



信用等级通知书

信评委函字[2019]Y005-F2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（第二期）”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（第二期）”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
二零一九年九月六日

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（第二期）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（第二期）发行总额不超过7.50亿元
债券期限	10年
债券利率	固定利率
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

概况数据

吴江城投 (合并口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	387.68	427.75	480.53	502.39
所有者权益合计(所有者权益(含少数股东权益))(亿元)	144.66	151.68	182.20	182.19
总负债(亿元)	243.02	276.07	298.33	320.20
总债务(亿元)	182.54	189.59	223.53	238.10
营业总收入(主营业务收入)(亿元)	12.40	13.12	19.52	1.46
经营性业务利润(营业利润)(亿元)	0.17	0.53	1.97	-0.41
净利润(亿元)	2.99	3.08	2.50	-0.18
EBIT(亿元)	2.56	2.53	2.55	--
EBITDA(亿元)	3.64	3.73	3.96	--
经营活动净现金流(亿元)	10.78	-2.55	3.11	-3.81
收现比(X)	1.34	1.33	0.68	0.90
总资产收益率(%)	0.69	0.62	0.56	--
营业毛利率(%)	16.44	24.63	13.82	12.45
应收类款项/总资产(%)	10.76	11.42	6.61	9.04
资产负债率(%)	62.69	64.54	62.08	63.74
总资本化比率(%)	55.79	55.55	55.09	56.65
总债务/EBITDA(X)	50.15	50.82	56.42	--
EBITDA利息倍数(X)	0.40	0.40	0.33	--

注：1、公司2016年和2017年财务报表按旧会计准则编制，2018年财务报表和2019年一季度财务报表按新会计准则编制，2019年一季度财务报表未经审计，括号内指标适用于旧会计准则；
2、公司未提供2019年一季度利息支出和现金流量补充表，故相关指标失效。

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(第二期)”的信用等级为AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

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。该级别反映了吴江城投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持续增强的经济财政实力为公司发展提供的良好外部环境；公司地位重要，能够得到股东的大力支持等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到公司存货中土地整理及代建业务的尚未结转成本规模很大，未来结转进度和回款情况值得关注；土地整理、代建及自营项目尚需投资金额较大，公司面临较大投资压力；三费对利润侵蚀较重，盈利主要依靠政府补助等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 吴江区持续增强的经济财政实力为公司发展提供了良好的外部环境。吴江区经济持续增长，2018年，吴江区实现地区生产总值1,925.03亿元，同比增长7.0%；实现一般公共预算收入202.90亿元，同比增长10.56%，为公司业务发展提供了良好环境和有力保障。
- 公司地位重要，能够得到股东的大力支持。公司是吴江区重要的基础设施建设和投融资主体，地位重要，能够得到股东大力支持。

关 注

- 存货中土地整理及代建业务尚未结转成本规模很大，未来结转进度和回款情况值得关注。截至2019年3月末，公司存货中尚未结转的土地整理成本和代建项目成本分别为103.30亿元和

分析师

翟贾琦 jyzhai@ccxr.com.cn

刘衍青 lyqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年9月6日

151.50 亿元，成本结转进度慢，需关注未来结转进度和回款情况。

- 土地整理、代建及自营项目尚需投资金额较大，公司面临较大投资压力。截至 2019 年 3 月末，公司在整理地块、在建代建和自营项目分别尚需投入 48.07 亿元、28.67 亿元和 30.42 亿元，未来面临较大的投资支出压力。
- 三费对利润侵蚀较重，盈利主要依靠政府补助。2016 年~2018 年，公司营业毛利率（主营业务毛利率）分别为 16.44%、24.63%和 13.82%，三费收入占比分别为 16.02%、20.40%和 12.57%，公司盈利对政府补助依赖较大。

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

发债主体概况

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办公室（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2019年3月末，公司注册资本和实收资本均为33.26亿元，股东和实际控制人均为吴江区国资办。

公司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等业务。

截至2018年末，公司总资产为480.53亿元，所有者权益合计为182.20亿元，资产负债率为62.08%；2018年，公司实现营业总收入19.52亿元，净利润2.50亿元，经营活动净现金流3.11亿元。

截至2019年3月末，公司总资产502.39亿元，所有者权益合计182.19亿元，资产负债率63.74%。2019年第一季度，公司实现营业总收入1.46亿元，净利润-0.18亿元，经营活动净现金流-3.81亿元。

募集资金概况

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）公开发行人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，本期债券为第二期，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（亿元）

项目	总投资	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	--

资料来源：公司提供

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，项目运营期12年，预计可实现总收入30.48亿元，投资回收期8.60年。

行业及区域经济概况

苏州市区域经济

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，常住人口 1,072.17 万人，其中户籍人口 703.55 万人。根据抽样调查，2018 年，苏州市城镇常住居民人均可支配收入 6.35 万元，比 2017 年增长 8%；农村常住居民人均可支配收入 3.24 万元，比 2017 年增长 8.2%。

表 2：2018 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（万亿元）
1	上海市	3.28
2	北京市	3.03
3	深圳市	2.46
4	广州市	2.29
5	重庆市	2.04
6	天津市	1.88
7	苏州市	1.86

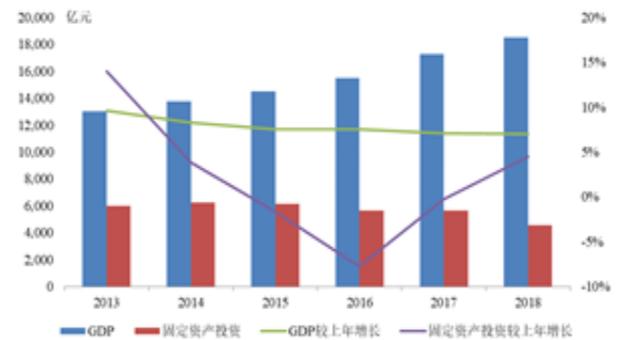
资料来源：中诚信证评整理

苏州市围绕建设“三区三城”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。2016 年~2018 年，苏州市分别实现地区生产总值 1.54 万亿元、1.73 万亿元和 1.86 万亿元，按可比价计算，同比增长 7.5%、7.1% 和 6.8%。经济结构持续优化，2018 年全市服务业增加值占地区生产总值比重达到 50.8%，实现制造业新型产业产值 1.73 万亿元，占规模以上工业总产值比重达 52.4%，比上年提高 1.6 个百分点。先导产业加快发展，新一代信息技术、生物医药、纳米技术、人工智能四大先导产业产值占规模以上工业总产值比重达 15.7%，成为首批国家服务型制造示范城市。

2016 年~2018 年，苏州市分别完成全社会固定资产投资 5,648.49 亿元、5,629.6 亿元和 4,556.0 亿元，同口径同比分别增长-7.8%、-0.3% 和 4.5%，其中 2018 年工业投资 1,102 亿元，同口径持平；服务业投资 3,450 亿元，同比增长 6.1%；民间投资 2,949 亿元，同比增长 14.0%。投资结构持续优化调整。服务业投资占固定资产投资的比重达 75.7%，比上年提高 1.1 个百分点；工业技术改造投资和高新技术产业投资占工业投资比重分别达 77.5% 和 40.5%。

民间投资主体地位稳固，占固定资产投资比重达 64.7%。

图 1：2013 年~2018 年苏州市 GDP 及固定资产投资概况



资料来源：苏州市统计局

财政方面，苏州市地方财政收入保持了高基数下的稳定增长。2016 年~2018 年，苏州市分别实现一般公共预算收入 1,730.0 亿元、1,908.1 亿元和 2,120.0 亿元，其中税收收入分别为 1,505.8 亿元、1,672.9 亿元和 1,929.5 亿元，税收收入占一般公共预算收入的比重分别为 87.04%、87.67% 和 91.02%。财政支出结构进一步优化，更多投向民生领域。2016 年~2018 年，苏州市分别完成一般公共预算支出 1,617.2 亿元、1,771.5 亿元和 1,952.8 亿元，其中 2018 年城乡公共服务支出 1,483.0 亿元，占一般公共预算支出的比重达 75.9%。

表 3：2016 年~2018 年苏州市财政收支情况（亿元）

	2016	2017	2018
一般公共预算收入	1,730.0	1,908.1	2,120.0
其中：税收收入	1,505.8	1,672.9	1,929.5
一般公共预算支出	1,617.2	1,771.5	1,952.8
财政平衡率（%）	106.98	107.71	108.56

资料来源：苏州市财政局

总体来看，苏州市经济保持较快发展，显示了良好的抗风险能力。同时苏州市财政实力保持了高基数下的稳定增长，财政实力很强，财政收入结构较好，抗风险能力很强。但中诚信证评同时也关注到苏州市存在经济发展新动力不足、科技创新尚未成为推动发展的主动力，结构性矛盾较为突出，整体产业竞争力不强等问题，未来经济发展仍具有一定不确定性。

吴江区经济概况和财政实力

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 2018 年末吴江区总人口 84.08 万人，户籍总户数 26.43 万户。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。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。2016 年~2018 年，吴江区实现地区生产总值 1,628.33 亿元、1,788.98 亿元和 1,925.03 亿元，增速分别为 7.5%、7.1% 和 7.0%。2018 年，吴江区实现第一产业增加值 43.10 亿元，同比下降 2.8%；第二产业增加值 986.79 亿元，同比增长 6.7%；第三产业增加值 895.14 亿元，同比增长 8.5%；三次产业比重由 2017 年的 2.5:51.1:46.4 调整为 2.2:51.3:46.5。固定资产投资方面，2018 年，吴江区固定资产投资 574.22 亿元，同比增长 6.7%，其中，工业完成投资 162.11 亿元，增长 10.0%；服务业完成投资 412.11 亿元，同比增长 5.6%。

财政收支方面，2016 年~2018 年，吴江区一般公共预算收入为 165.25 亿元、183.52 亿元和 202.90 亿元，其中税收收入分别为 144.99 亿元、161.01 亿元和 183.60 亿元，在一般公共预算收入中占比达 87.74%、87.73% 和 90.49%；一般公共预算支出分别为 159.29 亿元、174.36 亿元和 193.06 亿元；财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 103.74%、105.25% 和 105.10%，财政平衡情况良好。

2016 年~2018 年，吴江区政府性基金收入分别为 423.53 亿元、335.31 亿元和 169.80 亿元，近年来政府性基金收入下降较多主要是由于受土地市场景气度影响，土地出让收入下滑；政府性基金支出分别为 405.62 亿元、306.59 亿元和 171.90 亿元。

表 4：2016 年~2018 年吴江区财政收支情况（亿元）

	2016	2017	2018
一般公共预算收入	165.25	183.52	202.90
其中：税收收入	144.99	161.01	183.60
非税收收入	20.26	22.51	19.30
政府性基金收入	423.53	335.31	169.80
一般公共预算支出	159.29	174.36	193.06
政府性基金支出	405.62	306.59	171.90
财政平衡率（%）	103.74	105.25	105.10

资料来源：吴江区财政局

截至 2018 年末，吴江区地方政府一般债务余额 41.15 亿元，地方政府专项债务余额 88.07 亿元。

总体而言，近年来吴江区经济保持增长，虽然近年来以土地出让收入为主的政府性基金收入有所下滑，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良好外部环境。

竞争实力

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。吴江交投主要负责吴江区的交通设施建设，包括公路建设和开发、航道建设和整治以及交通枢纽站场建设。

资金及资产注入方面，2016年，根据《关于增加苏州市吴江城市投资发展有限公司资本公积的通知》（吴国资办【2016】218号文），吴江区国资办以货币形式向公司注资18.00亿元；根据国有资产流动通知单，吴江区国资办向公司以货币形式注资0.57亿元；此外，根据国有资产流动通知单（吴国资【2016】118号），吴江区国资办向公司无偿划入房产0.63亿元，公司均计入资本公积。

2017年，根据《关于增加苏州市吴江城市投资发展有限公司资本公积的通知》（吴国资企【2017】87号文及88号文）等文件，吴江区国资办向公司以货币形式合计注资15.17亿元，另外，当年公司核销账面公益性资产9.83亿元。

2018年，根据《关于增加苏州市吴江城市投资发展有限公司资本公积的通知》（吴国资企【2018】108号文）等文件，公司将股东吴江区国资办拨付公司并计入专项应付款的合计12.31亿元城市建设专项资金转增资本公积；根据《关于增加苏州市吴江胜地生态园有限公司资本公积的通知》（吴国资企【2018】107号文），控股子公司苏州市吴江胜地生态园有限公司将1.28亿元专项应付款转入资本公积；吴江区国资办将苏州市吴江东西快速干线建设发展有限公司（以下简称“吴江快速干线”）部分股权和苏州市吴江酒店管理集团有限公司股权划入公司，使得资本公积分别增加14.50亿元和0.08亿元。

政府补助方面，2016年~2018年，公司分别获得政府补助2.29亿元、1.92亿元和2.23亿元，其中城市基础建设补助分别为2.27亿元、1.90亿元和2.20亿元。

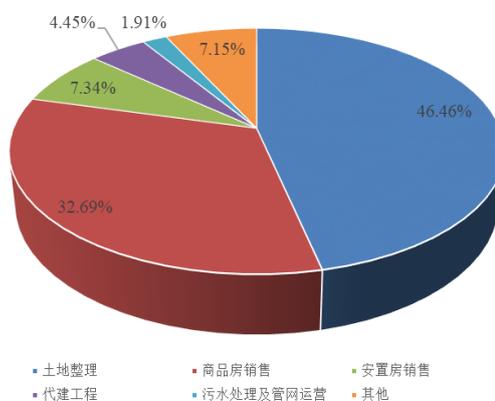
总体来看，公司能够得到政府的大力支持，具备很强的抗风险能力。

业务运营

公司业务板块主要包括土地整理、代建工程和安置房销售和商品房销售等。2018年，公司实现营业收入总收入19.52亿元，其中土地整理收入9.07亿元，占比46.46%；商品房销售收入6.38亿元，占比32.69%；安置房销售收入1.43亿元，占比7.34%；

代建工程收入0.87亿元，占比4.45%；其他收入1.40亿元，占比7.15%。

图2：2018年公司营业总收入构成



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

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《吴江区人民政府专题会议纪要第33号》，吴江区土地上市后扣除吴江区财政留成8%以外，其余全部拨给公司，用于城市基础设施建设。根据吴政办【2012】15号文，吴江区所有经营性用地拍卖成交后统一按成交总额的12%计提相关基金。因此，吴江区内由公司负责整理的地块出让后，土地出让金的80%返还给公司，用于基础设施建设和公益性项目建设。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，实际资金到位率为100%。

2016年~2018年，公司分别确认土地整理收入7.53亿元、10.76亿元和9.07亿元，业务毛利率分别为26.07%、28.13%和28.80%，近年来保持稳定。2019年一季度，公司未确认土地整理收入。2016年~2018年，公司发生的土地整理成本分别为8.22亿元、33.76亿元和25.20亿元。公司已整理完成的土地主要为未来通过招拍挂形式出让的商住用地，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2019年3月末，公司存货中有103.30亿元土地整理成本尚未结转，无应收土地整理款，

未来成本结转进度值得关注。

表 5：2016 年~2018 年公司土地整理情况

项目	2016	2017	2018
年末存货科目中尚未结转土地整理成本（亿元）	56.52	82.54	101.28
年末存货科目中尚未结转土地整理面积（亩）	1,400.00	1,446.92	1,944.16
当期发生土地整理成本（亿元）	8.22	33.76	25.20
当期土地业务确认收入（亿元）	7.53	10.76	9.07
当期土地业务实际回款（亿元）	7.53	10.76	9.07

注：表中当期确认土地开发整理收入来自公司整理的且已出让地块收入，当年发生土地开发整理成本为当期整理地块的成本，两者间不存在绝对匹配关系。

资料来源：公司提供

截至2019年3月末，公司在整理前五大地块计 48.07亿元。截至2019年3月末，公司尚无拟整理地块。计划总投资65.95亿元，已投资17.88亿元，尚需投入

表 6：截至 2019 年 3 月末公司主要在开发土地情况

地块名称	地块面积（亩）	总投资（亿元）	已投资（亿元）
五方路南鲈乡南路东	249.1	17.44	3.13
吴江大道北中山南路东	277.1	16.63	3.13
云龙路复线南规划支路东	204.3	12.26	3.14
亨通娱乐城南侧	175.6	10.54	0.00
胜地公园西南	151.4	9.08	8.48
合计	1,057.5	65.95	17.88

注：表格中只披露了公司在整理的前五大地块情况。

资料来源：公司提供

总体看来，近年来公司土地整理收入受土地出让进度影响有所波动，但仍为公司盈利提供了有力支撑；2019年3月末公司存货中尚未结转土地整理成本较多，未来成本结转进度和回款情况值得关注；公司在整理地块尚需投入金额较大，仍面临较大资本支出压力。

安置房销售

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，安置房业务的运作机制为：公司安置房建设土地通过公开招拍挂程序获得，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。

2016年~2019年3月，公司分别完成安置房销

售面积 11.47 万平方米、2.91 万平方米、9.92 万平方米和 0.94 万平方米，分别确认安置房销售收入 2.37 亿元、0.62 亿元、1.43 亿元和 0.16 亿元，近年来有所波动主要受拆迁进度影响；业务毛利率分别为 3.22%、15.35%、3.58%和 1.41%，波动较大主要是不同拆迁地块的安置房销售价格差异所致。截至 2019 年 3 月末，公司存货中有 3.67 亿元安置房建设成本尚未结转，应收安置房款 0.11 亿元，主要系应收动迁办的安置户拆迁补偿款，应收账款规模较小。

表 7：2016 年~2018 年公司安置房项目销售情况

年度	销售面积（万平方米）	销售收入（亿元）	平均销售单价（元/平方米）
2016	11.47	2.37	2,068.13
2017	2.91	0.62	2,130.58
2018	9.92	1.43	1,443.26
合计	24.30	4.42	--

资料来源：公司提供

表 8：2016 年~2019 年 3 月公司已完工安置房投资建设情况（万平方米、亿元）

完工安置房名称	建筑面积	总投资	截至 2019 年 3 月末 累计已确认收入	截至 2019 年 3 月末 累计已收到回购款
湖滨华城东区（喜庆苑）	11.49	2.75	1.44	1.44
高新路南侧吴模路西侧地块（新吴家园）	2.17	0.67	0.37	0.37
湖滨华城 A 区（吉祥）	15.29	5.07	1.71	1.71
湖滨华城 B 区（畅意）	13.46	3.82	1.36	1.36
湖滨华城 D1 区（幸福）	11.31	3.26	1.16	1.16
湖滨华城 D2 区（平安）	11.46	3.53	1.27	1.27
湖滨华城 E1（富贵）	19.39	5.77	2.03	2.03
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	1.20	1.20
龙河花园	20.14	6.58	2.74	2.74
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	0.42	0.42
梅景苑以东地块（梅景苑三期）	1.39	0.36		
龙祥花园	8.66	3.47	1.16	1.16
合计	144.17	42.84	14.99	14.99

注：安置房建设成本由政府补助直接冲减的部分不确认收入，故表格中确认收入数据相对总投资偏小。

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司在建安置房项目 3 个，总投资 11.87 亿元，尚需投入 8.23 亿元，尚未开始确认收入。截至 2019 年 3 月末，公司尚无拟建安置房项目。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司在建安置房项目概况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	预计竣工时间	总投资	已投资
永鼎以西地块安置房二期	3.37	2019.08	1.27	0.50
城南家园三期	18.52	2020.12	6.91	2.26
永康路北侧动迁小区工程（竹景苑）	7.96	2020.09	3.69	0.88
合计	29.85	--	11.87	3.64

资料来源：公司提供

总体看来，近年来安置房销售收入受拆迁进程影响较大，业务毛利率因不同拆迁地块的安置房销售价格差异有所波动。由于该业务准公益性较强，业务盈利能力较弱，资金平衡主要依赖政府补助。

代建工程

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，公司代建工程业务运营模式为：吴江区人民政府与公司签订框架性《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。2018 年，根据公司与吴江区政府签署的补充协议，成本加成比例调整为 15%。

2016 年~2019 年 3 月，公司代建工程收入分别为 1.61 亿元、0.75 亿元、0.87 亿元和 0.56 亿元，回款金额分别为 1.69 亿元、0.79 亿元、0.87 亿元和 0.56 亿元，其中 2017 年收入有所下降主要是由于新老城区代建项目结算方式不同，2017 年以来公司承建的新城区项目增多（完工审计后结算），老城区项目减少（按年度结算）。2016 年~2019 年 3 月，公司代建工程毛利率分别为-3.45%、-3.45%、8.70% 和 8.70%，其中 2018 年毛利率较 2017 年上升 12.15 个百分点，主要系成本加成比例调高所致。截至

2019年3月末，公司存货有151.50亿元的项目代建成本尚未结转，无应收基础设施建设工程款。

项目总投资101.21亿元，已投资72.54亿元，尚需投资28.67亿元；公司暂无拟建基础设施项目。

截至2019年3月末，公司在建的前六大代建

表 10：截至 2019 年 3 月末公司前六大在建代建项目的情况（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	26.46
吴江滨湖新城南部道路工程	2012~2019	14.14	12.99
云黎桥周边地区基础设施及环境综合整治工程	2013~2020	15.00	11.37
苏州市吴江松陵城区主干道改造工程	2014~2020	12.07	11.70
苏州大剧院	2016~2020	16.50	10.02
吴江博览中心	2016~2020	15.50	
合计	--	101.21	72.54

注：总投资金额中未包含建设期利息，表格中只披露了前六大代建项目情况。

资料来源：公司提供

总体来看，公司代建工程业务收入规模较小，其中 2018 年受益于代建工程成本加成比例调高，毛利率由负转正。但同时，中诚信证评也关注到公司存货中尚未结转的代建项目成本规模很大，未来结转进度和回款情况值得关注。

自营项目

除代建工程外，公司还通过子公司苏州市吴江滨湖投资集团有限公司（以下简称“滨投集团”）进行自营项目的投资建设。截至 2019 年 3 月末，公司在建的自建项目主要包括盛家厍历史街区改造项目和基金小镇工程等，总投资 41.95 亿元，尚需

投资 30.42 亿元。盛家厍历史街区改造项目为当地特色小镇旅游项目，建成后将由公司负责出租、运营和维护，未来通过商铺租赁等方式实现资金平衡；基金小镇工程属苏州湾金融小镇一期工程，总投资 5.26 亿元，建筑面积 6.03 万平方米，项目计划打造成长三角创新型创投金融副中心、国家级创业投资示范高地，未来主要靠办公及商业用房出租、停车位出租及物业管理费实现资金平衡；吴江区苏州湾体育中心为本次债券募投项目，也是吴江“555 计划”项目之一。

截至 2019 年 3 月末，公司无拟建的自营项目。

表 11：截至 2019 年 3 月末公司主要在建自营项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	投资计划	
				2019 年后三季度	2020
盛家厍历史街区改造项目	2013~2020	12.60	6.33	4.20	2.07
基金小镇工程	2017~2019	5.26	2.02	3.24	--
吴江区苏州湾体育中心	2018~2020	13.54	1.07	6.43	6.04
温泉养生生态园及王焰温泉酒店二期	2017~2019	6.13	1.21	4.92	--
东太湖大酒店二期工程	2017~2019	4.42	0.90	3.52	--
合计	--	41.95	11.53	22.31	8.11

注：1、建设周期为可研批复周期，可能与实际不符；2、盛家厍历史街区改造项目总投资金额为立项文件中金额，不包括后续新增开发项目金额。

资料来源：公司提供

总体看来，公司自营项目投资规模较大，建设完成后主要依靠市场化运营进行资金平衡，后期收益情况有待关注。

污水处理

公司污水处理业务运营主体为下属子公司苏

州市吴江区的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 13.00 亿元，公司持股比例为 92.31%。

污水处理业务模式为：吴江区财政代市政公用集团向用户收取污水处理费及污泥处理费，公司每季度末根据实际处理量及区政府批准的结算单价

与吴江区财政结算，污水处理费及污泥处理费结算单价分别为 0.60 元/吨和 0.30 元/吨。2016 年~2018 年，公司分别实现污水处理及管网运营收入 0.30 亿元、0.30 亿元和 0.37 亿元，毛利率分别为 -79.48%、-80.15%和-41.75%，其中 2018 年毛利率较 2017 年提升 38.40 个百分点，主要是受益于当年污水处理收入有所上升，同时营业成本增加额边际递减。

市政公用集团主要有两家下属污水处理厂，分别为苏州市吴江污水处理有限公司（以下简称“吴江污水处理厂”）和苏州市吴江城南污水处理有限公司（以下简称“城南污水处理厂”）。其中，吴江污水处理厂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。2016 年~2018 年，吴江污水处理厂污水处理量分别为 1,950 万吨、2,051 万吨和 2,187 万吨，近年来有所增长主要由于新建的污水厂完工投产。成本方面，2016 年~2018 年，吴江污水处理厂直接运行成本分别为 0.13 亿元、0.13 亿元和 0.18 亿元，主要包括人工费和水电费。

城南污水处理厂服务面积 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。2016 年~2018 年，城南污水处理厂污水处理量分别为 902.94 万吨、881.28 万吨和 833.73 万吨，近年来有所下降主要由于区内产业结构调整、污染企业减少所致。成本方面，城南污水处理厂 2016 年~2018 年直接运行成本分别为 0.11 亿元、0.13 亿元和 0.13 亿元，主要包括人工及材料成本及设备折旧等。

表 12：吴江城区主要污水处理厂运营情况

年份	吴江污水处理厂		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(%)
2016	1,950	63	902.94	82
2017	2,051	66	881.28	80
2018	2,187	70	833.73	76

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司在建污水处理厂项目主要包括桃源镇污水处理厂和平望镇污水处理厂等，总投资 9.67 亿元，已投资 5.60 亿元，截至

2019 年 3 月末在建污水处理厂都已投产，但配套管网尚在更新中。截至 2019 年 3 月末，公司无拟建污水处理厂项目。

表 13：截至 2019 年 3 月末公司主要在建污水处理项目情况

项目名称	总投资(亿元)	建设期	已投资(亿元)
桃源镇污水处理厂	2.00	三年	1.53
平望镇污水处理厂	3.61	三年	1.53
横扇镇污水处理厂	1.43	三年	1.29
震泽镇污水处理厂	2.63	三年	1.25
合计	9.67	--	5.60

资料来源：公司提供

总体来看，近年来公司污水处理业务收入有所增长，随着新增污水处理厂项目的配套管网更新完成或将进一步增长，对营业总收入形成一定补充；2018 年业务毛利率虽大幅上涨，但仍为负，因业务公益性较强亏损较为严重。

商品房销售

2018 年，公司新增商品房销售业务收入，业务主体为滨投集团，销售收入来自水秀天地缤悦国际公寓项目，该项目位于吴江太湖新城。

截至 2019 年 3 月末，水秀天地缤悦国际公寓项目已经完工，总投资 6.65 亿元，可售面积 4.46 万平方米，2018 年和 2019 年一季度公司分别实现商品房签约销售面积 4.13 万平方米和 0.03 万平方米，签约销售金额 6.38 亿元和 0.05 亿元，公司已销售当期确认为商品房销售收入；业务毛利率分别为 3.14%和 14.41%，其中 2018 年毛利率较低主要由于公司实行了价格优惠的销售策略。

截至 2019 年 3 月末，公司无在建和拟建商品房开发项目，商品房销售业务持续性较弱。

总体来看，公司于 2018 年确认了较多商品房销售收入，对营业总收入形成有力补充，但业务毛利率较低，此外该业务持续性较弱。

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

和吴江区委的部署，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、平整及配套基础设施建设，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松陵镇老东门（盛家厍）历史街区综合改造工程和苏州大剧院等项目；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。

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。

公司治理和管理

产权结构

截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 33.26 亿元，股东和实际控制人均为吴江区

国资办。截至 2019 年 3 月末，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，按照干部管理权限提名推荐。董事会维护国有资产出资人利益，保证国有资产保值增值。公司设总经理 1 人，可设副总经理，总经理和副总经理按照干部管理权限提名推荐。

公司设监事会，由吴江区国资办委派，对吴江区国资办负责；监事会设主席 1 名，监事 2 名，监事会成员 3 人，其中公司职工代表比例不少于三分之一，职工代表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，但任期不得超过两届。

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。

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 2016 年~2018 年度审计报告，其中 2016 年和 2017 年财务报表按旧会计准则编制，2018 年财务报表按新会计准则编制。2018 年末公司其他应收款、固定资产、在建工程、其他应付款口径同“财会【2018】15 号文件”前报表项目口径。

资本结构

近年来，随着吴江区政府的多项注资以及公司投资规模不断扩大，公司总资产增长较快。2016 年~2019 年 3 月末，公司总资产分别为 387.68 亿元、427.75 亿元、480.53 亿元和 502.39 亿元。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016 年~2018 年末，公司流动资产分别为 303.66 亿元、342.86 亿元和 367.84 亿元，占期末总

资产的比例分别为 78.33%、80.15% 和 76.55%。2018 年末，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。2016 年~2018 年末，公司存货分别为 215.18 亿元、248.05 亿元和 285.06 亿元，近年来，随着土地整理和代建项目业务的不断投入，公司存货持续上升，2018 年末存货中尚未结转代建项目成本 142.97 亿元、土地整理成本 101.28 亿元、开发成本 31.21 亿元，开发成本主要系尚未结转的商品房及安置房项目成本和待开发土地使用权。2016 年~2018 年末，公司货币资金分别为 38.16 亿元、43.26 亿元和 47.21 亿元，资金储备较为充裕，2018 年末公司无受限货币资金。2016 年~2018 年末，公司其他应收款分别为 41.59 亿元、48.65 亿元和 31.53 亿元，主要系公司与吴江区政府部门以及区内国有企业的往来款，2018 年末，公司应收吴江区国资办 6.36 亿元，应收苏州市吴江城乡一体化建设投资（集团）有限公司 6.35 亿元，应收吴江滨湖新城产业投资发展有限公司 4.35 亿元，应收吴江区财政局 3.30 亿元，应收苏州市吴江东太湖综合开发（集团）有限公司 2.98 亿元，款项性质均为往来款，款项合计占其他应收款期末余额的 73.73%。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产合计为 387.37 亿元，较 2018 年末增长 19.53 亿元，其中存货和其他应收款分别增长 13.21 亿元和 13.53 亿元，主要随项目投入和资金拆借而有所增长，同时货币资金减少 8.39 亿元。

2016 年~2018 年末，公司非流动资产分别为 84.02 亿元、84.89 亿元和 112.69 亿元。2018 年末公司非流动资产主要以投资性房地产、长期股权投资、固定资产、无形资产和在建工程构成。2018 年末，公司投资性房地产 28.99 亿元，主要为对外出租的房屋建筑物。2016 年~2018 年末，公司长期股权投资分别为 6.20 亿元、6.82 亿元和 25.20 亿元。2018 年，公司增加对吴江快速干线投资 7.28 亿元，此外受益于吴江区国资办将其持有的 14.46 亿元吴江快速干线股权划给公司，致使公司期末长期股权投资大幅增长。2018 年末，公司持有的吴江快速干线股权账面价值 21.77 亿元，持股比例为 62.26%，当期权益法下确认的投资收益 292.53 万元，由于公

司对吴江快速干线不构成控制，故将其作为联营企业核算；持有的苏州市吴江区域自来水投资有限公司账面价值 2.26 亿元，持股比例为 48.13%，当期权益法下确认的投资收益 0.19 亿元；持有的吴江港华燃气有限公司账面价值 0.75 亿元，持股比例为 20.00%，当期权益法下确认的投资收益 0.26 亿元，并获得现金分红 0.14 亿元。2016 年和 2017 年末，公司固定资产净额分别为 18.57 亿元和 32.97 亿元，2018 年末，公司固定资产 21.32 亿元，主要为房屋建筑物、污水处置及管网设施，较 2017 年末有所下降系部分转入投资性房地产。2016 年~2018 年末，公司无形资产分别为 17.90 亿元、17.80 亿元和 16.71 亿元，主要为通过招拍挂方式获得的土地使用权，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，2018 年，公司账面价值 5.34 亿元土地使用权被政府按账面价值收回。2016 年~2018 年末，公司在建工程分别为 29.52 亿元、27.28 亿元和 15.67 亿元，其中 2018 年末较 2017 年末下降较多，主要系部分房屋建筑转入投资性房地产以及污水处理厂改扩建工程完工部分转固。2018 年末，公司在建工程中盛家厍历史街区改造项目成本 6.33 亿元，污水处理厂改扩建及配套管网工程项目成本 5.00 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产 115.02 亿元，较 2018 年末变化不大。

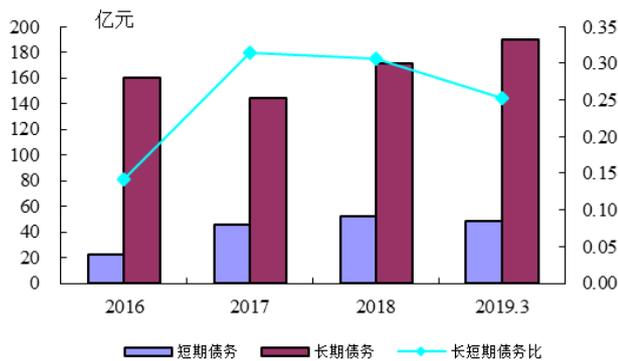
从负债水平来看，2016 年~2019 年 3 月末，公司总负债分别为 243.02 亿元、276.07 亿元、298.33 亿元和 320.20 亿元。2016 年~2018 年末，公司流动负债分别为 74.07 亿元、109.68 亿元和 97.02 亿元。2018 年末公司流动负债主要由一年内到期的长期负债、其他应付款、应付账款和短期借款构成。2016 年和 2017 年末，公司一年内到期的长期负债分别为 17.48 亿元和 42.64 亿元，2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 41.36 亿元，系一年内到期的长期债务。2016 年~2018 年末，公司其他应付款分别为 45.82 亿元、48.33 亿元和 24.76 亿元，2018 年末，公司其他应付款主要系应付苏州市吴江太湖新城城镇化建设投资有限公司往来款 11.87 亿元，应付苏州市吴江湖岸建设投资发展有限公司往来款 2.52 亿元和应付苏州市吴江惠村投资发展有限

公司拆借款 1.45 亿元。2016 年~2018 年末，公司应付账款分别为 1.98 亿元、7.33 亿元和 16.59 亿元，主要为尚未支付的拆迁款和暂估工程款。2016 年~2018 年末，公司短期借款分别为 5.10 亿元、2.71 亿元和 11.10 亿元，2018 年末全部为保证借款。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债为 90.62 亿元，较 2018 年末下降 6.40 亿元，主要来自应付账款减少 4.70 亿元。

非流动负债方面，2016 年和 2017 年末，公司长期负债合计分别为 167.47 亿元和 166.38 亿元，2018 年末，公司非流动负债为 201.31 亿元，主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成。2016 年~2018 年末，公司长期借款分别为 85.27 亿元、83.09 亿元和 88.35 亿元，应付债券分别为 74.69 亿元、61.15 亿元和 82.71 亿元，系公司发行的公司债券、中期票据和非公开定向债务融资工具摊余成本。2016 年~2018 年末，公司专项应付款分别为 8.99 亿元、19.14 亿元和 30.17 亿元，2018 年末，专项应付款主要为城市基础建设拨款 18.70 亿元和棚改项目专项资金 8.71 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司非流动负债为 229.58 亿元，较 2018 年末增加 28.27 亿元，主要来自应付债券增加 17.34 亿元，主要系公司新发行 7.50 亿元的“19 吴江 01”和 10.00 亿元的“19 吴江城投 PPN001”；专项应付款增加 9.24 亿元，仍主要来自棚改项目专项资金。

从债务结构来看，2016 年~2019 年 3 月末，公司总债务分别为 182.54 亿元、189.59 亿元、223.53 亿元和 238.10 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.14 倍、0.31 倍、0.31 倍和 0.25 倍，以长期债务为主的债务结构符合公司的行业特征。

图 3：2016 年~2019 年 3 月公司债务结构分析

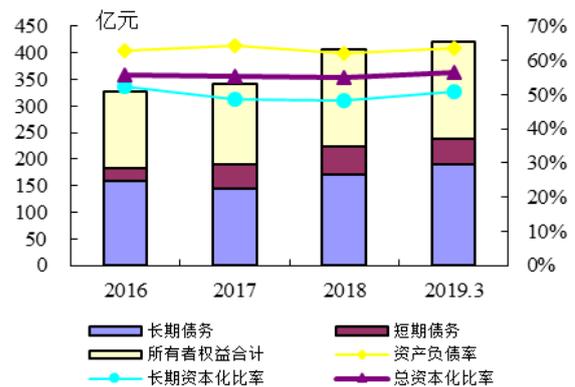


资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

2016 年和 2017 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 144.66 亿元和 151.68 亿元，2018 年末，公司所有者权益合计 182.20 亿元。2016 年~2018 年末，公司实收资本均为 33.26 亿元。2016 年~2018 年末，资本公积分别为 93.48 亿元、98.82 亿元和 126.51 亿元，其中 2016 年末资本公积较 2015 年末增加 19.27 亿元，主要系吴江区国资办向公司以货币及房产向公司注资；2017 年末资本公积较 2016 年末增加 5.33 亿元，主要系吴江区国资办向公司注资 15.17 亿元，另外公司核销价值 8.41 亿元的行政办公用房及 1.42 亿元的直管公房；2018 年末资本公积较 2018 年期初增长 28.16 亿元，系公司将 13.58 亿元专项应付款转增资本公积；吴江区国资办将吴江快速干线部分股权和苏州市吴江酒店管理集团有限公司划入公司，使得资本公积分别增加 14.50 亿元和 0.08 亿元。2016 年~2018 年末，公司盈余公积分别为 1.95 亿元、2.26 亿元和 2.59 亿元，未分配利润分别为 15.21 亿元、17.17 亿元和 17.60 亿元，少数股东权益分别为 1.62 亿元、1.62 亿元和 1.87 亿元。2018 年末，公司新增其他综合收益 0.37 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计 182.19 亿元，较 2018 年末变化不大。

财务杠杆率方面，2016 年~2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 62.69%、64.54%、62.08%和 63.74%，总资本化比率分别为 55.79%、55.55%、55.09%和 56.65%，财务杠杆率处于合适水平。

图 4：2016 年~2019 年 3 月资本结构分析



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

总体看，随着土地整理及代建工程项目的不断投入，公司加大了融资力度，债务规模上升较快；但政府对公司多次注资增强了公司的资本实力，整体来看，公司财务杠杆率仍处于适中水平。

盈利能力

2016 年和 2017 年，公司分别实现主营业务收入 12.40 亿元和 13.12 亿元，2018 年，公司实现营业总收入 19.52 亿元，收入增长主要由于当年新增商品房销售收入。2016 年~2018 年，公司土地整理业务收入分别为 7.53 亿元、10.76 亿元和 9.07 亿元，仍然是营业收入的主要来源；代建工程收入分别为 1.61 亿元、0.75 亿元和 0.87 亿元，收入规模较小；安置房销售收入分别为 2.37 亿元、0.62 亿元和 1.43 亿元，其中安置房销售业务受拆迁进程影响有所波动。2018 年，公司新增商品房销售收入 6.38 亿元，主要来自水秀天地缤悦国际公寓项目，收入持续性较弱。另外，2018 年因采用新会计准则，公司将租赁业务计入其他业务板块，当年实现租赁收入 0.38 亿元，使得其他业务收入有所增长。2019 年一季度，公司营业总收入为 1.46 亿元。

毛利率方面，2016 年和 2017 年，公司主营业务毛利率分别为 16.44%和 24.63%，2018 年，公司营业毛利率为 13.82%，近年来波动较大，其中 2017 年主营业务毛利率增长主要受益于毛利率水平较高的土地整理收入占比增加，2018 年营业毛利率下降主要受当期收入占比较高的商品房销售收入毛利率低影响。公司土地整理业务毛利率比较稳定，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。2018年，公司代建工程毛利率由负转正系成本加成比例由1.50%上调至15.00%所致。2018年，新增商品房销售业务毛利率为3.14%。2018年，公司将租赁业务计入其他业务板块，由于

当年计提投资性房地产折旧及摊销较多，其他业务毛利率下滑较为严重。2019年一季度，公司营业毛利率为12.45%。

表 14：2016 年~2018 年公司收入和毛利率情况（亿元、%）

项目	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理	7.53	26.07	10.76	28.13	9.07	28.80
代建工程	1.61	-3.45	0.75	-3.45	0.87	8.70
安置房销售	2.37	3.22	0.62	15.35	1.43	3.58
商品房销售	--	--	--	--	6.38	3.14
污水处理及管网运营	0.30	-79.48	0.30	-80.15	0.37	-41.75
其他	0.60	49.25	0.70	53.72	1.40	-6.10
合计	12.40	16.44	13.12	24.63	19.52	13.82

注：表中 2016 年和 2017 年收入为主营业务收入，其他为主营业务收入中的其他业务收入，毛利率为主营业务毛利率。2018 年收入为营业总收入，其他为所有其他业务收入，毛利率为营业毛利率。

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从期间费用看，2016年~2018年，公司期间费用分别为1.99亿元、2.68亿元和2.45亿元，以管理费用为主，其中管理费用（2018年和2019年一季度口径包括研发费用，下同）分别为1.76亿元、2.36亿元和1.92亿元，主要包括折旧摊销和职工薪酬等。公司将全部利息支出进行资本化处理，且有部分利息收入，故财务费用为负。2016年~2018年，公司三费收入占比分别为16.02%、20.40%和12.57%，结合营业毛利率（主营业务毛利率）来看，三费对经营性业务利润（营业利润）有较大侵蚀。2019年一季度，公司期间费用为0.54亿元，三费收入占比为36.63%。

表 15：2016 年~2019 年 3 月公司期间费用情况（亿元）

项目	2016	2017	2018	2019.3
销售费用（营业费用）	0.31	0.39	0.60	0.13
管理费用	1.76	2.36	1.92	0.41
财务费用	-0.08	-0.07	-0.07	-0.01
三费合计	1.99	2.68	2.45	0.54
营业总收入 （主营业务收入）	12.40	13.12	19.52	1.46
三费收入占比（%）	16.02	20.40	12.57	36.63

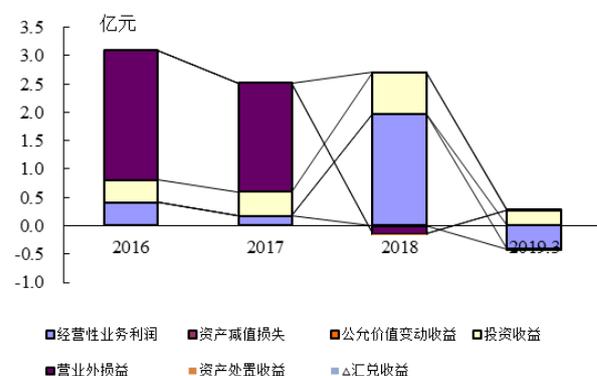
注：1、括号内指标适用于按旧会计准则编制的报表期间；2、2018年和2019年一季度管理费用口径包括研发费用。

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从利润总额来看，2016年~2018年，公司利润总额分别为2.56亿元、2.53亿元和2.55亿元，主要来自政府补助和投资收益。2016年和2017年，

公司营业利润分别为0.17亿元和0.53亿元，2018年，公司经营性业务利润为1.97亿元；2016年~2018年，公司分别获得政府补助2.29亿元、1.92亿元和2.23亿元，除2018年公司将2.22亿元政府补助计入其他收益外，其余均计入营业外收入，此外受其他收益纳入经营性业务利润核算口径影响，公司2018年经营性业务利润大幅增长。2016年~2018年，公司投资收益分别为0.39亿元、0.43亿元和0.73亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益和理财产品投资收益。2019年一季度，公司利润总额为-0.15亿元，其中经营性业务利润为-0.41亿元，投资收益0.26亿元。

图 5：2016 年~2019 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

总体来看,近年来公司收入规模不断增长,但毛利率波动较大,此外期间费用对利润有较大侵蚀,公司盈利对政府补助依赖性较高。

偿债能力

从偿债能力指标来看,2016年~2018年,公司总债务/EBITDA分别为50.15倍、50.82倍和56.42倍,EBITDA利息保障系数分别为0.40倍、0.40倍和0.33倍,EBITDA对债务本息覆盖能力较弱;2016年~2018年,公司总债务/经营活动净现金流分别为16.93倍、-74.34倍和71.97倍,经营活动净现金流利息保障系数分别为1.19倍、-0.27倍和0.26倍,经营活动净现金流对债务本息覆盖能力较弱,整体来看,公司偿债指标弱。

表 16: 2016 年~2019 年 3 月公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.3
短期债务(亿元)	22.58	45.35	52.46	48.07
长期债务(亿元)	159.96	144.24	171.06	190.03
总债务(亿元)	182.54	189.59	223.53	238.10
EBITDA(亿元)	3.64	3.73	3.96	--
经营活动净现金流(亿元)	10.78	-2.55	3.11	-3.81
总债务/EBITDA(X)	50.15	50.82	56.42	--
总债务/经营活动净现金流(X)	16.93	-74.34	71.97	-15.61
EBITDA利息保障系数(X)	0.40	0.40	0.33	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	1.19	-0.27	0.26	--
资产负债率(%)	62.69	64.54	62.08	63.74
总资本化比率(%)	55.79	55.55	55.09	56.65

注:1、季报中总债务/经营活动净现金流为年化数据;2、公司未提供2019年一季度现金流量补充表,故相关指标失效。

资料来源:中诚信证评根据公司财务报告整理

债务偿还期限方面,2019年后三季度~2022年及以后公司债务到期金额分别为32.15亿元、48.44亿元、69.69亿元和87.82亿元,公司未来两年面临较大的还款压力。

表 17: 截至 2019 年 3 月末公司债务到期分布情况表(亿元)

到期年份	2019 后三季度	2020	2021	2022 及以后
到期金额	32.15	48.44	69.69	87.82

资料来源:公司提供

对外担保方面,截至2019年3月末,公司对外担保余额为55.42亿元,占期末所有者权益合计的30.42%。被担保方主要为当地国有企业,公司代偿风险相对可控。

表 18: 截至 2019 年 3 月末公司对外担保情况(万元)

被担保人	担保余额
苏州市吴江东太湖综合开发有限公司	207,950.00
苏州市吴江东太湖旅游开发有限公司	189,000.00
苏州市吴江三优三保开发建设有限公司	114,800.00
苏州市吴江太湖新城城镇化建设投资有限公司	26,500.00
苏州市吴江交通投资集团有限公司	6,000.00
吴江滨湖新城产业投资发展有限公司	5,000.00
苏州市吴江宾馆有限公司	4,000.00
苏州市吴江湖岸建设投资发展有限公司	920.00
合计	554,170.00

资料来源:公司提供

受限资产方面,截至2019年3月末,公司受限资产金额共计5.18亿元,占期末总资产的1.03%,期末受限资产包括存货中2.80亿元的土地使用权、无形资产中2.24亿元的土地使用权以及账面价值0.14亿元(只为定期存单金额,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。

金融机构授信方面,截至2019年3月末,公司金融机构授信额度总计220.63亿元,其中未使用授信额度为73.00亿元,财务弹性尚可。

中诚信证评肯定了吴江区持续增强的经济财政实力为公司发展提供的良好外部环境;公司地位重要,能够得到股东的大力支持等对公司发展的积极作用。同时,中诚信证评也关注到公司存货中土地整理及代建业务的尚未结转成本规模很大,未来结转进度和回款情况值得关注;土地整理及代建项目尚需投资金额较大,公司面临较大投资压力;三费对利润侵蚀较重,盈利主要依靠政府补助等因素对公司整体信用状况的影响。

结论

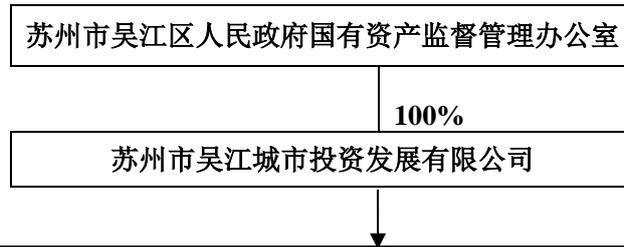
综上,中诚信证评评定苏州市吴江城市投资发展有限公司的主体信用等级为AA⁺,评级展望为稳定;评定“2019年苏州市吴江城市投资发展有限公司社会领域产业专项债券(第二期)”债项的信用等级为AA⁺。

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（第二期）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。

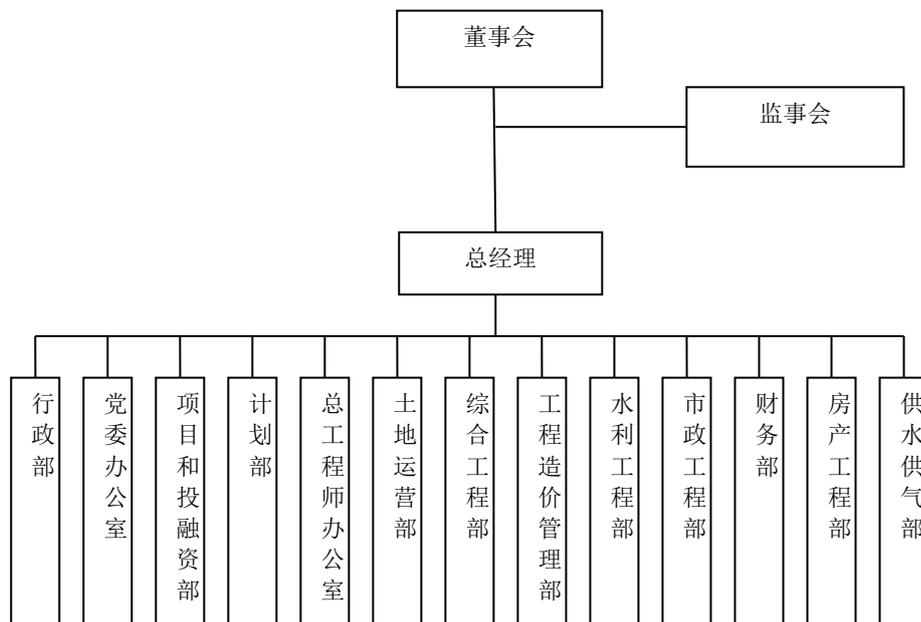
附一：苏州市吴江城市投资发展有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



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%
苏州市吴江区市政公用集团有限公司	1	92.31%
苏州市吴江滨湖投资集团有限公司	1	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%
苏州市吴江项目建设管理有限公司	1	100%

资料来源：公司提供

附二：苏州市吴江城市投资发展有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

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）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	381,572.92	432,574.41	472,078.39	388,192.37
应收账款（应收账款净额）	1,064.33	1,958.35	2,381.74	3,783.62
其他应收款	415,922.37	486,539.76	315,263.05	450,601.43
存货	2,151,828.66	2,480,511.01	2,850,624.32	2,982,771.51
可供出售金融资产	--	--	45,033.16	47,309.32
长期股权投资	62,020.63	68,152.78	252,010.94	256,252.44
在建工程	295,214.85	272,786.19	156,677.87	173,721.31
无形资产	179,013.01	178,001.78	167,064.81	166,161.11
总资产	3,876,785.65	4,277,497.89	4,805,310.64	5,023,910.51
其他应付款	458,182.05	483,349.28	247,586.72	270,340.79
短期债务	225,844.91	453,531.51	524,648.99	480,690.06
长期债务	1,599,553.85	1,442,404.13	1,710,606.09	1,900,343.17
总债务	1,825,398.76	1,895,935.64	2,235,255.07	2,381,033.23
总负债	2,430,205.78	2,760,693.31	2,983,289.26	3,201,991.02
费用化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
资本化利息支出	90,387.38	92,752.75	118,528.88	--
实收资本	332,600.00	332,600.00	332,600.00	332,600.00
少数股东权益	16,220.00	16,152.94	18,714.92	18,666.02
所有者权益合计（所有者权益（含少数股东权益））	1,446,579.87	1,516,804.58	1,822,021.38	1,821,919.49
营业总收入（主营业务收入）	124,038.10	131,247.81	195,179.51	14,643.98
经营性业务利润（营业利润）	1,689.14	5,309.72	19,696.64	-4,091.74
投资收益	3,910.70	4,316.15	7,327.38	2,586.32
营业外收入（含补贴收入）	22,966.99	19,317.35	247.83	127.84
净利润	29,946.14	30,774.85	25,022.75	-1,809.01
EBIT	25,603.85	25,349.96	25,544.99	--
EBITDA	36,399.71	37,305.17	39,619.76	--
销售商品、提供劳务收到的现金	165,632.37	175,168.35	133,264.25	13,134.19
收到其他与经营活动有关的现金	536,326.46	563,812.77	477,696.59	199,876.35
购买商品、接受劳务支付的现金	333,644.84	386,250.44	409,561.89	169,764.91
支付其他与经营活动有关的现金	243,815.99	362,036.93	153,607.14	76,798.18
吸收投资收到的现金	186,365.00	137,696.00	144,841.55	0.00
资本支出	52,357.75	111,272.05	51,073.46	21,867.47
经营活动产生现金净流量	107,791.03	-25,504.85	31,058.11	-38,128.94
投资活动产生现金净流量	-98,946.51	-33,255.75	-69,374.06	-23,337.22
筹资活动产生现金净流量	-1,186.89	116,362.09	83,219.93	-22,419.87

财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率（主营业务毛利率）（%）	16.44	24.63	13.82	12.45
三费收入比（%）	16.02	20.40	12.57	36.63
应收类款项/总资产（%）	10.76	11.42	6.61	9.04
收现比（X）	1.34	1.33	0.68	0.90
总资产收益率（%）	0.69	0.62	0.56	--
流动比率（X）	4.10	3.13	3.79	4.27
速动比率（X）	1.19	0.86	0.85	0.98
资产负债率（%）	62.69	64.54	62.08	63.74
总资本化比率（%）	55.79	55.55	55.09	56.65
长短期债务比（X）	0.14	0.31	0.31	0.25
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	-0.01	0.01	-0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.48	-0.06	0.06	-0.32
经营活动净现金/利息支出（X）	1.19	-0.27	0.26	--
总债务/EBITDA（X）	50.15	50.82	56.42	--
EBITDA/短期债务（X）	0.16	0.08	0.08	--
货币资金/短期债务（X）	1.69	0.95	0.90	0.81
EBITDA 利息倍数（X）	0.40	0.40	0.33	--

注：1、公司 2016 年和 2017 年财务报表按旧会计准则编制，2018 年财务报表和 2019 年一季度财务报表按新会计准则编制，2019 年一季度财务报表未经审计，括号内指标适用于旧会计准则；2、公司未提供 2019 年一季度利息支出和现金流量补充表，故相关指标失效；3、季报中经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/短期债务为年化数据；4、表中 2018 年末和 2019 年 3 月末项目和指标均按照“财会【2018】15 号文件”前口径列示和计算。

附四：公司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

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

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(含少数股东权益))

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。