

苏州市吴江城市投资发展有限公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：陈小中 xzchen@ccxi.com.cn

项目组成员：田 傲 atian@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 06 月 24 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪1647号

苏州市吴江城市投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；

维持“15 吴江债/PR 吴江投”、“16 吴江城投 MTN001”、“18 吴江城投 MTN001”、“18 吴江城投 MTN002”、“19 吴江 01”和“19 吴江 02”的信用等级为 AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持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；维持苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司（以下简称“东方国资”）的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；维持“15吴江债/PR吴江投”、“16吴江城投MTN001”、“18吴江城投MTN001”、“18吴江城投MTN002”、“19吴江01”和“19吴江02”的信用等级为AA⁺，其中“15吴江债/PR吴江投”级别考虑了东方国资提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了区域经济实力持续增强、持续获得政府有力支持等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到面临一定短期偿债压力、资本支出压力较大、存货规模较大，结转速度慢等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

| 吴江城投（合并口径） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产（亿元） | 428.07 | 480.53 | 528.15 | 538.51 |
| 所有者权益合计（亿元） | 151.86 | 182.20 | 189.62 | 191.29 |
| 总债务（亿元） | 192.59 | 223.53 | 252.37 | 256.06 |
| 营业总收入（亿元） | 13.54 | 19.52 | 13.49 | 1.11 |
| 经营性业务利润（亿元） | 2.42 | 1.97 | 1.90 | -0.28 |
| 净利润（亿元） | 2.51 | 2.50 | 2.55 | -0.21 |
| EBITDA（亿元） | 3.75 | 3.96 | 4.43 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | -2.55 | 3.11 | 7.86 | 7.79 |
| 营业毛利率(%) | 23.28 | 13.82 | 7.26 | -8.23 |
| 资产负债率(%) | 64.52 | 62.08 | 64.10 | 64.48 |
| 东方国资（合并口径） | 2017 | 2018 | 2019 | |
| 总资产（亿元） | 293.98 | 287.36 | 325.96 | |
| 所有者权益合计（亿元） | 143.12 | 149.69 | 160.47 | |
| 总债务（亿元） | 72.30 | 69.23 | 66.67 | |
| 营业总收入（亿元） | 3.15 | 2.38 | 4.27 | |
| 经营性业务利润（亿元） | 1.57 | 2.18 | 2.03 | |
| 净利润（亿元） | 2.08 | 2.13 | 1.89 | |
| EBITDA（亿元） | 3.65 | 3.81 | 3.69 | |
| 经营活动净现金流（亿元） | -1.58 | 12.56 | 17.18 | |
| 营业毛利率(%) | 8.51 | 22.24 | 28.53 | |
| 资产负债率(%) | 51.32 | 47.91 | 50.77 | |

注：中诚信国际根据2017年~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

| 苏州市吴江城市投资发展有限公司打分卡结果 | | | |
|------------------------|----------------|--------|-----------------|
| 重要因素 | 指标名称 | 指标值 | 分数 |
| 营运效率 (13%) | 经营性业务利润(亿元)* | 2.03 | 7 |
| | 收现比(X)* | 1.08 | 8 |
| 流动性 (18%) | 货币资金/短期债务(X) | 0.67 | 6 |
| | 受限资产占总资产的比重(X) | 0.03 | 10 |
| 资本结构与 资产质量 (39%) | 所有者权益(亿元) | 189.62 | 8 |
| | 总资本化比率(X) | 0.57 | 7 |
| | 资产质量 | 7 | 7 |
| 业务运营 (20%) | 业务稳定性和可持续性 | 7 | 7 |
| 治理与管控 (10%) | 治理水平与管控能力 | 7 | 7 |
| 打分结果 | | | a ⁺ |
| BCA | | | a ⁺ |
| 支持评级调整 | | | 3 |
| 评级模型级别 | | | AA ⁺ |

打分卡定性评估与调整说明：
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a⁺)的基础上通过支持评级调整得到。其中基础信用评估级别综合反映了打分卡初始级别、预测调整项以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与打分结果存在差异。

*指标采用近三年数据计算得出

正面

- 区域经济实力持续增强。**2019年吴江区实现地区生产总值1,958.16亿元，同比增长5.7%，经济实力持续增长，为公司业务发展提供了较好的外部环境。
- 持续获得政府有力支持。**2019年吴江区国资办注入资本金5.25亿元，计入公司资本公积，公司自有资本实力不断增强；当年公司获得政府补贴3.71亿元，持续获得政府有力支持。
- 有效的偿债保障措施。**“15吴江债/PR吴江投”由东方国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，对还本付息起到有效保障作用。

关注

- 项目结算进度缓慢。**公司土地整理业务和工程代建业务回款周期较长，截至2020年3月末，公司存货规模为304.05亿元，占总资产的56.46%，项目结算进度缓慢，后续需关注回款情况。
- 资本支出压力较大。**截至2020年3月末，公司在建土地整理和代建项目分别尚需投资39.79亿元和23.18亿元，面临较大的资本支出压力。
- 债务规模持续扩大，面临一定短期偿债压力。**随着在建项目的持续推进，公司总债务逐年增加，2020年4~12月及2021~2022年偿债规模分别为54.19亿元、54.10亿元及35.27亿元，面临一定的短期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，苏州市吴江城市投资发展有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

- 可能触发评级上调因素。**吴江区经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。
- 可能触发评级下调因素。**地方经济环境显著恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；其财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，导致流动性紧张等。

评级历史关键信息

| 苏州市吴江城市投资发展有限公司 | | | | | |
|---------------------|--|--------------------------|--------------------|--|--|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 |
| AA ⁺ /稳定 | 19 吴江 02 (AA ⁺) | 2019/08/30 | 宴逸鸣、孙元帅 | 中诚信国际基础设施投融资方法 (c250000-2019-02) | 阅读全文 |
| AA ⁺ /稳定 | 19 吴江 01 (AA ⁺) 18 吴江城投 MTN002 (AA ⁺) 18 吴江城投 MTN001 (AA ⁺) 16 吴江城投 MTN001 (AA ⁺) 15 吴江债/PR 吴江投 (AA ⁺) | 2019/06/25 | 尹玉洁、宴逸鸣、孙元帅、刘建平 | 中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01 | 阅读全文 |
| AA ⁺ /稳定 | 18 吴江城投 MTN002 (AA ⁺) | 2018/08/16 | 杨晨晖、孙元帅 | 中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01 | 阅读全文 |
| AA ⁺ /稳定 | 19 吴江 01 (AA ⁺) | 2018/07/29 | 宴逸鸣、孙元帅 | 中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01 | 阅读全文 |
| AA ⁺ /稳定 | 18 吴江城投 MTN001 (AA ⁺) | 2018/01/15 | 尹玉洁、徐博闻、陆鼎原 | 中诚信国际地方投融资平台 CCXI_140200_2014_01 | 阅读全文 |
| AA ⁺ /稳定 | 16 吴江城投 MTN001 (AA ⁺) | 2016/08/16 | 曹闰、齐芯 | 中诚信国际地方投融资平台 CCXI_140200_2014_01 | 阅读全文 |
| AA ⁺ /稳定 | 15 吴江债 (AA ⁺) / PR 吴江投 (AA ⁺) | 2015/06/02 2015/06/02 | 赵晓曦、刘蔚、王龙 徐娟、王维 | 中诚信国际地方投融资平台 CCXI_140200_2014_01 -- | 阅读全文 阅读全文 |

同行业比较

| 2019 年苏州市吴江区城投企业主要指标对比表 (亿元、%) | | | | | | | |
|--------------------------------|--------|--------|-------|--------|-------|------|----------|
| 公司名称 | 资产总额 | 所有者权益 | 资产负债率 | 总债务 | 营业收入 | 净利润 | 经营活动净现金流 |
| 吴江城投 | 528.15 | 189.62 | 64.10 | 252.37 | 13.49 | 2.55 | 7.86 |
| 吴江交投 | 236.37 | 126.79 | 46.36 | 74.98 | 6.41 | 2.51 | 12.43 |

注：“吴江交投”为“苏州市吴江交通投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 存续期 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------|-----------|-----------------------|
| 19 吴江 02 | AA ⁺ | AA ⁺ | 7.50 | 7.50 | 2019/09/25~2029/09/25 |
| 19 吴江 01 | AA ⁺ | AA ⁺ | 7.50 | 750 | 2019/01/24~2029/01/24 |
| 18 吴江城投 MTN002 | AA ⁺ | AA ⁺ | 10.00 | 10.00 | 2018/12/05~2023/12/05 |
| 18 吴江城投 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 10.00 | 10.00 | 2018/04/23~2021/04/23 |
| 16 吴江城投 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 10.00 | 10.00 | 2016/11/16~2021/11/16 |
| 15 吴江债/PR 吴江投 | AA ⁺ | AA ⁺ | 12.00 | 7.20 | 2015/07/08~2020/07/08 |

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“15 吴江债/PR 吴江投”募集资金 12 亿元，期限 7 年，募集资金用于吴江滨湖新城南部街道广场、云黎桥周边地区基础设施及环境综合整理工程、苏州市吴江松陵厂区主干道改造工程。截至 2020 年 3 月，募集资金已全部使用完毕。

“19 吴江 01”募集资金 7.5 亿元，期限 10 年，募集资金用于吴江区苏州湾体育中心项目以及补充公司运营资金。截至 2020 年 3 月，募集资金已全部使用完毕。

“19 吴江 02”募集资金 7.5 亿元，期限 10 年，募集资金用于吴江区苏州湾体育中心项目以及补充公司运营资金。截至 2020 年 3 月，募集资金已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。

此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年吴江区经济和财政实力不断增强，为城市基础设施建设和公用事业发展提供了良好的经济环境

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 2019 年末吴江区总人口 85.58 万人。吴江区下辖松陵、盛泽、同里、平望、桃源、震泽镇、汾湖和七都 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 个省级旅游度假区。

2019 年，吴江区实现地区生产总值 1,958.16 亿元，同比增长 5.7%，其中，实现第一产业增加值

37.43 亿元，同比下降 9.0%；第二产业增加值 1,008.22 亿元，同比增长 4.6%；第三产业增加值 912.51 亿元，同比增长 7.8%；三次产业比重由 2018 年的 2.2:51.3:46.5 调整为 1.9:51.5:46.6，产业结构持续优化。固定资产投资方面，2019 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，2019 年吴江区一般公共预算收入为 223.09 亿元，同比增长 9.95%，其中税收收入为 205.00 亿元，同比增长 11.66%；同期财政平衡率为 102.26%，同比下降 2.84 个百分点。财政平衡情况良好。

表1：2017-2019 年吴江区财政收支情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 一般公共预算收入(1) | 183.52 | 202.90 | 223.09 |
| 其中：税收收入 | 161.01 | 183.60 | 205.00 |
| 一般公共预算支出(2) | 174.36 | 193.06 | 218.17 |
| 财政平衡率(3) | 105.25% | 105.10% | 102.26% |
| 政府性基金收入 | 335.31 | 169.80 | -- |
| 政府性基金支出 | 306.59 | 171.90 | -- |

注：(3)=(1)/(2)，2019年数据为预算执行数

资料来源：吴江区财政局

中诚信国际认为，近年来吴江区经济保持增长，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，为城市的整体发展奠定了良好的基础。

跟踪期内，公司在吴江区承担职能未变，受商品房项目建设进度及整理土地上市交付减少影响，2019 年收入规模大幅下滑

受吴江区国资办委托，公司负责管理和经营授权范围内的国有资产，对授权的城市建设项目进行投资、建设和管理，是苏州市吴江区重要的城市基础设施建设主体。土地整理、代建工程及安置房销售系公司主要收入来源，同时还涉及污水处理、物业管理等领域。其中城市建设类系公司主要的收入来源，但由于其开发及结算具有周期性，导致近年收入波动较大；其他收入规模不大，且相对较稳定。2019 年受商品房项目建设进度以及整理土地上市

交付减少的影响，当年公司实现收入 13.49 亿元，同比下降 30.89%。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

| 收入 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 土地整理 | 10.76 | 9.07 | 6.74 | -- |
| 代建工程 | 0.75 | 0.87 | 3.05 | 0.56 |
| 安置房销售 | 0.62 | 1.43 | 0.73 | 0.04 |
| 污水处理及 管网运营 | 0.30 | 0.37 | 0.46 | 0.10 |
| 酒店 | 0.51 | 0.61 | 0.61 | 0.07 |
| 物业管理 | 0.07 | 0.14 | 0.32 | 0.02 |
| 广告 | 0.06 | 0.16 | -- | -- |
| 商品房销售 | -- | 6.38 | 0.36 | 0.01 |
| 其他 | 0.05 | 0.50 | 1.21 | 0.34 |
| 合计 | 13.12 | 19.52 | 13.49 | 1.11 |
| 占比 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 土地整理 | 81.96% | 46.46% | 49.95% | -- |
| 代建工程 | 5.73% | 4.45% | 22.64% | 50.59% |
| 安置房销售 | 4.74% | 7.34% | 5.40% | 3.62% |
| 污水处理及 管网运营 | 2.26% | 1.91% | 3.45% | 9.21% |
| 酒店 | 3.88% | 3.12% | 4.53% | 6.49% |
| 物业管理 | 0.53% | 0.69% | 2.36% | 1.87% |
| 广告 | 0.49% | 0.80% | -- | -- |
| 商品房销售 | -- | 32.69% | 2.67% | 0.83% |
| 其他 | 0.40 | 2.54% | 9.01% | 27.39% |
| 合计 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

资料来源：公司提供

公司仍是区域内唯一的土地整理企业，业务具有一定专营性，但收入受政府规划及结转节奏影响较大，且后续项目的持续推进亦带来资本支出压力

吴江区政府委托公司实施土地整理开发工作，

整理区域为：(1) 松陵老城区：笠泽路以北、S227 省道以西、苏州河以东、江陵路以南区域；(2) 滨湖新城区域：笠泽路以南、S227 省道以西、云龙路以北、太湖大堤以东区域。

公司根据吴江区政府授权的展业区域进行土地整理，达到“七通一平”的标准后由土储中心出让。土地出让完成后，吴江区政府在扣除规费提留后，将出让金的 80% 返还给公司。自 2017 年起，该业务模式发生了调整。2017 年 3 月以后涉及的土地整理业务均不与土地出让金挂钩，而系在土地实现出让后，按照成本加成一定比例支付公司。2017~2018 年成本加成比例约为 28%，2019 年起，公司的土地整理收益比例调整至成本加成 15% 左右。

公司的土地开发整理业务受政府规划影响较大，2019 年公司整理土地面积为 12.27 万平方米，较上年减少 27.22 万平方米，整理土地面积持续减少；同期，土地整理确认收入 6.74 亿元，同比下降 25.69%。截至 2020 年 3 月末，公司存货中有 105.44 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。

截至 2020 年 3 月末，公司土地整理主要在建项目共计 5 块土地，合计面积 1,024.24 亩，计划总投资额 71.35 亿元，尚需投资 39.79 亿元，目前无拟建土地整理项目。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司主要在建土地整理情况（亿元、亩）

| 地块位置 | 面积 | 总投资 | 已投资 | 整理 期间 | 未来三年投资计划 | | | 是否签订合同 或协议 |
|---------------------|--------|-------|------|-----------|----------|--------|--------|---------------|
| | | | | | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | |
| 2017 芦荡、南厍整理 地块一 | 204.26 | 14.23 | 9.96 | 2017-2022 | 1.76 | 1.76 | 0.75 | 是 |
| 2017 南刘整理地块五 | 111.63 | 7.78 | 3.11 | 2017-2021 | 2.16 | 2.51 | -- | 是 |
| 2017 直港整理地块一 | 151.40 | 10.55 | 4.22 | 2017-2021 | 2.60 | 3.73 | -- | 是 |
| 2017 芦荡、南厍整理 地块二 | 204.26 | 14.23 | 5.69 | 2017-2022 | 2.80 | 3.23 | 2.51 | 是 |
| 2017 南刘整理地块七 | 111.63 | 7.78 | 3.11 | 2017-2021 | 2.30 | 2.37 | -- | 是 |
| 2017 直港整理地块二 | 151.40 | 10.55 | 4.22 | 2017-2021 | 2.78 | 3.55 | -- | 是 |

| | | | | | | | | |
|------------|-----------------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|-------------|----|
| 2018 南厍地块一 | 89.66 | 6.25 | 1.25 | 2018-2022 | 2.00 | 2.00 | 1.00 | 是 |
| 合计 | 1,024.24 | 71.35 | 31.56 | -- | 16.40 | 19.14 | 4.25 | -- |

资料来源：公司提供

总的来看，公司的土地开发整理业务受政府规划影响较大，且收入对政府的结算进度依赖性较强，项目回款取决于整理土地的上市进程，整体回款周期较长，或将对公司的经营资金周转造成一定压力。随着在建土地整理项目的持续推进，公司面临一定资本支出压力。

2019 年公司代建工程收入大幅增长，但未结转的项目成本规模很大，未来的结转进度及回款需关注

公司负责吴江区松陵老城区和滨湖新城部分区域的基础设施建设代建项目。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，吴江区人民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人民政府签署的补充协议，未完工代建项目成本加成比例调整为 15%。每年末吴江区人民政府对公司的项目建设成本进行确认并拨付相关资金。

2019 年公司加快项目建设进度，代建工程收入增长较快，2019 年实现代建工程收入 3.05 亿元，较上年增加 2.18 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建代建项目总投资 101.21 亿元，已投资 78.03 亿元，尚需投资 23.18 亿，后续仍面临一定的资本支出压力。同期末，公司存货中有 169.32 亿元代建工程建设成本，未来成本结转进度表示关注。截至目前，公司暂无拟建基础设施项目。

表4：截至 2020 年 3 月末公司主要在建代建项目情况（亿元）

| 年度 | 总投资 | 已投资 |
|----------------------------|---------------|--------------|
| 吴江滨湖新城南部道路工程 | 14.14 | 12.99 |
| 轨道交通 4 号线（国家发改委立项，苏州轨交有批复） | 28.00 | 16.47 |
| 苏州大剧院、吴江博览中心 | 32.00 | 14.18 |
| 云黎桥周边地区基础设施及环境综合整治工程 | 15.00 | 11.60 |
| 苏州市吴江松陵城区主干道改造工程 | 12.07 | 12.80 |
| 合计 | 101.21 | 78.03 |

资料来源：公司提供

受项目建设进度影响，2019 年公司安置房销售收入下滑，且在建项目即将完工，拟建安置房项目储备不足；商品房基本售罄，未来业务持续性较弱

公司安置房业务板块实施主体为子公司吴江城建，吴江城建具备房地产开发二级资质。公司的建设土地系通过招拍挂的方式取得，安置房建成后主要对动迁户销售，销售价格由吴江区人民政府决定。由于安置房建设成本和销售价格存在一定价格倒挂现象，政府划拨部分土地出让金，以冲减公司因安置房建设承担的相关成本，保证公司微利经营。

受项目建设进度影响，2019 年公司销售安置房 3.42 万平方米，较上年减少 6.50 万平方米；实现安置房销售收入为 0.73 亿元，较上年减少 0.7 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司存货中有 24.76 亿元安置房建设成本尚未结转，应收安置房款 0.04 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5：近年来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) |
|-----------|----------------|--------------|-------------------|
| 2017 | 2.91 | 0.62 | 2,130.58 |
| 2018 | 9.92 | 1.43 | 1,443.26 |
| 2019 | 3.42 | 0.73 | 2,133.18 |
| 2020.1~3 | 0.18 | 0.04 | 2,278.05 |
| 合计 | 16.43 | 2.82 | -- |

资料来源：公司提供

表 6: 截至 2020 年 3 月公司安置房在建项目情况 (亿元)

| 项目 | 总投资 | 已投资 | 建设期 | 资金来源 |
|-------------------|-------|------|-----------|------|
| 永鼎医院以西 (二期) 动迁安置房 | 1.27 | 0.79 | 2018-2020 | 自筹 |
| 城南家园第三期 | 6.91 | 4.57 | 2018-2020 | 自筹 |
| 永康路北侧动迁小区工程 (竹景苑) | 3.69 | 1.52 | 2019-2020 | 自筹 |
| 合计 | 11.86 | 6.88 | -- | -- |

资料来源: 公司提供

截至 2020 年 3 月末, 公司在建安置房项目主要为永鼎医院以西 (二期) 动迁安置房、城南家园第三期及永康路北侧动迁小区工程 (竹景苑), 总投资共计 11.86 亿元, 累计已完成投资 6.88 亿元, 预计将在 2020 年竣工。目前公司无拟建安置房项目。

此外, 公司主要从事酒店式公寓类商品房开发与销售, 近年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, 经营模式是自主经营开发。截至 2020 年 3 月末, 水秀天地缤悦国际公寓项目基本售罄, 累计销售回款 7.15 亿元, 该项目于 2018 年交房, 2019 年商品房收入为 0.36 亿元, 较上年减少 6.02 亿元。截至 2020 年 3 月末, 公司无在建及拟建商品房项目, 未来该业务持续性较弱。

公司污水处理及管网运营收入规模保持增长, 但业务持续亏损, 对政府补助依赖大

公司污水处理和管网运营业务运营主体为下属子公司市政公用集团, 主要负责吴江区域城南、城北以及横扇镇等 5 个镇的污水处理。公司污水管道主要包括鲈乡路污水主干管系统、笠泽路污水主干管系统和云龙路污水主干管系统, 沿线各分管网接入主污水主干管系统, 目前接入污水管网处理的企业有 2,000~3,000 多家, 居民住宅 2 万多户。随着企业和居民用户数量的不断增加, 公司污水处理量逐年增加, 2019 年分别实现收入 0.46 亿元, 较上年增加 0.09 亿元。但随着覆盖的乡镇范围变广, 公司建设成本增加, 折旧成本变大, 近年来持续亏损。结算方面, 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。

表 7: 截至 2019 年末公司污水处理厂运营情况

| 项目 | 污水处理量 (万吨) | 运营负荷 (%) |
|----------|------------|----------|
| 城北污水处理厂 | 2,198.99 | 100.00 |
| 城南污水处理厂 | 886.08 | 80.90 |
| 横扇镇污水处理厂 | 119.60 | 100.00 |
| 平望镇污水处理厂 | 113.49 | 100.00 |
| 七都镇污水处理厂 | 147.78 | 81.00 |
| 桃园镇污水处理厂 | 207.25 | 75.70 |
| 震泽镇污水处理厂 | 155.07 | 85.00 |

资料来源: 公司提供

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 2017 年~2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。本次评级报告中 2017 年的财务数据采用 2018 年度财务报表中的期初数; 2018~2019 年的财务数据分别采用 2019 年度财务报表中的期初数和期末数。

近年公司毛利率逐年下滑, 期间费用对经营利润侵蚀程度不断提高, 最终盈利对政府补助依赖性较大

毛利率方面, 公司整体营业毛利率呈逐年大幅下降。从主要业务板块来看, 2019 年公司土地整理业务加成比例调至 15% 左右, 当年毛利率大幅下降; 同期, 代建工程毛利率和上年持平。2020 年一季度, 公司土地整理业务未确认收入, 导致当期营业毛利率为 -8.23%。

表 8: 近年来公司主要板块毛利率构成(%)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-----------|--------|--------|-------|---------|
| 土地整理 | 28.13 | 28.80 | 13.98 | -- |
| 代建工程 | -3.45 | 8.70 | 8.70 | 8.70 |
| 安置房销售 | 15.35 | 3.58 | 2.71 | 16.35 |
| 污水处理及管网运营 | -80.15 | -41.75 | -9.37 | -41.00 |
| 酒店 | 65.00 | 67.93 | 65.63 | 59.93 |
| 物业管理 | -7.98 | -24.12 | 30.42 | -204.07 |
| 广告 | 51.80 | 61.22 | -- | -- |
| 商品房销售 | -- | 3.14 | 14.63 | 16.89 |

| | | | | |
|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| 其他 | 28.45 | -113.17 | -62.09 | -35.24 |
| 营业毛利率 | 24.63 | 13.82 | 7.26 | -8.23 |

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用，主要包括职工薪酬和折旧摊销；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。随着管理费用增加，2019年公司期间费用率为18.99%，同比上升6.42个百分点。总体来看，公司期间费用收入占比逐年提高，侵蚀经营所得，期间费用控制能力有待加强。

表9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| 销售费用 | 0.39 | 0.60 | 0.48 | 0.09 |
| 管理费用 | 1.98 | 1.92 | 2.13 | 0.43 |
| 财务费用 | -0.07 | -0.07 | -0.05 | 0.01 |
| 期间费用合计 | 2.30 | 2.45 | 2.56 | 0.51 |
| 期间费用率(%) | 16.97 | 12.57 | 18.99 | 45.96 |
| 经营性业务利润 | 2.42 | 1.97 | 1.90 | -0.28 |
| 资产减值损失 | 0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 |
| 投资收益 | 0.45 | 0.73 | 0.69 | 0.08 |
| 营业外损益 | -0.33 | -0.14 | 0.01 | -0.01 |
| 利润总额 | 2.56 | 2.55 | 2.59 | -0.21 |
| EBITDA利润率(%) | 27.72 | 20.30 | 32.84 | -- |
| 总资产收益率(%) | 0.60 | 0.56 | 0.51 | -0.16* |

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司实现利润总额2.59亿元，较上年增加0.04亿元，主要由经营性业务利润和投资收益构成。投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益。近年公司初始获利能力减弱，经营性业务利润逐年下降，2019年其他收益为3.71亿元，主要系财政补贴，对公司利润总额贡献较高。

跟踪期内，公司总资产规模保持增长，同时受益于利润留存收益及资本公积增加，公司权益规模不断增大，资产负债率及总资本化比率仍处于适中水平

随着在建项目的持续推进，近年公司总资产规模逐年增长，2019年，公司总资产为528.15亿元，同比增长9.91%，其中以流动资产为主，2019年末流动资产在总资产中占比为73.62%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金近年较为稳定，截至2019年末无使用受到限制情况，流动

性好；其他应收款主要系关联方往来款，2019年末账龄在一年以内占比60.47%，其中前五大应收对象合计金额27.72亿元，合计占比69.74%，当年末累计计提坏账准备0.12亿元，后续需关注资金回款情况；随着在建项目的持续推进，存货规模逐年增大，2019年末存货主要系土地整理成本105.99亿元和代建工程建设成本165.83亿元，项目结算进度缓慢，资产流动性较弱。

表10：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产 | 428.07 | 480.53 | 528.15 | 538.51 |
| 流动资产 | 342.86 | 367.84 | 388.83 | 397.93 |
| 货币资金 | 43.26 | 47.21 | 45.70 | 53.41 |
| 其他应收款 | 48.65 | 31.53 | 39.62 | 34.63 |
| 存货 | 248.05 | 285.06 | 300.23 | 304.05 |
| 非流动资产 | 85.21 | 112.69 | 139.32 | 140.58 |
| 长期股权投资 | 2.57 | 25.20 | 25.50 | 25.58 |
| 投资性房地产 | 19.49 | 28.99 | 48.06 | 47.76 |
| 在建工程 | 17.86 | 15.67 | 17.32 | 19.17 |
| 无形资产 | 22.04 | 16.71 | 17.55 | 17.45 |

注：其他应收款包含应收利息和应收股利。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司非流动资产主要包括长期股权投资、投资性房地产、在建工程及无形资产。公司长期股权投资系对联营企业的股权投资；投资性房地产主要为用于出租的房产，随着水秀天地商场项目投入运营，2019年末投资性房地产大幅增加；在建工程主要系盛家库历史街区改造项目、基金小镇工程和苏州湾体育中心等自营在建项目；无形资产主要为通过招拍挂获得的安置房土地使用权以及在建自营项目的土地使用权。

负债方面，公司负债以非流动负债为主，截至2019年末非流动负债占负债总额的比例为66.56%，主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成。公司长期借款主要为保证借款和抵押借款等，2019年部分长期借款临近到期，年末长期借款规模相应减少；应付债券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等；专项应付款主要系城市基础建设拨款和棚改项目专项资金。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其

他应付款和一年内到期的非流动负债构成。随着经营性资金需求的加大，近年来公司短期借款规模保持增长；应付账款系应付工程款，随着在建工程的持续推进，应付工程款逐年增加，截至 2019 年末账龄在一年以内款项占比 66.60%；其他应付款系关联方往来款，账龄在一年以内的占比为 64.79%，前五大应付对象合计占比 62.15%；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款。2019 年末公司总债务为 252.37 亿元，同比增长 12.91%，其中短期债务占总债务比重为 26.89%，以长期债务为主，债务期限结构较合理。

表 11：近年来公司主要负债情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 负债总额 | 276.20 | 298.33 | 338.52 | 347.22 |
| 流动负债 | 109.66 | 97.02 | 113.19 | 108.40 |
| 短期借款 | 2.71 | 11.10 | 14.65 | 14.75 |
| 应付账款 | 7.32 | 16.59 | 18.65 | 16.15 |
| 其他应付款 | 49.82 | 27.07 | 22.40 | 25.54 |
| 一年内到期的非流动负债 | 42.64 | 41.36 | 43.24 | 36.24 |
| 非流动负债 | 166.55 | 201.31 | 225.34 | 238.82 |
| 长期借款 | 83.09 | 88.35 | 83.22 | 94.68 |
| 应付债券 | 61.15 | 82.71 | 101.28 | 100.41 |
| 专项应付款 | 19.14 | 30.17 | 40.69 | 43.66 |

注：其他应付款包含应收利息和应收股利。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成。近年公司实收资本均为 33.26 亿元；资本公积逐年上升，主要系吴江区国资办注入的股权、土地及资本金等。2019 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 64.10% 和 57.10%，同比分别上升 2.01 个百分点和 2.01 个百分点，财务杠杆仍处于适中水平。

表 12：近年来公司所有者权益构成情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 所有者权益 | 151.86 | 182.20 | 189.62 | 191.29 |
| 实收资本 | 33.26 | 33.26 | 33.26 | 33.26 |
| 资本公积 | 98.36 | 126.51 | 131.55 | 133.61 |
| 未分配利润 | 15.81 | 17.60 | 19.50 | 19.30 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营活动净现金流和 EBITDA 规模较小，对债务本金的保障程度低，且短期偿债压力较大，偿债

资金安排需关注

2019 年公司支付其他与经营活动有关的往来款大幅下降，经营活动净现金流流入规模加大。随着在建工程的持续推进，公司资本性支出规模扩大，2019 年投资活动净现金流呈大幅净流出状态。公司业务规模扩张，银行借款及发行债券规模上升，筹资活动净现金流保持净流入状态。

偿债能力方面，公司因开展土地整理以及代建工程等业务，资金需求较大，主要通过发行债券以及银行借款等方式筹资弥补资金缺口，整体债务负担较重。公司经营性净现金流和 EBITDA 对债务本息的保障程度低。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|---------------|-------|-------|--------|--------|
| 经营活动净现金流 | -2.55 | 3.11 | 7.86 | 7.79 |
| 投资活动净现金流 | -3.33 | -6.94 | -27.43 | -4.25 |
| 筹资活动净现金流 | 11.64 | 8.32 | 18.06 | 4.16 |
| EBITDA | 3.75 | 3.96 | 4.43 | -- |
| 经营净现金流/总债务 | -0.01 | 0.01 | 0.03 | 0.03 |
| 经营活动净现金流/利息支出 | -0.23 | 0.61 | 0.84 | 5.03 |
| 总债务/EBITDA | 51.34 | 56.42 | 56.98 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.40 | 0.33 | 0.37 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务到期分布方面，公司债务主要集中在 2020 年和 2021 年偿付，存在一定的短期偿债压力，偿债资金安排情况需关注。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

| | 2020.4-12 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年及以后 |
|------|-----------|--------|--------|-----------|
| 到期债务 | 54.19 | 54.10 | 35.27 | 112.91 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，良好的银企关系能对公司再融资提供一定支持，受限资产规模较小

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2019 年末共获得银行授信额度 223.44 亿元，其中未使用额度为 76.83 亿元，备用流动性较充足。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计为 17.01 亿元，占当期末总资产的比重为 3.16%。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额合计

63.05 亿元，占当期总资产 11.71%，被担保对象均为地方国有企业，担保规模较大，或有负债风险值得关注。

表 15：截至 2020 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（集团）有限公司 | 186,850.00 |
| 苏州市吴江东太湖旅游开发有限公司 | 186,000.00 |
| 苏州市吴江湖岸建设投资发展有限公司 | 840.00 |
| 苏州市吴江宾馆有限公司 | 3,000.00 |
| 苏州市吴江三优三保开发建设有限公司 | 253,800.00 |
| 合计 | 630,490.00 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 28 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为吴江区最重要的基础设施建设及投融资主体，跟踪期内，持续得到地方政府在财政补贴和资金注入等方面的有力支持

受吴江区国资办委托，公司负责管理和经营授权范围内的国有资产，对授权的城市建设项目进行投资、建设和管理，是苏州市吴江区重要的城市基础设施建设主体。

2019 年吴江区国资办注入资本金 5.25 亿元，计入公司资本公积；当年公司获得政府补贴 3.71 亿元，地方政府支持力度较大。

偿债保证措施

担保方式

“15 吴江债/PR 吴江投”本息的到期兑付由苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司（以下简称“东方国资”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

东方国资是苏州市吴江区重要的国有资产管理、基础设施及土地整理投融资以及政府引导型股权基

金投资主体，区域地位重要，整体偿债能力依然很强

东方国资是吴江国资办授权的国有资产经营主体及区域内重要的基础设施投融资主体，主要从事工程代建、土地整理、宾馆服务、租赁及股权投资等业务。跟踪期内，东方国资的业务架构未有变化，随着土地整理和股权投资业务收入的增加，2019 年东方国资实现营业收入 4.27 亿元，同比增长 79.41%。

表 16：近年来东方国资收入构成情况（亿元）

| 收入 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|
| 代建工程管理费 | 0.09 | 0.08 | 0.08 |
| 客房餐饮等 | 0.73 | 0.73 | 0.76 |
| 土地整理 | 1.61 | -- | 1.69 |
| 租赁收入 | 0.39 | 0.40 | 0.41 |
| 股权投资业务 | 0.29 | 0.54 | 1.30 |
| 其他 | 0.04 | 0.62 | 0.04 |
| 合计 | 3.15 | 2.38 | 4.27 |

资料来源：东方国资审计报告，中诚信国际整理

具体来看，东方国资近年来建工程管理业务新增项目不多，2019 年代建管理费收入保持稳定，之前承接的东太湖综合整治等重点项目投资规模较大，资金沉淀较严重，截至 2019 年末在建工程 166.43 亿元，后续的回款及结算情况需持续关注；土地整理业务模式较清晰，但土地出让受政府规划影响较大，近年出让情况存在波动导致收入亦随之变化；宾馆服务、租赁等业务整体经济稳定，收入较上年变化不大；股权投资业务 2019 年新增投资规模较大，投资方向仍主要围绕新能源、新材料、智能制造等相关产业，当年股权投资业务收入大幅增长。

财务方面，随着东方国资对外股权投资规模增加，截至 2019 年末，东方国资资产总额为 325.96 亿元，同比增长 13.43%。资产结构以货币资金、存货、可供出售金融资产、投资性房地产和在建工程为主，2019 年末非流动资产占比 83.95%，当年末货币资金 18.39 亿元中受限资金 0.002 亿元；可供出售金融资产主要系东方国资进行股权投资的企业，其中按公允价值计量的共计 15.70 亿元，主要

系对东吴证券、苏州银行、东方盛虹、江苏银行对上市公司股权，其余则系以成本计量的股权投资，截至年末，东方国资净增加可供出售金融资产 15.51 亿元；投资性房地产较为稳定，主要系受托经营的国有资产；随着东太湖整治及基础设施建设工程的持续推进，2019 年末在建工程同比增长 4.42% 至 166.43 亿元，规模逐年加大。

表 17：近年来东方国资主要资产情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 16.43 | 14.93 | 18.39 |
| 其他应收款 | 23.20 | 6.52 | 5.79 |
| 存货 | 11.32 | 11.31 | 27.16 |
| 流动资产 | 51.83 | 33.73 | 52.32 |
| 可供出售金融资产 | 35.29 | 32.72 | 48.23 |
| 投资性房地产 | 17.45 | 16.84 | 16.55 |
| 在建工程 | 149.55 | 159.38 | 166.43 |
| 非流动资产 | 242.15 | 253.63 | 273.64 |
| 总资产 | 293.98 | 287.36 | 325.96 |

注：其他应收款包含应收股利和应收利息。

资料来源：东方国资财务报表，中诚信国际整理

2019 年末东方国资负债总额为 165.49 亿元，同比增长 20.20%，主要由其他应付款、长期借款和长期应付款构成，2019 年，东方国资加大关联方往来款规模，当年末长期应付款同比增长 266.70% 至 30.53 亿元；随在建项目的持续推进，对外融资需求加大，2019 年末长期借款同比增长 86.49% 至 53.41 亿元；长期应付款主要为政府拨入专项资金。截至 2019 年末，东方国资资产负债率为 50.77%，同比上升 2.86 个百分点，同期末，总资产化比例为 29.35%，同比下降 2.27 个百分点，财务杠杆处于适中水平。有息债务方面，2019 年东方国资总债务规模由上年的 69.23 亿元进一步减少至 66.67 亿元，其中随着一年内到期债务的偿还，债务结构有所优化。当年末短期债务为 13.27 亿元，占总债务的比重为 19.90%。

表 18：近年来东方国资主要负债情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 负债总额 | 150.85 | 137.67 | 165.49 |
| 流动负债 | 27.52 | 56.31 | 52.39 |
| 短期借款 | 2.00 | 1.50 | 7.20 |
| 其他应付款 | 3.85 | 8.33 | 30.53 |
| 一年内到期的非流动负债 | 11.53 | 38.04 | 6.07 |

| 非流动负债 | 123.34 | 81.37 | 113.10 |
|-------|--------|-------|--------|
| 长期借款 | 58.77 | 28.64 | 53.41 |
| 长期应付款 | 35.76 | 50.33 | 56.67 |

注：其他应付款包含应收利息和应收股利。

资料来源：东方国资财务报表，中诚信国际整理

从盈利情况来看，东方国资营业收入 2019 年大幅增长，毛利率也有所提升，但由于管理费用及财务费用增加，加之当年政府补助减少，导致东方国资当年实现利润总额 2.06 亿元，较上年减少 0.18 亿元。整体来看，东方国资经营对政府补助的依赖依然较高。

从现金流来看，由于收到代建项目回款等与经营活动有关的现金逐年增多，且往来支付资金规模缩减，东方国资的经营性净现金流情况逐年改善。2019 年经营性净现金流 17.17 亿元，较上年增加 4.61 亿元。但由于其债务规模依然较大，现金流对其覆盖仍有待增强。

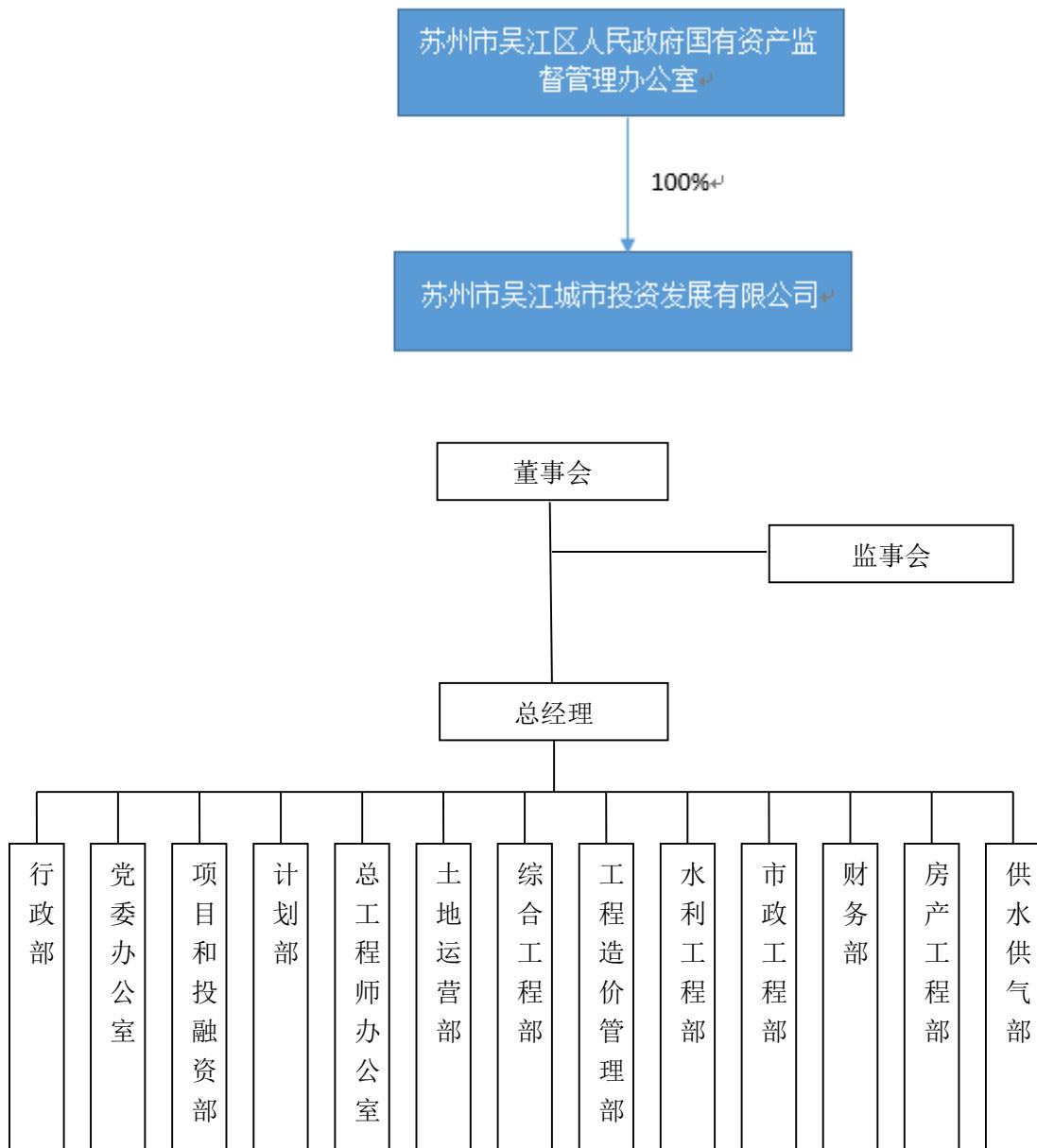
截至 2019 年末，东方国资对外担保为 181.69 亿元，占其净资产的比重为 113.22%，担保金额较大，被担保对象主要系区域内国有企业，或有风险仍需关注。

中诚信国际维持苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够对“15 吴江债/PR 吴江投”的还本付息起到有力的保障。

评级结论

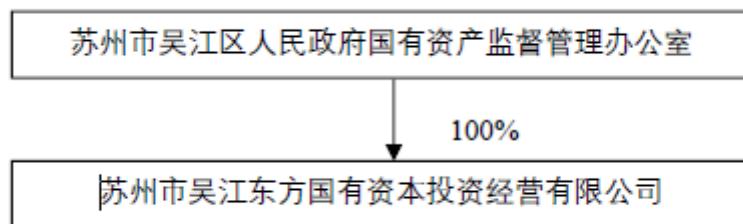
综上所述，中诚信国际维持苏州市吴江城市投资发展有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“15 吴江债/PR 吴江投”、“16 吴江城投 MTN001”、“18 吴江城投 MTN001”、“18 吴江城投 MTN002”、“19 吴江 01”和“19 吴江 02”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：苏州市吴江城市投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



附三：苏州市吴江城市投资发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 432,574.41 | 472,078.39 | 457,035.69 | 534,107.38 |
| 应收账款 | 1,958.35 | 2,381.74 | 5,753.48 | 3,973.17 |
| 其他应收款 | 486,539.76 | 315,263.05 | 396,153.00 | 346,347.41 |
| 存货 | 2,480,511.01 | 2,850,624.32 | 3,002,310.84 | 3,040,498.59 |
| 长期投资 | 71,176.23 | 297,044.10 | 302,482.32 | 300,631.35 |
| 在建工程 | 178,596.20 | 156,677.87 | 173,208.29 | 191,653.69 |
| 无形资产 | 220,434.99 | 167,064.81 | 175,473.08 | 174,521.87 |
| 总资产 | 4,280,673.94 | 4,805,310.64 | 5,281,451.85 | 5,385,118.52 |
| 其他应付款 | 483,349.28 | 247,586.72 | 224,009.94 | 255,431.89 |
| 短期债务 | 453,531.51 | 524,648.99 | 678,671.47 | 609,726.96 |
| 长期债务 | 1,472,404.13 | 1,710,606.09 | 1,845,054.28 | 1,950,853.56 |
| 总债务 | 1,925,935.64 | 2,235,255.07 | 2,523,725.75 | 2,560,580.52 |
| 总负债 | 2,762,040.93 | 2,983,289.26 | 3,385,233.53 | 3,472,200.35 |
| 费用化利息支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本化利息支出 | 92,752.75 | 118,528.88 | 121,049.16 | 24,058.41 |
| 实收资本 | 332,600.00 | 332,600.00 | 332,600.00 | 332,600.00 |
| 少数股东权益 | 15,765.35 | 18,714.92 | 18,858.69 | 18,710.79 |
| 所有者权益合计 | 1,518,633.01 | 1,822,021.38 | 1,896,218.32 | 1,912,918.16 |
| 营业总收入 | 135,358.01 | 195,179.51 | 134,860.55 | 11,105.38 |
| 经营性业务利润 | 24,219.67 | 19,696.64 | 18,996.73 | -2,818.44 |
| 投资收益 | 4,527.85 | 7,327.38 | 6,885.26 | 802.40 |
| 净利润 | 25,053.33 | 25,022.75 | 25,542.55 | -2,147.78 |
| EBIT | 25,562.93 | 25,544.99 | 25,882.30 | -2,120.03 |
| EBITDA | 37,516.86 | 39,619.76 | 44,288.55 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 175,168.35 | 133,264.25 | 167,312.55 | 29,424.01 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 563,812.77 | 477,696.59 | 322,278.92 | 154,527.87 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 386,250.44 | 409,561.89 | 309,773.42 | 50,040.97 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 362,036.93 | 153,607.14 | 83,952.05 | 48,961.78 |
| 吸收投资收到的现金 | 137,696.00 | 144,841.55 | 185,552.37 | 20,657.76 |
| 资本支出 | 111,272.05 | 51,073.46 | 93,213.11 | 15,480.82 |
| 经营活动产生现金净流量 | -25,504.85 | 31,058.11 | 78,604.74 | 77,889.32 |
| 投资活动产生现金净流量 | -33,255.75 | -69,374.06 | -274,274.06 | -42,455.96 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 116,362.09 | 83,219.93 | 180,626.62 | 41,638.34 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 营业毛利率(%) | 23.28 | 13.82 | 7.26 | -8.23 |
| 期间费用率(%) | 16.97 | 12.57 | 18.99 | 45.96 |
| 应收类款项/总资产(%) | 11.41 | 6.61 | 7.61 | 6.51 |
| 收回比(%) | 1.29 | 0.68 | 1.24 | 2.65 |
| 总资产收益率(%) | 0.60 | 0.56 | 0.51 | -0.16* |
| 资产负债率(%) | 64.52 | 62.08 | 64.10 | 64.48 |
| 总资本化比率(%) | 55.91 | 55.09 | 56.11 | 57.24 |
| 短期债务/总债务(%) | 0.24 | 0.23 | 0.24 | 0.24 |
| FFO/总债务(X) | 0.02 | 0.01 | 0.02 | 0.12 |
| FFO 利息倍数(X) | 0.35 | 0.28 | 0.31 | 3.24 |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | -0.27 | 0.26 | 0.65 | 3.24 |
| 总债务/EBITDA(X) | 51.34 | 56.42 | 54.73 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.08 | 0.08 | 0.08 | -- |
| 货币资金/短期债务(X) | 0.95 | 0.90 | 0.79 | 0.88 |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 0.40 | 0.33 | 0.37 | -- |

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的短期融资券调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理。

附四：苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据 (单位: 万元) | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 164,290.50 | 149,325.51 | 183,864.03 |
| 应收账款 | 670.13 | 3,805.31 | 1,097.94 |
| 其他应收款 | 232,012.07 | 65,182.64 | 57,860.97 |
| 存货 | 113,186.41 | 113,106.90 | 271,595.91 |
| 长期投资 | 375,098.02 | 384,860.57 | 519,377.13 |
| 在建工程 | 1,495,511.09 | 1,593,792.36 | 1,664,281.38 |
| 无形资产 | 87,850.21 | 110,064.91 | 107,268.34 |
| 总资产 | 2,939,750.38 | 2,873,613.23 | 3,259,586.94 |
| 其他应付款 | 38,530.59 | 83,254.43 | 305,295.37 |
| 短期债务 | 135,326.34 | 405,820.00 | 132,650.00 |
| 长期债务 | 587,650.00 | 286,430.00 | 534,090.00 |
| 总债务 | 722,976.34 | 692,250.00 | 666,740.00 |
| 总负债 | 1,508,534.23 | 1,376,749.59 | 1,654,919.45 |
| 费用化利息支出 | 982.05 | 2,575.14 | 3,957.94 |
| 资本化利息支出 | 48,005.03 | 37,906.47 | -- |
| 实收资本 | 300,000.00 | 310,000.00 | 340,000.00 |
| 少数股东权益 | 96,923.93 | 101,137.26 | 123,148.11 |
| 所有者权益合计 | 1,431,216.14 | 1,496,863.64 | 1,604,667.49 |
| 营业总收入 | 31,521.02 | 23,775.85 | 42,710.60 |
| 经营性业务利润 | 15,737.54 | 21,823.68 | 20,328.84 |
| 投资收益 | 2,734.64 | 324.65 | 353.58 |
| 净利润 | 20,846.25 | 21,345.53 | 18,890.13 |
| EBIT | 21,831.63 | 24,987.87 | 24,567.61 |
| EBITDA | 36,457.13 | 38,058.93 | 36,890.33 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 29,619.87 | 17,008.19 | 45,450.33 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 293,640.99 | 227,750.09 | 369,728.21 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 32,774.53 | 9,716.86 | 118,502.88 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 298,173.91 | 102,142.23 | 116,446.67 |
| 吸收投资收到的现金 | 151,276.39 | 21,511.00 | 71,829.00 |
| 资本支出 | 61,772.27 | 71,874.63 | 47,091.88 |
| 经营活动产生现金净流量 | -15,835.50 | 125,643.33 | 171,756.74 |
| 投资活动产生现金净流量 | -146,604.53 | -87,345.63 | -159,052.03 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 179,109.16 | -53,262.69 | 21,833.81 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 营业毛利率(%) | 8.51 | 22.24 | 28.53 |
| 期间费用率(%) | 47.68 | 54.31 | 36.89 |
| 应收类款项/总资产(%) | 8.14 | 2.64 | 2.06 |
| 收现比(%) | 0.94 | 0.72 | 1.06 |
| 总资产收益率(%) | 0.78 | 0.86 | 0.80 |
| 资产负债率(%) | 51.32 | 47.91 | 50.77 |
| 总资本化比率(%) | 33.56 | 31.62 | 29.35 |
| 短期债务/总债务(%) | 0.19 | 0.59 | 0.20 |
| FFO/总债务(X) | 0.04 | 0.05 | 0.05 |
| FFO 利息倍数(X) | 0.63 | 0.87 | 8.59 |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数(X) | -0.32 | 3.10 | 43.40 |
| 总债务/EBITDA(X) | 19.83 | 18.19 | 18.07 |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.27 | 0.09 | 0.28 |
| 货币资金/短期债务(X) | 1.21 | 0.37 | 1.39 |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 0.74 | 0.94 | 9.32 |

附五：基本财务指标的计算公式

| 指标 | 计算公式 |
|------|---|
| 资本结构 | 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 / 交易性金融负债 + 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 + 租赁负债 + 其他债务调整项 |
| | 总债务 = 长期债务 + 短期债务 |
| | 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) |
| | 长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资 |
| 盈利能力 | 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 |
| | 营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金成本 + 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 |
| | 营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入 |
| | 期间费用合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用 |
| | 期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入 |
| | 经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 + 其他收益 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额 |
| | EBIT 利润率 = EBIT / 当年营业总收入 |
| | EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年营业总收入 |
| 现金流 | FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流 - 营运资本的减少 (存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加) |
| | 收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 |
| | 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 |
| 偿债能力 | EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出) |
| | FFO 利息覆盖倍数 = FFO / (费用化利息支出 + 资本化利息支出) |
| | 经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出) |

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|------------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债券等级符号 | 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 级及以下等级外，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。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|------------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，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。