



# 信用等级通知书

信评委函字[2010]跟踪006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已发行的“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

二零一零年五月五日

# 苏州新区高新技术产业股份有限公司公司债券 2010 年跟踪评级报告

<b>发行主体</b>	苏州新区高新技术产业股份有限公司		
<b>发行规模</b>	10 亿元		
<b>存续期限</b>	2009/11/9~2014/11/9		
<b>担保方式</b>	苏州高新区经济发展集团总公司不可撤销的连带责任保证担保		
<b>上次评级时间</b>	2009/10/30		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 <b>AA</b>	主体级别 <b>AA</b>	评级展望: <b>稳定</b>
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 <b>AA</b>	主体级别 <b>AA</b>	评级展望: <b>稳定</b>

## 基本观点

2009 年房地产市场回暖, 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”)抓住行业复苏的机会, 房产销售面积及销售金额同比大幅增长, 并加大土地储备。与此同时, 公司逐步调整房地产业务结构, 高端房产销售比重增加, 商业房产项目未来几年也将逐步进入收获期。随着销售业绩的改善, 公司现金流较为充裕, 但同时我们也注意到, 公司对外部债务的依赖程度较高, 且较大地后续开发力度及土地储备计划对资金需求也增大。国家房产政策从扶持到抑制房产泡沫的变化也值得关注。此外, 苏州高新区经济发展集团总公司(以下简称“苏高新集团”或者“集团”)提供的无条件的不可撤销连带责任担保对本次债券本息偿付起保障作用。

综上, 中诚信评估维持本次公司债券信用等级为 AA, 发行主体苏州高新主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

## 正面

- ▶ 行业长期看好, 行业整合有加速趋势。在城市化进程加快、居民自住及投资需求增长等因素的推动下, 中国房地产行业增长趋势仍将在较长时期得以维持; 土地成本波动、金融财税政策调整短期内虽可能对市场预期和行业盈利水平产生影响, 但同时也相应地提高了行业进入门槛和持续经营的难度, 这将为综合实力强、品牌影响力和股东支持力度大的房地产企业提供市场整合机会, 优势房地产企业的综合竞争力将得到加强。
- ▶ 销售业绩提升, 现金流改善。由于保持适当的开发节奏, 在 2009 年房产市场回暖时公司具有大量可售房源, 当年商品房销售面积及销售收入分别达 69.93 万平方米和 42.32 亿元, 较上年同比增长 514.50% 和 576.04%。同时, 由于政府应付动迁款的偿付以及销售业务增长, 当年经营活动净现金流达到 11 亿元。

## 概况数据

苏州高新	2007	2008	2009	2010.Q1
所有者权益(亿元)	26.91	29.61	32.96	33.31
总资产(亿元)	96.20	99.97	130.75	120.26
总债务(亿元)	37.84	46.54	58.50	50.38
营业总收入(亿元)	26.33	30.57	31.17	5.40
营业毛利率(%)	26.46	23.75	24.66	27.37
EBITDA(亿元)	4.62	4.45	4.32	0.94
全面摊薄权益收益率(%)	9.47	8.32	7.86	-
资产负债率(%)	72.02	70.38	74.79	72.31
总债务/EBITDA(X)	8.19	10.45	13.55	-
EBITDA 利息倍数	1.70	1.46	1.59	1.82

苏高新集团	2007	2008	2009
所有者权益(亿元)	47.13	61.93	64.25
总资产(亿元)	202.78	229.27	265.72
总债务(亿元)	114.71	132.67	146.44
营业收入(亿元)	29.34	39.77	34.11
毛利率(%)	27.43	24.08	26.30
EBITDA(亿元)	6.51	7.20	6.78
全面摊薄的净资产收益率(%)	4.28	1.49	0.20
资产负债率(%)	76.76	72.99	75.82
总债务/EBITDA(X)	17.62	18.42	21.59
EBITDA 利息倍数(X)	1.24	1.08	1.22

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益

## 分析师

刘 固 [gliu@ccxr.com.cn](mailto:gliu@ccxr.com.cn)

王 文 华 [whwang@ccxr.com.cn](mailto:whwang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090 (010) 66427788

Fax: (021) 51019030 (010) 66420866

2010 年 5 月 5 日

- 房地产业务结构不断改善。公司动迁房业务量减少，商品房中高端住宅比重上升，商业地产项目逐步推进，总面积约 50 万平方米。随着区域交通的完善和商业环境的更加成熟，公司在建的商业项目未来有望带来可观收益。
- 股东支持。公司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

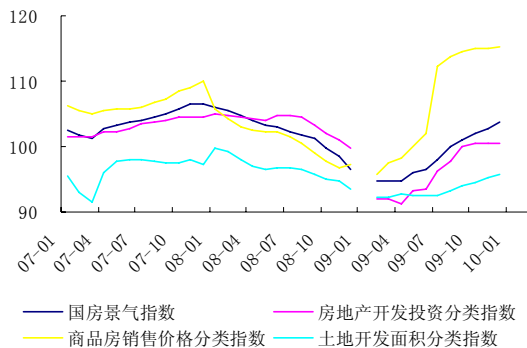
- 由于住房需求具有民生保障和投资的双重属性，加之房地产行业的关联产业众多，容易成为宏观调控的着力点，因此需注意短期内政策波动对房地产市场的影响。
- 负债水平偏高。截至 2010 年 1 季度末，公司资产负债率为 72.31%，债务杠杆较高，且由于项目建设的后续资金需求仍然较大，公司对外部债务的依赖在短期内难以改变。
- 资本支出压力较大。2010 年公司拟加大商品房开发力度，前期土地储备大多在今年开工建设，资金需求量大，公司面临较大的资金压力。

## 行业分析

2009 年刺激政策释放刚性及投资需求，房地产市场迅速回暖，景气度大幅提升

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。受2007年下半年的政策调控以及2008年全球金融危机的影响，国内房地产景气指数有所回落。为了缓解金融危机带来的不利影响，国家颁布了一系列的刺激经济发展的措施。在积极的财政政策、宽松的信贷政策及行业优惠政策的共同推动下，2009年中国房地产市场快速回暖，商品房成交量、成交价格和土地价格均实现了全面上涨并创历史新高。2009年8月国房景气指数重回景气区间，2010年2月升至105.47，已经接近2007年下半年的最高点。而当月商品房销售价格指数达到115.07，远远高于历史最高水平。

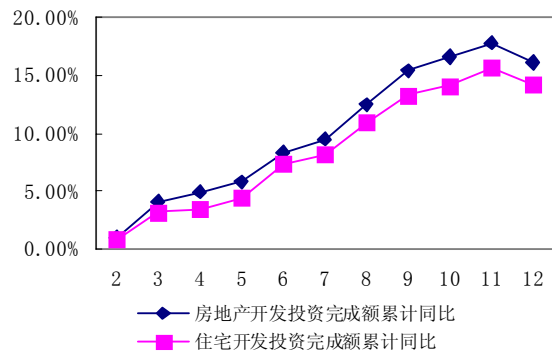
图1：2007~2009年全国房地产景气指数



数据来源：Wind资讯，中诚信评估整理

从具体的房地产运行指标来看，2009 年全年房地产开发投资完成额达到 3.62 万亿元，同比增长 16.12%，远低于近 10 年来 24.66% 的复合增速。但就单月投资开发情况而言，2009 年全国房地产开发投资完成额累积同比增速成逐月扩大态势，2010 年 2 月达到 31.10%，行业复苏迹象明显。

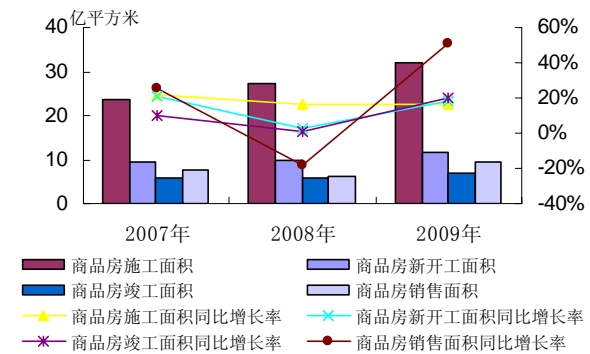
图 2：2009 年全国房地产开发投资情况



数据来源：Wind资讯，中诚信评估整理

2009 年中国商品房的施工面积、新开工面积、竣工面积分别为 31.96 亿平方米、11.54 亿平方米、7.02 亿平方米，同比分别实现增长 16.60%、18.25%、20.03%，增速分别同比增长-0.02、15.10、19.57 个百分点。当年全国商品房销售面积 9.37 亿平方米，同比增长 50.93%；销售额 43,994.54 亿元，同比增长 82.77%。

图 3：2007~2009 年中国房地产运行情况



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

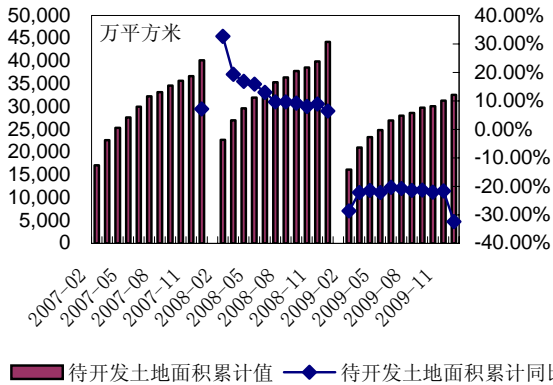
中诚信评估认为，受2008年房地产市场低迷影响，房产开发企业缩减投资导致供给不足，而2009年经济刺激政策使得市场上资金充裕，需求迅速增大，当年房地产市场逐步呈现“量价齐升”的态势，房地产景气程度大幅提升。2010年，随着国家抑制房地产泡沫政策的逐步推出，未来房地产价格持续膨胀的局面有望得到遏制。

### 2009年行业整体去库存明显，房地产企业资金来源快速增长，现金流持续改善

2009年中国房地产行业显现出较为明显的去库存特征，房地产开发投资增速达到历史低位，竣工面积增速远小于销售面积增速，竣工比达到近年来最低水平。2009年末全国待开发土地面积为

32,560.66 万平方米，为近四年来最低值，且较上年同期大幅下降32.40%。中国房地产市场库存低位徘徊，房地产开发企业面临的存货消化压力较小。

图4：2007~2009年全国待开发土地面积情况



数据来源：Wind资讯，中诚信评估整理

2009 年以来宽松的融资环境和去库存化带来的销售回款增加，使房地产企业的资金充足性和流动性得到了较大的改善。2009 年，房地产开发企业资金来源 57,128 亿元，同比增长 44.20%，超过 2007 年高点水平。其中，来自国内贷款的资金同比增长 48.50%，占全部资金来源的 19.77%；定金及预收款、个人按揭贷款等其他资金同比增长 71.90%，占全部资金来源的 48.07%。

表 1：2005~2009 年房地产开发企业资金来源细分项同比增速

	国内贷款	利用外资	企业自筹	其他资金	合计
2005	21.40%	10.40%	35.20%	17.20%	23.40%
2006	34.30%	53.00%	22.70%	23.60%	25.60%
2007	29.90%	62.40%	36.90%	39.80%	37.30%
2008	3.40%	13.30%	28.10%	-16.40%	1.80%
2009	48.50%	-35.50%	16.90%	71.90%	44.20%

数据来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

总体来看，受益于信贷支持和房产销售良好，房地产企业普遍现金流充裕，资金状况较好，但未来信贷资金支持的持续性有待关注。

### 行业政策面由“扶持”转为“抑制房地产泡沫”，融资环境趋紧，行业整合加速

2008 年房地产市场深度调整，政府随之出台了一系列鼓励政策，使得 2009 年房地产市场迎来了强劲反弹。被压抑的刚性及投资需求得到释放，房

地产市场成交量和成交价格均创历史新高，同时 2009 年下半年部分热点城市土地成交价格屡创历史新高，地王现象引起关注。在通货膨胀及房价高企的压力下，政府于 2009 年末调整政策导向，扶持政策逐步退出，并从土地、信贷、税收和市场监管等多方面限制房地产市场过快增长。

表 2：2009 年以来房地产行业相关政策一览

时间	政策	主要内容
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。
2009.5	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。
2009.6	银监会下发《关于进一步加强按揭贷款风险防控的通知》	一、加强房地产行业形势研判；二、严格贷前检查和按揭贷款发放标准；三、进一步完善按揭贷款风险控制度；四、进一步加强按揭贷款风险状况动态防控；五、加大监督力度和对违法违规行为的查处力度。
2009.9	房企融资增槛	证监会有关部门在房地产企业融资审核之前设了一道程序，即征求国土部、住建部等主管部门的意见。
2009.12	国务院要遏制房价过快上涨势头	一、要增加普通商品住房的有效供给；二、是继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三、要加强市场监管；四、要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009.12	《进一步加强土地出让收支管理的通知》	明确开发商“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊出让项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%”。
2009.12	二手房交易营业税调整	自 2010 年 1 月 1 日起，个人将购买不足 5 年的非普通住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买超过 5 年（含 5 年）的非普通住房或者不足 5 年的普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过 5 年（含 5 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。
2010.1	国务院办“国十一条”	一、增加保障性住房和普通商品住房有效供给；二、合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求；三、加强风险防范和市场监管；四、加快推进保障性安居工程建设；五、落实地方各级人民政府责任。
2010.2	银监会下发《关于加强信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四证”齐全、开发商或其控股股东具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件。信托业务	信托公司不得以信托资金发放土地

监管有关储备贷款。  
问题的通知》

2010.03 国土资源部《关于加强房地产用地供应和监管问题的通知》	确保保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建房用地，确保上述用地不低于住房建设用地供应总量的 70%。土地出让最低价不得低于出让地块所在地级别基准地价的 70%，竞买保证金不得低于出让最低价的 20%。土地出让成交后，必须在 10 个工作日内签订出让合同，合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余款要按合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年。从 2010 年 4 月 1 日起，市、县国土资源管理部门要建立房地产用地开工申报制度。
2010.04 国务院《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	统一思想，提高认识；建立考核问责机制；实行更严格的差别化房贷政策；发挥税收政策对住房消费和房地产收益的调节作用；增加居住用地有效供应；调整住房供应结构；加快保障性安居工程建设；加强对房地产开发企业购地和融资的监管；加大交易秩序监管力度；完善房地产市场信息披露制度。

资料来源：中诚信评估整理

同时我们注意到，政策调控、紧缩的银行信贷和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业整合将提速，行业集中度将逐步提高，行业竞争的重心将倾向于资本实力及品牌影响力。资本实力较强且具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将得到进一步提升。

综上，中诚信评估认为，房地产行业的波动特征与政策导向高度相关。短期内调控政策对行业影响主要体现在引导市场预期，压制非理性市场行为上。中长期来看，中国持续的城市化进程、居民财富的快速增长、国民经济支柱产业的地位等都有利于房地产行业长期向好。而行业整合加速更有利于规模大、资金实力雄厚、品牌影响力强的大中型地产企业和具有强大股东支持的地产公司。

### 受益于区域经济增长、区域交通日益发达以及房地产市场景气程度提升，2009年苏州房地产市场量价齐升

苏州作为外向型经济实体，受到金融危机的影响较大。随着刺激经济发展政策的逐步实施，苏州经济回暖复苏，2009 年全市实现地区生产总值

7,400 亿元，同比增长 11%；居民人均可支配收入 2.6 万元，同比增长 10%。经济的快速发展为房地产市场的繁荣奠定了外部基础。与此同时，苏州城市轨道交通工程已经启动，连接长三角城市间的沪宁城际铁路预计于 2010 年 7 月建成通车。便捷的交通网络将大大提高长三角区域的相互协同效用，也将对苏州土地价值的提升起到积极的作用。

此外，2010 年苏州市城乡一体化发展综合改革的重点工程苏州西部生态城项目启动。苏州生态城位于高新区 230 省道以西，规划面积 42 平方公里，总投资将超过 250 亿元，将建成以太湖湿地公园为“绿心”生态廊道为“绿链”、滨湖景观带为“绿环”的绿色低碳生态山水城。苏州生态城的建设将促进苏州及高新区区域环境的改善，促进房地产市场的发展。

在国家一系列的扶持政策下，2009 年苏州房地产市场呈现量价齐升的态势。2009 年苏州市商品房销售面积 2,183 万平方米，同比增长 117%。其中，住宅销售面积 940.41 万平方米，同比增长 140.32%。住宅销售总套数 77,729 套，同比增长 124.72%。住宅销售均价 7,340.32 元，同比增长 8.75%。

土地市场方面，2008 年受金融危机的影响，当年苏州市场房地产开工面积不足，导致 2009 年有限存量房产的快速去化使得短期内供应紧张，供需的矛盾助推了苏州土地市场的走强，苏州市场 2009 年举行的十三场土地拍卖会中共推出了 112 宗地块，土地面积达 423.35 万平米，总成交金额 267.65 亿元。而 2008 年则仅出让 47 宗土地，成交金额 67.6 亿元。

总体来看，随着苏州经济的发展、区域交通的日益繁荣，苏州房产市场未来发展前景良好。由于苏州房地产市场与全国房地产行业的景气程度紧密相关，国家对房地产行业政策导向对苏州房市的短期效应值得关注。

### 业务运营

2009 年，公司抓住行业回暖的机遇，商品房销售量及销售金额大幅增长，同时加大土地储备，加快开工建设力度，后续可售房源较为充足

2008 年房地产行业低迷，房产市场整体销售状况不佳。公司在加大营销力度的同时，保持原有的开工建设节奏，2007~2009 年施工面积分别为 128.86 万平方米、159.21 万平方米和 158.53 万平方米；竣工面积分别为 41.7 万平方米、51.10 万平方米和 40.04 万平方米。由于具有充足的可售房源，2009 年房产市场回暖，公司商品房的销售量和销售额大幅增长。2009 年公司商品房销售面积及销售收入分别达 69.93 万平方米和 42.32 亿元，较上年同比增长 514.50% 和 576.04%。为应对房产调控政策的推出，以及房产供应量的逐步释放给公司房产销售带来的市场及竞争压力，公司计划加快销售存量房产，加大开工力度，预计 2010 年商品房施工面积将达到 208 万平方米。

表 3：2007~2009 年公司商品房开发业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2007	2008	2009
施工面积	128.86	159.21	158.53
竣工面积	41.70	51.10	40.04
销售面积	52.29	11.38	69.93
结算面积	41.29	31.11	40.56
当年销售金额	28.25	6.26	42.32
当年结转金额	20.11	18.33	22.06

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

目前，公司在建房产项目共计 28 个，主要包括天都花园、理想城、东湖林语、名墅花园、大河山、狮山广场等，剩余可售面积 86.53 万平方米。公司开发的住宅商品房主要是高层、小高层等普通商品房，2009 年逐步向高端市场发展，包括天都花园、水秀坊、锦绣坊等在内的高品质项目销售面积 13.37 万平方米，占总销售面积的 19.12%，较上年上升 15 个百分点，公司房地产业务结构不断优化。

表 4：公司主要在建项目情况

单位：个、万平方米、亿元

子公司	项目数量	剩余/预计可售面积	尚需投资额
新港	9	34.61	18.34
新创	5	11.29	0.77
永新	11	17.88	5.05
高新商旅	2	20.35	13.28
钻石金粉	1	2.4	0.75
合计	28	86.53	38.19

注：苏州新港建设集团有限公司简称“新港”；苏州新创建设发展有限公司简称“新创”；苏州永新置地有限公司简称“永新”；苏州高新商旅发展有限公司简称“高新商旅”；苏州钻石金属粉有限公司简称“钻石金粉”

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

2009 年公司加大土地储备力度，年末未开发土地面积合计 104.17 万平方米，规划建筑面积 176.25 万平方米。其中，2009 年公司在吴江市、吴中区以及高新区通安镇拍得土地合计 62.39 万平方米，规划建筑面积 132.14 万平方米。公司房产开发区域主要集中在苏州高新区，2009 年起逐步扩大高新区以外区域的土地储备，积极实施走出去的战略，并计划未来以旅游输出带动地产，加大异地房产开发力度，增强综合竞争实力。

表 5：截至 2009 年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	2.16	4.32	1,999.91
住宅	45.84	65.62	3,341.15
住宅/商业	54.62	103.98	1,715.19
宾馆	1.55	2.33	1,000.13
合计	104.17	176.25	2,318.08

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

总体来看，在 2009 年房产销售状况良好的同时，公司加大开发力度，加快土地储备，剩余可售及可开发建筑面积合计 262.78 万平方米，为后续发展奠定良好的基础。与此同时，随着开发进程的加快，公司资金需求量增大，2010 年除预计销售回笼资金 40 亿元外，新增融资需求约 18 亿元，对公司项目融资提出较大挑战。

**商品房稳步发展的同时，商业地产开发项目全面启动，动迁房业务量逐步减少，公司房地产开发结构逐步调整。**

按照“住宅+商业”双轮驱动的产业模式，公司逐步向商业房地产延伸。目前，公司在建的项目主要包括青山宾馆、狮山广场、钻石广场以及天都商贸等。其中，青山宾馆规划建筑面积 2.35 万平方米，目前已完成结构封顶，正在实施幕墙工程；狮山广场规划建筑面积 18 万平方米，2009 年末已开工建设，其作为轻轨换乘枢纽，未来发展空间广阔；钻石广场规划建筑面积 2.4 万平方米，2009 年下半年已开工建设；天都商贸规划建筑面积 7 万平方米，与轻轨一号线站点建设同步进行，预计 2010 年底竣工；天都大厦高档写字楼面积 10 万平方米，预计 2010 年开工建设。此外，公司目前已有商业及工业房产建筑面积约 19 万平方米，每年带来较为稳定的租金收入，2009 年为 0.33 亿元。随着在建商业房产项目的逐步成熟，未来能为公司带来较为可观的收益。

随着区域开发的逐步成熟，公司动迁房的业务量将逐步减少。2009 年公司动迁房销售面积 24.68 万平方米，销售金额 6.43 亿元，分别较上年下降 65.93% 和 26.85%

**表 6：2007~2009 年公司动迁房销售情况**

单位：万平方米、亿元

	2007	2008	2009
当年销售面积	18.37	72.44	24.68
当年销售金额	3.29	8.79	6.43
当期收入占比	12.50%	29.11%	20.63%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

综合来看，虽然目前商业房产在公司收入构成中的比重较低，但随着开发进程的推进，未来几年业务规模将迅速扩大。而区域开发的逐步成熟使得动迁房业务量缩减，有助于公司提高业务的利润率。

## 基础设施经营及游乐服务业务保持相对稳定

公司原有五家污水处理厂，日处理污水规模 20 万吨，2009 年累计完成污水处理量 4,363 万吨，同比增长 3.3%。但由于受到金融危机的影响，高新区入园企业用水量下降，自来水费（包含污水处理费）

收入下降，影响公司当年污水处理收入 6991.04 万元，同比下降 7.83%。自 2008 年下半年起，公司对污水厂进行提标改造及扩建，目前已基本完成。此外，日处理含铜污水 2 万吨的工程预计于 2010 年逐步投产。

**表 7：2007~2009 公司污水处理业务运行情况**

单位：万吨/日、万元

	2007	2008	2009
处理规模	20	20	20
污水处理	9.99	11.59	11.95
销售收入	6,028.29	7,584.71	6,991.04
销售成本	3,338.72	4,255.86	4,836.44

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

受金融危机以及行业竞争等方面的影响，2009 年公司游乐服务业务有所下滑，全年入园人数 182 万人，主营收入 1.19 亿元，同比下降 6.30%。2010 年公司计划借助创建国家 5A 级景区的机会，完善硬件设施和软件管理，进行产业多元化发展，积极输出品牌效应。

综合来看，受金融危机的影响，2009 年公司基础设施经营及游乐服务业务收入略有下降，但整体维持在一个相对稳定的水平。随着高新区经济的恢复并发展、水务管网在高新区覆盖率的提高以及苏州乐园扩大经营，未来业务收入有望保持稳定增长。

## 财务分析

以下我们的分析基于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 2007~2009 年公司合并财务报告以及 2010 年 1 季度未经审计的合并财务报告。

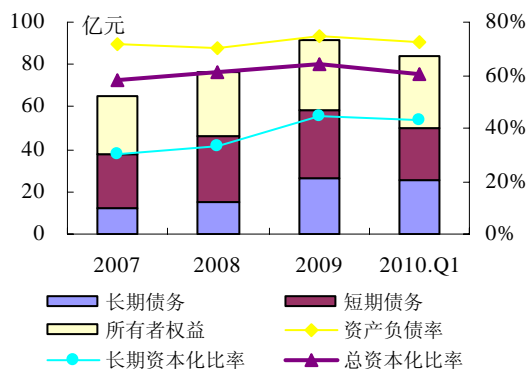
### 资本结构

2009 年末，公司总资产和总债务分别为 130.75 亿元和 97.78 亿元，同比增长 30.79% 和 38.98%，资产规模及债务规模随业务扩张同时迅速增长。2009 年 1 季度，公司发行的公司债券所募集的资金用于偿还银行借款，使得资产及负债规模有所下降，季末资产总额 120.26 亿元，负债总额 86.96 亿元。同时，随着利润累积的增加，公司自有资本实力不断扩大，2010 年 1 季度末所有者权益 33.31 亿



元，较 2007 年末增长 23.76%。

图 5：2007~2010.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信评估计算整理

2009 年公司房产预售情况良好，年末预收账款达到 22.58 亿元，同比增长 298.61%。而当年 11 月公开发行 10 亿元公司债券使得公司债务大幅增加。受上述因素影响，2009 年末公司资产负债率和总资本化比率进一步增长到 74.79% 和 63.96%。2010 年 1 季度，公司债券所募集的资金已部分用于偿还银行借款，使得季末资产负债率和总资本化比例下降至 72.31% 和 60.20%。

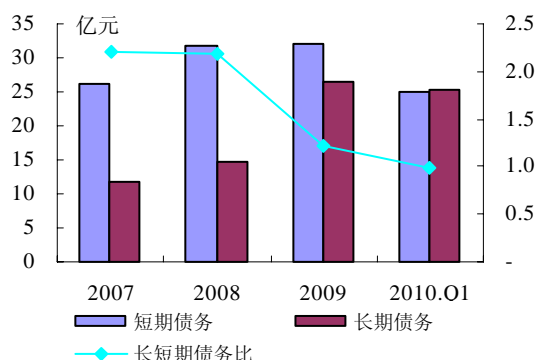
表 8：截至 2009 年末部分上市公司资本结构指标

公司	资产负债率	扣除预收账款的资产负债率	总资本化比率	短期债务/长期债务
苏州高新	74.79%	69.53%	63.96%	1.21
中粮地产	51.36%	49.66%	42.24%	1.44
万科 A	67.00%	57.11%	41.31%	0.37
保利地产	69.99%	55.06%	51.40%	0.16
金地集团	69.65%	60.96%	50.74%	0.23
泛海建设	60.70%	60.64%	50.80%	0.08
新湖中宝	69.52%	64.20%	54.54%	1.12
中华企业	69.59%	66.26%	61.41%	0.62

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

随着 5 年期公司债券的发行，公司债务结构得到优化，短期债务占总债务的比重逐年降低，2010 年 1 季度末下降至 49.89%。

图 6：2007~2010.Q1 公司长短期债务结构



数据来源：公司定期报告，中诚信评估计算整理

综合来看，随着公司债券的发行和置换短期借款，公司债务结构得到优化，负债水平的增长也得到控制。但考虑到房地产在建项目的进一步推进，资金需求较大，公司较大地依赖对外债务的情况短期内难以改变。

### 流动性

流动资产为公司总资产的主要构成部分，而货币资金和存货为流动资产的主要构成部分。2009 年公司房产销售状况良好，现金流大幅改善，期末货币资金 25.22 亿元，同比增长 128.48%，占流动资产的比重也上升至 22.47%。受房地产市场回暖的影响，公司加大土地储备，使得期末存货余额同比增长 35.05%，占流动资产的比重为 72.14%。2010 年随着公司加大房产开发力度，1 季度末货币资金占流动资产的比重下降至 14.06%，存货占流动资产的比重上升至 82.53%

表 9：2007~2010.Q1 公司资产结构及周转率分析

	2007	2008	2009	2010.Q1
流动资产/总资产	82.59%	82.67%	85.82%	82.71%
存货/流动资产	73.88%	72.52%	72.14%	82.53%
货币资金/流动资产	10.43%	13.35%	22.47%	14.06%
存货同比增长	35.85%	2.11%	35.05%	-
货币资金同比增长	17.02%	33.22%	128.48%	-
存货周转率	0.38	0.39	0.33	-
总资产周转率	0.30	0.31	0.27	-

资料来源：公司定期报告

从周转效率来看，受存货规模增大的影响，2009 年公司存货周转率下降至 0.33，总资产周转率下降至 0.27，但相对来说仍处于良好的水平，公司营运效率较高。

表 10: 2007~2010.Q1 公司部分流动性指标

	2007	2008	2009	2010.Q1
经营净现金流/短期债务	-0.15	-0.17	0.34	-
货币资金/短期债务	0.32	0.35	0.79	0.56

资料来源: 公司定期报告

表 11: 2009 年部分上市公司运营指标

	单位: 亿元			
	存货周转率	总资产周转率	货币资金/短期债务	经营性净现金流
苏州高新	0.33	0.27	0.79	11.00
中粮地产	0.23	0.18	0.48	0.79
万科 A	0.39	0.38	2.66	92.53
保利地产	0.29	0.32	3.81	-11.45
金地集团	0.22	0.27	2.96	-28.63
泛海建设	0.08	0.11	6.79	-15.36
南湖中宝	0.49	0.36	1.33	25.19
中华企业	0.33	0.35	1.33	0.37

资料来源: Wind 资讯, 中诚信评估整理

2009 年公司现金流状况良好, 货币资金充裕, 经营性现金流及货币资金对短期债务的保障能力较强, 覆盖倍数分别上升至 0.34 和 0.79。

总体来看, 2009 年房地产市场回暖使得公司库存得到大量消化, 在现金流改善的同时, 加大后续土地储备的力度, 公司整体运营效率较高, 资产流动性良好。

## 盈利能力

随着国家刺激经济计划的实施, 2009 年房地产行业转暖, 公司当年房产销售状况大幅改善。2009 年公司结转商品房销售收入 22.06 亿元, 同比增长 20.35%; 年末预收账款 22.58 亿元, 为 2010 年业绩增长奠定良好的基础。公司的房产出租、游乐、污水处理以及工业收入在业务构成中的比重较少, 但保持相对稳定, 在经济回暖以及公司大力发展商业地产的情况下, 未来业务有望增长。而随着区域开发的日渐成熟, 基础设施开发业务量将呈现缩减的态势。综合来看, 受商品房销售增长的影响, 公司当年实现营业收入 31.17 亿元, 同比增长 1.96%。2010 年 1 季度公司实现营业收入 5.40 亿元, 同比增长 92.86%

图 12: 2007~2009 年公司主要业务变化情况

	2007		2008		2009	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
商品房销售	20.11	25.33	18.33	26.92	22.06	23.69
房地产出租	0.32	59.84	0.36	63.39	0.33	56.74
游乐服务	1.13	54.68	1.27	53.30	1.19	53.05
污水处理	0.60	44.62	0.76	43.89	0.70	30.82
工业	0.45	6.42	0.43	10.58	0.39	18.44
基础设施开发	3.57	17.28	9.27	9.68	6.43	20.00
其他	0.15	99.59	0.15	97.51	0.07	99.71
合计	26.33	26.46	30.57	23.76	31.17	24.66

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。2009 年公司综合毛利率为 24.66%, 较上年增加 0.9 个百分点。2010 年 1 季度公司毛利率上升至 27.37%。

期间费用方面, 2009 年由于房产销售业务增长, 销售费用也随之增加至 1.46 亿元, 当年三费合计 2.68 亿元, 占收入的 8.59%。

表 13: 2007~2009 年公司三项费用情况

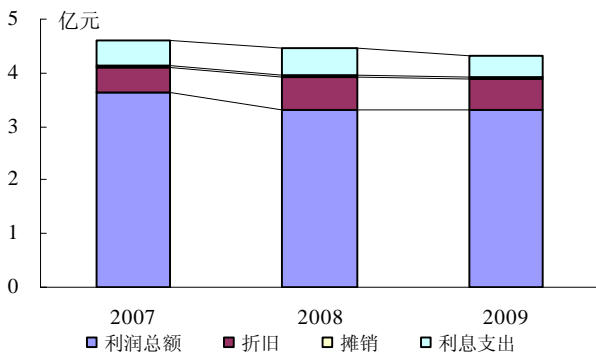
	2007	2008	2009
销售费用 (亿元)	1.23	0.79	1.46
管理费用 (亿元)	0.75	1.04	1.03
财务费用 (亿元)	0.38	0.54	0.18
三费合计 (亿元)	2.35	2.36	2.68
三费收入占比	8.94%	7.74%	8.59%

资料来源: 公司定期报告

另外, 公司当年转让苏州福田高新粉末有限公司股权获利及参股公司江苏银行、中新苏州工业园区开发有限公司、苏州华能热电有限责任公司等贡献投资收益共计 2,191.13 万元, 整体而言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区开发有限公司上市工作有序推进, 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, 近三年公司 EBITDA 基本保持稳定, 2009 年为 4.32 亿元, EBITDA 率 (EBITDA/营业收入) 为 13.85%, 处于相对良好的水平 (图 11)。

图 7：2007~2009 年公司 EBITDA 情况



数据来源：公司提供，中诚信评估整理

总体来看，随着房地产行业转暖，公司当年商品房销售业务表现良好，并为 2010 年结转收入及利润奠定良好基础。而公司污水处理、旅游服务等业务较为稳定，每年能为公司带来稳定的收入及利润来源。

### 偿债能力

随着开发规模的扩大，公司总债务持续增加，2009 年底达到 58.50 亿元，总债务/EBITDA 上升至 13.55。2010 年 1 季度公司债券募集资金归还部分银行借款后，公司总债务规模下降至 50.38 亿元。较高的债务规模加重了公司的利息负担，2009 年 EBITDA 利息保障倍数为 1.59 倍。由于房产销售状况良好，加上政府归还以前年度应付的动迁房款，公司现金流状况得以改善，2009 年经营活动净现金流 11.00 亿元，经营活动净现金流利息保障倍数达到 4.06 倍，公司现金流对债务偿还的保障程度较高。

表 14：2007~2010.Q1 公司偿债能力指标

	2007	2008	2009	2010.Q1
资产负债率 (%)	72.02	70.38	74.79	72.31
长期资本化比率 (%)	30.48	33.10	44.55	43.12
EBITDA (亿元)	4.62	4.45	4.32	0.94
EBITDA 利息倍数 (X)	1.70	1.46	1.59	1.82
总债务/EBITDA (X)	8.19	10.45	13.55	-
经营活动净现金流量 (亿元)	-3.98	-5.46	11.00	-0.45
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.11	-0.12	0.19	-
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	-1.47	-1.79	4.06	-0.87

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从债务分布来看，公司未来 1~2 年偿债压力较大，受益于账面货币资金充裕，公司债务偿还较有保障。由于股东背景较强，公司同银行保持相对良好的合作关系，且具有丰富的资本市场融资经验，财务弹性较高。2010 年公司银行授信额度 66.65 亿元，截止 3 月末尚未使用的额度为 27.22 亿元。

表 15：公司债务期限分布

单位：亿元

	2010	2011	2012 及以后
银行债务	7.65	11.55	5.10

资料来源：公司提供

或有负债方面，公司严格控制对外担保。截至 2009 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 7.48%，或有负债风险较小。

总体来看，随着土地储备的增加和房产开发进程的加快，公司债务规模逐年增大，公司面临一定的债务压力。受益于经营状况较为良好，加上背景实力较强，财务弹性较好，公司具有较强的偿债能力。

### 担保实力

#### 业务运营

苏高新集团作为投资控股型企业，下属投资企业较多。截止 2009 年末，集团纳入合并报表的子公司 23 家（包括公司下属子公司 7 家），其中当年新增 5 家，包括苏州高新区安建置业有限公司、苏州高新生产资料交易经营管理有限公司、苏州科技新城生物医药技术发展有限公司、苏州太湖湿地世界旅游发展有限公司、苏州西部生态城发展有限公司；联营及参股公司 69 家，主要包括环保产业园产业公司、新灏农业旅游发展公司、苏州新浒投资发展有限公司和苏州新狮重建发展有限公司等。

表 16: 苏高新集团除公司外纳入合并报表的子公司

	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%
苏州金狮大厦发展管理有限公司	800 万美元	100%
苏州新港物业管理公司	500 万元	100%
苏州乐园水上世界	3,000 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%
苏州高新区安建置业有限公司	1,000 万元	50%
苏州高新生产资料交易经营管理有限公司	1,000 万元	50%
苏州科技新城生物医药技术发展有限公司	1,000 万元	50%
苏州太湖湿地世界旅游发展有限公司	1,000 万元	50%
苏州西部生态城发展有限公司	100,000 万元	100%

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

表 17: 苏高新集团主要的参股公司

单位: 万元

	期末投资额	持股比例
环保产业园产业公司	4,731.43	48.00%
新灏农业旅游发展公司	4,026.67	50.00%
苏州新浒投资发展有限公司	6,000.00	50.00%
苏州新狮重建发展有限公司	4,974.33	50.00%
中外运高新物流有限公司	7,536.21	40.00%
创新设计制造中心	2,428.33	50.00%

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

2010 年位于高新区的苏州生态城项目启动, 集团作为区域开发的主体, 积极参与生态城旅游业务发展、基础设施建设以及动迁房建设等业务。根据规划, 2010 年高新区将建设 130 万平方米动迁安置房, 并推进前期启动区 9 平方公里的道路建设, 包括太湖大道两边、环游湖路主干道建设和相关水、电、气、电信等管线设施配套等。西部生态城的建设将促进集团基础设施建设开发及旅游业务的发展。

公用事业方面, 由于受到金融危机的影响, 区内企业用水量下滑, 2009 年新宁自来水公司经营效

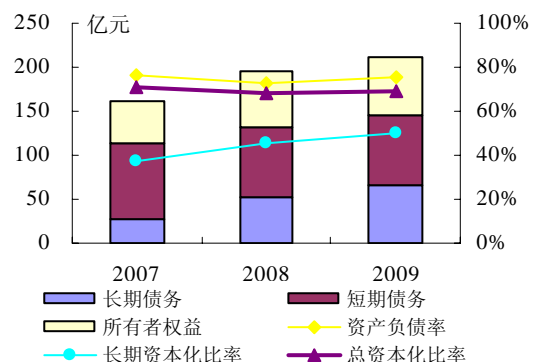
益状况下滑, 当年实现营业收入 7,116.66 万元, 净亏损 1,822.26 万元。随着经济逐步复苏以及未来高新区入住企业和入住人口的增加, 公用事业业务状况有望改善。

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。随着高新区的开发建设, 集团业务有望保持增长。

### 财务表现

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 2009 年末, 集团资产总额为 265.72 亿元, 负债总额 201.48 亿元, 较上年同期分别增长 15.90% 和 20.41%。同时, 当年根据苏高新管[2009]122 号文的规定, 苏高新管委会以现金增资 1.5 亿元, 加上利润累积, 集团自有资本实力增强, 当年末所有者权益增加至 64.25 亿元(含少数股东权益), 同比增长 3.73%。受债务大幅增长的影 响, 2009 年集团资产负债率为 75.82%, 总资本化比率为 69.51%, 较上年分别上升 2.84 个百分点和 1.33 个百分点。

图 8: 2007~2009 年公司资本结构



数据来源: 公司提供, 中诚信评估整理

从盈利能力来看, 虽然 2009 年房地产市场转暖, 商品房销售收入增长, 但由于动迁房业务量大幅下降, 影响集团当年实现营业收入 34.11 亿元, 同比下降 14.23%。受商品房收入占比增大及动迁房毛利上升的影响, 2009 年综合毛利率为 26.30%, 较上年增加了 2.22 个百分点。由于业务量增加、债务规模增大, 2009 年销售费用及财务费用增加较大。此外, 当年集团通过处置股权、投资债券和股票以及参股企业盈利等获得投资收益 1.99 亿元。2009 年集团共实现利润总额 2.25 亿元, 同比下降

30.47%；归属于母公司所有者权益净利润 0.09 亿元，较上年减少 86.72%。

图 18：2008~2009 年集团主要业务变化情况

	2008		2009	
	收入(亿元)	毛利率	收入(亿元)	毛利率
基础设施开发	15.39	7.74%	6.43	20.00%
商品房销售收入	18.29	26.95%	22.06	23.69%
产品销售收入	1.03	29.46%	0.75	29.67%
旅游服务收入	1.87	38.45%	1.90	36.13%
公用事业	1.51	71.78%	1.41	23.32%
其他收入	1.68	80.39%	1.57	78.10%
合计	39.77	24.08%	34.11	26.30%

数据来源：公司提供，中诚信评估整理

表 19：2007~2009 年集团三项费用情况

	2007	2008	2009
销售费用(亿元)	1.42	1.12	1.81
管理费用(亿元)	0.92	2.12	2.09
财务费用(亿元)	1.81	2.66	2.06
三费合计(亿元)	4.16	5.90	6.97
三费收入占比	14.17%	14.84%	20.44%

资料来源：公司提供

从偿债能力方面来看，2009 年集团总债务 146.44 亿元，同比增长 10.38%。同期，由于负债率较高，利息负担重，EBITDA 利息倍数为 1.22，盈利能力对利息偿付的保障程度有限。由于商品房销售良好，预售款大幅增长，2009 年集团现金流状况良好，当年经营活动现金净流入 5.23 亿元，经营活动现金流能对债务偿还提供一定的保障。同时，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 20：2007~2009 年苏高新集团偿债能力分析

	2007	2008	2009
长期债务(亿元)	27.86	52.55	65.03
总债务(亿元)	114.71	132.67	146.44
EBITDA(亿元)	6.51	7.20	6.78
资产负债率(%)	76.76	72.99	75.82
长期资本化比率(%)	37.15	45.90	50.30
总资本化比率(%)	70.88	68.17	69.51
EBITDA 利息倍数(X)	1.24	1.08	1.22
总债务/EBITDA(X)	17.62	18.42	21.59
经营活动净现金流(亿元)	-5.57	-7.21	5.23
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.05	-0.05	0.04

资料来源：公司提供，中诚信评估计算

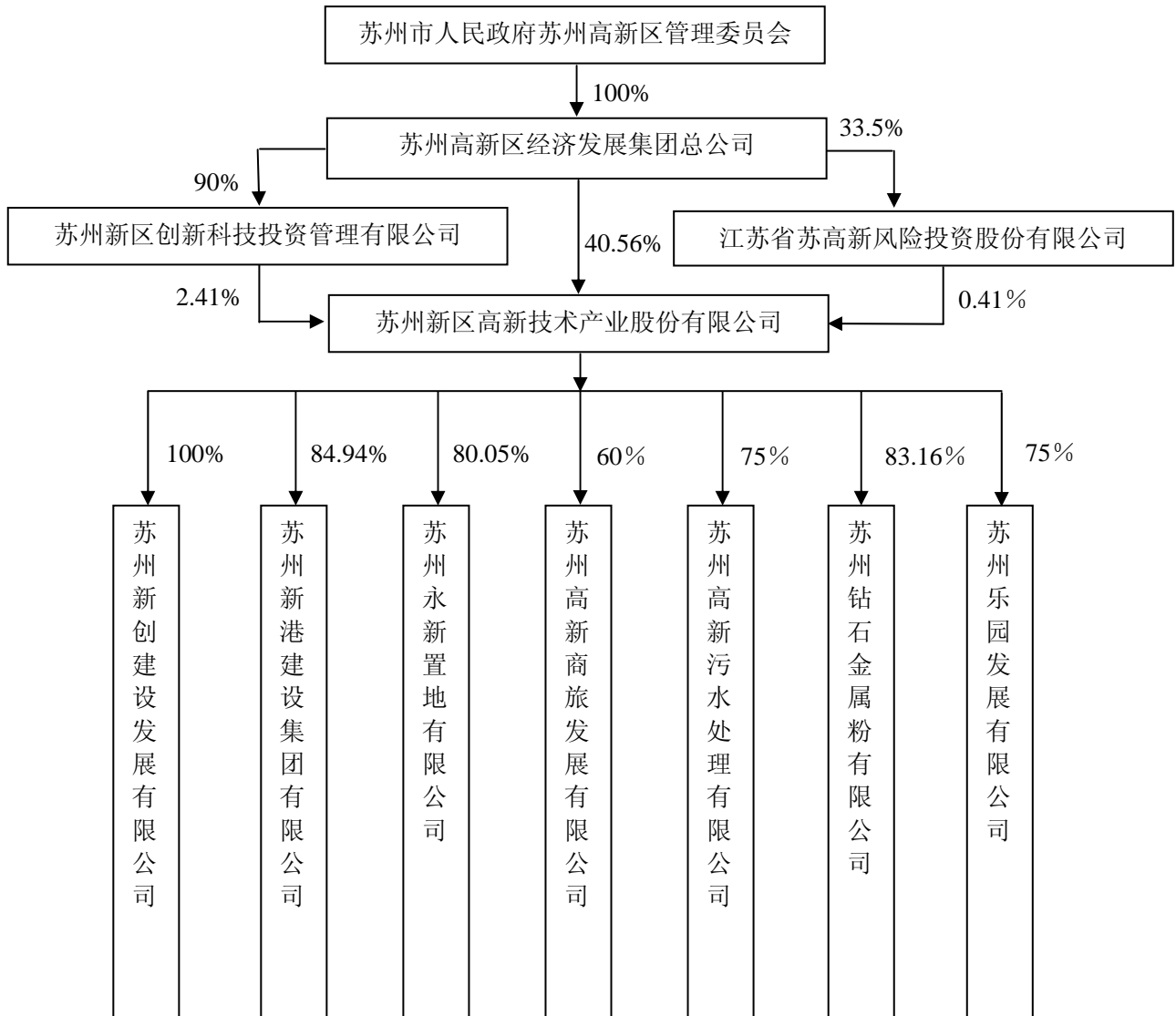
或有负债方面，截至 2009 年末，集团为控股子公司担保余额 25.49 亿元，为参股企业担保余额 39.08 亿元，为高新区管委会下属企业担保余额 20.27 亿元。集团对外担保（不含控股子公司）余额 59.35 亿元，占期末归属母公司所有者权益的 135.81%，集团面临一定的或有负债风险。

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。随着高新区的开发建设，公司基础设施开发业务有望增长，公用事业经营状况也将随着经济的逐步复苏而有所改善。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或有负债带来的风险。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能对本次债券到期偿还提供有力保障。

## 结 论

中诚信评估维持本次公司债券信用等级为 **AA**，维持公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定。

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 12 月 31 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)	2007	2008	2009	2010.Q1
货币资金	82,842.60	110,363.17	252,156.73	139,819.98
应收账款净额	86,526.72	92,607.81	28,434.31	12,505.17
存货净额	586,973.84	599,381.08	809,478.90	820,902.85
流动资产	794,500.33	826,449.43	1,122,054.53	994,690.72
长期投资	43,825.34	45,881.11	43,849.15	50,171.08
固定资产合计	100,745.57	107,950.04	123,852.41	140,339.54
总资产	961,987.64	999,702.62	1,307,461.18	1,202,629.78
短期债务	260,400.00	318,928.43	320,192.80	251,346.36
长期债务	118,000.00	146,500.00	264,821.03	252,459.26
总债务（短期债务+长期债务）	378,400.00	465,428.43	585,013.83	503,805.62
总负债	692,864.74	703,602.78	977,848.45	869,563.91
所有者权益（含少数股东权益）	269,122.90	296,099.85	329,612.73	333,065.87
营业总收入	263,284.75	305,682.19	311,732.14	54,010.26
三费前利润	53,142.42	52,861.26	56,666.37	11,231.34
投资收益	7,832.63	3,608.19	2,191.13	51.93
净利润	25,498.56	24,623.74	24,864.79	3,453.14
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	46,184.32	44,545.40	43,167.63	9,395.14
经营活动产生现金净流量	-39,797.68	-54,637.32	110,041.69	-4,483.85
投资活动产生现金净流量	-12,302.23	-14,740.61	-24,474.00	-7,661.60
筹资活动产生现金净流量	71,882.56	62,968.87	80,960.21	87,006.22
现金及现金等价物净增加额	19,780.86	-6,410.89	166,527.95	74,860.77
财务指标	2007	2008	2009	2010.Q1
营业毛利率（%）	26.46	23.75	24.66	27.37
全面摊薄权益收益率（%）	9.47	8.32	7.86	-
EBITDA/营业总收入（%）	17.54	14.57	13.85	17.40
速动比率（X）	0.37	0.42	0.44	0.28
经营活动净现金/总债务（X）	-0.11	-0.12	0.19	-
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.15	-0.17	0.34	-
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.47	-1.79	4.06	-0.87
EBITDA 利息倍数（X）	1.70	1.46	1.59	1.82
总债务/EBITDA（X）	8.19	10.45	13.55	-
资产负债率（%）	72.02	70.38	74.79	72.31
总债务/总资本（%）	58.44	61.12	63.96	60.20
长期资本化比率（%）	30.48	33.10	44.55	43.12

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)	2007	2008	2009
货币资金	210,741.34	235,344.14	406,161.73
应收账款净额	380,822.88	388,077.95	322,109.44
存货净额	805,817.54	870,320.98	849,088.93
流动资产	1,639,532.66	1,772,943.16	2,107,392.30
长期投资	135,917.93	135,525.01	164,020.51
固定资产合计	219,667.98	354,052.50	355,768.58
总资产	2,027,826.46	2,292,682.91	2,657,246.96
短期债务	868,510.00	801,146.63	814,152.79
长期债务	278,600.00	525,532.67	650,253.69
总债务（短期债务+长期债务）	1,147,110.00	1,326,679.29	1,464,406.49
总负债	1,556,549.86	1,673,344.53	2,014,794.54
所有者权益（含少数股东权益）	471,276.60	619,338.37	642,452.43
营业总收入	293,417.20	397,718.23	341,116.22
三费前利润	62,421.72	71,082.23	68,308.91
投资收益	14,089.66	13,122.89	19,892.71
净利润	26,211.88	21,816.56	13,437.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	65,114.13	72,012.19	67,817.55
经营活动产生现金净流量	-55,699.29	-72,079.50	52,277.03
投资活动产生现金净流量	-148,592.54	-13,065.12	-19,456.67
筹资活动产生现金净流量	236,726.57	59,341.03	176,157.03
现金及现金等价物净增加额	32,432.96	-25,808.65	208,977.38
财务指标	2007	2008	2009
营业毛利率（%）	27.43	24.08	26.30
全面摊薄的净资产收益率（%）	4.28	1.49	0.20
EBITDA/营业总收入（%）	22.19	18.11	19.88
速动比率（X）	0.67	0.80	0.93
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	-0.05	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.06	-0.09	0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.06	-1.09	0.94
EBITDA 利息倍数（X）	1.24	1.08	1.22
总债务/EBITDA（X）	17.62	18.42	21.59
资产负债率（%）	76.76	72.99	75.82
总债务/总资本（%）	70.88	68.17	69.51
长期资本化比率（%）	37.15	45.90	50.30

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：基本财务指标的计算公式**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

$$\text{经营性业务利润} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加} - \text{销售费用} - \text{管理费用} - \text{财务费用}$$

#### 附四：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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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。

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