信用等级公告

联合〔2019〕1213 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及其相关债券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”“18 汾湖投资 MTN001”“18 汾湖投资 MTN003”“19 汾湖投资 MTN001”信用等级为 AA，“18 汾湖投资 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十一日

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
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

本次评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用

债券简称	债券余额	到期日	跟评结果	上次结果
14 汾湖债/PR 苏汾湖	4.80 亿元	2021/2/28	AA	AA
18 汾湖投资 MTN001	2.00 亿元	2021/6/22	AA	AA
18 汾湖投资 MTN002	5.00 亿元	2021/8/14[1]	AAA	AAA
18 汾湖投资 MTN003	4.00 亿元	2021/9/5	AA	AA
19 汾湖投资 MTN001	9.00 亿元	2024/3/25	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 11 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.23	24.91	16.19	18.76
资产总额(亿元)	252.15	263.48	276.73	284.67
所有者权益(亿元)	98.86	112.73	115.59	115.70
短期债务(亿元)	40.19	35.16	48.69	55.27
长期债务(亿元)	78.22	93.78	92.20	92.76
全部债务(亿元)	118.41	128.94	140.89	148.03
营业收入(亿元)	8.19	8.06	8.45	1.72
利润总额 (亿元)	1.84	1.56	1.84	0.09
EBITDA(亿元)	2.31	2.00	2.56	--
经营性净现金流(亿元)	1.41	0.08	-3.83	-0.12
营业利润率(%)	8.40	5.26	6.90	7.73
净资产收益率(%)	1.75	1.28	1.39	--
资产负债率(%)	60.79	57.22	58.23	59.36
全部债务资本化比率(%)	54.50	53.36	54.93	56.13
流动比率(%)	315.33	437.93	371.32	340.90
经营现金流动负债比(%)	1.91	0.14	-5.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.24	0.43	0.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	51.30	64.37	54.94	--

注：1. 2016 年财务数据采用 2017 年追溯调整数。 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。

[1] “18 汾湖投资 MTN002”为永续中票，期限为 3+3+N。

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，在资产注入、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，跟踪期内公司债务规模持续增长、受往来款支出影响经营性净现金流转负、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。

“14 汾湖债/PR 苏汾湖”设置本金分期偿还条款。公司 2018 年经营活动现金流入量对未来存续债券单年偿付最大值覆盖能力尚可。“18 汾湖投资 MTN002”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，中债增主体长期信用等级为 AAA，其担保显著提升了该期中期票据本息偿付的安全性。

随着汾湖高新区建设不断完善，招商引资不断推进，基础设施建设和土地资源需求持续，有利于推动公司整体业务平稳发展。

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”“18 汾湖投资 MTN001”“18 汾湖投资 MTN003”“19 汾湖投资 MTN001”信用等级为 AA，“18 汾湖投资 MTN002”信用等级为 AAA，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。

分析师：赵起锋 李海宸
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

2. 汾湖高新区管委会在资产注入、补贴收入等方面给予公司持续的支持，公司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，其他应收款大幅增长，资产流动性弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担有所加重。短期债务规模较大，存在一定短期偿付压力。
3. 跟踪期内，受往来款支出规模扩大影响，公司经营活动现金流呈净流出，对筹资依赖较强。
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（以下简称“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，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至2019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 2018 年底，公司资产总额 276.73 亿元，所有者权益 115.59 亿元（含少数股东权益 2.24 亿元）；2018 年公司实现营业收入 8.45 亿元，利润总额 1.84 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 284.67 亿元，所有者权益 115.70 亿元（含少数股东权益 2.30 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，利润总额 0.09 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

截至跟踪评级日，由联合资信所评公司存续债券包括 5 期债券， 债券余额合计 24.80 亿元，详见表 1。其中，“18 汾湖投资 MTN002”为可续期中期票据，且具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。跟踪期内，“18 汾湖投资 MTN001” “18 汾湖投资 MTN002”“18 汾湖投资 MTN003”“19 汾湖投资 MTN001”尚未到付息日，“14 汾湖债/PR 苏汾湖”已按时足额支付当年利息及分期本金。

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	4.80 亿元	2021/2/28	7.49%
18 汾湖投资 MTN001	2.00 亿元	2021/6/22	7.30%
18 汾湖投资 MTN002	5.00 亿元	2021/8/14	6.80%
18 汾湖投资 MTN003	4.00 亿元	2021/9/5	6.60%
19 汾湖投资 MTN001	9.00 亿元	2024/3/25	5.00%

资料来源：联合资信整理

“14 汾湖债/PR 苏汾湖”用于港南安置房工程，截至 2019 年 3 月底，该安置房已完工并确认销售收入；“18 汾湖投资 MTN001”“18 汾湖投资 MTN002”“18 汾湖投资 MTN003”“19 汾湖投资 MTN001”均用于偿还公司有息债务。截至跟踪评级日，募集资金均已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口

占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务	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

	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	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 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有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

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《2018 年苏州市吴江区国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，吴江区实现地区生产总值 1925.03 亿元，比上年增长 7.0%。规模以上工业总产值 3537.00 亿元，增长 5.3%；工业用电量 248.73 亿度，增长 4.4%。固定资产投资 574.22 亿元。2018 年完成一般公共预算收入 202.90 亿元，增长 10.6%，其中税收收入 183.60 亿元，增长 14.0%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 90.5%。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 193.06 亿元，增长 10.7%，其中城乡公共服务支出 147.13 亿元。

根据公司提供的《2018 年汾湖高新区主要经济统计指标》，2018 年，汾湖高新区完成地区生产总值 285.24 亿元，增长 7.63%；工业总产值 686.99 亿元，同比增长 11.68%，其中规模以上工业企业总产值 494.63 亿元。全社会固定资产投资 71.51 亿元，同比增长 7.68%。2018 年一般公共预算收入 26.34 亿元，增长 6.55%。

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，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。2018年和2019年一季度，公司确认财政补贴收入分别为1.46亿元和0.12亿元。

2018 年，汾湖高新区管委会向公司划拨 1.04 亿元房产，公司计入“资本公积”科目。

根据公司提供的2019年4月4日的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G1032058400162790R），跟踪期内，公司本部无未结清不良、关注类信贷记录。

六、管理分析

2018 年 9 月，公司重新修订了公司章程。根据新修订的章程，对董事会、监事会人数及产生方式进行了调整。

董事会成员由 3 名增至 5 名，其中非职工代表董事 3 人，由股东委派；职工代表董事 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生。董事长由股东从董事会成员中指定。

监事会成员由 1 人增至 3 人，其中非职工代表监事 2 人，由股东委派；职工代表监事 1 人，由公司职工代表大会民主选举产生监事由股东委派产生。监事会设主席一名，由股东从监事会成员中指定。监事任期每届三年，监事任期届满，连选可以连任，董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司章程的修订有利于公司治理结构的完善。跟踪期内，公司组织结构和管理制度无重大变化。

七、经营分析

1、经营概况

跟踪期内，公司仍主要负责汾湖高新区基础设施建设业务和安置房建设业务，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。收入构成未发生明显变化。

2018 年，公司主营业务收入为 7.70 亿元，其收入主要源于公司基础设施建设收入、土地使用权转让收入和安置房销售收入。受到用地需求和安置、结算进度等因素影响，2018 年，公司土地使用权出让收入和安置房销售收入分别同比增长 32.30%和 24.21%，基础设施建设收入同比下降 35.00%。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入1.51亿元，主要来自土地使用权转让收入。

从毛利率看，跟踪期内，公司基础设施建设业务毛利率比较稳定。由于安置房建设销售收入按照成本确认，故毛利率基本为零。2018 年，公司土地使用权转让收入确认模式从仅按成本确认收入变为加成一定利润，毛利率提高至 8.24%。跟踪期内，公司整体毛利率变化主要来土地使用权转让收入结算模式变化和占比提高，2018 年和 2019 年一季度，公司综合毛利率分别为 6.58%和 6.07%。

表 3　2017—2018 年及 2019 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	2017 年			2018 年			2019 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	30477.45	40.95	16.00	19810.78	25.73	16.01	--	--	--
土地使用权转让	24238.51	32.57	0.00	32066.86	41.64	8.24	10209.87	67.73	16.69
安置房建设销售	17231.04	23.15	0.00	21402.27	27.79	0.00	4271.23	28.34	0.00
污水处理	982.14	1.32	-142.69	1518.57	1.97	-105.42	407.13	2.70	-178.44
建设服务费	984.63	1.32	100.00	1311.50	1.71	100.00	--	--	--
物业管理	329.59	0.44	-78.22	355.46	0.46	-85.20	98.12	0.65	-43.27
养殖水面租赁	184.6	0.25	36.1	184.60	0.24	41.69	--	--	--
污水口建设收入	--	--	--	354.72	0.46	-66.81	87.74	0.58	-23.34
合 计	**74427.96**	**100.00**	**5.73**	**77004.76**	**100.00**	**6.58**	**15074.09**	**100.00**	**6.07**

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. 业务经营分析

基础设施建设业务

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，2018年，公司确认基础设施建设业务收入1.98亿元（不含税），同比下降主要系跟踪期内竣工结算的项目较少所致。2019年1—3月，公司未确认基础设施建设业务收入。

截至2019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12.07亿元。

基建项目管理业务

2018年起，由公司新设子公司苏州市吴江区汾湖代建项目管理有限公司（以下简称“代建公司”）负责代管委会对基建项目进行管理。代建公司所承接的项目将利用财政资金直接支付工程款等成本支出，公司仅负责项目建设过程中的手续办理及工程管理等业务，并按项目进度向财政局收取小额的建设服务费。

2018年，根据高新区财政局出具的代建管理服务费结算表，公司负责的多条道路、公园景观绿化、农村污水工程等项目当年投资7216.60万元，确认基建项目代建服务费106.06万元（含税），反映在“建设服务费”中。

安置房建设业务

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”）和苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司（以下简称“城乡一体化公司”）。截至2019年3月底，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。

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，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，因此汾湖高新区管委会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确认为房屋销售收入。2018 年，公司按照成本确认安置房建设销售收入 2.14 亿元。安置房建设业务的利润主要来自单独确认的建设服务费。根据公司与汾湖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—2018 年汾湖高新区管委会确认公司对城司新天地（汾湖人家）投资额 38633.31 万元，按 6%确认应收安置房服务费 2318 万元，2018 年应收 1317.04 万元（含税）。

其他业务

公司土地使用权转让板块收入来源主要是公司将自有土地转让给政府，公司不进行土地整理工作。根据公司每年与苏州市吴江区黎里镇人民政府签订的土地转让协议，黎里镇人民政府将根据区域发展需要分批购买公司土地使用权。根据 2017 年以前的土地使用权转让协议，2016—2018 年，公司以成本价向黎里镇人民政府分批转让土地 5 宗，转让价款合计 7.05 亿元。根据公司 2017 年与黎里镇政府签订的《土地使用权转让协议》，黎里镇政府从公司分批回收 3 宗土地，约定的回收金额为 5.67 亿元，约定价格在土地的账面成本价加成一定比例，具体比例根据各年的土地转让协议具体约定。2018 年转让土地 1 宗，转让金额 1.59 亿元。

2018 年和 2019 年一季度公司分别确认土地使用权收入 3.21 亿元和 1.02 亿元。根据公司 2018 年与黎里镇政府新签订的《土地使用权转让协议》，2020-2022 年，公司拟转让 6 宗土地，面积共 18.61 万平方米，转让价合计 10.66 亿元。

表 4　公司土地使用权转让情况（单位：万元）

土地证号	转让价款	加成比例	2016 年 转让金额	2017 年 转让金额	2018 年 转让金额
吴国用（2011）第 07049211 号	30191.35	0%	15095.68	--	--
吴国用（2011）第 07049212 号	28239.9	0%	15000.00	15000.00	16208.43
吴国用（2010）第 07049218 号	4395.78	0%			
吴国用（2011）第 07049213 号	13572.75	0%			
吴国用（2012）第 07049217 号	9238.51	0%	--	9238.51	--
吴国用（2015）第 1102207 号	15858.42	20%	--	--	15858.42
合计	**101496.71**	**--**	**30095.68**	**24238.51**	**32066.85**

资料来源：公司提供

公司其他业务包括物业管理、污水处理等业务。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进行物业管理，2018年及2019年1—3月，该板块收入分别为355.46万元和98.12万元，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2019年3月底，2个项目已投入19.90亿元。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。

公司还负责汾湖科技创业园工程项目的建设。该项目总占地面积约158.3亩，建设内容主要包括研发楼、中试孵化厂房、人才公寓等，总投资为4.49亿元，目前该项目正在追加配套设施建设，已累计投资5.72亿元。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2018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2019年一季度财务报表未经审计。

2019年3月底，公司纳入合并范围的子公司25家。跟踪期内合并范围变化对公司合并财务报表数据可比性影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 276.73 亿元，所有者权益 115.59 亿元（含少数股东权益 2.24 亿元）；2018 年公司实现营业收入 8.45 亿元，利润总额 1.84 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 284.67 亿元，所有者权益 115.70 亿元（含少数股东权益 2.30 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，利润总额 0.09 亿元。

1. 资产质量

2018 年底，公司资产总额为 276.73 亿元，同比增长 5.03%，其中，流动资产占 88.06%。公司资产已流动资产为主。

表 5　2017—2019 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科　目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.68	9.37	15.80	5.71	18.76	6.59
其他应收款	47.46	18.01	65.98	23.84	67.01	23.54
存货	159.32	60.47	156.68	56.62	156.56	55.00
流动资产	**236.35**	**89.70**	**243.68**	**88.06**	**248.66**	**87.35**
在建工程	17.50	6.64	21.70	7.84	22.69	7.97
非流动资产	**27.13**	**10.30**	**33.05**	**11.94**	**36.01**	**12.65**
资产总额	**263.48**	**100.00**	**276.73**	**100.00**	**284.67**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表

2018 年底，公司流动资产 243.68 亿元，同比增长 3.10%，主要系其他应收款增加所致。流动资产中，公司货币资金为 15.80 亿元，同比下降 35.98%，其中受限货币资金 1.00 亿元，系定期存单质押。公司应收账款 3.91 亿元，同比增长 10.13%，主要系应收高新区财政局款项增加，2018 年底应收高新区财政局款项 3.90 亿元。2018 年底，公司其他应收款为 65.98 亿元，同比增长 39.01%，主要为应收汾湖高新区财政局及其他国有企业的往来款大幅增加。公司存货 156.68 亿元，同比下降 1.66%，主要由开发成本（90.13 亿元）和土地（66.40 亿元）构成。

2018 年底，公司非流动资产 33.05 亿元，同比增长 21.82%，主要系在建工程增长所致。公司在建工程为 21.70 亿元，同比增长 24.02%，主要系黎里古镇保护开发工程和西部污水工程投入所致。

2019 年 3 月底，公司资产总额 284.67 亿元，较 2018 年底变动不大，资产构成仍以流动资产为主（占 87.35%）。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产 58.88 亿元，其中包括 1.50 亿元货币资金、41.10 亿元土地使用权和 1.19 亿元的其他资产（存货-开发成本、固定资产、投资性房地产和无形资产等），子公司股权质押 15.09 亿元。受限土地占公司土地资产的 60.89%，受限比例较高。

跟踪期内公司资产规模稳步上升，流动资产中应收类款项大幅增加，存货中开发成本和土地占比高，土地资产抵押比例高且变现具有一定的不确定性，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2. 负债和所有者权益

所有者权益

2018 年底，所有者权益 115.59 亿元（含少数股东权益 2.24 亿元），其中股本占 26.47%、资本公积占 62.95%、未分配利润占 8.84%，盈余公积占比较小。其中，2018 年底公司资本公积较 2017 年底增加 1.04 亿元，增幅为 1.48%，主要系汾湖高新区管委会向公司子公司划拨房产。

2019 年 3 月底，公司所有者权益为 115.70 亿元（含少数股东权益 2.30 亿元），规模和结构较上年底变化不大。总体来看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债合计 161.14 亿元，同比增长 6.89%，其中非流动负债占 59.27%。2018 年底公司流动负债同比增长 21.60%，主要系当期一年内到期的非流动负债和其他流动负债增长所致。2018 年底，公司其他应付款 13.48 亿元，主要为往来款，同比下降 10.02%，主要系往来款结清所致。公司一年内到期的非流动负债为 27.09 亿元，同比大幅增加 11.53 亿元，其中一年内到期的长期借款 19.71 亿元、一年内到期的应付债券 7.38 亿元。公司其他流动负债 15 亿元，包含 6 笔超短期融资券。

2018 年底，公司非流动负债 95.51 亿元，同比变化不大，主要由长期借款（54.38 亿元）和应付债券（37.82 亿元）。

2018 年底，公司有息债务 140.89 亿元，同比增长 9.27%，其中短期债务 48.69 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 92.20 亿元。

2019 年 3 月底，公司负债合计 168.97 亿元，同比增长 4.86%。流动负债占比继续上升，为 43.17%，主要系一年内到期的非流动负债增长；有息债务总额 148.03 亿元，较 2018 年底小幅增长，主要来自应付债券的增长。公司有息债务中 57.11 亿元将于 2020 年到期，存在集中兑付压力。

表 6 公司债务情况（单位：亿元）

科目	2017年	2018年	2019年3月底
短期债务	35.16	48.69	55.27
长期债务	93.78	92.20	92.76
全部债务	128.94	140.89	148.03
长期债务资本化比率(%)	45.41	44.37	44.50
全部债务资本化比率(%)	53.36	54.93	56.13
资产负债率(%)	57.22	58.23	59.36

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

从债务指标情况看，2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率同比小幅上升，分别为 58.23%和 54.93%。随着到期债务规模增加短期债务占比提高，长期债务资本化比率同比小幅下降至 44.37%；2019 年 3 月底，上述指标分别为 59.36%、56.13%和 44.50%。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担有所加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业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。2018 年，公司营业收入为 8.45 亿元，同比增长 4.89%。营业成本同比有所提高，2018 年为 7.57 亿元，较 2017 年增长 3.71%。2018 年公司营业利润率 6.90%，同比提高 1.64 个百分点。

2018 年，财务费用大幅增长导致期间费用占营业收入比重上升至 8.40%，公司期间费用控制能力有所下降。

2018 年公司利润总额为 1.84 亿元，其中补贴收入 1.46 亿元，公司利润总额对补贴收入的依赖程度高。

从主要盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率小幅提高，2018 年分别为 0.71%和 1.39%。受公司经营性质影响，公司整体盈利能力较弱。

2019 年 1—3 月，公司营业收入为 1.72 亿元，以土地使用权转让收入为主；利润总额 0.09 亿元，主要来自其他收益中的政府补助。公司营业利润率为 7.73%。

跟踪期内，公司营业收入和利润总额有所提高，但盈利能力较弱，补贴收入仍是公司利润总额的主要支撑。

4. 现金流分析

2018年，公司经营活动产生的现金流入为20.80亿元，同比增长10.10%，主要系安置房、基建项目和土地回款规模增加。公司现金收入比为100.33%，同比大幅提高；公司经营活动产生的现金流量净额由正转负，为-3.83亿元，主要系当期往来款支出规模扩大所致。

2018年，公司投资活动现金流入量金额较小，同比大幅减少主要系理财资金规模缩小。投资活动现金流出3.38亿元，主要为在建工程的建设投入；公司投资活动现金流净额-2.90亿元。

筹资活动方面，筹资活动现金流入主要为借款和发行债券收到的现金，2018年为62.63亿元，较上年下降10.56%，主要系收到往来款规模减少。2018年，公司筹资活动现金流出63.28亿元，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-0.65亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为-0.12 亿元；投资活动现金流量净额为-2.88亿元，主要系投资子公司支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额为 5.46 亿元。

跟踪期内，受往来款支出规模扩大影响，公司经营活动现金流呈净流出，对筹资依赖较强。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 371.32%和 132.58%，均较上年底有所下降；2019 年 3 月底，上述两个指标分别为 340.90%和 126.26%。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。2018年，公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债没有保障能力。2019 年 3 月底，公司现金类资产 18.76 亿元，为短期债务的 0.34 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，2018年，公司EBITDA增至2.56亿元，全部债务/EBITDA下降至 54.94倍，EBITDA对全部债务的保障能力仍较弱。

2019年3月底，公司共获得各商业银行累计授信总额112.89亿元，已使用74.97亿元，剩余37.92亿元，公司间接融资渠道较畅通。

对外担保方面，2019年3月底，公司合并口径对外担保余额总计49.31亿元，担保比率43.52%，对外担保余额有所下降但担保比率较高。被担保对象以国企为主，对国企的担保余额占比为91.64%，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区域内其他国有企业；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，公司存在一定或有负债风险。

表7 2019年3月底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额（万元）	担保类型
苏州汾湖城区资产运营有限公司	77000.00	保证
苏州市黎里城镇化建设有限公司	109650.00	保证
苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司	75000.00	保证
永鼎集团有限公司	29700.00	保证
江苏永鼎控股有限公司	11500.00	保证
吴江临沪投资发展有限公司	22000.00	抵押
苏州汾湖城区资产运营有限公司	78000.00	抵押
苏州市黎里城镇化建设有限公司	90260.00	抵押
合计	**493110.00**	--

资料来源：公司提供

综合考虑到公司在汾湖高新区基础设施建设中的重要地位以及所获得的政府支持持续有力，同时公司可转让土地资产规模较大，未来产生土地转让收入有利于补充公司资金，公司

整体偿债能力很强。

6. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产总额321.25亿元，同比增长10.66%。其中，流动资产为286.68亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为114.45亿元，同比变化不大。其中，实收资本占26.21%、资本公积占60.46%。母公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债总额206.80亿元，较上年增长9.35%，主要由流动负债构成。母公司2018年底资产负债率为64.37%，同比小幅下降，但整体债务负担仍较重。

2018 年，母公司实现营业收入 5.73 亿元，占合并口径营业收入的 67.84%。营业成本为 4.80 亿元。母公司 2018 年净利润为 1.96 亿元，同比有所增长。

2019 年 3 月底，母公司资产总额 331.40 亿元，所有者权益 114.60 亿元，2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 1.16 亿元，利润总额 1937.04 万元。

九、存续期债券偿债能力分析

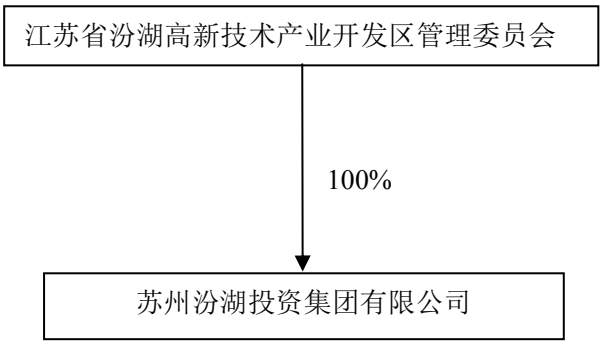
2019 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券余额 24.80 亿元。考虑到“14 汾湖债/PR 苏汾湖”设置了分期还本条款，第 3~7 年末分别支付本金的 20%（2.40 亿元），公司存续债券将于 2021 年面临单年偿付最大值，当年需偿还本金 13.40 亿元（假设“18 汾湖投资 MTN002”于 2021 年偿还）。2018 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为单年偿付最大值（13.40 亿元）的 0.19 倍和 1.55 倍。经营现金流入对未来存续债券单年偿付最大值覆盖能力一般。

“18汾湖投资MTN002”由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2018年7月3日，联合资信评定中债增主体长期信用等级为AAA。中债增为“18汾湖投资MTN002”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了该期中期票据还本付息安全性。

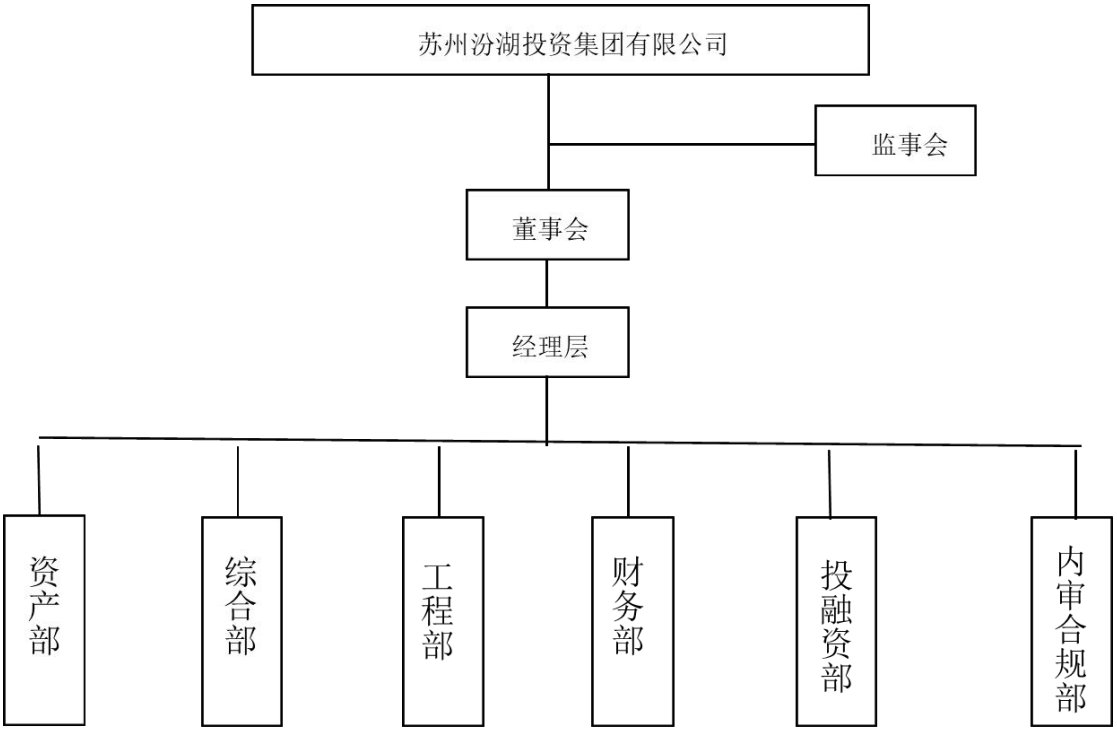
十、结论

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”“18汾湖投资MTN001”“18汾湖投资MTN003”“19汾湖投资MTN001”信用等级为AA，“18汾湖投资MTN002”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	注册资本	直接持股比例%	间接持股比例%	取得方式
1	吴江大众交通汽车服务有限公司	200 万元	100		投资设立
2	吴江汾湖国际会议中心有限公司	100 万元	100		投资设立
3	苏州市北厍水产养殖有限公司	80 万元	100		投资设立
4	吴江临沪国际物流有限公司	15000 万元	66.67		投资设立
5	吴江汾湖土方工程有限公司	10000 万元	99.50	0.50	投资设立
6	吴江汾湖污水处理有限公司	20000 万元	100		投资设立
7	苏州市汾湖南部污水处理有限公司	1000 万元		100	投资设立
8	苏州市吴江区芦墟污水处理有限公司	3200 万元		100	划转
9	苏州市汾湖西部污水处理有限公司	2000 万元		100	投资设立
10	苏州汾湖市政养护有限公司	10000 万元		100	投资设立
11	苏州市汾湖黎花污水处理有限公司	2000 万元		100	投资设立
12	吴江汾湖城市投资发展有限公司	40000 万元	98.50	1.50	投资设立
13	吴江市振兴资源开发有限公司	5000 万元		100	投资设立
14	吴江汾湖科技创业投资发展有限公司	50880 万元		100	投资设立
15	吴江汾湖科技创业服务有限公司	200 万元		100	投资设立
16	苏州复寰环境生物新技术有限公司	200 万元		100	投资设立
17	江苏集萃光电检测中心有限公司	10000 万元		100	投资设立
18	苏州汾湖城建房产开发有限公司	3200 万元	100		投资设立
19	吴江市心缘物业有限公司	50 万元		100	投资设立
20	吴江汾湖古镇保护开发有限公司	170500 万元	90.85		投资设立
21	苏州市黎里文化旅游发展有限公司	500 万元		90.85	投资设立
22	苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司	80000 万元	100		非同一控制下的合并
23	苏州汾投资本管理有限公司	300 万元	70		投资设立
24	苏州汾湖高新控股有限公司	200000 万元	90		投资设立
25	苏州市吴江区汾湖代建项目管理有限公司	1000 万元	100		投资设立

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.23	24.91	16.19	18.76
资产总额(亿元)	252.15	263.48	276.73	284.67
所有者权益(亿元)	98.86	112.73	115.59	115.70
短期债务(亿元)	40.19	35.16	48.69	55.27
长期债务(亿元)	78.22	93.78	92.20	92.76
全部债务(亿元)	118.41	128.94	140.89	148.03
营业收入(亿元)	8.19	8.06	8.45	1.72
利润总额(亿元)	1.84	1.56	1.84	0.09
EBITDA(亿元)	2.31	2.00	2.56	--
经营性净现金流(亿元)	1.41	0.08	-3.83	-0.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	29.31	4.16	2.09	--
存货周转次数(次)	0.04	0.04	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	83.35	37.47	100.33	58.61
营业利润率(%)	8.40	5.26	6.90	7.73
总资本收益率(%)	0.85	0.62	0.71	--
净资产收益率(%)	1.75	1.28	1.39	--
长期债务资本化比率(%)	44.17	45.41	44.37	44.50
全部债务资本化比率(%)	54.50	53.36	54.93	56.13
资产负债率(%)	60.79	57.22	58.23	59.36
流动比率(%)	315.33	437.93	371.32	340.90
速动比率(%)	79.29	142.73	132.58	126.26
经营现金流动负债比(%)	1.91	0.14	-5.83	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.24	0.43	0.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	51.30	64.37	54.94	--

注：1. 2016 年财务数据采用 2017 年追溯调整数。

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	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　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 5-3　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	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