

信用等级公告

联合〔2020〕1617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拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定苏州汾湖投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，苏州汾湖投资集团有限公司2020年度第一期中期票据的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月十九日



苏州汾湖投资集团有限公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 7 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2020 年 6 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级		a	评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
		调整因素和理由		
政府支持			3	

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

苏州汾湖投资集团有限公司(以下简称“公司”)是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, 近年来持续获得政府在资金及资产注入、财政补贴等方面的有力支持。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司资产流动性较弱、债务规模呈上升趋势且短期偿付压力较大、对外担保规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着长三角生态绿色一体化发展示范区建设的推进, 汾湖高新区的基础设施建设和土地开发需求持续扩大, 将推动公司业务平稳发展, 联合资信对公司的评级展望为稳定。公司经营活动现金流入量对公司拟发行的 2020 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”)的保障能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

- 近年来, 汾湖高新区经济稳步发展, 公司发展的外部环境良好。2019 年, 汾湖高新区实现地区生产总值 304.05 亿元, 完成一般公共预算收入 28.87 亿元, 同比分别增长 6.60%和 9.59%。
- 公司是汾湖高新区重要的基础设施建设主体, 持续获得政府在资金及资产注入、财政补贴等方面的有力支持。

关注

- 近年来, 公司资产以其他应收款和存货为主; 其他应收款占用资金明显, 存货中开发成本和土地占比高, 土地资产抵押规模较大且变现具有一定的不确定性; 公司资产流动性较弱, 资产质量一般。
- 近年来, 公司债务规模呈上升趋势, 债务负担有所加重, 且短期债务规模较大, 公司短期偿付压力较大。

分析师：张建飞 李文强

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

3. 公司项目投入和债务偿还主要依赖外部融资；随着项目建设的持续推进以及公司债务陆续到期，公司对外筹资的需求较高。

4. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	24.91	16.19	14.67	11.41
资产总额（亿元）	263.48	276.73	286.90	286.63
所有者权益（亿元）	112.73	115.59	116.44	116.69
短期债务（亿元）	35.16	48.69	45.19	41.11
长期债务（亿元）	93.78	92.20	104.22	106.06
全部债务（亿元）	128.94	140.89	149.40	147.17
营业收入（亿元）	8.06	8.45	8.21	2.00
利润总额（亿元）	1.56	1.84	1.61	0.09
EBITDA（亿元）	2.00	2.56	3.00	--
经营性净现金流（亿元）	0.08	-3.83	4.57	2.56
现金收入比（%）	37.47	100.33	120.05	89.67
营业利润率（%）	5.26	6.90	7.74	5.72
净资产收益率（%）	1.28	1.39	1.25	--
资产负债率（%）	57.22	58.23	59.42	59.29
全部债务资本化比率（%）	53.36	54.93	56.20	55.78
经营现金流动负债比（%）	0.14	-5.83	7.25	--
流动比率（%）	437.93	371.32	386.88	397.64
速动比率（%）	142.73	132.58	137.00	133.35
现金短期债务比（倍）	0.71	0.33	0.32	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	0.43	0.33	0.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	64.37	54.94	49.79	--
公司本部				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	301.61	321.25	308.44	305.21
所有者权益（亿元）	112.49	114.45	114.22	114.54
全部债务（亿元）	70.40	86.07	100.69	97.32
营业收入（亿元）	5.00	5.73	5.28	1.29
利润总额（亿元）	2.00	2.20	1.62	0.30
资产负债率（%）	62.70	64.37	62.97	62.47
全部债务资本化比率（%）	38.49	42.92	46.85	45.94
现金短期债务比（倍）	0.70	0.22	0.34	0.27
流动比率（%）	194.55	189.02	218.12	224.40

经营现金流动负债比(%)	4.65	-5.18	-0.16	--
--------------	------	-------	-------	----

注：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；2020 年一季度数据未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020.03.04	张建飞 李文强	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
AA	稳定	2013.12.27	王紫临 王 玮	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文
AA-	稳定	2009.04.21	陈 静 王楚云	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

苏州汾湖投资集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、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《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（因行政区划调整，2006 年“吴江临沪经济区”更名为“江苏吴江汾湖经济开发区”；2012 年更名为“江苏省汾湖高新技术产业开发区”，以下简称“汾湖高新区”）、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 4500 万元、500 万元和 500 万元，于 2005 年 12 月注册成立的有限责任公司。后经过数次增资和股权变更，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 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”）为公司唯一股东及实际控制人。

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 2020 年 3 月底，公司本部设有资产部、综合部、财务部、工程部、投融资部和内审合规部 6 个职能部门；公司纳入合并范围的子公司 26 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 286.90 亿元，所有者权益 116.44 亿元（含少数股东权益 3.32 亿元）；2019 年公司实现营业收入 8.21 亿元，利润总额 1.61 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 286.63

亿元，所有者权益 116.69 亿元（含少数股东权益 3.45 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.00 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。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2020 年注册总规模 15.00 亿元的中期票据，本期计划在注册额度内发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为 7.00 亿元，期限 3 年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8

规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三

产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年

一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三

档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支

持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、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

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008

年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政

策出现了一定变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许

项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2

月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受

城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投

企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司主要从事汾湖高新区的基础设施建设业务，近年来，吴江区和汾湖高新区经济稳定发展，公司发展的外部环境良好。

吴江区

苏州市吴江区位于江苏省东南部，东接上海市，南连浙江省，下辖 7 个镇和 4 个街道，1 个国家级开发区、2 个省级高新区、1 个省级旅游度假区，是苏州主城区面积最大的板块。吴江区拥有丝绸纺织、电子信息两个千亿级产业，以及光电缆、装备制造两个 500 亿级产业，

区内化纤产量占全国的 1/10，光纤光缆产量占全国的 1/3，电梯产量占国内品牌的 1/6。近年来，吴江区坚持以智能化改造、信息化融合着力提升传统产业，大力发展战略性新兴产业，经济发展动能加速转换、发展质效显著提升。

根据《苏州市吴江区国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，吴江区实现地区生产总值分别为 1788.98 亿元、1925.03 亿元和 1958.16 亿元，按可比价计算分别同比增长 7.1%、7.0%和 5.7%。2019 年，分三次产业看，第一产业实现增加值 37.43 亿元，下降 9.0%；第二产业实现增加值 1008.22 亿元，增长 4.6%；第三产业实现增加值 912.51 亿元，增长 7.8%。三次产业增加值比例由 2017 年的 2.5：51.1：46.4 调整为 2019 年的 1.9：51.5：46.6。2019 年，吴江区按常住人口计算的人均生产总值达 149341 元。

2017—2019 年，吴江区完成固定资产投资分别为 681.5 亿元、574.22 亿元和 583.81 亿元。2019 年，工业投资 174.32 亿元，增长 7.5%；服务业投资 409.41 亿元，下降 0.7%。

2017—2019 年，吴江区完成一般公共预算收入分别为 183.52 亿元、202.90 亿元和 223.10 亿元，分别增长 11.1%、10.6%和 10.0%；其中，税收收入占比分别为 87.7%、90.5%和 91.9%。2017—2019 年，吴江区一般公共预算支出分别为 174.36 亿元、193.06 亿元和 218.17 亿元，分别同比增长 9.5%、10.7%和 13.0%。吴江区财政自给率高。

汾湖高新区

汾湖高新区位于吴江区东部，东临上海大都市区，北接苏锡常都市圈，南接杭嘉湖城市群，总面积约 258 平方公里，湖荡水系总面积约 82 平方公里，占全区总面积的 32%。其水系与苏、浙、沪二省一市水系沟通，处于江苏、浙江、上海交汇的金三角腹地，是中国沿海和长江三角洲经济圈的中心区域，也是“临沪经济圈”中最具地理优势的地区。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，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(规划中)连接苏杭。便捷的交通将汾湖高新区与上海、苏州、杭州、无锡等长三角中心城市融为一体。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。

根据公司提供的《汾湖高新区主要经济统计指标》，2017—2019 年，汾湖高新区完成地区生产总值分别为 265.01 亿元、285.24 亿元和 304.05 亿元，同比分别增长 8.07%、7.63%和 6.60%。2019 年，汾湖高新区工业总产值 711.39 亿元，同比增长 3.55%；全社会固定资产投资 72.48 亿元，同比增长 1.36%。

2017—2019 年，汾湖高新区一般公共预算收入分别为 24.72 亿元、26.34 亿元和 28.87 亿元，分别同比增长 10.40%、6.55%和 9.59%。

2019 年 11 月 19 日，《长三角生态绿色一体化发展示范区总体方案》经国务院批复同意，根据方案，到 2035 年，长三角生态绿色一体化发展示范区将形成更加成熟、更加有效的绿色一体化发展制度体系，全面建设成为示范引领长三角更高质量一体化发展的标杆。一体化示范区范围包括上海市青浦区、江苏省苏州市吴江区、浙江省嘉兴市嘉善县，面积约 2300 平方公里(含水域面积约 350 平方公里)，选择青浦区金泽镇、朱家角镇，吴江区黎里镇(即汾湖高新区)，嘉善县西塘镇、姚庄镇作为一体化示范区的先行启动区，面积约 660 平方公里，着力构建“十字走廊引领、空间复合渗透、人文创新融合、立体网络支撑”的功能布局，严格控制开发强度，蓝绿空间占比不低于 75%，规划建设用地不超过现有总规模。汾湖高新区经济和社会发展面临新的机遇。

五、基础素质分析

公司是汾湖高新区重要的基础设施建设主体，持续在资金及资产注入、财政补贴等方面获得政府的有力支持。

1. 股权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 30.00 亿元，汾湖高新区管委会为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是汾湖高新区重要的基础设施建设主体，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，综合竞争力较强。

3. 人员素质

截至 2020 年 3 月底，公司拥有高级管理人员 3 人，其中法定代表人、董事长兼总经理 1 人；董事兼副总经理 1 人；董事兼副总经理、财务负责人 1 人，均具备较长的行业从业经历和较高的专业水平。

杨亚峰，1978 年 4 月出生，江苏吴江人，注册会计师，本科学历；历任江苏吴江汾湖经济开发区财政局经建科科长、江苏吴江汾湖经济开发区财政局经建科副科长、公司财务部副经理、公司副总经理兼财务负责人；现任公司法定代表人、董事长兼总经理。

包玲英，1976 年 5 月出生，江苏吴江人，本科学历；历任芦墟镇经管办科员、芦墟镇妇联科员、汾湖物流中心科员、汾湖物流中心总经理、吴江市汾湖镇集体资产经营公司法定代表人、董事长、公司总经理助理；现任公司董事兼副总经理。

陈卫秋，1972 年 10 月出生，本科学历；历任吴江市财政局会计师事务所办事员、中国银行芦墟支行信贷员、主任助理、中国银行北库支行副主任、中国银行平望、梅堰区域负责人兼平望支行行长、中国银行同里支行主任、中国银行北库支行行长、公司投融资部经理、公司总经理助理兼任财务负责人；现任公司董

事兼副总经理、财务负责人。

截至 2020 年 3 月底，公司本部拥有在职员工 90 人，其中本科及以上学历人员占 84.44%，专科及以下学历人员占 15.56%；30 岁及以下人员占 5.56%，31~50 岁员工占 94.44%。

总体看，公司高管人员文化素质较高，管理经验较丰富，能够满足公司日常经营管理需要。

4. 外部支持

资金以及资产注入

2015—2016 年，汾湖高新区管委会分别对公司增资 13.00 亿元和 5.70 亿元，其中，包含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 亿元以及货币资金 18.03 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”。

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”。

财政补贴

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”，江苏省汾湖高新技术产业开发区财政局（以下简称“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。

2017—2019 年，公司确认财政补贴收入分别为 1.71 亿元、1.46 亿元和 1.72 亿元。

5. 企业信用记录

根据公司提供的 2020 年 6 月 8 日中国人民银行《企业信用报告》（银行版），公司本部无未结清的不良、关注类信贷记录。

六、管理分析

公司根据相关规定和实际需要建立了较完

善的法人治理体系，并依照业务发展和管理需要制定了相应的管理制度，整体管理运作情况较好。

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》等有关法律法规规定制定《公司章程》，并按公司章程建立了基本完善的法人治理结构。

公司不设股东会，由汾湖高新区管委会行使股东职权，行使决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等职权。

公司设董事会，成员为 5 人，其中职工代表 2 人。董事会中的非职工代表董事由汾湖高新区管委会委派，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生。董事会行使向汾湖高新区管委会报告工作、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案以及制定公司的基本管理制度等职权。

公司设监事会，监事会成员由 3 人组成。非职工代表担任的监事 2 人，由汾湖高新区管委会委派；职工代表监事 1 人，由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人，由汾湖高新区管委会从监事会成员中指定。监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者董事会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责。公司经理负责主持公司的生产经营管理工作 and 组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟定公司内部管理机构设置方案、拟定公司的基本管理制度、制定公司的具体规章、提请聘任或者解聘公司副经理和财务负责人、决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的管理人员等职权。

2. 管理水平

公司本部设有资产部、综合部、财务部、

工程部、投融资部和内审合规部 6 个职能部门，制定了包含预算管理、财务管理、投融资管理、担保制度等方面的制度。

财务管理方面，公司制定了《公司财务管理制度》、《对外投资、担保管理办法》等管理制度，在财务、资金、财务核算、成本费用、收入、利润和对外担保等方面形成了一整套完善的财务管理体系。

投融资管理方面，公司制定并实施了相应的制度管理办法，在办法中明确了公司投融资的制度，通过该制度，公司不仅对项目预算、决算和工程管理等制定了详细的操作方案，也对项目的投资原则、管理机构和投资权限、投资决策机构和决策程序、立项管理、建设管理、运营与移交管理、项目评价以及风险管理等工作制定了明确的操作步骤，还对基建管理的职责、基建建设程序、基建计划管理、基建项目立项与可行性研究报告、基建项目的审批权限、基建设计管理、施工管理和竣工验收以及相关财务报表制度制定了工作守则。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保制度》。公司规定对外提供担保必须经董事会审核。控股子公司不得擅自对外提供担保，若有需要必须报总公司批准。对需要提供的对外担保，必须经过申请人提供资料，财务审计部审查及董事会审批流程。经董事会审议通过后，由董事长或授权代表人签署书面对外担保合同。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责汾湖高新区的基础设施建设

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。近年来，公司主营业务收入基本稳定，综合毛利率逐年增长。

2017—2019 年，公司主营业务收入基本稳定，分别为 7.44 亿元、7.70 亿元和 7.39 亿元。公司主营业务收入主要源于基础设施建设收入、土地使用权转让收入和安置房销售收入。2019 年，公司土地使用权出让收入和安置房销售收入分别为 4.08 亿元和 2.14 亿元，分别同比增长 27.36%和 0.17%，主要受到用地需求和安置、结算进度等因素影响；基础设施建设收入为 0.66 亿元，同比下降 66.91%。

从毛利率看，2017—2019 年，公司主营业务毛利率逐年增长，2019 年为 8.04%。2019 年，公司基础设施建设业务毛利率下降 6.46 个百分点至 9.55%，主要系基础设施建设项目结算加成比例下降（2019 年公司基础设施建设业务根据项目的实际造价加成比例主要为含税 15%）所致。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；2019 年公司安置房建设销售业务毛利率为-4.00%，主要是由于当期确认收入的安置房项目未全部结算完毕导致收入和成本略有偏差。2019 年，受成本加成比例提高的影响，公司土地使用权转让毛利率提高至 16.67%。

2020 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 1.84 亿元，同比增长 22.18%，主要来自土地使用权转让和安置房建设销售收入；同期，公司主营业务毛利率为 6.68%，较 2019 年有所下降。

表 3 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	3.05	40.95	16.00	1.98	25.73	16.01	0.66	8.87	9.55	--	--	--
土地使用权转让	2.42	32.57	0.00	3.21	41.64	8.24	4.08	55.26	16.67	1.18	64.16	16.68
安置房建设销售	1.72	23.15	0.00	2.14	27.79	0.00	2.14	29.01	-4.00	0.61	33.01	0.00

污水处理	0.10	1.32	-142.69	0.15	1.97	-105.42	0.23	3.05	-106.66	0.03	1.59	-255.03
建设服务费	0.10	1.32	100.00	0.13	1.71	100.00	0.14	1.93	100.00	--	--	--
物业管理	0.03	0.44	-78.22	0.04	0.46	-85.20	0.05	0.71	40.18	0.01	0.77	-3.34
养殖水面租赁	0.02	0.25	36.10	0.02	0.24	41.69	0.04	0.55	59.92	0.01	0.48	9.30
污水口建设收入	--	--	--	0.04	0.46	-66.81	0.05	0.62	-25.15	--	--	--
检测服务费	--	--	--	--	--	--	0.00	0.00	20.04	--	--	--
合计	7.44	100.00	5.73	7.70	100.00	6.58	7.39	100.00	8.04	1.84	100.00	6.68

注：部分数值为 0.00 系四舍五入所致；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设业务

受竣工结算的项目较少以及结算加成比例下降影响，公司基础设施建设业务收入与毛利率均有所下降。公司完工待结算的基础设施建设项目规模较大，未来该业务持续性较有保障。

汾湖高新区管委会针对基础设施建设项目每年与公司签署协议，协议约定在工程竣工验收合格后予以整体转让，项目的转让价以工程竣工验收合格后项目的实际造价加成一定比例（主要为15%~25%）作为最终转让结算价。同时，协议会明确当年转让项目情况、结转成本金额及最终转让结算价。

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—2019年，公司确认基础设施建设业务收入逐年下降，分别为3.05亿元、1.98亿元和0.66亿元，主要系竣工结算的项目较少所致。截至2020年3月底，公司已完工待结算的基础设施建设项目合计14.63亿元（不含计入的资本化利息数）。

截至2019年底，公司在建基础设施项目主要包括汾湖文体中心、三白荡生态公园、各类道路等，未来尚需支付3.36亿元。截至2019年底，公司无拟建基础设施项目。

(2) 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，并按项目进度向高新区财政局收取建设服务费。

2018—2019年，根据高新区财政局出具的代建管理服务费用结算表，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分别为7216.60万元和25295.41万元，确认基建项目代建服务费分别为106.06万元（含税）和226.80万元（含税），反映在“建设服务费”中。

(3) 安置房建设业务

公司已完工安置房项目房款暂未有明确的回款计划，存在一定的不确定性，对公司资金占用明显。

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“城乡公司”）。

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，最终公司将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。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安置房建设服务协议，安置房建设服务费率为每年确认项目投资额的 6%，公司按照不含税收入确认建设管理服务收入。

2017—2019 年及 2020 年 1—3 月，公司按照成本分别确认安置房建设销售收入 1.72 亿元、2.14 亿元、2.14 亿元与 0.61 亿元。2017—2019 年，公司应收安置房建设服务费分别为 984.63 万元、1317.04 万元和 1213.52 万元。

截至2019年底，城建房产已完成3个动迁安置房小区建设，累计总投资30.54亿元，累计收到财政补助1.46亿元，暂未收到动迁办需支付的安置房房款。

截至2019年底，公司在建的安置房主要为汾湖人家5号地块安置房，该项目总投资7.00亿元，已投5.84亿元，预计将于2021年完工。

(4) 土地使用权转让业务

近年来，公司土地使用权转让业务收入与毛利率均有所增长。公司储备土地规模较大，未来该业务收入较有保障。

公司土地使用权转让收入来源于公司将自有土地转让给政府的收入，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。

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	2017 年 转让金额	2018 年 转让金额	2019 年 转让金额	2020 年 1—3 月 转让金额
吴国用(2011)第 07049211 号	30191.35	0%	--	--	--	--
吴国用(2011)第 07049212 号	28239.90	0%	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	不超过 20%	--	15858.42	--	--
吴国用(2015)第 1102227 号	19996.81	20%	--	--	40839.47	--
吴国用(2015)第 1102247 号	20842.66	20%				
吴国用(2014)第 1100162 号	30184.66	--	--	--	--	11816.54
吴国用(2008)第 070490259 号	17081.49	---				
合计	189602.33	--	24238.51	32066.85	40839.47	11816.54

注：2020 年一季度公司未新增转让土地，同期确认的土地使用权收入系公司以往年度土地转让根据结算时间分期确认的收入

资料来源：公司提供

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 年与黎里镇人民政府签订的《土地使用权转让协议》，黎里镇人民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，约定价格为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约定。根据公司

2018 年与黎里镇人民政府新签订的《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。根据公司 2019 年与黎里镇人民政府签订的《土地使用权转让协议》，黎里镇人民政府从公司分批回收 2 宗土地，合计面积约 70.81 亩，约定的回收金额为 2.73 亿元。

黎里镇人民政府根据各年安排，采取分年确认、

转账结算的方式支付相应款项，公司根据结算时间确认各年的土地使用权转让收入及成本，2017—2019年以及2020年1—3月，公司分别确认土地使用权收入2.42亿元、3.21亿元、4.08亿元和1.18亿元，款项均已收到。截至2019年底，公司存货中已储备土地共52块，合计面积233.11万平方米，累计账面价值61.71亿元。

(5) 其他业务

公司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，2017—2019年及2020年1—3月，该业务收入分别为329.59万元、355.46万元、523.50万元和141.99万元。2017—2019年，该业务毛利率分别为-78.22%、-85.20%和40.18%，由于2019年以来，公司物业管理专注于商业物业管理，并在人员以及管理上进行了调整与优化，故2019年公司物业管理业务毛利率由负转正。

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2020年3月底，两个项目已投入21.19亿元，未来拟投入规模较小。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，计划总投资为4.49亿元，截至2019年底累计已投资6.14亿元。目前该项目已有部分厂房、研发楼以及人才公寓对外出租，2019年，公司收到租金261.00万元，由于前期招商引资提供免租等优惠政策，公司收到的租金规模较小。公司未来将通过租售收入进行资金平衡，但项目资金平衡易受区域经济发展、招商引资以及房地产调控等因素的影响。

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，以机制创新和队伍建设为保障，夯实运行基础，强化造血功能，注重资本运作，推动融资、投资、建设和运营工作迈上新台阶，服务于汾湖高新区建设的需要。同时，公司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，尽快实现向具有较强竞争力的多元化发展的集团公司迈进。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

截至2020年3月底，公司有纳入合并范围的子公司26家。2019年，公司合并范围新增1家子公司吴江芦墟水产有限公司。2020年1—3月公司合并范围较2019年底无变化。整体看，公司合并范围的变动规模较小，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2019年底，公司资产总额286.90亿元，所有者权益116.44亿元（含少数股东权益3.32亿元）；2019年公司实现营业收入8.21亿元，利润总额1.61亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额286.63亿元，所有者权益116.69亿元（含少数股东权益3.45亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入2.00亿元，利润总额0.09亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模稳步增长，以其他应收款和存货为主；公司应收类款项占用资金明显，存货中开发成本和土地占比高，土地资产抵押规模较大且变现存在不确定性，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019年，公司资产规模持续增长，

年均复合增长 4.35%，主要系其他应收款和在建工程增长所致。2019 年底，公司资产总额为 286.90 亿元，较 2018 年底增长 3.67%，其中，

流动资产占 85.07%，非流动资产占 14.93%。公司资产以流动资产为主。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.68	9.37	15.80	5.71	14.13	4.93	11.22	3.92
其他应收款	47.46	18.01	65.98	23.84	68.54	23.89	65.63	22.90
存货	159.32	60.47	156.68	56.62	157.63	54.94	160.55	56.01
流动资产	236.35	89.70	243.68	88.06	244.06	85.07	241.55	84.27
在建工程	17.50	6.64	21.70	7.84	24.37	8.49	25.19	8.79
非流动资产	27.13	10.30	33.05	11.94	42.84	14.93	45.07	15.73
资产总额	263.48	100.00	276.73	100.00	286.90	100.00	286.63	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 1.62%。2019 年底，公司流动资产 244.06 亿元，较 2018 年底增长 0.16%，主要系其他应收款增加所致；公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017—2019 年，公司货币资金逐年下降，年均复合下降 24.32%。2019 年底，公司货币资金为 14.13 亿元，较 2018 年底下降 10.53%，主要由银行存款 13.53 亿元和其他货币资金 0.60 亿元（为受限的票据保证金，受限比例较低）构成，其余为少量的库存现金。

2017—2019 年，公司应收账款波动中有所下降，分别为 3.55 亿元、3.91 亿元和 2.10 亿元。2019 年底，公司应收账款较 2018 年底下降 46.27%，主要系应收高新区财政局的账款减少所致，2019 年底应收高新区财政局款项 2.08 亿元（占应收账款总额的 98.91%）。

2017—2019 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 20.17%。2019 年底，公司其他应收款为 68.54 亿元，较 2018 年底增长 3.88%，主要为应收高新区财政局及其他国有单位的往来款；前五名其他应收款单位分别为高新区财政局（占 54.70%）、苏州市吴江区黎里镇动迁办公室（占 11.26%）、吴江市汾湖镇集体资产经营公司（占 7.09%）、江苏省汾湖高新技术产

业开发区管委会（占 6.38%）、苏州市黎里城镇化建设有限公司（占 6.13%，以下简称“黎里公司”），上述单位合计占比 85.56%，集中度较高，对公司资金形成明显占用。

2017—2019 年，公司存货呈下降趋势，分别为 159.32 亿元、156.68 亿元和 157.63 亿元。2019 年底，公司存货较 2018 年底增长 0.61%，主要由开发成本（95.80 亿元，部分项目已完工待结算后确认收入）和土地（61.71 亿元）构成，其中 29.12 亿元用于抵押。

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 25.65%。2019 年底，公司非流动资产 42.84 亿元，较 2018 年底增长 29.61%，主要系可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资以及在建工程增长所致。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产持续增长，分别为 0.30 亿元、0.53 亿元和 3.13 亿元。2019 年底，公司可供出售金融资产较 2018 年底增加 2.60 亿元，主要系新增对苏州汾湖一号产业基金投资中心（有限合伙）（以下简称“汾湖一号”）的投资，其中被投资公司苏州宝越新材料科技有限公司已宣告破产，不能确定收回的可能性，全额（150.00 万元）计提减值准备。

2019 年底，公司新增对苏州市吴江产业投资有限公司（以下简称“吴江产投”）的长期应

收款 2.74 亿元，为公司委托吴江产投对英诺赛科（苏州）科技有限公司和中车城市交通有限公司进行的投资。

2017—2019 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 41.19%。2019 年底，公司长期股权投资为 3.83 亿元，较上年底增长 95.78%，主要系公司对联营企业苏州市元湖投资发展有限公司（以下简称“元湖公司”）的投资增加所致。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，分别为 3.13 亿元、4.07 亿元和 3.86 亿元，主要为房屋建筑物。

2017—2019 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 18.01%。2019 年底，公司在建工程为 24.37 亿元，较 2018 年底增长 12.30%，主要系黎里古镇保护开发工程、科创园工程和西部污水工程增加投入所致。

2020 年 3 月底，公司资产总额 286.63 亿元，较 2019 年底基本稳定，资产构成仍以流动资产为主（占 84.27%）。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产 46.48 亿元，受限比例 16.22%，其中包括 1.01 亿元货币资金、29.59 亿元存货、0.12 亿元无形资产、0.18 亿元投资性房地产、0.50 亿元的固定资产和 15.09 亿元子公司股权质押。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益持续增长，以实收资本和资本公积为主；公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 1.63%。2019 年底，所有者权益 116.44 亿元（含少数股东权益 3.32 亿元），较 2018 年底增长 0.73%，其中实收资本占 25.77%、资本公积占 61.29%、未分配利润占 8.28%，盈余公积占比较小。

2017—2019 年，公司实收资本保持不变，均为 30.00 亿元。

2017—2019 年，公司资本公积基本稳定，年均复合增长 0.74%。2018 年底，公司资本公积为 71.36 亿元，较 2017 年底增加 1.04 亿元，主要系汾湖高新区管委会向公司子公司划拨房产。2019 年底公司资本公积较 2018 年底基本稳定。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 116.69 亿元（含少数股东权益 3.45 亿元），规模和结构较 2019 年底变化不大。

负债

2017—2019 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 6.34%。2019 年底，公司负债合计 170.46 亿元，较 2018 年底增长 5.79%，主要系应付债券增加所致。从结构上看，公司流动负债占 37.01%、非流动负债占 62.99%，公司负债以非流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债呈上升趋势，分别为 53.97 亿元、65.63 亿元和 63.09 亿元。2019 年底，公司流动负债较 2018 年底下降 3.87%，主要系其他流动负债下降所致；公司流动负债主要由短期借款（占 11.41%）、其他应付款（占 24.57%）、一年内到期的非流动负债（占 51.34%）和其他流动负债（占 7.93%）构成。

2017—2019 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 0.68%。2019 年底，公司短期借款 7.20 亿元，较 2018 年底增长 9.05%，均为保证借款。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年下降，年均复合下降 5.15%。2019 年底，公司其他应付款 13.48 亿元，较 2018 年底略有下降，主要为往来款。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 44.28%。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 32.39 亿元，较 2018 年底增长 19.56%，其中一年内到期的长期借款 17.74 亿元、一年内到期的应付债券 14.65 亿元。

2017—2019 年，公司其他流动负债波动中

有所下降,分别为 12.00 亿元、15.00 亿元和 5.00 亿元,为短期融资债券,已调整计入短期债务核算。

2017—2019 年,公司非流动负债波动中有所增长,年均复合增长 5.33%。2019 年底,公司非流动负债 107.38 亿元,较 2018 年底增长 12.42%,主要系应付债券增长所致。2019 年底,公司非流动负债主要由长期借款(占 45.76%)和应付债券(51.30%)构成。

2017—2019 年,公司长期借款持续下降,年均复合下降 7.05%。2019 年底,公司长期借款 49.13 亿元,较 2018 年底下降 9.65%,其中抵押借款 24.61 亿元、保证借款 20.93 亿元、质押借款 3.60 亿元。

2017—2019 年,公司应付债券持续增长,年均复合增长 22.15%。2019 年底,公司应付债券 55.08 亿元,较 2018 年底增长 45.63%,主要系公司发行新增发行“19 汾湖投资 MTN001”、“119 汾湖 01”“19 汾湖投资 PPN001”“19 汾湖 02”所致。

2017—2019 年,公司长期应付款呈上升趋势,分别为 3.00 亿元、3.31 亿元和 3.16 亿元,主要为专项资金。

2020 年 3 月底,公司负债合计 169.94 亿元,较 2019 年底略有下降,仍以非流动负债(占 64.25%)为主。

有息债务方面,2017—2019 年,公司有息债务持续增长,年均复合增长 7.64%。2019 年底,公司有息债务 149.40 亿元,较 2018 年底增长 6.04%,其中短期债务 45.19 亿元,长期债务 104.22 亿元,公司债务以长期债务为主。2020 年 3 月底,公司有息债务 147.17 亿元,较 2019 年底略有下降。

2017—2019 年,公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均呈上升趋势,2019 年底分别为 59.42%、56.20%和 47.23%。2020 年 3 月底,上述指标分别为 59.29%、55.78%和 47.61%,较 2019 年底变化不大。

表 6 公司债务情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	35.16	48.69	45.19	41.11
长期债务	93.78	92.20	104.22	106.06
全部债务	128.94	140.89	149.40	147.17
长期债务资本化比率	45.41	44.37	47.23	47.61
全部债务资本化比率	53.36	54.93	56.20	55.78
资产负债率	57.22	58.23	59.42	59.29

资料来源:联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

有息债务到期分布方面,公司 2020—2022 年到期债务分别为 32.56 亿元、39.57 亿元和 51.90 亿元,公司集中偿付压力一般。

4. 盈利能力

近年来,公司营业收入及利润总额基本稳定,利润总额对政府补助依赖性较大。

2017—2019 年,公司营业收入基本稳定,分别为 8.06 亿元、8.45 亿元和 8.21 亿元,主要源于基础设施建设收入、土地使用权转让收入和安置房销售收入。同期,公司营业利润率呈上升趋势,分别为 5.26%、6.90%和 7.74%。

表 7 公司盈利能力情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	8.06	8.45	8.21
其他收益	1.71	1.46	1.72
利润总额	1.56	1.84	1.61
营业利润率	5.26	6.90	7.74
总资本收益率	0.62	0.71	0.61
净资产收益率	1.28	1.39	1.25

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2017—2019 年,公司期间费用逐年增长,分别为 0.59 亿元、0.71 亿元和 0.79 亿元,年均复合增长 15.57%,占营业收入的比重呈上升趋势,近三年分别为 7.30%、8.40%和 9.56%。总体看,公司期间费用控制能力有所下降。

2017—2019 年,公司分别获得政府补助 1.71 亿元、1.46 亿元和 1.72 亿元。2017—2019 年,公司利润总额分别为 1.56 亿元、1.84 亿元和 1.61 亿元,公司利润总额对政府补助依赖性

较大。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 0.62%、0.71%和 0.61%，净资产收益率分别为 1.28%、1.39%和 1.25%。

5. 现金流分析

近年来，公司收入实现质量明显改善，项目投入和债务偿还对筹资活动依赖较大；随着项目建设的持续推进以及公司债务陆续到期，公司对外筹资的需求较高。

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入持续增长，分别为 18.89 亿元、20.80 亿元和 25.52 亿元。2019 年，公司经营活动产生的现金流入同比增长 22.70%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 9.86 亿元和收到其他与经营活动有关的现金 15.66 亿元（往来款 13.93 亿元、补贴收入 1.72 亿元）。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 37.47%、100.33%和 120.05%，收入实现质量明显改善。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 18.82 亿元、24.63 亿元和 20.95 亿元。2019 年，公司经营活动现金流出同比下降 14.94%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 7.78 亿元，同比增长 29.14%；支付其他与经营活动有关的现金为 12.27 亿元，同比下降 30.90%，主要为支付的往来款。2017—2019 年，公司经营活动产生的净现金流分别为 0.08 亿元、-3.83 亿元和 4.57 亿元。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入规模不大，分别为 2.75 亿元、0.48 亿元和 2.53 亿元。2019 年，公司投资活动现金流入主要由收回投资收到的现金 1.06 亿元和收到其他与投资活动有关的现金 0.99 亿元（为理财投资收回和新并入企业期初货币资金）构成。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 11.74 亿元、3.38 亿元和 11.05 亿元。2017 年投资活动主要系当年支付 8 亿元购买城乡公司股权。2019 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 3.10 亿元；投资支付

的现金 4.54 亿元，主要为公司对汾湖一号和元湖公司的新增投资；支付其他与投资活动有关的现金 3.41 亿元，主要为委托投资款 2.74 亿元。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额持续净流出，分别为-8.99 亿元、-2.90 亿元和-8.53 亿元。

表 8 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	18.89	20.80	25.52
经营活动现金流出	18.82	24.63	20.95
经营活动净现金流	0.08	-3.83	4.57
现金收入比	37.47	100.33	120.05
投资活动净现金流	-8.99	-2.90	-8.53
筹资活动净现金流	18.09	-0.65	2.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

筹资活动方面，公司保持较大的对外筹资力度，筹资活动流入与流出量均保持很大规模。2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量分别为 70.02 亿元、62.63 亿元和 84.98 亿元。2017 年，公司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。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 51.93 亿元、63.28 亿元和 82.29 亿元，主要为偿付债务本息所支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 18.09 亿元、-0.65 亿元和 2.69 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为 2.56 亿元；投资活动现金流量净额为-2.43 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-3.44 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿付压力较大，长期偿债能力指标表现较弱，且对外担保规模大，存在或有负债风险。考虑到目前公司融资渠道畅通，且能够持续获得政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，2019 年

底分别为386.88%和137.00%；2020年3月底，上述两个指标分别为397.64%和133.35%。2017—2019年，公司经营现金流动负债比分别为0.14%、-5.83%和7.25%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力弱。2020年3月底，公司现金类资产11.41亿元，为短期债务的0.28倍。总体来看，公司短期债务规模大，短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为2.00亿元、2.56亿元和3.00亿元，全部债务/EBITDA分别为64.37倍、54.94倍和49.79倍，EBITDA利息倍数分别为0.43倍、0.33倍和0.27倍。公司长期偿债能力指标表现较弱。

截至2020年3月底，公司共获得各商业银行累计授信总额133.01亿元，已使用71.69亿元，剩余61.32亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至2020年3月底，公司合并口径对外担保余额总计54.68亿元，担保比率46.86%。被担保对象以国企为主，其中，担保余额前三名为黎里公司、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。截至2020年3月底，被担保企业均正常经营，但考虑到公司对外担保规模大、担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

表9 2020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	166454.00	保证/抵押
苏州市黎里城镇化建设有限公司	191271.00	保证/抵押
吴江市汾湖镇集体资产经营公司	11950.00	保证
苏州市汾湖现代农业投资发展有限公司	129936.00	保证
吴江市汾湖物流中心	1000.00	保证
永鼎集团有限公司	15700.00	保证
永鼎控股有限公司	8500.00	保证
吴江临沪投资发展有限公司	22000.00	抵押

合计	546811.00	--
----	-----------	----

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

公司资产和营业收入主要来自母公司，母公司整体债务负担一般。

2019年底，母公司资产总额308.44亿元，较2018年底下降3.99%。其中，流动资产占86.74%。母公司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。

2019年底，母公司所有者权益为114.22亿元，较2018年底略有下降。其中，实收资本占26.27%、资本公积占60.58%，母公司所有者权益较为稳定。

2019年底，母公司负债总额194.22亿元，较2018年底略有下降，主要由流动负债（占63.16%）构成。母公司2019年底全部债务资本化比例为46.85%，整体债务负担一般。

2019年，母公司实现营业收入5.28亿元；营业成本为4.19亿元，母公司2019年利润总额为1.62亿元，同比有所下降。

2020年3月底，母公司资产总额305.21亿元，所有者权益114.54亿元，2020年1—3月，母公司实现营业收入1.29亿元，利润总额0.30亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模7.00亿元，分别相当于2020年3月底公司长期债务和全部债务的6.60%和4.76%，其发行对公司现有债务规模及结构的影响较小。

2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为59.29%、55.78%和47.61%。以2020年3月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将

分别上升至 60.26%、56.92%和 49.21%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务，公司实际债务负担将小于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 18.89 亿元、20.80 亿元和 25.52 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 2.70 倍、2.97 倍和 3.65 倍。2017—2019 年，公司经营性净现金流分别为 0.08 亿元、-3.83 亿元和 4.57 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 0.01 倍、-0.55 倍和 0.65 倍。2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 2.00 亿元、2.56 亿元和 3.00 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 0.29 倍、0.37 倍和 0.43 倍。总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

基础设施建设和土地资源需求持续扩大，有利于推动公司整体业务平稳发展。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

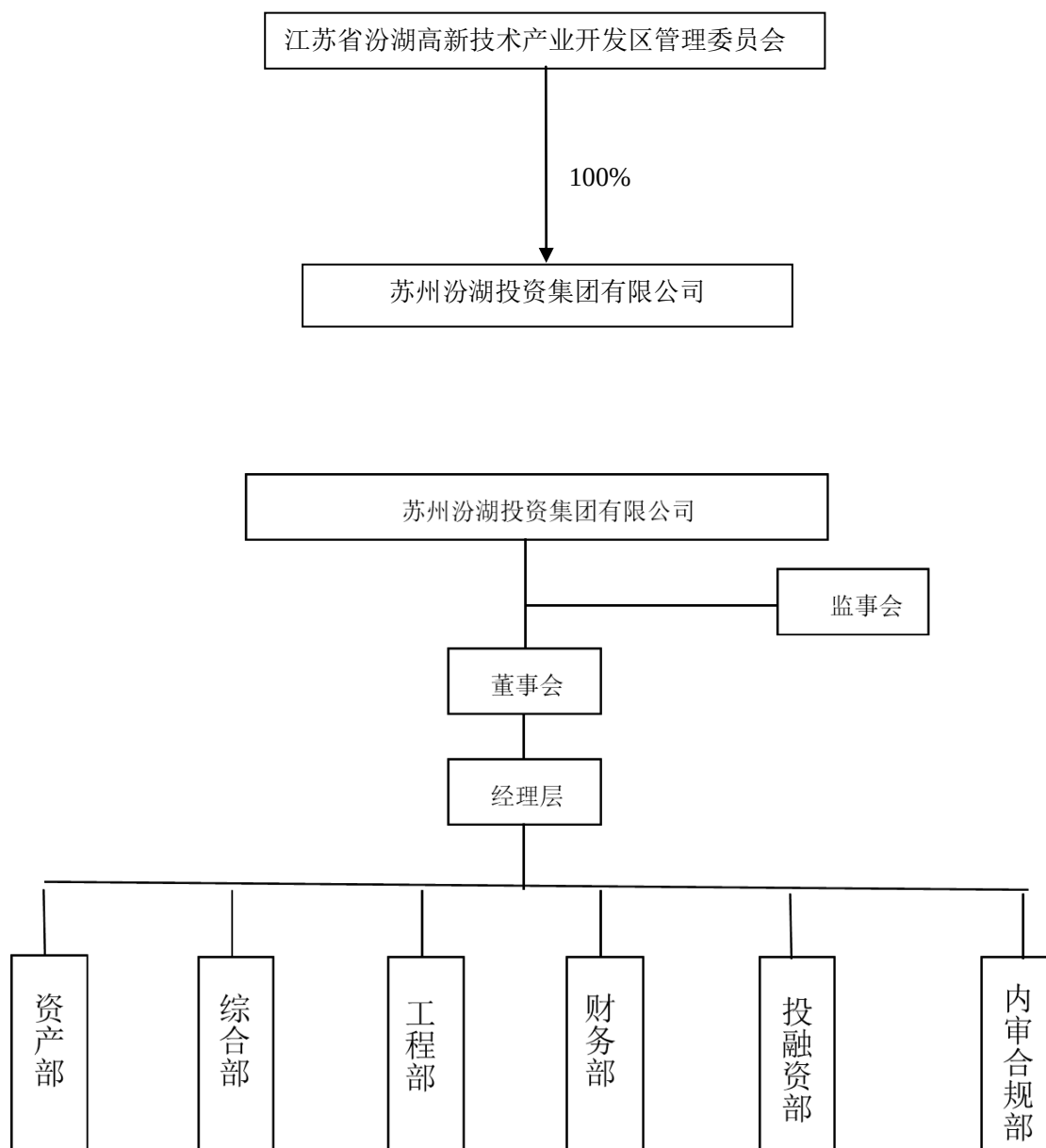
十、结论

公司是汾湖高新区重要的基础设施建设主体，主要负责汾湖高新区的基础设施建设和安置房建设，持续在资金及资产注入、财政补贴等方面获得政府的有力支持。

近年来，公司资产规模稳步增长，以其他应收款和存货为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司所有者权益持续增长，权益稳定性较强；公司债务规模持续增长，债务负担较重；受业务性质影响，利润总额对政府补助依赖性较大；随着项目建设的持续推进以及公司债务陆续到期，公司对外筹资的需求较高，面临一定外部融资压力。考虑到公司间接融资渠道较畅通，在汾湖高新区基础设施建设中具有重要地位，能够获得政府持续有力的支持，公司整体偿债能力很强。

近年来，汾湖高新区经济稳步发展，公司发展的外部环境良好。未来，随着长三角生态绿色一体化发展示范区建设的推进，汾湖高新区经济和社会发展面临新的机遇，同时随着汾湖高新区建设不断完善，招商引资不断推进，

附件 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



附件 2 截至 2020 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 (万元)	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	100	--	投资设立
2	吴江汾湖国际会议中心有限公司	100	100	--	投资设立
3	苏州市北厍水产养殖有限公司	80	100	--	投资设立
4	吴江临沪国际物流有限公司	15000	66.67	--	投资设立
5	吴江汾湖土方工程有限公司	10000	99.50	0.50	投资设立
6	吴江汾湖污水处理有限公司	20000	50	--	投资设立
7	苏州市汾湖南部污水处理有限公司	1000	--	50	投资设立
8	苏州市吴江区芦墟污水处理有限公司	3200	--	50	划转
9	苏州市汾湖西部污水处理有限公司	2000	--	50	投资设立
10	苏州汾湖市政养护有限公司	10000	--	50	投资设立
11	苏州市汾湖黎花污水处理有限公司	2000	--	50	投资设立
12	吴江汾湖城市投资发展有限公司	40000	98.50	1.50	投资设立
13	吴江市振兴资源开发有限公司	5000	--	100	投资设立
14	吴江汾湖科技创业投资发展有限公司	50880	--	100	投资设立
15	吴江汾湖科技创业服务有限公司	200	--	100	投资设立
16	苏州复寰环境生物新技术有限公司	200	--	100	投资设立
17	江苏集萃光电检测中心有限公司	10000	--	100	投资设立
18	苏州汾湖城建房产开发有限公司	3200	100	--	投资设立
19	吴江市心缘物业有限公司	50	--	100	投资设立
20	吴江汾湖古镇保护开发有限公司	170500	90.85	--	投资设立
21	苏州市黎里文化旅游发展有限公司	500	--	90.85	投资设立
22	苏州市汾湖城乡一体化建设有限公司	80000	100	--	非同一控制下的合并
23	苏州汾投资本管理有限公司	1000	70	--	投资设立
24	苏州汾湖高新控股有限公司	200000	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	100	--	投资设立
26	吴江芦墟水产有限公司	150	100	--	非同一控制下的合并

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	24.91	16.19	14.67	11.41
资产总额（亿元）	263.48	276.73	286.90	286.63
所有者权益（亿元）	112.73	115.59	116.44	116.69
短期债务（亿元）	35.16	48.69	45.19	41.11
长期债务（亿元）	93.78	92.20	104.22	106.06
全部债务（亿元）	128.94	140.89	149.40	147.17
营业收入（亿元）	8.06	8.45	8.21	2.00
利润总额（亿元）	1.56	1.84	1.61	0.09
EBITDA（亿元）	2.00	2.56	3.00	--
经营性净现金流（亿元）	0.08	-3.83	4.57	2.56
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.16	2.09	2.37	--
存货周转次数（次）	0.04	0.05	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	37.47	100.33	120.05	89.67
营业利润率（%）	5.26	6.90	7.74	5.72
总资本收益率（%）	0.62	0.71	0.61	--
净资产收益率（%）	1.28	1.39	1.25	--
长期债务资本化比率（%）	45.41	44.37	47.23	47.61
全部债务资本化比率（%）	53.36	54.93	56.20	55.78
资产负债率（%）	57.22	58.23	59.42	59.29
流动比率（%）	437.93	371.32	386.88	397.64
速动比率（%）	142.73	132.58	137.00	133.35
经营现金流动负债比（%）	0.14	-5.83	7.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.43	0.33	0.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	64.37	54.94	49.79	--
现金短期债务比（倍）	0.71	0.33	0.32	0.28

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 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 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.90	6.95	9.89	6.55
资产总额（亿元）	301.61	321.25	308.44	305.21
所有者权益（亿元）	112.49	114.45	114.22	114.54
短期债务（亿元）	19.94	31.36	29.50	23.92
长期债务（亿元）	50.46	54.70	71.18	73.40
全部债务（亿元）	70.40	86.07	100.69	97.32
营业收入（亿元）	5.00	5.73	5.28	1.29
利润总额（亿元）	2.00	2.20	1.62	0.30
EBITDA（亿元）	2.19	2.55	1.93	--
经营性净现金流（亿元）	6.40	-7.86	-0.20	3.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.60	1.50	1.63	--
存货周转次数（次）	0.03	0.04	0.03	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	29.67	100.18	125.80	79.59
营业利润率（%）	12.10	13.36	17.69	18.44
总资本收益率（%）	1.06	1.08	0.76	--
净资产收益率（%）	1.68	1.71	1.29	--
长期债务资本化比率（%）	30.97	32.34	38.39	39.05
全部债务资本化比率（%）	38.49	42.92	46.85	45.94
资产负债率（%）	62.70	64.37	62.97	62.47
流动比率（%）	194.55	189.02	218.12	224.40
速动比率（%）	97.99	103.10	112.11	110.80
经营现金流负债比（%）	4.65	-5.18	-0.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	32.08	33.73	52.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.21	0.38	0.18	--
现金短期债务比（倍）	0.70	0.22	0.34	0.27

注：1. 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；2. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 5 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	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
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
短期偿债能力指标	
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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+一年内到期的非流动负债+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

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 6-1 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 6-2 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 6-3 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

联合资信评估有限公司关于 苏州汾湖投资集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

苏州汾湖投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

苏州汾湖投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对苏州汾湖投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，苏州汾湖投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注苏州汾湖投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现苏州汾湖投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对苏州汾湖投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如苏州汾湖投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对苏州汾湖投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与苏州汾湖投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。