CP002”募集资金10亿元，用于偿还金融机构借款。截止2016年底，上述募集资金已全部使用。

公司于2009年10月发行10亿元“09汾湖债/PR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者权。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）偿还债券剩余存续本金的50%，第八年（2017年）偿还债券剩余本金。2014年10月，公司“09汾湖债/PR汾湖债”回售再转售，2016年10月，公司兑付本金5亿元。截至目前，存续金额为5亿元。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/PR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/PR苏汾湖”，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%。2017年2月，公司兑付分期偿还本金2.4亿元。截至目前，存续金额为9.60亿元，用于吴江市

[3]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”）。

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。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主

流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 中国城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布

了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 区域经济环境和分析

作为汾湖高新区的开发建设企业，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盈利和偿债能力。

（1）吴江区经济概况和地方财政实力

跟踪期内，吴江区经济保持了平稳的发展势头。根据《2016 年苏州市吴江区国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，吴江区实现地区生产总值 1628.33 亿元，比上年增长 7.5%。其中，其中第一产业实现增加值 42.81 亿元，

下降 0.5%；第二产业实现增加值 834.85 亿元，增长 6.0%，第三产业实现增加值 750.67 亿元，增长 9.7%，第三产业对 GDP 增长贡献率为 55.6%。三次产业结构比优化为：2.6：51.3：46.1，其中服务业实现增加值 750.67 亿元，占地区生产总值的比重达 46.1%，比上年提高 1.0 个百分点。

2016 年，吴江区实现工业增加值 341.36 亿元，比上年增长 5.6%。规模以上工业总产值达 1455.98 亿元，增长 3.6%，其中轻工业实现产值 860.36 亿元，增长 1.4%，重工业实现产值 595.61 亿元，增长 7.1%。规模以上工业新产品产值 614.13 亿元，增长 9.5%；出口交货值 367.71 亿元，增长 8.3%，出口交货值占销售产值的比重为 26.1%。

2016 年，吴江区完成固定资产投资 681.02 亿元，下降 5.5%，第一产业完成投资 0.09 亿元，下降 45.8%；第二产业完成投资 230.58 亿元，下降 23.2%，其中工业投资 230.47 亿元，下降 23.2%。第三产业完成投资 450.35 亿元，增长 7.2%，占全社会投资的比重达到 66.1%，比上年提高 7.8 个百分点。总体看，吴江区经济持续发展，为公司提供良好的外部环境。

2016年，吴江区完成一般预算收入持续增长，为165.25亿元，同比增长12.12%；上级补助收入为10.97亿元；国有土地所有权出让收入金为399.31亿元；地方可控财力为596.79亿元。

截至 2016 年底，吴江区直接债务余额 118.65 亿元；担保债务余额 15.41 亿元，主要为政府担保的国内金融机构借款 10.33 亿元。截至 2016 年底，吴江区地方政府债务率 21.17%，债务负担轻。

表 1　吴江区政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	1186543.74	（一）地方一般预算收入	1652524.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	1449935.00
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	202589.00
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	109697.00
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	15791.00
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	89436.00
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	4470.00
3、国债转贷资金		（三）国有土地使用权出让收入	4205718.00
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	3993132.00
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	207118.00
6、国内金融机构借款	528718.74	3、农业土地开发资金	5468.00
（1）政府直接借款		4、其他	
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	528718.74	（四）上年结余	
7、债券融资	657825.00	（五）上解支出	
（1）中央代发地方政府债券	657825.00		
（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	154143.64		
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	103300.00		
4、政府担保的融资平台债券融资	50000.00		
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	843.64		
地方政府债务余额＝（一）＋（二）×50%	1263615.56	地方综合财力＝（一）＋（二）＋（三）＋（四）	5967939.00
债务率＝（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**21.17%**		

资料来源：吴江区财政局

（2）江苏省汾湖高新区概况和地方财政实力

汾湖高新区经济发展情况

汾湖高新区政府属于省级高新区行政级别，吴江区政府给予汾湖高新区单独的财政结算体制。

汾湖高新区经济的增长带动了税收收入的增长，2016年，汾湖高新区税收收入20.55亿元，同比增长19.26%；非税收入1.85亿元，同比下降34.16%；地方一般预算收入22.39亿元，同比增长11.73%。基金收入主要由国有土地使用权出让金构成，2016年汾湖高新区基金收入61.98亿元，其中国有土地使用权出让金为59.21亿元，同比增长81.74%，是地方综合财力的重要组成部分，占70.65%；上级补助收入基数较小，占地方综合财力的比重较小。在基金收入大幅增长的带动下，2016年，汾湖高新区地方综合财力实现87.72亿元，同比增长75.23%。

截至 2016 年底，汾湖高新区直接债务余额 13.41 亿元；担保债务余额 5.02 亿元，主要为政府担保的融资平台债券融资 5.00 亿元。截至 2016 年底，汾湖高新区地方政府债务率 18.15%，较 2015 年有所增加，但整体债务负担轻。

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（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	134127.00	（一）地方一般预算收入	223928.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	205452.00
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	18476.00
（1）世界银行贷款		（二）上级补助收入	33499.00
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	33499.00
（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	
3、国债转贷资金		（三）基金收入	619774.00
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	592149.00
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	25865.00
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	1760.00
（1）政府直接借款		4、其他	
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款		（四）上年结余	
7、债券融资		（五）上解支出	
（1）中央代发地方政府债券	134127.00		
（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	50200.00		
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	200.00		
4、政府担保的融资平台债券融资	50000.00		
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%	159227.00	地方综合财力＝（一）＋（二）＋（三）＋（四）	877201.00
债务率＝（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**18.15%**		

资料来源：汾湖高新区财政局

总体看，跟踪期内，汾湖高新区地方财政收入持续增长，整体财政实力较强，债务负担有所加重，但整体负担较轻。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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年3月底，公司注册资本为30.00亿元，汾湖高新区管委会持有公司100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是汾湖高新区重要的基础建设投资主体。

截至2016年底，公司拥有19家全资子公司，其中一级子公司11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

跟踪期内汾湖高新区管委会在具体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安排不少于6000.00万元专项建设资金补贴，作为对公司的财政投入。2016年，公司确认财政补贴收入为1.62亿元。

（2）资金和资产注入

2016年汾湖高新区管委会增加注资5.70亿元，一部分是根据汾湖高新区管理委员会文件《关于明确拨款用途的批复》（汾高新发[2016]61号），对公司增加投资5.00亿元；另一部分是2016年5月汾湖高新区管委会与公司孙公司芦墟污水处理厂签订的《资产移交协议》，芦墟污水处理厂收到开发区管委会注入的原汾湖鹏鹞水务有限公司的厂房、设备资产合计0.67亿元，均计入“资本公积”科目。

（3）委托代建协议

汾湖高新区财政局针对基础设施建设项

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成作为最终回购结算价。

针对“09 汾湖债”募投项目，根据吴江区财政局、汾湖高新区财政局与公司签订的委托代建协议，由吴江区财政局和汾湖高新区财政局各付 50%回购款项，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。2016 年汾湖高新区财政局应拨付 6 亿元委托代建项目款，截至 2016 年 9 月底，已全部到位。

表 3 “09 汾湖债”偿债资金安排计划（单位：亿元）

年度	应收账款划入金额
2010	1.00
2011	1.00
2012	1.00
2013	1.00
2014	11.00
2015	1.00
2016	6.00
2017	6.00
2018	11.61
合计	**39.61**

资料来源：公司提供

综上所述，跟踪期内政府在财政补贴和代建回款等方面均给予了公司较大程度的支持。

七、管理分析

跟踪期内，法人治理结构，公司管理体制、制度以及高层管理人员无重大变化。

八、经营分析

1、经营概况

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，截至2016年底，公司主营业务收入为7.59亿元，其收入主要源于公司开发由政府转让的项目（基础设施、土地使用权转让、安置房销售）所带来的收入。随着汾湖高新开发的不断推进，2016年用地需求上升，公司土地使用权转让收入增长。同时，出于公司业务平稳发展考虑，2016年确认的基础设施委托代建收入有所减少。房地产销售收入增长主要取决于政府安置进度。

2017年1~3月公司实现主营业务收入1.43亿元，以基础设施委托代建和土地使用权转让收入为主。

从毛利率上看，跟踪期内，基础设施委托代建毛利率下降主要系营改增影响。由于土地使用权转让收入和房地产销售收入均按照成本确认，故毛利率为零，2016 年由于财务成本确认等原因，致使其毛利率有所上升。跟踪期内，公司整体毛利率变化主要来自土地使用权转让收入和安置房销售收入的占比变化。2016 年较 2015 年毛利率大幅下降主要是毛利率较低的地使用权转让收入和安置房销售收入的占比上升所致。由于基础设施开发项目占比大幅上升导致 2017 年第一季度毛利率上升至 9.43%。

表4 2014年~ 2017年1~3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项 目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施委托转让	47198.07	63.56	20.78	45267.57	58.68	19.09	20281.49	26.72	18.20	10288.43	72.05	17.01
土地使用权转让	--	--	--	15095.68	19.57	0.00	30095.68	39.65	0.20	3750.00	26.26	0.00
安置房销售	25440.36	34.26	-11.42	16117.77	20.89	0.00	21527.05	28.36	0.21	--	0.00	--

污水处理	126.00	0.17	72.40	238.36	0.31	-5.71	466.75	0.61	-185.64	195.25	1.37	-157.00
代建服务费	--	--	--	--	--	--	3146.50	4.14	100.00	--	--	--
交通运输	1159.14	1.56	137.50	104.13	0.13	-18.08	--	--	--	--	--	--
物业管理	147.98	0.20	-87.91	137.07	0.18	-119.18	209.44	0.28	-92.91	46.38	0.32	-206.72
养殖水面租赁	184.60	0.25	93.59	184.60	0.24	100.00	184.60	0.24	100.00	--	0.00	--
其他	--	--	--	0.08	0.00	100.00	--	--	--	--	--	--
合 计	**74256.16**	**100.00**	**7.33**	**77145.26**	**100.00**	**11.19**	**75911.52**	**100.00**	**7.99**	**14280.06**	**100.00**	**9.43**

资料来源：公司提供

注：2014 年房地产销售收入中，含有部分厂房销售收入，属非连续业务。其他部分均来自安置房销售。

2. 业务经营

基础设施建设

汾湖高新区财政局针对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成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，包括当年回购项目情况、结转成本金额及最终回购结算价。

2016年，公司确认收入的项目主要为道路和绿化类的工程项目，其中包括城司路、新黎路、沪苏浙高速绿化等项目。确认收入共计2.03亿元，同比下降55.20%，该业务收入同比下降主要由于跟踪期内竣工结算的基建项目减少所致；2017年1~3月，公司基础设施委托代建收入1.03亿元，较上年同期下降10.20%。2016年，公司基础设施委托代建毛利率为18.20%，同比小幅下降，主要受营改增影响。

截至2016年底，公司在建的基础设施项目主要包括水环境综合治理、第五人民医院和西部污水处理厂等，项目计划总投资合计74.59亿元，未来尚需支付14.67亿元。全部在建的基础设施建设项目以及尚未竣工结算的项目均反映在“存货”中。

总体看，由于跟踪期内竣工结算进度导致公司基础设施委托代建收入有所下降。公司在建以及已完工待结算的项目规模较大，对未来收入的实现有一定保障。结算进度会受到公司对自身业务发展的规划影响。

土地使用权转让

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账面价值购买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，相关土地款项由汾湖高新区财政局与公司直接结算，2015 和 2016 年分别结算 15095.67 万元和 15095.68 万元，土地款已全部到位，反映在销售商品、提供劳务收到的现金中。

另外，2016 年，公司以账面价值出让土地使用权三块，根据《土地转让协议》，总价款为 46208.44 万元，安排于 2016 年、2017 年各支付 15000.00 万元、2018 年支付 16208.44 万元。2016 年，公司已全部收到政府回款 15000.00 万元，反映在销售商品、提供劳务收到的现金中。

安置房业务

在市政建设的同时，公司也负责安置房项目建设。安置房建设的经营主体为公司子公司苏州汾湖城建房地产开发有限公司（以下简称“城建房产”）。截至2017年3月末，城建房产已完成1个动迁安置房小区，累计总投资5.72亿元，目前公司无在建安置房项目。

根据公司与高新区财政局签署的《吴江汾湖新农村安居房工程、港南安置房代建协议》，

高新区财政局委托吴江区汾湖动迁办直接销售给定向安置户。2014~2016年，公司分别按照成本确认安置房销售收入合计5.51亿元。根据协议约定，高新区财政局于2016年底前支付公司2014~2016年度的代建服务费，费率为6%；从2017年开始，委托单位按年支付给公司安置房管理服务费。2016年度确认代建服务费3146.50万元（税后价格）。2017年度服务费尚未在一季度确认。在现金流量表中，2016年公司获得的安置房收入和代建服务费计入“主营业务收入”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。

跟踪期内，根据与高新区财政局的代建协议，公司开始确认安置房代建服务费，有利于公司盈利能力的改善。

其他业务

公司其他业务板块包括物业管理、污水处理等。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，2016年该板块收入为209.44万元，同比增长52.80%，毛利同比增长26.27个百分点，但仍处于亏损状态。

交通运输板块随着公交板块和出租车运营板块的陆续转出，2016年起公司不再产生交通运输收入。

2016年公司下属2家污水处理公司（汾湖西部污水处理有限公司、汾湖南部污水处理有限公司）开始试运行，而试运行期间收入较少，导致污水处理板块毛利率出现明显下滑，预计污水处理公司正式运营后，毛利率将有所回升。

此外，公司还负责吴江市汾湖镇黎里历史文化街区保护修缮利用工程项目和吴江区汾湖镇黎里历史镇区保护建设工程项目。上述两项目计划总投资分别为12.64亿元和6.08亿元，截至2017年3月底，2个项目已投入99640.93万元。未来上述两项目将通过景区门票收入及出租收入进行资金平衡。

3. 未来发展

公司将致力于多渠道筹集资金，为国有资产经营管理提供资金支持，进一步完善国有资产经营管理平台功能；提高公司在公共基础设施投资、建设、开发、运营方面具有更大竞争力的基础设施投融资以及建设平台，创造投融资平台的可持续发展模式。

九、财务分析

公司提供了2014~2016年财务报表，中兴华会计事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留审计意见。2017年1季度公司财务报表未经审计。公司财务报表采用《企业会计制度》。

截至2017年3月底，公司拥有19家全资子公司，其中一级子公司11家，二级子公司8家。跟踪期内，公司合并范围减少吴江临沪创业投资有限公司和吴江临沪投资发展有限公司。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 2016 年底，公司（合并）资产总额 256.88 亿元，所有者权益 101.00 亿元（不含少数股东权益 2.02 亿元）；2016 年公司实现主营业务收入 7.59 亿元，利润总额 1.68 亿元。

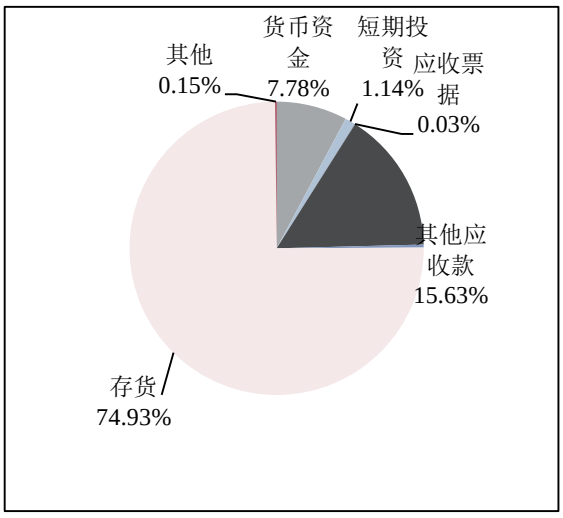
截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 267.48 亿元，所有者权益 100.96 亿元（不含少数股东权益 2.02 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现主营业务收入 1.43 亿元，利润总额 0.13 亿元。

1. 资产和资本结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额为 256.88 亿元，同比下降 2.68 %，其中，流动资产 233.44 亿元，同比下降 3.66%，主要系货币资金、其他应收款和其他长期资产减少所致；构成以货币资金（占 7.78%）、其他应收款（占 15.63%）和存货（占 74.93%）为主。

图 1　截至 2016 年底公司主要流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金为 18.15 亿元，同比下降 41.21%，主要是其他货币资金减少所致。2016 年底，公司受限货币资金 5.15 亿元，系为开具银行承兑汇票而存入银行的保证金存款。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 36.49 亿元，同比下降 17.82%。从账龄上看，1 年以内的占 18.69%，3 年以上的占 77.02%，存在一定比重账龄较长的款项。从集中度来看，前五名欠款单位占其他应收款总额比重为 96.39%，集中度高，主要为应收江苏省汾湖高新技术产业开发区财政局、江苏省汾湖高新技术产业开发区管委会、吴江市汾湖镇集体资产经营公司、吴江市汾湖物流中心和第五人民医院的回款和往来款。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。

表 5　截至 2016 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	285525.28	76.13
江苏省汾湖高新技术产业开发区管委会	44008.30	11.73
吴江市汾湖镇集体资产经营公司	17021.46	4.54
吴江市汾湖物流中心	8342.44	2.22
第五人民医院	6655.05	1.77
合计	**361552.53**	**96.36**

资料来源：审计报告

截至 2016 年底，公司存货 174.91 亿元，同比增长 8.37%。主要是土地资产 77.49 亿元、开发成本 97.31 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），其中存货中土地有 61.82 亿元用于向多家银行设置抵押，抵押担保率为。截至 2016 年底，公司存货计提跌价准备 475.68 万元。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 2.14 亿元，同比增长 115.49%，主要系追加了对吴江临沪投资发展有限公司、吴江临沪创业投资有限公司以及江苏集萃有机光电技术研究所有限公司等的投资。

截至 2016 年底，公司固定资产净额 3.06 亿元，主要由房屋建筑物和其他设备构成。公司固定资产累计折旧 1.84 亿元。截至 2016 年底，公司固定资产账面反映的国土工商大楼、黎里镇中心街 21 号房产和芦墟污水房屋等房产尚未办妥权证，合计价值 0.51 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程为 12.80 亿元，同比增长 31.62%，主要系黎里古镇保护开发工程投入增加所致，截至 2016 年底，黎里古镇保护开发工程已投资 9.96 亿元。

表 6　截至 2016 年底公司主要在建工程明细
（单位：万元、%）

单位名称	账面价值
科技创业园工程	27799.23
排水管道工程	570.02

黎里古镇保护开发工程	99640.93
污水处理工程	7.76
合计	**128017.95**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他长期资产为 4.45 亿元，主要包括子公司吴江汾湖城市投资发展有限公司市政道路类资产，总价值 0.05 亿元，公司于 2006 年 5 月根据原吴江临沪经济区管委会、吴江市国有资产监督管理委员会办公室等有关授权文件投入到本公司管理的市政道路类资产，总价值 4.40 亿元。由于本类长期资产无使用年限限制，每年投入一定的日常维护费用即可正常使用，因此，公司对该等资产自始未计提折旧或摊销，其日常维护费用计入存货中，再由汾湖高新区财政局按规定拨付，吴江汾湖高新区财政局以书面形式进行了确认。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 267.48 亿元，主要由流动资产构成（占 90.96%），较 2016 年底增长 4.13%，主要是由于货币资金、应收账款和存货增加所致。截至 2017 年 3 月底，公司货币资金 23.50 亿元，较 2016 年底增长 129.43%；公司存货 178.04 亿元，较 2016 年底增长 1.79%，主要系原材料和开发成本增加所致。截至 2017 年 3 月底，公司土地账面价值 77.49 亿元，用于抵押的土地账面价值 58.96 亿元，占公司资产总额的 22.04%。

总体看，公司资产中流动资产占比较高，受其他应收款回收期限较长、存货中土地资产抵押比例高和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，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2016 年底，所有者权益 101.00 亿元（不含少数股东权益 2.02 亿元），其中股本占 28.92%，资本公积占 60.23%，未分配利润占 7.97%，盈余公积和未分配利润占比较小。其中，2016 年公司资本公积较 2015 年增加 5.70 亿元，增幅为 9.12%，主要系根据《关于明确拨款用途的批复》（汾高新发[2016]61 号），汾湖高新技术产业开发区管委会对公司增加投资 5.00 亿元；同时根据《资产移交协议》，江苏省汾湖高新技术产业开发区管理委员会将苏州汾湖鹏鹞水务有限公司的房屋建筑物及构筑物、污水处理设备等价值 6654.00 万元的资产无偿划拨给苏州市吴江区芦墟污水处理厂。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 100.96 亿元（不含少数股东权益 2.02 亿元），与 2016 年底基本持平，公司所有者权益结构较上年底无较大改变，较为稳定。总体来看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 153.87 亿元，其中流动负债占 48.10%，长期负债占 51.90%，公司债务结构发生变化，以长期负债为主。2016 年底，公司长期负债与去年底基本保持一致，流动负债及负债总额均呈下降趋势。其中 2016 年底公司流动负债较 2015 年底同比减少 15.93%，主要系当期短期借款、应付票据和其他应付款减少所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 28.50 亿元，同比下降 21.34%，账龄以 1 年以内（含 1 年）为主，占比达 62.96%。截至 2016 年底，公司其他流动负债较同期大幅增加，主要系公司新增 2 笔短期融资债券总计 15.00 亿元。

公司长期负债主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成，截至 2016 年底为 79.86 亿元，与 2015 年底基本保持一致。

截至 2016 年底长期借款为 39.01 亿元，同比下降 8.73%。公司无已到期未偿还的长期借款。

截至 2016 年底，公司应付债券为 39.60 亿元，同比增长 7.03%，主要系公司于 2016 年 3 月 24 日发行了 5.00 亿元的私募债券并偿还“09 汾湖债/PR 汾湖债”中 5.00 亿元本金。此外，“14 汾湖债/PR 苏汾湖”中 2.40 亿元以及“09 汾湖债/PR 汾湖债”中 5.00 亿元本金将于 2017 年兑付，2016 年底已调整至一年内到期的长期负债。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 164.50 亿元，主要由长期负债构成（占 55.44%），较 2016 年底增长 14.19%，主要是由于长期借款借款中的保证借款增加所致。公司流动负债较 2016 年底下降 0.94%，其中应付票据较 2016 年底大幅减少 8.00 亿元，主要系银行承兑汇票减少所致。

从债务指标情况看，由于公司债务规模呈下降趋势，截至 2016 年底，调整后全部债务为 118.80 亿元，同比下降 4.50%，其中，调整后短期债务占 33.83%，长期债务占 66.17%；从债务指标情况看，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率有所波动，2016 年底上述三项指标分别为 59.90 %、53.56%和 43.28 %，同比分别减少 6.52 个、3.15 个和 2.36 个百分点。

随着在建项目的投入增加，截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.50%、54.44%和 46.61%，债务指标有所上升。

总体来看，2016 年随着长、短期借款及应付票据余额减少，公司债务规模有所下降。2017 年一季度债务规模随长期借款增加有所回升。公司债务负担较重。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司主营业务收入主要由基础设施委托代建、土地使用权转让业务和安置房销售构成。2016 年，公司主营业务收入为 7.59 亿元，主营业务利润率有所下降，2016 年为 5.46%，较 2015 年下降 1.33 个百分点。

2016 年，在管理费用大幅增长的影响下，期间费用占主营业务收入比重不断上升，由 2015 年的 5.82%上升至 2016 年的 10.03%，公司期间费用控制能力有所下降。

受益于汾湖高新区财政补贴收入的持续注入，2016 年公司利润总额为 1.68 亿元，其中 1.62 亿元，为当年利润总额的 96.43%，公司利润总额对补贴收入的依赖高。

从主要盈利指标看，2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别 0.76%和 1.46%，占比均小幅下降。受公司经营性质所限，公司整体盈利能力较弱。

2017 年 1~3 月，公司主营业务收入为 1.43 亿元，补贴收入 0.07 亿元；公司利润总额 0.13 亿元，其中补贴收入占比仍保持高水平。公司主营业务利润率为 6.12 %，较 2016 年有所上升。

跟踪期内，公司主营业务收入和利润总额较为平稳，盈利能力小幅下降，补贴收入仍是公司利润总额的主要支撑。

3. 现金流及保障

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，公司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[4]）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。2016年，公司经营活动产生的现金流入为17.45亿元，2016年较2015年减少9.77亿元，主要系往来款减少所致；公司经营活动产生的现金流量净额为1.41亿元。从收入实现质量来看，2016年，公司现金收入比为89.89%，收入实现质量同比有所下滑，收入实现质量有待提升。

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。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.40亿元，较2015年大幅增长，主要系2016年理财减少。

筹资活动方面，筹资活动现金流入主要为

[4] 2017 年一季度财报中，政府回款暂时反映在收到其他与经营活动有关的现金，待年末转至销售商品、提供劳务所收到的现金。

借款、股东增资和发行债券收到的现金，2016年为77.40亿元，较2015年下降6.68%；跟踪期内，公司吸收投资收到的现金同比略有减少至9.95亿元，其中包括发行10.00亿元公司债券和5.00亿元私募债；2016年，公司借款所收到的现金同比略有下降至56.83亿元；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）。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额-4.67亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 6.70 亿元，主要为收到的其他与经营活动有关的现金。经营活动流出量为 3.09 亿元，筹资活动流出量为 13.78 亿元，全部为借款所收到的现金。2016 年 1~3 月经营活动净现金流量净额为 3.62 亿元；投资活动现金流量净额为-1.12 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 5.69 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司收入实现质量大幅下降，公司对外筹资规模依旧较大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 315.43%和 79.08%，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。2016 年，公司经营现金流动负债比为 1.91%，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。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别 331.86%和 89.01 %。总体来看，公司短期债务规模大，存在一定的资金支付压力。

从长期偿债指标看，2016 年，公司调整后全部债务有所下降，而公司整体盈利能力较弱，导致调整后全部债务/EBITDA 较大，55.40 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力有所上升但仍处于较低。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转让款，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2016年底，公司共获得各商业银行合计授信额度（包含信用证等贸易融资授信）93.79亿元，其中已使用额度49.80亿元，未使用额度43.99亿元，公司间接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至2017年3月底，公司合并口径对外担保总计74.08亿元，担保比率73.38 %，主要为对永鼎集团有限公司（4.47亿元）、吴江临沪投资发展有限公司（1.00亿元）、苏州汾湖城区资产运营有限公司(3.50亿元)、苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司（9.10亿元）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。原子公司吴江临沪投资发展有限公司不再纳入合并范围，公司对其担保列为对外担保使公司担保比率进一步增长。目前，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，公司存在一定的或有负债风险。

表7 截至2017年3月底公司主要对外担保情况

被担保单位	担保类型	担保余额（万元）
永鼎集团有限公司	保证	47000.00
苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司	保证	91000.00
吴江市第五人民医院	保证	14000.00
苏州市吴江城市投资发展有限公司	保证	1000.00
苏州市黎里城镇化建设有限公司	保证	93800.00
吴江经济技术开发区发展总公司	保证	2000.00
苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司	保证	61700.00
苏州汾湖城区资产运营有限公司	保证	35000.00
江苏永鼎控股有限公司	保证	17000.00
吴江临沪投资发展有限公司	保证	10000.00
吴江临沪投资发展有限公司	抵押	62000.00
苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司	抵押	30000.00
苏州汾湖城区资产运营有限公司	抵押	108800.00
苏州市黎里城镇化建设有限公司	抵押	130000.00

苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司	抵押	37500.00
合计	--	**740800.00**

资料来源：公司提供

5. 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），截止2017年5月11日，公司无未结清的信贷信息记录良好，已结清债务中存在1笔关注类贷款和1笔银行承兑汇票。根据公司出具的《关注情况说明》，上述贷款均已按相关合同约定按时归还结清，但由于华夏银行当时对所有政府融资平台、类平台类企业全部列入关注类，故公司该笔贷款在关注类中；银行承兑汇票正常到期解付，未出现银票垫款情况，但由于操作异常，银行系统也无法及时删除，上述银行承兑汇票被列为关注类。

6. 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强。

十、存续期债券偿债能力分析

“16汾湖投资CP002”募集资金10.00亿元，将于2017年10月13日到期。

“14汾湖债/PR苏汾湖”募集资金12.00亿元，债券设置本金提前偿付条款，债券在存续期的第3、第4、第5、第6、第7个计息年度末分别偿付本金的20%、20%、20%、20%、20%，最后五年每的应付 利息随当年兑付的本金部分一起支付，即于2017 年2月开始偿还本金2.4亿元。

“09汾湖债/PR汾湖债”募集资金10.00亿元，债券票面年利率为7%，在债券存续期内前5年固定不变，2016年偿还投资者行使回售选择权后的债券存续余额的50%，2017年一次性偿还剩余本金。

表8 存续期内债券本金偿付表（单位：亿元）

年份	本金偿付			合计
	16汾湖投资CP002	14汾湖债/PR苏汾湖	09汾湖债/PR汾湖债	
2016			5.00	5.00
2017	10.00	2.40	5.00	17.40
2018		2.40		2.40
2019		2.40		2.40
2020		2.40		2.40
2021		2.40		2.40

资料来源：联合资信整理

债券存续期内，公司面临集中偿付压力最大的时期出现于 2017 年，当年需偿付本金17.40亿元。以最大单年偿付额17.40亿元测算，2016年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为17.40亿元的0.12倍、1.00倍和0.08倍。2016年底，公司现金类资产20.90亿元，为17.40亿元的1.20倍。

整体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债本金的保障能力一般。

“09汾湖债/PR汾湖债”委托代建执行情况

“09汾湖债/PR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/PR 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。2016 年，公司已收到汾湖高新区财政局拨付的 6 亿元委托代建项目款。截至 2016 年底，应收账款质押余额为 17.61 亿元，为“09 汾湖债/PR 汾湖债”尚未偿还本金 5 亿元的 3.52 倍。

表9　监管账户资金划入情况及偿债资金安排计划

（单位：亿元）

年度	应收账款划入金额	偿债账户归集资金
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	0.70
2016	6.00	5.07
2017	6.00	5.035
2018	11.61	--
合计	**39.61**	**24.305**

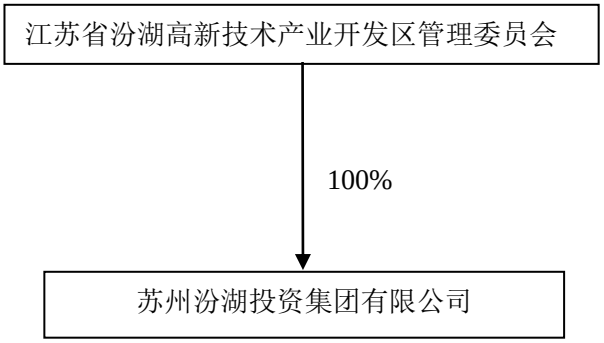
资料来源：公司提供，联合资信整理

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/PR汾湖债”的偿还提供进一步的保障，有助于提升“09汾湖债/PR汾湖债”的信用水平。

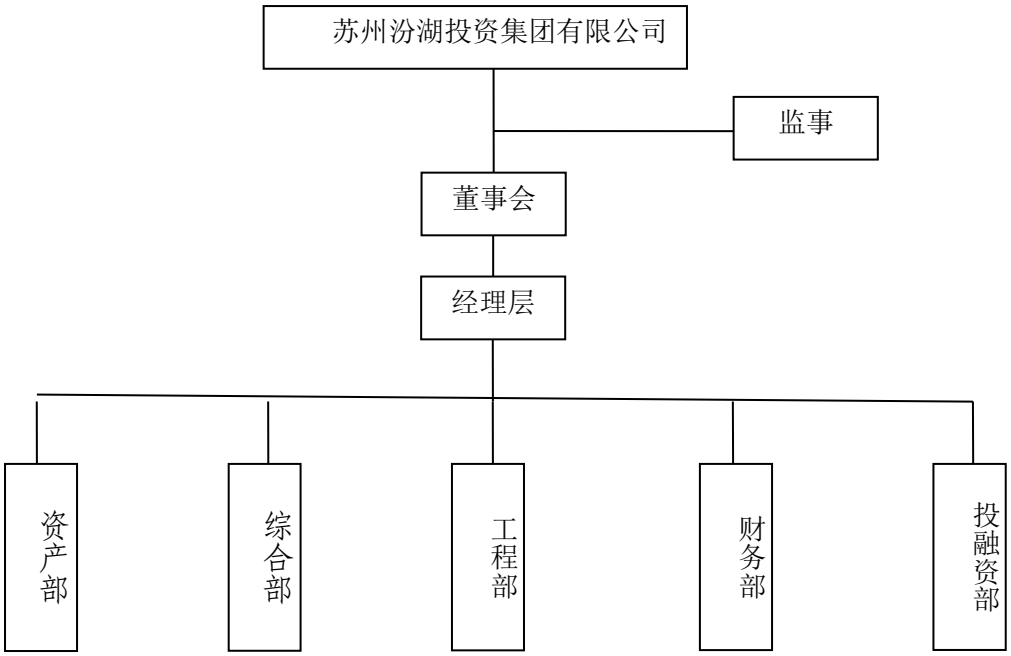
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 汾湖投资 CP002”的信用等级为 A-1；维持“14 汾湖债/PR 苏汾湖”的信用等级为 AA；维持“09 汾湖债/PR 汾湖债”的信用等级为 AA^{+}。

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　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.28	34.96	20.90	24.89
资产总额(亿元)	252.65	263.96	256.88	267.48
所有者权益(亿元)	79.36	93.94	101.00	100.96
短期债务(亿元)	38.10	44.66	25.19	18.14
调整后短期债务（亿元）	38.10	44.66	40.19	33.14
长期债务(亿元)	62.66	79.74	78.61	89.90
全部债务(亿元)	100.77	124.40	103.80	123.04
调整后全部债务（亿元）	100.77	124.40	118.80	138.04
主营业务收入(亿元)	7.43	7.71	7.59	1.43
利润总额(亿元)	1.35	1.79	1.68	0.13
EBITDA(亿元)	1.74	2.18	2.14	--
经营性净现金流(亿元)	10.61	4.57	1.41	3.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.49	28.85	27.18	--
存货周转次数(次)	0.05	0.05	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	95.09	94.07	89.89	6.04
主营业务利润率(%)	1.87	6.79	5.46	6.12
总资本收益率(%)	1.08	0.82	0.76	--
净资产收益率(%)	2.29	1.91	1.46	--
长期债务资本化比率(%)	43.81	45.64	43.28	46.61
全部债务资本化比率(%)	55.63	56.71	50.19	51.20
调整后全部债务资本化比率(%)	55.63	56.71	53.56	54.44
资产负债率(%)	68.19	64.02	59.90	61.50
流动比率(%)	214.21	275.26	315.43	331.86
速动比率(%)	82.84	91.91	79.08	89.01
经营现金流动负债比(%)	9.75	5.19	1.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	61.86	56.98	48.41	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	61.86	56.98	55.40	--

注：2017年1季度财务数据未经审计，公司财务报表采用《企业会计制度》，所有者权益不包含少数股东权益。公司2014-2016年报表为三年连审报表。调整后短期债务=短期债务+其他流动负债。调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式(旧准则)

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	主营业务收入成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入收入/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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5　短期融资券信用等级的定义

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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息