



# 东吴-元联-新建元邻里中心四期 资产支持专项计划资产支持证券 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20260559P-01

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2026年3月2日

**评级对象** 东吴-元联-新建元邻里中心四期资产支持专项计划资产支持证券

**信用等级** 优先级 AAA<sub>sf</sub>

<b>交易要素</b>	基础资产	原始权益人依据《基金合同》享有的基金份额所有权和其他附属权益
	原始权益人/ 优先收购提议人	苏州工业园区邻里中心发展有限公司
	物业运营方/ 运营收入差额补足义务人	苏州工业园区邻里中心商业物业管理有限公司
	担保人	苏州新建元控股集团有限公司
	差额补足义务人/ 流动性支持机构	苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司
	计划管理人	东吴证券股份有限公司
	监管银行	渤海银行股份有限公司苏州分行、上海浦东发展银行股份有限公司苏州分行、中国邮政储蓄银行股份有限公司苏州市工业园区支行、中国建设银行股份有限公司苏州工业园区支行、宁波银行股份有限公司苏州分行、苏州银行股份有限公司工业园区支行
	托管人/基金托管人	中信银行股份有限公司苏州分行

**项目负责人:** 严文婷 wtyan@ccxi.com.cn

**项目组成员:** 韩兆翁 zhwhan@ccxi.com.cn

许嘉琦 jqxu@ccxi.com.cn

**评级总监:**

电话 : (021)60330988

传真 : (021)60330991

**重要提示:** 本评级报告是中诚信国际基于 2026 年 3 月 2 日及之前获得的相关信息而出具的。在资产支持证券发售后,中诚信国际可能将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行调整。评级结果并不构成对投资者购买或持有上述证券的建议性意见。

## 资产支持证券概况

资产支持证券	信用等级	预计发行金额（亿元）	占比	预期期限（年）	还本付息安排
优先级	AAA <sub>sf</sub>	15.40	70.00%	3+3+3	每年付息，到期还本
次级	NR	6.60	30.00%	9	--
合计	--	22.00	100.00%	--	--

### 关键日期

预计设立日	2026年3月20日
法定到期日	专项计划设立日起满9年之日

### 参与机构

原始权益人/优先收购提议人	苏州工业园区邻里中心发展有限公司（以下简称“邻里中心发展”）
物业持有人/项目公司	苏州工业园区新城邻里中心管理有限公司（以下简称“新城公司”）；苏州工业园区师惠邻里中心管理有限公司（以下简称“师惠公司”）；苏州工业园区沁苑邻里中心管理有限公司（以下简称“沁苑公司”）；苏州工业园区玲珑邻里中心管理有限公司（以下简称“玲珑公司”）；苏州工业园区金鸡湖邻里中心管理有限公司（以下简称“金鸡湖公司”）；苏州工业园区湖东邻里中心管理有限公司（以下简称“湖东公司”）；苏州工业园区翰林邻里中心管理有限公司（以下简称“翰林公司”）；苏州工业园区贵都邻里中心管理有限公司（以下简称“贵都公司”）；苏州工业园区方洲邻里中心管理有限公司（以下简称“方洲公司”）；苏州工业园区东沙湖邻里中心管理有限公司（以下简称“东沙湖公司”）

物业运营方/ 运营收入差额补足义务人	苏州工业园区邻里中心商业物业管理有限公司（以下简称“邻里中心商管”）
-----------------------	------------------------------------

担保人	苏州新建元控股集团有限公司（以下简称“新建元控股”）
-----	----------------------------

差额补足义务人/流动性支持机构	苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司（以下简称“园区投控”）
-----------------	----------------------------------

运营管理顾问	苏州元联投资基金管理有限公司（以下简称“元联基金”）
--------	----------------------------

基金管理人	东吴创业投资有限公司（以下简称“东吴创投”）
-------	------------------------

计划管理人	东吴证券股份有限公司（以下简称“东吴证券”）
-------	------------------------

监管银行	渤海银行股份有限公司苏州分行（以下简称“渤海银行苏州分行”）、上海浦东发展银行股份有限公司苏州分行（以下简称“浦发银行苏州分行”）、中国邮政储蓄银行股份有限公司苏州市工业园区支行（以下简称“邮储银行园区支行”）、中国建设银行股份有限公司苏州工业园区支行（以下简称“建设银行园区支行”）、宁波银行股份有限公司苏州分行（以下简称“宁波银行苏州分行”）、苏州银行股份有限公司工业园区支行（以下简称“苏州银行园区支行”）
------	--

托管人/基金托管人	中信银行股份有限公司苏州分行（以下简称“中信银行苏州分行”）
-----------	--------------------------------

登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称“中证登上海公司”）
--------	------------------------------------

### 基础资产

基础资产	原始权益人依据《基金合同》享有的基金份额所有权和其他附属权益
私募基金	东吴-元联-新建元邻里中心四期单一私募股权投资基金
基金规模	21.99 亿元
标的债权/股东借款债权规模	12.56 亿元
股权对价	9.42 亿元

### 物业资产

名称	新城邻里中心	师惠邻里中心	沁苑邻里中心	玲珑邻里中心	邻瑞广场
建筑面积（平方米）	20,828.62	12,386.63	7,122.24	14,082.93	120,219.50
评估价值（万元）	18,200.00	7,800.00	5,600.00	12,800.00	82,300.00
名称	湖东邻里中心	翰林邻里中心	贵都邻里中心	方洲邻里中心	东沙湖邻里中心
建筑面积（平方米）	26,669.31	12,073.31	5,893.98	16,962.03	38,168.56
评估价值（万元）	25,100.00	9,000.00	3,500.00	19,600.00	36,100.00

评估价值始点	2025年3月31日
--------	------------

物业顾问	深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司（以下简称“戴德梁行”）
------	--------------------------------

注：1. NR 表示未予评级；

2. 相关日期由计划管理人提供，专项计划期限包括 94 个月运作期和 14 个月处置期；同时优先级资产支持证券每 3 年设置开放期，可提前结束；
3. 因四舍五入原因，本报告部分统计分布总和与最终合计值存在一定尾数误差。

## ● 评级模型

评级方法和模型	<a href="#">中诚信国际 REITs 结构化产品评级方法与模型 C550800_2020_01</a>
模型结果	优先级 AAA <sub>sf</sub>

## ● 评级观点

中诚信国际给予上述资产支持证券的评级反映的是优先级资产支持证券的预期损失程度及其利息获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性，主要基于本交易如下方面的考虑：

**物业资产：**本专项计划物业资产系 10 处邻里中心，均位于苏州市工业园区内；随着翻修改造完成，2023 年以来新城邻里中心出租率回升并稳定在 93% 以上，平均租金单价相对稳定，租金收入持续回升；师惠邻里中心 2023 年末出租率受改造影响而同比有所下滑，2024 年以来逐步回升，近年来租金收入则整体保持了稳定增长；玲珑邻里中心出租率始终处于高位，平均租金逐年增长，运营收入呈波动增长态势；而贵都邻里中心出租率、平均租金水平及运营收入均呈波动态势；湖东邻里中心出租率有所波动，平均租金较为稳定，租金收入呈波动上升态势；沁苑、翰林邻里中心近年来均近于满租，经营状况保持稳定；方洲邻里中心出租率保持稳定，租金水平呈波动下滑态势，租金收入亦有所波动；2022 年以来东沙湖邻里中心出租率稳中有升，租金水平及租金收入均有所波动；邻瑞广场因近年来存在翻新改造预期，出租率持续下行，租金收入亦呈下降态势。截至 2025 年 3 月 31 日，上述 10 处邻里中心评估价值合计为 220,000.00 万元。

**交易结构：**本专项计划设置的现金流超额覆盖、物业资产价值超额抵押、园区投控对优先级资产支持证券全部预期收益和最高限额本金提供的差额补足义务以及对优先级资产支持证券在开放期的退出提供的流动性支持，可为优先级资产支持证券提供一定的信用支持。同时，本专项计划设置有提前进入处置期机制等机制、违约事件等机制，信用触发机制设置较为完备。

**现金流分析：**中诚信国际基于物业资产运营现金流及其估值情况和现金流分配机制编写本交易的现金流模型。通过现金流模型分析，在正常景况和压力景况下，各期物业资产净收入均能对当期应付优先级资产支持证券预期收益形成有效覆盖，物业资产处分收益和差额补足资金（如涉及）亦能对优先级资产支持证券本息形成有效覆盖。

**主要风险：**通过交易结构设计，本专项计划物业资产价值下滑风险得到有效缓释。同时需关注现金流不及预期、租约集中到期、物业资产存在权利负担、物业资产维修改造以及物业资产或无法办理抵押等方面的风险。

**重要参与方：**物业运营方邻里中心商管运营经验丰富，有利于物业资产的持续运营；计划管理人、基金管理人、运营管理顾问、监管银行、托管人/基金托管人等参与机构具备履行其相应职责的能力。

## 正面

- **物业资产净收入对优先级资产支持证券收益的超额覆盖。**本专项计划物业资产系 10 处邻里中心，均位于苏州市工业园区内，目前运营情况较好。正常情况下，在每一个优先级兑付日，物业资产净收入对优先级资产支持证券利息支出及特定费用<sup>1</sup>之和的覆盖倍数<sup>2</sup>在【2.71~3.63】倍之间，能较好的保障优先级资产支持证券预期收益的足额偿付。
- **特定资产的处置收入对优先级资产支持证券本息的保障。**截至评估基准日 2025 年 3 月 31 日，物业资产评估价值为 220,000.00 万元。以私募基金拥有的物业资产在评估基准日的评估价值作为交易对价，当以私募基金持有的项目公司股权和股东借款债权进行处分时，处置收入与当期物业资产净收入之和对优先级资产支持证券本息及特定费用的覆盖倍数为【1.45】倍，覆盖倍数较高，对未来通过处分分配以实现优先级资产支持证券本息的兑付提供了较好的保障。
- **园区投控承担差额补足义务和流动性支持义务。**园区投控作为差额补足义务人和流动性支持机构，对专项计划优先级资产支持证券本金和预期收益提供差额补足义务，其中应支付的优先级资产支持证券本金差额部分合计不应当高于人民币 6.70 亿元，同时对优先级资产支持证券在开放期的退出提供流动性支持。园区投控作为苏州工业园区重要的开发建设投资主体，股东支持力度较大，具有很高的地位，近年来在政府补贴等方面得到苏州工业园区管理委员会（以下简称“园区管委会”）的有力支持，业务开展持续稳定，再融资能力保持强劲，其对专项计划优先级资产支持证券全部预期收益和 6.70 亿元最高限额本金提供的差额补足义务以及开放期的流动性支持能在一定程度上保障优先级资产支持证券的足额兑付及退出。

## 关注

<sup>1</sup> 特定费用=基金层面税费+专项计划层面税费+处分费用（如涉及），相关内容详见现金流分析及压力测试章节。

<sup>2</sup> 覆盖倍数=每个自然年度的 1 月 1 日（含）至物业资产运营收入计算日（C 日）期间的物业资产净收入/（优先级资产支持证券利息+特定费用）。

- **现金流不及预期风险。**本专项计划物业资产未来的现金流入预测基于一定的假设条件。在专项计划存续期内，若物业资产出租率不及预期，或出现承租人拖欠租金、租金市场价格产生波动，或除不可抗力之外的其他因素导致物业无法于最佳状态运营等情况时，物业资产实际现金流可能低于预测值。中诚信国际将对物业资产运营情况保持关注。
- **物业资产价值下滑风险。**由于不动产市场存在景气程度的波动，在极端情况下，若届时物业资产处分价款过低，将导致优先级资产支持证券投资人未来的本金和预期收益无法保障。  
*缓释措施：*本专项计划可提前进入市场化处置期，根据交易文件约定，在专项计划运作期内，若物业资产的估值低于初始评估值的75%时，计划管理人宣布专项计划将进入市场化处置期，该安排可保障处分动作的及时性。但同时应关注到，未来中国宏观经济及房地产行业也存在阶段性下行的可能性，物业资产的市场价值在未来的某段时间内有可能出现一定幅度的下降，中诚信国际将持续关注物业资产的市场价值情况。
- **租约到期的集中风险。**截至2025年3月末，物业资产将于2026年及之前到期的租约对应租赁面积合计占比为【54.01】%，需关注后续续租或换租情况。
- **物业资产维修改造风险。**邻瑞广场计划于2026年3月31日起进行升级改造，改造结束时间预计为2026年10月底；此外，在专项计划存续期间，物业运营方亦可能会对其他入池物业资产实施维修改造，可能会对物业资产持续稳定运营产生不利影响。中诚信国际将对物业资产的维修改造情况保持关注。
- **物业资产存在权利负担。**项目公司目前已将物业资产抵押给东吴创投（代表元联东吴-新建元邻里中心私募股权投资基金，以下简称“元联东吴-新建元私募基金”）。因此，在项目公司解除物业资产权利负担之前，本专项计划物业资产现金流来源或受到限制，进而可能影响优先级资产支持证券投资者利益的实现。
- **物业资产或无法办理抵押风险。**本专项计划可能因抵押权人基金管理人（代表私募基金）系非金融机构导致相关登记机关拒绝办理物业资产抵押登记，从而导致抵押担保措施事宜不能及时办理完毕；基金管理人（代表私募基金）有权决定暂不主张相应违约责任。在上述客观障碍得到解决的情况下，项目公司应自客观障碍得到解决之日起20个工作日内办理完毕相应担保措施事宜，并在办理完毕前确保相应抵押物上不新设其他同类权利负担。中诚信国际将对物业资产抵押登记的办理进度保持关注。
- **园区投控债务规模持续扩大，未来面临较大的资本支出压力。**近年来园区投控债务呈快速增长态势，截至2024年末总债务规模达410.64亿元。同期末，园区投控园区土地开发业务在建项目尚需投入约90亿元，项目资金以自筹为主，此外，园区投控物业出租业务中载体建设亦面临一定资金缺口，存在较大的投融资需求。

## 概况数据

新建元控股（合并口径）	2022	2023	2024	2025.6/2025.1-6
资产总计（亿元）	501.37	541.02	628.77	658.59
所有者权益合计（亿元）	152.77	159.24	171.07	188.41
总负债（亿元）	348.61	381.77	457.70	470.17
总债务（亿元）	228.22	258.99	347.57	--
营业总收入（亿元）	78.31	54.42	48.04	16.42
净利润（亿元）	10.60	13.23	7.65	5.02
EBITDA（亿元）	17.56	12.43	11.14	--
经营活动净现金流（亿元）	0.09	-17.96	-71.74	-12.75
营业毛利率(%)	31.62	32.11	17.69	0.30
净负债率(%)	117.94	139.29	187.05	--
总债务/EBITDA(X)	12.99	20.83	31.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.12	1.31	1.14	--

注：1、中诚信国际根据新建元控股提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“天职国际”）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度及 2023 年度审计报告、经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“容诚”）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用 2024 年审计报告期末数；

2、中诚信国际分析时将“其他应付款”中付息部分纳入短期债务核算，将“其他权益工具”中永续债纳入长期债务核算；未获得 2025 年 6 月末债务调整明细及上半年折旧、摊销、利息支出等数据，同期相关数据指标计算失效；

3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标经年化处理，特此说明。

园区投控（合并口径）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
资产总计（亿元）	880.75	962.39	1,017.58	1,030.00
经调整的所有者权益合计（亿元）	450.36	473.33	481.32	492.32
负债合计（亿元）	430.38	489.06	536.26	537.69
总债务（亿元）	316.96	364.37	410.64	--
营业总收入（亿元）	61.51	52.81	44.90	40.41
经营性业务利润（亿元）	21.40	9.83	3.59	3.92
净利润（亿元）	27.61	28.53	10.00	11.72
EBITDA（亿元）	50.89	50.95	32.17	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.35	18.96	26.58	6.67
总资本化比率(%)	41.31	43.50	46.04	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.04	3.84	2.35	--

注：1、中诚信国际根据园区投控提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表整理。其中，2022 年财务数据采用 2021~2023 年度审计报告中的 2022 年年末数，2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年审计报告中的期初数、期末数；

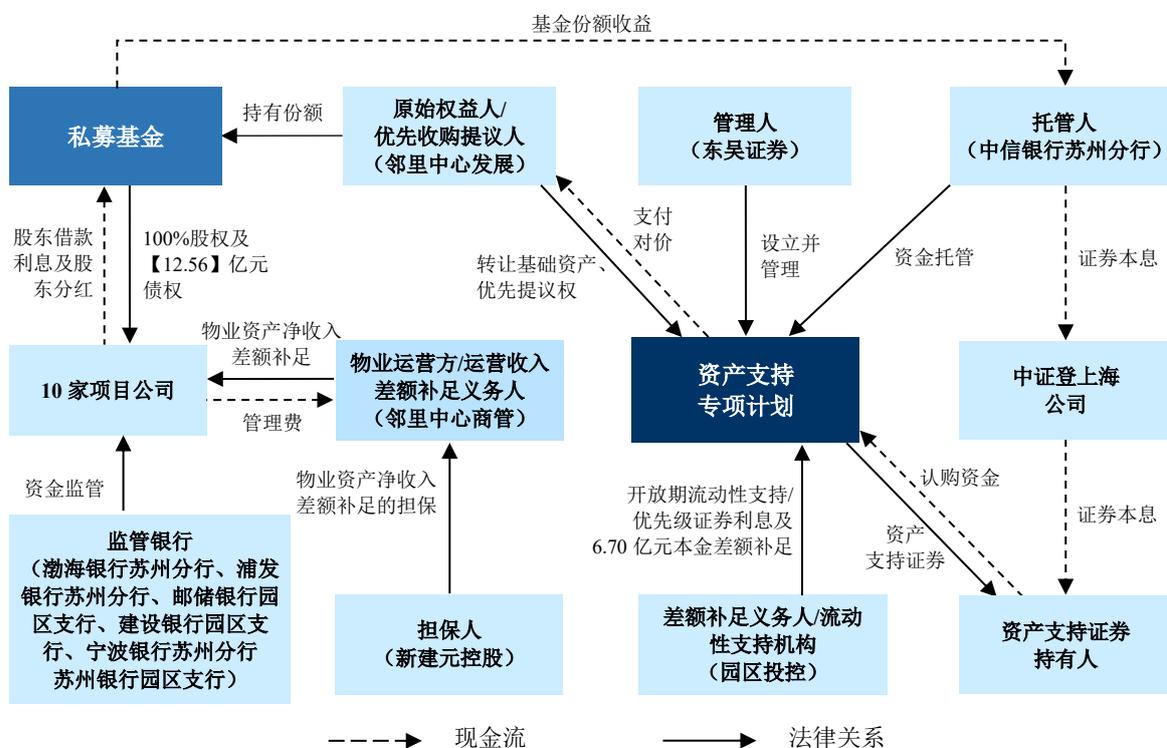
2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”、“其他应付款”及“长期应付款”中付息部分纳入债务核算；未获得 2025 年 9 月末债务调整项明细及 2025 年 1-9 月折旧、摊销、利息支出等财务数据，同期相关数据指标计算失效。

## 交易结构分析

### 基本交易结构

东吴创投作为基金管理人，设立“东吴-元联-新建元邻里中心四期单一私募股权投资基金”，私募基金规模为【21.99】亿元，邻里中心发展作为原始权益人持有私募基金全部基金份额。私募基金自元联东吴-新建元私募基金处受让项目公司 100%的股权（以下简称“标的股权”），并向各项目公司发放借款，借款债权（以下或简称为“标的债权”）本金合计【125,609.53】万元；至此，私募基金持有项目公司 100%的股权，专项计划通过私募基金间接持有项目公司 100%股权和对项目公司的本金合计为【125,609.53】万元的借款债权。其中，借款期限为 9 年，利息定期支付、到期一次性还本，项目公司以持有的物业资产共同向东吴创投（代表私募基金）提供抵押担保。

图 1：交易结构图



资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

邻里中心商管作为物业运营方，根据《东吴-元联-新建元邻里中心四期资产支持专项计划物业管理协议》（以下简称“《运营管理协议》”）约定，提供与物业资产相关的运营、管理及维护方面的服务，同时将对物业资产运营收入计算日（C日）<sup>3</sup>对监管账户内可用于偿还股东借款的资金低于当期应付股东借款本金和利息的差额部分以及于物业资产运营收入核算日（A日）<sup>4</sup>对物业资

<sup>3</sup> 物业资产运营收入计算日/C日：系指物业持有人与计划管理人、运营管理顾问核实截至该日对应的物业资产运营收入回收期内监管账户所归集的物业资产运营收入及其他收入之日，即专项计划存续期内自2026年（含）起每个自然年度的11月25日（如该日为非工作日的，则为该日后的第一个工作日）。如专项计划设立日晚于2026年10月1日，则第一个物业资产运营收入计算日指2027年11月25日。

<sup>4</sup> 物业资产运营收入核算日/A日：系指物业持有人与计划管理人核实物业资产运营收入回收期内监管账户所归集的物业资产运营收入之日，即(1)专项计划存续期内自2027年（含）起每个自然年度4月的第5个工作日；如专项计划设立日晚于2026年10月1日，则第一个物业资产运营收入核算日指2028年4月第5个工作日；(2)最后一个物业资产运营收入回收期物业资产运营收入金额核算完成之日（该日不应晚于专项计划清算方案经审议确定后【30】个工作日届满之日）。

产运营收入回收期<sup>5</sup>内实现的物业资产净收入低于物业资产净收入目标金额<sup>6</sup>的差额部分承担全额补足义务，担保人新建元控股为物业运营方的前述差额补足义务提供连带责任保证担保。园区投控根据《东吴-元联-新建元邻里中心四期资产支持专项计划增信协议》（以下简称“《增信协议》”）的约定对专项计划优先级资产支持证券本金和预期收益的分配提供差额补足义务，但应支付的优先级资产支持证券本金差额部分合计不应当高于人民币 6.70 亿元；同时向优先级资产支持证券的开放退出提供流动性支持；此外，邻里中心发展作为优先收购提议人分别于专项计划设立之日起满 3 年和满 6 年时享有对专项计划特定资产<sup>7</sup>的优先提议权。

本专项计划基于上述交易结构设立，预期存续期限预计为 9 年，其中运作期 94 个月、处分期 14 个月，票面利率为固定利率，并在专项计划设立日起每满 3 年设置了优先级资产支持证券票面利率调整和开放退出程序，优先级资产支持证券持有人可提前退出；同时，如邻里中心发展行使优先提议权，本专项计划亦或提前终止；上述机制的具体流程安排见附三和附四。

表 1：资产支持证券概况及还本付息安排（亿元、年）

资产支持证券	目标募集规模	利率类型	还本付息安排	预计期限
优先级资产支持证券	15.40	固定	每年付息，到期一次性还本	3+3+3
次级资产支持证券	6.60	--	--	9
合计	22.00	--	--	--

资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

**分配安排方面**，在本专项计划存续期内，优先级资产支持证券每年于优先级兑付日（T 日）<sup>8</sup>进行收益分配，处置期结束后一次性还本。次级分配方面，在支付优先级资产支持证券的预期收益之后，资金余额存留在专项计划账户，由计划管理人制定次级资产支持证券普通分配方案（以下简称“次级普通分配方案”）并经全体次级资产支持证券持有人一致同意后于次级兑付日（T 日）向次级资产支持证券持有人分配。具体分配顺序及分配流程见本报告附二。

**账户设置及资金流转方面**，本专项计划设置了监管账户、基金账户/基金托管账户、基金募集账户、募集资金专户和专项计划账户。自专项计划设立日起，项目公司以监管账户接收物业资产运营收入以及其他收入，并于股东借款利息偿付日（C+10 日或 A+10 日）向基金托管账户支付股东借款应付利息；于每一个物业持有人转付日（T-10 日）将股东分红（如有）转入基金账户。在每个私募基金转付日（T-9 日），基金托管人应将私募基金份额利益通过基金募集账户转入专项计划账户。

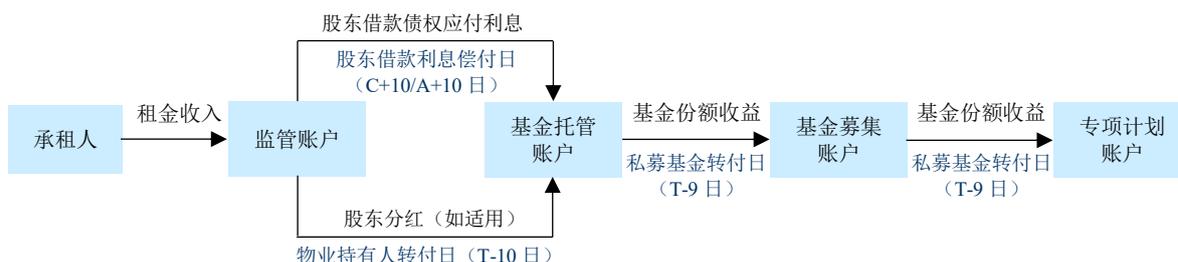
<sup>5</sup> 物业资产运营收入回收期：系指专项计划存续期内每个自然年度的 1 月 1 日（含）至 12 月 31 日（含）之间的期间，但第一个物业资产运营收入回收期系指物业资产运营收入归集起始日（含）至物业资产运营收入归集起始日所在年度的 12 月 31 日（含）的期间，最后一个物业资产运营收入回收期系指专项计划终止日所在年度的 1 月 1 日（含）至专项计划终止日（含）的期间。如专项计划设立日晚于 2026 年 10 月 1 日，则第一个物业资产运营收入回收期指物业资产运营收入归集起始日（含）至 2026 年 12 月 31 日（含）的期间，2026 年度不再进行普通分配，不再进行物业资产运营收入计算/核算，第一个物业资产运营收入回收期取得的物业资产净收入及物业资产净收入目标金额均将自物业资产运营收入归集起始日（含）起开始计算。

<sup>6</sup> 物业资产净收入目标金额详见《物业运营管理协议》附件。

<sup>7</sup> 特定资产系指以下资产之一：(1)专项计划直接持有的私募基金份额；(2)私募基金持有的标的股权和标的债权；(3)项目公司持有的物业资产。

<sup>8</sup> 普通分配兑付日（T 日）：系指在普通分配情形下，登记托管机构应根据第 12.2.1 条向资产支持证券持有人派发应分配的资产支持证券预期收益日。其中，(a)优先级兑付日为专项计划存续期内自 2027 年（含）起每一自然年度的 1 月 1 日（上述日期为非工作日的，则实际资金支付为该日后的第一个工作日）；(b)次级兑付日为每一物业运营收入核算日后的第 20 个工作日。如专项计划设立日晚于 2026 年 10 月 1 日，则专项计划在 2026 年度不进行普通分配，专项计划首个优先级兑付日顺延至 2028 年 1 月 1 日，首个次级兑付日顺延至 2027 年的物业资产运营收入核算日后的第 20 个工作日。

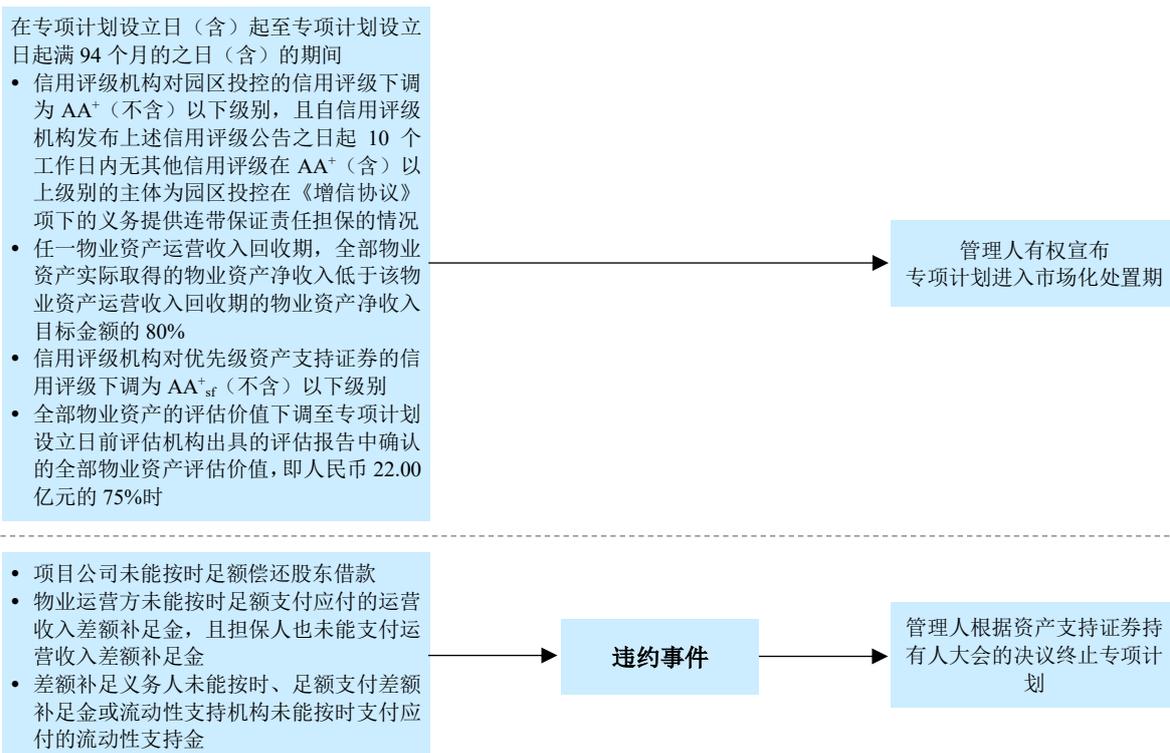
图 2：资金归集流程



资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

信用触发机制方面，本专项计划设有提前进入市场化处置期等机制。若触发专项计划**提前进入市场化处置期**机制，计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期，计划管理人有权自市场化处置期起始日<sup>9</sup>（含）起至优先提议权截止日<sup>10</sup>（含）止的期间内提出专项计划终止方案，并在 5 个工作日内召集全体次级资产支持证券持有人进行表决；优先收购提议人亦有权向计划管理人发出行权通知并提交行权方案。

图 3：主要信用触发机制设置



注：图示仅为主要信用触发机制设置，相关事件具体定义见本报告附一。

资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

## 交易的法律情况

北京市汉坤律师事务所就本专项计划出具了相关法律意见：邻里中心发展作为原始权益人和优先收购提议人、邻里中心商管作为物业运营方和运营收入差额补足义务人、新建元控股作为担保人、园区投控作为差额补足义务人/流动性支持机构，均具备相应的主体资格、资质及权限；专项计划

<sup>9</sup> 市场化处置期起始日之定义参见“附一——提前进入市场化处置”定义。

<sup>10</sup> 优先提议权截止日为处置期起始日起 10 个工作日届满之日。

文件内容没有违反中国法律的禁止性规定，具有合法性；专项计划基础资产真实、合法，为完整、权属明确、可特定化的财产权利，可依法进行转让，未被列入基础资产负面清单；基础资产的转让不违反中国法律的禁止性规定，根据生效的《基金份额转让协议》进行的基础资产转让行为合法、有效；项目公司已合法有效地取得物业资产的房屋所有权及国有土地使用权；除物业资产已被抵押至元联东吴-新建元私募基金外，物业资产不存在限制或禁止转让的情形；基础资产与原始权益人等主体风险隔离措施合法、有效；专项计划设置的物业资产净收入超额覆盖、结构化分层、流动性支持、差额补足义务人的差额补足、物业运营方对物业资产运营收入的补足、物业资产抵押等信用增级安排合法、有效。

## ■ 基础资产概况

本专项计划基础资产系指由原始权益人在专项计划设立日转让给专项计划的，由原始权益人依据《基金合同》享有的基金份额所有权，专项计划通过私募基金持有项目公司 100% 的股权并间接享有对项目公司的标的债权，而股东分红（如有）和股东借款债权的还本付息来源主要系物业资产净收入或私募基金持有的项目公司股权和股东借款债权的处置收入，故以下内容将主要对物业资产的基本情况、未来现金流预测以及物业资产的价值等进行分析。

### 物业资产基本情况介绍

专项计划 10 处邻里中心均位于苏州工业园区，分别由 10 个项目公司持有，建筑面积合计 274,407.11 平方米。

表 2：物业资产基本情况（平方米）

项目名称	物业持有人	位置	建筑面积
新城邻里中心	新城公司	苏州市苏州工业园区现代大道 158 号	20,828.62
师惠邻里中心	师惠公司	苏州市苏州工业园区星海街 165、169 号	12,386.63
沁苑邻里中心	沁苑公司	苏州市苏州工业园区星港街 278 号	7,122.24
玲珑邻里中心	玲珑公司	苏州市苏州工业园区街玲珑街 58 号	14,082.93
邻瑞广场	金鸡湖公司	苏州市苏州工业园区西华林街 88 号	120,219.50
湖东邻里中心	湖东公司	苏州市苏州工业园区星湖街 178 号	26,669.31
翰林邻里中心	翰林公司	苏州市苏州工业园区街林泉街 598 号	12,073.31
贵都邻里中心	贵都公司	苏州市苏州工业园区中新路 8 号	5,893.98
方洲邻里中心	方洲公司	苏州市路苏州工业园区方洲路 528 号	16,962.03
东沙湖邻里中心	东沙湖公司	苏州市苏州工业园区东沙湖路 100 号	38,168.56
<b>合计</b>	--	--	<b>274,407.11</b>

资料来源：项目公司提供，中诚信国际整理

根据苏州工业园区党政办公室发布的《园区党政办公室关于减免 2022 年承租国有物业租金的通知》，10 个物业资产均于 2022 年对满足减免条件的租户免收当年 3~8 月的全部租金。

### 新城邻里中心

新城邻里中心地处江苏省苏州市苏州工业园区苏春西路（2001 年苏春西路、中路、东路合并更名为现代大道）158 号，位于星海街和现代大道交汇处西北角。区位环境方面，新城邻里中心附近

汇集有众多办公、商业及住宅项目，办公项目有建园大厦、星海大厦、信投大厦、恒宇广场等；商业项目有苏州中心、星雅汇、星海生活广场、天虹商场等，办公聚集度与商业繁华度较高；住宅项目有新城花园、星海人家、新加花园、都市花园、天域等。区域交通方面，新城邻里中心周边有4路、26路、53路、108路、109路等多条公交线路经过并在其附近设站，南距地铁1号线星海广场站约680米。总体来看，新城邻里中心物业周边汇集较多已建居住社区、办公以及商业项目，交通配套较为便利。

新城邻里中心于1998年5月开始运营，由主楼和副楼组成。截至2025年3月末，新城邻里中心主楼和副楼建筑面积合计建筑面积总计20,828.62平方米，可出租面积总计20,198.84平方米。楼层结构及业态布局方面，新城邻里中心主楼分为地上1层至地上4层，其中一层目前主要经营生鲜菜场、食品餐饮等，二层主要经营百货零售、教育培训等，三、四层主要经营社区公共服务、教育培训等；新城邻里中心副楼分为地上1~2层，其中一层全部系生鲜菜场，二层经营业态主要系餐饮。因内部设施老旧，新城邻里中心主楼自2021年4月对物业外观及内部进行了整体翻修改造，改造期间新城邻里中心副楼正常营业，主楼根据改造进度有部分商户处于试营业状态，改造期新城邻里中心的所有租金收入由邻里中心商管收取；2023年新城邻里中心完成改造。

租金收取方面，新城邻里中心主要采取固定租金和联营租金相结合的方式，固定租金模式按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金，联营租金模式一般根据租赁合同要求按照租户实际营业额的特定比例按月或按年结算租金。签约期限方面，截至2025年3月31日，租户签订的租约租期大多为1年，将于2026年及之前到期的租约占比约为47%，于2028年及以后到期的租约占比约为40%。新城邻里中心的租赁类型主要分为市场租赁和生鲜菜场，其中以市场租赁为主。新城邻里中心物业管理费一般按季度收取，收费标准一般为26元/平方米/月。多经收入方面，新城邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁和广告收入。

整体来看，2022年受改造影响，新城邻里中心当年未产生租金收入；随着改造完成，2023年末新城邻里中心出租率大幅回升，2024年以来虽有下降趋势，但仍保持在93%以上，平均租金单价相对稳定，租金收入持续回升；新城邻里中心历史运营情况见下表。

表3：新城邻里中心运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	--	20,250.89	20,198.84	20,198.84
出租率(%)	--	97.04	95.53	93.78
平均租金	--	43.13	43.05	39.01
租金收入	--	436.10	844.31	219.61
物业管理费收入	--	229.90	375.56	101.24
多经收入	--	66.60	119.22	27.17
<b>运营收入合计</b>	<b>0.39</b>	<b>807.11</b>	<b>1,417.33</b>	<b>364.56</b>
<b>运营净收入</b>	<b>-84.47</b>	<b>396.76</b>	<b>836.05</b>	<b>205.63</b>

注：1. 截至2022年末，新城邻里中心主楼尚处于翻修改造期间，故未统计2022年末出租率及平均租金；2. 2023~2024年末可出租面积及出租率根据邻里中心商管提供的《经营分析报告》<sup>11</sup>整理，平均租金系期末加权平均口径；2025年3月末可出租面积、出租率、平均

<sup>11</sup> 《经营分析报告》系指：《关于苏州工业园区新城邻里中心管理有限公司等10家公司2022年财务和税务审核的相关情况汇报》《关于苏州工业园区新城邻里中心管理有限公司等10家公司2023年财务和税务审核的相关情况汇报》《关于苏州工业园区新城邻里中心管理有限公司等10家公司2024年财务和税务审核的相关情况汇报》《关于苏州工业园区新城邻里中心管理有限公司等10家公司2025年一季度财务和税务审核的相关情况汇报》。

租金根据戴德梁行提供的经调整后的租赁台账及《房地产估价报告》整理，下同；3、物业运营收入合计=租金收入+物业收入+多经收入+租赁业务销项税+物管业务销项税+多经业务销项税，下同。

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，新城邻里中心出租率为 88.84%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收入分别为 1,074.25 万元及 614.16 万元。

## 贵都邻里中心

贵都邻里中心位于江苏省苏州市苏州工业园区中新路 8 号，东邻海关大楼，南临苏州大道西，西临星杭街、北邻贵都花园。区位环境方面，贵都邻里中心位于苏州工业园区金鸡湖环湖商圈，周边汇集有众多办公，商业及住宅项目，办公项目有海关大楼、星海国际广场、嘉实大厦、苏源大厦等；商业项目有印象城、天虹商场、苏悦广场等，办公聚集度与商业繁华度高；住宅项目有贵都花园、都市花园、新馨花园、东方花园等；区域交通方面，贵都邻里中心周边有 89 路、53 路、146 路、814 路等多条公交线路经过并在其附近设站，南距地铁 1 号线、地铁 7 号线中央公园站约 250 米，交通较为便利。

贵都邻里中心于 2001 年 5 月开始运营，包括地上一层至地上四层，建筑面积为 5,893.98 平方米，截至 2025 年 3 月末可出租面积为 5,893.98 平方米，其中地上一层目前主要经营教育培训、社区服务等，二层主要经营休闲娱乐、社区服务、美容美发等，三、四层主要经营社区公共服务、教育培训等。租金收取方面，贵都邻里中心基本采取固定租金的方式，按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金。签约期限方面，截至 2025 年 3 月 31 日，贵都邻里中心租约的租期主要集中在 1 年以内，将于 2025 年内到期的租约占比约为 79%。贵都邻里中心物业管理费通常按季度收取，收费标准一般为 20.50 元/平方米/月。多经收入方面，贵都邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁、车位和广告收入。

整体来看，近年来贵都邻里中心出租率、平均租金水平及运营收入均呈波动态势；贵都邻里中心历史运营情况见下表。

表 4：贵都邻里中心运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	6,206.85	6,206.85	6,206.85	5,893.98
出租率(%)	82.67	93.27	87.43	87.43
平均租金	51.58	47.96	51.14	56.26
租金收入	266.73	339.38	335.70	82.67
物业管理费收入	122.17	127.85	127.04	31.45
多经收入	46.19	66.45	65.83	13.54
<b>运营收入合计</b>	<b>455.15</b>	<b>561.11</b>	<b>555.80</b>	<b>131.95</b>
<b>运营净收入</b>	<b>295.24</b>	<b>361.56</b>	<b>355.04</b>	<b>86.40</b>

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，贵都邻里中心出租率为 86.78%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收入分别为 395.98 万元及 251.41 万元。

## 师惠邻里中心

师惠邻里中心地处江苏省苏州市苏州工业园区星海街 169 号，位于星海街以西，近苏惠路以南。区位环境方面，师惠邻里中心周边汇集有众多办公，商业及住宅项目，办公项目有国检大厦、中银惠龙大厦、星海国际广场、师惠大厦、苏悦广场等；商业项目有星海生活广场、苏悦广场、天虹商场、苏州中心等，办公聚集度与商业繁华度高；住宅项目有师惠花苑、四季新家园、万科左岸、苏都花园、映象花苑等；区域交通方面，师惠邻里中心周边有 26 路、47 路、138 路、4 路、89 路等多条公交线路经过并在其附近设站，北距地铁 1 号线星海广场站约 450 米，交通配套较为便利。

师惠邻里中心于 2004 年 5 月开始运营，包括地上 1 层至 9 层，其总建筑面积为 12,386.63 平方米，截至 2025 年 3 月末，师惠邻里中心总可租赁面积为 9,192.81 平方米。租户结构方面，师惠邻里中心地上一层目前主要经营生鲜菜市场、食品餐饮等，二层主要经营餐饮、社区服务等，三至六层主要经营办公、基础服务等，部分出租给豪悦酒店；此外七层至九层均出租给豪悦酒店。师惠邻里中心车库位于地下一层，建筑面积 3,729.00 平方米，共计 52 个车位，另配有 26 个地上车位，合计 78 个车位。租金收取方面，师惠邻里中心采取固定租金的方式，按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金。租约期限方面，截至 2025 年 3 月 31 日，租户签订的租约租期大多为 1 年左右，将于 2025 年内到期的租约占比约为 33%，于 2028 年及以后到期的租约占比约为 50%。师惠邻里中心物业管理费一般按季收取，收费标准为 28.00 元/平方米/月。多经收入方面，师惠邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁、车位和广告收入。

整体来看，师惠邻里中心 2023 年末出租率受改造影响而同比有所下滑，2024 年以来逐步回升，近年来租金收入则整体保持了稳定增长。师惠邻里中心历史运营情况见下表。

表 5：师惠邻里中心运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	8,985.60	8,985.60	9,192.81	9,192.81
出租率(%)	90.69	59.52	91.87	95.44
平均租金	50.91	--	54.95	51.24
租金收入	298.7	369.83	467.02	133.37
物业管理费收入	143.05	122.77	158.15	46.31
多经收入	55.7	30.06	29.91	8.78
<b>运营收入合计</b>	<b>520.27</b>	<b>548.03</b>	<b>686.90</b>	<b>192.27</b>
<b>运营净收入</b>	<b>323.25</b>	<b>317.93</b>	<b>401.21</b>	<b>118.69</b>

注：2023 年师惠邻里中心改造，所涉范围内租户全部撤出，故未统计平均租金。

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，师惠邻里中心出租率为 88.33%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收入分别为 585.47 万元及 350.10 万元。

## 湖东邻里中心

湖东邻里中心地处江苏省苏州市苏州工业园区星湖街 178 号，位于环形道路齐心街中央。区位环境方面，湖东邻里中心周边汇集有众多商业及住宅项目，商业项目有奥体中心商业广场、金湖湾商业街、恒宇广场商业中心和金鸡湖商业广场等，商业繁华度高；住宅项目有湖东社区、枫情水岸、东湖大郡和东湖春之韵等。区域交通方面，湖东邻里中心邻近轨道交通 6 号和 8 号线琼姬墩

站和轨道交通 6 号线南施公园南站，距轨道交通 6 号线和 8 号线琼姬墩站步行约 850 米，轨道交通 6 号线南施公园南站步行约 1 公里左右；周边公交线路有 16 路、47 路、116 路、1012 路等，距离高铁苏州园区站直线距离 3 公里左右，距苏州火车站直线距离约 11 公里左右，交通便捷程度高。

湖东邻里中心于 2004 年 8 月开始运营，包括地上 1 层至地上 3 层，建筑面积共计 26,669.31 平方米，截至 2025 年 3 月末，其可出租面积为 26,669.31 平方米，地上一层至地上三层均作为商业经营及地上车位出租，其中停车位全部为地上车位，共计 141 个停车位。租金收取方面，湖东邻里中心主要采取固定租金和联营租金相结合的方式，固定租金模式按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金，联营租金模式一般根据租赁合同要求按照租户实际营业额的特定比例按月或按年结算租金。租约期限方面，截至 2025 年 3 月 31 日，湖东邻里中心已签约的租约的租期主要集中在 1 年及以内，将于 2025 年内到期的租约占比约为 55.6%。湖东邻里中心物业管理费通常按季度收取，收费标准一般为 22.00 元/平方米/月。多经收入方面，湖东邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁和广告收入。

整体来看，近年来湖东邻里中心出租率有所波动，平均租金较为稳定，租金收入呈波动上升态势；具体历史运营情况见下表。

表 6：湖东邻里中心运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	28,446.31	28,446.31	28,446.31	26,669.31
出租率(%)	86.59	93.95	88.68	90.46
平均租金	77.93	77.86	77.94	75.27
租金收入	1,496.93	2,319.56	2,308.26	570.94
物业管理费收入	520.00	548.37	560.63	138.26
多经收入	147.60	223.77	208.99	46.22
<b>运营收入合计</b>	<b>2,267.65</b>	<b>3,247.75</b>	<b>3,226.25</b>	<b>787.06</b>
<b>运营净收入</b>	<b>1,432.35</b>	<b>1,932.40</b>	<b>1,854.61</b>	<b>450.93</b>

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，湖东邻里中心出租率为 94.41%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收入分别为 395.98 万元及 251.41 万元。

## 玲珑邻里中心

玲珑邻里中心地处江苏省苏州市苏州工业园区玲珑街 58 号，位于玲珑街与西沈浒路交汇处东北角。区位环境方面，玲珑邻里中心周边汇集有众多住宅及商业项目。住宅项目有尚玲珑、玲珑湾花园、新未来花园、中海湖滨一号、星湖花园等，人口聚集度高；商业项目有时代广场、新光天地、诚品生活、晋合广场等购物中心。区域交通方面，玲珑邻里中心周边有 115 路、117 路等多条公交线路经过并在其附近设站，南距地铁 1 号线文化博览中心站约 700 米。总体来看，玲珑邻里中心周边汇集较多已建居住社区、办公以及商业项目，交通配套较为便利。

玲珑邻里中心于 2006 年 12 月开始运营，截至 2025 年 3 月末，其建筑面积及可出租面积合计均为 14,082.93 平方米。玲珑邻里中心分为商业和酒店两部分，其中商业部分为地上 1 层至地上 3

层，建筑面积为 9,252.90 平方米；酒店部分地上 4 层至地上 6 层，建筑面积为 4,830.03 平方米，整体出租给菲诺特酒店管理有限公司。各楼层租户结构方面，玲珑邻里中心一层目前主要经营生鲜菜场、食品餐饮等，二层主要经营百货零售、教育培训等，三层主要经营社区公共服务，四至六层为酒店。租金收取方面，玲珑邻里中心采取固定租金的方式，按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金。截至 2025 年 3 月 31 日，玲珑邻里中心租户签订的租约租期大多为 1 年以内，2025 年年内和 2028 年及以后到期的已出租面积占总已出租面积的比例分别为 44%和 46%。玲珑邻里中心物业管理费一般按季收取，收费标准一般为 22.50 元/平方米/月。多经收入方面，玲珑邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁、车位和广告收入。

整体来看，近年来玲珑邻里中心出租率处于高位，平均租金逐年增长，运营收入呈波动增长态势；玲珑邻里中心历史运营情况见下表。

表 7：玲珑邻里中心运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	14,713.87	14,485.58	14,485.58	14,082.93
出租率(%)	98.64	99.03	97.84	97.84
平均租金	59.40	64.82	65.33	68.61
租金收入	702.85	1,089.88	1,088.88	287.08
物业管理费收入	211.49	244.65	247.56	62.32
多经收入	89.57	174.23	163.97	40.80
<b>运营收入合计</b>	<b>1,050.92</b>	<b>1,581.65</b>	<b>1,574.02</b>	<b>401.31</b>
<b>运营净收入</b>	<b>633.77</b>	<b>947.40</b>	<b>948.73</b>	<b>240.92</b>

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，玲珑邻里中心出租率为 97.06%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收入分别为 1,212.13 万元及 659.17 万元。

## 沁苑邻里中心

沁苑邻里中心地处江苏省苏州市苏州工业园区星港街 278 号，位于星港街和槟榔路交汇处东南角。区位环境方面，沁苑邻里中心周边汇聚中天湖畔花园、沁苑小区等，人口聚集度高；办公项目有苏州中心、中南中心等，办公聚集度高；区域内有中天湖畔广场等商业配套，临近金鸡湖景区，自然及人文环境良好。区域交通方面，沁苑邻里中心周边主干道有现代大道、星海街等，同时公交 4 路、53 路、125 路等多条线路在此设站，并临近地铁 3 号线，交通较为便利。

沁苑邻里中心于 2007 年 5 月开始运营，包括地上一层至地上三层，建筑面积合计 7,122.24 平方米，截至 2025 年 3 月末，可出租面积为 7,122.24 平方米，其中一层主要经营生鲜菜场、百货零售等，二层主要经营社区公共服务、零售餐饮等，三层主要经营教育培训等。租金收取方面，沁苑邻里中心采取固定租金的方式，按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金。截至 2025 年 3 月末，沁苑邻里中心租约以 1 年期为主，2026 年及之前到期的租赁面积占总已出租面积的比例为 97.11%。沁苑邻里中心物业管理费一般按季度收取，收费标准一般为 21 元/平方米/月。多经收入方面，沁苑邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁、车位和广告收入。

整体来看，沁苑邻里中心近年来几近满租，租金单价有小幅波动，经营状况整体较为稳定。沁苑

邻里中心历史运营情况见下表。

表 8：沁苑邻里中心运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	7,285.50	7,295.06	7,221.68	7,122.24
出租率(%)	97.10	99.64	99.35	99.35
平均租金	52.98	55.56	53.65	53.37
租金收入	279.90	445.48	445.96	110.98
物业管理费收入	132.78	137.24	141.75	35.33
多经收入	60.38	94.10	101.30	21.09
<b>运营收入合计</b>	<b>492.95</b>	<b>710.41</b>	<b>721.89</b>	<b>173.83</b>
<b>运营净收入</b>	<b>318.41</b>	<b>457.74</b>	<b>481.34</b>	<b>112.97</b>

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，沁苑邻里中心出租率为 89.90%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收入分别为 576.25 万元及 300.53 万元。

## 邻瑞广场

邻瑞广场地处江苏省苏州市苏州工业园区西华林街 88 号，位于西华林街和石港路交汇处东北角。区位环境方面，邻瑞广场位于苏州工业园区内金鸡湖环湖商圈，周边汇聚苏州工业园区仁爱学校、苏州工业园区东延路实验学校、苏州工业园区星塘医院、荷花公园、金姬墩公园等学校、医院及文化设施，同时有中国银行、中国建设银行等金融机构和苏州金鸡湖凯宾斯基大酒店等酒店，公共服务配套设施完善。区域交通方面，周边交通主干道有星湖街和金鸡湖大道等，同时临近轨道交通 5 号线，周边有 130 路北线，130 路南线、173 路等公交线路，交通便捷程度高。

邻瑞广场于 2013 年 6 月开始运营，总建筑面积合计 120,219.50 平方米，其中商业部分建筑面积合计 95,554.62 平方米，停车场部分建筑面积合计 24,664.88 平方米。截至 2025 年 3 月末，邻瑞广场可出租面积为 61,420.36 平方米，出租率为 72.59%。楼层分布方面，邻瑞广场地下 2 层为车库；地下 1 层部分用作车库，部分为餐饮及生活服务业态；地上 1 层主要经营百货零售等；地上 2 层主要经营社区公共服务、百货零售等；地上 3 层主要经营影院、健身馆及部分餐饮等；地上 4 层主要为餐饮；另外，地上 1~4 层还有一部分为山姆会员店。租金收取方面，邻瑞广场采取固定租金和联营租金相结合的方式，固定租金模式按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金，联营租金模式一般根据租赁合同要求按照租户实际营业额的特定比例按月或按年结算租金。邻瑞广场租户签约期限通常为 1~10 年不等，截至 2025 年 3 月末，将于 2026 年及以前到期的租赁面积占总已出租面积的比例为 26.87%。邻瑞广场物业管理费一般按季收取，收费标准主要为 55 元/平方米/月。多经收入方面，邻瑞广场多经收入主要来自场地临时租赁、车位和广告收入。

整体来看，因邻瑞广场存在翻新改造预期<sup>12</sup>，近年来出租率持续下行，租金水平波动增长，租金收入总体呈下降态势。具体历史运营情况见下表。

表 9：邻瑞广场运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	61,564.36	61,564.36	61,564.36	61,420.36

<sup>12</sup> 邻瑞广场预计将于 2026 年 3 月末正式启动改造工程，预计改造时间为 6 个月。

出租率(%)	90.69	87.89	75.65	72.59
平均租金	66.99	65.72	73.83	76.08
租金收入	3,105.14	4,308.37	4,119.27	952.04
物业管理费收入	2,205.72	2,136.63	2,171.68	503.55
多经收入	467.84	604.27	556.80	110.36
<b>运营收入合计</b>	<b>6,057.01</b>	<b>7,406.10</b>	<b>7,181.39</b>	<b>1,622.40</b>
<b>运营净收入</b>	<b>3,622.57</b>	<b>4,281.78</b>	<b>4,129.93</b>	<b>927.81</b>

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，邻瑞广场出租率为 71.83%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收入分别为 5,579.08 万元及 2,300.24 万元。

## 翰林邻里中心

翰林邻里中心位于江苏省苏州市苏州工业园区林泉街 598 号，东临翰林路东段，南临翰林路南段，西邻林泉街、北邻翰林路北段。区位环境方面，翰林邻里中心周边的购物中心有文荟广场、文星广场、建屋乐活城、联丰广场等，商业繁华度较高。酒店有苏州福朋喜来登酒店和西交利物浦国际会议中心等，休闲娱乐有法治文化公园、独墅湖公园等，金融机构有中国银行、建设银行等。翰林邻里中心周边交通主干道有文景路和星塘街，同时临近轨道交通 2 号线、8 号线，周边公交线路有 16 路、143 路、146 路等，距离苏州园区站直线约 8 公里，距离苏州火车站直线约 14 公里。

翰林邻里中心于 2008 年 9 月开始运营，包括地上 1 层至地上 7 层，建筑面积为 12,073.31 平方米，截至 2025 年 3 月末，可出租面积为 11,811.57 平方米，其中地上 1 层主要经营生活服务、百货零售以及餐饮等；地上 2 层主要为金融机构和教育培训等；地上 3 层部分为配套用房，部分出租给优娜酒店；地上 4 层至 7 层均出租给优娜酒店。租金收取方面，翰林邻里中心基本采取固定租金的方式，按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金。翰林邻里中心签约期限在 1~10 年不等，截至 2025 年 3 月末，翰林邻里中心于 2026 年及以前到期的租约对应的租赁面积占已出租面积的比重为 78.60%。翰林邻里中心物业管理费通常按季度收取，收费标准一般为 19.5 元/平方米/月。多经收入方面，翰林邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁、车位和广告收入。

整体来看，翰林邻里中心近年来均基本满租，整体经营情况保持稳定。具体历史运营情况见下表。

表 10：翰林邻里中心运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	11,811.57	11,811.57	11,811.57	11,811.57
出租率(%)	100.00	100.00	99.47	99.35
平均租金	61.84	62.71	63.68	63.55
租金收入	484.53	852.61	877.80	266.50
物业管理费收入	170.22	170.88	163.21	43.25
多经收入	105.62	137.83	133.47	26.14
<b>运营收入合计</b>	<b>793.38</b>	<b>1,218.94</b>	<b>1,229.65</b>	<b>344.69</b>
<b>运营净收入</b>	<b>487.44</b>	<b>721.22</b>	<b>734.04</b>	<b>215.97</b>

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，翰林邻里中心出租率为 98.80%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收

入分别为 1,406.00 万元及 555.34 万元。

### 方洲邻里中心

方洲邻里中心位于江苏省苏州市苏州工业园区方洲路 528 号，东临规划河道，南临方洲路，西临津梁街、北邻华润万家超市。区位环境方面，方洲邻里中心位于苏州工业园区金鸡湖环湖商圈，周边汇集学校有苏州工业园区第二实验小学、西安交通大学苏州附属中学（方洲路校区）等；医院有苏州工业园区星塘医院、苏州大学附属儿童医院等；休闲娱乐有南施公园、方洲公园等；金融机构有中国银行、中国建设银行等；酒店有苏州希尔顿酒店、贝壳酒店等，公共服务配套设施完善。区位交通方面，方洲邻里中心周边主干道有星塘街和方洲路，同时邻近轨道交通 5 号线、6 号线，周边公交线路有 116 路、126 路、219 路等，交通便捷程度高。

方洲邻里中心于 2010 年 12 月开始运营，包括地下 1 层至地上 3 层，建筑面积为 16,962.03 平方米，截至 2025 年 3 月末，可出租面积为 16,734.49 平方米，其中地上 1 层主要经营生活服务、百货零售等；地上 2 层主要经营社区公共服务、教育培训等；地上 3 层主要经营教育培训、生活服务等。租金收取方面，方洲邻里中心主要采取固定租金和联营租金相结合的方式，固定租金模式按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金，联营租金模式一般根据租赁合同要求按照租户实际营业额的特定比例按月或按年结算租金。方洲邻里中心的租户签约期限在 1~20 年不等，截至 2025 年 3 月末，方洲邻里中心于 2026 年及以前到期的租约对应的租赁面积占已出租面积的比重为 75.58%。方洲邻里中心物业管理费一般按季度收取，收费标准一般为 25 元/平方米/月。多经收入方面，方洲邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁和广告收入。

整体来看，近年来方洲邻里中心出租率保持稳定，租金水平呈波动下滑态势，租金收入亦有所波动。方洲邻里中心历史运营情况见下表。

表 11：方洲邻里中心运营情况分析（平方米、元/平方米/月、万元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	16,870.27	16,870.27	16,734.49	16,734.49
出租率(%)	86.15	86.55	85.90	86.23
平均租金	74.00	76.58	71.21	69.53
租金收入	885.80	1,324.66	1,306.22	329.29
物业管理费收入	336.65	390.84	387.82	93.91
多经收入	132.82	215.29	192.31	44.40
<b>运营收入合计</b>	<b>1,413.26</b>	<b>2,017.61</b>	<b>1,967.64</b>	<b>473.97</b>
<b>运营净收入</b>	<b>886.38</b>	<b>1,233.82</b>	<b>1,170.77</b>	<b>285.61</b>

资料来源：邻里中心商管提供，中诚信国际整理

此外，截至 2025 年 9 月末，方洲邻里中心出租率为 88.87%，2025 年 1~9 月实现运营收入及净收入分别为 1,760.55 万元及 802.12 万元。

### 东沙湖邻里中心

东沙湖邻里中心位于江苏省苏州市苏州工业园区东沙湖路 100 号，东临规划河道，南临东沙湖路，西临钟南街，北临汶泾街。区位环境方面，东沙湖邻里中心位于苏州工业园区金鸡湖环湖商圈，周边汇集学校有东沙湖实验中学、东沙湖小学（钟南街校区）等；医院有苏州大学第一附属医院

(总院)、苏州大学附属儿童医院(总院)等;休闲娱乐有东沙湖生态公园、白塘公园等;金融机构有中国建设银行、中国工商银行等;酒店有苏州希尔顿酒店、贝壳酒店等,公共服务配套设施完善。区位交通方面,东沙湖邻里中心周边的交通主干道有钟南街和现代大道,同时东沙湖邻里中心周边有轨道交通5号线和1号线,以及公交线路111路、113路和117路等,交通便捷程度高。

东沙湖邻里中心于2012年12月开始运营,总建筑面积为38,168.56平方米,截至2025年3月末,可出租面积共计38,120.16平方米,分为酒店和商业两部分,其中桔子酒店承租部分在1~8层,承租面积合计6,145.59平方米;商业及车位部分为地下1层至地上4层,建筑面积32,022.97平方米,地下1层部分用作车位、部分经营餐饮,地上1层主要经营食品餐饮、百货零售、生活服务等,地上2层主要经营百货零售、教育培训、食品餐饮等,地上3层主要经营教育培训、生活服务、社区医疗等,地上4层主要经营教育培训、社区公共服务等。租金收取方面,东沙湖邻里中心主要采取固定租金和联营租金相结合的方式,固定租金模式按照租赁合同金额每三个月向租户收取租金,联营租金模式一般根据租赁合同要求按照租户实际营业额的特定比例按月或按年结算租金。东沙湖邻里中心租约签订期限在1~20年不等,截至2025年3月末,东沙湖邻里中心于2026年及以前到期的租约对应的租赁面积占已出租面积的比重为58.74%。东沙湖邻里中心物业管理费通常按季度收取,收费标准一般为31元/平方米/月。多经收入方面,东沙湖邻里中心多经收入主要来自场地临时租赁和广告收入。

整体来看,2022年以来东沙湖邻里中心出租率稳中有升,租金水平及租金收入均有所波动。东沙湖邻里中心历史运营情况见下表。

表 12: 东沙湖邻里中心运营情况分析(平方米、元/平方米/月、万元)

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
可出租面积	38,543.13	38,543.13	38,543.12	38,120.16
出租率(%)	98.81	98.90	99.43	99.51
平均租金	72.87	64.85	70.00	58.39
租金收入	1,531.88	2,568.93	2,552.39	671.62
物业管理费收入	965.79	966.43	990.23	253.27
多经收入	298.83	366.17	361.14	86.04
<b>运营收入合计</b>	<b>2,923.41</b>	<b>4,100.57</b>	<b>4,095.85</b>	<b>1,046.71</b>
<b>运营净收入</b>	<b>1,826.25</b>	<b>2,440.23</b>	<b>2,432.77</b>	<b>626.61</b>

资料来源:邻里中心商管提供,中诚信国际整理

此外,截至2025年9月末,东沙湖邻里中心出租率为97.24%,2025年1~9月实现运营收入及净收入分别为3,727.19万元及1,768.74万元。

## 物业资产未来现金流分析

根据北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)苏州分所(以下简称“北京兴华”)出具的《东吴-元联-新建元邻里中心四期资产支持专项计划基础资产池未来现金流预测信息的商定程序报告》(以下简称“《商定程序报告》”),物业资产现金流入主要由项目公司从物业资产的承租方收取的租金及其他收入等,对应的成本费用包括运营管理费、税费和资本性支出等。北京兴华对2025

年4月1日至2035年12月31日期间的物业资产运营收入及成本进行了预测主要指标假设整理如下：

**表 13：运营收入预测的主要指标假设**

主要指标	假设条件
已出租面积	按照截至 2025 年 4 月 1 日的租赁清单来计算
可租赁面积	预测期内，东沙湖邻里中心、方洲邻里中心、贵都邻里中心、翰林邻里中心、湖东邻里中心、邻瑞广场、玲珑邻里中心、沁苑邻里中心、师惠邻里中心及新城邻里中心的市场可租赁面积分别为 38,120.16 平方米、16,734.49 平方米、5,893.98 平方米、11,811.57 平方米、28,446.11 平方米、61,420.36 平方米、14,082.93 平方米、7,122.24 平方米、9,192.81 平方米和 20,198.84 平方米，上述物业资产的市场可租赁面积合计为 213,023.49 平方米
租金增长率	详见表 14~16
基础运营管理费	运营收入的 25%

**表 14：2026~2035 年东沙湖邻里中心、方洲邻里中心、贵都邻里中心、翰林邻里中心、湖东邻里中心、玲珑邻里中心、沁苑邻里中心、师惠邻里中心平均市场租金水平增长率 (%)**

业态	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
商业类	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
政府及酒店类	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	5.00	2.50

**表 15：2026~2034 年邻瑞广场平均市场租金水平增长率 (%)**

业态	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
商业类	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
政府及酒店类	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	5.00	2.50
主力店	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	2.50

**表 16：2026~2034 年新城邻里中心均市场租金水平增长率 (%)**

业态	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
商业类	4.50	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.00	2.5
政府及酒店类	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	5.00	2.5
主力店	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	2.5

**表 17：运营支出预测的主要指标假设**

主要指标	假设条件
资本性支出	每年含税收入的 1.00%~2.00%；
运营管理支出	目标资产委托邻里中心商管进行运营管理，物业运营管理费为基础管理费； 房产税：从租部分 12%；从价部分 1.2%； 土地使用税：东沙湖邻里中心 188,063.52 元/年；方洲邻里中心 86,034.00 元/年；贵都邻里中心 59,001.12 元/年；翰林邻里中心 45,431.88 元/年；湖东邻里中心 163,401.72 元/年；邻瑞广场 763,089.00 元/年；玲珑邻里中心 66,983.64 元/年；沁苑邻里中心 20,335.08 元/年；师惠邻里中心 62,224.08 元/年；新城邻里中心 210,372.00 元/年；
各项税金	增值税：租金收入、车位收入增值税税率为 5%，物业管理费收入、多经收入税率为 6%； 印花税：运营收入（除管理费和车位收入以外）的 0.1%；

资料来源：《商定程序报告》，中诚信国际整理

基于以上预测逻辑，根据《商定程序报告》，本专项计划物业资产 2025 年 4 月 1 日至 2034 年 12 月 31 日期间现金流入、现金流出及净现金流如下表所示：

**表 18：物业资产收入预测情况（万元）**

目标资产	2025 年 4-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
------	---------------	--------	--------	--------	--------	--------

东沙湖邻里中心	2,927.36	3,929.94	3,949.52	4,017.76	4,136.15	4,252.67
方洲邻里中心	1,496.84	2,018.49	2,053.98	2,131.08	2,241.92	2,289.05
贵都邻里中心	433.09	621.21	627.96	641.27	666.12	676.03
翰林邻里中心	904.23	1,214.67	1,233.81	1,241.03	1,238.99	1,246.12
湖东邻里中心	2,427.11	3,269.21	3,313.15	3,544.19	3,781.68	3,831.87
邻瑞广场	5,841.43	8,074.52	8,182.93	8,420.94	8,798.84	9,583.53
玲珑邻里中心	1,133.77	1,526.93	1,524.72	1,581.53	1,684.98	1,725.85
沁苑邻里中心	502.48	677.87	679.13	684.29	690.37	696.57
师惠邻里中心	676.38	932.53	928.66	932.30	964.65	979.21
新城邻里中心	1,255.48	1,787.84	1,926.49	2,058.46	2,185.38	2,212.56
合计	<b>17,598.17</b>	<b>24,053.21</b>	<b>24,420.35</b>	<b>25,252.85</b>	<b>26,389.08</b>	<b>27,493.46</b>
<b>目标资产</b>	<b>2031年</b>	<b>2032年</b>	<b>2033年</b>	<b>2034年</b>	<b>2035年</b>	
东沙湖邻里中心	4,352.28	4,507.11	4,709.46	4,819.11	4,939.29	
方洲邻里中心	2,434.24	2,556.48	2,689.32	2,791.46	2,888.36	
贵都邻里中心	690.92	709.16	747.52	781.70	787.65	
翰林邻里中心	1,252.76	1,260.49	1,268.41	1,304.35	1,409.01	
湖东邻里中心	3,953.82	4,084.79	4,259.47	4,516.22	4,593.47	
邻瑞广场	10,258.65	10,786.70	10,921.63	11,147.91	11,217.40	
玲珑邻里中心	1,771.92	1,829.31	1,846.53	1,890.86	2,002.92	
沁苑邻里中心	712.30	768.82	777.13	804.86	844.69	
师惠邻里中心	997.09	1,052.46	1,096.56	1,120.86	1,128.75	
新城邻里中心	2,274.76	2,370.06	2,527.55	2,731.16	2,749.99	
合计	<b>28,698.74</b>	<b>29,925.38</b>	<b>30,843.58</b>	<b>31,908.49</b>	<b>32,561.53</b>	

表 19：物业资产成本预测情况（万元）

<b>目标资产</b>	<b>2025年4-12月</b>	<b>2026年</b>	<b>2027年</b>	<b>2028年</b>	<b>2029年</b>	<b>2030年</b>
东沙湖邻里中心	1,150.10	1,560.84	1,573.57	1,607.46	1,662.08	1,719.00
方洲邻里中心	602.86	819.91	832.06	868.48	910.04	927.77
贵都邻里中心	172.74	246.39	248.65	255.80	265.24	268.80
翰林邻里中心	368.10	501.47	516.42	521.29	516.21	517.30
湖东邻里中心	1,000.54	1,359.39	1,385.73	1,480.78	1,563.65	1,585.84
邻瑞广场	2,371.21	3,244.79	3,265.91	3,374.71	3,549.80	3,821.89
玲珑邻里中心	446.09	596.69	593.40	648.11	692.55	706.35
沁苑邻里中心	199.73	272.49	272.26	274.58	277.27	280.01
师惠邻里中心	272.61	376.92	370.67	371.17	387.20	390.11
新城邻里中心	502.77	699.35	729.35	780.91	829.73	841.60
合计	<b>7,086.75</b>	<b>9,678.24</b>	<b>9,788.02</b>	<b>10,183.29</b>	<b>10,653.77</b>	<b>11,058.67</b>
<b>目标资产</b>	<b>2031年</b>	<b>2032年</b>	<b>2033年</b>	<b>2034年</b>	<b>2035年</b>	
东沙湖邻里中心	1,753.47	1,806.71	1,887.34	1,931.93	1,977.94	
方洲邻里中心	979.04	1,020.30	1,065.01	1,102.47	1,136.71	
贵都邻里中心	275.38	281.62	293.88	306.35	308.98	
翰林邻里中心	519.16	522.58	526.08	543.17	576.70	
湖东邻里中心	1,636.38	1,684.04	1,744.98	1,835.22	1,867.66	
邻瑞广场	4,046.15	4,222.52	4,282.08	4,370.66	4,412.52	
玲珑邻里中心	726.71	745.62	750.50	770.81	806.61	
沁苑邻里中心	286.96	304.99	308.67	319.43	332.67	
师惠邻里中心	395.14	412.53	426.77	437.44	440.93	
新城邻里中心	867.02	904.33	955.68	1,020.94	1,031.33	

合计	11,485.41	11,905.24	12,240.99	12,638.42	12,892.05
----	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

**表 20：物业资产净收入预测情况（万元）**

目标资产	2025 年 4-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
东沙湖邻里中心	1,777.26	2,369.11	2,375.96	2,410.31	2,474.07	2,533.66
方洲邻里中心	893.99	1,198.57	1,221.92	1,262.60	1,331.88	1,361.28
贵都邻里中心	260.35	374.82	379.31	385.47	400.89	407.23
翰林邻里中心	536.13	713.20	717.38	719.74	722.78	728.83
湖东邻里中心	1,426.57	1,909.83	1,927.42	2,063.41	2,218.03	2,246.03
邻瑞广场	3,470.22	4,829.73	4,917.02	5,046.23	5,249.04	5,761.63
玲珑邻里中心	687.68	930.23	931.32	933.42	992.43	1,019.49
沁苑邻里中心	302.75	405.38	406.87	409.71	413.10	416.56
师惠邻里中心	403.77	555.61	557.99	561.13	577.45	589.11
新城邻里中心	752.71	1,088.49	1,197.14	1,277.55	1,355.65	1,370.96
合计	<b>10,511.43</b>	<b>14,374.97</b>	<b>14,632.33</b>	<b>15,069.57</b>	<b>15,735.32</b>	<b>16,434.78</b>

目标资产	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年
东沙湖邻里中心	2,598.81	2,700.40	2,822.12	2,887.18	2,961.35
方洲邻里中心	1,455.21	1,536.18	1,624.31	1,688.98	1,751.65
贵都邻里中心	415.54	427.54	453.64	475.35	478.67
翰林邻里中心	733.60	737.91	742.33	761.18	832.31
湖东邻里中心	2,317.44	2,400.74	2,514.50	2,680.99	2,725.81
邻瑞广场	6,212.50	6,564.18	6,639.55	6,777.24	6,804.88
玲珑邻里中心	1,045.20	1,083.69	1,096.03	1,120.05	1,196.31
沁苑邻里中心	425.34	463.82	468.46	485.42	512.01
师惠邻里中心	601.95	639.93	669.79	683.42	687.82
新城邻里中心	1,407.75	1,465.73	1,571.87	1,710.22	1,718.66
合计	<b>17,213.34</b>	<b>18,020.12</b>	<b>18,602.60</b>	<b>19,270.03</b>	<b>19,669.47</b>

## 物业资产价值分析

根据戴德梁行出具的《房地产估价报告》，其采用了比较法和收益法对物业资产的市场价值进行了测算。于 2025 年 3 月 31 日，物业资产市场价值合计 22.00 亿元，物业资产市场价值及楼面单价（不含车位）明细如下表所示。

**表 21：物业资产市场价值及楼面单价情况（万元、元/平方米）**

	东沙湖邻里中心	方洲邻里中心	贵都邻里中心	翰林邻里中心	湖东邻里中心
市场价值	36,100.00	19,600.00	3,500.00	9,000.00	25,100.00
楼面单价（不含车位）	9,458.05	11,555.22	5,938.26	7,454.46	9,411.57

	邻瑞广场	玲珑邻里中心	沁苑邻里中心	师惠邻里中心	新城邻里中心
市场价值	82,300.00	12,800.00	5,600.00	7,800.00	18,200.00
楼面单价（不含车位）	8,612.88	9,089.02	7,862.69	9,009.39	8,737.98

资料来源：《房地产估价报告》，中诚信国际整理

## 物业资产权利负担情况

于价值时点 2025 年 3 月 31 日，东吴创投（代表元联东吴-新建元私募基金，下同）对物业资产享有抵押权，被担保主债权（以下简称“前序债权”）为项目公司对元联东吴-新建元私募基金负有的 12.5610 亿元的借款债权。根据交易结构的安排，在本专项计划设立后，专项计划将向项目公司发放【12.56】亿元的借款用于偿还前序债权，在前序债权清偿完毕后，项目公司应配合完成相

应抵押登记的注销手续；同时，项目公司应在专项计划设立日起 6 个月内，将东吴创投（代表私募基金）登记为物业资产唯一抵押权人。截至报告出具日，前序债权尚未清偿完毕，相关抵押登记尚未注销。

## ■ 信用分析、现金流模型及压力测试

### 评级方法

依据本交易基础资产的主要风险特征，中诚信国际选用《中诚信国际 REITs 结构化产品评级方法与模型》对本交易进行信用分析，该评级方法与模型在中诚信国际公司网站(www.ccxi.com.cn)公开披露。

### 信用分析

#### 物业资产特征分析

基于邻里中心商管提供的物业资产历史运营数据、戴德梁行出具的《房地产估价报告》及北京兴华出具的《商定程序报告》，物业资产特征分析如下表所示。

表 22：物业资产特征分析（万元、元/平方米）

项目	新城邻里中心	师惠邻里中心	沁苑邻里中心	玲珑邻里中心	方洲邻里中心
物业资产历史三年平均运营收入/首年运营收入	1,112.22/ 1,787.84	585.07/ 932.53	641.75/ 677.87	1,402.20/ 1,526.93	1,799.50/ 2,018.49
物业资产历史三年平均 NOI/首年 NOI	616.41/ 1,088.49	347.46/ 555.61	419.16/ 405.38	843.30/ 930.23	1,096.99/ 1,198.57
物业资产历史三年平均 NOIMargin/首年 NOIMargin	54.07%/ 60.88%	59.52%/ 59.58%	65.23%/ 59.80%	60.16%/ 60.92%	61.12%/ 59.38%
物业资产评估单价（不含车位）	8,737.98	9,009.39	7,862.69	9,089.02	11,555.22
首年 NOI/物业资产估值	5.98%	7.12%	7.24%	7.27%	6.12%
项目	邻瑞广场	湖东邻里中心	翰林邻里中心	贵都邻里中心	东沙湖邻里中心
物业资产历史三年平均运营收入/首年运营收入	6,881.50/ 8,074.52	2,913.88/ 3269.21	1,080.66/ 1,214.67	524.02/ 621.21	3,706.61/ 3,929.94
物业资产历史三年平均 NOI/首年 NOI	4,011.43/ 4,829.73	1,739.79/ 1909.83	647.57/ 713.20	337.28/ 374.82	2,233.08/ 2,369.11
物业资产历史三年平均 NOIMargin/首年 NOIMargin	58.38%/ 59.81%	60.05%/ 58.42%	60.10%/ 58.72%	64.39%/ 60.34%	60.46%/ 60.28%
物业资产评估单价（不含车位）	6,845.81	9,411.57	7,454.46	5,938.26	9,458.05
首年 NOI/物业资产估值	5.87%	7.61%	7.92%	10.71%	6.56%
优先级资产支持证券金额/物业资产估值合计	70.00%				

注：历史三年平均数据取 2022~2024 年数据计算所得，首年数据取 2026 年数据；物业资产评估单价数据时点为 2025 年 3 月 31 日；运营收入含增值税；2022 年新城邻里中心 NOI 为负，故历史三年数据 NOI 及 NOIMargin 取 2023~2024 年数据计算所得。

资料来源：中诚信国际整理

#### 物业资产运营质量分析

新城邻里中心地处苏州市工业园区苏春西路，位于星海街和现代大道交汇处西北角，周边汇集有众多办公、商业及住宅项目，其定位为社区商业。2022 年受改造影响，新城邻里中心当年未产生

租金收入；随着改造完成，2023 年末新城邻里中心出租率大幅回升，2024 年以来虽有下降趋势但仍保持在 93%以上，平均租金单价相对稳定，租金收入持续回升。

**师惠邻里中心**地处苏州市工业园区星海街，位于苏州工业园区内金鸡湖环湖商圈，周边汇集有众多居住社区及办公商业项目，其定位为社区商业。师惠邻里中心 2023 年末出租率受改造影响而同比有所下滑，2024 年以来逐步回升，近年来租金收入则整体保持了稳定增长。

**沁苑邻里中心**地处苏州市工业园区星港街，位于星港街和槟榔路交汇处东南角，周边汇集有众多办公，商业及住宅项目，其定位为社区商业。根据邻里中心商管提供的物业资产历史运营数据、租赁台账等物业相关资料，沁苑邻里中心近年来几近满租，租金单价有小幅波动，经营状况整体较为稳定。

**玲珑邻里中心**地处苏州市工业园区玲珑板块，周边汇集有众多住宅及商业项目，其定位为社区商业。近年来玲珑邻里中心出租率处于高位，平均租金逐年增长，运营收入呈波动增长态势。

**邻瑞广场**地处苏州市工业园区双湖板块，周边汇集有众多高档住宅小区及商业项目，居住氛围好，商业繁华度高。根据邻里中心商管提供的物业资产历史运营数据、租赁台账等物业相关资料，因邻瑞广场存在翻新改造预期，近年来出租率持续下行，租金水平波动增长，租金收入总体呈下降态势。

**湖东邻里中心**地处苏州市工业园区金鸡湖环湖商圈，周边汇集有众多商业及住宅项目。近年来湖东邻里中心出租率有所波动，平均租金较为稳定，租金收入呈波动上升态势。

**翰林邻里中心**地处苏州市工业园区大学城板块，周边汇集有众多住宅小区及商业项目，居民聚集度高。根据邻里中心商管提供的物业资产历史运营数据、租赁台账等物业相关资料，翰林邻里中心近年来均基本满租，整体经营情况保持稳定。

**贵都邻里中心**地处苏州市工业园区中新路，位于星杭街和苏州大道西交汇处东北角，周边汇集有众多办公、商业及住宅项目，办公聚集度与商业繁华度高。近年来贵都邻里中心出租率、平均租金水平及运营收入均呈波动态势。

**方洲邻里中心**地处苏州市工业园区方洲路，周边汇集有众多住宅项目及商业项目。根据邻里中心商管提供的物业资产历史运营数据、租赁台账等物业相关资料，近年来方洲邻里中心出租率保持稳定，租金水平呈波动下滑态势，租金收入亦有所波动。

**东沙湖邻里中心**地处苏州市工业园区金鸡湖环湖商圈，周边汇集有众多居住社区及商业项目，居住氛围好，商业繁华度高。根据邻里中心商管提供的物业资产历史运营数据、租赁台账等物业相关资料，2022 年以来东沙湖邻里中心出租率稳中有升，租金水平及租金收入均有所波动。

### 差额补足义务和流动性支持义务

园区投控对专项计划普通分配/处分分配/终止分配/清算分配情形下提供的最高限额本金 6.70 亿元和全部优先级预期收益的差额补足义务、对优先级资产支持证券在开放期的退出提供的流动性支持。关于园区投控的具体分析描述请参见“信用增进机构信用质量分析”部分。

## 现金流模型及压力测试

本交易中，中诚信国际采用**现金流覆盖法及物业折价法**来评估受评证券的信用质量。中诚信国际会编写适用于本交易的现金流模型，测算在正常景况和压力景况下，普通分配情形每个普通分配兑付日物业资产净收入对优先级资产支持证券利息及特定费用<sup>13</sup>之和的覆盖情况，以及在处分分配情形处置收入和当期物业资产净收入对优先级资产支持证券本息及特定税费之和的覆盖情况。

本专项计划的现金流入主要包括物业资产净收入和基础资产的处分收入；本专项计划的现金流出包括优先级资产支持证券的本息兑付及应支付的各项税费。现金流模型的主要参数设定如下：

表 23：压力指标基准条件

压力指标	基准条件
专项计划预计设立日	2026/3/20
优先级资产支持证券预期收益率	2.50%
基金增值税税率	3.36%

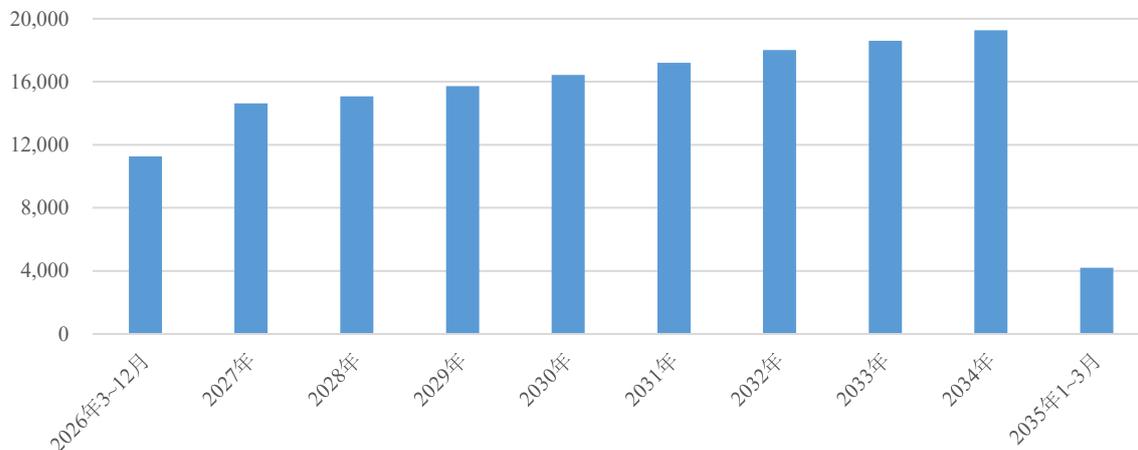
注：若本专项计划的实际设立日、预期收益率、各项费用的费率与假设条件不一致，则覆盖倍数也会相应变化。

资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

### 现金流入——物业资产净收入

根据北京兴华出具的《商定程序报告》，在运营收入以及运营成本和运营税费支出均符合预期的情况下，专项计划存续期间自 2026 年 3 月 20 日至 2035 年 3 月 20 日每个计息期间<sup>14</sup>的物业资产净收入表现如下图所示：

图 4：物业资产净收入情况（万元）



资料来源：《商定程序报告》，中诚信国际整理

### 压力测试条件

#### 普通分配

专项计划普通分配中，物业资产净收入对优先级资产支持证券利息及特定费用的覆盖倍数系评估优先级资产支持证券利息能否获得足额偿付的重要指标，其主要受下述两个因素影响——物业资

<sup>13</sup> 特定费用=基金层面税、费+专项计划层面税、费+处分费用（如涉及）。

<sup>14</sup> 其中，第 1 个计息期间对应的现金流入系 2026 年 3 月 20 日至 2026 年 12 月 31 日的物业资产净收入；最后一个计息期间对应的现金流入系 2035 年 1 月 1 日至 2035 年 3 月 20 日的物业资产净收入。

产净收入规模和优先级资产支持证券的预期收益率，而物业资产净收入主要受物业资产出租率、租金单价增长率、运营成本及税费支出等因素影响，中诚信国际将把物业资产出租率、租金单价增长率以及预期收益率作为变量，来观察压力情况下物业资产净收入对当期优先级资产支持证券利息及特定费用的覆盖情况。

正常景况下，假设物业资产出租率和租金单价增长率均符合现金流预测，同时，运营成本及税费支出亦符合现金流预测。

在结合目标评级进行压力景况测试时，中诚信国际主要考虑物业资产出租率、租金增长率不及预期以及优先级资产支持证券预期收益率上升等压力景况组合。其中，压力景况 1 下，根据邻里中心商管提供的物业资产历史运营情况，出租率方面，受市场行情及部分租户到期未续租影响，截至 2025 年 3 月 31 日湖东邻里中心、贵都邻里中心、新城邻里中心的出租率较往年均波动下滑，师惠邻里中心、方洲邻里中心出租率整体较为稳定，未有明显增长；同时考虑到自 2026 年起沁苑邻里中心将调整租赁业态、邻瑞广场将进行整体升级改造，故在压力景况 1 中，对上述 7 处物业出租率进行加压；此外，因东沙湖邻里中心和翰林邻里中心近年来始终处于近乎满租的状态，玲珑邻里中心预测出租率与历史出租率表现基本持平，故不对上述 3 处邻里中心的出租率进行加压；租金单价方面，出于谨慎考虑，在压力景况 1 中对各物业租金单价设置不同程度加压，具体加压参数详见下表。

压力景况 2 下，中诚信国际在压力景况 1 的基础上，将优先级资产支持证券预期收益率上调 100BP。正常景况及各压力景况的模型参数具体如下：

表 24：专项计划存续期间各景况下模型参数

条件	正常景况	压力景况 1	压力景况 2
新城邻里中心	出租率：2026~2027 年 99%、2028 年 95%、2029~2035 年 98%； 租金递增率：商业类 2026 年 4.5%，2027~2033 年 4%、2034 年 3%、2035 年 2.5%；政府及酒店类每三年 5%、2035 年 2.5%；主力店每年 1.5%、2035 年 2.5%	出租率：2026~2035 年 93%； 租金递增率：商业部分 2026~2028 年符合现金流预测、2029~2035 年为 0%；政府类及酒店类部分预测期为 0%；主力店部分符合现金流预测	出租率：2026~2035 年 93%； 租金递增率：商业部分 2026~2028 年符合现金流预测、2029~2035 年为 0%；政府类及酒店类部分预测期为 0%；主力店部分符合现金流预测
师惠邻里中心	出租率：2026~2027 年及 2029~2035 年 98%、2028 年 96%； 租金递增率：商业类 2026~2030 年 2%、2031~2035 年 2.5%、政府及酒店类每三年 5%、2035 年 2.5%	出租率：2026~2035 年 91.87%； 租金递增率：商业部分 2026~2028 年符合现金流预测、2029~2035 年为 0%；政府类及酒店类部分预测期为 0%	出租率：2026~2035 年 91.87%； 租金递增率：商业部分 2026~2028 年符合现金流预测、2029~2035 年为 0%；政府类及酒店类部分预测期为 0%
沁苑邻里中心	出租率：2026~2035 年 98%； 租金递增率：商业类 2026~2030 年 2%、2031~2035 年 2.5%、政府及酒店类每三年 5%、2035 年 2.5%	出租率：2026 年为 79%，2027~2029 年为 85%，2030~2032 年为 90%，2033~2035 年为 98%； 租金递增率：预测期内所有业态为 0%	出租率：2026 年为 79%，2027~2029 年为 85%，2030~2032 年为 90%，2033~2035 年为 98%； 租金递增率：预测期内所有业态为 0%
玲珑邻里中心	出租率：2026~2035 年 98%； 租金递增率：商业类 2026~2030 年 2%、2031~2035 年 2.5%、政府及酒店类每三年 5%、2035 年 2.5%	出租率：符合现金流预测； 租金递增率：预测期内所有业态为 0%	出租率：符合现金流预测； 租金递增率：预测期内所有业态为 0%
邻瑞广场	出租率：2026 年 89%、2027 年 93%、2028~2029 年 90%、2030~2035 年 95%； 租金递增率：商业类 2026~2030 年	出租率：2026 年为 41.32%，2027~2028 年为 75.65%，2029~2035 年为 87.89%； 租金递增率：商业部分、政府类及	出租率：2026 年为 41.32%，2027~2028 年为 75.65%，2029~2035 年为 87.89%； 租金递增率：商业部分、政府类及

	2%、2031~2035年2.5%、政府及酒店类每三年5%、2035年2.5%；主力店每年1.5%、2035年2.5%	酒店类部分预测期为0%；主力店每年1.5%	酒店类部分预测期为0%；主力店每年1.5%
湖东邻里中心	出租率：2026~2027年95%、2028~2035年98%； 租金递增率：商业类2026~2030年2%、2031~2035年2.5%、政府及酒店类每三年5%、2035年2.5%	出租率：2026~2035年89.74%； 租金递增率：预测期内所有业态为0%	出租率：2026~2035年89.74%； 租金递增率：预测期内所有业态为0%
翰林邻里中心	出租率：2026~2035年98%； 租金递增率：商业类2026~2030年2%、2031~2035年2.5%、政府及酒店类每三年5%、2035年2.5%	出租率：符合现金流预测； 租金递增率：商业部分2026~2028为0%，2029~2035年符合现金流预测；政府类及酒店类部分预测期为0%	出租率：符合现金流预测； 租金递增率：商业部分2026~2028为0%，2029~2035年符合现金流预测；政府类及酒店类部分预测期为0%
贵都邻里中心	出租率：2026~2035年95%； 租金递增率：商业类2026~2030年2%、2031~2035年2.5%、政府及酒店类每三年5%、2035年2.5%	出租率：2026~2035年87.43%； 租金递增率：预测期内所有业态为0%	出租率：2026~2035年87.43%； 租金递增率：预测期内所有业态为0%
方洲邻里中心	出租率：2026~2028年95%、2029~2035年98%； 租金递增率：商业类2026~2030年2%、2031~2035年2.5%、政府及酒店类每三年5%、2035年2.5%	出租率：2026~2035年85.90%； 租金递增率：租金递增率：商业部分2026~2031年为0%、2032~2035年为2.5%；政府类及酒店类部分预测期为0%	出租率：2026~2035年85.90%； 租金递增率：租金递增率：商业部分2026~2031年为0%、2032~2035年为2.5%；政府类及酒店类部分预测期为0%
东沙湖邻里中心	出租率：2026年98%、2027~2028年99%、2029~2035年98%； 租金递增率：商业类2026~2030年2%、2031~2035年2.5%、政府及酒店类每三年5%、2035年2.5%	出租率：符合现金流预测； 租金递增率：商业部分2026~2028为0%，2029~2035年符合现金流预测；政府类及酒店类部分预测期为0%	出租率：符合现金流预测； 租金递增率：商业部分2026~2028为0%，2029~2035年符合现金流预测；政府类及酒店类部分预测期为0%
运营成本及税费支出	符合现金流预测	与运营收入挂钩的成本和税费，按照压力情况下的运营收入重新计算；固定的税费支出不变	与运营收入挂钩的成本和税费，按照压力情况下的运营收入重新计算；固定的税费支出不变
优先级资产支持证券预期收益率	2.50%/年	2.50%/年	3.50%/年

资料来源：中诚信国际整理

## 处分分配

专项计划处分分配中，物业资产当期净收入和处分获得的回收资金对优先级资产支持证券本息的覆盖倍数评估优先级资产支持证券本息能否获得足额偿付的重要指标，其主要受下述几个因素影响——物业资产净收入和私募基金持有的项目公司股权和股东借款债权（以下合称“标的股权和标的债权”）处分收入以及优先级资产支持证券未偿本息规模，而这几种因素亦将受物业资产净收入和物业资产公允价值影响。故中诚信国际将把物业资产公允价值、物业资产净收入作为变量，来观察压力情况物业资产净收入和标的股权和标的债权处置获得的回收资金对届时未偿优先级资产支持证券本息的覆盖情况<sup>15</sup>。

中诚信国际在该现金流测试情景中主要考虑物业资产净收入和公允价值下跌对专项计划带来的不利影响，同时考虑的处分费用主要涉及印花税。

此外，在计算现金流出时，假设处分分配兑付日为专项计划设立日（假设为2026年3月20日）起第9个自然年度的对应日，即计息期间约为2个月又20天。

<sup>15</sup> 处分收入对优先级资产支持证券本息的覆盖倍数=【物业资产公允价值\*（1-物业资产公允价值累计跌幅）+当期物业资产净收入】/（优先级资产支持证券本息+特定费用）。

正常景况下，中诚信国际假设物业资产的公允价值系评估价值时点 2025 年 3 月 31 日的物业资产估值，即 22.00 亿元。

为了更好地测试优先级资产支持证券本息获得按时偿付能够承受的压力，我们以 10% 为基准，依次乘以不同压力倍数。我们分别取压力倍数为 3.10 倍和 6.16 倍，对应的物业资产公允价值累计跌幅分别为 31.00%(10.00%\*3.10)和 61.60%(10.00%\*6.16)。

正常景况及各压力景况的模型参数具体如下：

表 25：处分配各景况下模型参数

指标	正常景况	压力景况 1	压力景况 2
当期净收入	净收入处于表 24 正常景况	净收入处于表 24 压力景况 1	净收入处于表 24 压力景况 1
物业资产公允价值	估值	估值下跌 31.00%	估值下跌 61.60%

资料来源：中诚信国际整理

## 模型结果

### 普通分配

根据交易结构的安排，专项计划存续期内自专项计划设立日起每个自然年度的 1 月 1 日，对优先级投资人进行一次普通分配。在专项计划普通分配情形下，基于现金流模型和上述参数假设，中诚信国际会分别计算出正常景况下和不同压力景况下，优先级兑付日对应的物业资产净收入以及物业资产运营收入回收期内的物业资产净收入对优先级资产支持证券当期应付利息支出及特定费用之和的覆盖倍数，各景况下普通分配流程中的覆盖倍数详见下表。

表 26：物业资产净收入对优先级资产支持证券利息及特定费用的覆盖倍数(X)

兑付日	优先级兑付日对应的物业资产净收入对 优先级资产支持证券利息及特定费用覆盖倍数			兑付日	物业资产运营收入回收期内物业资产净收入对 优先级资产支持证券利息及特定费用覆盖倍数		
	正常景况	压力景况 1	压力景况 2		正常景况	压力景况 1	压力景况 2
兑付日 1	2.71	2.31	1.73	兑付日 1	3.07	2.61	1.96
兑付日 2	2.84	2.65	1.98	兑付日 2	3.13	2.92	2.19
兑付日 3	2.92	2.72	2.04	兑付日 3	3.21	2.99	2.24
兑付日 4	3.03	2.86	2.15	兑付日 4	3.34	3.15	2.37
兑付日 5	3.15	2.92	2.19	兑付日 5	3.47	3.22	2.42
兑付日 6	3.29	3.01	2.26	兑付日 6	3.61	3.31	2.50
兑付日 7	3.43	3.15	2.37	兑付日 7	3.76	3.46	2.61
兑付日 8	3.52	3.22	2.43	兑付日 8	3.87	3.54	2.68
兑付日 9	3.63	3.30	2.48	兑付日 9	3.99	3.62	2.74

资料来源：中诚信国际整理

### 处分分配

在本专项计划处分分配中，基于现金流模型和上述参数假设，中诚信国际会计算出新建元控股在不行使优先收购提议权的情况下，计划管理人通过处置标的股权和标的债权的方式将专项计划资产变现的处置收入及当期物业资产净收入之和对优先级资产支持证券本息及特定费用的覆盖倍数。当专项计划处置标的股权和标的债权时，物业资产净收入处于压力景况且物业资产未来公允价值跌幅不超过 31.00% 的情况下，标的股权和标的债权处置收入与当期物业资产净收入之和可保

障优先级资产支持证券本息的兑付；物业资产净收入处于压力景况且物业资产未来公允价值跌幅不超过 61.60%的情况下，在园区投控补足 6.68 亿元时，其补足金与处置收入以及当个兑付期物业资产净收入之和可保障优先级资产支持证券本息的兑付。

表 27：处置收入与当期物业资产净收入以及补足金（如涉及）之和对优先级资产支持证券本息及特定费用的覆盖情况<sup>16</sup>

指标	正常景况	压力景况 1	压力景况 2
园区投控需补足金额（亿元）	0.00	0.00	6.68
对优先级本息及特定费用的覆盖倍数 (X)	1.45	1.00	1.00

资料来源：中诚信国际整理

综上，经过现金流测算，同时考虑到园区投控作为差额补足义务人/流动性支持机构提供的信用支持，我们认为本交易优先级资产支持证券的模型结果<sup>17</sup>为 AAA<sub>sf</sub>。

表 28：模型结果

资产支持证券	压力景况
优先级资产支持证券	AAA <sub>sf</sub>

## 项目公司/原始权益人/物业运营方/优先收购提议人信用质量分析

### 项目公司/物业持有人——新城公司、师惠公司、沁苑公司、玲珑公司、金鸡湖公司、湖东公司、翰林公司、贵都公司、方洲公司、东沙湖公司

新城公司、师惠公司、沁苑公司、玲珑公司、金鸡湖公司、湖东公司、翰林公司、贵都公司、方洲公司和东沙湖公司均成立于 2017 年 8 月，均由邻里中心发展出资设立，初始注册资本均为人民币 100.00 万元。后经股权变更，截至 2025 年 9 月 30 日，新城公司注册资本为 7,463.15 万元，其他项目公司注册资本仍均为人民币 100.00 万元，均由东吴创投（代元联东吴-新建元私募基金）100%持股。

新城公司、师惠公司、沁苑公司、玲珑公司、金鸡湖公司、湖东公司、翰林公司、贵都公司、方洲公司和东沙湖公司分别持有十处邻里中心，物业租金收入为各项目公司收入的主要来源。各物业资产具体运营情况见“物业资产分析”章节，各项目公司主要财务数据<sup>18</sup>如下表所示：

表 29：截至 2024 年末 10 个项目公司的主要财务数据（万元）

项目公司名称	总资产	投资性房地产	总负债	长期借款	预收账款	其他应付款	所有者权益	营业收入	经营性净现金流
新城公司	20,933.56	19,800.00	17,499.39	13,386.67	100.24	1,520.56	3,434.17	1,313.52	1,008.53
师惠公司	10,785.74	7,800.00	7,972.79	4,020.00	120.87	2,432.98	2,812.94	814.42	0.83
沁苑公司	5,533.49	4,800.00	3,735.04	2,500.00	36.27	588.96	1,798.45	788.39	380.74
玲珑公司	13,964.67	12,800.00	11,294.69	7,560.00	183.66	1,298.46	2,669.98	1,764.38	869.66
金鸡湖公司	90,201.63	84,700.00	52,367.24	46,380.00	681.20	2,102.75	37,834.39	8,007.15	3,754.46
湖东公司	28,498.06	25,300.00	23,017.74	16,634.31	158.63	1,400.92	5,480.32	3,648.93	1,571.02
翰林公司	10,688.99	8,900.00	6,197.72	4,050.00	160.59	594.80	4,491.28	1,670.54	671.78

<sup>16</sup> 各情景下的具体模型参数见表 25。

<sup>17</sup> 中诚信国际会依据模型结果，同时结合交易的主要风险及缓释措施、重要参与方信用状况等其他因素综合评价受评证券的信用状况，最终由信用评级委员会评定证券的信用评级结果。

<sup>18</sup> 10 个项目公司的财务数据均来自各自经天职国际审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表。

贵都公司	4,403.85	3,500.00	3,084.09	2,100.00	19.43	201.58	1,319.75	597.79	249.30
方洲公司	21,500.72	19,300.00	15,799.78	10,950.00	365.29	948.59	5,700.94	2,238.76	415.20
东沙湖公司	38,551.43	33,100.00	23,467.87	18,028.55	387.40	1,681.28	15,083.55	4,707.22	804.02

**表 30：截至 2025 年 9 月 30 日 10 个项目公司的主要财务数据（万元）**

项目公司名称	总资产	投资性房地产	总负债	长期借款	预收账款	其他应付款	所有者权益	营业收入	经营性净现金流
新城公司	29,924.26	26,835.16	29,943.10	--	35.74	24,521.74	-18.84	1,217.67	618.35
师惠公司	6,174.04	5,788.98	5,350.28	--	25.49	6,500.55	823.76	702.95	70.40
沁苑公司	4,495.87	3,857.79	3,449.71	--	73.66	2,917.39	1,046.16	540.33	151.68
玲珑公司	12,253.30	11,298.08	10,856.50	--	224.31	8,676.05	1,396.80	1,360.73	160.92
金鸡湖公司	72,050.77	66,329.17	55,305.76	--	478.52	47,451.27	16,745.01	5,195.26	1,570.17
湖东公司	25,760.20	22,089.14	23,323.82	--	242.73	17,651.98	2,436.38	2,593.37	852.73
翰林公司	8,548.58	6,746.37	5,859.37	--	39.01	4,442.00	2,689.21	1,314.34	361.92
贵都公司	4,330.42	3,256.55	3,179.67	--	86.66	2,227.93	1,150.75	427.4	215.75
方洲公司	18,815.81	16,630.90	15,736.64	--	212.73	11,695.39	3,079.17	1,657.37	228.48
东沙湖公司	27,453.74	23,956.96	20,705.91	--	297.15	16,631.94	6,747.83	3,498.17	1,373.72

注：1. 长期借款为股东借款，预收账款为预收租金及物业管理费，其他应付款为应付股东借款利息和租户缴纳的押金及保证金；2. 本表中预收账款金额系预收账款科目和合同负债科目的金额合计数。

资料来源：项目公司财务报表，中诚信国际整理

## 原始权益人/优先收购提议人——邻里中心发展

邻里中心发展前身为苏州工业园区邻里中心管理有限公司，系由苏州工业园区社会事业发展中心和苏州工业园区人力资源开发有限公司于 1997 年 11 月 1 日共同出资组建，初始注册资本为 100 万元。后经多次增资及股权变更，截至 2025 年 9 月末，邻里中心发展注册资本为 1.83 亿元，控股股东为新建元控股，持有其 80.47% 的股份，实际控制人为园区管委会。

## 业务运营

业务运营方面，邻里中心发展专注于苏州工业园区内的社区商业物业的开发及运营，系苏州工业园区持有型物业的核心运营主体之一，其所持有的物业均采用自主开发、自主运营的模式。邻里中心发展在苏州工业园区展业时间较长，并凭借较强的项目开发运营经验，成功开发运营了“邻里中心”系列商业项目，在苏州当地具备较高的认可度。

房产租赁和物业服务系邻里中心发展最主要的收入来源，其中房产租赁系通过对外出租持有型物业，以收取相应的租金；物业服务系由子公司邻里中心商管提供物业服务并按一定比例收取物业管理费。此外，邻里中心发展亦对外提供拿地规划、策划运营和投后运营等咨询服务业务，并收取一定的咨询服务费和委托管理费。

**表 31：近年来邻里中心发展各业务板块营业收入情况（亿元）**

业务板块	2022	2023	2024	2025.1~9
物业服务	0.97	1.21	1.12	0.88
房产租赁	0.94	1.53	0.97	0.43
房产销售	0.90	0.00	0.00	0.00
咨询服务	0.09	0.13	0.12	0.20
其他业务	0.03	0.02	0.00	0.22
合计	2.94	2.89	2.21	1.75

注：其他业务收入包含酒店餐饮服务收入和商品销售收入，下同。

资料来源：邻里中心发展提供，中诚信国际整理

邻里中心发展通常根据园区管委会对片区的规划推进项目的开发建设，2024年及2025年1~9月均无新开工面积，截至2025年9月末在建建筑面积为67,425平方米，系胜浦邻里中心、钟南邻里中心项目，计划投资额合计12.03亿元，仍需投资1.63亿元，面临一定的资本支出压力。

表 32：邻里中心发展项目开发情况（平方米）

	2022	2023	2024	2025.1~9
新开工面积	89,999	80,400	0	0
竣工面积	46,287	0.00	24,490	92,485
期末在建建筑面积	114,489	194,889	170,399	67,425

注：截至2025年9月末，胜浦邻里中心及钟南邻里中心建筑面积较立项有所调整。

资料来源：邻里中心公司提供，中诚信国际整理

项目建成后，邻里中心商管负责后续的招商、提供物业管理等服务。截至2025年9月末，邻里中心发展已投入运营的持有型物业共10个项目，包括唯盛邻里中心、科技城邻里中心、太仓港城邻里中心等，可出租面积合计19.02万平方米。目前邻里中心发展主要通过对外出租、收取物业费等方式实现资金回笼，并持续通过类REITs方式实现持有型物业资产盘活，截至2025年9月末，邻里中心发展已通过资产证券化退出的物业合计13个，物业资产通过REITs出表后，仍由邻里中心商管继续负责运营管理，关于邻里中心商管的具体分析描述请参见“物业运营方/运营收入差额补足义务人——邻里中心商管”部分。出租率方面，部分邻里中心近年来出租率相对稳定；租金水平方面，因邻里中心系社区商业，需承担一定的公共配套服务职能，且部分邻里中心项目区位较偏，租金水平相对较低，2024年邻里中心发展租金收入和物业费收入合计2.09亿元。邻里中心发展部分持有型物业出租情况见下表。

表 33：2022~2024年及2025年1~9月邻里中心发展部分持有型物业出租情况（平方米、%、元/平方米/月）

物业名称	物业性质	可租面积	出租率				租金水平			
			2022	2023	2024	2025.9	2022	2023	2024	2025.9
唯盛邻里中心	社区商业	9,163.45	84	91	82	81	43.33	43.38	42.82	40.87
科技城邻里中心	社区商业	9,120.56	100	100	100	100	20.79	20.92	21.27	45.52
太仓港城邻里中心	社区商业	27,264.78	98	94	98	97	6.81	6.91	5.73	7.85
漕湖邻里中心	社区商业	18,725.04	79	83	82	80	9.92	7.72	8.26	5.41
独墅湖邻里中心	社区商业	40,677.04	93	96	97	97	29.49	30.86	34.08	33.38
常熟滨江新城邻里中心	社区商业	18,474.12	80	87	84	85	14.22	14.46	14.94	16.00
水坊路邻里中心	社区商业	9,715.35	81	80	83	84	93.81	93.98	92.36	106.60
斜塘邻里中心	社区商业	18,310.68	69	73	77	61	68.53	68.83	50.64	55.15
阳澄湖邻里中心	社区商业	31,209.47	--	76	86	88	--	50.34	51.07	34.86
文荟邻里中心	社区商业	7,489.81	--	--	--	71	--	--	--	38.23

资料来源：邻里中心发展提供，中诚信国际整理

咨询服务业务方面，目前邻里中心发展咨询服务业务拓展区域已超11个省份、38个城市，服务近117个项目，可为其收入形成一定补充。

## 财务分析<sup>19</sup>

<sup>19</sup> 下列财务分析基于邻里中心发展提供的其经苏州金鼎会计师事务所有限公司（以下简称“苏州金鼎”）审计并出具标准无保留意见的2023~2024

盈利能力方面，物业服务 and 房产租赁是邻里中心发展的主要收入来源，2024 年因“广发-元联-新建元邻里中心资产支持专项计划”（以下简称“广发元联项目”）发行，对应物业资产的租赁收入不再计入邻里中心发展合并口径，邻里中心发展当年营业收入同比下降-23.30%；成本方面，运营所需人力、物料等成本仍存在刚性增长压力，近年来毛利率整体呈下滑趋势。同时，以管理费用为主的期间费用对利润侵蚀较为严重，随着收入规模的下降，近年来期间费用率整体呈上升趋势。受益于广发元联项目发行，邻里中心发展 2024 年取得投资收益 3.30 亿元。综合影响下，2024 年邻里中心发展实现净利润 0.90 亿元。2025 年 1~9 月，邻里中心发展实现营业收入 1.75 亿元，净亏损 1.00 亿元。

**表 34：近年来邻里中心发展主要财务指标情况（万元）**

	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
<b>营业收入</b>	<b>29,363.19</b>	<b>28,861.48</b>	<b>22,137.56</b>	<b>17,466.74</b>
毛利率(%)	11.71	12.23	-11.27	-8.77
期间费用率(%)	31.25	47.92	57.95	56.41
<b>利润总额</b>	<b>-11,953.84</b>	<b>-595.80</b>	<b>15,722.58</b>	<b>-9,956.42</b>
货币资金	31,308.68	15,257.42	13,720.46	35,129.14
存货	19,747.68	50,204.72	70,061.62	85,539.01
<b>流动资产合计</b>	<b>54,428.19</b>	<b>71,231.73</b>	<b>172,051.98</b>	<b>129,032.59</b>
投资性房地产	185,359.77	188,510.72	128,287.60	127,315.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>224,831.25</b>	<b>237,715.25</b>	<b>197,152.26</b>	<b>194,840.00</b>
<b>总资产</b>	<b>279,259.44</b>	<b>308,946.98</b>	<b>369,204.23</b>	<b>323,872.58</b>
应付账款	38,683.20	32,765.16	40,368.27	31,212.04
其他应付款	36,043.19	29,745.45	34,135.99	31,353.97
<b>流动负债</b>	<b>89,315.68</b>	<b>89,348.89</b>	<b>124,922.16</b>	<b>100,037.54</b>
长期借款	40,158.35	70,738.76	85,296.20	75,015.58
<b>非流动负债</b>	<b>47,771.00</b>	<b>79,514.59</b>	<b>95,182.48</b>	<b>84,693.65</b>
总债务	44,444.09	87,081.68	123,496.20	102,475.58
<b>总负债</b>	<b>137,086.68</b>	<b>168,863.49</b>	<b>220,104.63</b>	<b>184,731.19</b>
资产负债率(%)	49.09	54.66	59.62	57.04
所有者权益	142,172.76	140,083.49	149,099.60	139,141.40
经营活动现金流净额	10,827.45	-2,621.31	-15,904.38	-

资料来源：邻里中心发展提供，中诚信国际整理

资产结构方面，邻里中心发展资产以非流动资产为主，截至 2024 年末非流动资产占总资产的比重为 53.40%，主要系投资性房地产和固定资产，其中投资性房地产主要系成本法计量的持有型物业；固定资产主要系自用房屋及设备；流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成，其中货币资金主要系银行存款，存货主要系在建的邻里中心，其他应收款主要系应收关联方往来款。截至 2025 年 9 月末，邻里中心发展资产总额 32.39 亿元，其中非流动资产占比 60.16%。

负债结构方面，邻里中心发展负债以流动负债为主，主要系应付账款和其他应付款，其中应付账款主要系应付邻里中心工程款，其他应付款主要系押金、保证金及应付外部单位往来款；非流动负债主要由长期借款和递延所得税负债构成，其中长期借款全部为抵押借款，递延所得税负债主

年审计报告及未经审计的 2025 年 1~9 月财务报告，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用 2024 年审计报告期末数。

要系处置子公司暂缓纳税投资收益。截至 2025 年 9 月末，邻里中心发展负债总额 18.47 亿元。

偿债能力方面，截至 2024 年末，邻里中心发展资产负债率为 59.62%，总债务为 12.35 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.45 倍，债务结构合理；货币资金/短期债务为 0.36 倍，存在一定短期偿债压力。此外，2024 年邻里中心公司经营活动现金净流出 1.59 亿元，无法覆盖当期利息支出。截至 2025 年 9 月末，邻里中心发展总债务 10.25 亿元，较上年末下降 17.02%

财务弹性方面，截至 2025 年 9 月末，邻里中心发展获取银行授信额度合计 13.17 亿元，其中未使用的银行授信额度为 2.92 亿元。

或有负债方面，截至 2025 年 9 月末，邻里中心发展无对外担保；对子公司担保余额为 10.80 亿元，占当期末所有者权益的比重为 77.59%。

**过往债务履约情况：**根据邻里中心发展提供的《企业历史违约记录情况表》及《企业信用报告》，截至 2026 年 2 月，邻里中心发展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，邻里中心发展在公开市场无信用违约记录。

**总体来看，邻里中心发展具备多年持有型物业开发运营经验，旗下邻里中心项目主要位于苏州工业园区，承担了一定的公共配套服务职能，在当地有较高的认可度，可为其带来稳定的收入；此外，近年来邻里中心发展债务规模逐年增长，其在建拟建持有型物业尚需一定投资规模，面临一定的资本支出压力，需关注其未来偿债能力的提升情况。**

## 物业运营方/运营收入差额补足义务人——邻里中心商管

邻里中心商管成立于 2009 年 12 月，由邻里中心发展独资设立，初始注册资本为 500.00 万元。截至 2025 年 9 月末，邻里中心商管注册资本仍为 500.00 万元，仍由邻里中心发展 100% 持股，实际控制人系园区管委会。

### 业务运营

邻里中心商管主要负责邻里中心等社区商业系列品牌的运营管理，是邻里中心系列项目的核心运营团队。截至 2025 年 3 月末，邻里中心商管管理运营的项目为包括“元联东吴-新建元邻里中心资产支持专项计划”（以下简称“前序专项计划”）入池的 10 处邻里中心（同时即为本专项计划拟入池的 10 处邻里中心）在内的共计 23 处邻里中心，总建筑面积逾 150 万平方米，其营收来源主要系前序专项计划入池的 10 处邻里中心及广发元联项目入池的 3 处邻里中心的运营服务费，以及其他邻里中心的物业管理费，其中前序专项计划所涉邻里中心的运营服务费为含税物业运营总收入的 25%，广发元联项目所涉邻里中心的运营服务费为含税物业运营总收入的 20%，物业管理费则根据签订的物业管理合同收取。

物业出租方面，邻里中心商管主要进行自主招租，截至 2025 年 3 月末，邻里中心商管所运营物业的平均出租率约为 88%。租金管理方面，邻里中心商管采用“付三押三”的制度，截至 2025 年 3 月末，物业租金平均收缴率约为 99%，物业租金收缴情况良好。

## 财务分析<sup>20</sup>

盈利能力方面，邻里中心商管的收益来自对邻里中心收取的物业管理费及运营服务费，近年来收入较为稳定，成本方面运营所需人力、物料等成本仍存在刚性增长压力，导致近年来其毛利率存在走低趋势，2024 年毛利率为-22.16%。同时，以管理费用为主的期间费用对邻里中心商管的利润形成了一定侵蚀，2024 年其期间费用率为 17.26%。此外，邻里中心商管因作为前序专项计划和广发元联项目差额补足义务人而承担差额补足义务，近年来累计支付较大规模的差额补足金，形成较大规模的营业外支出。受上述因素共同影响，2024 年邻里中心商管净亏损 4,173.21 万元。2025 年 1~9 月，邻里中心商管实现营业收入 8,684.38 万元，净亏损 2,304.77 万元。

表 35：近年来邻里中心商管主要财务指标情况（万元）

	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
营业收入	9,831.54	11,906.37	10,941.03	8,684.38
毛利率(%)	-11.62	-6.57	-22.16	-13.65
期间费用率(%)	15.06	12.78	17.26	12.59
利润总额	-7,678.80	-958.35	-4,153.14	-2,304.77
货币资金	605.60	1,048.20	1,413.05	555.50
其他应收款	80.04	72,821.78	211.95	220.97
流动资产合计	1,544.35	74,809.02	2,219.39	1,322.74
固定资产	747.82	706.20	493.06	359.30
非流动资产合计	5,360.16	727.26	752.72	642.02
总资产	6,904.51	75,536.27	2,972.11	1,964.76
应付账款	347.00	2,381.55	2,045.21	1,959.23
预收账款	447.15	502.85	399.82	39.25
应付职工薪酬	1,382.49	1,465.63	1,541.04	1,329.28
其他应付款	12,572.65	79,989.25	11,944.87	13,315.30
流动负债	14,750.20	84,339.99	15,949.04	17,246.46
总债务	--	--	2,000.00	4,000.00
总负债	14,750.20	84,339.99	15,949.04	17,246.46
资产负债率(%)	213.63	111.65	536.62	877.79
所有者权益	-7,845.69	-8,803.72	-12,976.93	-15,281.70
经营活动现金流净额	471.87	-6,086.62	-1,235.29	-2,761.49

注：本表中预收账款金额系预收账款科目和合同负债科目金额的合计数。

资料来源：邻里中心商管财务报表，中诚信国际整理

邻里中心商管资产主要由货币资金、其他应收款和固定资产构成，其他应收款主要为应收关联方往来款，固定资产主要为专用设备和家具电气设备等。负债方面，邻里中心商管负债均为流动负债，以其他应付款为主，系应付管理费和保证金等。受持续亏损影响，近年来邻里中心商管已资不抵债。

现金流及偿债能力方面，受成本费用开支高企的影响，2023 年以来邻里中心商管的经营现金流均为净流出。有息债务方面，截至 2025 年 9 月末，邻里中心商管总债务 4,000.00 万元，均系股东借款，其货币资金无法覆盖其短期债务，短期偿债压力较大。

<sup>20</sup> 下列财务分析基于邻里中心商管提供的其经苏州金鼎审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1~9 月财务报告，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用 2024 年审计报告期末数。

或有事项方面，截至 2025 年 9 月末，邻里中心商管无作为被告的重大诉讼，无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据邻里中心商管提供的《企业历史违约记录情况表》及《企业信用报告》，截至 2026 年 2 月，邻里中心商管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，邻里中心商管在公开市场无信用违约记录。

**总体来看，邻里中心商管在管物业主要为邻里中心发展所持有的邻里中心，业务来源较有保障，物业管理经验较为丰富，但其盈利能力很弱，近年来持续亏损，且已资不抵债，考虑到其在邻里中心发展中的业务定位及股东支持，邻里中心商管仍具备持续经营的能力。**

## 担保人——新建元控股

新建元控股（本章节或简称为“公司”）系由苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司（以下简称“兆润控股”）和园区投控于 2012 年 11 月共同出资组建的有限责任公司。截至 2025 年 6 月末，公司注册资本为 82.28 亿元，兆润控股和园区投控分别持有公司 72.58% 和 27.42% 股权，实际控制人为园区管委会。

自公司成立以来，兆润控股和园区投控将旗下数家具有多年城市开发及配套经验的企业陆续注入公司，公司深耕苏州工业园区，目前已形成由房地产开发销售、物业运营和城市综合服务等业务组成的完整的城市开发和综合运营的体系。

## 运营实力

新建元控股系苏州工业园区内的区域综合开发国有独资企业，深耕苏州工业园区，目前已形成由房地产开发销售、物业运营和城市综合服务等业务组成的完整的城市开发和综合运营的体系。近年来，新建元控股收入主要来自于房地产开发业务及专业服务业务，其中 2024 年房地产收入占比为 36.12%。新建元控股房地产开发类型以住宅地产为主、商业地产为辅，深耕以苏州工业园区为主的苏州市，并于江苏省内无锡、南通、宿迁及浙江省绍兴、镇江等城市有部分布局。新建元控股项目开发节奏较慢，2024 年新建元控股全口径签约销售金额下滑 74.55% 至 23.33 亿元，但并表口径签约销售金额同比增加 29.87% 至 10.26 亿元。新建元控股土地投资策略适中，2024 年公司拿地力度有所加大，新增四宗位于苏州工业园区的地块及一宗位于宿迁市的地块。截至 2025 年 3 月末，新建元控股全口径销售物业土地储备<sup>21</sup>计容建筑面积为 221.43 万平方米。中诚信国际关注到，新建元控股房地产销售项目均位于长三角地区，其中苏州地区（不含常熟）全口径销售项目储备面积占比为 60.14%，区域集中度很高，需关注当地房地产市场环境变化对公司项目去化的影响，同时公司部分商住及综合体项目去化进度较慢，面临一定的去化压力。此外，公司正推动部分销售物业出表或变更运营方式，需关注该部分项目后续对公司经营业绩的影响。

表 36：近年来新建元控股房地产业务投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、万元/平方米）

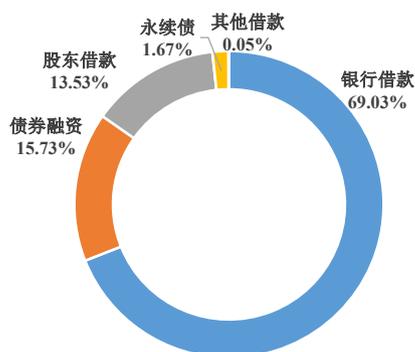
	2022	2023	2024	2025.1~3
新开工面积（并表口径）	--	--	14.54	--
竣工面积（并表口径）	10.18	19.67	88.26	--
销售面积（全口径）	31.18	25.38	9.57	3.97

<sup>21</sup> 土地储备=在建未售面积+建成未售面积+拟建面积。

销售金额（全口径）	92.49	91.68	23.33	7.71
销售金额（并表口径）	25.16	7.90	10.26	1.45
新增项目储备（数量）	5	4	5	--
新增项目储备面积（全口径）	80.27	34.63	51.23	--
新增项目储备土地价款（全口径）	73.06	52.35	70.05	--
新增项目楼面均价（全口径）	0.91	1.51	1.37	--

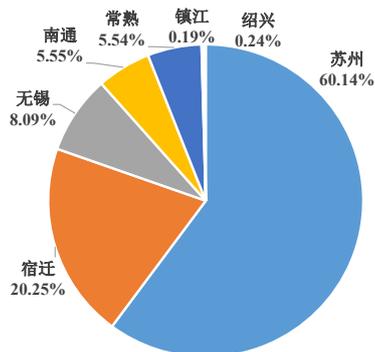
资料来源：新建元控股提供，中诚信国际整理

图 5：截至 2025 年 3 月末公司债务结构（亿元）



资料来源：新建元控股提供，中诚信国际整理

图 6：截至 2025 年 3 月末公司全口径土储分布（面积）



资料来源：新建元控股提供，中诚信国际整理

作为苏州工业园区国有全资公司，新建元控股与金融机构保持友好合作关系，仍保持较为畅通的融资渠道且融资成本较低，2024 年新建元控股综合融资成本（含永续债）为 3.36%，较 2023 年进一步下降，处于行业较低水平。

**新建元控股房地产销售业务开发节奏偏慢，规模优势一般，2024 年全口径签约销售规模大幅下滑；近年来土地投资策略适中，项目位于以苏州市为主的长三角地区，需关注土地储备的区域集中度风险以及部分项目的去化、出表及变更运营方式的进展；新建元控股与金融机构保持友好合作关系，融资渠道较为畅通且融资成本较低。**

新建元控股系苏州工业园区持有型物业核心运营主体，持有型物业主要位于苏州工业园区，以成本模式计量，2022~2024 年新建元控股分别实现租金收入 4.99 亿元、6.81 亿元和 4.81 亿元，其中 2024 年租金收入下滑主要系部分项目出表以及部分项目出租情况受经济环境影响下滑所致，持有型物业的租金收入可为其带来较为稳定的现金流补充，并可通过 REITs 方式实现资产盘活。此外，新建元控股负责区域综合开发、产业载体开发与项目投资等城市服务业务，可与房地产销售及物业运营业务产生较强的协同效应，并可为新建元控股带来一定的收入补充。

表 37：截至 2025 年 3 月末公司通过 REITs 方式出表的持有型物情况（平方米、元/平方米/月）

物业名称	物业性质	可租面积	2024 年出租率	2024 年租金水平	出表时间	出表形式
月光码头	街区商业	33,057	97.48%	102.38	2019	类 REITs
湖滨新天地	街区商业	16,379	97.55%	120.57	2019	类 REITs
星海休闲广场	街区商业	13,038	100.00%	66.71	2019	类 REITs
斜塘老街(一三期)	街区商业	33,072	96.13%	102.77	2019	类 REITs
2.5 产业园（一期）	产业园区	67,524	66.67%	70.00	2021	公募 REITs
2.5 产业园（二期）	产业园区	87,824	81.15%	61.54	2021	公募 REITs
李公堤一期（商业）	街区商业	16,727	100.00%	136.44	2023	类 REITs
李公堤二期（商业）	街区商业	27,290	87.95%	87.97	2023	类 REITs
李公堤三期（商业）	街区商业	66,997	88.24%	83.73	2023	类 REITs

新城邻里中心	集中商业	20,199	95.80%	44.12	2023	类 REITs
贵都邻里中心	集中商业	5,994	86.98%	51.86	2023	类 REITs
师惠邻里中心	集中商业	9,193	96.89%	54.95	2023	类 REITs
沁苑邻里中心	集中商业	7,222	99.35%	53.72	2023	类 REITs
湖东邻里中心	集中商业	27,585	87.24%	78.20	2023	类 REITs
玲珑邻里中心	集中商业	14,486	97.84%	64.92	2023	类 REITs
翰林邻里中心	集中商业	11,812	99.47%	63.68	2023	类 REITs
邻瑞广场	集中商业	90,552	77.30%	74.00	2023	类 REITs
方洲邻里中心	集中商业	16,734	86.44%	77.04	2023	类 REITs
东沙湖邻里中心	集中商业	38,543	99.52%	58.43	2023	类 REITs
时代广场（商业）	街区商业	37,320	47.63%	123.46	2024	类 REITs
景城邻里中心	集中商业	48,020	70.69%	60.93	2024	类 REITs
兆佳巷邻里中心	集中商业	31,701	98.71%	83.37	2024	类 REITs
翰林二期邻里中心	集中商业	9,610	99.26%	72.92	2024	类 REITs
2.5 产业园（三期）	产业园区	146,294	61.40%	64.38	2025.Q1	类 REITs
汇智湾一期	产业园区	71,753	82.07%	33.36	2025.Q1	类 REITs
<b>合计</b>		<b>948,926</b>	--	--	--	--

资料来源：新建元控股提供，中诚信国际整理

**中诚信国际认为，新建元控股系苏州工业园区持有型物业核心运营主体，持有型物业租金收入可为其带来较为稳定的现金流补充，并可通过 REITs 方式实现资产盘活。**

## 财务风险

2024 年受房地产结转规模减少的影响，新建元控股当年房地产销售收入同比减少 23.16%，带动营业总收入规模同比略有下滑。由于高毛利项目结转比例减少，当年新建元控股房地产销售业务毛利率同比下降 17.31 个百分点，但仍处于行业内较高水平。受收入规模减少的影响，新建元控股期间费用率逐年增长且整体偏高；受上述因素的综合影响，2024 年经营性业务利润仍为负值，利润总额对投资收益的依赖程度很大，整体盈利能力良好。2025 年 1~6 月，受房地产销售收入大幅下滑影响，新建元控股营业收入同比下滑-43.96%至 16.42 亿元。

随着新项目的获取，存货规模大幅增长，带动 2024 年末新建元控股总资产及负债规模持续增长。具体来看，新项目获取使得存货构成中开发产品占比下降至 32.99%，由于公司正推动部分项目出表或变更运营方式，因此当前计提存货跌价准备规模较小，当期末新建元控股计提存货跌价准备余额 0.21 亿元，仅占同期末存货账面余额的 0.10%；投资性房地产主要为其持有的园区内多项产业地产、商业地产、写字楼和城市综合体项目，均采用成本模式计量，2024 年末随着持有型项目的建设投入，投资性房地产规模有所增长；由于项目结转规模大于并表签约销售规模，2024 年末新建元控股预收款项（含合同负债）规模进一步下降至极低水平，对未来收入结转的支撑能力很弱。

2024 年新建元控股并表口径销售回款小幅上升，使得当年销售商品、提供劳务收到的现金小幅增长，由于土地款、建安支出以及各项税费等支出规模增长，当年经营活动净现金流净流出规模增大；由于新建元控股对合联营企业追加规模减少，投资活动现金流净流出规模收窄；近年来新建元控股对外融资需求整体加大，2024 年筹资活动现金流呈现大额净流入态势。偿债指标方面，公

公司经营获现对债务本息的保障能力一般，偿债指标有待改善。

表 38：新建元控股主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.1~6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	54.66	41.98	22.58	58.00	17.35	40.69	1.01	72.55
专业服务	13.03	8.63	18.94	9.56	19.33	6.88	10.67	0.21
房产租赁	4.99	0.65	6.81	36.87	4.81	6.39	1.64	-41.57
物业费业务	3.71	-5.46	4.24	-11.51	4.04	-22.21	2.10	-10.78
其他业务	1.92	45.31	1.84	29.35	2.52	27.76	1.00	20.37
<b>营业收入/营业毛利率</b>	<b>78.31</b>	<b>31.62</b>	<b>54.42</b>	<b>32.11</b>	<b>48.04</b>	<b>17.69</b>	<b>16.42</b>	<b>0.30</b>

表 39：近年来新建元控股财务相关指标情况（亿元、X）

	2022	2023	2024	2025.6/2025.1~6
期间费用率(%)	15.66	24.97	28.55	41.50
经营性业务利润	3.37	-2.13	-3.85	-7.52
投资收益	12.17	18.48	14.30	15.56
资产减值损失	0.003	0.15	0.002	--
信用减值损失	0.09	-0.001	0.03	0.01
利润总额	16.05	16.74	11.36	7.58
EBIT 利润率(%)	16.91	13.28	14.37	-
货币资金	56.22	46.44	38.99	56.47
其他应收款	30.34	73.25	62.96	62.89
存货	159.69	143.80	216.59	233.29
开发产品/存货(%)	18.94	41.12	32.99	--
存货周转率（次/年）	0.35	0.24	0.22	--
投资性房地产	121.00	125.39	158.65	153.13
长期股权投资	58.30	66.99	67.64	67.43
总资产	501.37	541.02	628.77	658.59
预收款项（含合同负债）	23.16	13.78	4.98	3.98
总债务	228.22	258.99	347.57	--
短期债务/总债务(%)	26.19	26.73	34.49	--
少数股东权益	14.59	13.47	22.13	22.28
未分配利润	42.75	51.91	54.75	54.38
其他权益工具	6.05	6.05	6.05	6.05
所有者权益	152.77	159.24	171.07	188.41
净负债率(%)	117.94	139.29	187.05	--
经营活动净现金流	0.09	-17.96	-71.74	-12.75
销售商品、提供劳务收到的现金	63.41	39.23	41.69	15.89
投资活动净现金流	-19.09	-44.04	-8.73	13.89
筹资活动净现金流	23.91	52.42	73.77	16.51
非受限货币资金/短期债务	0.92	0.66	0.32	--
EBITDA 利息保障倍数	2.12	1.31	1.14	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	3.60	6.60	8.34	--

资料来源：新建元控股提供，中诚信国际整理

## 其他事项

财务弹性方面，截至 2025 年 6 月末，新建元控股及合并报表的下属子公司取得银行授信总额

591.38 亿元，其中未使用的授信额度为 290.59 亿元。

受限资产方面，截至 2025 年 6 月末，新建元控股受限资产合计为 141.18 亿元，占当期末总资产的 21.44%，其中包括受限投资性房地产 79.41 亿元、存货 58.56 亿元、固定资产 0.71 亿元等。

或有负债方面，截至 2025 年 6 月末，新建元控股对外担保（不含对按揭贷款的客户和申请住房公积金贷款的客户提供的担保）余额为 1.06 亿元<sup>22</sup>，占净资产的比重为 0.56%。同期末，新建元控股无影响经营的重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据新建元控股提供的《企业信用报告》及相关资料，2022~2026 年 1 月，新建元控股本部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，新建元控股在公开市场无信用违约记录。

**中诚信国际认为，2024 年新建元控股收入规模同比有所减少，毛利率同比下滑但仍处于行业内较高水平，期间费用率偏高，经营性业务利润规模仍为负值，利润对投资收益的依赖程度很大，存货跌价准备计提规模较小，整体盈利能力良好；公司预收款项对未来收入结转的支撑能力很弱，新项目获取使得期末债务规模大幅增长，财务杠杆水平快速提升，主要偿债指标仍有待改善。**

## 外部支持

新建元控股实际控制人为园区管委会，股东兆润控股及园区投控均为园区管委会下属一级全资子公司。兆润控股及园区投控作为苏州工业园区重要的投资开发主体及对外融资平台，经营业务多样，园区开发经验丰富，综合实力很强。新建元控股系苏州工业园区内的综合性房地产开发国有独资公司，业务产业链已完成从地产开发销售向物业运营及城市运营配套的延伸，在苏州工业园区内具有较高的市场地位，职能定位重要，可在业务、资金等多方面获得园区管委会较大的支持。截至 2024 年末，新建元控股其他应付款中股东方兆润控股和园区投控对其的股东借款余额合计为 49.00 亿元，新建元控股股东通过资金拆借的方式向其提供一定支持。此外，其股东兆润投资控股、园区投控以及园区管委会下属公司也为新建元控股提供差额补足、保证担保等增信措施，对其未来业务发展提供资金支持。

**中诚信国际认为，新建元控股股东兆润控股及园区投控均为园区管委会下属一级全资子公司，综合实力很强，新建元控股在项目获取、资金安排等方面可获得较强的股东支持。**

## 信用增进机构信用质量分析

### 差额补足义务人/流动性支持机构——园区投控

园区投控（本节或简称“公司”）成立于 1994 年 1 月，由园区管委会投资设立。2005 年，园区投控成为园区管委会的全资子公司。2020 年 12 月，根据苏州市财政局和苏州市人民政府国有资产监督管理委员会印发的《关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》和江苏省人民政府印发的《省政府关于印发江苏省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》，园区管委会将其持

<sup>22</sup> 截至 2025 年 6 月末，公司本部为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保金额合计 3.52 亿元，公司子公司苏州工业园区住房置业融资担保有限公司对申请住房公积金贷款的客户提供的未到期担保余额合计 594.70 亿元。

有的 10% 园区投控股权无偿划转至江苏省财政厅。截至 2025 年 9 月末，园区投控的实收资本为 38.87 亿元，园区管委会和江苏省财政厅分别持股 90% 和 10%，园区管委会为园区投控的控股股东和实际控制人。

园区投控本部主要经营苏州工业园区管委会授权的国有资产经营业务；子公司经营范围包括市政公用设施投资及经营、房地产开发及经营、现代物流业、土地一级开发、物业出租和管理等。

## 运营实力

公司作为苏州工业园区重要的园区开发、服务与投资主体，具有很强的业务竞争力，目前业务主要由土地开发、物业出租、现代服务、绿色公用服务及对外投资等构成。2024 年受园区开发业务板块收入规模下降的影响，当期营业收入同比下降 15.15%；综合毛利率水平同比下滑 3.35 个百分点，但仍保持了较高的业务毛利率。

表 40：近年来园区投控主营业务收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率									
<b>园区开发</b>	<b>24.53</b>	<b>40.39</b>	<b>48.89</b>	<b>28.06</b>	<b>54.17</b>	<b>60.90</b>	<b>18.53</b>	<b>42.16</b>	<b>65.58</b>	<b>18.68</b>	<b>48.21</b>	<b>47.49</b>
土地开发	16.54	27.24	47.81	17.83	34.42	62.82	7.56	17.20	81.89	10.91	28.17	45.86
物业出租	7.98	13.15	51.12	10.23	19.75	57.57	10.97	24.96	54.35	7.76	20.04	49.77
<b>园区服务</b>	<b>29.00</b>	<b>47.76</b>	<b>58.28</b>	<b>15.07</b>	<b>29.10</b>	<b>20.11</b>	<b>14.82</b>	<b>33.72</b>	<b>16.25</b>	<b>11.19</b>	<b>28.88</b>	<b>22.07</b>
现代服务业	21.43	35.29	70.35	8.56	16.53	20.92	7.93	18.04	16.08	5.45	14.08	16.91
绿色公用服务	7.57	12.47	24.14	6.51	12.57	19.04	6.89	15.68	16.44	5.73	14.80	26.98
<b>其他</b>	<b>7.20</b>	<b>11.85</b>	<b>41.27</b>	<b>8.67</b>	<b>16.73</b>	<b>38.09</b>	<b>10.60</b>	<b>24.12</b>	<b>36.25</b>	<b>8.87</b>	<b>22.90</b>	<b>46.16</b>
<b>主营业务收入/毛利率合计</b>	<b>60.73</b>	<b>100.00</b>	<b>52.47</b>	<b>51.80</b>	<b>100.00</b>	<b>45.22</b>	<b>43.95</b>	<b>100.00</b>	<b>41.87</b>	<b>38.74</b>	<b>100.00</b>	<b>39.84</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 园区开发业务

公司园区开发业务包括土地开发与物业出租，仍主要由苏州中方财团控股股份有限公司（以下简称“中方财团”）及下属子公司负责运营。

**园区土地开发：**土地开发业务主要为针对合作园区的土地一级开发，土地开发完成后由政府土地储备中心收储，并通过招拍挂形式实现出让，公司基于在苏州工业园区开发运营领域积累的多年经验，并以长三角地区为重点，逐步拓展新的展业区域，现有业务已涉及浙江、安徽等地。

公司业务模式按盈利模式划分为协议分成和成本加成两种模式，交易对手方均为所在园区管委会。协议分成模式下，公司与项目所在地政府签订项目合作开发协议，公司根据合作协议要求完成项目区域内建设，使得区域内土地达到可上市拍卖状态，公司开发收益将根据拍卖所得扣除相关税费后约定。2016 年《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号文）出台后，公司新增的园区土地开发项目全部采用成本加成模式，加成比例因项目的不同存在一定差异。资金平衡方面，公司园区土地开发业务资金以自筹为主，回款来源主要为开发土地出让后取得的开发收益（协议模式）或政府回购款（成本加成模式），开发收益通常在土地挂牌出让后一个月内到账。

公司园区土地开发项目投资规模大、建设周期长，目前已完工项目包括中新科技城、苏宿工业园项目和乐余项目。近年来公司园区土地开发业务规模波动较大，其中 2024 年该板块业务规模同比下降 57.60%，主要系其按土地出让节奏以及回款进度确认收入，当年斜塘一级土地开发项目确认收入规模同比大幅减少。

截至 2024 年末，公司园区土地开发在建项目较多，但主要为 2019 年之前承接，包括苏通科技产业园项目、苏滁现代产业园项目等。其中，苏通科技产业园的 48.5 平方公里部分及乐余项目主要采取成本加成模式；此外，中新科技城、苏通科技产业园的 1.48 平方公里部分、苏宿园区、苏滁现代产业园项目、海虞项目及鹞山桃花源项目商住用地出让部分均采用协议分成模式。此外，公司嘉善项目采取 PPP 开发模式，由嘉善县人民政府负责合作区域内的土地整理、规划调整、基础设施建设和配套设施建设等工作；公司与嘉善县人民政府指定的县国投公司共同成立项目开发公司（公司持股 51%），负责土地整理投资服务、规划设计咨询服务、基础设施建设服务和产业发展服务等工作。嘉善县人民政府与项目开发公司签订《浙江省嘉善县现代产业园 PPP 项目合同》。双方约定合作开发嘉善县行政区划内 16.5 平方公里土地，合作期限 18 年，项目总投资预计 94.20 亿元。项目开发公司的回款来源主要为合作区政府性基金预算收入等，按照成本加成的方式获得收入。

除上述项目外，公司亦积极输出园区经验，公司通过轻重资产结合的创新模式进行中新昆承湖园区（位于常熟市）的开发，通过提供品牌输出、软件转移服务及产业发展等服务实现收入，项目已于 2022 年开工。

截至 2024 年末，公司园区土地开发业务在建项目计划总投资共计 261.16 亿元，已完成投资 171.60 亿元，尚需投入规模为 89.56 亿元，存在较大的资本支出压力。截至目前，公司暂无拟建园区开发项目。

表 41：截至 2024 年末园区投控园区开发业务项目明细（亿元）

项目名称	土地整理面积	项目收益模式	建设周期	(预计) 总投资	已完成投资
中新科技城	项目位于苏州工业园区北部，规划面积 399.01 公顷，可实现租售面积 243.91 公顷	协议分成	已完结	--	6.14
苏宿园区项目	首期为宿迁市耿车镇、双庄镇通湖大道以东 105 公顷区域，二期为双庄镇通湖大道以东 77 公顷区域	协议分成	已完结	--	7.57
乐余项目	项目位于张家港乐余镇，目前由公司开发的可出让土地面积为 4.10 公顷，并已出让完毕	基础设施建设部分采取成本加成；对商住用地土地出让收入进行协议分成	已完结	--	0.44
合计			--	--	14.15
苏通科技产业园	项目位于南通大桥北侧，总体开发面积约 50 平方公里	48.5 平方公里为成本加成；1.48 平方公里为协议分成	2009-2029	38.72	35.17
苏滁现代产业园	项目位于滁州市东南，包括苏滁现代产业园和上海路清流河桥上游部分区域，规划总面积约 35 平方公里	协议分成	2012-2035	79.36	38.96
海虞项目	项目位于常熟市海虞镇中心镇区，总规划面积约 1.66 平方公里	协议分成	2014-2027	16.00	10.99
鹞山桃花源项目	项目位于张家港市凤凰镇，总用地面积约 1.58 平方公里	协议分成	2016-2027	4.89	3.19
斜塘项目	项目建设范围位于苏州工业园区斜塘片区，为星华街以西、金鸡湖大道以北、星塘街以东、斜塘河南侧；规划总用地面积约为 152.55 公顷，其中：规划建设面积约为 66.5 公顷	协议分成	2015-2025	27.99	25.97

嘉善项目	约定合作开发嘉善县行政区划内 16.5 平方公里土地	PPP 模式， 成本加成由政府回购	2019-2033	94.20	57.32
合计			--	261.16	171.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**物业出租：**物业出租方面，公司拥有苏州工业园区内多项商业用房、工业厂房和人才公寓项目，其中商业用房包括物流中心、纳米科技园、机关中心大厦、科文中心大厦等；工业厂房和人才公寓的出租主要是作为招商引资的手段，其中目汀兰家园、青年公社、苏滁蓝白领公寓项目等物业均以长租公寓模式运营。上述资产体现于公司的投资性房地产科目，截至 2024 年末投资性房地产中房屋建筑物的账面价值为 70.61 亿元（按成本法计量）。随着园区环境的不断成熟，近年来公司租赁收入逐年增长，预期公司物业出租收入将持续给公司带来稳定的利润及现金流。

**中诚信国际认为，公司园区土地开发业务深耕于长三角地区，目前在建项目较多，未来收入确认较有保障，但项目投资缺口较大，资本支出压力值得关注。此外，公司核心业务园区土地开发业务与政府合作较为紧密，资源整合复杂程度较高，需关注宏观政策变动带来的影响。**

## 园区服务业务

园区投控园区服务业划分为绿色公用服务和现代服务两大板块，由中方财团及其子公司负责运营。

**现代服务板块：**现代服务板块主要包括多元化服务中心的园区招商、工程代建和物业服务等。园区投控下属子公司中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（以下简称“中新集团”）近年来为园区管委会、滁州市人民政府、江苏南通苏通科技产业园区管理委员会、南通市经济技术开发区总公司、江苏省农垦集团有限公司等提供了一系列的招商代理服务和工程代理服务。其中，中新集团历年来与园区管委会签订一系列协议，园区管委会或其指定的第三方政府机构按每年统计的由公司引进内、外资项目（包括增资项目）、功能性机构及其他重点项目的到账资本（外资）或注册资本（内资）的 2% 标准支付招商代理费。同时，公司受苏州工业园区市政工程部和苏州工业园区综合行政执法委托，为其在苏州工业园区投资新建和续建的路桥、河道、雨水管道、景观及绿化工程等建设工程项目提供工程代理服务，上述单位承担建设工程项目所需的全部开发资金，中新集团按合同约定的要求有效利用资源和资金，做好投资、进度、质量、协调、安全文明等方面管理工作，按时保质地完成工程建设任务，上述单位按建设工程项目货币工作量的 0.6%~2.88% 向中新集团支付工程代理费。此外，中新集团与南通市人民政府、滁州市人民政府等均签订了商务协议，负责合作区域内的招商引资，根据一定标准适当收取招商代理服务费。

园区投控物业管理的运营主体为中新苏州和乔物业服务有限公司（以下简称“和乔物业”），主要为园区内住宅、商业地产及工业厂房等提供物业管理服务。此外，子公司纳米科技、苏州独墅湖科教发展有限公司对管理的产业园提供物业服务、机关中心对其管理的办公楼提供配套物业服务。近年来，随着和乔物业承接的各类项目不断增加、管理的产业园载体增多园区投控的物业管理收入总体呈现上升趋势。

此外，园区投控向苏通科技产业园等项目客户提供规划建设、招商引资、社会管理、团队建设等方面的理论培训和实践指导，并按当年区域内土地拍卖金额的 5% 确认为品牌输出及软件转移收

入。园区投控长期为苏州新加坡国际学校、苏州工业园区康乐斯顿外国语学校等提供教育培训、咨询及管理等服务，自营的区内福朋喜来登酒店自 2011 年底投入使用以来客流量也实现了逐步增长。2022 年中新集团首次确认中新嘉善现代产业园管委会收取的园区开发运营收入，当年招商代理及软件转移收入大幅提升，且该项目利润水平较高，因此 2022 年现代服务业收入及毛利率水平较高；2023 年及 2024 年，由于中新集团向中新嘉善现代产业园管委会收取园区开发运营收入有所下降，其当年园区服务业务收入回落至 2021 年相近水平。

**绿色公用服务板块：**公司绿色公用服务业务主要由下属子公司中新苏州工业园区绿色公用发展集团有限公司（以下简称“中新绿发”）开展，运营范围包括公用事业、环境保护和能源基础设施的投资、建设、运营和管理等。园区投控的热电联供、市政污水处理、污泥处置等业务在特许区域范围提供服务，由政府审核和公布产品或服务的指导价格；工业废水处理和危险废弃物处置业务由园区投控和工业客户签订处理服务协议，收费价格随行就市。

表 42：2022-2024 年公司绿色公用服务业务运营情况

	2022	2023	2024
污水处理量（万吨）	945.84	818.53	1,072.19
污泥处理量（万吨）	19.15	20.59	20.86
热电厂供热量（万吨）	72.38	68.06	69.14
热电厂上网电量（亿千瓦时）	0.98	0.82	0.84
危废处理量（万吨）	5.63	6.59	4.94
集中供热量（万吨）	17.14	21.73	25.91
集中供冷量（兆瓦时）	24,930.90	28,186.00	30,744.00
污水处理量（万吨）	945.84	818.53	1,072.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，中新苏州工业园区绿色发展有限公司主要以控股或参股优质公用事业企业的形式开展业务，例如控股的苏州工业园区中法环境技术有限公司（51.00%）、苏州东吴热电有限公司（51.88%）等以及参股的苏州工业园区清源华衍水务有限公司（50.00%）、苏州港华燃气有限公司（45.00%）、苏州工业园区蓝天燃气热电有限公司（30.00%）等均处于良好经营状态，其参股子公司每年也可为园区投控带来较为稳定的投资收益。

表 43：截至 2025 年 3 月末园区投控绿色公用服务项目

项目类型	数量	处理能力
自来水厂	2	合计日供水能力 65 万吨
污水处理厂	2	合计日处理量 54 万吨
高浓度工业废水处理厂	1	日处理量 0.36 万吨
燃气厂	1	年官网输送能力 12.09 亿立方米
燃气热电厂	2	发电能力 720 兆瓦、最大供热能力 480 吨/时的蒸汽联合循环热电联产机组和供热能力共约 220 吨/小时的燃气锅炉
燃煤热电厂	1	发电能力 39 兆瓦、供热能力 282 吨/时
污泥干化处置工厂	3	合计日处理湿污泥规模 1,200 吨
集中供热和供冷项目	1	装机容量 1.5 万美国冷吨、供热规模 60 吨/小时
公共管网建设	--	市政供水管网 1,094 公里，污水管网 816 公里，燃气管网 1,947.39 公里，供热管网 163.8 公里和污水泵站 44 座
固废处理项目	--	处理能力 30,000 吨/年
分布式光伏项目	--	已投运 643MW，在建 63MW

餐厨及园林绿化垃圾处理	--	餐厨垃圾处理规模 600 吨/日，绿化垃圾处理规模 100 吨/日，垃圾渗滤液处理规模 100 吨/日
危废处理项目	1	废液处理规模 10 万吨/年，小微企业危废收集平台 5,000 吨/年

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

价格方面，除供水价格在特殊时期有一定优惠外，其他公用事业价格保持稳定，公共服务类收费价格按照当地政府物价局制定的标准执行。

表 44：截至 2025 年 3 月末苏州工业园区部分公用事业价格表

类别	项目	单价
供水	使用费（含排污费）	非居民用水：4.11 元/立方米
		特种用水：5.38 元/立方米
天然气	使用费	居民：3.41 元/立方米（第一阶梯）
		非居民：4.255 元/立方米
		非居民-其他（公用事业）：3.32 元/立方米
		居民：三阶梯气价
		0-400（含）立方米：3.02 元/立方米
蒸汽	使用费（含 9% 增值税）	400-1,000（含）立方米：3.62 元/立方米
		1,000 立方米以上：4.53 元/立方米
		蓝天用户：337.23 元/吨
		东吴用户：217 元/吨

资料来源：园区投控提供，中诚信国际整理

**总的来看，公司重点加强新兴产业的招商引资，优化产业结构，致力于通过对客户的全方位配套服务来完善园区投资软环境，公司招商代理等多元化现代服务业务及绿色公用服务发展态势良好，能够带来良好的收入及现金流。**

## 股权投资业务

近年来，园区投控稳步推进股权投资，截至 2024 年末长期股权投资规模为 235.23 亿元，主要系对合营、联营企业的投资。园区投控系苏州工业园区国有企业的投资主体，多年来承担了园区较多的公用事业设施、服务业、商业配套等投资，累计的股权投资金额较大，随着园区建设的成熟，大量的商业配套地产及其他非经营资产计划经整合后实施股权退出，但园区投控将继续持有具备成长性的资产，以实现国有资产的增值。2024 年及 2025 年 1~9 月，园区投控分别取得投资收益 14.90 亿元和 7.81 亿元，除对联营、合营企业投资外，公司亦通过持有或处置所持资管计划、理财产品及其他权益工具投资获得投资收益，整体投资收益保持良好，2024 年以来受宏观经济形势影响，公司所投企业收益同比有所下降。

表 45：2024 年园区投控长期股权投资前十大明细（亿元）

公司名称	账面金额	投资收益	发放现金股利或利润
苏州元禾控股有限公司	41.41	0.80	1.07
新建元控股	40.90	2.01	1.03
苏州工业园区生物产业发展有限公司	24.53	0.02	0.18
苏州工业园区科技发展有限公司	20.29	0.28	0.13
苏州工业园区教育发展投资有限公司	18.37	-0.15	0.00
苏州工业园区城市重建有限公司	12.37	0.89	0.24
中新苏州工业园区投资管理有限公司	12.01	0.43	0.18
苏州工业园区清源华衍水务有限公司	10.81	1.14	1.07

苏州中新万科房地产有限公司	10.17	0.004	0.00
苏州新时代文体会展集团有限公司	7.72	-1.18	0.00
<b>合计</b>	<b>198.58</b>	<b>4.24</b>	<b>3.90</b>

资料来源：园区投控财务报表，中诚信国际整理

**总体来看，公司持续推进股权投资，获得可观的投资收益，对利润总额的贡献度较高。**

## 其他主营业务

公司其他主营业务主要包括物流服务、商品销售、商业服务等，其中物流业务和商品销售业务贡献收入较高，且物流业务具有区域垄断性，系公司其他主营业中重要板块。

公司物流服务收入来源主要包括海关监管输单、过磅、查验的场站收入，保税及非保税仓储服务收入，配送运输服务收入，配套物业出租收入，以及代理进出口业务收入等，主要通过控股子公司物流中心运营。物流中心拥有江苏省最大、最先进的仓储设施群。2004年5月11日，海关总署批准在苏州工业园区进行全国首家“海关保税物流中心（B型）”试点；同年8月3日，国家财政部、国税总局和海关总署联合发文，正式批准国内货物进入园区海关保税物流中心视同出口，享受出口退税政策。截至2024年末，综合保税区各类基础设施及基建投入已超过60亿元，建成保税仓库40万平方米，厂房100万平方米，区外周边建成普通仓库80万平方米，商业办公设施50万平方米，已经初步形成设施先进、配套完善、交通便利，集保税加工、保税物流和进出口贸易为一体的大型综合性功能区域。

商品销售业务主要由子公司中方财团、苏州纳米科技发展有限公司（以下简称“纳米科技”）、苏州工业园区机关事务管理中心（以下简称“机关事务中心”）和苏州独墅湖科教发展有限公司（以下简称“独墅湖科教”）运作。中方财团销售收入主要为新能源设备、组件、光伏发电销售收入，机关事务中心销售收入主要为苏州工业园区管委会大楼食堂收入及超市商品销售，独墅湖科教销售收入主要为独墅湖高校区内餐饮销售收入，纳米科技销售收入主要系微纳中试平台的销售收入。2024年公司实现商品销售收入6.09亿元，同比大幅增长58.62%，主要系当年新增较多新能源相关生产设备的销售；同期，得益于毛利率较高的新能源设备销售的增长，2024年其毛利率增至32.91%。

2024年公司以物流业务和商品销售为主的其他业务收入为10.60亿元，收入规模同比增长22.32%；2025年1~9月，公司其他业务收入为8.87亿元，占2024年其他业务收入的83.68%。

**综上所述，多元化的其他业务为公司业务收入形成补充，其中物流业务在区域内保持垄断优势。**

## 财务风险

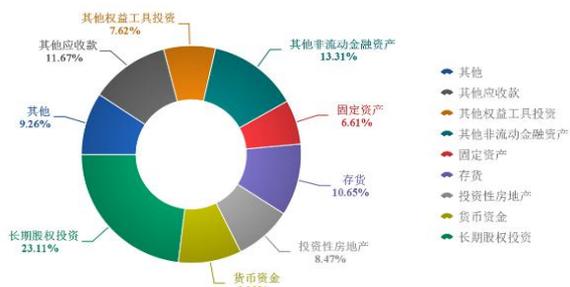
### 资本实力与结构

公司系苏州工业园区重要的园区开发、园区服务经营和投资主体，地位重要，近年来配合政府战略及自主经营拓展，资产规模保持增长，2024年末同比增长5.73%。截至2025年9月末，随着对外投资、项目建设的推进，公司总资产进一步增至1,030.00亿元，较上年末增长1.22%。

公司目前经营范围包括对外投资、土地一级开发（主要针对苏州工业园区及其他合作开发区的土

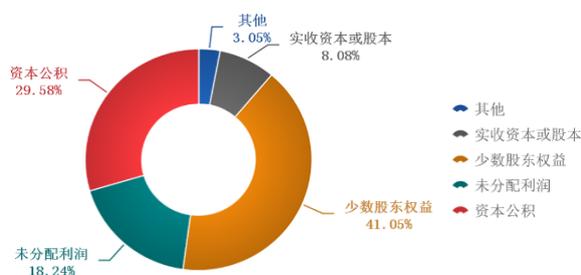
地一级开发)、物业出租和管理、市政公用设施投资及经营等,资产主要由上述业务形成的存货、长期股权投资、其他非流动金融资产、投资性房地产和其他权益工具投资,及与区域内企业拆借形成的其他应收款构成,并呈现以非流动资产为主的资产结构,预期公司未来仍将保持该业务布局,资产结构将保持稳定。流动资产方面,公司存货主要为土地开发成本、土地开发产品及工程施工费用,受标准厂房、长租公寓等房地产经营项目及园区开发项目投资和结算进度影响,公司存货呈现存在一定波动;其他应收款以与园区管委会下属企业之间的往来款为主,回收风险较为可控,但规模较大,仍对资产流动性造成一定影响。非流动资产方面,公司对外投资类科目规模保持增长,近年来的贡献投资收益<sup>23</sup>是公司利润重要来源。其中其他非流动金融资产主要为公司自持的劣后级资产证券化债券及对基金的投资,投资性房地产主要为公司对外出租的商业物业资产,长期股权投资主要为对园区内联营企业投资以及对外能源、半导体等项目股权投资,能为公司实现较好的投资收益,投资性房地产亦能实现较好的租赁收入。总体来看,公司资产具备一定的收益性,但业务未结项目成本及相关款项规模较大,资产流动性一般。

图 7: 截至 2024 年末公司资产分布情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

图 8: 截至 2024 年末公司所有者权益情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

近年来, 受益于政府的持续支持, 公司资本公积持续增长, 此外, 公司自身盈利能力较强, 经调整的所有者权益<sup>24</sup>亦同步增长, 但公司所有者权益构成中, 中方财团等子公司其他股东持股形成的少数股东权益占比较高, 需关注权益结构的稳定性。预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转资产, 公司所有者权益规模将进一步增厚。

随着业务不断发展, 公司外部融资规模亦有所扩大, 资产负债率和总资本化比率亦呈上升态势, 不过整体仍维持在较低水平。随着项目建设的持续推进, 公司净债务及财务杠杆率或将保持增长趋势。

表 46: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元)

	2022	2023	2024	2025.9
货币资金	77.11	78.84	94.46	73.96
其他应收款	107.33	116.19	118.77	115.11
存货	110.96	116.75	108.37	104.92
长期股权投资	227.16	233.30	235.23	237.00
其他权益工具投资	63.55	66.78	77.57	84.77
其他非流动金融资产	109.91	131.39	135.49	144.53
投资性房地产	72.82	84.95	86.23	91.16

<sup>23</sup> 2022~2024 年及 2025 年 1~9 月公司投资收益分别为 15.67 亿元、17.20 亿元、14.90 亿元和 7.81 亿元。

<sup>24</sup> 公司无相关调整项, 故经调整的所有者权益即为报表所示所有者权益。

固定资产	32.29	49.26	67.29	79.67
总资产	880.75	962.39	1,017.58	1,030.00
非流动资产占比(%)	62.53	64.30	64.89	67.19
少数股东权益	181.08	192.69	197.60	207.43
经调整的所有者权益合计	450.36	473.33	481.32	492.32
资产负债率(%)	48.87	50.82	52.70	52.20
总资本化比率(%)	41.31	43.50	46.04	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**公司地位突出，持续获得的股东支持及较强的盈利能力提升了自身的资本实力，杠杆率维持在较低水平；公司自持物业和对外投资规模较大且具备一定的收益性，但业务未结算成本和相关款项资金沉淀规模较大，整体资产流动性一般。**

## 现金流分析

随着园区服务业务的波动，近年来公司收入呈波动增长的态势，销售商品、提供劳务收到的现金规模基本能与营业收入相匹配，收现比比率在 1 左右波动，公司收入质量一般。

公司经营活动净现金流受主营业务回款与支出、政府补助、往来款等影响较大，近年来公司园区开发运营投入有所减少，经营活动现金流量净流入规模逐年扩大。

公司维持较大的对外投资支出规模，购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金及投资支付的现金保持较大规模的流出，但公司当期收回投资收到的现金无法满足投资的需求，使得投资活动现金流仍呈现大幅的净流出。根据自身发展计划及投资业务的定位，预计公司未来两三年内投资活动现金流将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动的资金缺口较大，经营活动净现金流虽有所改善但仍无法满足投资的需求，公司对外部融资保有一定的依赖。公司主要通过银行借款及债券发行来补足资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时，股东的货币增资亦是公司资金补充的重要渠道，2023~2024 年，公司吸收投资收到的资金分别为 4.97 和 2.07 亿元。2024 年公司减少园区开发等经营项目支出同时加大融资力度以支撑各类投资项目资金需求，当年现金及现金等价物增加额有所扩大，但随着 2025 年 1~9 月产生较大的投资支出，现金及现金等价物规模有所消耗。

表 47：近年来公司现金流情况（亿元、X）

	2022	2023	2024	2025.1~9
经营活动产生的现金流量净额	7.35	18.96	26.58	6.67
投资活动产生的现金流量净额	-29.10	-46.13	-42.31	-29.63
筹资活动产生的现金流量净额	35.97	29.04	30.13	3.51
现金及现金等价物净增加额	14.23	1.85	14.42	-19.44
收现比	0.92	1.19	1.05	0.92

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**公司经营活动贡献的现金净流入规模有所扩大，经营获现能力增强，但持续大规模的对外投资加大了资金缺口，经营发展对外部融资存在一定依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。**

## 偿债能力

经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长不断推升了公司外部债务融资需求，致使公司债务规模逐年增长，且其短期债务占比有所提升，债务期限结构有待改善。

表 48：截止 2025 年 3 月末公司债务构成（亿元）

	金额	一年以内（含一年）	一年以上
银行贷款	236.29	114.72	121.57
债券融资	153.00	53.50	99.5
融资租赁	1.78	0.32	1.46
其他融资	17.80	--	17.80
<b>合计</b>	<b>408.87</b>	<b>168.54</b>	<b>240.33</b>

注：其他融资主要为自贸区人民币债券和无固定期限的拆借款。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司自身盈利能力较强，利润总额规模较大，系 EBITDA 的重要组成，但 2024 年受园区开发等项目结算收入减少影响，利润总额下降导致 EBITDA 规模亦大幅下降；其 EBITDA 对利息覆盖保持较好水平，但覆盖能力持续弱化；得益于经营活动现金流的增长，其经营活动现金流对利息的覆盖能力持续提升。

截至 2025 年 9 月末，公司可动用非受限账面资金为 73.85 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；截至 2025 年 9 月末，公司银行授信总额为 557.58 亿元，尚未使用授信额度为 300.79 亿元，备用流动性较为充足；同时得益于在金融市场良好的认可度，近年来公司在债券市场表现较为活跃，截至 2025 年 3 月末其合并口径在手未发行批文额度包括公司债 50 亿元、超短期融资券 25 亿元和中期票据 25 亿元等。预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 49：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2022	2023	2024
总债务	316.96	364.37	410.64
短期债务占比(%)	34.00	46.48	45.47
EBITDA	50.75	50.95	32.17
EBITDA 利息覆盖倍数	4.03	3.84	2.35
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.58	1.43	1.94

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**公司债务规模逐年增长，且短期债务占比有所提升，债务期限结构有待改善；近年来公司经营活动现金流对利息覆盖能力持续提升，EBITDA 可对利息形成覆盖但覆盖能力持续弱化。**

## 其他事项

受限资产方面，截至 2025 年 9 月末，公司所有权受到限制的资产合计 90.35 亿元，主要是下属子公司股权、固定资产、房屋建筑物和土地使用权等，受限制的原因主要为银行借款抵押。当期末，公司受限资产占总资产的比例为 8.77%，占比相对较小，对其融资能力产生的影响有限。

或有负债方面，截至 2025 年 9 月末，公司对外担保余额为人民币 76.36 亿元，占净资产规模 15.51%，担保对象大多为苏州工业园区内资质较好的国有企业，此外，丹阳中鑫华海清洁能源有限公司和宿迁中新旭能热电有限公司均为有中方财团参股的企业。另截至 2025 年 9 月末，公司不存在影

响其正常经营的重大诉讼案件。

表 50：截至 2025 年 9 月末公司对外担保情况（万元）

被担保人	担保余额
新建元控股	415,100.00
苏州恒泰控股集团有限公司	146,900.00
苏州工业园区生物产业发展有限公司	105,800.00
苏州工业园区教育发展投资有限公司	36,000.00
丹阳中鑫华海清洁能源有限公司	34,613.39
苏州工业园区娄葑街道社区股份合作联社	21,000.00
宿迁中新旭能热电有限公司	4,158.99
<b>合计</b>	<b>763,572.38</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2025 年 12 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 外部支持

中诚信国际认为，园区管委会的支持能力很强，主要体现在以下方面：苏州工业园区是中国和新加坡两国政府间的重要合作项目，常年在商务部公布的国家级经开区综合考评中排名第一。近年来人口虹吸效应明显，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，近三年苏州工业园区 GDP、地方一般预算收入在苏州市内稳居第 2 位，仅次于昆山市。近年来园区的固定资产投资规模维持较大规模，且管委会对于政府债务管控能力较好，园区政府债务余额及债务率均处于全市中下游水平，需关注政府债务叠加国有经营主体经营性债务后可能带来的系统性风险。

同时，园区管委会对公司的支持意愿很强，主要体现在以下方面：(1) 公司系苏州工业园区重要的开发建设主体之一，公司作为苏州工业园区重要的园区开发、园区服务经营和投资主体，经营范围包括市政公用设施投资及经营、现代物流业、土地一级开发（主要针对苏州工业园区及其他合作开发区的土地一级开发）、对外投资、物业出租和管理等，定位清晰，业务具有很强的民生属性和高的不可替代性；(2) 与政府关联度很高：公司控股股东及实际控制人为园区管委会，并根据园区管委会意图承担重大项目投融资任务，股权结构、人员任命、债务管理和业务开展等均与园区管委会具有一定的关联性。此外，公司在获得股东货币注资、运营补贴等方面有良好记录，除直接的资金支持外，实控人及控股股东还以资产注入、股权划入等形式对公司提供支持。

表 51：2024 年苏州工业园区主要运营主体比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司	园区管委会 90%	苏州工业园区重要的开发建设投资主体	1,017.58	481.32	52.70	44.90	10.00	122.00
子公司：苏州中方财团控股股份有限公司	园区投控 28.31%（表决权 51.39%）	苏州工业园区重要的中方投资主体，经营范围涵盖园区基础设施开发、信息网络领域、能源设施等行业的投资拓展业务	473.91	236.13	50.17	31.92	9.16	28.00
孙公司：中新苏州工业园区开发集团股	中方财团 46.80%	园区开发与运营、载体配套业务、市政公用业务	353.63	192.04	45.70	26.85	6.24	20.00

份有限公司

苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司	园区管委会 90%	苏州工业园区投资开发的主体，负责投资建设园区基础设施	1,586.68	460.96	70.95	117.22	11.72	50.00
子公司：苏州恒泰控股集团有限公司	兆润控股 100%	综合房地产的投资、开发和运营业务、租赁住房的投资、开发和运营业务	431.90	140.47	67.48	23.28	0.36	61.20
子公司：新建元控股	兆润控股 72.58%	主要从事房地产开发经营、租赁、物业管理、酒店餐饮、体育项目和城市综合服务等业务	628.77	171.07	72.79	48.04	7.65	68.55

注：债券余额为截至 2025 年 6 月 15 日各公司本部债券（含 abs 产品）发行数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

**综上，中诚信国际认为，园区管委会有很强的支持能力，对公司有很强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。**

## 重要参与方履约能力分析

**计划管理人：**东吴证券系上交所 A 股上市企业，截至 2025 年 9 月末其股本为 49.69 亿元，控股股东苏州国际发展集团有限公司直接持股 24.33%，为其实际控制人。东吴证券主要从事财富管理业务、投资银行业务、投资交易业务、资产管理业务等，截至 2025 年 6 月末，其资产管理总规模为 590.04 亿元，较上年末减少 0.88%；2024 年及 2025 年 1~9 月，东吴证券实现资产管理业务手续费净收入分别为 1.69 亿元和 1.59 亿元，同比分别增长 52.76%和 22.73%。风险管理方面，东吴证券建立了由董事会下设的风险控制委员会、经营管理层下设的风险管理委员会及首席风险官、风险管理部门、业务部门和分支机构设立的合规风控专员四个层级构成的风险管理组织架构，自上至下覆盖各类别风险、各项业务的风险管理制度体系，通过实施风险总量管理、风险分类管理、业务分类风险管理，建立科学有效的风险控制指标体系等方式对面临的风险及其变化趋势进行识别、评估、监测、分析，并提出相应控制措施及应对方案。

**监管银行一：**渤海银行股份有限公司（以下简称“渤海银行”）系 H 股上市企业，截至 2025 年 9 月末其总股本为 177.62 亿元，其中第一大股东天津泰达投资控股有限公司持股 20.34%；渤海银行无控股股东及实际控制人。截至 2025 年 9 月末，渤海银行（集团口径）资产总额为 19,058.76 亿元，负债总额为 17,927.43 亿元；其资本充足水平一般。托管业务方面，渤海银行资产托管业务种类丰富，截至 2025 年 6 月末其托管及外包业务规模为 3.23 万亿元；2024 年及 2025 年上半年，渤海银行实现托管业务手续费及佣金收入分别为 2.79 亿元和 1.00 亿元，同比分别下降 4.92%和 34.93%。风控方面，渤海银行坚持“全面、主动、敏捷、到位”的风险管理理念，建立了“集中、垂直、独立、制衡、融入”的风险管理体系；通过大数据、人工智能、区块链、云计算、5G 技术等五大科技要素，加强风险监控的计量化、精准化、敏捷化、智能化、实时化，完成对风险资产预警的全面化及在线化，并有机结合成熟的线下风控逻辑和手段，以细分行业和场景研究为依托，全面提升风控能力；但受信托和资产管理计划等资产信用风险上升影响，渤海银行持有的部分投资资产已出现违约，其投资资产面临一定信用风险管理压力。

**监管银行二：**上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）系 A 股上市企业，截至

2025年9月末其总股本为313.55亿元，其中第一大股东上海国际集团有限公司及其一致行动人合并持股比例29.86%；浦发银行无控股股东或实际控制人；截至2025年9月末，浦发银行（集团口径）资产总额为98,922.14亿元，负债总额为90,513.70亿元；其资本充足水平一般。浦发银行托管业务种类丰富，托管业务保持稳健发展，截至2025年9月末其资产托管业务规模达19.59万亿元，较上年末增加1.46万亿元、增长8.05%；2024年实现托管费收入23.14亿元、同比增长1.85%，2025年1~9月实现资产托管业务收入18.97亿元、同比增长8.40%。风控方面，浦发银行已建立组织架构健全、职责清晰的风险治理架构，明确董事会、监事会、高级管理层及职能部门在风险管理中的职责分工，构建与基层分支经营机构风险状况相匹配的风险管理架构，建立多层次、相互衔接、有效制衡的运行机制，保证全面风险管理的政策、制度、流程在总分支机构得到贯彻与执行。

**监管银行三：**中国邮政储蓄银行股份有限公司（以下简称“邮储银行”）系A股和H股上市企业，截至2025年9月末其总股本为1,200.95亿元，其中第一大股东中国邮政集团有限公司持股51.87%，为邮储银行实际控制人。截至2025年9月末，邮储银行（集团口径）总资产为186,056.53亿元，负债总额为174,397.78亿元，资本充足水平一般。托管业务方面，截至2024年末，邮储银行资产托管规模达到5.43万亿元，较上年末增长16.03%；2024年实现托管业务手续费收入12.55亿元，同比上升10.96%。另截至2025年6月末，邮储银行资产托管规模达到5.99万亿元，较上年末增加5,636.17亿元；2025年上半年实现托管业务手续费收入7.01亿元，同比上升17.62%。风险管理方面，邮储银行坚持审慎稳健的风险偏好，强化风险管理顶层设计，制定实施风险管理体系改革方案；主动调整风控策略，重塑流程、优化模型，加大风险制衡约束和化解处置力度，风险态势平稳可控。

**监管银行四：**中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）系A股和H股上市企业，截至2025年9月末，其总股本为2,616.00亿元，其中第一大股东中央汇金投资有限责任公司与其全资子公司中央汇金资产管理有限责任公司合并持股54.80%，建设银行控股股东及实际控制人均系中央汇金投资有限责任公司。截至2025年9月末，建设银行（集团口径）总资产为453,690.94亿元，负债总额为417,129.53亿元；其资本充足水平良好。托管业务方面，建设银行是业内托管业务资质最全的银行之一，截至2025年6月末，其托管资产规模达到25.66万亿元，较上年末增长7.14%；2024年及2025年上半年，建设银行实现托管及其他受托业务佣金收入分别为170.57亿元和117.22亿元，同比分别减少7.24%和增加0.33%。风控方面，建设银行持续完善全面主动智能的现代化风险管理体系，深入分析改进风险内控体系全局性关键性问题，加强“三道防线”制衡与协同机制建设；加强资产质量跨周期管理，强化重点领域风险防范化解；充分利用大数据、人工智能等技术，加快企业级风险管理平台等项目群建设，推动数字化风控工具嵌入业务流程，加强风险信息共享，满足系统重要性银行附加监管要求。

**监管银行五：**宁波银行股份有限公司（以下简称“宁波银行”）是首家在深圳证券交易所挂牌上市的城市商业银行，截至2025年9月末其普通股总股本为66.04亿元，其中第一大股东宁波开发投资集团有限公司持股18.74%；宁波银行无控股股东、实际控制人。截至2025年9月末，宁波银行（集团口径）总资产为35,783.96亿元，负债总额为33,244.65亿元；其资本充足水平较好。托

管业务方面，宁波银行紧跟资管行业变化，围绕客户需求，持续更新迭代“易托管”系统集群，进一步提升系统便捷性和业务处理效率。截至 2025 年 6 月末，宁波银行托管客户数量为 655 家，托管业务规模 5.2 万亿元，较上年末增长约 16.59%；2024 年及 2025 年上半年实现托管类业务手续费及佣金收入分别为 3.88 亿元和 2.06 亿元，同比分别约减少 3.24%和增长 12.57%。相关风险管理方面，宁波银行持续完善全面全员全流程风险管理体系，进一步完善风险预警、贷后回访、行业研究、产业链研究等工作机制，并加快风险管理的数字化、智能化转型，较好应对经济周期与产业结构调整，守住风险底。

**监管银行六：**苏州银行股份有限公司（以下简称“苏州银行”）系深圳证券交易所 A 股上市企业，截至 2025 年 9 月末其总股本为 44.71 亿元，其中第一大股东苏州国际发展集团有限公司持股比例为 15.20%；苏州银行无实际控制人。截至 2025 年 9 月末，苏州银行（集团口径）总资产为 7,760.40 亿元，负债总额为 7,146.21 亿元；其资本充足水平一般。托管业务方面，苏州银行于 2022 年 3 月获得证券投资基金托管资格，近年来其托管业务稳健发展，托管产品类型持续丰富，涵盖了资产管理计划、理财产品、信托产品等；截至 2025 年 6 月末，苏州银行资产托管规模为 2,711.57 亿元，较上年末增长 16.60%。苏州银行已经建立较为完善的风险管理框架，持续实施内部资本充足评估程序(ICAAP)，不断提升内部资本管理和风险管理水平；资产托管业务方面，苏州银行坚持托管数字化建设，持续推动包括自动化估值平台、智能指令处理平台、运营质控平台等数字化平台建设，实现托管运营集约化管理，有效加强托管业务的风险防控能力。

**托管人/基金托管人：**中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）系 A 股和 H 股上市公司，截至 2025 年 9 月末总股本 556.45 亿元，其中第一大股东中国中信金融控股有限公司持股 64.75%，实际控制人为中国中信集团有限公司。截至 2025 年 9 月末，中信银行（集团口径）总资产为 98,981.28 亿元，负债总额为 90,559.36 亿元；其资本充足水平一般。托管业务方面，中信银行托管业务资质齐全，截至 2025 年 9 月末托管规模达 17.88 万亿元，较上年末增长 8.94%；2024 年，中信银行资产托管业务实现收入 37.20 亿元、同比增加 2.03 亿元，2025 年 1~6 月实现托管业务收入 19.00 亿元、同比增长 5.61%。风险管理方面，近年来中信银行全面推动风险管理变革，持续健全全面风险管理体系，有效传导稳健的风险偏好，不断深化风险合规文化，同时实现信用、市场、操作三大风险系统集成管理；托管业务方面，加速营运流程数字化建设，推动风险识别及作业管控能力提升，通过流程数字监测及时定位并排查风险隐患，保障业务安全有序开展。

## ■ 结论

中诚信国际对本专项计划的信用分析，主要从物业资产净收入及其公允价值情况，园区投控提供的流动性支持义务、本金上限差额支付义务和全部预期收益差额支付义务，以及交易结构的机制安排等方面进行考察。根据以上安排，我们分析测算本专项计划存续期内物业资产净收入、物业资产处分获得的回收资金及补足金对优先级资产支持证券本息的覆盖倍数。基于相关测算结果，参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，我们授予本专项计划优先级资产支持证券的信用等级为 **AAA<sub>sf</sub>**。

## 附一：重要定义

事件名称	定义
差额补足启动事件	<p>系指以下任一事件：</p> <p>(a)在专项计划普通分配流程中，如截至差额补足启动日，专项计划账户中可供分配的资金不足以使专项计划全体优先级资产支持证券持有人的预期收益在对应的专项计划普通分配兑付日在《东吴-元联-新建元邻里中心四期资产支持专项计划资产支持证券标准条款》（以下简称“《标准条款》”）第 12.3.1 条所述分配顺序下获得足额分配的。</p> <p>(b)在专项计划处分配流程中，如截至差额补足启动日，专项计划账户内可供分配的资金不足以使专项计划全体优先级资产支持证券持有人的未分配本金和预期收益在对应的专项计划处分配兑付日在《标准条款》第 12.3.2 条所述分配顺序下获得足额分配的。</p> <p>(c)在专项计划终止分配流程中，如截至差额补足启动日，专项计划账户内可供分配的资金不足以使专项计划全体优先级资产支持证券持有人的未分配本金和预期收益在对应的专项计划终止分配兑付日在《标准条款》第 18.2.3 条所述分配顺序下获得足额分配的。</p> <p>(d)在专项计划清算分配流程中，如截至差额补足启动日，专项计划清算完成后的剩余的专项计划财产不足以使专项计划全体优先级资产支持证券持有人的未分配本金和预期收益在对应的专项计划清算分配兑付日在《标准条款》第 18.2.6 条所述分配顺序下获得足额分配的。</p>
提前进入市场化处置	<p>市场化处置期起始日：系指以下日期孰早：</p> <p>(1)专项计划设立之日起满 94 个月的对日；</p> <p>(2)在专项计划成立之日（含）起至专项计划成立满 94 个月之日（含）的期间，信用评级机构对园区投控的信用评级下调为 AA<sup>+</sup>（不含）以下级别，且自信用评级机构发布上述信用评级公告之日起 10 个工作日内无其他信用评级在 AA<sup>+</sup>（含）以上级别的主体为园区投控在《增信协议》项下的差额支付承诺提供连带保证责任担保的情况下，计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期之日（为避免歧义，在此情况下计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期仅为计划管理人的一项权利，在任何情况下不应被解释为计划管理人的一项义务）；</p> <p>(3)在专项计划成立之日（含）起至专项计划成立满 94 个月之日（含）的期间的任一物业资产运营收入回收期，全部物业资产实际取得的物业资产净收入低于该物业资产运营收入回收期的物业资产净收入目标金额的 80% 的，计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期之日（为避免歧义，在此情况下计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期仅为计划管理人的一项权利，在任何情况下不应被解释为计划管理人的一项义务）；</p> <p>(4)在专项计划成立之日（含）起至专项计划成立满 94 个月之日（含）的期间，信用评级机构对优先级资产支持证券的信用评级下调为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>（不含）以下级别，计划管理人在信用评级机构发布上述信用评级公告之日后（含发布上述信用评级公告之日）宣布专项计划进入市场化处置期，该情况下市场化处置期起始日为计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期之日（为避免歧义，在此情况下计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期仅为计划管理人的一项权利，在任何情况下不应被解释为计划管理人的一项义务）；</p> <p>(5)在专项计划成立之日（含）起至专项计划成立满 94 个月之日（含）的期间，评估机构评估确认的全部物业资产的评估价值下调至专项计划成立时评估机构出具的评估报告中确认的全部物业资产评估价值，即人民币 22.00 亿元（“初始评估价值”）的 75% 时，计划管理人在评估机构正式出具评估报告之日后（含出具评估报告之日）宣布专项计划进入市场化处置期，该情况下市场化处置期起始日为计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期之日（为避免歧义，在此情况下计划管理人宣布专项计划进入市场化处置期仅为计划管理人的一项权利，在任何情况下不应被解释为计划管理人的一项义务）。</p>
物业运营方解任事件	<p>系指发生以下任一情况后，经《运营管理协议》的委托方书面通知物业运营方终止《运营管理协议》的事件：</p> <p>(a)物业运营方就履行《运营管理协议》项下的职责存在重大过失、故意不当行为、欺诈、严重违法违反中国法律法规等情形，而且该等情形对项目公司造成了重大不利影响，并且在项目公司向物业运营方发出书面通知、声称发生该等情形并造成重大不利影响之后，物业运营方未在 30 日内纠正该等行为；</p> <p>(b)物业运营方未能达到《运营管理协议》约定的运营目标，且其与担保人均未能按照《运营管理协议》约定支付差额补足金的；</p> <p>(c)物业运营方发生了《运营管理协议》项下的重大违约，且经计划管理人或运营管理顾问书面警告仍不及时改正的；</p> <p>(d)物业运营方发生丧失物业管理资质、停业、歇业、解散、被撤销、被吊销营业执照、破产、经营状况严重恶化等情形导致其不能继续履行《运营管理协议》项下义务。</p>

资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

## 附二：现金流支付机制安排

分配顺序	普通分配	处分分配	终止分配	清算分配
1	支付专项计划应承担的税费、执行费用；	支付专项计划因处置而应承担而尚未支付的税收（如有）、执行费用（如有）；	支付专项计划应承担的税费、执行费用；	支付清算费用；
2	支付登记托管机构的资产支持证券上市、登记、资金划付等相关费用；	支付因处置发生的而尚未支付的资产支持证券上市、登记、资金划付等相关费用；	支付登记托管机构的资产支持证券上市、登记、资金划付等相关费用；	交纳专项计划所欠税款、执行费用等（如有）；
3	支付其他专项计划费用，包括但不限于计划管理人、托管人于该普通分配兑付日对应计息期间的管理费、托管费、审计费等；	支付其他专项计划费用，包括但不限于计划管理人、托管人于该处分分配兑付日对应计息期间的托管费、审计费等；	支付其他专项计划费用，包括但不限于计划管理人、托管人于该终止分配兑付日对应计息期间的管理费、托管费、审计费等；	清偿未受偿的其他专项计划费用；
4	同顺序支付优先级资产支持证券于该优先级兑付日所在的计息期间的预期收益；如之前任何一个计息期间的优先级资产支持证券应获分配的预期收益未足额分配，应于该优先级兑付日相应补足；	同顺序支付优先级资产支持证券未分配本金；	按比例同顺序支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益；	按比例同顺序支付优先级资产支持证券持有人未受偿的预期收益；
5	如支付前述各项费用或分配后仍有余额，该等余额应当存留在专项计划账户中，并参与次级普通分配等后续分配；	同顺序支付优先级资产支持证券于该处分分配兑付日对应计息期间的预期收益；如之前任何一个计息期间的优先级资产支持证券应获分配的预期收益未足额分配，应于该处分分配兑付日相应补足；	按比例同顺序支付优先级资产支持证券未受偿的本金；	按比例同顺序支付优先级资产支持证券未受偿的本金；
6	支付专项计划应承担的税费、执行费用；	在差额补足义务人已按照《标准条款》和《增信协议》的约定按时、足额支付差额补足金的情况下，将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）向差额补足义务人分配，用于等额补偿差额补足义务人实际支付的差额补足金（包括历次处分分配过程中已支付但未得到补偿的差额补足金）；	在差额补足义务人已按照《标准条款》和《增信协议》的约定按时、足额支付差额补足金的情况下，将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）向差额补足义务人分配，用于等额补偿差额补足义务人实际支付的差额补足金；	在差额补足义务人已按照《标准条款》和《增信协议》的约定按时、足额支付差额补足金的情况下，将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）向差额补足义务人分配，用于等额补偿差额补足义务人实际支付的差额补足金；
7	支付登记托管机构的资产支持证券上市、登记、资金划付等相关费用；	以满足如下 A 和 B 两项条件为前提，返还物业运营方按照经批准的维修改造方案及预算已支付但未获得偿还的垫付金： A. 专项计划处分是基于优先收购提议人自行或指定第三方按照《优先收购提议协议》的约定并根据经资产支持证券持有人大会一致同意（《标准条款》明确约定无需经资产支持证券持有人同意的情况除外）的行权方案行权成功； B. 向物业运营方返还的垫付金额应以进行该项分配时全体次级资产支持证券持有人的未分配本金为限。	将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）按比例同顺序支付次级资产支持证券持有人未受偿的本金；	将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）按比例同顺序支付次级资产支持证券持有人未受偿的本金；
8	支付其他专项计划费用，包括但不限于计划管理人、托管人	将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）按比例	将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）作为超	将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）作为超

	的托管费、审计费等；	同顺序支付次级资产支持证券本金；	额收益按比例同顺序支付给次级资产支持证券持有人。	额收益按比例同顺序支付给次级资产支持证券持有人。
9	如之前任何一个计息期间的优先级资产支持证券应获分配的预期收益未足额分配，应于该次级兑付日相应补足；	将支付前述各项费用或分配后的余额（如有）作为超额收益按比例同顺序支付给次级资产支持证券持有人。	--	--
10	返还物业运营方按照经批准的维修改造方案及预算已支付但未获得偿还的垫付金；	--	--	--
11	如支付前述各项费用或分配后仍有余额，计划管理人应以该等余额作为该次普通分配的次级资产支持证券可供分配资金，制订次级普通分配方案。	--	--	--

## 普通分配流程

日期	分配流程
物业资产运营收入计算日（C日）/ 物业资产运营收入核算日（A日）	物业持有人与计划管理人、运营管理顾问核实该日对应的物业资产运营收入回收期内监管账户所归集的物业资产运营收入及其他收入；
物业运营方补足义务启动日（C+1日/A+1日）	存在运营收入差额时，计划管理人、运营管理顾问向物业运营方发出书面通知，要求物业运营方补足运营收入差额；
物业运营方支付日（C+5日/A+5日）	存在运营收入差额时，物业运营方向项目公司的监管账户支付运营收入差额补足金；
运营收入担保启动日（C+6日/A+6日）	存在运营收入差额且物业运营方未按时、足额支付运营收入差额补足金时，计划管理人、运营管理顾问通知担保人向监管账户划付相应资金承担保证责任；
运营收入担保支付日（C+9日或A+9日）	存在运营收入差额且物业运营方未足额支付运营收入差额补足金时，担保人向监管账户划付相应资金承担保证责任；
股东借款利息偿付日（C+10日/A+10日或股东借款（提前）到期日）	项目公司根据《股东借款合同》自监管账户向基金托管账户偿还股东借款债权应付利息；
物业持有人转付日（T-10日）	项目公司向基金账户划付股东分红（如适用）；
基金管理人报告日（T-9日）	基金管理人根据《基金合同》的约定，向作为基金份额持有人的计划管理人出具《份额收益分配报告》，并向基金托管人、基金募集账户的监督机构发送划付份额利益的划款指令；
私募基金转付日（T-9日）	基金托管人通过基金募集账户向专项计划账户划付份额利益；
专项计划账户资金核对日（T-8日）	计划管理人与托管人核对专项计划账户资金到账情况；
差额补足启动日（T-7日）	若发生差额补足启动事件的，计划管理人向差额补足义务人发出书面通知，要求差额补足义务人支付差额补足金；
差额补足支付日（T-6日）	在发生差额补足启动事件的情况下，差额补足义务人向专项计划账户支付并确保专项计划账户收到差额补足金；
托管人报告日（T-5日）	托管人按照《托管协议》的约定向计划管理人出具《当期托管报告》；
计划管理人报告日（T-5日）	计划管理人按《标准条款》的规定向资产支持证券持有人披露《收益分配报告》，并向托管人发送分配当期应分配的资产支持证券所有收益和本金的划款指令；
托管人划款日（T-3日）	托管人向登记托管机构划付当期应分配的资产支持证券所有收益和/或本金；
普通分配兑付日（T日）	登记托管机构应将相应款项划拨至各证券公司结算备付金账户，各证券公司根据登记托管机构结算数据中的预期支付额的明细数据将相应款项划拨至资产支持证券持有人资金账户。

## 处分分配流程

日期	分配流程
取得处置收入的下一个工作日/ 专项计划账户资金核对日（T-11日）	托管人以电话、传真或双方认可的其他方式通知计划管理人资金到账情况；
差额补足启动日（T-10日）	若发生差额补足启动事件的，计划管理人向差额补足义务人发出书面通知，要求差额补足义务人支付差额补足金；
差额支付日（T-5日）	在发生差额补足启动事件的情况下，差额补足义务人向专项计划账户支付并确保专项计划账户收到差额补足金；
托管人报告日（T-5日）	向计划管理人出具《当期托管报告》；
计划管理人报告日（T-4日）	将《收益分配报告》向资产支持证券持有人披露，同时传真给托管人，并向托管人发送划款指令；
托管人划款日（T-3日）	按划款指令将专项计划当期应分配的资产支持证券所有收益和本金划入登记托管机构指定账户；

处分配兑付日（T日）

登记托管机构应将相应款项划拨至各证券公司结算备付金账户，各证券公司根据登记托管机构结算数据中的预期支付额的明细数据将相应款项划拨至资产支持证券持有人资金账户。

资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

### 附三：优先级资产支持证券的开放退出安排

日期	优先级资产支持证券的开放退出登记安排
票面利率调整公告日（R-30日）	计划管理人向优先级资产支持证券持有人公告优先级资产支持证券的预期收益率调整结果；
开放退出登记起始日（R-29日）	计划管理人接受优先级资产支持证券开放退出登记申请；
开放退出登记期起始日（R-29日，含该日）至开放退出登记期终止日前的第2个工作日（R-27日，含该日）	按照计划管理人在其发布的接受开放退出登记申请的通知中所附开放退出申请的格式与要求，向计划管理人发出开放退出登记申请，说明其申请开放退出的其持有的优先级资产支持证券份额情况；
开放退出登记期起始日（R-29日，含该日）至开放退出登记期终止日前的第3个工作日（R-28日，含该日）	优先级资产支持证券持有人有权以电子邮件或传真方式向计划管理人发出通知，撤回其退出登记申请；
开放退出登记期终止日前第1个工作日（R-26日）	计划管理人将在该日的09:00时至17:00时，对提出开放退出登记申请的优先级资产支持证券持有人拟要求退出的优先级资产支持证券份额进行核算及确认登记；
开放退出登记期终止日（R-25日）	计划管理人应在信息披露网站披露《开放退出登记期拟要求开放退出的优先级资产支持证券份额确认结果公告》；
开放退出登记期终止日的次一个工作日（R-24日）至开放退出行权日前的第15个工作日（R-15日）	任何优先级资产支持证券持有人交易其已办理开放退出确认手续的优先级资产支持证券，则该部分优先级资产支持证券份额视为已完成开放退出。
日期	优先级资产支持证券的撮合交易安排
开放退出撮合交易期（R-24日至R-15日）	另行聘请的销售机构（如需）将在该期间就已办理退出确认手续的优先级资产支持证券份额撮合交易；
开放退出行权日前的第5个工作日（R-5日）	截至开放退出行权日前的第5个工作日（R-5日），计划管理人获知已进行退出登记并确认完成退出（即发生交易）的资产支持证券份额少于该日对应的退出登记期内申请退出并经确认的资产支持证券份额，计划管理人应于该日书面或邮件通知园区投控于开放退出行权日收购未完成开放退出的优先级资产支持证券；
开放退出行权日前2个工作日（R-2日）	流动性支持机构应将流动性支持金一次性支付至计划管理人指定的账户；
开放退出行权日（R日）	流动性支持机构于该日买入未完成开放退出的全部资产支持证券份额。

注：开放退出行权日/特定行权日（R日）：系指专项计划设立日起每满三年之对日。

资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

## 附四：开放退出期的优先收购安排

序号	优先收购安排
1	<p>若截至开放退出行权日前的第 15 个工作日（R-15 日），仍有 40%以上（含本数）优先级资产支持证券申请退出但未完成退出的情况下，优先收购提议人有权在开放退出行权日前的第 14 个工作日（R-14 日）至开放退出行权日前的第 13 个工作日（R-13 日）的期间，向计划管理人发出《行权通知》并提交具体的行权方案，行权方案中应当包括行权对价的付款时间且付款时间不得晚于特定行权日前的第 5 个工作日（R-5 日）。优先收购提议人逾期未发出《行权通知》和/或未提交符合要求的具体行权方案的，视为优先收购提议人放弃行使优先提议权。</p>
2	<p>在行权方案提议的行权对价足以使专项计划优先级资产支持证券持有人的本金、优先级资产支持证券持有人截至特定行权日的应付预期收益（如之前任何一个计息期间的优先级资产支持证券应获分配的预期收益未足额分配，应包括该等预期收益，下同）以及次级资产支持证券持有人的本金在专项计划对应的处分分配中获得足额分配的情况下，计划管理人应当同意优先收购提议人的行权方案，且无需经任何类别资产支持证券持有人大会表决。</p> <p>若行权方案不满足上述条件的，计划管理人应拒绝优先收购提议人的行权方案，视为优先收购提议人行权失败。</p>
3	<p>在满足《标准条款》第 5.4.2 条约定的行权对价金额条件的情况下且经计划管理人同意优先收购提议人的行权方案后，优先收购提议人应当按照行权方案在不晚于特定行权日前的第 5 个工作日（R-5 日）将行权价款支付至专项计划账户/私募基金账户或者项目公司监管账户（视行权方案具体情况而定），由专项计划按照《标准条款》的约定向资产支持证券持有人进行处分分配。</p> <p>为免疑义，在针对特定行权日的行权方案下，优先收购提议人自支付完毕行权价款之日（或与计划管理人共同协商的其他日期）起取得专项计划特定资产的权益。</p>
4	<p>在计划管理人同意优先收购提议人行权方案的情况下，若截至特定行权日前的第 5 个工作日（R-5 日）优先收购提议人已足额支付全部行权价款的，则视为专项计划开放退出期提前终止，应继续执行行权方案。计划管理人应及时配合优先收购提议人完成特定资产转让、过户登记和资金交收清算手续。若截至特定行权日前的第 5 个工作日（R-5 日）优先收购提议人未足额支付全部行权价款的，视为优先收购提议人行权失败，专项计划继续执行《标准条款》第 6.5 条约定的开放退出安排。</p>

资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

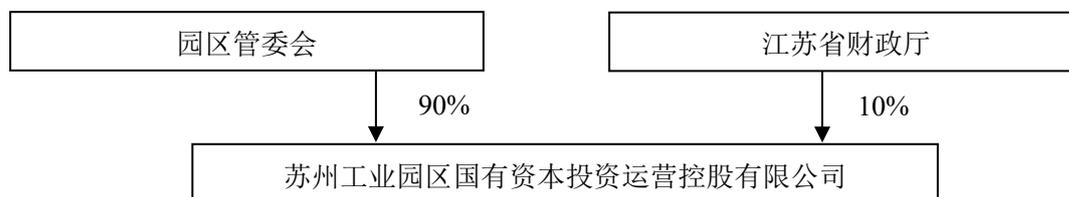
## 附五：市场化处置期的优先收购安排

序号	优先收购安排
1	<p>专项计划进入市场化处置期后，在市场化处置期起始日起（含该日）的 10 个工作日内，优先收购提议人有权向计划管理人发出《行权通知》并提交具体的行权方案。优先收购提议人逾期未发出《行权通知》和/或未提交具体行权方案的，视为优先收购提议人放弃行使优先提议权。</p>
2	<p>在行权方案提议的行权对价不足以使专项计划优先级资产支持证券持有人的本金、优先级资产支持证券持有人截至处分分配兑付日的应付预期收益（如之前任何一个计息期间的优先级资产支持证券应获分配的预期收益未足额分配，应包括该等预期收益，下同）在专项计划对应的处分分配兑付日获得足额分配的情况下，计划管理人在收到优先收购提议人提交的行权方案后 5 个工作日内，按照《标准条款》第十四条的规定召集全体优先级资产支持证券持有人和次级资产支持证券持有人对行权方案进行表决，并由全体资产支持证券持有人一致同意方可通过。若全体资产支持证券持有人一致同意行权方案，则优先收购提议人应当按照行权方案在专项计划法定到期日的前 12 个工作日将行权价款支付至专项计划账户/私募基金账户或者项目公司监管账户（视行权方案具体情况而定），由专项计划按照《标准条款》的约定向资产支持证券持有人进行处分分配。</p>
3	<p>在行权方案提议的行权对价足以使专项计划优先级资产支持证券持有人的本金、优先级资产支持证券持有人截至处分分配兑付日的应付预期收益在专项计划对应的处分分配兑付日获得足额分配的情况下，计划管理人应在收到优先收购提议人提交的行权方案后五个工作日内，按照《标准条款》第十四条的规定召集全体次级资产支持证券持有人对行权方案进行表决，并由全体次级资产支持证券持有人一致同意方可通过。若全体次级资产支持证券持有人一致同意行权方案，则优先收购提议人应当按照行权方案在专项计划法定到期日的前 12 个工作日将行权价款支付至专项计划账户/私募基金账户或者项目公司监管账户（视行权方案具体情况而定），专项计划应当按照《标准条款》的约定对资产支持证券持有人进行处分分配。</p>
4	<p>若全体资产支持证券持有人或全体次级资产支持证券持有人（视具体情况而定）未一致同意行权方案，则优先收购提议人有权在全体资产支持证券持有人或全体次级资产支持证券持有人表决完成之日起的 10 个工作日内向计划管理人提出新的行权方案，并由计划管理人按照上述《标准条款》第 5.5.3 条或第 5.5.4 条的规定召集全体资产支持证券持有人或次级资产支持证券持有人（视具体情况而定）对更新行权方案进行表决。</p>
5	<p>若优先收购提议人提出的行权方案和更新的行权方案均未按照上述约定由全体资产支持证券持有人或者次级资产支持证券持有人（视情况而定）表决通过的，或优先收购提议人未在市场化处置期起始日起的 10 个工作日内向计划管理人发出《行权通知》并提交行权方案，则计划管理人应宣布优先收购提议人自专项计划在全体资产支持证券持有人或者次级资产支持证券持有人最后一次表决完成之日或处置期起始日起 10 个工作日届满之日（视情况而定）（“优先提议权截止日”）的次日丧失《东吴-元联-新建元邻里中心四期资产支持专项计划优先收购提议协议》项下的优先提议权，专项计划可继续向第三方处置特定资产（为免歧义，专项计划在进行处置时，优先收购提议人仍有权作为第三方与其他第三方平等参与特定资产的处置）。</p>
6	<p>在优先收购提议人行权方案（或更新的行权方案）经全体资产支持证券持有人或者全体次级资产支持证券持有人（视情况而定）一致同意通过后，(i)信用评级机构对邻里中心公司的信用评级下调为 AA<sup>+</sup>（不含）以下级别和/或信用评级机构对园区投控的信用评级下调为 AA<sup>+</sup>（不含）以下级别和/或信用评级机构对优先级资产支持证券的信用评级下调为 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>（不含）以下级别，优先收购提议人应当在信用评级机构发布上述信用评级公告之日起（若针对园区投控和优先收购提议人的信用评级公告不在同一日发布，则以在先发布的信用评级公告发布之日为准）30 个工作日内（但不应晚于专项计划法定到期日前的第 12 个工作日）按照行权方案将行权价款支付至专项计划账户/私募基金账户或者项目公司监管账户（视行权方案具体情况而定），由专项计划对资产支持证券持有人进行处分分配；(ii)若任一物业资产运营收入回收期内全部物业资产实际取得的物业资产净收入低于该物业资产运营收入回收期的物业资产净收入目标金额的 80%的，且按照已通过的行权方案无法保证专项计划优先级资产支持证券持有人的本金、优先级资产支持证券持有人截至处分分配兑付日的应付预期收益在专项计划对应的处分分配兑付日获得足额分配的情况下，优先收购提议人应当于对应的物业运营收入核算日起 30 个工作日内（但不应晚于专项计划法定到期日前的第 12 个工作日）按照行权方案将行权价款支付至专项计划账户/私募基金账户或者项目公司监管账户（视行权方案具体情况而定），由专项计划对资产支持证券持有人进行处分分配；(iii)若评估机构评估确认的全部物业资产的评估价值下调至初始评估价值的 75%时，优先收购提议人应当在评估机构正式出具评估报告之日起 30 个工作日内（但不应晚于专项计划法定到期日前的第 12 个工作日）按照行权方案将行权价款支付至专项计划账户/私募基金账户或者项目公司监管账户（视行权方案具体情况而定），由专项计划对资产支持证券持有人进行处分分配。</p>
7	<p>在自市场化处置期起始日（含）起至优先提议权截止日（含）止的期间内，经计划管理人与优先收购提议人协商一致，管理人有权提出以其他符合法律法规要求、且不影响优先级资产支持证券持有人本金和预期收益足额兑付的方案终止专项计划（“专项计划终止方案”）。计划管理人应当在提出专项计划终止方案之日起 5 个工作日内召集全体次级资产支持证券持有人对专项计划终止方案进行表决，经全体次级资产支持证券持有人一致同意后方可通过。计划管理人有权按照经全体次级资产支持证券持有人表决同意的专项计划终止方案终止专项计划，并可视为优先收购提议人已经行使优先提议权。</p>

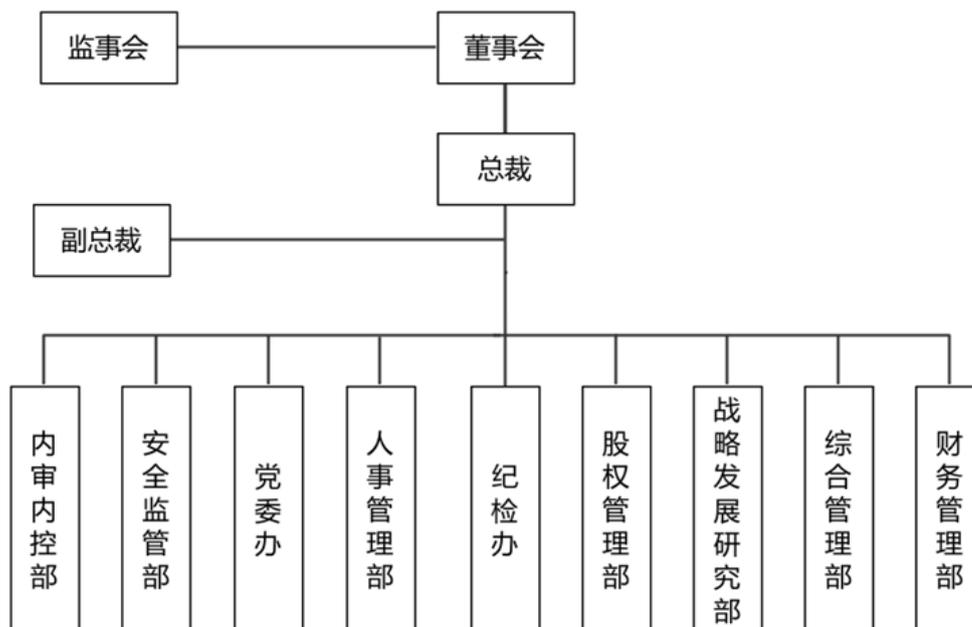
资料来源：东吴证券提供，中诚信国际整理

## 附六：苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 9 月末）

股权结构图



组织结构图



资料来源：园区投控提供

## 附七：苏州工业园区国有资本投资运营控股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）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
货币资金	771,055.22	788,436.35	944,616.19	739,636.13
非受限货币资金	770,016.24	784,670.53	925,387.83	738,575.40
应收账款	268,590.26	241,620.54	226,276.02	289,705.03
其他应收款	1,073,291.94	1,161,948.68	1,187,674.08	1,151,083.03
存货	1,109,621.79	1,167,530.51	1,083,729.30	1,049,217.96
长期投资	4,006,168.80	4,314,727.49	4,482,876.10	4,663,003.45
在建工程	256,897.98	316,107.50	339,473.63	316,115.21
无形资产	21,501.24	20,665.32	18,423.49	17,903.34
资产总计	8,807,468.66	9,623,892.26	10,175,793.00	10,300,030.96
其他应付款	458,311.72	522,655.03	526,413.42	480,670.05
短期债务	1,077,608.37	1,693,691.46	1,867,028.92	--
长期债务	2,091,944.75	1,949,966.71	2,239,398.70	--
总债务	3,169,553.13	3,643,658.17	4,106,427.62	--
负债合计	4,303,821.74	4,890,585.69	5,362,626.25	5,376,879.12
利息支出	126,038.20	132,639.68	136,777.96	--
经调整的所有者权益合计	4,503,646.91	4,733,306.57	4,813,166.76	4,923,151.83
营业总收入	615,121.90	528,112.28	449,025.02	404,058.13
经营性业务利润	214,040.71	98,311.94	35,911.53	39,218.28
其他收益	47,926.51	47,257.24	45,337.27	20,576.99
投资收益	156,684.21	171,981.23	149,006.80	78,110.67
营业外收入	1,828.63	12,008.48	1,863.69	3,521.59
净利润	276,077.12	285,262.17	99,977.85	117,169.94
EBIT	450,033.15	440,035.70	233,218.27	--
EBITDA	508,862.50	509,534.30	321,676.58	--
销售商品、提供劳务收到的现金	568,198.11	629,843.49	469,733.53	373,055.68
收到其他与经营活动有关的现金	221,547.15	203,508.66	188,597.72	170,262.27
购买商品、接受劳务支付的现金	241,456.88	264,905.58	181,769.88	138,271.59
支付其他与经营活动有关的现金	285,125.33	214,911.65	60,327.40	211,797.14
吸收投资收到的现金	14,612.49	49,731.16	20,699.39	50,998.70
资本支出	212,803.19	378,599.73	400,601.70	--
经营活动产生的现金流量净额	73,450.77	189,621.01	265,812.52	66,681.17
投资活动产生的现金流量净额	-290,980.14	-461,303.04	-423,055.85	-296,250.81
筹资活动产生的现金流量净额	359,718.66	290,439.08	301,345.82	35,148.47
现金及现金等价物净增加额	142,291.75	18,549.74	144,151.68	-194,377.81
财务指标	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
营业毛利率(%)	52.15	45.02	41.16	38.71
期间费用率(%)	24.51	31.65	38.20	30.32
应收类款项占比(%)	15.95	15.26	15.44	15.35
收现比(X)	0.92	1.19	1.05	0.92
资产负债率(%)	48.87	50.82	52.70	52.20
总资本化比率(%)	41.31	43.50	46.04	--
短期债务/总债务(%)	34.00	46.48	45.47	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.58	1.43	1.94	--
总债务/EBITDA(X)	6.23	7.15	12.77	--
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.30	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.04	3.84	2.35	--

## 附八：基本财务指标的计算公式

指标（适用于园区投控）	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/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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
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
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2023]65号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附九：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC <sub>sf</sub>	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C <sub>sf</sub>	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 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。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn