

信用等级公告

联合 [2016]112 号

苏州市恒澄建设发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2016 年 15 亿元公司债券进行了主动评级，确定：

苏州市恒澄建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

苏州市恒澄建设发展有限公司拟发行的 2016 年 15 亿元公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁华伟

二零一六年一月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

苏州市恒澄建设发展有限公司

2016 年公司债券主动评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

本次债券信用等级: AA_{pi}

本次债券发行额度: 15 亿元

本次债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期的第 3~7 个计息年度末每年偿还发行总额的 20%

发行目的: 用于募投项目

评级时间: 2016 年 1 月 28 日

财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	175.05	170.74	111.11
所有者权益(亿元)	33.50	32.64	46.58
长期债务(亿元)	7.75	5.96	7.21
全部债务(亿元)	12.13	7.14	16.38
营业收入(亿元)	10.63	13.84	56.64
净利润(亿元)	0.06	0.50	3.36
EBITDA(亿元)	0.19	0.89	4.47
经营性净现金流(亿元)	-7.23	-7.13	59.47
营业利润率(%)	5.71	10.47	6.87
净资产收益率(%)	0.06	1.52	8.23
资产负债率(%)	80.86	80.88	58.08
全部债务资本化比率(%)	26.59	17.95	26.01
流动比率(%)	1.24	1.22	1.74
EBITDA/全部债务(倍)	0.02	0.13	0.27
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.01	0.06	0.30

注: ①本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。②本报告数据如无特别注明均为合并口径。③长期应付款中有息债务计入长期债务及全部债务。

评级观点

苏州市恒澄建设发展有限公司(以下简称“公司”)是国家级相城经济技术开发区(以下简称“相城开发区”)基础设施建设的主要主体, 在政府支持、财务弹性等方面具备综合优势, 联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)同时关注到公司未来筹资压力大、对外担保规模很大、其他应收款对公司形成资金占用等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来随着苏州市相城区及相城开发区财政实力的不断增强, 公司基础设施及安置房建设业务持续开展, 有望保持稳健经营, 联合评级对公司的评级展望为稳定。

本次公司债券设置分期等额偿还条款, 有效降低了本金集中偿付压力, 偿债资金专户监管安排也有助于本次债券的按期偿付。政府部门应收款回款安排及募投项目未来预期收益是本次债券偿债资金的重要来源。

结合公司主体长期信用状况及公司对本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 苏州相城区及相城开发区经济快速增长, 财政实力不断增强, 为公司提供了良好的外部环境。

2. 公司成立以来, 相城开发区管委会在资本金注入、股权注入等方面对公司支持力度大。2014年相城开发区管委会与公司大规模结算存货及应收类款项, 有效改善了公司的资产质量。

3. 公司债务负担较轻, 财务弹性良好。

4. 本次债券设置分期还款安排, 有效降低了公司的集中偿付压力。

关注

1. 公司其他应收款规模较大，对公司形成一定资金周转压力。
2. 公司在建项目和未来投资规模大，对外融资压力大。
3. 公司对外担保规模很大。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由苏州市恒澄建设发展有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因苏州市恒澄建设发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与苏州市恒澄建设发展有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对苏州市恒澄建设发展有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

苏州市恒澄建设发展有限公司（以下简称“公司”或“恒澄建设”）位于江苏省苏州市相城经济技术开发区（下称“相城开发区”），公司原名为苏州市相城区经济开发有限公司，成立于 2001 年 8 月 10 日，由苏州市相城区交通局、相城区建设局共同出资组建。公司注册资金人民币 500 万元，其中苏州市相城区建设局出资 300 万元占公司股权的 60%，苏州市相城区交通局出资 200 万元占公司股权的 40%。历经多次资产划转及股权转让，截至 2014 年底，公司注册资本变更为 16.69 亿元人民币，2014 年，恒澄建设完成整合，公司合并苏州恒和投资开发有限公司，并整体更名为苏州市恒澄建设发展有限公司，股权由苏州工业园区-相城合作经济开发区资产经营管理有限责任公司全资持有，苏州相城经济开发区管理委员会系公司实际控制人。

公司主要经营范围包括：工业项目开发及其它配套设施服务、集体资产经营及相关业务（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）。近几年来，恒澄建设作为相城开发区投资建设开发主体，全面实施开发区改造和拆迁安置房建设等业务，按要求承担开发区基础设施工程建设，完成相城开发区管委会、相城区政府交办的其它建设工程项目。

截至 2014 年底，公司设有办公室、工程建设部、资产经营部和财务部四个职能部门；下辖纳入合并报表范围的一级子公司 3 家，二级子公司 8 家。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 111.11 亿元，负债合计 64.53 亿元，股东权益（含少数股东权益）46.58 亿元；2014 年公司实现主营业务收入 56.64 亿元，净利润（含少数股东权益）3.26 亿元，2014 年公司经营活动现金流量净额为 59.47 亿元，现金及现金等价物增加额 47.82 亿元。

公司住所：苏州相城经济开发区行政中心 11 号楼；法定代表人：汤建良。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司拟于 2016 年发行 15 亿元公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券期限 7 年，设置分期还款安排，拟于债券存续期第 3~7 个计息年度末分期等额偿还债券发行总额的 20%。

本次债券无担保。

本次债券募集资金拟用于相城经济技术开发区安置房二期建设项目。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金全部用于相城经济技术开发区安置房二期建设项目，来源于本次债券的资金占募投项目总投资额的比例为 60.00%。

该项目经相发改投[2015]95 号文、相国土资预[2015]9 号文及苏相环建[2015]94 号文批复建设。

项目位于相城经济技术开发区，项目总用地面积 35.20 万平方米，总建筑面积 76.31 万平方米，项目实施过程中采用分阶段实施，建设期控制在 2 年内。项目总投资 25.00 亿元，建设资金来源为募集资金和公司自有资金。目前，项目已完成土地整理，预计完工时间为 2017 年 10 月。

项目收入主要来源为安置房定向销售收入、停车位销售收入、非机动车库销售收入及配套商业销售收入：(1)定销房单价暂按 4,700 元/平方米估算；(2)地下机动停车位 5,210 个，全部对外销售，预计每个车位销售收入为 5 万元；(3)非机动车库为 8,340.00 平方米，全部对外销售，预计每平方米销售收入为 1,000 元；(4)配套商业可销售面积为 10,696.40 平方米，全部对外销售，预计每平方米销售收入为 9,000 元。

综合计算，本项目实施后在达到预期销售效果的情况下，可实现销售收入 30.48 亿元，可实现利润总额 1.07 亿元，可实现净利润 0.81 亿元。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636,463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1,322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262,394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502,005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264,335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140,350 亿元，比上年增加 11,140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64,490 亿元，比上年增加 4,292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860 亿元，比上年增加 6,849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119,158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151,662 亿元，比上年增加 11,449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22,570 亿元，比上年增加 2,098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129,092 亿元，比上年增加 9,351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8,900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1,000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(1) 行业概况

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在在建项目后续融资政策落地，以及

2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司是苏州市相城开发区的投资建设开发主体。近年来，公司全面实施开发区改造和拆迁安置房建设等业务，按要求承担开发区基础设施工程建设，完成相城开发区、相城区政府交办的其它建设工程项目，为推动相城开发区全面开发建设做出了突出的贡献。公司业务范围主要集中在相城开发区内，作为一个国家级经济技术开发区的投资建设开发主体，公司得到相城区政府和开发区管委会的重点支持。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受苏州市、相城区及相城开发区经济增长、财政收支状况的影响，并与城市、区域发展规划密切相关。

（1）区域概况

苏州市

苏州位于江苏省南部，东临上海，南接浙江，西抱太湖，北依长江，交通便利，经济发达，历史悠久，自古便有“上有天堂，下有苏杭”之美誉，是我国的历史文化名城和重要的风景旅游城市，也是长江三角洲重要的中心城市之一。全市面积为8,488平方公里，其中市区面积1,650平方公里，全市常住人口1,059.1万人，其中户籍人口661.08万人。苏州市下辖5个市辖区：姑苏区（苏州国家历史文化名城保护区）、虎丘区、吴中区、相城区、吴江区，1个县级行政管理区：苏州工业园区和4个县级市：常熟市、张家港市、昆山市、太仓市。

图1 苏州市区域位置图



资料来源：公司提供

相城区

相城区，是江苏省苏州市下辖区。地处中国江苏省东南部，苏州市中心，东临上海，西衔太湖，北依长江，南接苏州古城。2001年2月，苏州行政区划调整，设立相城区，全区下辖4个镇、6个街道、1个国家级经济技术开发区、1个高铁新城和1个旅游度假区，全区总面积496平方公里，人口72.76万人。相城区是苏州乃至长三角地区交通最发达的区域之一，拥有14个高速公路出入口，沪宁城铁、京沪高铁、通苏嘉城铁均在相城设站。作为长三角重要的交通门户，以相城区为中心的1.5小时交通圈内，虹桥、浦东、萧山、硕放、禄口5大机场簇拥环绕，太仓港、常熟港、张家港3个货运港口通江达海，1条京杭大运河、14个高速公路道口，苏州中环快速路、312国道贯穿相城，“10横12纵”高等级公路网、沪宁、常苏嘉城际铁路等共同勾勒出的相城区水陆空立体交通格局，将带动相城区经济的飞速发展。

相城经济技术开发区

相城开发区于2002年1月经江苏省人民政府批准设立，规划总面积为91.7平方公里，处于长江三角洲各大开发区的中心位置。2014年10月晋升为国家级经济技术开发区。开发区南面以沪宁高速、京沪铁路、312国道为分界线，北临苏州绕城高速公路，东面紧靠苏嘉杭高速公路、205省道、227省道及苏虞张一级公路，西依苏州市中心东环路北接线，交通优势明显。相城开发区交通区位优势如下所示。

图2 相城开发区交通区位优势图



资料来源：公司提供

相城开发区充分发挥其区位、交通、空间和生态优势，定位为重点发展“研发创新、高端制造以及旅游休闲度假产业，成为承载相城区乃至苏州市重点产业的生态型现代化经济开发区”，加快产业集聚，目前已形成电子信息、精密机械、新兴材料三大主导产业。相城开发区包括漕湖产业园、澄阳产业园和北桥街道三大板块，规划面积91.87平方公里，户籍总人口7.37万人。澄阳产业园位于开发区的中心建成区，面积为11.7平方公里，近年来实施“退二进三”的产业政策，大力发展科技研发产业、商业和总部经济。北桥街道为开发区托管片区，建设用地面积为32.2平方公里，将以现代制造业、商贸业和休闲度假产业为主导产业，建造成具有江南水乡文化特色的现代化城镇。漕湖产业园总面积为47.8平方公里，于2006启动开发建设，在苏州北端绕城高速沿线的原生态湖泊漕湖湖畔实施“二次创业”，放大苏州城市“北拓”的效应，打造“科技型、生态型、创新型”的综合性园区。2011年11月，苏州市委市政府作出决策，由苏州工业园区和相城开发区以漕湖产业园为轴心成立苏州工业园区-相城区合作经济开发区（以下简称“合作区”）。合作区将以先进制造业为主体，以生产性服务业为支撑，以居住和商业设施相配套，建设成为人流、物流、商流活跃的现代化、信息化经济开发区。仅成立三年多合作区已吸引注册资本38.34

亿元、总投资达 118.90 亿元的投资。

(2) 区域经济

苏州市

苏州市经济总量近年来持续增长，2012~2014 年，全市生产总值分别为 12,011.65 亿元、13,015.70 亿元和 13,761.00 亿元，按可比价格计算，2013 和 2014 年同比分别增长 9.60%和 8.30%。三年间全市三大产业分别有不同程度的增长，其中第二和第三产业增速较快，2013 和 2014 年第一产业实现增加值分别为 214.49 亿元和 228.00 亿元；第二产业实现增加值分别为 6,849.59 亿元和 7,034.00 亿元；第三产业实现增加值分别为 5,951.62 亿元和 6,499.00 亿元。三次产业结构持续优化，由 2013 年的 17.4：47.2：35.4 调整为 2014 年的 1.7：51.1：47.2，工业和现代服务业为苏州市经济发展的重要组成部分。

2014 年全市实现工业总产值 35,773 亿元，比上年增长 0.2%。其中规模以上工业总产值 30,586 亿元，比上年增长 0.3%。35 个工业大类行业中有 20 个行业的工业总产值比上年增长，列统的 214 种主要工业产品中，有 109 种产品产量比上年增长，占列统产品的 50.9%。规模以上工业中，国有工业产值 105 亿元，比上年下降 4.0%；外商及港澳台资工业产值 19,584 亿元，比上年下降 0.4%；股份制工业产值 10,605 亿元，比上年增长 1.8%；大型工业企业产值 16,392 亿元，比上年下降 3%；中小微工业企业产值 14,193 亿元，比上年增长 4.6%。百强工业企业完成产值 12,335 亿元，比上年下降 1.3%。

近年来，苏州市固定资产投资规模总体趋向平缓，但第三产业投资比重持续增长。2014 年苏州市完成全社会固定资产投资 6,230.70 亿元，比上年增长 3.8%。按产业划分，第一产业完成投资 4.40 亿元，增长 30.7%；第二产业完成投资 2,308.60 亿元，下降 4.9%；第三产业完成投资 3,917.70 亿元，增长 9.7%，占全社会投资的比重达 62.9%，比上年提高 3.4 个百分点。2014 年全年房地产开发投资 1,764.4 亿元，增长 19.6%。

2012~2014 年，苏州市城乡居民收入逐年稳步增长。根据抽样调查，城乡居民人均可支配收入 39,780 元，比上年增长 8.9%；城镇居民人均可支配收入 46,677 元，比上年增长 8.6%；农村居民人均可支配收入 23,560 元，比上年增长 10%。职工最低工资标准由每人每月 1,530 元调整到 1,680 元，城乡居民最低生活保障标准由每人每月 630 元调整到 700 元。

城市建设方面，2014 年全年完成基础设施投资 1,021.53 亿元，比上年下降 0.9%。沪通铁路苏州段如期开工，常嘉高速公路昆山至吴江段、张家港疏港高速公路和 312 国道苏州西段改扩建等工程抓紧建设；新建、改建一批城市道路，市区中环快速路及内环快速路延伸线局部主线建成通车；轨道交通 2 号线延伸线、4 号线及支线工程加快实施、轨道交通 3 号线开工建设；苏州高新区有轨电车 1 号线建成通车；24 项“智慧苏州”重点项目加快推进。

总体看，近年来苏州市经济总量持续增长，固定资产投资趋于平缓，产业结构调整明显，城市建设稳步推进。

相城区

相城区凭借独特的区位优势、广阔的发展空间，引导了经济社会的迅猛发展，使其成为了苏州城市化进程中新崛起的“城北之星”。相城设区 10 年来，地区生产总值、全口径财政收入和地方财政一般预算收入都以较快速度增长。

2014 年完成地区生产总值 570 亿元、公共财政预算收入 65.8 亿元、工业总产值 1,430 亿元、全社会固定资产投资 460 亿元，分别增长 9%、8.9%、8.6%和 18%，增幅位于全市前列；实现城镇居民人均可支配收入 4.3 万元、农村居民人均可支配收入 2.3 万元，分别增长 9%和 9.8%。

相城经济技术开发区

相城经济技术开发区 2014 年全年实现地区生产总值 136 亿元，增长 14.43%；工业总产值 314 亿元，增长 6%；公共财政预算收入 10.33 亿元，增长 13.2%；完成固定资产投资 86.24 亿元，增长 2.4%；实现进出口总额 14.8 亿美元，其中出口 10.9 亿美元。合作区全年实现地区生产总值 9.02 亿元，增长 16.88%；工业总产值 29.59 亿元，增长 8.26%；完成固定资产投资 43.44 亿元；实现进出口总额 8,112.78 万美元，其中出口 4,424.77 万美元。

(3) 区域财政实力

相城区

2012~2014 年，苏州市相城区地方综合财力分别达到 84.10 亿元、121.38 亿元和 114.86 亿元，年均复合增长率为 16.87%，总体保持较快增长。

从财政收入结构来看，一般预算收入作为最稳定的财政收入来源，2014 年实现 65.80 亿元，占地方综合财力的 57.29%，2014 年实现国有土地出让权收入 39.66 亿元，占地方综合财力的 34.53%，受土地出让规模影响，相城区近三年的土地出让收入有所波动，从而导致地方综合财力的波动。总体看，苏州市相城区财政收入对一般预算收入和国有土地使用权出让收入的依赖程度较高。

表1 相城区2012~2014年财政收入状况（单位：亿元、%）

地方财力项目（万元）	2012 年	2013 年	2014 年	变动率
（一）地方一般预算收入	53.40	60.40	65.80	11.00
1、税收收入	47.10	53.80	58.10	11.07
2、非税收入	6.30	6.60	7.70	10.55
（二）转移支付和税收返还收入	7.20	7.90	8.50	8.65
1、一般性转移支付收入	1.30	1.60	1.70	14.35
2、专项转移支付收入	3.10	3.30	3.70	9.25
3、税收返还收入	2.80	3.00	3.10	5.22
（三）国有土地使用权出让收入	21.00	51.68	39.66	37.43
1、国有土地使用权出让金	20.10	49.20	38.30	38.04
2、国有土地收益基金	0.80	2.40	1.30	27.48
3、农业土地开发资金	0.10	0.08	0.06	-22.54
4、新增建设用地有偿使用费				
（四）预算外财政专户收入	2.50	1.40	0.90	-40.00
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	84.10	121.38	114.86	16.87

资料来源：相城区财政局

表2 苏州市相城区政府债务余额及综合财力统计表（单位：亿元）

地方债务（截至 2014 年 12 月底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	58.645	（一）地方一般预算本级收入	65.80
1、外国政府贷款		1、税收收入	58.10
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	7.70
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	8.50
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	1.70
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	3.70
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	3.10
3、国债转贷资金	0.025	（三）国有土地使用权出让收入	39.66
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	38.30
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	1.30
6、国内金融机构借款	37.10	3、农业土地开发资金	0.06

(1) 政府直接借款	-	4、新增建设用地有偿使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	37.10	(四) 预算外财政专户收入	0.90
7、债券融资	2.80		
(1) 中央代发地方政府债券	2.80		
(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	18.72		
(二) 担保债务余额	16.42		
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			
3、政府担保的国内金融机构借款	16.42		
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	66.85	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	114.86
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			58.20%

资料来源：相城区财政局

苏州市相城区地方债务主要由直接债务组成，截至 2014 年底，苏州市相城区全部债务余额 66.85 亿元，其中直接债务余额为 58.65 亿元。苏州市相城区政府债务率为 58.20%，政府债务水平一般。

相城经济技术开发区

2012~2014 年，苏州市相城经济技术开发区地方综合财力分别达到 10.93 亿元、17.51 亿元和 13.85 亿元，年均复合增长率为 12.56%，总体保持较快增长。

根据相城区政府出具的相关说明，相城经济技术开发区年度财政预算纳入相城区财政预算，由相城区人大统一审议后批复。相城开发区财政收入归属于相城区人民政府，财力由相城区人民政府按国家级经济技术开发区相关政策和人大预算批复进行分配；财政支出由相城区财政局按人大预算批复统筹安排。

从财政收入结构来看，一般预算收入作为最稳定的财政收入来源，2014 年实现 10.33 亿元，占地方综合财力的 74.59%，2014 年实现国有土地出让权收入 1.58 亿元，占地方综合财力的 11.40%，受土地价格波动的影响，相城区近三年的土地出让收入有所波动，从而导致地方综合财力的波动。

表3 相城经济技术开发区2012~2014年财政收入状况（单位：万元）

地方财力项目（万元）	2012 年	2013 年	2014 年
(一) 地方一般预算本级收入	79,222.00	91,279.00	103,324.00
1、税收收入	76,171.00	86,483.00	99,286.00
2、非税收入	3,051.00	4,796.00	4,038.00
(二) 转移支付和税收返还收入	6,929.00	11,896.00	9,764.00
1、一般性转移支付收入	346.00	618.00	261.00
2、专项转移支付收入	6,583.00	11,278.00	9,503.00
3、税收返还收入			

(三) 国有土地使用权出让收入	7,521.00	59,092.00	15,792.00
1、国有土地使用权出让金	7,521.00	59,092.00	15,792.00
2、国有土地收益基金			
3、农业土地开发资金			
4、新增建设用地有偿使用费			
(四) 预算外财政专户收入	8,134.00	12,848.00	9,638.00
地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	109,327.00	175,115.00	138,518.00

资料来源：相城开发区财政局

总体看，近年来苏州市相城区及相城经济技术开发区综合财政实力波动增长，综合财力受土地出让金影响较大；相城区债务负担一般，良好的外部环境有利于公司业务的持续发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资金 16.69 亿元人民币，苏州工业园区-相城合作经济开发区资产经营管理有限公司持有公司 100% 股权，公司实际控制人为苏州相城经济开发区管理委员会。

2. 企业规模

经过多年的发展，作为国家级经济技术开发区相城开发区的投资建设开发主体，恒澄建设得到相城区政府和开发区管委会的重点支持。近几年来，公司全面实施开发区改造和拆迁安置房建设等业务，按要求承担开发区基础设施工程建设，完成相城开发区、相城区政府交办的其它建设工程项目，在区域行业内具有重要地位。

截至 2014 年底，公司下辖纳入合并报表范围的一级子公司 3 家，二级子公司 8 家，涉及工业、商业项目投资开发，房地产开发经营，集体资产经营管理，物业管理等业务。

整体看，公司作为国家级经济技术开发区相城开发区的投资建设开发主体，在相城区具有重要地位，公司业务发展多样。

3. 人员素质

截至 2014 年底公司本部高管成员共 5 人，全部具有大学以上文化水平。

公司董事长兼总经理汤建良先生，1963 年生，中共党员，本科学历；1979 年 5 月参加工作，曾先后任东吴门窗厂办公室秘书、韩家村委会团支部书记、副主任、主任；2005 年 5 月至 2012 年 12 月任苏州相城经济开发区国有（集体）公司财务核算中心财务科科长，2012 年 12 月至今任苏州相城经济开发区国有（集体）公司财务核算中心资金管理科科长；2014 年 12 月起担任公司董事长兼总经理、法定代表人。

截至 2014 年底，公司共有正式在编人员 33 人，其中本科及以上学历人员占 93.94%，大专学历人员占 6.06%；30 岁以下人员占 63.64%，35~50 岁员工占 36.36%。

总体看，公司高层领导具备一定的政府从业经历及较高的专业水平；公司员工的整体文化素质较高，管理能力和管理水平能够满足公司日常经营需要。

4. 政府支持

公司主要组织实施相城经济技术开发区基础设施投资建设，大多数项目的建设周期和资金回

收周期较长，因此政府支持和融资渠道的畅通是公司未来发展的重要保障。

（1）资产注入

政府对公司的资产注入主要体现在资本金注入和股权划拨等方面。

2012年7月17日，相城发展（恒澄建设前身）召开股东会议做出决议并修改公司章程，同意新增注册资本人民币16,000万元，由苏州信托有限公司以货币形式认缴。变更后注册资本由120,900万元人民币增加至136,900万元人民币，苏州岳华会计师事务所有限公司验资并出具验资报告。

2013年10月30日，相城发展召开股东会议并修改公司章程，同意新增注册资本30,000万元，由新股东苏州工业园区-相城合作经济开发区资产经营管理有限公司以货币形式认缴。增资后公司注册资本由136,900万元变更为166,900万元人民币，苏州岳华会计师事务所有限公司验资并出具验资报告。

2014年，相城经济开发区管委会向公司注入2.00亿元资金补助并计入资本公积。

股权划拨方面，根据相开管委[2014]125号文，2014年，相城经济开发区管委会将苏州澄和创业投资有限公司股权无偿划拨给公司，相应增加资本公积9.02亿元。

总体看，政府资产的不断注入，有利于提高公司的经营实力和可持续发展能力。

（2）安置房补贴

公司主要从事相城开发区内基础设施项目的建设和房地产开发业务。其中，基础设施项目建设主要包括市政道路、环境综合整治等，项目竣工后，公司将项目出让给开发区管委会，确认收入，其中未结清款项部分反映在应收账款中；房地产开发业务主要系公司在开发区内建设安置房，由于安置房项目带有公益性，其销售价格远远低于商品房价格，政府为此对安置房项目提供补贴，补贴金额未到位部分计入应收账款，2012~2014年，公司累计确认安置房补贴收入7.06亿元。

（3）往来款回款安排

对于公司对苏州相城经济开发区财政局、苏州相城经济开发区管委会的合计15.68亿元的应收账款和其他应收款，苏州市相城经济技术开发区管委会出具说明函，计划未来3年在经营性地出让中安排470.102亩共包含4宗地块，专项用于支付上述15.68亿元应收账款和其他应收款，于2018年年底全部清偿。

（4）其他政府支持

2014年10月27日，经国务院批准开发区升级为国家级经济技术开发区，实行国家级经济开发区政策，为开发区的发展开拓了广阔的前景，公司也将借此契机得到政府的更多支持。

目前在相城开发区内，苏州市政府以漕湖为中心划定了苏相合作区，面积约占相城开发区的1/3。苏相合作区内，土地收益返还、招商引资政策等参照苏州工业园区政策处理，其中土地一级开发享受90%的收益返还，相较于苏州市除苏州工业园区以外的其他地区（开发区），苏相合作区具备一定的相对优势。该项措施有助于保障相城开发区的充裕财力，是公司获取政府财政支持的重要来源。

根据相城区人民政府出具的相关说明，公司承担相城开发区内基础设施建设项目的代建职能，相关项目的回购资金由相城区财政局统筹安排。同时，针对公司对外担保规模较大，相城区人民政府承诺将协助督促公司的对外担保行为，坚决杜绝区内国有或国有控股企业出现违约事项，确保公司不会发生担保风险。

总体看，公司作为相城开发区基础设施项目建设和拆迁安置房项目建设的主体，近年来在政策、资金和资源等多方面得到了当地政府的大力支持，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力，保障了公司的资金流入稳定性，增强了公司的外部融资能力。联合评级认为，政府对

公司的支持是持续、稳定和长期的，同时也是公司未来发展和本次债券到期偿付的重要保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》、《公司登记管理条例》和国家有关法律、行政法规，制定了《苏州市恒澄建设发展有限公司章程》，按照现代企业制度建立并完善企业法人治理结构。苏州工业园区-相城合作经济开发区资产经营管理有限公司持有公司100%股权，是公司唯一股东，公司不设股东会，由出资人行使股东会职权。

公司董事会成员为3人，每届任期三年。设董事长1人，董事2人，董事会三人均由股东决定产生。

公司设监事（不设监事会）1名，由股东决定产生，任期每届为三年。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事向股东负责并报告工作。

公司实行总经理负责制，统一负责公司的日常经营和管理。公司设经理1名，任期三年。经理由董事长兼任。

目前公司总部已实现对重大决策权、合理监控权和高层人事权有效控制，并加强对下属公司的管理力度。

2. 管理水平

根据公司业务规划和发展需要，公司设有办公室、工程建设部、资产经营部和财务部四个职能部门。

办公室主要负责协调公司的行政管理工作，主要包括进行相关调查研究并为领导提供相关决策依据、拟定综合性规章制度并组织实施、协调各部门之间的工作等。

工程建设部是公司的核心部门之一，其主要职能包括：负责年度建设计划制定并组织落实及监督检查；协助组织工程招标；负责在建工程质量、进度的控制工作，及安全生产监管工作；负责自建项目工程竣工验收的组织工作和移交工作；负责集团公司工程项目常规设备材料的认质认价工作以及其他一切与工程有关的基础工作。

资产经营部是公司的另一核心部门，主要负责代公司履行各项资产管理的职能，包括与有关部门编制、下达和组织实施公司年度经营计划、国有资产保值增值计划；配合公司相关部门做好公司房屋建筑物、土地等产权界定与登记工作，办理相关产权证书；与公司相关部门组织开展公司固定资产和其他财产物资的清产核资工作，确保公司资产的安全完整；负责公司固定资产租赁、转移、拍卖、报损、报废的技术鉴定和评估工作，办理相关处理报批手续等。

财务管理主要负责资金统筹、财务结算、拨付管理等工作。

对外担保方面，公司设立了对外担保管理制度，确定对外担保对象必须为相城区区属国有及国有控股企业，经公司被担保单位上级主管部门及公司上级主管部门确认、董事会全体成员二分之一以上审议批准通过。

总体看，公司已建立起规范的现代法人治理结构，2014年进行资产整合以来，逐步完善了相关的各项管理制度，考虑到公司整合时间尚短，综合管控能力有待进一步检验。

七、经营分析

1. 经营概况

作为国家级经济技术开发区相城开发区的基础设施建设开发的重要主体，公司形成了以基础设施项目建设（包括市政道路等，体现为项目销售收入）和房地产开发（安置房建设及少量商品房，体现为房产销售收入）为主，房屋租赁、物业管理等业务为辅业的综合业务架构。近几年来，除项目销售和房屋销售业务外，公司主营业务还包括房屋出租和物业管理，该类业务主要为公司持有的园区标准化厂房出租及相关物业管理业务，该类收入对公司主营业务收入及利润总额贡献较小。2012~2014年，公司收入规模持续增长，其中2014年增长幅度明显，公司2012~2014年分别实现主营业务收入10.63亿元、13.84亿元和56.64亿元，其中，项目销售收入和房产销售收入在此三年中均为公司的主要收入来源。2014年，公司实现项目销售收入51.63亿元，同比增长510.74%，主要系公司2014年与政府一次性结清大量基础设施建设项目并实现收入所致。

近三年，公司主营业务整体毛利率有所波动，分别为11.63%、15.97%和12.37%，主要系公司近年来房产销售毛利率波动较大所致。近年来，公司房产销售结构差异较大，导致公司房产销售板块毛利率的波动。

表4 2012~2014年公司主营业务收入情况（单位：万元，%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
项目销售	65,375.59	61.48	13.49	83,958.54	60.67	12.79	516,250.54	91.15	13.30
房产销售	38,576.22	36.28	8.84	51,775.42	37.41	21.97	47,521.65	8.39	2.87
房屋出租	1,185.84	1.11	-8.57	1,145.81	0.83	-11.04	1,346.00	0.24	5.47
物业管理	1,203.60	1.13	19.38	1,504.47	1.09	7.09	1,253.39	0.22	-4.63
合计	106,341.25	100.00	11.63	138,384.24	100.00	15.97	566,371.58	100.00	12.37

资料来源：公司提供

总体看，公司主营业务收入主要来源为项目销售与房产销售业务；受房地产销售毛利率起伏影响，公司整体毛利率有所波动；房屋出租业务和物业管理业务对公司收入形成一定支撑。

2. 业务经营

项目销售

项目销售为公司最为核心的业务，业务运营实体主要为公司全资子公司苏州市相城区漕湖产业发展有限公司。2012~2014年，公司项目销售收入占主营业务收入比率一直保持在60%以上，其中2014年该比率高达90.54%。公司是相城经济技术开发区的重要投融资主体，承担着开发区基础设施建设的职责，近几年来，公司所建项目均为基础设施类项目。2012~2014年，公司基础设施建设项目销售收入分别为6.54亿元、8.40亿元和51.63亿元，2014年公司项目销售收入大幅上升，主要是由于基础设施建设项目建设期大多为二或三年，在2014年集中出现大量基建项目竣工并销售，因此收入大幅增加。

公司基础设施建设的主要模式为：公司自行筹措资金在开发区内建设基础设施项目，项目建设投入计入存货核算，项目竣工结算后，公司将项目出让给开发区管委会，项目价格具体协商，确认收入。

项目建设内容包括市政道路等。近年来，公司陆续完成了开发区部分道路交通网络建设，如环漕湖大道和新兴路（漕湖大道）项目、南北一号路（朝阳路）项目等，取得了良好的经济与社会效益。对于上述项目所产生的应收账款，苏州市相城经济技术开发区管委会已出具说明函，将在 2016 年至 2018 年分三年逐年偿还，项目销售资金的回收保障程度较好；环境综合整治方面，漕湖产业园污水处理有限公司于 2014 年底经合并成为公司的二级子公司，该公司建设的污水处理厂一期工程截至 2014 年底已完成投资 1,683.56 万元。

表5 2014年公司重要项目销售收入情况（单位：亿元，%）

项目	收入	占项目销售收入比
漕湖产业园	34.45	67.19
环漕湖大道	2.07	4.05
长阳路	1.24	2.42
新兴路（漕湖大道）	1.13	2.20
合计	38.89	75.76

资料来源：公司提供

目前，相城开发区正处于高速发展的阶段，未来几年也将是相城开发区基础设施建设项目集中实施的阶段。公司于 2014 年底进行了一次资产整合与优化，与政府一次性结清大量历史往来款项，未结清款项也得到了政府的还款承诺，未来有望持续得到当地政府的支持。

总体上看，公司项目销售业务模式较成熟，业务来源集中于相城经济技术开发区管委会，但政府如未能及时支付回购款，公司将面临一定的资金周转风险。

房产销售

公司从事房产开发业务，该业务主要是公司在开发区内建设安置房项目，项目建设主体主要为苏州市相城区漕湖产业园发展有限公司和苏州相城经济开发区房地产开发有限公司，建设资金来源为公司自有资金和外部借款，前期投入计入存货核算，项目建成后按照政府制定的指导价格定向销售，销售对象是相城开发区内的安置户；同时，由于安置房项目带有公益性，对促进区域社会稳定和人民生活水平提高有积极作用，政府对公司安置房项目予以一定的补贴，2012~2014 年，公司累计确认安置房补贴收入 7.06 亿元，截至 2014 年底已全部到账。

房产销售作为公司的第二大业务板块，近年来收入在波动中有所增长，2014 年完成房产销售收入 4.75 亿元，主要来自于安置房销售（包括安置房补贴），占主营业务收入比率为 8.39%。近三年来，公司房屋销售收入大部分安置房项目销售，另有少量商品房对外销售。

表6 2012~2014年公司房屋销售情况

时间	项目名称	项目类别	实现收入（万元）	销售占比
2012 年	漕湖一村	安置房	3,371.66	8.74%
	漕湖三村	安置房	13,264.75	34.39%
	太阳花园房屋销售	商品房	155.82	0.40%
	泰元家园房屋销售	安置房	8,906.86	23.09%
	登云家园房屋下水	安置房及商品房	12,877.13	33.38%
	合计		38,576.22	100.00%
2013 年	漕湖一村	安置房	47,159.92	91.09%
	漕湖三村	安置房	1,607.85	3.11%

2014 年	太阳花园房屋销售	商品房	150.46	0.29%
	泰元家园房屋销售	安置房	1,593.56	3.08%
	登云家园房屋销售	安置房及商品房	1,263.63	2.44%
	合计		51,775.42	100.00%
	漕湖一村	安置房	21,172.12	44.55%
	漕湖三村	安置房	1,800.68	3.79%
	漕湖四村	安置房	22,315.99	46.96%
	太阳花园房屋销售	商品房	109.73	0.23%
	泰元家园房屋销售	安置房	1,570.29	3.30%
	登云家园房屋销售	安置房及商品房	552.84	1.16%
合计			47,521.65	100.00%

资料来源：公司提供

注：上表中实现收入包含安置房补贴收入。

本次债券募投项目为漕湖产业园内安置房建设及配套公建等，项目总投资 25.00 亿元，目前该项目土地整理工作已经完成，预计完工时间为 2017 年 10 月。项目计算期内预计收入为 30.48 亿元。

公司除安置房销售以外，另有少量商品房对外销售，2012~2014 年商品房销售收入分别为 328.42 万元、308.98 万元和 175.68 万元是房产销售业务利润的重要补充。

近年公司房产销售业务毛利率波动较大，主要受销售结构影响。在公司建设的安置房小区中，漕湖三村、漕湖四村受建设成本影响，销售价格低于建造成本，上述两小区销售额占近三年房产销售总额的比例波动较大。

总体看来，公司的房产销售业务以安置房销售为主，公司在此领域经验较为丰富，有利于后续项目的建设和开发；相关项目的公益性特点导致公司对财政补助和政策支持的依赖程度较高。

3. 在建及拟建项目

在建工程方面，截至 2014 年底，公司在建项目 1 个，系苏州市漕湖产业园污水处理有限公司建设的污水处理厂一期工程，漕湖产业园污水处理有限公司于 2014 年底经合并成为公司的二级子公司。该项目计划投资 2,000.00 万元，全部来自于商业贷款，截至 2014 年底，资金已全部到位，项目已完成投资 1,683.56 万元，经合并计入公司合并资产负债表的在建工程科目。

未来，公司将逐步向产业化企业转型，逐步减少无现金流项目和公益性项目，实现可持续发展。但短期内，公司仍将承担大量的相城开发区基础设施建设职能。根据公司未来 5 年战略规划，在未来五年内，公司拟建包括募投项目安置房二期工程、集宿楼二期、污水处理厂三期、创科技园在内的 24 个工程项目，计划总投资 100.70 亿元，预计未来 5 年实现收入总计 110.77 亿元。总体看，公司未来投资规模大，对外融资压力大。

表7 公司前五大拟建项目情况

项目	未来五年拟投资总额（亿元）	未来五年预计收入总额（亿元）
安置房二期	25.00	22.51
道路等基础设施	20.00	22.50
标准厂房代建	14.00	15.00
漕湖新城安置房	8.00	8.80
漕湖花园三期	8.00	8.60
合计	75.00	77.41

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2012~2014年公司销售债权周转次数分别为1.79次、0.89次和3.69次；存货周转次数分别为0.13次、0.22次和1.60次；总资产周转次数分别为0.07次、0.08次和0.40次。

总体看，公司经营效率指标较低，但各项指标符合公司业务特点。2014年，上述经营效率指标质量出现了明显的提升，主要原因为2014年公司对资产进行整合优化，与政府一次性结清大量往来款项。

5. 经营关注

近年来苏州市相城区及相城经济技术开发区综合财政实力波动增长，土地出让金收入在财政收入中占比较高，综合财力受土地出让金影响较大，区域经济环境及财政实力有待进一步提升。

公司在建基础设施项目已投入资金规模较大，未来回购款的到位情况受政府结算进度影响较大，且大多数项目的建设周期和资金回收周期较长，公司存在一定的资金周转压力。同时，公司基础设施建设投资规模大，债务规模快速增长，未来资本性支出压力较大。

公司对外担保规模很大，存在一定或有负债风险。

6. 未来发展

根据《相城区国民经济和社会发展“十二五”规划纲要》，“十二五”期间，相城区将紧抓沪宁城际、京沪高铁带来的发展机遇，通过轨道交通2号线、4号线的贯彻带动，继续推进以中心商贸城和高铁新城为主体的中心城区开发建设的同时，重点打造以漕湖产业园、望亭国际物流园、潘阳工业园为主体的西北部工业物流板块和以阳澄湖生态休闲旅游度假区为龙头的东部生态旅游板块，积极构建以中心城区为主体、以“西北部工业物流翼”和“东部生态旅游翼”为两翼的城市空间布局，将相城区着力打造成为“水城、花城、商城、最佳生态休闲人居城”和苏州中心城市发展的北部引擎。

2015年，相城经济技术开发区将进一步明确区域发展方向和定位，北桥街道以建设开发区“后花园”为目标，漕湖街道以建设“幸福家园、美丽漕湖”为目标，澄阳以接轨中心城区为目标，实行一体化管理、一体化规划、一体化建设、一体化发展。2015年开发区将会推进实事工程建设，计划投入25亿元，重点实施改善居住、道路交通、文化教育、医疗卫生、生态优化、城乡环境整治等六大方面十七项实事工程。

总体看，可以预见，未来几年将是相城区城市建设快速发展的时期，特别是随着开发区和以漕湖产业园为核心的合作区建设规模的不断扩大，区域内基础设施建设和房地产开发将会有更加广阔的发展空间。未来几年，相城区政府以及开发区管委会将在城市建设方面加大投资力度，对公司的发展提供了良好的外部环境。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年度三年连审合并财务报表由大华会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计报告（大华审字[2015]005366号）。

截至2014年底，公司合并报表范围主体共11户，公司2014年吸收合并苏州澄和创业投资有限公司，导致所有者权益有一定程度上升，其他应收款及其他应付款有一定程度下降。

截至2014年底，公司合并资产总额111.11亿元，负债合计64.53亿元，股东权益（含少数股东

权益) 46.58亿元; 2014年公司实现主营业务收入56.64亿元, 净利润(含少数股东权益) 3.26亿元, 2014年公司经营活动现金流量净额为59.47亿元, 现金及现金等价物增加额47.82亿元。

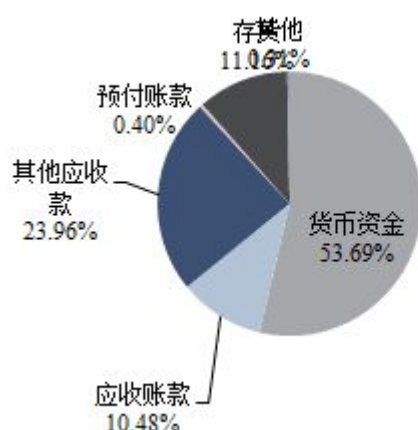
2. 资产质量

2012~2014年, 公司资产总额年均复合下降 20.33%, 2014 年底为 111.11 亿元, 同比下降 34.92%, 主要原因系公司于 2014 年对资产进行整合优化, 并结转了大量存货, 同时, 合并苏州澄和创业投资有限公司也导致部分其他应收款和其他应付款一次性冲销。从资产结构看, 截止 2014 年底, 流动资产占比 89.96%。

流动资产

2012~2014年, 公司流动资产逐年下降。截至 2014 年底, 公司流动资产为 99.96 亿元, 同比下降 38.07%, 主要系应收账款、其他应收款和存货大幅减少, 其减少幅度大于货币资金增加幅度所致, 流动资产主要由货币资金(占 53.69%)、应收账款(占 10.48%)、其他应收款(占 23.96%)及存货(占 11.16%)构成, 上述四项合计占比 99.29%。 , 如下图所示:

图 4 2014 年底公司流动资产构成



资料来源: 审计报告

2012 年~2014 年, 公司货币波动增长, 年均复合增长 294.03%, 截至 2014 年底, 公司货币资金余额 53.67 亿元, 同比增长 2654.55%, 主要是由于 2014 年结转大量基础建设项目及房产建设项目并确认收入收到现金所致, 同时, 2014 年公司大量收回应收账款和其他应收款。货币资金中 4.78 亿元为受限部分, 占比 8.90%。

2012~2014 年, 公司应收账款波动幅度较大, 金额分别为 10.98 亿元、20.21 亿元和 10.47 亿元, 2014 年公司应收账款同比下降 48.17%, 主要系公司当年度加大应收账款回收力度, 应收账款大量收回所致。从构成看, 公司应收账款主要是对开发区管委会应收的项目销售款、房产销售款及少量的污水处理费。

表 8 公司 2014 年底应收账款账龄分布

项目	期末账面余额(亿元)	占总额比例(%)
1 年以内	8.08	76.15
1-2 年	1.46	13.78
2-3 年	0.92	8.67

3 年以上	0.15	1.40
合计	10.61	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司应收账款账龄在 1 年以内的金额为 8.08 亿元，占期末应收账款总额的 76.15%，账龄结构较为合理。公司共计提坏账准备 0.14 亿元，计提比例 1.32%，应收账款计提比例较为合理。截至 2014 年底，公司对开发区管委会的应收账款账面余额为 10.37 亿元，占应收账款总额的 97.68%，主要为公司向开发区管委会的工程销售款和房产销售款。

2012~2014 年，公司其他应收款快速下降，复合年均下降 49.77%，截至 2014 年底为 23.95 亿元，同比下降 72.02%，主要系开发区管委会和开发区财政局于年内以货币资金偿付了与公司的部分往来款所致。公司共计提坏账准备 0.22 亿元，计提比例 0.95%。

表 9 公司 2014 年其他应收款前五名单位情况（单位：亿元，%）

单位名称	款项内容	期末余额	账龄	占其他应收款比例
苏州相城经济开发区管委会	往来款	3.00	0~3 年以上	12.40
苏州漕发市政工程有限公司	往来款	2.56	1 年以内	10.61
苏州市相城经济开发区财政局	往来款	2.32	0~3 年以上	9.58
苏州海盛绿化有限公司	往来款	2.11	1 年以内	8.71
苏州工业园区-相城合作经济开发区资产经营管理有限公司	往来款	2.00	1 年以内	8.27
合计		11.99		49.57

资料来源：公司审计报告

对于公司对苏州相城经济开发区财政局、苏州相城经济开发区管委会的合计 15.68 亿元的应收账款和其他应收款，苏州市相城经济技术开发区管委会出具说明函，计划未来 3 年在经营性用地出让中安排 470.102 亩共包含 4 宗地块，专项用于支付上述 15.68 亿元应收账款和其他应收款，并于 2018 年年底全部清偿。

2012~2014 年，公司存货快速下降，年均复合下降 54.52%，截至 2014 年底为 11.15 亿元，同比下降 78.08%，主要系公司大量基础设施建设项目及房地产建设项目完工实现销售所致。存货中主要构成为开发产品和开发成本，其中开发产品主要为安置房、商品房建设成本，开发成本主要为土地开发整理成本和工程建设项目成本。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，三年年均复合增速为 9.45%。截至 2014 年底，公司非流动资产为 11.15 亿元，同比增长 19.40%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 47.00%）、固定资产（占 41.00%）、在建工程（占 2.00%）和无形资产（占 10.00%）构成。

2012~2014 年，公司长期股权投资不断增长，年均复合增长 6.85%，截至 2014 年底，公司长期股权投资余额为 5.24 亿元，同比增长 10.82%，主要为以成本法核算的 14 家联营企业股权投资和以权益法核算的 2 家企业股权投资。

近三年公司固定资产规模波动中有所增长，复合增长率为 13.39%，截至 2014 年底公司固定资产净额合计 4.56 亿元，同比增长 31.75%，主要是公司自建自有的厂房、宿舍楼等房屋及建筑物。

2014 年，公司新增在建工程 1,683.56 万元，主要系公司合并范围内子公司苏州市漕湖产业园污水处理有限公司建设的污水处理厂一期工程，该项目目前处于竣工决算阶段。

2012~2014 年，公司无形资产金额保持相对稳定，截至 2014 年底，公司无形资产账面价值合计 1.17 亿元，同比增长 2.89%，主要为 22 宗土地的使用权，所有土地均为出让地。

总体来看，近几年来，公司资产以流动资产为主，公司的资产结构较为合理，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长27.56%，截至2014年底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计46.58亿元，同比增长44.48%。其中实收资本占比35.83%，资本公积占比61.48%，两项合计占比97.31%。

截至2014年底，公司实收资本16.69亿元，较上年未发生变化，苏州工业园区-相城合作经济开发资产经营管理有限公司拥有公司100%的股权。截至2014年底，公司资本公积为28.63亿元，同比增长63.63%，主要系2014年政府拨款转入2.00亿元以及相城经济开发区管委会将苏州澄和创业投资有限公司的股权无偿划拨给公司新增其他资本公积9.02亿元所致；盈余公积年底余额为0.41亿元，同比增长630.08%，主要系提取法定盈余公积所致。

2012~2014年，公司少数股东权益快速下降，主要是因为公司近年陆续收购或以政府划拨形式收回下属控股企业的少数权益所致。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比高，所有者权益稳定性较强。

负债

2012~2014年，公司负债总额快速下降，年均复合下降32.48%。截至2014年底，公司负债总额64.53亿元，同比下降53.27%，主要系其他应付款大幅减少所致。公司总负债中，流动负债占88.81%，非流动负债占11.19%，负债构成以流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债57.31亿元，同比下降56.63%。从构成看，以短期借款（占5.44%）、应付票据（占10.56%）、应付账款（占16.32%）、预收款项（占7.04%）和其他应付款（占51.13%）为主。

2014年公司新增短期借款3.12亿元，系苏州市相城区碧海水务发展有限公司、苏州市漕湖产业园污水处理有限公司、苏州水天一色餐饮文化发展有限公司和苏州漕湖度假酒店有限公司4家合并范围内子公司的保证借款。

2012~2014年，公司应付票据余额波动增长，年均复合增长50.11%，其中2014年余额较上年增长明显，截至2014年底，公司应付票据余额6.05亿元，同比增长412.53%，主要是工程款和往来款构成的银行承兑汇票和商业承兑汇票，主要系2014年合并子公司并表所致。

2012~2014年，公司应付账款波动增长，截至2014年底为9.35亿元，同比增长28.94%，主要系基础设施建设工程投入增加、应付的拆迁成本增加所致。从构成看，应付账款主要为公司建设项目尚未结算的工程款，其中2014年底账龄1年以内应付账款占比62.09%，1年以上应付账款占比37.91%。

2012~2014年，公司其他应付款分别为114.19亿元、117.37亿元和29.30亿元，2014年其他应付款大幅下降，主要是2014年公司吸收合并苏州澄和创业投资有限公司，其他应收款和其他应付款大量冲销导致。

非流动负债中主要是长期借款，2012~2014年，长期借款占非流动资产比例一直较大。截至2014年底，公司长期借款余额7.18亿元，同比增长21.05%，主要为公司本部及旗下子公司的抵押借款、保证借款和融资租赁款。

有息债务方面，2012~2014年，公司全部债务年均复合增长16.17%，截至2014年底，公司全部债务合计16.38亿元，其中，短期债务合计9.17亿元，占全部债务比例为55.98%，较上年有所上

升。

债务指标方面，2014年，公司资产负债率大幅下降至58.08%，近三年全部债务资本化比率波动下降，2014年底为26.01%，长期债务资本化比率逐年下降，2014年底为13.40%。

总体来看，公司近年有息债务波动上升，受益于2014年资产整合优化，资产负债率大幅下降，目前整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司主营业务收入快速增长，复合增长率为130.78%，2014年全年实现主营业务收入56.64亿元，同比增长309.27%。其中项目销售收入51.63亿元，同比增长401.54%，主要系公司2014年大规模结转基础设施建设项目实现收入所致。

2014年，公司实现营业外收入227.25万元，全部来自固定资产处置利得。

利润方面，2012~2014年，公司利润总额年均复合增长646.57%，2014年实现利润总额4.25亿元，同比增长492.59%。2014年，公司实现净利润3.26亿元。

期间费用方面，2012~2014年，公司期间费用率分别为4.30%、4.83%和-0.86%。2014年，公司期间费用率为负，主要系年内坏账准备抵消造成当年管理费用为负值所致。2012~2014年，公司营业外收入占利润总额的比例分别为29.00%、10.00%和10.00%。总体而言，公司期间费用率水平较低。

盈利指标方面，2012~2014年，公司主营业务利润率有所波动，三年分别为5.71%、10.47%和6.87%，2014年公司主营业务利润率较上年下降主要系年内大幅增长的项目销售收入板块毛利率水平较低所致。近三年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率平均值分别为3.82%、1.24%和4.00%，整体盈利水平较弱。

总体看，公司整体盈利能力较弱，但符合行业特点；2014年收入大幅增长，其持续性有待检验。

5. 现金流

经营活动现金流入方面，2012~2014年，公司销售商品提供劳务收到的现金快速增长，分别为1.33亿元、1.83亿元和65.20亿元。主要系公司与2014年底实现大量项目销售收入并收回货币资金，同时结清大量往来款所致。经营活动现金流出方面，以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2014年公司经营活动现金流出金额为5.88亿元，较2013年有所下降。2014年现金收入比为115.12%，较上年增幅较大，主要系公司销售项目收回货币资金所致。

投资活动方面，2012~2013年，公司投资活动现金流为净流出，2014年实现净流入1.05亿元，主要系取得投资收益所收到的现金增加以及投资支付的现金减少所致。

筹资活动方面，2014年，公司筹资活动现金流入合计54.06亿元，筹资活动现金流出合计66.76亿元，其中，收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为52.06亿元和63.56亿元，主要由公司与相城区内其它城投类企业的往来款构成；2012~2014年公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，三年分别为8.45亿元、11.18亿元和-12.70亿元。

总体看，公司2012和2013年经营活动现金流状况较差，2014年确认大量在建项目收入并与政府往来款项的结算，经营活动现金流状况得到明显改善，收现质量尚可。目前公司通过银行贷款等外部融资渠道筹资规模较小，资金来源主要为与政府及相关城投类企业的往来款为主。未来，公司直接对外融资规模可能快速上升。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014 年，公司的流动比率分别为 123.87%、122.14%和 174.42%，同期，公司速动比率分别为 83.57%、83.63%和 154.95%，2014 年公司存货实现销售并收回相关货币资金，流动比率和速动比率提高，但公司资产流动性整体表现一般。2014 年，公司经营活动现金流量净额快速上升，经营现金流动负债比为 103.77%。公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司利息支出全部为费用化利息支出，EBITDA 快速增长，2014 年 EBITDA 为 4.47 亿元，EBITDA 的构成中，利润总额占比 95.00%，利息支出占比 3.00%，折旧摊销占比 2.00%，EBITDA 逐年提升主要系利润总额持续增长所致，利润总额和三年复合增长率为 646.57%。2014 年全部债务/EBITDA 倍数为 3.66 倍，偿债指标良好，考虑到公司未来投资规模很大，债务负担可能快速上升，整体偿债指标可能出现一定程度弱化。

截至 2014 年底，公司共获得各类银行授信额度合计 13.02 亿元，其中，已使用额度合计 6.05 亿元，未使用额度合计 6.97 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

或有负债方面，截至 2014 年底，公司及其下属子公司对外担保金额为总计为 79.86 亿元，担保比率为 171.45%。公司对外担保规模很大，且担保对象均为相城区属国有或国有控股企业。公司目前已建立对外担保管理制度，明确对外担保的对象均为相城区内国有企业，定期关注被担保方的生产经营情况，以降低和控制担保风险。且公司已承诺在本次债券全额偿还完毕之前，公司及其下属子公司不再新增对外担保，且截至 2015 年 6 月底已有对外担保到期后不再继续提供担保。相城区人民政府承诺将协助督促公司的对外担保行为，坚决杜绝区内国有或国有控股企业出现违约事项，确保公司不会发生担保风险。

总体看，公司资产和所有者权益规模较大，现金资产相对充裕，债务负担较轻，经营活动获现能力偏低且经营活动现金流入波动较大，考虑到公司作为相城经济技术开发区基础设施建设的主要主体，得到政府较大的支持，公司整体偿债能力较强。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G99320507005350904），截至 2015 年 8 月 25 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及苏州相城经济技术开发区、苏州相城区发展及财力水平的综合分析，并考虑到政府在未来对公司多方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券拟发行额度为 15 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 208.06%，全部债务的 91.59%，本次债券的发行对公司现有债务的影响很大。

截至 2014 年底，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分别为 58.08%、26.01%和 13.40%。以公司 2014 年底财务数据为基础，本次债券发行后，上述指标将分别上升至 63.07%、40.25%和 32.29%，公司债务负担将有一定程度加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014 年公司 EBITDA 值分别为 0.19 亿元、0.89 亿元和 4.47 亿元，分别为本次债券拟发行额度的 0.01 倍、0.06 倍和 0.30 倍；2012~2014 年公司经营活动的现金流入量分别为 1.52 亿元、1.94 亿元和 65.35 亿元，分别为本次债券拟发行额度的 0.10 倍、0.13 倍和 4.36 倍；2014 年公司经营活动现金流量净额为 59.47 亿元，为本次债券拟发行额度的 3.96 倍。总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流入量对本次债券保障能力均较弱。

本次债券设置分期还款安排，拟于债券存续期第 3~7 个计息年度末分期等额偿还该品种债券发行总额的 20%。

根据本次债券的分期还款安排，本次债券发行后第 3~7 个计息年度末，每年需偿还债券本金 3.00 亿元。

公司近三年 EBITDA、经营活动现金流入量及净流量加权均值分别为 2.54 亿元、33.56 亿元和 26.15 亿元，分别为 3.00 亿元本金的 0.85 倍、11.19 倍和 8.72 倍，2014 年上述指标分别为 1.49 倍、21.78 倍和 19.82 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和净流量对本次债券分期偿还本金保障能力较好，分期还款条款的设置，有效降低了公司的集中偿付压力，有助于保障本次债券的按期兑付。

截至 2014 年底，公司对苏州相城经济开发区财政局、苏州相城经济开发区管委会的应收账款和其他应收款合计 15.68 亿元、苏州市相城经济技术开发区管委会已出具说明，将在 2016 年至 2018 年分三年逐年偿还。相关现金回收安排预计可以完全覆盖债券存续期前两年所需支付的债券利息。上述相关资金回流具体情况如下表：

表 10 相关应收账款和其他应收款资金回流安排（单位：亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年	合计
资金流入	3.00	11.00	1.68	15.68

资料来源：公司提供、联合评级整理

根据苏州市相城区土地整理及出让计划，苏州相城经济开发区计划未来 3 年在经营性用地出让中安排 470.102 亩共包含 4 宗地块，专项用于支付上述 15.68 亿元应收账款和其他应收款。参照相城区近三年土地出让情况，保守估计上述土地将形成出让收入 26.80 亿元，扣除规费和相关成本（按出让收入的 30%计）后，可形成 18.82 亿元的土地出让净收益，可以覆盖应收账款和其他应收款金额。

本次债券募集资金拟投资项目具有良好的经济效益及社会效益，预期收入稳定，募投项目收入预测情况如下表：

表 11 募投项目销售收入预测（单位：亿元）

项目	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
安置房定向销售收入	8.05	6.71	5.37	4.02	2.68
机动车位销售收入	0.75	0.50	0.40	0.40	0.55
非机动车库销售收入	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01
配套商业销售收入	0.24	0.24	0.19	0.14	0.14
合计	9.07	7.47	5.98	4.57	3.38

资料来源：公司提供，联合评级整理

表 12 本次债券偿债资金来源测算（单位：亿元）

年份	现金流入		现金流出		保障倍数	
	应收款现金流入	募投项目销售收入	年度本金偿还额	年度本息偿还额	本金覆盖倍数	本息覆盖倍数
1				1.20		--
2	3.00			1.20		2.50
3	11.00	9.07	3.00	4.20	6.69	4.78
4	1.68	7.47	3.00	3.96	3.05	2.31
5		5.98	3.00	3.72	1.99	1.61
6		4.57	3.00	3.48	1.52	1.31
7		3.38	3.00	3.24	1.13	1.04

资料来源：公司提供、联合评级整理

注：假定本次债券于 2016 年发行，发行利率 8%。

结合政府对公司相关应收账款和其他应收款的回款安排以及募投项目收入预测，公司未来几年内的现金回流能够基本覆盖本次债券各年度待偿本息，对拟发行债券本息的保障程度良好。

总体看，本次债券的发行对公司现有债务影响很大，本次债券发行后，公司债务负担将有一定程度上升。考虑到本次债券设置提前分期偿还条款，公司经营活动现金流入量和净流入量对各分期偿付本金保障能力较好，分期还款设置有效降低了公司的集中偿付压力。同时，政府对相关资金的回流保障和募投项目收益预期是本次债券偿债资金的重要来源。

十、债券保护条款分析

公司与中国民生银行股份有限公司苏州分行（以下简称“民生苏州分行”）签订了《偿债账户监管协议》及《募集资金使用专项账户监管协议》。恒澄建设使用募集资金使用专项账户内的资金时，监管方有权核对恒澄建设款项用途，确保与《募集说明书》中披露的募集资金用途一致，对于不符合《募集说明书》中披露的募集资金用途的用款申请，监管方有权否决；公司将在民生苏州分行建立“偿债账户”，在债券存续期提前偿付债券本金的各年度，偿债资金一旦划入偿债账户，仅可用于按期支付本次债券利息和到期支付本金，保证本次债券还本付息。

根据上述协议约定，若债券当期付息日和/或本金兑付日前 3 个工作日，偿债资金账户资金少于债券当期还本付息金额时，监管银行应通知发行人立刻划拨足额资金，并不迟于当期付息日和/或本金兑付日前 3 个工作日将偿债资金账户情况通知本次债券的主承销商，由主承销商通知本次债券的其他中介机构。

联合评级认为，本次债券设置专项账户监管安排，有助于规避相关操作风险。

十一、结论

苏州市作为苏南地区的核心城市，受政策支持力度大，未来发展前景向好，相城区及相城开发区财政实力较强，区域经济增长质量良好，为公司的发展提供了良好的外部环境。公司作为相城开发区城市基础设施建设的主要运营主体，受到政府的支持力度大。

公司目前资产质量尚可，财务弹性良好，盈利能力偏弱，未来存在较大的投资支出压力。

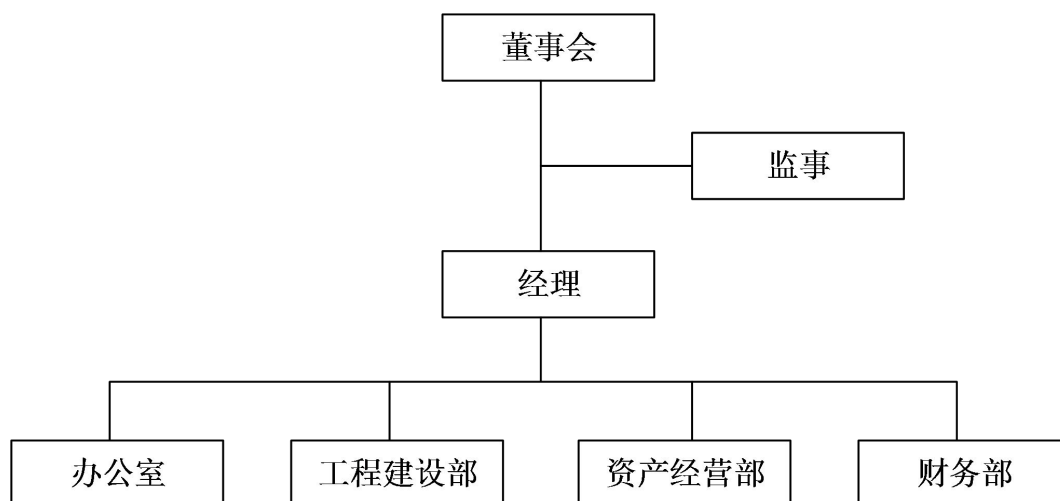
未来随着公司基础设施及安置房建设业务的持续开展，公司有望保持稳健运营。

公司经营活动现金流入量及净流入量对本次债券分期偿付额的保障能力较好，本金分期偿付条款有效缓解了公司未来集中偿付压力。募投项目未来收益预期较好，有助于保障公司对本次债

券的及时偿付。政府应收类款项的回款安排是本次债券偿债资金的重要来源。

总体看，本次债券到期不能偿付的风险低。

附件 1 苏州市恒澄建设发展有限公司 组织结构图



附件 2 苏州市恒澄建设发展有限公司

2012 年~2014 年主要财务指标

(单位：人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	175.05	170.74	111.11
所有者权益	33.50	32.64	46.58
短期债务	4.38	1.18	9.17
长期债务	7.75	5.96	7.21
全部债务	12.13	7.14	16.38
营业收入	10.63	13.84	56.64
净利润	0.06	0.50	3.36
EBITDA	0.19	0.89	4.47
经营性净现金流	-7.23	-7.13	59.47
应收账款周转次数 (次)	1.56	0.89	3.69
存货周转次数 (次)	0.13	0.22	1.60
总资产周转次数 (次)	0.07	0.08	0.40
现金收入比率 (%)	12.55	13.23	115.12
总资本收益率 (%)	0.25	1.58	6.57
总资产报酬率 (%)	0.13	0.51	3.09
净资产收益率 (%)	0.06	1.52	8.23
营业利润率 (%)	5.71	10.47	6.87
费用收入比 (%)	4.30	4.83	-0.86
资产负债率 (%)	80.86	80.88	58.08
全部债务资本化比率 (%)	26.59	17.95	26.01
长期债务资本化比率 (%)	18.78	15.44	13.40
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.67	5.15	39.59
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.02	0.13	0.27
流动比率 (倍)	1.24	1.22	1.74
速动比率 (倍)	0.84	0.84	1.55
现金短期债务比 (倍)	0.79	1.65	5.85
经营现金流动负债比率 (%)	-5.41	-5.39	103.77
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.01	0.06	0.30

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。