信用等级公告

联合[2018] 1323 号

联合资信评估有限公司通过对苏州汾湖投资集团有限公司主体及“14 汾湖债/PR 苏汾湖”的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“14 汾湖债/PR 苏汾湖”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：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

上次评级结果：AA

债项信用

债券简称	债券余额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 汾湖债/PR 苏汾湖	7.2 亿元	2021/2/28	AA	AA

跟踪评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.32	18.23	24.91	19.39
资产总额(亿元)	259.54	252.15	263.48	263.09
所有者权益(亿元)	90.82	98.86	112.73	112.78
短期债务(亿元)	44.66	40.19	35.16	31.26
长期债务(亿元)	79.39	78.22	93.78	98.13
全部债务(亿元)	124.05	118.41	128.94	129.39
营业收入(亿元)	8.21	8.19	8.06	1.52
利润总额 (亿元)	1.79	1.84	1.56	0.06
EBITDA(亿元)	2.18	2.31	2.00	--
经营性净现金流(亿元)	4.57	1.41	0.08	0.43
营业利润率(%)	8.52	8.40	5.26	7.78
净资产收益率(%)	1.74	1.75	1.28	--
资产负债率(%)	65.01	60.79	57.22	57.13
全部债务资本化比率(%)	57.73	54.50	53.36	53.43
流动比率(%)	274.55	315.33	437.93	476.73
经营现金流动负债比(%)	5.18	1.91	0.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.23	0.24	0.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	57.01	51.30	64.37	--

注：1. 2015~2016 年财务数据根据 2017 年新准则调整追溯为准。

2. 已将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务核算。

分析师

李海宸　赵起锋　边 沁

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

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持续的政府支持。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、担保比率较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，对基础设施建设和土地资源的持续需求，有利于推动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。

“14汾湖债/PR苏汾湖”设置本金分期偿还条款，有助于提高其偿付的安全性。

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“14汾湖债/PR苏汾湖”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，江苏省汾湖高新区经济稳步发展，为公司创造良好的外部环境。
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，所有者权益规模不断增长。

关注

1. 跟踪期内，公司存货中土地资产占比较高且受限规模大，其他应收款增长，资产流动性弱。
2. 跟踪期内，公司盈利能力有所下降，期间费用控制能力减弱。
3. 短期债务规模较大，存在一定短期偿付压力。
4. 公司担保比率较高，存在或有负债风险。

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券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，苏州汾湖投资集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构及经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为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%，，为公司实际控制人。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 263.48 亿元，所有者权益 112.73 亿元（含少数股东权益 2.03 亿元）；2017 年公司实现营业收入 8.06 亿元，利润总额 1.56 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 263.09 亿元，所有者权益 112.78 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 1.52 亿元，利润总额 0.06 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、存续债券及募集资金使用情况

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，票面年利率为 7.49%，在债券存续期的后五年每年等额偿付本金的 20%。公司已于 2018 年 2 月偿还本金 2.4 亿元，截至跟踪日债券余额为 7.20 亿元。募集资金已按计划使用完毕。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
14 汾湖债/PR 苏汾湖	7.2 亿元	2021/2/28	7.49%

资料来源：联合资信整理

四、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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说

	有关问题的通知》财金【2018】23 号	明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

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。

根据《2017 年苏州市吴江区国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，吴江区实现地区生产总值 1788.98 亿元，比上年增长 7.1%。规模以上工业总产值 3357.98 亿元，增长 9.8%；工业用电量 238.12 亿度，增长 10.3%。固定资产投资 681.5 亿元，与去年基本持平。2017 年完成一般公共预算收入 183.52 亿元，增长 11.1%，其中税收收入 161.01 亿元，增长 11.1%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 87.7%。用于民生改善的财政支出稳步增加，全年完成一般公共预算支出 174.36 亿元，增长 9.5%，其中城乡公共服务支出 132.88 亿元，增长 12.2%，占一般公共预算支出的比重为 76.2%。

根据公司提供的《2017 年汾湖高新区主要经济统计指标》，2017 年，汾湖高新区完成地区生产总值 265.01 亿元，增长 8.07%；工业总产值 615.14 亿元，同比增长 11.29%，其中规模以上工业企业总产值 420.28 亿元。全社会固定资产投资 74.97 亿元，同比增长 21.46%。2017 年一般公共预算收入 24.72 亿元，增长 10.40%。

总体看，跟踪期内吴江区和汾湖高新区经济稳定发展，为公司提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

公司是汾湖高新区重要的基础建设投资主体，公司在财政补贴和资本注入方面持续获得政府支持。

公司是汾湖高新区重要的基础建设投资主体，主要承担着汾湖高新区内基础设施建设、安置房建设等职能，并通过子公司参与污水处理、黎里古镇开发和科创园建设等业务。自成立以来，公司先后完成了区内多项基础设施配套工程、市政道路建设工程、景观绿化工程、安置房等项目。

鉴于公司的重要地位及其业务性质，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。2017年和2018年一季度，公司确认财政补贴收入分别为1.71亿元和0.06亿元。

根据汾高新发（2017）74 号文件和汾高新发（2017）75 号文件，汾湖高新区管委会向公司拨付 12.40 亿元作为资本投入，计入“资本公积”科目。

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2018年5月3日，公司未结清的信贷信息记录良好，已结清信贷信息中存在1笔关注类贷款和1笔关注类银行承兑汇票及1笔欠息记录（已于2008年3月21日结清）。根据公司出具的《关注情况说明》，关注类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；关注类银行承兑汇票已正常到期解付，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，致使上述银行承兑汇票被列为关注类。

六、管理分析

跟踪期内，公司新设内审部，以加强内部审计与合规管理在强化内部控制、改善经营管理、提高经济效益中的作用，协调各职能部门梳理业务流程，建立健全内部管理与合规水平。

跟踪期内，公司法人治理结构和高层管理人员无重大变化。

七、经营分析

1、经营概况

跟踪期内，公司负责的高新区基础设施建设业务、土地转让业务和安置房建设正常开展，收入构成未发生明显变化，整体毛利率降低。

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，2017年，公司营业收入为7.44亿元，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）所带来的收入。受到基建项目结算进度和区域内土地需求变化等因素，2017年，公司基础设施建设业务收入同比增长50.27%，土地使用权转让收入和安置房收入分别同比下降19.46%和19.96%。

2018年1~3月公司实现主营业务收入1.37亿元，主要来自基础设施建设和土地使用权转让收入。

从毛利率上看，跟踪期内，基础设施建设业务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安置房建设销售收入均按照成本确认，故毛利率基本为零。跟踪期内，公司整体毛利率变化主要来自营改增和基础设施建设、土地使用权转让收入和安置房建设销售收入的占比变化，2017 年和 2018 年一季度，公司综合毛利率分别为 5.73%和 7.18%。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务收入构成和毛利率情况 （单位：万元、%）

项　目	2016 年			2017 年			2018 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
基础设施建设	20281.49	26.72	18.20	30477.45	40.95	16.00	9389.58	68.49	16.00
土地使用权转让	30095.68	39.65	0.20	24238.51	32.57	0.00	4052.11	29.56	0.00
安置房建设销售	21527.05	28.36	0.21	17231.04	23.15	0.00	--	--	--
污水处理	466.75	0.61	-185.64	982.14	1.32	-142.69	195.94	1.43	-219.19
建设服务费	3146.50	4.14	100.00	984.63	1.32	100.00	--	--	--
交通运输	--	--	--	--	--	--	--	--	--
物业管理	209.44	0.28	-92.91	329.59	0.44	-78.22	71.32	0.52	-124.95

养殖水面租赁	184.60	0.24	100.00	184.6	0.25	36.1	--	--	--
其他	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合 计	**75911.52**	**100.00**	**7.99**	**74427.96**	**100.00**	**5.73**	**13708.95**	**100.00**	**7.18**

资料来源：公司提供

注：合计数与各项求和数不一致系四舍五入所致。

2. 业务分析

跟踪期内，结算进度加快导致公司基础设施建设业务收入有所增长。公司在建以及已完工待结算的项目规模较大，未来收入的实现有一定保障。

根据公司与汾湖高新区管委会签订的委托建设协议和工程项目移交确认书，2017年，公司就汾湖小学、绿化养护工程、基础设施配套工程等项目确认基础设施建设业务收入3.05亿元（税后价格），同比增长主要系跟踪期内竣工结算的项目较多所致。2018年1~3月，公司基础设施建设业务收入0.94亿元，较上年同期下降8.73%。

截至2018年3月底，公司基础设施项目主要包括第五人民医院、三白荡公园、各类道路等，未来尚需支付12.68亿元。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。

跟踪期内，土地使用权转让业务收入受区域土地需求影响有所下降，收现质量有所下降。

公司土地使用权转让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土地使用权。2015~2017 年，根据吴江区国土局文件和土地使用权转让协议，公司向黎里镇人民政府转让土地 5 宗，转让价款合计 8.56 亿元，2017 年和 2018 年一季度分别确认土地使用权收入 2.42 亿元和 0.41 亿元。截至 2018 年 3 月底，尚有 1.91 亿元转让款未收到。未来，公司拟转让 6 宗土地，面积共 29.45 万平方米，入账价值合计 8.42 亿元。

表 4 公司土地使用权转让情况（单位：平方米，万元）

土地证号	转让价款	2015 年转让金额	2016 年转让金额	2017 年转让金额	2018 年 1~3 月转让金额
吴国用（2011）第 07049211 号	30191.35	15095.67	15095.68	--	--
吴国用（2011）第 07049212 号	28239.9	--	15000.00	15000.00	4052.11
吴国用（2010）第 07049218 号	4395.78				
吴国用（2011）第 07049213 号	13572.75				
吴国用（2012）第 07049217 号	9238.51	--	--	9238.51	--
合计	**85638.29**	**15095.67**	**30096.68**	**24238.51**	**4052.11**

资料来源：公司提供

安置房业务受结算进度影响有所下降，公司安置房收入可持续性较弱。

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2018年3月末，城建房产已完成3个动迁安置房小区，累计总投资30.54亿元，目前公司无在建安置房项目。

公司根据高新区规划进行安置房建设。安置房的建设资金主要通过公司自有资金和融资获得，城建房产通过招拍挂方式取得土地，继而对外融资进行安置房建设，安置房建设过程

中的投入计入存货。项目完工后，高新区财政局委托吴江区汾湖动迁办将安置房直接销售给符合动迁安置房购买资格的对象，公司销售的安置房全部为定向销售，销售价格由市政府统一制定。由于公司安置房销售价格低于实际发生的成本，因此汾湖高新区政府将对销售收入不能覆盖实际成本的部分作全额补贴，最终由政府安置房补偿款和收到的动迁办安置房差价收入共同结转为房屋销售收入。2017年，公司分别按照成本确认安置房建设销售收入1.72亿元。根据公司与高新区管委会签署的《吴江汾湖城司新天地（汾湖人家）安置房建设服务协议》，2017年高新区管委会确认公司投资额17231.04万元，按6%确认应收服务费984.63万元（税后价格）。截至2018年3月底，公司尚未收到建设服务费。

其他业务规模小，盈利能力弱，在建自营项目已接近尾声，未来收益实现存在不确定性。

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，2017年及2018年1~3月，该板块收入分别为329.59万元和71.32万元，仍处于亏损状态。

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2018年3月底，2个项目已投入17.75亿元。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。

汾湖科技创业园工程项目也由公司负责。该项目总占地面积约合158.3亩，建设内容主要包括医药研发楼、中试孵化厂房、白领公寓楼和综合楼等，总投资为4.49亿元，目前该项目已基本完工，未来将通过租售收入进行资金平衡。

3. 未来发展

公司未来将围绕汾湖高新区规划，继续加大基础设施特别是重点工程建设力度，将加快实施资本渗透战略，加快关联领域的多元化发展步伐。一方面，重点抓好基础设施配套工程、重点推进安置房小区建设和科技创业园核心服务区的建设。另一方面，将汾湖高新区打造成为现代服务业的综合基地，努力营造一个集居住、休闲、旅游度假于一体的江南水乡旅游休闲度假胜地。

八、财务分析

公司提供了2017年度财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2018年一季度财务报表未经审计。

2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司24家。2015~2018年3月期间合并范围变化对公司合并财务报表数据可比性影响较小，公司财务可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 263.48 亿元，所有者权益 112.73 亿元（含少数股东权益 2.03 亿元）；2017 年公司实现营业收入 8.06 亿元，利润总额 1.56 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 263.09 亿元，所有者权益 112.78 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 1.52 亿元，利润总额 0.06 亿元。

1. 资产及资本结构

跟踪期内公司资产规模稳步上升，资产中流动资产占比高，受其他应收款增长、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。

2017 底，公司资产总额为 263.48 亿元，同比增长 4.50%，其中，流动资产占 89.70%。

表 5　2015~2018 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科　目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.15	7.20	24.68	9.37	19.26	7.32
其他应收款	36.49	14.47	47.46	18.01	47.88	18.20
存货	174.22	69.10	159.32	60.47	162.14	61.63
在建工程	12.80	5.08	17.50	6.64	18.20	6.92
合计	**252.15**	**95.85**	**263.48**	**94.49**	**263.09**	**94.07**

资料来源：公司审计报告及财务报表

2017 年底，公司流动资产 236.35 亿元，同比增长 1.55%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。流动资产中，公司货币资金为 24.68 亿元，同比增长 35.94%，其中受限货币资金 2.50 亿元，系定期存单质押和银行承兑汇票保证金。公司应收账款大幅增长至 3.55 亿元，主要系将应收高新区财政局的项目转让款由其他应收款转入应收账款，2017 年底应收高新区财政局 3.52 亿元。2017 年底，公司其他应收款为 47.46 亿元，同比增长 30.06%，主要为应收汾湖高新区财政局的往来款。公司存货 159.32 亿元，同比下降 8.55%，主要系部分待转让土地转入其他应收款、部分项目转入在建工程所致。

2017 年底，公司非流动资产 27.13 亿元，，同比增长 39.68%，主要系在建工程增长所致。公司在建工程为 17.50 亿元，同比增长 36.69%，主要系科技创业园和黎里古镇保护开发工程投入增加及部分项目由存货转入所致。

截至 2017 年底，公司受限资产包括 2.50 亿元货币资金和 52.31 亿元土地使用权，受限土地占公司土地资产的 71.16%，受限比例较高。

2018 年 3 月底，公司资产总额 263.09 亿元，与 2017 年底基本持平，资产构成仍以流动资产为主（占 89.32%）。2018 年 3 月底，公司货币资金 19.26 亿元，较 2017 年底下降 21.96%；存货和在建工程分别为 162.14 亿元和 18.20 亿元，较 2017 年底分别增长 1.77%和 4.01%，主要系项目建设投入所致。

公司所有者权益结构稳定性较好，跟踪期内，公司债务规模小幅增长，债务指标变动幅度小，债务水平一般。

2017 年底，所有者权益 112.73 亿元（含少数股东权益 2.03 亿元），其中股本占 27.10%，资本公积占 63.52%，未分配利润占 7.78%，盈余公积占比较小。其中，2017 年底公司资本公积较 2016 年底增加 12.41 亿元，增幅为 21.42%，主要系汾湖高新区管委会拨付 12.40 亿元现金。

2018 年 3 月底，公司所有者权益为 112.78 亿元（含少数股东权益 2.05 亿元），规模和结构较上年底无较大改变。总体来看，公司所有者权益结构稳定性较好。

2017 年底，公司负债合计 150.76 亿元，其中流动负债占 35.80%。2017 年底公司流动负债较上年年底同比减少 26.88%，主要系当期应付票据和其他应付款减少所致。2017 年底，公司其他应付款 14.98 亿元，主要为应付水环境基本建设资金和苏州市吴江保障性住房建设开发有限公司等单位的往来款，同比下降 47.65%，主要系往来款结清所致。账龄以 3 年以上为主。

2017 年底，公司有息债务 128.94 亿元，其中短期债务 35.16 亿元，主要由一年内到期的非流动负债和其他流动负债（超短期融资券）构成；长期债务 93.78 亿元。公司长期债务中 45.29 亿元将于 2020 年到期，存在集中兑付压力。

表 6　2015~2018 年 3 月公司有息债务情况（单位：亿元、%）

科　目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	44.67	36.00	40.19	33.95	35.16	27.28	31.26	24.16
长期债务	79.39	64.00	78.22	66.05	93.78	72.73	98.13	75.84
全部债务	**124.05**	**100.00**	**118.41**	**100.00**	**128.94**	**100.00**	**129.39**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2018 年 3 月底，公司负债合计 150.31 亿元，其中非流动负债占 67.21%；有息债务总额 129.39 亿元，较 2017 年底变化不大。

从债务指标情况看，2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率同比小幅增长，上述三项指标分别为 57.22%、53.36%和 45.41%；2018 年 3 月底，分别为 57.13%、53.43%和 46.53%。

2. 盈利能力

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

跟踪期内，公司主营业务收入主要由基础设施建设、土地使用权转让业务和安置房建设销售收入构成。2017 年，公司营业收入为 8.06 亿元。营业利润率逐年下降，2017 年为 5.26%，较 2016 年下降 3.15 个百分点。

2017 年，管理费用大幅增长导致期间费用占主营业务收入比重上升至 7.30%，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，2017 年公司利润总额为 1.56 亿元，其中补贴收入 1.71 亿元，公司利润总额对补贴收入的依赖高。

从主要盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率波动中有所下降，2017 年底分别为 0.62%和 1.28%。受公司经营性质影响，公司整体盈利能力较弱。

2018 年 1~3 月，公司营业收入为 1.52 亿元，以基础设施转让和土地使用权转让收入为主；利润总额 0.06 亿元，主要来自其他收益中的政府补助。公司营业利润率为 7.78%。

3. 现金流及保障

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。

2017年，公司经营活动产生的现金流入为18.87亿元，公司现金收入比为37.47%，同比大幅下降；公司经营活动产生的现金流量净额为0.08亿元，较上年下降94.62%，主要系往来款支出规模较大所致。

2017年，公司投资活动现金流入2.75亿元，主要为收回理财产品收到的现金；投资活动现金流出11.74亿元，主要包含收购子公司支付的现金和对在建工程的建设投入；公司投资活动现金流净额8.99亿元。

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逐年下降，2017年为70.02亿元，较上年下降9.53%，其中吸收投资收到的现金为12.41亿元，主要是汾湖高新区管委会拨付的资金及置换资产资金；借款所收到的现金同比减少至39.61亿元，其中包括发行12.00亿元超短期融资券；收到其他与筹资活动有关的现金主要为收到的单位往来。2017年，公司筹资活动现金流出51.93亿元，主要为偿还债务支付的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额为18.09亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 0.43 亿元；投资活动现金流量净额为-0.67 亿元，主要系购建固定资产、无形资产支付的现金规模较大；筹资活动产生的现金流量净额为-5.78 亿元。

4. 偿债能力

公司短期债务规模大，存在一定的短期支

付压力，整体偿债风险较小。公司对外担保规模大、担保比率较高，公司或有负债风险较高。

从短期偿债指标看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 437.93%和 142.73%，均较上年底有所增长，2018 年 3 月底，上述两个指标分别为 476.73%和 147.79%。由于公司流动资产以大额土地存货和应收类款项为主，其变现能力将弱化公司实际短期偿债指标。2017 年，公司经营现金流动负债比为 0.14%，较上年减少 1.77 个百分点。2018 年 3 月底，公司现金类资产 19.39 亿元，为短期债务的 0.62 倍。总体来看，公司短期债务规模大，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债指标看，2017年，公司全部债务同比增长，而公司整体盈利能力弱，导致全部债务/EBITDA上升至 64.37倍，EBITDA对全部债务的保障能力有所减弱。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。

2018年3月底，公司共获得各商业银行累计授信总额95.99亿元，已使用61.64亿元，剩余34.35亿元，公司间接融资渠道较畅通。

对外担保方面，2018年3月底，公司合并口径对外担保余额总计58.84亿元，担保比率52.20%，担保比率较高。被担保对象以国企为主，对国企的担保余额占比为91.26%，其中：担保余额前三名的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、苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司均为城投企业；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。目前，被担保企业正常经营，但考虑到公司对外担保规模大、担保比率较高，公司或有负债风险较高。

表7　2018年3月底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额（万元）
苏州汾湖城区资产运营有限公司	105900.00
苏州市黎里城镇化建设有限公司	98450.00
苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司	90900.00
苏州市黎里城镇化建设有限公司	90260.00
苏州汾湖城区资产运营有限公司	81500.00
吴江临沪投资发展有限公司	42000.00
永鼎集团有限公司	36900.00
吴江经济技术开发区发展总公司	28000.00
江苏永鼎控股有限公司	14500.00
合计	**588410.00**

资料来源：公司提供

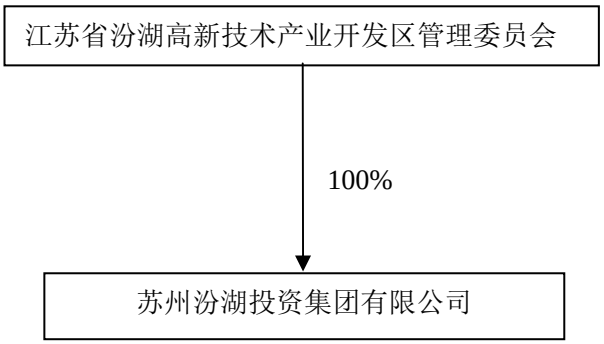
九、存续期债券偿债能力分析

2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为“14 汾湖债/PR 苏汾湖”（余额 7.20 亿元）的 0.28 倍、2.62 倍和 0.01 倍。“14 汾湖债/PR 苏汾湖”设置了分期还本条款，第 3~7 年末分别支付本金的 20%（2.40 亿元）。2017 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为分期还本的 0.83 倍、7.87 倍和 0.03 倍。跟踪期内，经营活动现金流入量对未来分期还本覆盖能力较强。

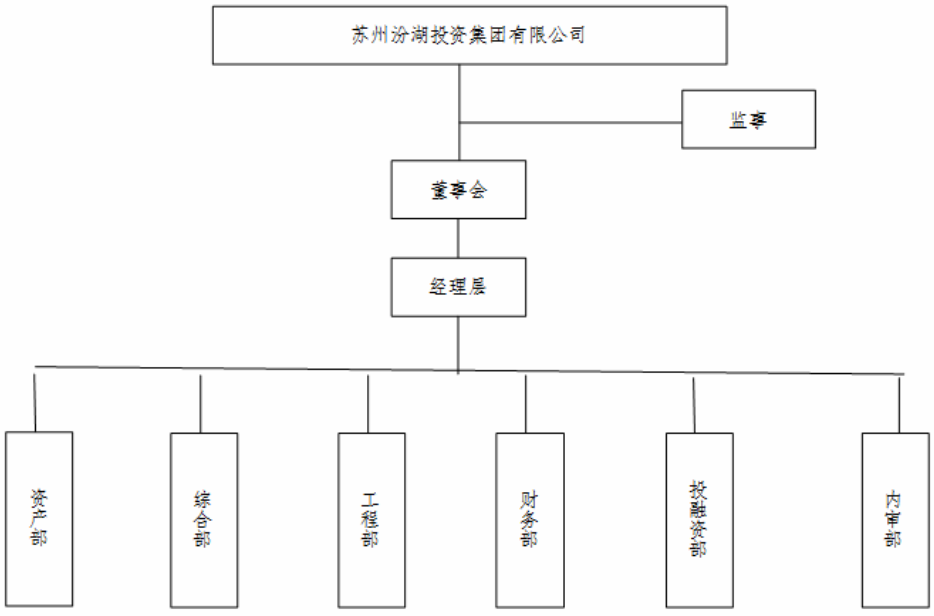
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，“14 汾湖债/PR 苏汾湖”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2018 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	企业	级次	注册资本	持股比例%	享有表决权%	取得方式（投资、划转）
1	吴江大众交通汽车服务有限公司	1	200 万元	100	100	投资设立
2	吴江汾湖国际会议中心有限公司	1	100 万元	100	100	投资设立
3	苏州市北厍水产养殖有限公司	1	80 万元	100	100	投资设立
4	吴江汾湖污水处理有限公司	1	20000 万元	100	100	投资设立
5	苏州市汾湖南部污水处理有限公司	2	1000 万元	100	100	投资设立
6	苏州市吴江区芦墟污水处理有限公司	2	3200 万元	100	100	划转
7	苏州市汾湖西部污水处理有限公司	2	2000 万元	100	100	投资设立
8	吴江汾湖科技创业投资发展有限公司	1	10880 万元	100	100	投资设立
9	吴江汾湖科技创业服务有限公司	2	200 万元	100	100	投资设立
10	苏州复寰环境生物新技术有限公司	2	200 万元	100	100	投资设立
11	吴江汾湖排水有限公司	2	10000 万元	100	100	投资设立
12	苏州汾湖城建房产开发有限公司	1	3200 万元	100	100	投资设立
13	吴江市心缘物业有限公司	2	50 万元	100	100	投资设立
14	吴江汾湖土方工程有限公司	1	10000 万元	100	100	投资设立
15	吴江汾湖城市投资发展有限公司	1	20000 万元	100	100	投资设立
16	吴江市振兴资源开发有限公司	2	5000 万元	100	100	投资设立
17	吴江汾湖古镇保护开发有限公司	1	170500 万元	90.85	90.85	投资设立
18	苏州市黎里文化旅游发展有限公司	2	500 万元	90.85	90.85	投资设立
19	吴江临沪国际物流有限公司	1	15000 万元	66.67	66.67	投资设立
20	江苏集萃光电检测中心有限公司	2	10000 万元	100	100	投资设立
21	苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司	1	80000 万元	100	100	非同一控制下的合并
22	苏州汾投资本管理有限公司	1	300 万元	70	70	投资设立
23	苏州汾湖高新控股有限公司	1	200000 万元	90	90	投资设立
24	苏州市吴江区汾湖代建项目管理有限公司	1	1000 万元	100	100	投资设立

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.32	18.23	24.91	19.39
资产总额(亿元)	259.54	252.15	263.48	263.09
所有者权益(亿元)	90.82	98.86	112.73	112.78
短期债务(亿元)	44.66	40.19	35.16	31.26
长期债务(亿元)	79.39	78.22	93.78	98.13
全部债务(亿元)	124.05	118.41	128.94	129.39
营业收入(亿元)	8.21	8.19	8.06	1.52
利润总额(亿元)	1.79	1.84	1.56	0.06
EBITDA(亿元)	2.18	2.31	2.00	--
经营性净现金流(亿元)	4.57	1.41	0.08	0.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.49	29.31	4.16	--
存货周转次数(次)	0.04	0.04	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	88.40	83.35	37.47	46.96
营业利润率(%)	8.52	8.40	5.26	7.78
总资本收益率(%)	0.74	0.85	0.62	--
净资产收益率(%)	1.74	1.75	1.28	--
长期债务资本化比率(%)	46.64	44.17	45.41	46.53
全部债务资本化比率(%)	57.73	54.50	53.36	53.43
资产负债率(%)	65.01	60.79	57.22	57.13
流动比率(%)	274.55	315.33	437.93	476.73
速动比率(%)	91.81	79.29	142.73	147.79
经营现金流动负债比(%)	5.18	1.91	0.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	57.01	51.30	64.37	--

注：1. 2015~2016 年财务数据根据 2017 年新准则调整追溯为准。

2. 已将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务核算。

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
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	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	营业利润/营业收入净额×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 5-1　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 5-2　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 5-3　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。