

信用等级通知书

信评委函字 [2009] 跟踪002 号

苏州新区高新技术产业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司
及贵公司拟发行的“苏州新区高新技术产业股份有限公
司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中
诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的
主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等
级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零零九年十月三十日

苏州新区高新技术产业股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	苏州新区高新技术产业股份有限公司
发行规模	不超过人民币 10 亿元
债券期限	5 年
发行利率	发行人和主承销商通过市场询价结果协商确定
偿还方式	利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
担保主体	苏州高新区经济发展集团总公司
担保方式	无条件的不可撤销连带责任保证担保

概况数据

苏州高新	2006	2007	2008	2009.Q3
所有者权益 (亿元)	20.27	26.91	29.61	31.59
总资产 (亿元)	79.38	96.20	99.97	121.65
总债务 (亿元)	31.37	37.84	46.54	56.30
营业收入 (亿元)	20.80	26.33	30.57	12.42
毛利率 (%)	23.73	26.46	23.75	29.13
EBITDA (亿元)	3.11	4.62	4.45	1.95
全面摊薄的净资产收益率 (%)	9.06	9.46	8.07	4.77
资产负债率 (%)	74.46	72.02	70.38	74.03
总债务/EBITDA (X)	10.07	8.19	10.45	21.64
EBITDA 利息倍数 (X)	2.74	1.70	1.46	1.31
苏高新集团	2006	2007	2008	
所有者权益 (亿元)	42.85	47.13	61.93	
总资产 (亿元)	168.80	202.78	229.27	
总债务 (亿元)	89.82	114.71	132.67	
营业收入 (亿元)	34.33	29.34	39.77	
毛利率 (%)	21.21	27.43	24.08	
EBITDA (亿元)	4.62	6.51	7.20	
全面摊薄的净资产收益率 (%)	2.73	4.28	1.49	
资产负债率 (%)	74.62	76.76	72.99	
总债务/EBITDA (X)	19.43	17.62	18.42	
EBITDA 利息倍数 (X)	1.43	1.24	1.08	

注：1、苏州高新 2006—2009 年前三季度财务报表依据《企业会计准则》编制；苏高新集团 2008 年财务报表依据《企业会计准则》编制，并对 2007 年财务数据进行追溯调整，2006 年财务报表依据旧会计准则编制。

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

3、2009.Q3 栏全面摊薄的净资产收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化处理。

分析师

喻瀚林 hlyu@ccxr.com.cn

王文华 whwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

2009 年 10 月 30 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信评估”）评定“苏州新区高新技术产业股份有限公司（以下简称“苏州高新”或“公司”）2009 年公司债券”信用等级为 AA。该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。本级别考虑了苏州高新区经济发展集团总公司（以下简称“苏高新集团”）提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

中诚信评估评定发行主体苏州新区高新技术产业股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望稳定。中诚信评估肯定了公司依托苏州高新区所具有的区位优势，在苏州区域房地产市场的重要地位及品牌优势，2009 年以来日趋合理的业务结构和销售业绩的稳步提升，以及来自股东的有力支持。中诚信评估同时关注房地产市场回暖的持续性，以及公司负债水平偏高、未来资本支出压力较大等问题，这些都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

正面

- 区位优势。公司充分受益于苏州经济快速增长和长三角区域大交通战略的实施所带来的重大发展机遇，凭借其在高新区多年的开发建设经验和相关的资源优势，有效的针对特定区域的产业发展、功能定位进行业务开展，提升自身在当地市场的竞争力和市场份额。
- 业务结构持续优化，销售业绩稳步提升。立足苏州高新区城市综合服务商的战略定位，公司逐步实现房地产开发与基础设施产业良性互动与协调发展，2009 年以来，随着高新区动迁任务的基本完成，毛利水平较低的基础设施开发业务收入比重下降，商品房开发业务也逐步向毛利率水平较高的商业房地产和高端住宅延伸，在业务结构逐步优化的同时，销售业绩稳步提升，2009 年 1~9 月公司商品房销售面积及销售收入分别达到 42.19 万平方米和 24.73 亿元，已分别达到 2008 年全年的 370.74% 和 395.05%，为其未来业绩增长提供了支撑。

- 区域房地产市场的品牌影响力。公司拥有十几年的开发经营经验，在苏州具有明显的本土优势，旗下三家房地产企业均为苏州市房地产龙头企业，在区域内已集聚了较强的品牌影响力。
- 股东支持。公司的控股股东为苏高新集团，实际控制人为苏州市人民政府苏州高新区管理委员会，作为控股股东发展房地产业务的重要平台和载体，公司能够在资金、业务、管理等诸多方面得到股东的持续支持。

关 注

- 房地产市场回升的持续性仍待关注。中国房地产市场经历了 2007~2008 年的深幅下调，在各种政策的推动下 2009 年出现日益明显的回暖迹象，刚性住宅需求得到部分释放，但价格和政策导向是影响行业走势的主要因素，房地产市场回升的持续性有待观察。
- 负债水平偏高。截至 2009 年 9 月末，公司总资本化比率为 64.05%，债务杠杆较高，公司项目建设的后续资金需求仍然较大，对外部债务的依赖在短期内难以改变。
- 资金压力较大。公司近几年逐步加大商业房地产开发力度，目前在建及拟建项目较多，资金需求量大，公司面临较大的资金压力。

概 况

发债主体概况

苏州新区高新技术产业股份有限公司（以下简称“苏州高新”或“公司”）系于 1994 年 5 月经江苏省经济体制改革委员会苏体改生[1994]300 号文批准，由苏州高新区经济发展集团总公司（以下简称“苏高新集团”或“集团”）联合中信兴业信托投资公司及苏州物资贸易中心三家发起人共同发起，在改组苏州新区经济发展集团总公司的基础上，向境内法人和公司内部职工定向募集股份成立的股份有限公司，初始注册资本 4,500 万元。经中国证监会证监发字[1996]125、126 号文批准，公司于 1996 年 7 月 31 日公开募集 A 股股票 1,500 万股，并于 8 月在上海证券交易所上市交易。截至 2009 年 9 月 30 日，公司注册资本为 88,156.8 万元，苏高新集团直接持股 40.56%，为第一大股东。公司的实际控制人为苏州市人民政府苏州高新区管理委员会（以下简称“苏高新管委会”）。

公司主要从事普通商品房开发、动迁房建设、商业地产开发、房产租赁在内的房地产业务以及污水处理等基础设施经营业务和旅游业务三大业务，目前业务区域主要集中在苏州高新区。

截至 2009 年 9 月 30 日，公司资产总额 121.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 31.59 亿元，资产负债率（合并报表口径）为 74.03%。2008 年，公司取得营业收入 30.57 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.05 亿元，经营活动现金净流量为 -5.46 亿元。2009 年前三季度，公司实现营业收入 12.42 亿元，归属于母公司所有者权益的净利润 0.91 亿元，经营活动现金净流量为 3.05 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	苏州新区高新技术产业股份有限公司
发行规模	不超过人民币 10 亿元
债券期限	5 年
票面金额	100 元/张
发行方式	按面值平价发行
票面利率	由发行人和主承销商通过市场询价结果协商确定，在债券存续期限前 3 年固定不变；如发行人行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券存续期限后 2 年票面年利率为债券存续期限前 3 年票面年利率加上调基点，在债券存续期限后 2 年固定不变。
上调票面利率选择权	发行人有权决定是否在本次债券存续期限的第 3 年末上调本次债券后 2 年的票面利率，上调幅度为 1 至 200 个基点（含本数），其中一个基点为 0.01%
还本付息期限和方式	单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
回售条款	发行人刊登关于是否上调本次债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本次债券存续期的第 3 个付息日将其持有的债券全部或部分按面值回售给发行人。
担保主体	苏州高新区经济发展集团总公司
担保方式	无条件的不可撤销连带责任保证担保
募集资金用途	拟将本次债券募集资金全部用于偿还商业银行贷款。

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

行业分析

行业概况

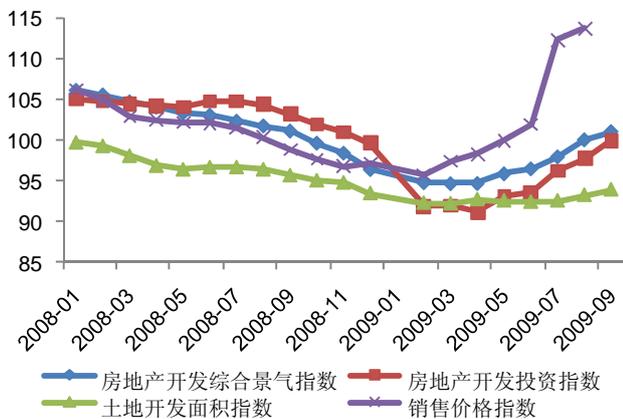
房地产行业经历了 2008 年的深幅调整，2009 年上半年回暖迹象日趋明显，但前景仍不明朗

2000~2007 年，在中国宏观经济持续向好，城市化进程加快推进和人口红利等作用力下，中国的房地产行业也保持着较高的景气度和较快的发展速度。2007 年下半年以来，政策调控、高房价、成交量萎缩等因素对国内房地产行业形成了明显的冲击，2008 年愈演愈烈的全球金融危机更加剧了中国

房地产市场的调整力度，房价下跌，市场交易量大幅下滑，国房景气指数持续回落。2009年前三季度，随着被压抑的刚性需求的释放和市场流动性过剩推动下的投资性需求复苏，房地产市场回暖迹象日益明显。

从国房景气指数来看，各项指数自2007年末开始一路下滑，至2009年3月国房景气指数为94.74，是近五年的最低水平。然而在2009年二季度各项国房景气指数止跌回升，2009年4月国房景气指数在连续15个月下滑后首次出现回升，商品房价格指数也在2009年5月重回100之上，2009年9月，国房景气指数101.08。（图1）。

图1：2008年以来国房景气等相关指数变化



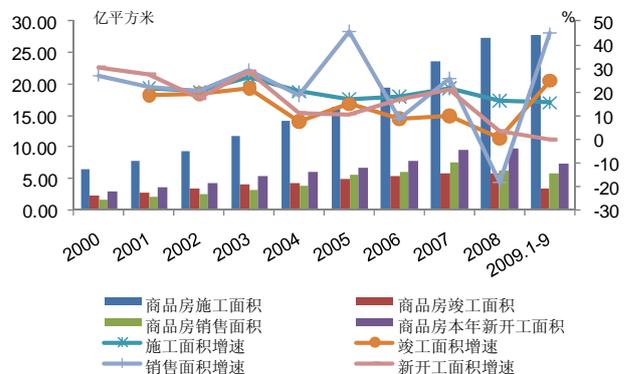
资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

从具体的运行指标来看，2008年各指标增速下滑明显，有些甚至出现绝对值的下降。2008年中国房地产市场的施工面积、开工面积、竣工面积分别为27.14亿平方米、9.76亿平方米、5.85亿平方米，同比分别实现增长16.19%、3.17%、6.21%，增速同比分别下滑了5.34、17.9、9.32个百分点。2008年全国商品房销售面积6.21亿平方米，同比下降18.51%；销售额2.41亿元，同比下降18.69%。

2009年1~9月，房地产市场回暖迹象日渐明显，据统计局数据，2009年前三季度，全国完成房地产开发投资25050亿元，同比增长17.7%，其中，商品住宅完成投资17582亿元，同比增长13.4%，占房地产开发投资的比重为70.2%。房屋销售面积5.83亿平米，同比增长44.8%，增速已经超过2007年的水平。同时，我们也注意到，开发商运营依然比较谨慎，前9个月施工面积略有回升，新开工面积降幅继续收窄，同比下降0.4%，而竣工面积同比

增长24.70%。2009年前三季度以消化库存为主，同时也显示未来供给有加速恢复趋势。

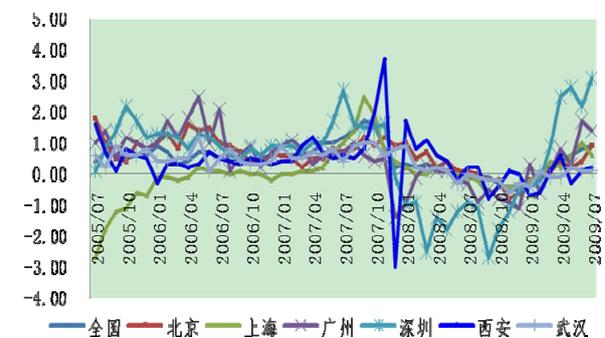
图2：2000~2009.9年中国房地产运行情况



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

此外，2009年前三季度各主要城市房地产市场出现“价量齐升”，交易量和价格都有所回升。70个大中城市房价涨幅2.8%。一、二线城市房地产交易量持续回升，房价也出现不同程度的上涨。我们也注意到，进入2009年6月随着房价的上涨，部分城市的成交量出现了下降的态势，价格仍然是影响房地产行业走势的关键因素。

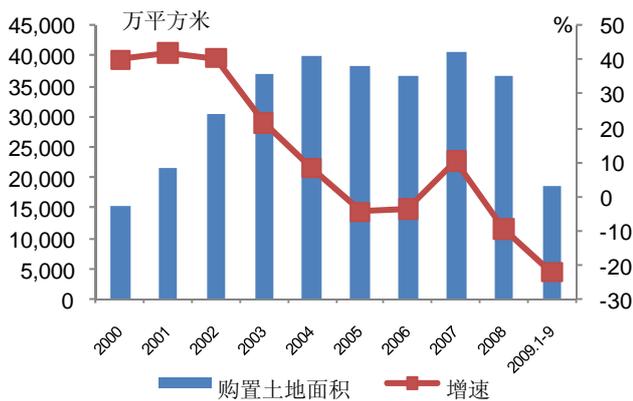
图3：2005-2009部分城市房屋销售价格指数变化情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

在土地交易方面，2003年以来房地产市场的土地购置面积较为波动，2008年以来房地产市场的不景气减少了开发商对土地的需求，2008年末各地出现了土地流拍的现象。2008年和2009年1~9月全国土地购置面积同比分别下降9.42%和22.10%，但2009年前三季度下滑幅度有所收窄，二、三季度房地产市场的持续升温也带动了土地市场的活跃，各大地产企业的购地热情上升。

图 4: 2000~2009.9 全国土地购置面积及同比增长率



资料来源: Wind 资讯, 中诚信评估研究

中诚信评估认为, 房地产市场回升的持续性尚待观察, 市场能否真正回暖在很大程度上取决于如何使居住性需求能够转化成为有效需求, 推动交易量持续回升。长期来看, 中国经济的持续较快发展, 城市化进程加快、可支配收入增长以及居民住房消费升级的趋势仍将长期存在, 推动房地产行业发展的刚性需求以及潜在需求将会为房地产行业的长期发展提供支撑。

2008 年下半年行业政策转暖, 保障居住性需求是政策指向

房地产行业具有明显的政策导向特点。过去数年中, 由于投资过热, 投机需求旺盛, 房地产市场泡沫不断累积。近年来, 政府出台了一系列调控措施, 对房地产市场进行调整和规范, 抑制投机性需求, 稳定住房价格。2007 年底房地产市场的非理性繁荣得到遏制, 而 2008 年的金融风暴和随之而来的世界范围内的经济衰退使得中国经济增速放缓, 房地产行业进入调整期。政府随即又出台了多项政策刺激房地产行业的复苏。

表 2: 2008 年以来出台的房地产行业主要调控政策

时间	政策名称	主要内容
2008.1	《关于促进节约集约用地的通知》	对闲置用地征缴增值地价; 金融机构审慎贷款。
2008.8	《关于金融促进节约集约用地的通知》	禁止发放用于缴交土地价款的贷款; 贷款抵押率不得超过抵押物估值的 70%, 贷款期限不超过 2 年; 审慎发放贷款, 从严控制展期贷款或滚动授信。
2008.1	《扩大商业性个人住房贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍, 最低首付比例调整为 20%。住房公积金融贷款各档利率下调 0.27 个百分点》	商业性个人住房贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍, 最低首付比例调整为 20%。住房公积金融贷款各档利率下调 0.27 个百分点。
2008.1	财政部《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》	个人首次购买 90 平米及以下普通住房的, 契税率下调到 1%; 个人销售、购买住房免征印花税; 个人销售住房免征土地增值税。
2008.12	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	一、加大保障性住房建设力度。 二、鼓励普通商品住房消费。 三、支持房地产开发企业积极应对市场变化。 四、强化政府稳定市场的职责。 五、加强房地产市场监测。
2009.1	四大行关于存量房贷利率优惠措施	只要 2008 年 10 月 27 日前执行基准利率 0.85 倍优惠、无不良信用记录的优质客户, 原则上都可以申请七折优惠利率。
2009.4	《国务院关于调整固定资产项目资本金比例的通知》	调整包括商品住房在内的固定资产投资项目资本金比例。保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例从 2004 年的 35% 调低到 20%, 恢复到 1996 年水平。其他房地产开发项目的最低资本金比例由 35% 调低至 30%。
2009.5	《国家发改委关于 2009 年深化经济体制改革工作意见的通知》	深化房地产税制改革, 研究开征物业税
2009.6	《2009-2011 年廉租房保障规划》	将原来制定的经济适用房的建设计划全部换成廉租房

资料来源: 中诚信评估整理

2008 年政府通过减免商品房交易税费，下调房贷利率等实际措施刺激消费者购买商品房的积极性。同时，政府政策开始指向保障性居住需求，加大保障性住房建设力度。2008 年 11 月，住房和城乡建设部宣布计划用三年多时间投资近 9,000 亿元，增加 200 多万套的廉租住房、400 多万套的经济适用房，进行 220 多万户棚户区的改造。2008 年 12 月，中央银行和银监会发布了廉租住房建设贷款利率优惠政策，贷款利率较同期同档次贷款基准利率下浮 10%。

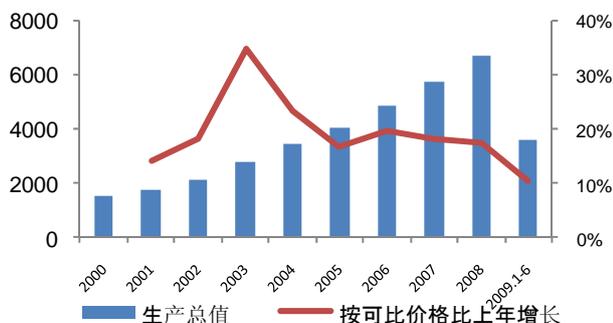
中诚信评估认为，中期来看，上述政策的效果尚待关注，而宏观经济的前景和消费者信心将在相当程度上影响到政策的实施效果。

区域环境

近年来，苏州市经济保持稳定增长，城市人口规模在籍 630 万；2008 年实现生产总值 6,710.29 亿元，按可比价格较上年增长 12.5%（图 5）；按照中国城市经济总量排名，苏州仅次于上海、北京、广州和深圳，位列全国第五。同时，苏州综合竞争实力不断得到提高，在 2009 年公布的包括港澳台地区在内的中国 200 个城市综合竞争力排名中，苏州继香港、深圳、上海、北京之后，居全国第八位。

2009 年以来，苏州经济主要经济指标止跌回升，企稳向好，总体形势好于预期，上半年累计实现工业总产值 16787 亿元，同比增长 1.5%；前三季度城市居民人均可支配收入增长 10.4%，农民人均现金收入增长 8.5%，地区生产总值预计同比增长 10.5%。

图 5：近年苏州市生产总值情况



数据来源：苏州统计信息网，中诚信评估整体

苏州高新区是全国 54 家高新区之一。2002 年，高新区北扩西进，区域面积由原来 52.06 平方公里

扩至 223.36 平方公里。区划调整后的高新区位于苏州古城西侧，东临京杭大运河，南邻吴中区，北接相城区，西至太湖。下辖狮山、枫桥、横塘、镇湖 4 个街道及浒墅关、通安、东渚 3 个镇，区域总人口约 64 万人。高新区交通便利，沪宁高速公路、312 国道、京沪铁路、京杭大运河和绕城高速公路都从区域内穿过。

苏州高新区经济发展位居全国高新区的前列，2008 年实现规模以上工业总产值 1,600.38 亿元，同比增长 6.6%；地方财政收入 46.19 亿元，同比增长 12.2%；固定资产投资 193.12 亿元，同比增长 10.2%。

根据《苏州高新区（虎丘区）协调发展规划》，苏州高新区将依托苏州西部区域的区位、资源和产业优势，在未来若干年内，把苏州西部建成以高新技术产业、旅游休闲观光、科技研发中心、大型会议会展中心和高品质居住为主导的科技、文化、生态、高效的现代化新城区。区域规划建筑用地 128.43 平方公里，其中居住用地 25.56%，工业用地 33.92%，人口规模 130 万人。

从区域交通来看，苏州市已启动城市轨道交通工程，位于苏州城区东西向轴线，链接苏州工业园区和高新技术开发区的城市轨道 1 号线已于去年开工；贯穿城市南北，链接城际铁路和高新区的城市轨道 2 号线将于今年开工；链接高新区、吴中区及苏州工业园区的“U”形 3 号线和 4 号线将于 2016 年左右通车。此外，沪宁城际铁路已于去年开工，苏州境内设 7 个站点，预计 2010 年 7 月通车；京沪高铁预计 2012 年建成通车，通车后苏州至北京用时预计只需要 4 小时 40 分钟。未来，苏州至长三角城市之间的轨道交通，将由高速铁路、普速铁路、城际轨道和市郊轨道四种方式组成，便捷的交通网络大大提高了长三角区域的相互协同效用，同时也将对苏州土地价值的提升起到积极的作用。

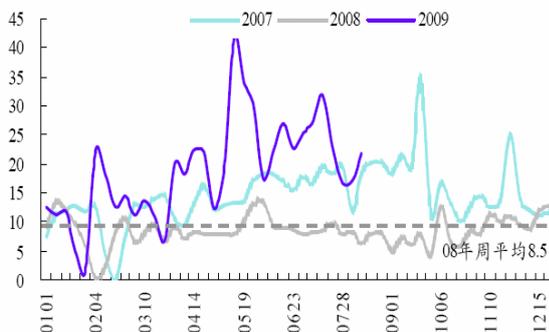
中诚信评估认为，苏州整体经济发展态势良好，且区域交通日益发达，苏州高新区作为苏州高新技术产业集聚区，综合实力较强，且受益于苏州整体经济及交通环境，未来发展前景较好。

区域房地产市场

随着 2008 年下半年以来国家促进房地产的相关政策相继出台，苏州市政府也颁布《关于促进房地产市场健康稳定发展的若干意见（暂行）》，苏州房地产市场在暖市政策、刚性需求、以及苏州经济持续发展、区域交通日益便利等诸多因素的共同努力下，2009 年前三季度苏州房地产市场表现出量增价升的走势。

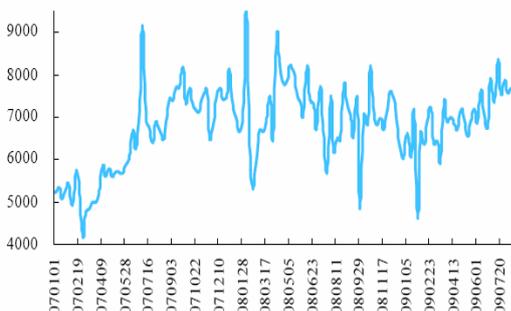
据搜房房产网统计，2009 年 1~9 月，苏州商品房销售面积为 1345.52 万平方米，其中住宅销售 1169.6 万平方米，同比分别增长 83.8% 和 90.3%，前三季度的销售已超过了去年全年总量，同时也创新了历史同期的最高水平。交易量的急速上升，同时也推动了房价的上涨。截至 9 月底，苏州商品房销售单价为 6241 元/平方米，其中住宅 6170 元/平方米，同比分别增长 8.4% 和 11.4%，比去年底每平方米上涨了 549 元和 637 元。总体看，苏州市场 2009 年成交量回暖较为明显，年初至今，周均成交量已经超过了 2007 年的水平，9 月份成交量已回到较高点。

图 6：近年苏州市一手商品房成交量



数据来源：苏州搜房网，中诚信评估整理

图 7：近年苏州市一手商品房成交价格



数据来源：苏州搜房网，中诚信评估整理

而具体到苏州高新区房地产市场，该市场呈现价跌量升的态势，且以适合刚性需求的项目成交为主。2009 年上半年，住宅类商品房共成交 4,113 套，较上年同期涨幅为 42.22%；成交面积 47.17 万平方米，较上年同期下降 5.14%；成交均价 5928.21 元/平方米，较上年同期下降 2.76%。整体来说，高新区以刚性需求为主的低价位住宅仍占整个市场的较大份额。

从土地出让情况来看，2008 年苏州高新区土地出让 86.5 万平米，可建筑面积 105 万平米，较上年上升 40%，2009 年计划出让土地 340 万平方米。是苏州各区域中土地出让量唯一出现增长的区域，这主要得益于苏州高新区加大力度推进“浒通板块”和“科技城板块”的建设步伐，出让了一定规模的城镇居住用地和商贸服务业用地。

总体来看，2009 年以来，随着全国房地产市场景气程度逐步回升以及苏州经济的发展和区域交通的日益便利，苏州房产成交量急速上升，成交价格也呈现上涨态势，但近期市场回暖的持续性有待关注。

竞争实力

区位优势

苏州高新区依托苏州良好的经济基础，积极引进外资，大力促进高新技术产业化和国际化，经过多年的开发建设，初步形成了以跨国公司投资为主体、以电子通讯制造、汽车整车及零部件制造、精密机械制造、新材料和环保业等产业为主导的高新技术集聚区及现代化新城区。与我国其他开发区相比，苏州高新区在投资环境和经济实力等方面均名列前茅，为公司发展创造了良好的外部环境。

公司作为苏州高新区开发建设的先行者，在当地政府支持、区域市场分析等方面具有先天优势。公司承做的政府动迁房项目、经营的在区内具有垄断地位的水务等业务，均可为其提供较为稳定的收入及现金流来源。其次，在房产开发方面，公司熟悉苏州高新区整体区域规划，能够较为准确的把握区域市场环境，有效的针对特定区域的产业发展、功能定位进行房产开发。苏州正在建设中的轨道交通 1 号线设苏州乐园换乘站（与 3 号线），且苏州乐

园站与狮山广场（公司在建项目）相通，玉山公园站与天都商贸（公司在建项目）相通。此外，公司众多住宅房产分布在拟建的轨道交通 3 号线的沿线。未来苏州城市轨道交通的开通，将对公司房产价值起到较大的提升作用。

品牌优势

公司凭借近年来积累的开发建设经验以及区位优势，在苏州高新区开发与建设领域具备了较高的知名度，区域品牌优势明显。继 2005、2006 年荣获“中国房地产上市公司综合实力 TOP10”、2007 年荣获“中国房地产上市公司地产绩优股 TOP10”称号后，苏州高新再获“2008 年中国房地产上市公司投资价值 TOP10”称号。当年，公司旗下苏州新创建发展有限公司（以下简称“新创公司”）、苏州永新置地有限公司（以下简称“永新公司”）、苏州新港建设集团有限公司（以下简称“新港公司”）三家房地产公司蝉联“苏州市房地产综合实力 20 强”，并一同成为“江苏省房地产综合实力 50 强”。

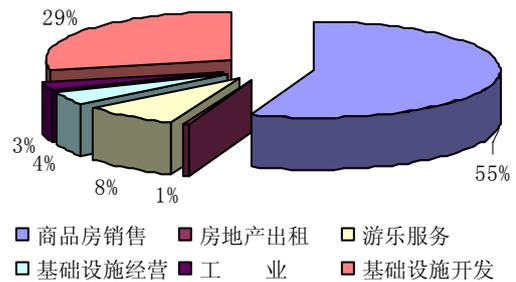
我们认为，苏州高新作为苏州高新区本土化的企业，得到当地政府的扶持，在区域市场积累了较强的资源优势及品牌美誉度，这为其健康快速发展提供了有力支持。

业务运营

近年来，公司定位于城市综合服务商，以房地产开发为主、配套基础设施经营为辅的业务模式愈发清晰，在业务规模稳步扩大的同时业务结构也持续优化。

2006~2008 年，公司营业收入由 20.80 亿元增长至 30.57 亿元，年复合增长率达到 21.23%。2009 年 1~9 月，公司实现营业收入 12.42 亿元，其中商品房销售收入 6.87 亿元，占同期总收入的 55.28%；基础设施开发（主要为动迁房）收入 3.55 亿元，占总收入的 28.57%；游乐服务、公用事业等其他收入占总收入的 15.83%。

图 8：2009 年 1~9 月公司收入构成情况



注：公司将实质具有基础设施开发性质的动迁房开发建设收入列入基础设施开发业。

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

业务区域方面，作为苏高新集团的控股子公司，公司一方面在苏州高新区内开展业务，具备明显的品牌影响力，另一方面苏州地区较强的经济实力也使公司拥有长期持续发展的外部环境基础，因而，除少数位于扬州的商品房开发项目外，公司主要业务均集中在苏州高新区。

商品房开发

公司的商品房开发业务与房地产行业整体运行周期一致。2008 年，受房地产市场调整及市场需求萎缩的影响，公司商品房销售面积及销售金额均较上年大幅下滑；2009 年行业回暖，全国商品房销售量价均稳步走高，受益于此，2009 年 1~9 月公司商品房销售面积及销售收入分别达到 42.19 万平方米和 24.73 亿元，已分别达到 2008 年全年的 370.74% 和 395.05%，为其未来两年业绩提供了支撑（表 3）。

表 3：2006~2009.9 公司商品房开发业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2006	2007	2008	2009.1~9
销售面积	29.58	52.29	11.38	42.19
结算面积	21.25	41.29	31.11	12.75
当年销售金额	12.51	28.25	6.26	24.73
当年结转金额	8.69	20.11	18.33	6.87

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

目前公司主要在建项目共计 17 个，主要有文昌花园、天都花园、大河山项目、锦绣坊等，建筑面积合计 137.74 万平方米，均为公司 2009~2010 年的最主要收入来源。值得提出的是，公司拥有水秀坊、锦绣坊、大河山、名墅花园等别墅项目，合计建筑面积约 33.50 万平方米，在别墅用地稀缺的市场环境下，该等别墅项目在优化公司业务结构、提升其利润空间方面起到了重要作用。

土地储备方面，从 2006 年起，公司加速了地产业务产品结构的调整，大量增加了土地储备，截至 2008 年末，公司土地储备面积合计 52.05 万平方米，规划建筑面积合计 73.33 万平方米，该等土地储备与苏州高新区北扩西进战略、城际轨道交通、苏州轻轨地铁交通等区域规划有良好的契合度。

2009 年 6 月，公司以 8489.80 万元竞得高新区通安镇一宗住宅用地，用地面积 5.24 万平方米，容积率<1.5；2009 年 9 月，公司又以 12.26 亿元竞得吴江经济开发区内三宗土地，其中住宅用地合计 39.22 万平方米，商业用地合计 3.46 万平方米，按照计入容积率的建筑面积计算可建总面积为 92.16 万平方米。截至 2009 年 9 月末，公司土地储备 173.35 万平方米。按照公司目前的开发计划，现有土地储备可保证未来三年的开发。

表 4：截至 2009 年 9 月末公司土地储备情况

单位：万平方米、元

土地用途	占地面积	规划建筑面积	土地均价
商业	19.23	37.18	1879.53
住宅	70.64	125.24	3006.76
住宅/商业*	8.6	8.6	4500.01
宾馆	1.55	2.33	1000.13
合计	100.02	173.35	-

注：*为公司 2007-B-83 地块，土地用途部分为住宅、部分为商业。
资料来源：公司提供，中诚信评估整理

综合来看，随着我国房地产市场的逐步回暖，2009 年前三季度公司房产销售状况良好，且以较低的价格补充土地储备，为后续发展奠定基础。同时，中诚信评估注意到，公司新取得的土地储备资本投入量较大，我们将对该项目在开发中公司面临的市场把握程度及项目融资渠道等挑战保持关注。

商业地产开发

近年来，随着苏州高新区逐步由制造基地转变为集高科技产业、金融商贸、休闲旅游及高品质居住的现代化新城，其商贸服务行业的发展需求迅速增加。为优化业务结构，公司开始向商业房地产延伸。截至 2008 年末，公司共有商业物业面积 14.59 万平方米，工业厂房面积 4.44 万平方米，当年取得租金收入 3641 万元。

为了进一步推进商业地产延伸战略，2008 年，公司成立了苏州高新商旅发展有限公司，作为商业

地产运作平台。目前公司正在运作的狮山广场（规划建筑面积 20 万平方米）及青山宾馆（规划建筑面积 2.35 万平方米）项目有序推进。

另外，新港公司连接轻轨一号线总面积 7 万多平方米的天都商贸大厦项目已于上半年内开工，商铺前期招商取得突破性进展，其中约 3.5 万平方米的商铺已与日本知名百货公司签订租赁协议。乐园水上世界改造完正式开业后，逐渐提升的人气为门口商业房产的经营和出租创造了良好条件。钻石面粉公司老厂搬迁工作已经启动，剩余 17 亩地块的二期商办结合的 2.4 万平方米钻石广场项目将在 2009 年末动工建设。

总体而言，公司投资性房地产开发和租售比重相对较小，随着商业地产延伸战略逐步推进，正开发及规划的商业项目总面积将达到 50 万平方米，公司房地产业将形成“住宅+商业”双轮驱动的发展模式。

基础设施开发

公司的基础设施开发业务主要为动迁房的建设及销售。在苏州高新区自 2002 年开始由 52.06 平方公里拓展至 223.36 平方公里的过程中，公司承建了区内较多的动迁房和出口加工基地基础设施建设项目，并在 2005~2006 年陆续进入竣工交付期。

中诚信评估认为，公司通过承接动迁房开发业务，体现出与区域经济发展的互动性，凸显了自身独特的资源优势，亦增强了自身应对房地产市场调整的能力。如 2008 年，公司商品房销量有所下降，但当年结转动迁房 8.79 亿元，在一定程度上减弱了房地产行业周期性调整对公司收入的影响（表 5）。但随着“北扩西进”战略的推进，区域规划日渐成熟，未来动迁房的开发规模将逐步减小。

表 5：2006~2009.09 公司动迁房销售情况

单位：万平方米、亿元

	2006	2007	2008	2009.1~9
当年销售面积	44.23	18.37	72.44	17.83
当年销售金额	4.91	3.29	8.79	3.45
当期收入占比	23.61%	12.50%	29.11%	27.78%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

综合来看，公司作为一家国资背景的经济技术开发区类上市公司，得到地方政府的大力支持，为

其稳定发展提供了便利条件。公司房地产涉及普通商品房、动迁房以及商业地产等多项业务，能够在一定程度上抵御单一市场风险。

公用事业

公司基础设施经营主要集中在水务产业。目前公司共有五家污水处理厂，日处理污水规模 20 万吨，2008 年累计完成污水处理量 4,230.62 万吨（表 6）。2008 年公用事业板块收入 7,584.71 万元，占公司总收入的 2.48%。2009 年 1-9 月公用事业板块收入 5,245.04 亿元，占总收入的 4.19%。另外，公司还参股苏州新区新宁自来水发展有限公司（以下简称“新宁自来水公司”），持股比例为 25%。2008 年，受经济危机影响，进驻高新区企业减少，已有企业开工不足，自来水售水量增幅回落，当年新宁自来水公司亏损 1,471.17 万元。

表 6：2006~2009.9 公司污水处理业务运行情况

单位：万吨/日、万元

	2006	2007	2008	2009.9
处理规模	8	20	20	20
污水处理	5.31	9.99	11.59	12.07
销售收入	2,953.11	6,028.29	7,584.71	5,245.04
销售成本	1,858.23	3,338.72	4,255.86	3,185.61

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

2008 年，环太湖污水厂排放标准由原来的一级 B 全面提升至一级 A，公司需对污水厂进行提标改造，加上产能扩张，公司尚需投入的资金总额约为 2.43 亿元。

中诚信评估认为，虽然短期内公司公用事业板块的收入贡献较小，但随着苏州高新区和古城区逐步成为苏州人生活的主城区，用水量及污水处理量逐步扩张。同时，公司水务管网在高新区区域的覆盖率将逐步提升，水务产业的规模效应亦将不断体现，水务等公用事业业务将可成为公司持续稳定的收入及现金流来源。

游乐服务

公司控股苏州乐园发展有限公司（以下简称“乐园公司”），该公司是经营苏州乐园的实体。苏州乐园是国内运营情况最好的主题公园之一，4A 级旅游景区，位于苏州新区中心，占地面积 94 万平米，总投资 2.6 亿元，由水上世界和欢乐世界组成。2008

年全年入园人数达 203 万人，主营收入 1.33 亿元，较上年增长 11.091%；净利润 0.12 亿元，较上年增长 223.63%。2009 年 1-9 月，公司游乐服务收入 1.03 亿元，占总收的 8.29%。

管 理

公司严格按照上市公司治理规则及相关法律法规的要求进行各项制度建设，对股东大会、董事会、监事会及经理层的职责权限进行了明确的界定，法人治理结构相对完善。

内部控制方面，公司于第五届董事会十一次会议审议通过了《苏州高新内部控制制度》，对预算管理、资金管理、关联交易、对外担保、重大投资、安全生产等方面进行内部控制，并建立内部控制的监督检查机制，这有利于弱化公司的内控风险。

具体到内部管理，公司制定了详细的财务会计制度，对财务计划、资金管理、财产管理等各方面进行了严格的规定。2007 年，公司改变了原有集团体系的内审机构设置模式，成立内部审计部门，对下属企业实施内部审计，财务管控趋于完善。

苏州高新本部主要为投资中心、决策中心和财务管理中心，各类业务由下属各子公司分别独立经营。资金方面由苏州高新本部结算中心对下属子公司的资金进行统一收支，并承担主要的对外融资职能。

综合来看，公司法人治理结构较为完善、内控体系比较完备，运行机制良好。但中诚信评估同时也关注到，目前公司仍处于转型期，未来商业房地产业务的继续扩张亦将使公司在专业化管理及房屋销售人才储备等方面面临诸多挑战。

发展规划

2005 年在原有“以房地产为核心，以基础设施经营为新的增长极，积极培育新兴产业”的战略基础上，提出了“立足于作为城市化综合服务商的战略定位，通过开发、建造、运营、服务，分享趋于经济蓬勃发展带来的成长收益”的战略思路。2006 年，公司制定了“房地产开发为主体，积极培植基础设施经营产业，适度优化参股企业股权投资”的发展战略，近三年来不断强化房地产业务的本地化优势及

品牌效应，并改善业务结构，向商业地产延伸，力争把公司的房地产业发展成为“住宅+商业”双轮驱动的产业运营模式。

根据规划，2009 年公司将继续强化房地产销售工作，加快资金回笼，并进一步实现融资的创新；深化参股企业投资管理，实施“有进有退”战略。公司把握高新区“北扩西进”的扩区机会，积极做强房地产主业，拓宽房地产开发层级和模式，逐步发展成为以房地产为主、配套基础设施经营为模式的城基础设施服务运营商。

整体上看，公司具有明确的战略规划目标，对其未来业务发展起到了良好引导作用，但中诚信评估同时也对关注到房地产市场回升的持续性对公司未来的战略目标的具体实施效果可能产生影响。

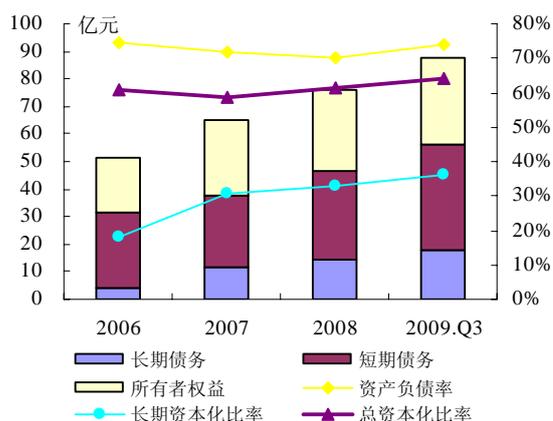
财务分析

以下我们的分析基于苏州高新提供的经安永大华会计师事务所有限公司审计并出具带强调事项段的无保留意见的 2006 年合并财务报告、经立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2007~2008 年合并财务报告、未经审计的 2009 年三季度合并财务报告。

资本结构

作为依托苏州高新区建设而发展的区域性房地产企业，公司在从以基础设施开发为主向商业性房地产开发为主的发展过程中，公司资产规模和负债规模同时迅速增长。截至 2009 年 9 月末，公司资产总额达到 121.65 亿元，负债总额达到 90.06 亿元。同时，2007 年 10 月，公司非公开发行股票 3,229 万股，募集资金 50,741.51 万元，增强了自有资本实力。截至 2009 年 9 月末，所有者权益合计（包括少数股东权益）达到 31.59 亿元，较 2006 年增长 55.85%。

图 9：2006~2009.Q3 公司资本结构情况



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

随着投资规模的扩大，公司债务规模逐年增长。作为房地产企业，公司每年有较大金额的预售房款计入预收账款，尤其 2009 年前三季度预收账款金额达到 20.20 亿元，因而只考虑付息债务，截至 2009 年 9 月 30 日，公司总债务增长至 56.30 亿元，总资产资本化比率为 64.05%，负债水平略显偏高。

公司近年来注重债务结构的调整，不断提升长期项目借款比重，并尽量使贷款周期与项目周期相匹配，其短期债务占总债务的比重由 2006 年的 85.82% 下降为 2009 年 9 月末的 68.47%，但短期债务比重仍然较大。若公司本次 10 亿元公司债券成功发行，将主要用于偿还短期银行借款，在节省公司财务费用的同时使公司债务结构得到进一步改善，增强公司长期资金的稳定性。

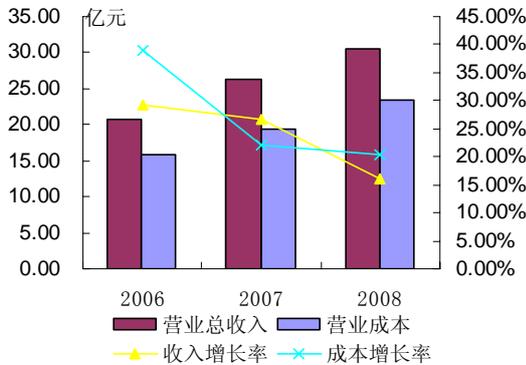
综合来看，近年来公司负债水平偏高，虽然负债结构有所改善，但未来随着公司房地产在建项目的推进以及基础设施经营业务扩大投资，公司对外部债务的依赖程度仍然较大，其资本结构有待改善。

盈利能力

公司业务结构多元化，虽然作为主要收入贡献的商品房销售业务受房地产市场波动的影响较大，但公司依托自身资源优势，通过承接政府动迁房项目，一定程度上减弱了房地产行业周期性调整对收入的影响。同时，公司旅游服务、基础设施经营和房地产出租业务较为稳定。近三年公司营业收入保持稳定增长态势，2008 年实现营业收入 30.57 亿元，较上年增长 16.10%。受 2008 年房地产市场疲软的影响，当年末公司预收账款余额为 5.67 亿元，仅占

当年营运总收入的 18.55%，对 2009 年结转收入带来不利的影响。2009 年前三季度公司实现营业收入 12.42 亿元，较上年同期下降 10.05%。

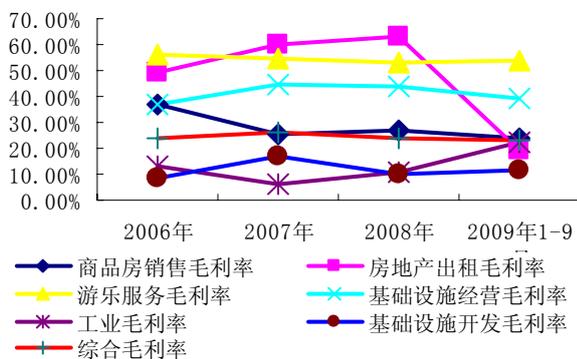
图 10：2006~2008 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信评估整理

近三年，公司综合毛利率水平基本保持稳定。2008 年公司综合毛利率为 23.75%，较上年下降 2.71 个百分点，主要是由于当年获利空间较小的基础设施开发业务对收入的贡献比重增大（图 10）。2009 年前三季度，公司综合毛利率为 29.13%。

图 11：2006~2009.Q3 公司主要业务毛利率变化情况



数据来源：公司提供，中诚信评估整理

期间费用方面，近三年随着业务扩张，融资规模扩大，公司管理费用和财务费用有所增长。2008 年，公司三费合计 2.36 亿元，占收入比重为 7.74%。2009 年前三季度，由于房产销售业务状况良好，销售费用增长较快，三费合计 1.49 亿元，占收入的 11.98%。

表 7：2006~2009 年三季度公司三项费用情况

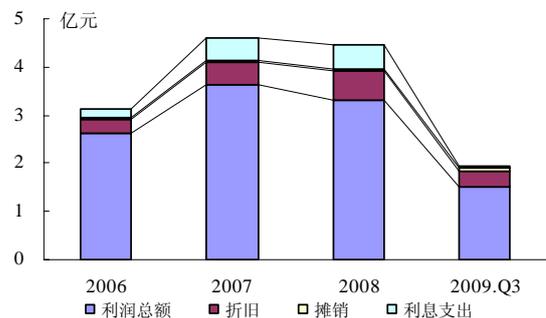
	2006	2007	2008	2009.Q3
销售费用 (亿元)	0.75	1.23	0.79	0.73
管理费用 (亿元)	0.64	0.75	1.04	0.72
财务费用 (亿元)	0.11	0.38	0.54	0.03
三费合计 (亿元)	1.50	2.35	2.36	1.49
三费收入占比	7.23%	8.94%	7.74%	11.98%

资料来源：公司定期报告

另外，公司参股中外运高新物流苏州有限公司，并投资苏州银行股份有限公司（持股比例 0.91%）、东吴证券有限公司（持股比例 0.33%）、江苏 AB 股份有限公司（持股比例 20%）、中新苏州工业园区开发股份有限公司（持股比例 5%）和友邦华泰基金管理有限公司（持股比例 2%）等，2008 年取得投资收益 0.36 亿元，2009 年前三季度取得投资收益 892 万元，整体而言目前投资收益对公司的利润贡献较小。但值得关注的是，目前中新苏州工业园开发股份有限公司 IPO 申请材料已经上报证监会，未来若成功上市，将给公司带来可观的股权溢价收益。

现金获取方面，在利润及折旧的支撑下，2008 年公司 EBITDA 为 4.45 亿元，EBITDA 率(EBITDA/营业收入)为 14.57%，较上年略有下降，但仍处于相对良好的水平（图 11）。受去年房地产不景气影响当年收入及利润结转的影响，2009 年 1-9 月公司 EBITDA 仅为 1.95 亿元。

图 12：2006~2009.Q3 公司 EBITDA 情况



数据来源：公司提供，中诚信评估整理

总体来看，公司业务结构较为合理，基础设施经营以及旅游服务业务较为稳定，承接政府工程项目，也可以一定程度上平缓房地产行业周期波动。未来，随着“北扩西进”的基本结束，公司收入将更多依赖于商业房地产项目的销售，且商业房地产项目的结构也逐步调整，高端住宅地产和商业地产比重增加，有利于提高公司盈利水平。受 2008 年房地产整体不景气的影响，2009 年公司结转收入及利润状况不乐观，但随着行业转暖，未来利润状况将有望改善。

偿债能力

随着土地储备量增加、开发规模扩大，公司近三年债务规模快速增长，截至 2009 年 9 月末，公司总债务为 56.30 亿元，总资本化比率和长期资本化

比率分别为 64.05%和 35.97%，总债务/EBITDA 为 21.64，债务负担较重。

由于负债规模大，利息负担重，近三年公司 EBITDA 利息倍数逐年下降（表 10），而房产项目投入规模的增大使得近两年经营活动净现金流持续为负，但得益于 2009 年公司预售情况良好，现金流状况得到较大改善，前三季度经营活动净现金流达到 3.05 亿元。此外，随着政府财政实力的增强，动迁房建设款由公司垫资变为由政府按工程进度支付，且政府承诺逐偿还以前年度应付的动迁房款，这将进一步改善公司的现金流状况。

表 8：2006~2009.Q3 公司偿债能力指标

	2006	2007	2008	2009.Q3
资产负债率 (%)	74.46	72.02	70.38	74.03
长期资本化比率 (%)	18.00	30.48	33.10	35.97
EBITDA (亿元)	3.11	4.62	4.45	1.95
EBITDA 利息倍数 (X)	2.74	1.70	1.46	1.31
总债务/EBITDA (X)	10.07	8.19	10.45	21.64
经营活动净现金流量 (亿元)	5.46	-3.98	-5.46	3.05
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.17	-0.11	-0.12	0.07
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	4.80	-1.47	-1.79	2.05

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从公司目前的长期借款到期分布来看，公司 2009年和2010年的偿债压力较大，若本次债券成功发行，能够偿还部分到期借款，将缓和公司资金面的压力。

表 9：截至 2008 年末公司长期借款到期分布

单位：亿元

	2009	2010	2011	2012
借款金额合计	8.96	9.35	4.10	1.20

注：2009 年到期的长期借款包含一年到期的长期借款
资料来源：公司提供，中诚信评估整理

或有负债方面，公司严格控制对外担保。截至 2008 年末，公司没有为控股子公司之外的第三方提供担保，为控股子公司担保余额 2 亿元，占公司期末净资产（不含少数股东权益）的比重为 7.87%，或有负债风险可控。

此外，公司控股股东苏高新集团资金实力较为雄厚，未来能够在资金等方面给予公司必要的支持，有利于提升公司的财务弹性。

综合来看，受公司经营初期承接大量政府动迁房以及房地产投资规模逐年增大的影响，公司债务负担较重，但随着房地产市场转暖，公司经营现金流相对充裕，加上背景实力较强，财务弹性较好，公司具有一定的偿债能力。

担保实力

担保主体概况

苏州高新区经济发展集团总公司成立于 1988 年 2 月，是由苏州市人民政府苏州高新区管理委员会投资成立的国有独资公司。

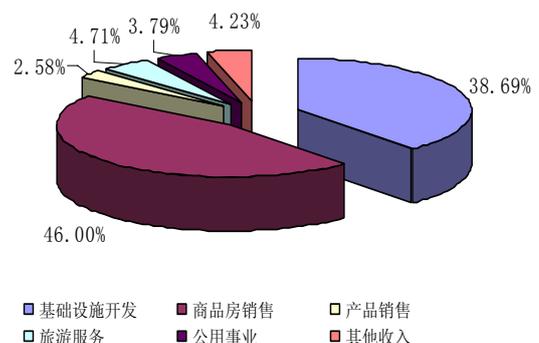
苏高新集团作为苏州高新区开发主体、投资主体和融资平台，在区域开发、新城区建设、高新技术产业聚集等方面发挥了极其重要的作用。除承担开发区基础建设和公共服务等职能外，集团还参与高技术产业、环保产业、金融业等诸多行业，培育盈利增长点。截至 2008 年末，集团下属全资、控股、参股企业 50 余家。

截至 2008 年 12 月 31 日，集团总资产 229.27 亿元，所有者权益 61.93 亿元（其中少数股东权益 17.75 亿元）。2008 年集团实现营业收入 39.77 亿元，归属于母公司所有者权益净利润 0.66 亿元。

业务运营

集团主要业务板块包括商品房销售、基础设施开发、公用事业、旅游服务等。2008 年集团商品房销售收入 18.29 亿元，占营业收入的 46.00%；基础设施开发收入 15.39 亿元，占营业收入的 38.69%（图 12）。

图 13：2008 年集团收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信评估整理

集团商品房销售业务基本全部来自苏州高新下属三家房地产公司，其它业务除苏州高新外，来自

集团本部和其它控股子公司（表 12）。

表 10：苏高新集团除公司外的主要控股公司

	注册资本	持股比例
苏州新宁自来水发展有限公司	18,299 万元	100%
苏州新浒投资发展有限公司	12,000 万元	50%
苏州金狮大厦发展管理有限公司	800 万美元	100%
苏州乐园水上世界	3,000 万元	100%
苏州新港物业管理公司	500 万元	100%
苏州高新区苏新环境科研技术中心	1,000 万元	100%
苏州新区创新科技投资管理有限公司	15,000 万元	100%
苏州高新区中小企业担保有限公司	20,000 万元	72%
苏州高新区中锐置业有限公司	3,000 万元	50%
苏州高新创业投资有限公司	6,000 万元	65%
苏州市小茅山铜铅锌矿	1,475 万元	100%

资料来源：公司提供

基础设施建设开发方面，集团承接政府动迁房项目，进行园区配套设施建设。主要的园区包括新浒工业园、环保产业园、科技城等。其中，新浒工业园占地面积 14.26 平方公里，五年间共引进项目 153 家，总投资 145 亿元，注册资本 57 亿元，其中超亿元投资的有 34 家，区内共有 69 家企业投产，开工在建项目 46 家；环保产业园是全国首家经国家环保总局批准的国家级环保高新技术产业园，目前园内入驻或注册的企业共计 118 家；科技城总建设用地面积为 25 平方公里，已有 100 多家国家级科研院所、研发机构、软件开发企业落户。

公用事业方面，除污水处理厂外，集团还控股新宁自来水公司。新宁自来水公司拥有两家自来水厂，设计日供水能力约 30 万吨，能够满足高新区日常需要。此外，集团还与华能集团共同经营区域内热电业务。未来随着高新区经济增长，进驻企业增多，人口增加，公用事业收入将逐步增大。

此外，集团还加大投入新兴产业，参与高新技术产业、金融业等，控股苏州高新创业投资有限公司、苏州高新区中小企业担保有限公司等。

综合来看，集团作为开发区的开发主体，承接了较多的基础设施开发业务，并经营具有垄断性的公用事业，业务较为稳定，成长性较好。

财务表现

近三年，随着业务规模的扩大，苏高新集团资产总额及负债总额均保持增长态势，截至 2008 年末，集团资产总额为 229.27 亿元，负债总额 167.33 亿元，较上年同期分别增长 13.06% 和 7.50%。同时，2008 年苏高新管委会先后以实物资产和现金对集团进行增资 13.05 亿元，集团自有资本实力增强，当年末所有者权益增加至 61.93 亿元（含少数股东权益）。2008 年集团资产负债率 72.99%，总资本化比率 68.17%，较上年分别下降 3.77 和 2.71 个百分点（表 14）。

从盈利能力来看，2008 年集团实现营业收入 39.77 亿元，较上年增长 35.55%。其中，基础设施开发实现收入 15.39 亿元，较上年增长 238.11%，其占业务收入的比重由 2007 年的 15.51% 上升至 2008 年 38.69%。由于基础设施开发业务毛利率较低，2008 年仅为 7.74%，使得当年综合毛利率为 24.08%，较上年下降 3.35 个百分点。受管理费用和财务费用增大的影响（表 14），2008 年集团实现利润总额 3.23 亿元，较上年减少 14.94%；归属于母公司所有者权益净利润 0.66 亿元，较上年减少 49.61%。

表 11：2006~2008 年集团三项费用情况

	2006	2007	2008
销售费用（亿元）	0.92	1.42	1.12
管理费用（亿元）	1.25	0.92	2.12
财务费用（亿元）	0.96	1.81	2.66
三费合计（亿元）	3.14	4.16	5.90
三费收入占比	9.13%	14.17%	14.84%

资料来源：公司提供

从偿债能力方面来看，由于负债率较高，利息负担重，EBITDA 利息倍数不高，2008 年为 1.08，盈利能力对利息偿付的保障程度有限。同时，近年来投资规模的增大使得集团经营性净现金流状况不佳（表 14）。但集团作为苏州高新区的开发主体，与政府、银行保持良好的合作关系，具有较好的融资弹性。

表 12: 2006~2008 年苏高新集团偿债能力分析

	2006	2007	2008
长期债务 (亿元)	22.39	27.86	52.55
总债务 (亿元)	89.82	114.71	132.67
EBITDA (亿元)	4.62	6.51	7.20
资产负债率 (%)	74.62	76.76	72.99
长期资本化比率 (%)	34.32	37.15	45.90
总资本化比率 (%)	67.70	70.88	68.17
EBITDA 利息倍数 (X)	1.43	1.24	1.08
总债务/EBITDA (X)	19.43	17.62	18.42
经营活动净现金流 (亿元)	10.38	-5.57	-7.21
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.12	-0.05	-0.05

资料来源: 公司提供, 中诚信评估计算

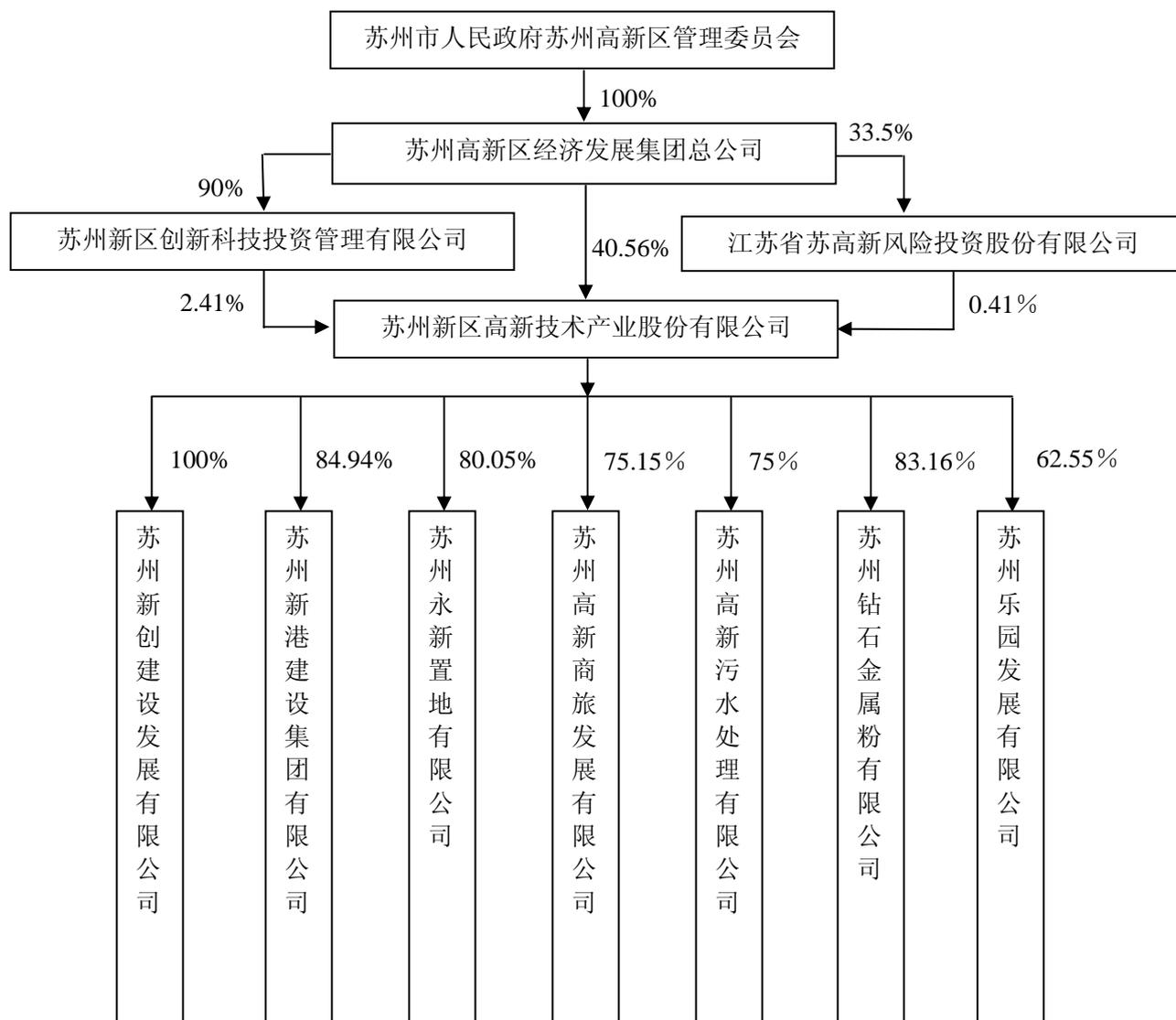
担保结论

中诚信评估认为, 苏高新集团作为苏高新管委会的全资子公司, 在业务、资金等多方面得到地方财政较大力度的支持。随着园区开发建设的推进以及承接政府动迁房, 集团基础设施开发业务稳步增长, 污水和自来水等具有垄断性质的公用事业将随着高新区经济的发展盈利能力逐步增强, 房地产销售业务达到一定的规模, 并保持较好的运作态势。同时, 高新区管委会对集团的增资体现了较大的支持力度。但我们也关注到集团负债水平较高以及今后规模扩张等带来的资金和债务压力。综合来看, 我们认为苏州高新集团提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保能对本次债券到期偿还提供有力保障。

结 论

综合上述因素, 中诚信评估认为本次债券信用质量很高, 信用风险很低, 评级展望稳定。

附一：苏州新区高新技术产业股份有限公司股权结构图（截至 2009 年 9 月 30 日）



附二：苏州新区高新技术产业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2006	2007	2008	2009.Q3
货币资金	70,794.49	82,842.60	110,363.17	179,097.81
应收账款净额	136,328.30	86,526.72	92,607.81	57,278.93
存货净额	432,067.96	586,973.84	599,381.08	764,068.06
流动资产	664,042.50	794,500.33	826,449.43	1,025,888.65
长期投资	29,038.28	43,825.34	45,881.11	46,366.88
固定资产合计	88,972.28	100,745.57	107,950.04	125,975.09
总资产	793,821.74	961,987.64	999,702.62	1,216,511.54
短期债务	269,230.00	260,400.00	318,928.43	385,472.94
长期债务	44,500.00	118,000.00	146,500.00	177,480.00
总债务（短期债务+长期债务）	313,730.00	378,400.00	465,428.43	562,952.94
总负债	591,093.56	692,864.74	703,602.78	900,563.81
所有者权益（含少数股东权益）	202,728.18	269,122.90	296,099.85	315,947.73
营业总收入	208,027.05	263,284.75	305,682.19	124,234.74
三费前利润	36,672.43	53,142.42	52,861.26	28,746.51
投资收益	4,123.76	7,832.63	3,608.19	891.66
净利润	17,789.86	25,498.56	24,623.74	11,123.71
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	31,145.82	46,184.32	44,545.40	19,511.79
经营活动产生现金净流量	54,639.65	-39,797.68	-54,637.32	30,541.01
投资活动产生现金净流量	-7,416.59	-12,302.23	-14,740.61	-20,287.87
筹资活动产生现金净流量	-31,852.37	71,882.56	62,968.87	57,064.67
现金及现金等价物净增加额	15,370.70	19,780.86	-6,410.89	67,317.77
财务指标	2006	2007	2008	2009.Q3
营业毛利率（%）	23.73	26.46	23.75	29.13
全面摊薄的净资产收益率（%）	9.06	9.46	8.07	4.77
EBITDA/营业总收入（%）	14.97	17.54	14.57	15.71
速动比率（X）	0.43	0.37	0.42	0.37
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	-0.11	-0.12	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.20	-0.15	-0.17	0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	4.80	-1.47	-1.79	2.05
EBITDA 利息倍数（X）	2.74	1.70	1.46	1.31
总债务/EBITDA（X）	10.07	8.19	10.45	21.64
资产负债率（%）	74.46	72.02	70.38	74.03
总债务/总资本（%）	60.75	58.44	61.12	64.05
长期资本化比率（%）	18.00	30.48	33.10	35.97

注：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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：苏州高新区经济发展集团总公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2006	2007	2008
货币资金	168,649.64	210,741.34	235,344.14
应收账款净额	425,988.79	380,822.88	388,077.95
存货净额	548,983.21	805,817.54	870,320.98
流动资产	1,383,886.27	1,639,532.66	1,772,943.16
长期投资	93,233.13	135,917.93	135,525.01
固定资产合计	171,159.67	219,667.98	354,052.50
总资产	1,688,026.87	2,027,826.46	2,292,682.91
短期债务	674,324.50	868,510.00	801,146.63
长期债务	223,900.00	278,600.00	525,532.67
总债务（短期债务+长期债务）	898,224.50	1,147,110.00	1,326,679.29
总负债	1,259,568.79	1,556,549.86	1,673,344.53
所有者权益（含少数股东权益）	428,458.08	471,276.60	619,338.37
营业总收入	343,327.82	293,417.20	397,718.23
三费前利润	53,089.31	62,421.72	71,082.23
投资收益	4,427.14	14,089.66	13,122.89
净利润	19,052.35	26,211.88	21,816.56
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	46,217.67	65,114.13	72,012.19
经营活动产生现金净流量	103,825.06	-55,699.29	-72,079.50
投资活动产生现金净流量	-35,644.91	-148,592.54	-13,065.12
筹资活动产生现金净流量	-39,357.30	236,726.57	59,341.03
现金及现金等价物净增加额	28,876.26	32,432.96	-25,808.65
财务指标	2006	2007	2008
营业毛利率（%）	21.21	27.43	24.08
全面摊薄的净资产收益率（%）	2.73	4.28	1.49
EBITDA/营业总收入（%）	13.46	22.19	18.11
速动比率（X）	0.83	0.67	0.80
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	-0.05	-0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	-0.06	-0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	3.21	-1.06	-1.09
EBITDA 利息倍数（X）	1.43	1.24	1.08
总债务/EBITDA（X）	19.43	17.62	18.42
资产负债率（%）	74.62	76.76	72.99
总债务/总资本（%）	67.70	70.88	68.17
长期资本化比率（%）	34.32	37.15	45.90

注：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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附四：基本财务指标的计算公式

$$\text{毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

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

$$\text{成本费用率} = (\text{营业成本} + \text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{营业费用}) / \text{营业收入}$$

$$\text{全面摊薄的净资产收益率} = \text{归属于母公司的净利润} / \text{期末归属于母公司的所有者权益}$$

$$\text{总资本回报率} = \text{EBIT} / (\text{总债务} + \text{所有者权益合计})$$

$$\text{收现比} = \text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$$

$$\text{盈利现金比率} = \text{经营活动净现金流} / \text{净利润}$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{营业收入} / \text{应收账款平均余额}$$

$$\text{存货周转率} = \text{营业成本} / \text{存货平均余额}$$

$$\text{流动资产周转率} = \text{营业收入} / \text{流动资产平均余额}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{保守速动比率} = (\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{交易性金融负债} + \text{一年内到期的非流动负债}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{总资本} = \text{总债务} + \text{所有者权益合计}$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益合计})$$

$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益合计})$$

$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$

$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金等价物}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债合计} / \text{资产合计}$$

$$\text{经营活动净现金/利息支出} = \text{经营活动净现金流} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

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

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信评估”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信评估与发行主体构成委托关系外，中诚信评估和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信评估评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

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

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

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

关于苏州新区高新技术产业股份有限公司 2009 年公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。