



信用等级通知书

信评委函字[2019]Y005号

中诚信证券评估有限公司对苏州市吴江城市投资发展有限公司及其拟发行的“2019年苏州市吴江城市投资发展有限公司社会领域产业专项债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，苏州市吴江城市投资发展有限公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；“2019年苏州市吴江城市投资发展有限公司社会领域产业专项债券（第一期）”的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年一月十五日

2019年苏州市吴江城市投资发展有限公司 社会领域产业专项债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	苏州市吴江城市投资发展有限公司
发行规模	本次债券发行总额不超过 15.00 亿元，本期（第一期）发行总额不超过 7.50 亿元。
债券期限	10 年
偿还方式	本期债券存续期的第 3 至第 6 年末，分别按照本期债券发行总额的 10%、10%、10%和 10% 比例偿还债券本金，存续期的第 7 至第 10 年末，分别按照本期债券发行总额的 15%、15%、15%和 15%比例偿还债券本金，前 2 年每年应付利息单独支付，后 8 年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。
发行目的	用于公司承建的吴江区苏州湾体育中心项目和补充营运资金。

概况数据

吴江城投（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	352.46	387.68	427.75
所有者权益（含少数股东权益）（亿元）	123.45	144.66	151.68
总负债（亿元）	229.01	243.02	276.07
总债务（亿元）	177.74	182.54	192.59
主营业务收入（亿元）	11.79	12.40	13.12
营业利润（亿元）	0.41	0.17	0.53
净利润（亿元）	2.85	2.99	3.08
EBIT（亿元）	2.68	2.56	2.53
EBITDA（亿元）	3.30	3.64	3.73
经营活动净现金流（亿元）	-19.35	10.78	-2.55
收现比（X）	1.39	1.34	1.33
总资产收益率（%）	0.88	0.69	0.62
主营业务毛利率（%）	16.80	16.44	24.63
应收类款项/总资产（%）	6.62	10.76	11.42
资产负债率（%）	64.97	62.69	64.54
总资本化比率（%）	59.01	55.79	55.94
总债务/EBITDA（X）	53.89	50.15	51.63
EBITDA 利息倍数（X）	0.37	0.40	0.40

注：1、公司各期财务报表均按旧会计准则编制；2、将公司 2016 年和 2017 年年度财务报表“其他长期负债”中带息债务纳入长期债务核算。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2019年苏州市吴江城市投资发展有限公司社会领域产业专项债券（第一期）”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券的安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定苏州市吴江城市投资发展有限公司（以下简称“吴江城投”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了吴江区很强的经济财政实力为公司业务发展提供的良好环境和有力保障，公司地位重要以及吴江区政府支持力度大等对公司发展的积极作用。同时，中诚信证评也关注到公司业务面临政策和市场风险；未来资本支出压力较大以及债务上升较快，财务杠杆率较高等因素对公司整体信用状况的影响。

正面

- 吴江区很强的经济财政实力为公司业务发展提供良好环境和有力保障。近年吴江区经济持续增长，财政实力不断增强，2017 年全区地区生产总值增速为 7.1%，一般公共预算收入增速为 11.1%，为公司业务发展提供了良好环境和有力保障。
- 公司在吴江区基础设施建设领域地位突出。公司作为吴江区重要的基础设施建设和投融资主体，承担了吴江区众多重大基础设施建设项目、土地开发以及安置房建设任务，在吴江区基础设施建设领域地位突出。
- 公司凭借其重要地位得到吴江区政府的大力支持。公司每年均得到吴江区政府在资产注入及财政补贴等方面的大力支持。

关注

- 政策和市场风险。公司土地整理业务面临政策和市场风险，区域土地出让时间及金额具有一

分析师

张 卡 kzhang@ccxr.com.cn

赵 敏 mzhao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年1月15日

定不确定性，影响公司业务收入。此外，公司土地整理业务回款较慢，需保持关注。

- 面临较大投资压力。公司主要负责吴江区老城区、南部新城的开发，在建及拟建项目投资规模较大，面临较大资本支出压力。
- 债务上升较快，财务杠杆率较高。截至 2017 年末，公司总债务 192.59 亿元，资产负债率为 64.54%，总资本化比率 55.94%，财务杠杆率较高。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对苏州市吴江城市投资发展有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发行主体概况

苏州市吴江城市投资发展有限公司原名吴江城市投资发展有限公司，系根据吴江市人民政府《关于成立吴江城市投资发展有限公司及肖仲伟等同志任职的通知》（吴政干【2001】36号）于2002年5月由吴江市国有（集体）资产管理委员会出资成立，初始注册资本2.48亿元。2012年11月，因吴江撤市变区，吴江市国有（集体）资产管理委员会更名为苏州市吴江区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“吴江区国资办”）；吴江城市投资发展有限公司更名为苏州市吴江城市投资发展有限公司。经吴江区国资办多次增资，截至2017年末，公司注册资本和实收资本均为33.26亿元，股东为吴江区国资办，实际控制人为吴江区人民政府。

公司类型为有限公司（国有独资），主要受吴江区国资办委托，管理和经营授权范围内的国有资产、城市资源以及对外投资，负责实施授权的重大城建发展项目（国家有规定的凭有效证书经营）等业务。

截至2017年末，公司总资产为427.75亿元，所有者权益（含少数股东权益）为151.68亿元，资产负债率为64.54%；2017年，公司实现主营业务收入13.12亿元，净利润3.08亿元，经营活动净现金流-2.55亿元。

本期债券概况

发行条款

本期债券发行期限10年，采取固定利率，单利按年计息，每年付息一次，同时设置提前偿还本金条款，在本期债券存续期的第3至第6年末，分别按照本期债券发行总额的10%、10%、10%和10%比例偿还债券本金，本期债券存续期的第7至第10年末，分别按照本期债券发行总额的15%、15%、15%和15%比例偿还债券本金，前2年每年应付利息单独支付，后8年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息首日起不另计利息，本金自兑付首日起不另计利息。

本期债券以簿记建档、集中配售的方式，通过承销团成员设置的发行网点向中国境内机构投资者（国家法律、法规另有规定者除外）公开发行和通过上海证券交易所向机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）协议发行。本期债券通过承销团成员设置的发行网点发行对象为在中央国债登记公司开户的境内机构投资者（国家法律、法规另有规定除外）；上海证券交易所发行对象为在中国证券登记公司上海分公司开立基金证券账户或A股证券账户的机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）。

募集资金用途

本次债券募集资金合计不超过15.00亿元，本期债券为第一期，本期募集资金不超过7.50亿元，拟用于吴江区苏州湾体育中心项目以及补充公司营运资金，募集资金投向具体情况见下表：

表1：募集资金用途投向明细表

项目	总投资	单位：亿元，%	
		拟使用本期债券资金	占总投资比例
吴江区苏州湾体育中心	13.54	4.50	33.23
补充营运资金	--	3.00	--
合计	--	7.50	--

注：总投资包含建设期利息1.08亿元。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

吴江区苏州湾体育中心项目由公司全资子公司苏州市吴江滨湖投资集团有限公司负责建设，主要建设内容为吴江区体育中心建设工程。项目总投资额为13.54亿元，拟使用募集资金4.50亿元，拟使用募集资金占总投资的33.23%。项目总用地面积11.39万平方米，总建筑面积8.37万平方米，建设内容包括体育馆、游泳馆、体育康复中心和健康管理中心，项目建设期为2年。项目建成后将由公司自主运营，通过体育馆、游泳馆、体育康复中心、健康管理中心等产生的收入实现资金平衡，项目预计可实现总收入30.48亿元。

宏观经济和政策环境

2018年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP同比增长6.8%，较去年同期和去年底均回落0.1个百分点。

点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6~6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信证评认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

区域经济概况

苏州市经济财政概况

苏州市位于江苏省南部，东临上海，南接浙江，西抱太湖，北依长江，是长江三角洲重要的中心城市之一。苏州市下辖张家港市、常熟市、太仓市、昆山市、吴江区、吴中区、相城区、姑苏区，以及苏州工业园区和苏州高新区（虎丘区），全市面积 8,488.42 平方公里，截至 2017 年末常住人口 1,068.4 万人，其中户籍人口 678.2 万人。

表 2：2017 年我国主要城市地区生产总值排名

序号	地区	地区生产总值 (亿元)
1	上海市	30,133.86
2	北京市	28,000.4
3	深圳市	22,438.39
4	广州市	21,503.15
5	重庆市	19,500.27
6	天津市	18,595.38
7	苏州市	17,319.51

资料来源：中诚信证评整理

苏州市围绕建设“三区三城”¹的总目标，经济持续增长，结构调整步伐加快，城乡一体协调发展，民生质量持续改善。2017 年，苏州市经济依然保持较快发展，全市实现地区生产总值 17,319.51 亿元，按可比价计算，同比增长 7.1%；结构调整呈现“新型态”，服务业实现增长 8.3%；全年实现高新技术产业产值 1.53 万亿元，比上年增长 10.5%，占规模以上工业总产值的比重达 47.8%，比上年提高 0.8 个百分点。

图 2：2011 年~2017 年苏州市地区生产总值



资料来源：苏州市统计局，中诚信证评整理

2017 年，全市实现规模以上工业总产值 3.2 万亿元，同比增长 10.4%。同年全市电子、电气、钢铁、通用设备、化工、汽车六大行业实现产值 2.12 亿元，比上年增长 10.7%；制造业领域新兴产业实现产值 1.63 亿元，占规模以上工业总产值的 50.8%，比上年提高 1 个百分点，其中工业机器人和光伏产业产值分别为 220 亿元和 720 亿元，比上年分别增长了 35%和 15%。

对外贸易方面，2017 年全市实现进出口总额 3,130.0 亿美元，其中出口总额 1,845.7 亿美元，进口总额 1,284.3 亿美元。苏州市持续利用外资推动经济转型和结构优化，2017 年新设外商投资项目 985 个，实际使用外资 60.6 亿美元，其中服务业实际使用外资占比 34%；战略性新兴产业和高技术项目实际使用外资占比 51.2%。

2017 年，苏州市获批国家跨境电子商务综合试验区、服务贸易创新发展试点城市。截至 2017 年末，全市拥有国家级开发区 14 家，省级开发区 3 家，综合保税区 7 家，保税港区 1 家，其中常熟、吴江、吴中三家出口加工区转型为综合保税区，苏州工业园区综保区贸易功能区通过验收，张家港保税区获批开展国家企业外债宏观审慎管理试点。

随着经济快速发展，苏州市地方财政收入保持了高基数下的稳定增长。2017 年，苏州市完成一般公共预算收入 1,908.1 亿元，比上年增长 10.3%，其中税收收入完成 1,672.9 亿元，比上年增长 11.1%，税收收入占一般公共预算收入的比重达 87.7%。苏州市财政收入的增长使得公共财政保障能力不断增强。财政支出结构进一步优化，全年完成一般公共预算支出 1,617.2 亿元，比上年增长 5.9%，其中用于民生改善的教育、社保、医疗卫生、公共交通等城乡公共服务支出 1,221.3 亿元，占全部支出的 75.5%。

图 3：2011 年~2017 年苏州市一般公共预算收入



资料来源：苏州市财政局，中诚信证评整理

就苏州市本级地方财政收入而言，2017 年苏州市级财政可用财力（含上年结转和上级补助等）304.83 亿元，比去年增长 37.11 亿元。

¹ 三区三城：科学发展的样板区、开放创新的先行区和城乡一体化的示范区，以及高端产业城市、最佳宜居城市和历史文化与现代文明相融的文化旅游城市。

表 3: 2015 年~2017 年苏州市本级财政收入

项目	单位: 亿元		
	2015	2016	2017
地方财政收入	321.80	360.23	401.45
市级	64.58	72.13	83.64
苏州工业园	257.20	288.10	317.81
可用财力	440.47	461.88	525.50
市级	234.37	267.72	304.83
苏州工业园	206.10	194.16	220.68
基金预算收入	266.01	446.06	375.49
市级	185.72	349.43	235.57
苏州工业园	80.29	96.63	139.92

资料来源: 苏州市财政局, 中诚信证评整理

总体来看, 2017 年苏州市经济依然保持较快发展, 财政实力不断增强, 为城市基础设施建设提供了良好的外部环境。

吴江区经济财政概况

苏州市吴江区位于江苏省东南部, 苏州市区最南端, 东接上海市, 南连浙江省, 西临太湖, 北靠吴中区和昆山市, 地处水乡河道纵横, 素有“鱼米之乡”、“丝绸之府”的美誉。吴江区面积 1,176 平方公里, 截至 2017 年末吴江区总人口 83.27 万人, 户籍人口 26.14 万人。吴江区下辖松陵、盛泽、同里、平望、桃源、震泽镇、汾湖、七都 8 个镇, 250 个村以及 1 个国家级高新区吴江经济技术开发区, 1 个省级高新区吴江高新区, 1 个省级旅游度假村。吴江经济技术开发区成立于 1992 年, 1993 年经省政府批准成为江苏省首批 13 个省级开发区之一, 并于 2010 年 11 月 11 日经国务院批准升级为国家级经济技术开发区。2015 年 1 月, 农业部认定吴江区为国家现代农业示范区。

近年来, 吴江区产业结构持续优化, 服务业占比稳步提高。2015~2017 年吴江区实现地区生产总值 1,540.09 亿元、1,628.33 亿元和 1,788.98 亿元, 增速分别为 7.3%、7.5%和 7.1%。2017 年, 吴江区实现第一产业增加值 43.8 亿元, 同比增长 2.5%; 第二产业增加值 858.8 亿元, 同比增长 6.7%; 第三产业增加值 830.1 亿元, 同比增长 8.5%; 2017 年全区三次产业比重为 2.5:51.1:46.4, 其中服务业增加值占地区生产总值的比重比上年增加 0.3 个百分点。

2017 年, 吴江区工业经济运行平缓, 全年全区实现规模以上工业企业产值 3,357.98 亿元, 同比增长 9.8%; 规模以上工业中, 丝绸纺织、电子资讯、光电缆和装备制造四大主导产业分别实现产值 971.65 亿元、888.71 亿元、370.70 亿元和 619.53 亿元, 合计占规模以上工业产值的比重为 84.9%, 制造业新兴产业实现产值 1,764.1 亿元, 占全区规模以上工业产值的 52.5%。固定资产投资方面, 2017 年, 吴江区固定资产投资 681.5 亿元, 与去年持平, 其中, 第一产业完成投资 0.1 亿元, 增长 7.7%; 第二产业完成投资 243.7 亿元, 同比增长 5.7%, 其中工业投资 243.3 亿元, 增长 5.5%; 第三产业完成投资 450.4 亿元, 同比下降 2.8%。

吴江区经济保持较平稳的发展态势, 有助于财政收入的增收。2015~2017 年, 吴江区一般公共预算收入为 147.39 亿元、165.25 亿元和 183.52 亿元, 增速分别为 7.30%、12.12%和 11.06%; 2015~2017 年, 吴江区税收收入分别为 121.06 亿元、144.99 亿元和 161.01 亿元, 在一般公共预算收入中占比达 82.14%、87.74%和 87.73%。吴江区政府性基金收入大部分来自国有土地出让, 2015~2017 年政府性基金收入分别为 152.90 亿元、423.53 亿元和 335.31 亿元, 增速分别为 30.08%、177.00%和-20.83%, 2017 年政府性基金收入下降主要是由于土地出让收入下滑所致。

表 4: 2015 年~2017 年吴江区财政收支情况

	单位: 亿元		
	2015	2016	2017
一般公共预算收入	147.39	165.25	183.52
其中: 税收收入	121.06	144.99	161.01
非税收入	26.33	20.26	22.51
政府性基金收入	152.90	423.53	335.31
其中: 土地出让金收入	141.13	399.31	235.78
一般公共预算支出	148.71	159.29	174.36
政府性基金支出	152.76	405.62	306.59
公共财政平衡率 (%)	106.91	103.74	105.25

资料来源: 吴江区财政局, 中诚信证评整理

2015~2017 年, 吴江区一般公共预算支出分别为 148.71 亿元、159.29 亿元和 174.36 亿元, 增速分别为 9.17%、15.54%和 9.46%; 政府性基金支出方面, 2015~2017 年, 吴江区支出分别为 152.76 亿

元、405.62 亿元和 306.59 亿元。从收支平衡来看，吴江区 2015 年~2017 年的公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 106.91%、103.74%和 105.25%，财政平衡情况良好。

总体而言，2015~2017 年吴江区经济水平和财政收入稳步增长，吴江区财政实力很强；虽然近年来以土地出让收入为主的政府性基金收入有所波动，但以税收为主的一般公共预算收入持续增长，财政平衡情况良好，为公司业务发展提供了良好的外部环境和有力保障。

政府支持及抗风险能力

公司主要负责吴江区北部老城区改造和南部新城的开发建设，其中北部老城区面积为 55~60 平方公里，定位改造为苏式文化新城；南部新城面积为 15~20 平方公里，定位为吴江区行政中心、金融中心。作为吴江区最重要的基础设施建设及投融资主体，公司在资金注入和财政补贴上得到了吴江区政府的有力支持。

吴江区其他平台主要还包括苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司（原吴江市东方国有资产经营有限公司，以下简称“东方国资”）和苏州市吴江交通投资集团有限公司（以下简称“吴江交投”）。东方国资业务包括客房餐饮等宾馆服务、代建工程、租赁业务等，代建工程业务主要由东方国资下辖子公司苏州市吴江东太湖综合开发有限公司（以下简称“东太湖公司”）负责，东太湖公司主要负责太湖新城的开发建设。公司根据吴江区政府统筹安排，在注重吴江区老城区和南部新城开发的同时，也积极协助东太湖公司进行太湖新城的开发建设。吴江交投负责吴江区交通设施建设，包括公路建设和开发、航道建设和政治以及交通枢纽站场建设。

资金注入方面，吴江区国资办将资金、股权等注入公司。2015 年~2017 年，吴江区国资办向公司分别注资 28.00 亿元、18.57 亿元和 15.17 亿元，公司计入资本公积。2017 年，公司资本公积减少 9.83 亿元，主要由于公益性资产出表所致。

政府补助方面，2015 年~2017 年，公司分别获得补贴收入 2.07 亿元、2.29 亿元和 1.92 亿元，其

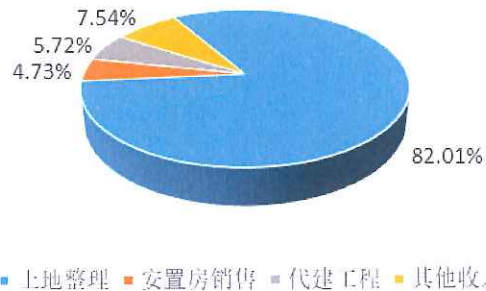
中城市建设专项补助分别为 2.00 亿元、2.27 亿元和 1.90 亿元，其余为环境保护及管网维护资金。公司将政府补贴继续用于吴江区基础设施建设。

总体来看，公司在吴江区地位重要，政府支持力度大，抗风险能力强。

业务运营

公司主营业务主要包括土地整理、代建工程和安置房销售。2017 年，公司实现主营业务收入 13.12 亿元，其中土地整理收入 10.76 亿元，占比 82.01%；代建工程收入 0.75 亿元，占比 5.72%；安置房销售收入 0.62 亿元，占比 4.73%；其他收入 0.99 亿元，占比 7.54%。

图 4：2017 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

土地整理

公司由吴江区政府授权，根据吴江区整体规划进行土地整理，达到“七通一平”的标准后经土储中心出让，具体实施主体为公司本部。根据 2009 年 6 月 9 日《吴江市人民政府专题会议纪要第 33 号》，吴江城区土地上市后扣除吴江市财政留成 8% 以外，其余全部拨给公司，用于城市基础设施建设。根据 2012 年 3 月 6 日吴江市人民政府办公室颁发的《市政府办公室关于调整我市经营性用地出让收入分配办法的通知》（吴政办〔2012〕15 号），吴江区所有经营性用地拍卖成交后统一按成交总额的 12% 计提规定的资金（基金）。自 2013 年起，发行人所负责的滨湖新城范围内的地块出让收入扣除 12% 后，剩余部分，除滨湖新城外，市镇（区）两级按 20:80（存量用地）与 22:78（增量用地）进行分配，吴江区将区级收入全额返还给发行人，用于基础设施建设和公益事业支出。公司按动迁、土

地整理、周边环境整治、“七通一平”等支出确认土地开发成本，地块上市后由区财政局扣除相关税费并出具土地收益分配表，公司根据收益分配表确认收入，并将剩余部分在专项应付款科目体现。公司每年确认收入的实际资金到位率为 100%。

2015 年~2017 年公司土地整理收入分别为 6.41 亿元、7.53 亿元和 10.76 亿元，保持稳定增长趋势，主要是由于招拍挂土地面积及单价均有所上升。2015 年~2017 年，公司土地整理业务已回款 6.41 亿

元、7.53 亿元和 10.76 亿元，回款情况良好。2015 年~2017 年公司分别整理土地 431.10 亩、314.25 亩及 615.30 亩，当期发生土地整理成本分别为 4.85 亿元、5.56 亿元和 7.73 亿元，公司已整理完成的土地主要为商住用地，整理后计划通过招拍挂形式出让，但具体出让进度受政策和市场影响，具有一定不确定性。截至 2017 年末尚有 82.54 亿元土地整理成本未结转。

表 5：2015 年~2017 年公司土地整理情况

项目	2015	2016	2017
年末存货科目中尚未结转土地整理成本（亿元）	54.00	56.52	82.54
年末存货科目中尚未结转土地整理面积（亩）	1,400.00	1,400.00	1,446.92
当期发生土地整理成本（亿元）	4.85	5.56	7.73
当期整理土地面积（亩）	431.10	314.25	615.30
当期土地业务确认收入（亿元）	6.41	7.53	10.76
当期土地业务实际回款（亿元）	6.41	7.53	10.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司正在运作的前五大土地整理项目计划总投资 65.95 亿元，已投资 59.59 亿

元，尚需投资 6.36 亿元。截至 2017 年末，公司尚无拟开发土地项目。

表 6：截至 2017 年末公司土地一级开发在开发情况

地块名称	地块面积（亩）	总投资（亿元）	已投资（亿元）
南刘村整理地块六	277.1	16.63	15.81
芦荡村整理地块六	204.3	12.26	11.65
同芯村整理地块一	175.6	10.54	10.02
南刘村整理地块二	249.1	17.44	15.99
直港整理地块一	151.4	9.08	6.12
合计	1,057.5	65.95	59.59

注：表格中只披露了前五大土地一级开发项目情况。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看来，公司近年来获得的土地出让收入稳定上升，为公司盈利提供了有力支撑。公司未来预计可供上市土地面积较大，但具体出让情况受政策和市场影响，具有一定不确定性。

安置房建设

与土地拆迁整理相配套，公司建设动迁安置房对动迁户进行安置。公司安置房业务板块实施主体为子公司苏州市吴江城市建设开发有限公司（以下简称“吴江城建”）。吴江城建具备房地产开发二级资质，保障房业务的运作机制为：公司安置房建设土地通过与区政府协议出让方式取得，价格约为 40 万/亩。公司安置房建成后主要对动迁户销售，建设

成本与安置房价格实际存在一定价格倒挂现象，由吴江区政府按照每年结算的安置面积给予公司适当土地成本返还，且吴江区政府明确土地成本不由公司承担，返还也不视作价格补贴，故直接冲减相应建设成本。

吴江城建安置房销售单价约在 1,500 元/平方米至 2,100 元/平方米之间。受房地产调控政策和市场景气度影响，2016 年后销售均价达到 2,000 元/平方米以上。

表 7: 2015 年~2017 年公司安置房项目平均销售情况

年度	销售面积 (万平方米)	销售收入 (亿元)	销售单价 (元/平方米)
2015	11.99	2.16	1,801.01
2016	11.47	2.37	2,068.13
2017	2.91	0.62	2,130.58
合计	26.37	5.15	1,952.98

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2015 年~2017 年, 公司已完成安置房建设

表 8: 2015~2017 年公司已完成安置房投资建设情况

完工安置房名称	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	截至 2017 年末累计 已确认收入 (亿元)	截至 2017 年末累计 已收到回购款 (亿元)
湖滨华城东区 (喜庆苑)	11.49	2.75	0.01	0.01
高新路南侧吴模路西侧地块 (新吴家园)	2.17	0.67	0.09	0.09
湖滨华城 A 区 (吉祥)	15.29	5.07	0.83	0.83
湖滨华城 B 区 (畅意)	13.46	3.82	0.57	0.57
湖滨华城 D1 区 (幸福)	11.31	3.26	0.32	0.32
湖滨华城 D2 区 (平安)	11.46	3.53	0.74	0.74
湖滨华城 E1 (富贵)	19.39	5.77	0.60	0.60
湖滨华城 E2 区 (祥瑞)	14.12	4.06	0.13	0.13
永鼎医院一期 (兰景苑)	6.50	1.63	1.16	1.16
龙河花园	20.14	6.58	0.35	0.35
太湖小区北侧动迁安置房一期 (梅景苑)	5.08	1.31		
太湖小区北侧动迁安置房二期 (梅景苑)	3.71	0.56	0.31	0.31
梅景苑以东地块 (梅景苑三期)	1.39	0.36		
合计	135.51	39.37	5.11	5.11

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2018 年 3 月末, 公司在建安置房项目总投资 11.37 亿元, 尚需投入 6.90 亿元, 目前尚未确

135.51 万平方米, 确认安置房销售收入为 2.16 亿元、2.37 亿元和 0.62 亿元, 同期分别回款 2.16 亿元、2.37 亿元和 0.62 亿元。2017 年安置房收入下滑较大, 主要是拆迁进程放缓所致, 安置房收入受政策影响较大。截至 2017 年末, 公司存货中有 12.50 亿元安置房建设成本尚未结转。

认收入。截至 2018 年 3 月末尚无拟建安置房项目。

表 9: 截至 2018 年 3 月末公司安置房在建项目概况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	预计竣工时间	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)
芦荡路北松陵大道东地块	13.36	2018.04	3.20	3.11
永鼎以西地块安置房二期	3.37	2019.08	1.27	0.16
城南家园三期	18.52	2020.12	6.91	1.21
合计	35.26	--	11.37	4.47

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司近年来安置房销售有所波动, 而且由于准公益性较强, 盈利能力一般, 资金平衡主要依赖政府补贴。

基础设施建设

公司基础设施建设业务均采用委托代建模式。受吴江区政府委托, 公司本部负责投资建设吴江区基础设施建设项目。

具体而言, 公司代建业务运营模式为: 公司与

吴江区政府签订框架性《项目委托代建协议》, 由公司负责实施委托范围内的政府项目的前期融资及建设管理。公司通过有形市场公开招标将代建项目发包给建筑公司, 并负责对代建项目工程质量、进度及现场安全文明施工进行管理、验收等。公司在代建方面的投资分为工程成本和融资成本; 实际结算中, 吴江区政府按对建筑施工单位等支付的建安费、设备费、建设性规费等确认工程成本, 并按

工程成本加成 1.5%向公司支付代建款，融资成本直接由区政府拨付资金冲减。公司负责代建的老城区项目待完工后统一和吴江区财政结算，新城区项目根据工程进度按季度和吴江区财政结算。

2015 年~2017 年公司代建收入分别为 2.57 亿元、1.61 亿元和 0.75 亿元，呈下降趋势；同期，代建项目回款金额分别为 8.54 亿元、1.69 亿元和 0.79 亿元。截至 2017 年末，公司存货有 132.11 亿项目

待建成本未结转。

截至 2017 年末，公司在建的前五大代建项目总投资 115.04 亿元，已投资 63.38 亿元，尚需投资 51.66 亿元，公司未来面临较大的资本支出压力。2015 年~2017 年，公司获得补贴收入分别为 2.07 亿元、2.29 亿元和 1.92 亿元，主要是政府拨付给公司的城市基础设施补贴。截至 2017 年 12 月末，公司暂无拟建项目。

表 10: 截至 2017 年末公司在建的前五大代建项目的情况

单位：亿元

项目名称	建设周期	总投资	已投资
轨道 2#、4# 线松陵城区段建设工程	2014~2020	28.00	21.41
吴江滨湖新城南部道路工程	2012~2019	14.14	12.04
苏州市吴江区（2013 年~2017 年）棚户区改造一期工程	2014~2018	38.06	10.31
太湖新城商服中心项目工程（东太湖大厦）	2015~2018	9.95	9.92
苏州第九人民医院工程	2014~2018	24.89	9.70
合计	--	115.04	63.38

注：投资总额中未包含建设期利息，表格中只披露了前五大代建项目情况。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来说，公司承担的代建业务具有较强公益性，回款来源主要为政府支付的代建费，收益较稳定但盈利性不强。考虑到公司在建项目投资较大，公司未来面临较大的资本支出压力。中诚信证评将持续关注政府应付代建费到位情况和公司资金平衡情况。

污水处理

公司污水处理业务运营主体为下属子公司苏州市吴江区市政公用集团有限公司（以下简称“市政公用集团”），市政公用集团注册资本为 13 亿元，公司持股 92.31%。2014 年~2015 年，市政公用集团分别实现污水处理收入 0.13 亿元、0.14 亿元；2016 年~2017 年，市政公用集团实现污水处理及管网运营收入分别为 0.30 亿元和 0.30 亿元（管网运营收入 2016 年以前纳入其他收入中核算，主要是管网建设工程收入和管道检测收入）。污水收入以污水厂与吴江区财政实际结算收益进行确认。自 2014 年起，污水处理收入显著增长主要是区财政局调整了污水处理费单价（0.6 元/吨）、每年拨付的管网养护费补贴（1 万元/公里），以及污泥处理费（0.1 元/吨）。

表 11: 吴江城区两家污水处理厂运营情况

年份	城北污水处理厂		城南污水处理厂	
	实际处理量(万吨)	运营负荷(%)	实际处理量(万吨)	运营负荷(%)
2015	1,857	60	872.15	80
2016	1,950	63	902.94	82
2017	2,051	66	881.28	80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

吴江污水厂（城北片区）目前主要处理吴江中心城区、西南片区及北部开发区的污水，污水主管道 161.2 公里，污水提升泵站 17 座，处理能力为 8.5 万吨/日。吴江污水处理厂 2015 年~2017 年污水处理量分别为 1,857 万吨、1,950 万吨和 2,051 万吨，其中 2015 年中山北路道路建设工程破坏主管网，一定程度上影响污水处理总量，2016 年回归正常水平。成本方面，该污水处理厂 2015 年~2017 年直接运行成本分别为 1,419 万元、1,278 万元和 1,336 万元，主要包括人工费和水电费；污水处理费单价与单位成本之间的差额由政府补贴。

吴江城南污水处理厂（城南片区）服务面积 40.95 平方公里，污水主管道 133 公里，污水提升泵 6 座，该污水处理厂处理能力为 3 万吨/日。

总体来看，公司污水处理业务在吴江区具有一定的区域垄断优势。随着吴江区下属镇的污水处理

厂调试完成，公司污水处理收入有望提升。

管理

产权结构

苏州市吴江城市投资发展有限公司由吴江区国资办 100%控股，实际控制人为吴江区人民政府。截至 2017 年末，纳入公司合并范围的一级子公司 10 家。

法人治理结构

公司根据《公司法》和其它有关法律法规的规定以及公司的业务性质，制定了相应的治理和管理制度。

公司不设股东会，由吴江区国资办履行出资人职责，吴江区国资办可以授权公司董事会行使股东会部分职权。

公司设董事会，成员为 5 人，由吴江区国资办委派或更换。董事会每届任期 3 年，可以连选连任。董事会设董事长一名，由吴江区国资办从董事成员中指定。董事会对授权的国有资产实施监督管理，保证国有资产保值增值，并向吴江区报告工作。公司设总经理 1 人，副总经理 1 人，由董事会决定聘任或解聘。

公司设监事会，成员 5 人，由吴江区国资办委派；其中职工代表 2 人，由公司职工代表大会选举产生。监事每届任期三年，可以连任。监事会对吴江区国资办负责，定期向其汇报工作。

管理水平

公司下设行政部、计划部、财务部等 13 个部门，各部门分工明确，并建立了完善的管理制度，包括财务管理制度、货币资金管理制度、筹资管理制度、预算管理制度等多项管理制度。

货币资金管理方面，公司制定了严格的货币资金管理制度，严格执行中国人民银行关于现金收付、库存管理的相关规定，同时对于公司银行存款账户的开立、使用、建账等做了详细规定，确保货币资金的安全、银行账户的独立。对于违反货币资金管理办法的行为，建立了一系列汇报、处罚机制。

筹资管理方面，公司建立了筹资业务的岗位责任制和授权批准制度，明确有关部门和岗位的职

责、权限，明确授权批准方式、程序和相关控制措施，规定审批人的权限、责任以及经办人的职责范围和工作要求。同一部门或个人不得办理筹资业务的全过程。建立筹资业务决策环节的控制制度，对筹资方案的拟订设计、筹资决策程序等作出明确规定。对重大筹资方案应当进行风险评估，实行集体决策审批或者会签制度。建立筹资决策执行环节的控制制度，对筹资合同协议的订立与审核、资产的收取等作出明确规定。按照筹资方案所规定的用途使用对外筹集的资金。建立筹资业务偿付环节的控制制度，对支付偿还本金、利息、租金、股利等步骤、偿付形式作出计划和预算安排，并正确计算、核对。

预算管理方面，公司建立了预算工作岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责、权限，确保预算工作中的不相容岗位相互分离、制约和监督。公司设立预算委员会、预算工作小组等专门机构具体负责本企业预算管理工作。财务总监协助总经理加强对企业预算管理工作的领导与业务指导，相关业务部门的主要负责人参与企业预算管理工作。预算管理部门主要负责拟订预算目标和预算政策；制定预算管理的具体措施和办法；组织编制、审议、平衡年度等预算草案；组织下达经批准的年度等预算；协调、解决预算编制和执行中的具体问题；考核预算执行情况，督促完成预算目标。

总体而言，公司已建立了基本而必要的法人治理结构和管理制度，能够满足现阶段公司运转需要。

战略规划

作为吴江区最重要的基础设施建设及投融资主体，公司制定了公司在未来三至五年内发展战略的四个目标和规划。

第一、继续巩固吴江区基础设施建设的重要地位，为城市基础设施建设服务。公司将按照苏州市和吴江区政府部署，积极筹措政府性重大项目和重点建设资金，加快推进重点工程建设，完善交通基础设施建设，对拟上市土地进行拆迁、平整及配套建设，巩固在吴江区内基础设施建设行业的重要地位。

第二、整合资源，积极推进融资工作，拓展融资渠道，严格把控债务规模、积极防范风险。一方面，公司以银行贷款等间接融资渠道为基础，探索企业债券、短期融资券等直接融资渠道，使公司的债务结构由间接向直接方式过渡。同时，通过省政府发行地方债券对债务甄别中涉及地方政府偿还的存量债务进行置换，引入民营资本，推动 PPP 业务落地，以进一步降低地方债务风险。

第三、扩大主营业务范围，做好城市重点建设项目，重点实施老城区改造、新城区发展及太湖新城建设等一系列重大项目。公司将加快推进吴江太湖新城南部道路工程、轨道交通 4 号线、吴江松陵镇老东门（盛家厍）历史街区综合改造工程等改造项目；全面启动云龙路南 7 平方公里拓展区建设、太湖新城道路主干网建设，东太湖旅游度假区建设等。

公司还将围绕打响“美丽苏州湾”品牌的目标，着力推进产城融合、城旅一体，力求在产业转型及商业、旅游等服务产业方向取得突破。

同时，公司积极推进乡镇污水处理厂的建设，预计建成后公司污水处理规模和收入将显著增加，收入规模也将进一步增长。此外，公司参股吴江区域自来水投资有限公司和吴江港华燃气有限公司，截至 2017 年末持股比例分别为 45.24% 和 20.00%。

第四、公司还将积极利用好区内资源，在服务好区域内企业的同时，进一步加大对外投资力度，为未来企业可能拓展的创业投资类业务做好铺垫工作。

总体来说，公司结合自身情况，制定了相应较为明晰的发展战略，能够保证自身业务的合理开展。另一方面，公司未来投资压力较大，中诚信证评将持续关注公司未来资金平衡情况。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年财务报告。公司各期财务报表均按照旧会计准则编制。

资本结构

近年来，随着吴江区政府对公司的多次注资以及公司投资规模不断扩大，公司总资产不断增长。2015 年~2017 年末，公司总资产分别为 352.46 亿元、387.68 亿元和 427.75 亿元，增长较快。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2015 年~2017 年末，公司流动资产分别为 268.29 亿元、303.66 亿元和 342.86 亿元，占总资产的比例分别为 76.12%、78.33% 和 80.15%。

公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。2015 年~2017 年末，公司存货分别为 204.22 亿元、215.18 亿元和 248.05 亿元，主要为代建工程和土地整理的成本，还包括通过招拍挂形式获得的土地等；近年来，随着工程项目和土地开发的不断投入，公司存货持续上升。2015 年~2017 年末，公司其他应收款分别为 22.70 亿元、41.59 亿元和 48.65 亿元，主要系公司与吴江区政府部门以及吴江区内国有企业的往来款，近年来呈上升趋势，2016 年末，公司其他应收款大幅增长主要由于无现金流出的土地回储约 30 亿元，存货内土地整理成本相应减少。2015 年~2017 年末，公司货币资金分别为 36.28 亿元、38.16 亿元和 43.26 亿元，为响应政府对担保融资清理的要求，公司资金储备较多。

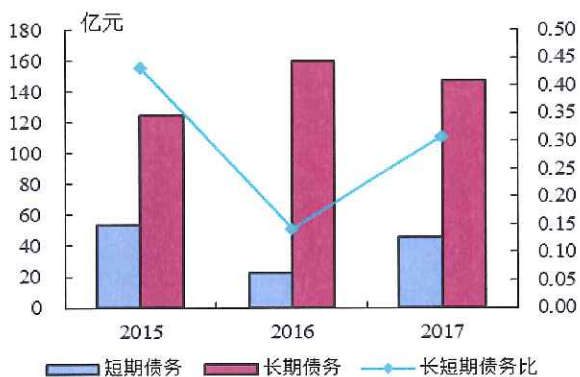
公司长期资产主要以无形资产、在建工程和固定资产构成。2015 年~2017 年末，公司无形资产分别为 20.09 亿元、17.90 亿元和 17.80 亿元，主要为土地使用权，大多通过出让方式获得，少量子公司生态园公司、城南污水厂的土地使用权通过划拨取得。2016 年末，公司无形资产较 2015 年末减少 2.19 亿元，主要由于一块土地使用权权证到期所致，该地块原为政府注入，2016 年到期后，政府对公司拨款 2.71 亿元进行补偿。2015 年~2017 年末，公司在建工程分别为 35.74 亿元、29.52 亿元和 27.28 亿元，变动主要为在建工程转固及部分自建商业改为商业地产对外销售转入存货科目。2015 年~2017 年末，公司固定资产净额分别为 13.27 亿元、18.57 亿元和 32.97 亿元，主要为房屋建筑物、污水处置及管网设施，2017 年末公司固定资产大幅增长来自在建工程的完工转固。

从负债水平来看,2015年~2017年末,公司负债总额分别为229.01亿元、243.02亿元和276.07亿元,其中流动负债分别为101.43亿元、74.07亿元和109.68亿元。公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的长期负债和短期借款构成。2015年~2017年末,公司其他应付款分别为44.91亿元、45.82亿元和48.33亿元,主要系与吴江区其他国有企业的往来款。2017年末,公司其他应付款主要是与苏州市吴江太湖新城城镇化建设投资有限公司、苏州市吴江东太湖旅游开发有限公司和苏州市第九人民医院等企业的往来款。2015年~2017年末,公司一年内到期的长期负债分别为31.52亿元、17.48亿元和42.64亿元,同期短期借款分别为10.05亿元、5.10亿元和2.71亿元,近年来公司通过发行债券调整长短期债务结构,短期借款持续下降。

公司长期负债主要由长期借款和应付债券构成。2015年~2017年末,公司长期借款分别为92.10亿元、82.21亿元和83.09亿元,同期应付债券分别为32.04亿元、74.69亿元和61.15亿元。2016年末,公司应付债券大幅上升主要由于公司当期发行非公开定向债务融资工具10亿元、非公开发行公司债券10亿元、发行三期理财直接融资工具合计12亿元以及发行中期票据10亿元。

从债务结构来看,2015年~2017年末,公司总债务分别为177.74亿元、182.54亿元和192.59亿元。2015年~2017年末,公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为0.43倍、0.14倍和0.31倍,公司业务以基础设施建设和土地开发整理为主,以长期债务为主的债务结构符合公司运营资金需求。

图5:2015年~2017年公司债务结构分析



资料来源:公司财务报告,中诚信证评整理

2015年~2017年末,公司所有者权益(含少数股东权益)分别为123.45亿元、144.66亿元和151.68亿元,呈递增趋势。自公司成立以来,吴江区政府以拨付项目资本金、划拨土地等方式多次向公司增资。2015年~2017年末,公司实收资本均为33.26亿元。2015年~2017年末,公司资本公积分别为74.22亿元、93.48亿元和98.82亿元。2015年,吴江区政府向公司注资28.00亿元资金;2016年,吴江区国资办向公司注资18.57亿元,并注入房产0.63亿元;2017年,吴江区国资办将公司价值8.41亿元的行政办公用房及1.42亿元的直管公房划出,将财政局拨付的12.99亿元城市建设专项资金转作资本公积,并注资0.77亿元计入资本公积,公司资本公积总体增长5.34亿元。2015年~2017年末,公司未分配利润分别为13.12亿元、15.21亿元和17.17亿元。

图6:2015年~2017年资本结构分析



资料来源:公司财务报告,中诚信证评整理

2015年~2017年末,公司资产负债率分别为64.97%、62.69%和64.54%;同期,总资本化比率分别为59.01%、55.79%和55.94%。

总体看,随着政府对公司的资金注入,公司资本实力不断增强,但土地整理、代建等业务以及在建项目的不断投入也使得公司加大了融资力度,随着未来后续投资需求的增加,公司债务仍面临一定上行压力。

盈利能力

作为吴江区重要的基础设施建设运营主体,代建工程、土地整理和基础设施建设是公司主要业务。2015年~2017年,公司分别实现主营业务收入11.79亿元、12.40亿元和13.12亿元,其中土地整

理业务收入分别为 6.41 亿元、7.53 亿元和 10.76 亿元。得益于吴江区房地产市场和土地市场逐渐回暖，近年来，公司土地整理收入呈增长趋势；由于新老城区代建项目结算方式不同，新城区项目增多

（完工审计后结算），老城区项目减少（按年度结算），代建工程收入呈下降趋势；安置房销售收入 2017 年受拆迁进程影响下滑较为严重。

表 12：2015 年~2017 年公司主营业务收入情况

单位：亿元，%

项目	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理	6.41	24.31	7.53	26.07	10.76	28.13
代建工程	2.57	1.48	1.61	-3.45	0.75	-3.45
安置房销售	2.16	8.31	2.37	3.22	0.62	15.35
其他主营	0.65	31.18	0.90	6.22	0.99	13.73
合计	11.79	16.80	12.40	16.44	13.12	24.63

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2015 年~2017 年，公司主营业务毛利率分别为 16.80%、16.44% 和 24.63%，2017 年，受益于毛利率水平较高的土地整理业务占比增加，公司主营业务毛利率增长较多。公司代建工程业务毛利率相对较低，2016 年后，代建工程毛利率受营改增影响由正转负（价内税转价外税且税率上升约 1.5%）。安置房销售业务毛利率受不同地块拆迁安置价格差异影响较大。

从期间费用看，2015 年~2017 年，公司期间费用分别为 1.47 亿元、1.99 亿元和 2.68 亿元，以管理费用为主，公司管理费用主要是折旧、摊销。公司财务费用较少，主要由于公司将大部分利息支出予以资本化。2015 年~2017 年，公司三费收入占比分别为 12.46%、16.02% 和 20.40%。

表 13：2015 年~2017 年公司期间费用变化

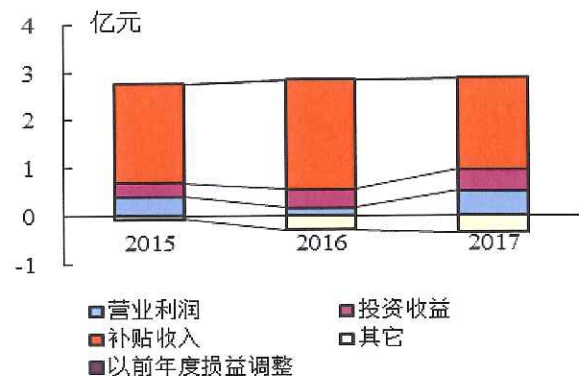
项目	2015	2016	2017
营业费用（亿元）	0.27	0.31	0.39
管理费用（亿元）	1.27	1.76	2.36
财务费用（亿元）	-0.07	-0.08	-0.07
三费合计（亿元）	1.47	1.99	2.68
主营业务收入（亿元）	11.79	12.40	13.12
三费收入占比（%）	12.46	16.02	20.40

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015 年~2017 年，公司利润总额分别为 2.68 亿元、2.56 亿元和 2.53 亿元，营业利润分别为 0.41 亿元、0.17 亿元和 0.53 亿元，投资收益分别为 0.27 亿元、0.39 亿元和 0.43 亿元，补贴收入分别为 2.07 亿元、2.29 亿元和 1.92 亿元。

公司盈利对政府补助依赖度较高。

图 7：2015 年~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司主营业务毛利率总体呈增长趋势，但期间费用的增长侵蚀了该部分利润，政府补贴收入依旧是公司利润总额的重要组成部分。

偿债能力

从偿债能力指标来看，近年来随着公司的发展，债务规模增长较快，偿债指标偏弱。2015 年~2017 年，公司总债务/EBITDA 分别为 53.89 倍、50.15 倍和 51.63 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 0.37 倍、0.40 倍和 0.40 倍，EBITDA 对总债务的覆盖倍数较低，且不能覆盖利息支出。经营活动净现金流偿债指标方面，近年来公司经营活动净现金流波动较大，不能对总债务和利息支出形成良好覆盖。总体来看，公司偿债指标较弱。

表 14: 2015 年~2017 年公司偿债能力分析

指标	2015	2016	2017
短期债务 (亿元)	53.60	22.58	45.35
长期债务 (亿元)	124.14	159.96	147.24
总债务 (亿元)	177.74	182.54	192.59
EBITDA (亿元)	3.30	3.64	3.73
经营活动净现金流 (亿元)	-19.35	10.78	-2.55
总债务/EBITDA (X)	53.89	50.15	51.63
总债务/经营活动净现金流 (X)	-9.18	16.93	-74.34
EBITDA 利息保障系数 (X)	0.37	0.40	0.40
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-2.18	1.19	-0.27
资产负债率 (%)	64.97	62.69	64.54
总资本化比率 (%)	59.01	55.79	55.94

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

债务偿还期限方面, 2018 年~2021 年及以后公司待偿还债务本金分别为 45.35 亿元、30.63 亿元、30.99 亿元和 71.09 亿元, 公司未来几年面临较大的还款压力。

表 15: 截至 2017 年末公司债务到期分布情况表

到期年份	单位: 亿元			
	2018	2019	2020	2021 及以后
到期金额	45.35	30.63	30.99	71.09

注: 债务到期分布中债务只包括银行借款及应付债券。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

对外担保方面, 截至 2017 年末, 公司对外担保余额为 51.30 亿元, 占所有者权益 (含少数股东权益) 的 33.82%。被担保方主要为当地国有企业及平台公司, 因此代偿风险相对可控。考虑到对外担保规模较大, 公司可能承担一定或有风险。

表 16: 截至 2017 年末公司对外担保情况

被担保人	单位: 万元
苏州市吴江东太湖旅游开发有限公司	199,000.00
苏州市吴江东太湖综合开发有限公司	195,700.00
苏州市吴江太湖新城城镇化建设投资有限公司	61,000.00
吴江滨湖新城产业投资发展有限公司	20,000.00
苏州市吴江交通投资集团有限公司	8,000.00
苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司	6,000.00
苏州市吴江宾馆	5,000.00
吴江市横山镇集体资产经营公司	3,950.00
吴江市松陵镇集体资产经营公司	3,950.00
苏州市吴江区松陵城乡一体化建设投资有限公司	2,600.00
苏州市吴江区松陵农村经济投资发展有限公司	2,600.00
吴江滨湖新城创园管理服务有限公司	2,600.00
吴江市松陵投资发展有限公司	2,600.00
合计	513,000.00

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

受限资产方面, 公司受限资产主要用来获取借款以及对外担保。截至 2017 年末, 公司将账面价值合计 1.71 亿元的土地使用权及房产进行抵押, 并将账面价值 0.54 亿元 (只为定期存单, 其他收益权类无法体现账面价值) 的土地收益权、污水收费权、应收账款及存单等进行质押, 共取得银行借款总额 18.25 亿元, 借款余额 7.25 亿元。截至 2017 年末, 公司抵质押资产合计 2.25 亿元, 占期末总资产的 0.53%。

金融机构授信方面, 截至 2017 年末, 公司金融机构授信额度总计 229.78 亿元, 其中未使用授信额度为 105.34 亿元, 财务弹性尚可。

评级展望

中诚信证评肯定了吴江区很强的经济财政实力为公司业务发展提供的良好环境和有力保障, 公司地位重要以及吴江区政府支持力度大等对公司发展的积极作用; 同时, 中诚信证评也关注到公司业务面临政策和市场风险; 未来资本支出压力较大以及债务上升较快, 财务杠杆率较高等因素对公司整体信用状况的影响

综上, 中诚信证评认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

结论

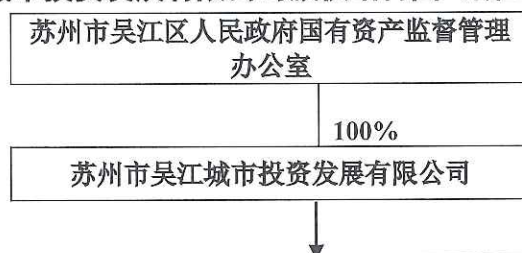
综上, 中诚信证评评定苏州市吴江城市投资发展有限公司主体信用等级为 AA^+ , 评级展望为稳定; 评定“2019 年苏州市吴江城市投资发展有限公司社会领域产业专项债券 (第一期)”债项信用等级为 AA^+ 。

关于2019年苏州市吴江城市投资发展有限公司 社会领域产业专项债券（第一期）的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

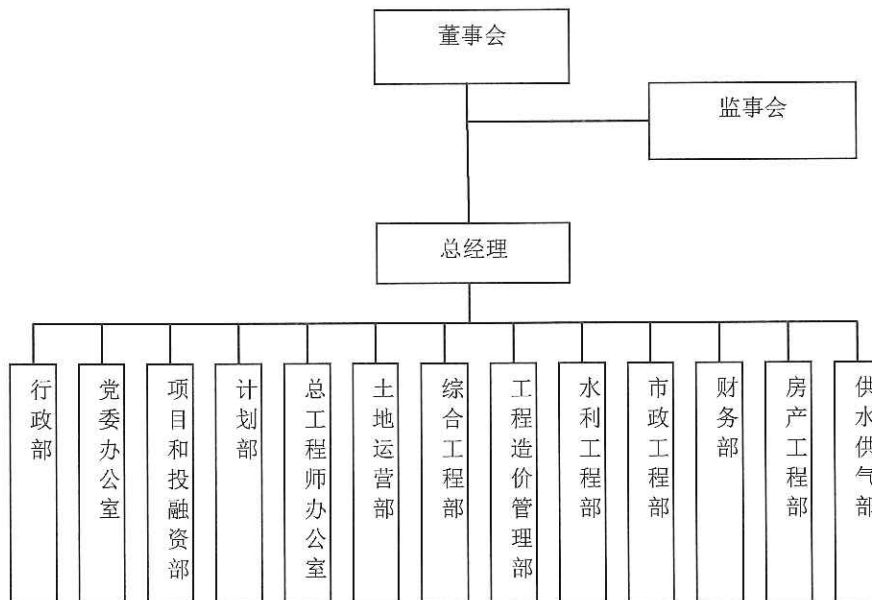
附一：苏州市吴江城市投资发展有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



合并范围	层级	持股比例
苏州市吴江城市建设开发有限公司	1	100%
苏州市吴江城市物业管理有限公司	2	100%
苏州市吴江区市政公用集团有限公司	1	92.31%
苏州市吴江污水处理厂	2	100%
苏州市吴江城市排水管网有限公司	2	100%
苏州市吴江横扇生活污水处理有限公司	2	100%
苏州市吴江震泽生活污水处理有限公司	2	100%
苏州市吴江桃源生活污水处理有限公司	2	100%
苏州市吴江平望生活污水处理有限公司	2	100%
苏州市吴江七都生活污水处理有限公司	2	100%
苏州市吴江城镇排水监测中心	2	100%
苏州市吴江城南污水处理厂	2	100%
苏州吴江城市地下综合管廊管理有限公司	2	100%
苏州市吴江滨湖投资集团有限公司	1	100%
苏州滨投建设项目管理有限公司	2	100%
苏州市苏州湾文化中心有限公司	2	100%
苏州滨投商业管理有限公司	2	100%
苏州东太湖国际游艇俱乐部有限公司	2	100%
苏州市吴江盛家库历史街区建设发展有限公司	2	100%
苏州市吴江酒店管理集团有限公司	2	100%
苏州市吴江东太湖大酒店有限公司	3	100%
苏州市协顺兴饭店有限公司	3	100%
苏州市黎里协顺兴饭店有限公司	4	100%
苏州王焰温泉假日酒店管理有限公司	3	100%
苏州市吴江轨道交通建设投资有限公司	1	100%
苏州市吴江户外公共广告资产经营管理有限公司	1	100%
苏州市吴江胜地生态园有限公司	1	94.62%
苏州市吴江城镇综合改造有限公司	1	100%
苏州市吴江湖湾明珠文化产业投资发展有限公司	1	95.59%
苏州力健康体育文化传媒有限公司	1	100%
苏州市轨道交通集团有限公司	1	100%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：苏州市吴江城市投资发展有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：苏州市吴江城市投资发展有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	362,809.89	381,572.92	432,574.41
应收账款净额	6,284.57	1,064.33	1,958.35
其他应收款	227,020.10	415,922.37	486,539.76
存货净额	2,042,211.25	2,151,828.66	2,480,511.01
长期股权投资	59,185.23	62,020.63	68,152.78
在建工程	357,447.52	295,214.85	272,786.19
无形资产	200,864.11	179,013.01	178,001.78
总资产	3,524,603.87	3,876,785.65	4,277,497.89
其他应付款	449,149.41	458,182.05	483,349.28
短期债务	535,982.46	225,844.91	453,531.51
长期债务	1,241,368.96	1,599,553.85	1,472,404.13
总债务	1,777,351.43	1,825,398.76	1,925,935.64
总负债	2,290,060.09	2,430,205.78	2,760,693.31
费用化利息支出	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	88,899.20	90,387.38	92,752.75
实收资本	332,600.00	332,600.00	332,600.00
少数股东权益	16,322.65	16,220.00	16,152.94
所有者权益（含少数股东权益）	1,234,543.78	1,446,579.87	1,516,804.58
主营业务收入	117,857.77	124,038.10	131,247.81
营业利润	4,127.00	1,689.14	5,309.72
投资收益	2,694.19	3,910.70	4,316.15
营业外收入（含补贴收入）	20,793.22	22,966.99	19,317.35
净利润	28,537.42	29,946.14	30,774.85
EBIT	26,822.35	25,603.85	25,349.96
EBITDA	32,983.95	36,399.71	37,305.17
销售商品、提供劳务收到的现金	163,547.22	165,632.37	175,168.35
收到其他与经营活动有关的现金	286,919.03	536,326.46	563,812.77
购买商品、接受劳务支付的现金	568,310.76	333,644.84	386,250.44
支付其他与经营活动有关的现金	66,320.15	243,815.99	362,036.93
吸收投资收到的现金	280,000.00	186,365.00	137,696.00
资本支出	170,112.61	52,357.75	111,272.05
经营活动产生现金净流量	-193,549.56	107,791.03	-25,504.85
投资活动产生现金净流量	-198,252.43	-98,946.51	-33,255.75
筹资活动产生现金净流量	616,272.16	-1,186.89	116,362.09

财务指标	2015	2016	2017
主营业务毛利率 (%)	16.80	16.44	24.63
三费收入比 (%)	12.46	16.02	20.40
应收类款项/总资产 (%)	6.62	10.76	11.42
收现比 (X)	1.39	1.34	1.33
总资产收益率 (%)	0.88	0.69	0.62
流动比率 (X)	2.65	4.10	3.13
速动比率 (X)	0.63	1.19	0.86
资产负债率 (%)	64.97	62.69	64.54
总资本化比率 (%)	59.01	55.79	55.94
长短期债务比 (X)	0.43	0.14	0.31
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.11	0.06	-0.01
经营活动净现金/短期债务 (X)	-0.36	0.48	-0.06
经营活动净现金/利息支出 (X)	-2.18	1.19	-0.27
总债务/EBITDA (X)	53.89	50.15	51.63
EBITDA/短期债务 (X)	0.06	0.16	0.08
货币资金/短期债务 (X)	0.68	1.69	0.95
EBITDA 利息倍数 (X)	0.37	0.40	0.40

注：1、公司各期财务报表均按旧会计准则编制；2、将公司 2016 年和 2017 年年度财务报表“其他长期负债”中带息债务纳入长期债务核算。

附四：基本财务指标的计算公式

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+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(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)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。