

苏州新区高新技术产业股份有限公司公司债券 2011 年跟踪评级报告

发行主体	苏州新区高新技术产业股份有限公司		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2009/11/9~2014/11/9		
担保方式	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		
上次评级时间	2010/05/05		
上次评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望: 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望: 稳定

基本观点

2010 年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”）营业收入大幅增长，并且受益于苏州市场整体价格上涨，其当期毛利率水平也有所提升。公司不断调整房地产业务结构，高端住宅项目比重继续增加，商业房地产项目稳步推进。但同时我们也注意到，受政策调控影响，公司当期商品房销售面积和销售额均较上年有所下滑，后续的业绩增长可能会存在一定压力；2011 年加大项目开发及土地储备力度的计划将使公司面临较高的资本支出压力。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保证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，短期内的政策调控使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、品牌影响力大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。
- 后续增长较有保障。截止 2010 年底，公司土地储备、在建项目约 267 万平方米，为后续的增长提供了较稳定的保障。
- 开发业务结构不断改善。商品房中高端住宅比重不断上升，商业地产项目也在稳步推进，随着区域交通的完善和商业环境的日益成熟，商业项目未来有望给公司带来可观收益。

概况数据

苏州高新	2008	2009	2010	2011.Q1
所有者权益 (亿元)	29.61	32.96	35.15	35.68
总资产 (亿元)	99.97	130.75	138.89	146.39
总债务 (亿元)	46.54	58.50	53.89	60.52
营业总收入 (亿元)	30.57	31.17	48.45	6.21
营业毛利率 (%)	23.75	24.66	28.35	34.46
EBITDA (亿元)	4.45	4.32	6.38	-
全面摊薄权益收益率 (%)	8.32	7.86	10.93	3.69
资产负债率 (%)	70.38	74.79	74.69	75.63
总债务/EBITDA (X)	10.45	13.55	8.44	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.46	1.59	2.18	-

苏高新集团	2008	2009	2010
所有者权益 (亿元)	61.93	64.25	70.15
总资产 (亿元)	229.27	265.72	291.66
总债务 (亿元)	132.67	146.44	146.75
营业收入 (亿元)	39.77	34.11	58.12
毛利率 (%)	24.08	26.30	30.06
EBITDA (亿元)	7.20	6.78	8.68
全面摊薄的净资产收益率 (%)	1.49	0.20	5.37
资产负债率 (%)	72.99	75.82	75.95
总债务/EBITDA (X)	18.42	21.59	16.91
EBITDA 利息倍数(X)	1.08	1.22	1.56

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

王文华 whwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

2011 年 5 月 12 日

- 股东支持。公司控股股东为苏高新集团，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

- 政策导向性明显，需关注短期调控政策波动对房地产市场的影响。房地产企业融资渠道日益收紧和近期部分地方政府出台严厉的限购政策对 2011 年中国房地产市场带来一定的影响。。
- 资产负债率较高。2010 年年末公司资产负债率为 74.69%，处于同业较高水平。随着公司前期储备的土地以及在建项目在 2011 年全面开工，未来负债率仍将保持较高水平，偿债压力较大。
- 资本支出压力加大。公司 2011 年总施工面积预计将达到 267 万平方米，资本支出规模约为 75 亿元，公司面临较大的资金压力。

行业关注

2010年调控政策愈发严厉,但全年投资增速、成交量仍创出新高,未来调控政策继续趋紧的可能性较大

2010年我国房地产行业经历了历史上最为严厉的一轮调控,政府出台了紧信贷、限融资、调整供应结构等一系列措施抑制房价上涨。

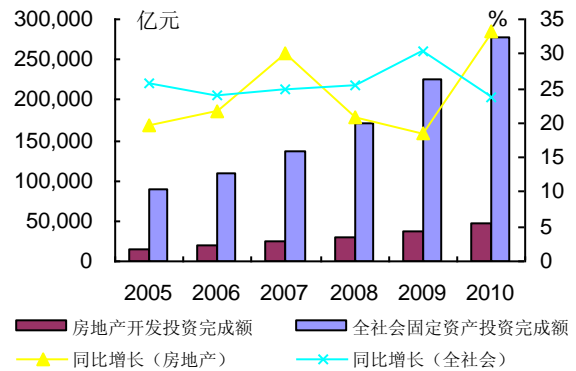
表 1: 2010 年以来国内房地产调控政策一览

日期	政策主要内容
2010.01.10	《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》明确规定二套房贷首付不得低于40%
2010.01.21	《国土资源部关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》提出申报住宅用地的,经济适用住房、廉租住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地占住宅用地的比例不得低于70%
2010.03.08	《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》规定开发商竞买保证金最少两成、1月内付清地价50%等19条内容
2010.03.09	《关于首次购买普通住房有关契税政策的通知》明确规定对两个或两个以上个人共同购买90平方米及以下普通住房,其中一人或多人已有购房记录的,该套房产的共同购买人均不适用首次购买普通住房的契税优惠政策
2010.04.13	《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》明确要求房地产开发企业应将取得预售许可的商品住房项目在10日内一次性公开全部准售房源及每套房屋价格
2010.04.14	“新国四条”提出对贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付款不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1倍等措施
2010.04.17	《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》明确规定商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区,商业银行可根据风险状况,暂停发放购买第三套及以上住房贷款
2010.06.03	国税总局规定,除保障性住房外,东部地区省市预征率不得低于2%,中部和东北地区省市不得低于1.5%,西部地区省市不得低于1%。
2010.09.27	《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》明确规定企业违约开发土地、因自身原因土地闲置一年的,都将禁止竞买资格
2010.09.29	《关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》规定,各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款
2010.11.03	《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》明确规定停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款

资料来源: 根据公开资料整理

从投资和新开工情况看,2010年中国房地产开发投资增速达到了33.2%,较上年增加17.1个百分点,超全社会固定资产投资增速9.4个百分点。同时,2010年市场新开工面积16.38亿平方米,较上年大幅增长40.7%,达到了近十年来的高点。一方面表现出开发商对市场的后续走势较为乐观的态度,另一方面也反映出市场流动性泛滥的事实。

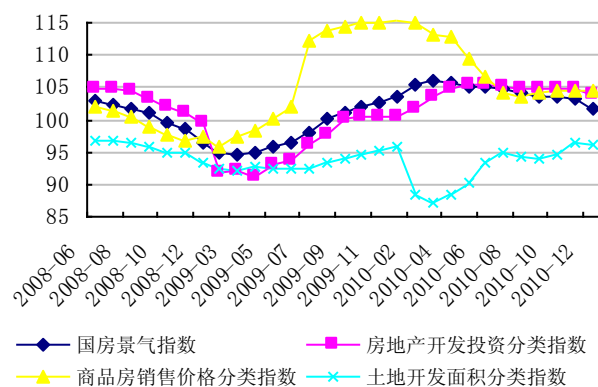
图 1: 2005~2010年全国房地产开发投资情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信评估整理

从成交量数据来看,2010年全国商品房销售面积和销售额分别达到了10.43亿平方米和5.25万亿元,创下了历史新高,但是同比增速却较上年分别下降了32和57.2个百分点,分别为10.1%和18.3%。2010年在政府调控政策的影响下,成交量同比增速出现的大幅下滑,一方面是由于投资性购房的需求得到了一定的抑制,另一方面也反映出在政府连续重拳出击后市场呈现的观望态度。

图 2: 2008 年 6 月以来中国部分国房景气指数



资料来源: 国家统计局, 中诚信评估整理

整体看,虽然国房景气指数全年持续走低,但仍保持在100点以上的景气区间内。在调控政策的影响下,2010年年初房价上涨过快的势头得到了一定的抑制,全年上涨幅度已经趋缓,但是房价经过

7、8 月份僵持后，从 9 月份开始连续四个月保持增长，并且该趋势一直延续至 2011 年 2 月。短期内来看，政府遏制房价过快上涨的决心依然很大，因此近期政府进一步加强调控力度的可能性较大。

持续紧缩的流动性和融资渠道以及愈发严厉的调控政策，使开发商面临的经营风险加大，行业加速整合

2010 年资本市场和银行均收紧了房地产融资。资本市场上进行股权和债权融资均须经土地管理部门审批，2010 年没有一家房地产企业或含房地产业务的企业在中国资本市场上融资成功。银行方面，国内对开发商贷款的监管不断加强，严格执行“四证齐全”的放款条件，银监会对银信产品提出规范要求也在一定程度上限制了中小开发商的融资渠道。

表 2: 2009~2010 年房地产开发投资资金来源

	2009	2010
资金来源合计 (亿元)	57,127.63	72,494.00
增速	44.2%	25.4%
其中: 自筹资金 (亿元)	17,905.99	26,705.00
占比	31.34%	36.84%
增速	16.9%	48.8%
国内贷款 (亿元)	11,292.69	12,540.00
占比	19.77%	17.30%
增速	48.5%	10.3%
利用外资 (亿元)	469.73	796.00
占比	0.82%	1.10%
增速	-35.5%	66.0%
其他来源 (亿元)	27,459.22	32,454.00
占比	48.07%	44.77%
增速	71.9%	15.9%

资料来源: 国家统计局, 中诚信评估整理

从 2010 年各项数据来看，限购、限贷措施已经取得了一定的成效。2010 年全国商品房成交额的增速同比下滑了 57.2 个百分点，投资需求在一定程度上得到遏制的同时，购房者自住需求也受到了影响。反映在开发商资金来源上，由预收款、个人按揭贷款构成主要部分的其他资金比重较 2009 年下降 3 个百分点，而同比增速较上年下降了 56 个百分点。

我们认为，2011 年国家调控房地产的决心未变，房地产企业在资本市场上的融资依然较难突破。同时管理通货膨胀是 2011 年政府工作的重点，

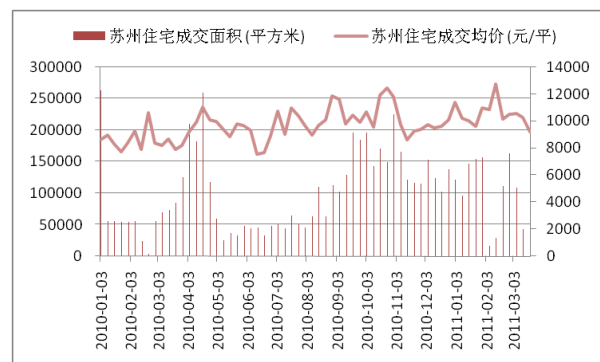
货币政策由适度宽松转为稳健，市场流动性将持续收紧，而信贷收紧和可能的进一步加息都将使房地产企业的银行融资更加艰难，融资成本上升。

在国内融资渠道持续收紧和调控政策愈发严厉的环境下房地产企业面临较大的资金压力和流动性风险。同时 2011 年房屋供给增长而需求被抑制，供需关系的变化使行业竞争加剧。产品定位、经营策略与市场调控政策不相适应，规模小、资金实力和外部支持弱的企业面临较大流动性风险，竞争力弱；而能够顺应市场和政策方向，综合实力强、品牌影响力大的专业房地产企业抵御风险的能力更强，同时面临更多的并购机会，竞争优势明显，行业整合将加速，行业集中度有望提高。

受调控政策影响，苏州楼市全年成交量下滑，区域开发商短期内面临的流动性风险加大，但长期看，“三区三城”的建设带动产业化升级以及配套设施的快速发展，该区域开发商未来仍将具备较大的发展空间

2010 年在政策严厉调控下，苏州地区全年住宅类成交面积为 517 万平方米，较上年下降了 45%，但是全年成交均价却达到了 9,976 元/平方米，同比增长 35.9%。新开工和投资方面，全年完成房地产开发投资额 935.8 亿元，同比增速达到了 29.2%；商品房新开工面积 2,757.4 万平方米，同比增长 71.3%。

图 3: 2010 年苏州住宅成交和均价情况



资料来源: WIND, 中诚信评估整理

短期来看，政策调控将造成开发商资金压力加大，流动性风险增加。尤其需要关注 2011 年 3 月苏州政府刚刚出台的限购令对区域市场走势造成的短期影响。

长期来看，区域内产业化升级、配套设施快速

发展，苏州地区房地产市场仍具备较大的发展潜力。2010年，苏州GDP 9,169亿元，同比增长13.2%，位列全国城市排名第五。未来苏州地区还将受到长三角高铁“网格化”的正面影响，并且随着苏州经济发展方式逐渐向“苏州创造”转变，大批高端人才的引入将带来该地区人口结构转变，该地区的住房需求也将随之获得提升。根据苏州高新区2011年正式提出的三年跨越发展计划，苏州高新区将由以前的“运河经济”逐渐走向“太湖经济”时代，整个高新区将积极推进产业的转型和升级。伴随着西部生态城建设的有序进行，市内环线规划、轻轨3号线、城际高铁及环保有轨电车将加快高新区北扩西进的进程，将为该区域内的房地产开发商带来较好的机遇。

总体来看，随着经济和区域交通的持续发展，苏州房产市场未来发展前景良好。但考虑到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影响值得关注。

业务运营

受政策调控影响，2010年公司商品房销售面积和销售额同比下降，年内新开工面积也较上年有所下滑，对未来经营业绩可能产生一定的影响，但是基础设施开发业务的增加有利于降低调控对公司的不利影响

2010年受到国家出台的限购、限贷等调控政策影响，苏州地区商品房成交量下滑。公司作为高新区的房产开发商也受到了较大的影响，公司2010年全年实现商品房合同销售面积36.47万平方米，合同销售额30.23亿元，较上年同期相比分别下降了47.84%和28.58%，但是平均合同销售单价却达到了8,287元/平方米，较上年同期上涨了36.92%。价格水平的提升一方面是因为市场整体价格水平的上涨，另一方面是公司通过强化产业链的管理，加强全程质量控制，提高项目产品品质，从而使项目保持了较高的毛利率水平。

表 3：2008~2010 年公司商品房开发业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2008	2009	2010
施工面积	159.21	158.53	136.00
竣工面积	51.10	40.04	43.21
销售面积	11.38	69.93	36.47
结算面积	31.11	40.56	56.87
当年销售金额	6.26	42.32	30.23
当年结转金额	18.33	22.06	43.82

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

2010年公司商品房在建面积为136万平方米，其中年内新开工面积83万平方米，同比下滑了47.64%，而代建及动迁房在建面积为63万平方米，较上年提高了108.54%。虽然新开工面积同比下降对公司未来的经营业绩存在一定的影响，但是考虑到政府调控政策未来趋紧的可能性较大，新增项目速度放缓有利于降低公司所面临的开发风险。而代建项目方面，随着西部生态城建设的启动，公司参与了大量动迁房以及代建项目的建设。2010年公司承接了2,000亩白马涧生态园代建基础设施项目，虽然基建业务毛利水平不高，但是这些业务将给公司带来稳定的无风险收益，有利于降低政策调控对公司造成的影响。

表 4：公司主要在建项目情况（住宅和商业地产）

单位：个、万平方米、亿元

子公司	项目数量	剩余可售面积	尚需投资额
新港	3	36.46	14.77
新创	2	9.29	11.68
永新	6	23.80	11.27
永华	1	7.86	0.11
高新商旅	1	18.00	15.46
钻石金粉	1	1.16	0.49
合计	14	96.57	53.78

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

土地储备方面，截至2010年末，公司未开发土地面积合计140.33万平方米，规划建筑面积241.46万平方米。当期公司新增土地储备速度较上年有所放缓，全年新增两块土地，建筑面积合计46万平方米，平均楼面单价为5,000元/平方米。目前公司土地储备、在建项目以及商品房存量主要集中在

在高新区，并且住宅项目的可售面积约占 73% 左右，项目较为集中，未来可能面临一定的经营风险。未来公司将适时扩大高新区以外的土地储备，不断提高商业、旅游地产来优化自身产品结构，提高公司综合竞争力和抗风险能力。

表 5: 截至 2010 年末公司土地储备情况

单位: 万平方米、元

	占地面积	规划建筑面积	土地均价	楼面单价
商业	53.11	67.97	2,892.63	2,260.37
住宅	70.80	145.29	4,649.92	2,266.04
商业 / 住宅	16.41	28.20	9,150.95	5,326.37
合计	140.33	241.46		

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

总体来看, 公司当年商品房预售有所下降, 并且扩张速度较上年趋缓, 对未来经营业绩存在一定的影响。公司 2011 年年内施工面积将较 2010 年大幅增加, 前期储备的土地都将进入开发阶段, 公司面临较大的资金需求, 除销售回笼外, 公司还将通过信贷、信托产品以及融资租赁等渠道筹得资金。

2010 年公司稳步推进商业地产项目, 不断调整房产开发结构, “商旅+住宅”将成为公司异地扩张的产业模式

2010 年公司商业地产项目在酒店、商贸、写字楼等各个领域稳步推进。

酒店方面, 公司位于科技城的清山酒店已于 2010 年年内开业, 公司将借助日航酒店的成熟经验进行管理; 狮山广场一期项目的五星级酒店及公寓式酒店已于年内动工, 预计 2013 年开业; 公司还于 2010 年 10 月成立苏迪旅游度假开发有限公司, 负责浒墅关大白荡经济酒店项目的开发、建设以及后期经营。凭借集团内较好的旅游资源, 公司的酒店业务将得到较好的保障。

商贸方面, 天都商业项目的首期“天都商贸”在 2010 年内已经封顶, 目前除日本著名零售商进驻外, 公司还引入百货企业苏州函数集团, 预计 2011 年, 在苏州地铁一号线通车后, 商场开始试营业; 钻石广场商业项目 2010 年已经实现近 3 亿元的预售收入。写字楼方面, 公司 11 万平方米的天都大厦写字楼项目预计将在 2011 年内进行基础施工。

可以看出, 公司在开发、销售、后期经营等阶段都拥有商业项目, 并且项目之间形成良好的带动作用。随着区域内交通逐步完善和商业配套环境的更加成熟, 公司的商业项目未来有望带来可观收益。

异地扩张方面, 公司于 2010 年 12 月成立了苏州高新(徐州)投资发展有限公司, 着力开发徐州彭城欢乐世界项目。该项目规划占地面积 1,948 亩, 其中主题乐园 810 亩, 配套开发 1,138 亩, 拟建设成集乐园、商贸、生态社区于一体的综合性项目。通过徐州项目, 公司将实现在资源整合、产业协同以及发展战略上的创新, 为今后异地扩张模式的复制奠定基础。但由此带来的资本支出压力和经营风险也值得关注。

综合来看, 2010 年公司在酒店、商贸、办公等领域的商业地产项目得到了稳步推进, 有利于提高公司的综合竞争力和抗风险能力。随着未来区域内交通等配套设施的完善, 商业项目将为公司带来可观的收益。

基础设施经营及游乐服务业务保持相对稳定

2010 年, 在自来水售水量提升以及水价上涨的推动下, 公司全年实现污水处理收入 9,351.50 万元, 较上年提高了 33.76%; 完成污水处理量 4,481.44 万立方米, 较上年提高 2.76%; 污泥处置量 3.63 万吨, 较上年增长 13%。公司 2010 年污水日处理规模达到了 24 万吨, 较上年提高了 20%, 并且年内还完成了除磷脱氮提标工程, 目前铜离子项目仍在建设。成本控制方面, 公司当年吨水电耗与上年持平。另外公司还于年内启动了泵站在线监控系统的建设, 该系统建成后将进一步降低负荷冲击成本及超标排污费开支。

表 6: 2008~2010 公司污水处理业务运行情况

单位: 万吨/日、万元

	2008	2009	2010
处理规模	20	20	24
实际处理	11.59	11.95	12.28
销售收入	7,584.71	6,991.04	9,351.50
销售成本	4,255.86	4,836.44	5,948.48

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

旅游业务方面，苏州乐园欢乐世界实行一票制后保持了稳定的客流量，全年实现收入 1.6 亿元，同比增长 23%。年内儿童世界、电影城的开业也较好的解决了水上世界季节性依赖的问题。随着太湖湿地世界开园，树山温泉世界竣工，公司的旅游产业将加快向相关产业延伸，为今后公司对旗下旅游资源进一步整合创造了条件。

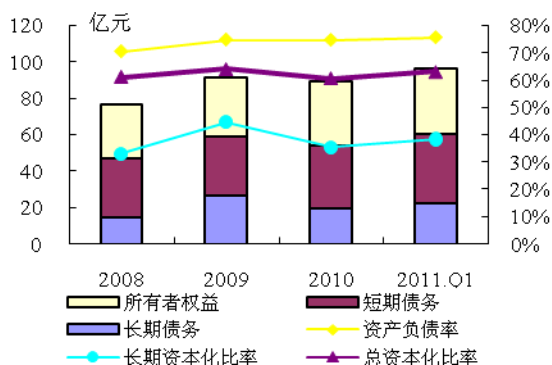
财务分析

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 2008~2010 年公司合并财务报告和未经审计的 2011 年一季度财务报表。

资本结构

2010 年末，公司总资产和总负债规模分别为 138.89 亿元和 103.73 亿元，同比增长了 6.23% 和 6.08%。资产负债率为 74.69%，与上年基本持平；总资本化率为 60.52%，较上年下跌了 3.44 个百分点；剔除预收账款后的资产负债率为 72.50%，较上年提高了 2.97%。与同业比较，公司的上述三项指标均处于偏高水平，但是从近年的变动情况来看，公司三项指标表现仍然较为稳健。

图 4：2008~2011.Q1 年公司资本结构



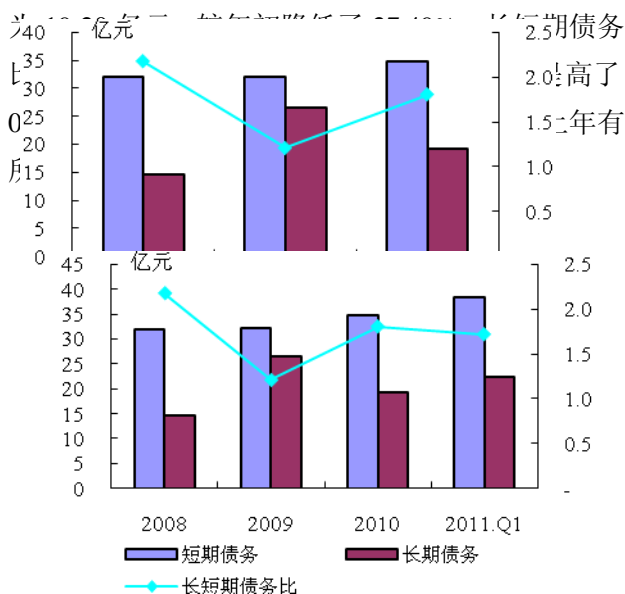
资料来源：公司定期报告，中诚信评估计算整理

表 7：截至 2010 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/长期债务
苏州高新	74.69%	72.50%	60.52%	1.81
万科 A	74.69%	61.35%	46.48%	0.55
保利地产	78.98%	68.23%	64.68%	0.14
中华企业	77.29%	74.04%	65.16%	0.34
首开股份	74.73%	69.39%	63.41%	0.61
华侨城 A	69.69%	67.32%	56.17%	0.36
招商地产	64.65%	38.65%	56.44%	0.33

资料来源：恒生聚源，中诚信评估整理

负债方面，公司 2010 年末总债务余额为 53.89 亿元，债务规模同比下滑 7.88%，但是由于当年公司从股东处取得的 13.98 亿元拆借资金以及租赁公司提供的 1.98 亿元的融资租赁款较好的补充了公司的资金需求。债务结构方面，公司当年短期债务为 34.69 亿元，较年初提高了 8.33%，而长期债务



数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

综合来看，公司近年来始终保持较高的投资增速使得公司资产负债率始终处于行业内较高水平。2010 年，受调控政策影响，公司的预售房款和银行借款规模受到一定影响，但是由于股东给予的支持，以及公司积极拓展的其他融资渠道较好的补充了公司的资金需求。公司前期储备的土地将于 2011 年开工，预计总施工面积将达到 267 万平方米，因此随着开发力度的加大，公司的资金需求也将增加，后续仍将保持较高的负债水平。

流动性

公司的资产以流动资产为主要构成部分，其中货币资金与存货分别占总资产的 13.76% 和 81.65%。2010 年由于受调控政策影响，公司当年销售业绩同比下降，对公司资金回笼造成一定影响，因此年末货币资金余额为 15.88 亿元，较上年下滑了 37.01%。公司 2010 年年末存货余额 94.27 亿元，较上年提高了 16.45%，但是由于当年拿地速度趋缓以及新开工面积下滑，公司存货同比增速较上年下降了 18.6%。从存货构成来看，2010 年年末开发产品占存货比重为 12.61%，公司面临一定的现房销售压力，但是由于主要可售资源质量较好，具备较强的变现能力，年末在建和拟开发产品合计占存货的 87.10%，大量的在建和拟建项目为公司的持续经营提供了保障，同时后续开发的资金需求也较大。

表 8：2008~2011.Q1 公司资产结构及周转率分析

	2008	2009	2010	2011.Q1
流动资产/总资产	82.67%	85.82%	83.12%	83.75%
存货/流动资产	72.52%	72.14%	81.65%	81.56%
货币资金/流动资产	13.35%	22.47%	13.76%	14.45%
存货同比增长	2.11%	35.05%	16.45%	-
货币资金同比增长	33.22%	128.48%	-37.01%	-
存货周转率	0.39	0.33	0.40	-
总资产周转率	0.31	0.27	0.36	-

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

周转率方面，由于 2010 年公司竣工结算项目增加，公司当年存货周转率较上年提升了 0.4，受此影响公司当年的总资产周转率也较上年提高了 0.36，经营效率高于行业平均水平。但是由于公司当年预售规模较上年有所下滑，公司 2011 年的资产运行效率可能会受到一定的影响，因此公司未来仍需要加大项竣工以及存货消化力度。

表 9：2008~2011.Q1 公司部分流动性指标

	2008	2009	2010	2011.Q1
经营净现金流/短期债务	-0.17	0.34	-0.34	-0.15
货币资金/短期债务	0.35	0.79	0.46	0.46

资料来源：公司定期报告

2010 年公司保持一定投资增速的同时，商品房预售规模出现下滑，公司当年经营性现金净流出 11.67 亿元，较上年下降 206.06%，年末货币资金余

额 15.88 亿元，较年初降低了 37.01%；而短期债务为 34.69 亿元，较年初提高了 8.33%，因此年末公司现金对短期债务覆盖程度较上年有所减弱。

表 10：2010 年部分上市公司运营指标

	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 单位：亿元
苏州高新	0.4	0.36	0.46	-11.67
万科 A	0.27	0.29	2.25	22.37
保利地产	0.28	0.3	2.61	-223.70
中华企业	0.12	0.17	1.23	-51.40
金融街	0.19	0.17	2.27	-24.81
首开股份	0.2	0.2	1.48	-58.11
南湖中宝	0.47	0.32	1.39	-24.05
华侨城 A	0.59	0.44	1.08	-53.62

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

总体来看，2010 年由于前期较高的销售业绩作为基础，公司经营效率保持了较高的水平，但是公司的现金流状况受到调控政策影响，对短期债务的覆盖能力有所下滑。未来公司仍需要不断加快存货消化力度以及资金回笼速度，降低公司面临的流动性风险。

盈利能力

2010 年公司实现营业收入 48.45 亿元，同比增长 55.44%。分板块看，得益于上年较好的预售状况，公司 2010 年结转商品房销售收入 43.82 亿元，同比增长 98.64%；在当地旅游业回暖以及苏州乐园新实行的一票制的带动下，公司当年实现旅游业收入 1.6 亿元，同比增长 34.45%；同期，污水处理业务在自来水售水量提升以及水价上涨的推动下，全年完成收入 0.94 亿元，同比增长 34.28%。而由于区域开发的日渐成熟，公司的基础设施开发业务量呈现缩减态势。

表 11: 2008~2010 年公司主要业务收入及毛利率情况

	2008		2009		2010	
	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	18.33	26.92	22.06	23.69	44.34	26.37
房地产出租	0.36	63.39	0.33	56.74	0.42	57.41
游乐服务	1.27	53.30	1.19	53.05	1.60	61.22
污水处理	0.76	43.89	0.70	30.82	0.94	36.39
工业	0.43	10.58	0.39	18.44	0.45	12.56
基础设施开发	9.27	9.68	6.43	20.00	0.60	53.98
其他	0.15	97.51	0.07	99.71	0.10	99.83
合计	30.57	23.76	31.17	24.66	48.45	28.35

数据来源: 公司提供, 中诚信评估整理

公司近三年的综合毛利率水平不断提高, 2010 年综合毛利率为 28.35%, 较上年增加了 3.69 个百分点。受苏州市场整体房价提升以及公司住宅项目中高端产品比重进一步提高的影响, 公司当年商品房销售毛利水平较去年有所提高。

期间费用方面, 2010 年, 公司管理费用同比上升了 20.99%, 主要因合并范围增加¹及劳动力成本上升所致; 公司当年的财务费用同比提高了 352.54%, 主要原因是年内开发项目完工, 借款费用资本化率下降所致。2010 年公司三费合计 3.52 亿元, 较上年提高了 31.34%。

表 12: 2008~2010 年公司三项费用情况

	2008	2009	2010
销售费用 (亿元)	0.79	1.46	1.44
管理费用 (亿元)	1.04	1.03	1.25
财务费用 (亿元)	0.54	0.18	0.83
三费合计 (亿元)	2.36	2.68	3.52
三费收入占比	7.74%	8.59%	7.27%

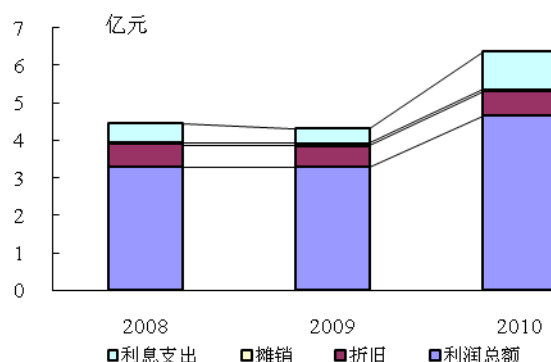
资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

2010 年公司实现投资收益 2,100 万元, 主要为基础设施经营以及金融领域的投资收益, 比重分别为 45% 和 29%。公司持有中新集团 6,745 万股、江苏银行 6,686 万股、东吴证券 500 万股, 目前中新苏州工业园区开发集团股份有限公司、江苏银行、东吴证券均在实施上市计划, 公司未来有望获得可观的股权溢价收益。

现金获取方面, 2010 年, 受益于销售收入的大

幅提升, 较高的利润水平对公司当年的 EBITDA 形成有力支撑。2010 年, 公司 EBITDA 达到了 6.38 亿元, EBITDA 率 (EBITDA/营业收入) 为 13.18%, 同比出现较快增长 (图 7)。

图 6: 2008~2010 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, 公司污水处理、旅游服务等业务较为稳定, 每年都能为公司带来稳定的收入及利润, 而商品房销售收入是公司的主要收益来源。2010 年房屋销售结转收入提升是公司当年营业收入大幅提高的主要力量。但是公司当年预售业绩的大幅下滑可能会对 2011 年的盈利能力有所影响, 公司后期仍然面临较大的项目开发以及存货消化压力。

偿债能力

公司 2010 年总债务规模较上年有所下滑, 2010 年底为 53.89 亿元, 总债务/EBITDA 下降至 8.44。由于当年商品房结转收入的大幅提升, 2010 年 EBITDA 利息保障倍数上升至 2.18 倍。但是公司当年在保持一定扩张速度的同时, 预售房款规模出现较大幅度的下滑, 公司的现金流状况受到了一定的影响, 因此 2010 年经营活动净现金流-11.67 亿元, 经营活动净现金流利息保障倍数-3.99 倍, 公司现金流对债务偿还的保障能力有所减弱。

¹2010 年公司新增两家合并公司, 分别为苏州新港天都商业发展有限公司及苏州苏迪旅游度假开发有限公司, 两家公司均为 2010 年度新设成立的控股子公司

表 13: 2008~2010 年公司偿债能力指标

	2008	2009	2010
资产负债率 (%)	70.38	74.79	74.69
长期资本化比率 (%)	33.10	44.55	35.33
EBITDA (亿元)	4.45	4.32	6.38
EBITDA 利息倍数 (X)	1.46	1.59	2.18
总债务/EBITDA (X)	10.45	13.55	8.44
经营活动净现金流量 (亿元)	-5.46	11.00	-11.67
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.12	0.19	-0.22
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	-1.79	4.06	-3.99

资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

从债务分布来看, 公司在 2011 年内偿债压力较大, 根据之前的分析, 公司 2010 年年末账面上的货币资金余额对短期债务覆盖能力较弱, 因此 2011 年年内公司一方面需要加快销售回笼, 另一方面将面临较大的融资需求。

表 14: 公司债务期限分布

	单位: 亿元		
	2011	2012	2012 及以后
银行债务	12.7	3.3	6.01

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

从公司的融资渠道来看, 银行信贷方面, 虽然受到宏观政策调控, 信贷市场收缩, 但是公司 2011 年仍然获得了各家银行合计 108.25 亿的授信额度, 截止到 2011 年 2 月末, 公司尚可使用的额度为 62.98 亿元。在此基础上, 公司还将积极拓展信托、融资租赁等融资渠道。另外公司控股股东也将在资金上给予公司较大程度的支持。

或有负债方面, 截至 2010 年末, 公司为控股子公司苏州乐园发展有限公司向远东国际租赁有限公司申请的售后回租赁融资的 2.3 亿元提供连带责任保证。除此以外, 公司没有为控股子公司之外的第三方提供担保, 或有负债风险较小。

总体来看, 虽然公司的经营性现金流对债务的保障能力较以往有所减弱, 但是考虑到公司目前经营状况依然良好, 加上较强的背景实力以及较为畅通的融资渠道, 公司仍然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 2010 年末, 集团纳入合并报表的子公司 25 家 (包括公司下属子公司 10 家), 其中当年新增 2 家, 包括苏州新港天都商业发展有限公司、苏州苏迪旅游度假开发有限公司; 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 15: 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
苏州新区高新技术产业股份有限公司	88,156.8 万元	40.57%
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%
苏州高新区中锐置业有限公司	3,000 万元	50%
苏州高新创业投资有限公司	60,000 万元	65%
苏州市小茅山铜铅锌矿	1,475.48 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%
苏州科技城生物医学技术发展有限公司	10,000 万元	50%
苏州太湖湿地世界旅游发展有限公司	1,000 万元	100%
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 16: 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

作为高新区的开发主体, 2010 年苏高新集团积极参与了高新区生态城基础设施建设以及动迁房建设等业务。集团在加快完成西部生态城建设区内

基础设施及路网管线布局规划基础上，加快推进了前期启动区 9 平方公里的道路建设，包括太湖大道两边、环游湖路等启动区内主次干道建设，形成较完整的道路骨架体系，相关的水、电、气、电信等管线设施配套及水系规划也开始全面推进。2010 年，集团在西部生态城 130 万平方米的动迁安置房也在上半年开始动工。未来西部生态城的持续建设将为集团基础设施建设开发业务以及旅游业务形成稳定保障。

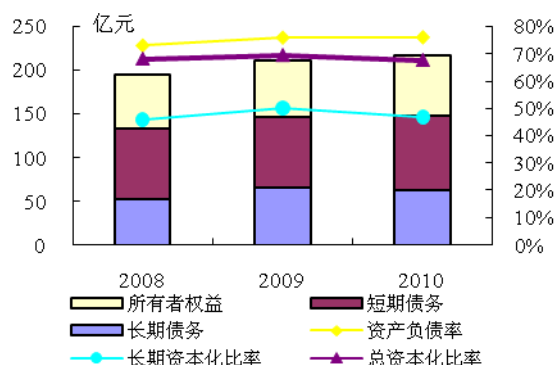
公用事业方面，受区内企业用水量上升及水价上调的支撑，集团 2010 年公用事业完成收入 1.89 亿元，较上年上升了 34.04%。2009 年 12 月苏州市非居民生活用水每立方米上调 0.50 元，为 3.50 元/立方米；特种用水每立方米上调 0.77 元，为 4.77 元/立方米；而从 2010 年 4 月起，居民用水价格从每立方米 2.70 元调整为 3.10 元。随着未来高新区入住企业和入住人口的增加以及水价调价机制将更加完善，集团的公用事业业务收入有望继续保持增长。

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，2010 年苏高新集团资产总额及负债总额继续保持增长态势。截至 2010 年末，集团资产总额为 291.66 亿元，负债总额 221.50 亿元，较上年同期分别增长 9.94% 和 9.76%。同时，当年根据苏高新管[2010]278 号文的规定，苏高新管委会以现金 3 亿元对集团进行增资，集团 2010 年注册资本增加到了 43.55 亿元，加上当年实现的利润累积，集团自有资本实力增强，当年末所有者权益增加至 70.15 亿元（含少数股东权益），同比增长 9.20%。2010 年，集团资产负债率为 75.95%，与上年基本持平，负债水平仍偏高。

图 7：2008~2010 年苏高新集团资本结构



数据来源：公司提供，中诚信评估整理

从盈利能力来看，虽然 2010 年房地产市场受到严峻的调控，但是由于前期奠定的较好的预售基础，集团当年完成的商品房销售收入达到了 44.34 亿元，较上年增长了 101.00%。并且由于当年苏州房地产市场整体房价提升，集团的商品房销售毛利率也较上年提高了 2.68%。公用事业方面，由于集团当年自来水供应业务量价齐升，全年完成收入 1.89 亿元，较上年提高了 34.04%，水价的上调也促使该业务毛利率较上年提高了 13.35%。综合看，集团当年综合毛利水平较上年提高了 3.76%。此外，2010 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 0.62 亿元。2010 年集团共实现利润总额 5.21 亿元，同比上升 131.64%；归属于母公司所有者权益净利润 1.58 亿元，较上年提高了 1655.56%。

图 17：2009~2010 年苏高新集团主要业务变化情况

	2009		2010	
	收入(亿元)	毛利率	收入(亿元)	毛利率
基础设施开发	6.43	20.00%	6.27	34.01%
商品房销售收入	22.06	23.69%	44.34	26.37%
产品销售收入	0.75	29.67%	1.07	33.76%
旅游服务收入	1.90	36.13%	2.48	38.96%
公用事业	1.41	23.32%	1.89	36.67%
其他收入	1.57	78.10%	2.08	78.31%
合计	34.11	26.30%	58.12	30.06%

数据来源：公司提供，中诚信评估整理

表 18: 2008~2010 年苏高新集团三项费用情况

	2008	2009	2010
销售费用(亿元)	1.12	1.81	2.01
管理费用(亿元)	2.12	2.09	2.60
财务费用(亿元)	2.66	2.06	1.89
三费合计(亿元)	5.90	6.97	6.51
三费收入占比	14.84%	20.44%	11.19%

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

从偿债能力方面来看, 2010 年集团总债务 146.75 亿元, 同比增长 0.21%, 同期的 EBITDA 利息倍数为 1.56, 盈利能力对利息偿付的保障程度较上年有所提高。由于集团当年房地产业务保持一定扩张速度的同时, 预售房款规模出现较大幅度下滑, 集团的现金流状况受到一定影响, 当年经营活动现金净流出 9.20 亿元, 经营活动现金流能对债务偿还保障能力有所减弱。但是鉴于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, 集团具备较好的融资弹性。

表 19: 2008~2010 年苏高新集团偿债能力分析

	2008	2009	2010
长期债务(亿元)	52.55	65.03	62.05
总债务(亿元)	132.67	146.44	146.75
EBITDA(亿元)	7.20	6.78	8.68
资产负债率(%)	72.99	75.82	75.95
长期资本化比率(%)	45.90	50.30	46.94
总资本化比率(%)	68.17	69.51	67.66
EBITDA 利息倍数(X)	1.08	1.22	1.56
总债务/EBITDA(X)	18.42	21.59	16.91
经营活动净现金流(亿元)	-7.21	5.23	-9.20
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.05	0.04	-0.06

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

或有负债方面, 截至 2010 年末, 集团为控股子公司担保余额 22.89 亿元, 为参股企业担保余额 44.51 亿元, 为高新区管委会下属企业担保余额 28.75 亿元。年末集团担保余额 96.15 亿元, 占期末归属母公司所有者权益的 198.74%, 集团面临一定的或有负债风险。

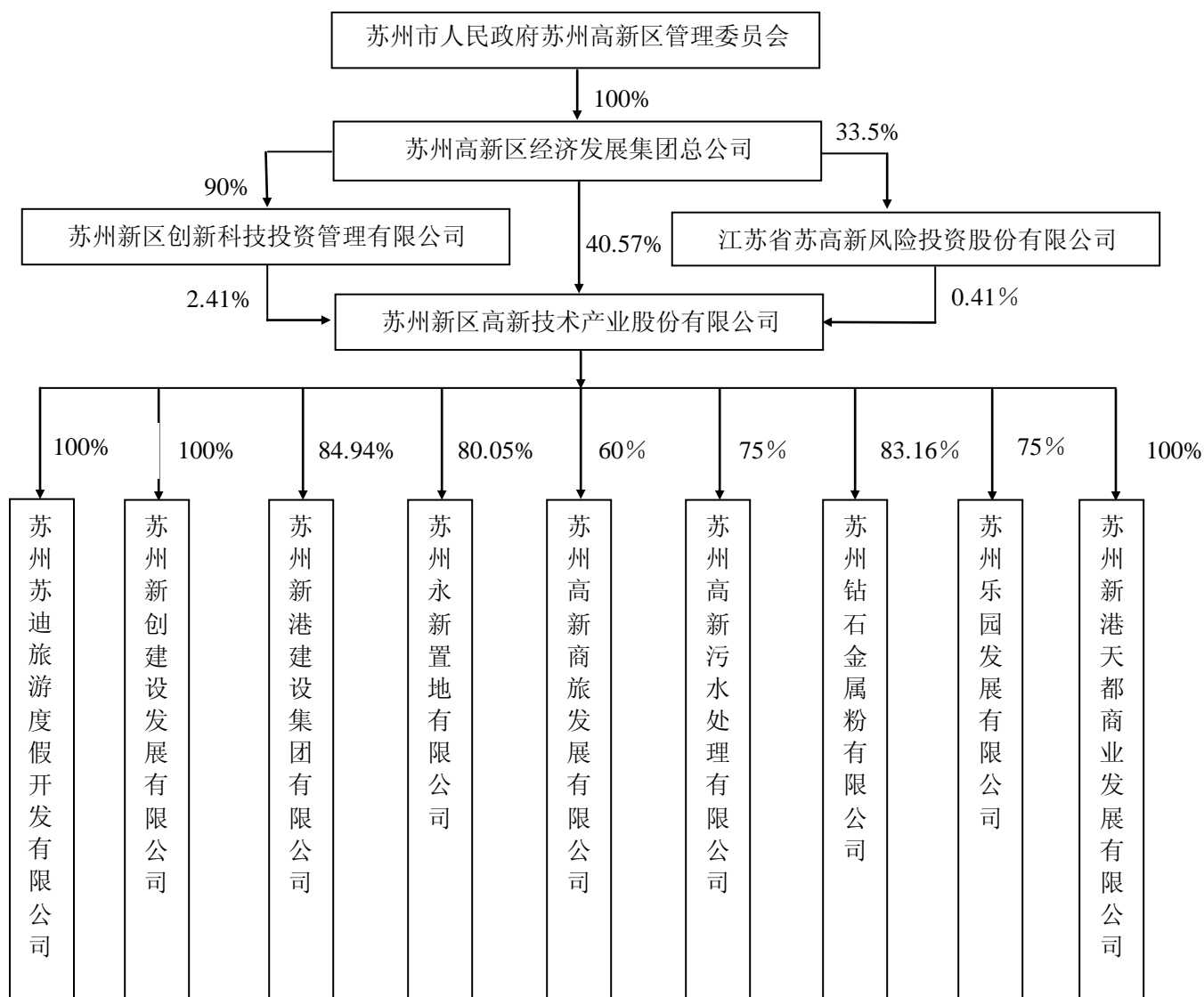
中诚信评估认为, 随着高新区以及西部生态城持续开发建设, 集团的基础设施开发业务有望保持增长, 而区内入住人口和企业的增加以及水价定价机制更加完善对集团的业务也将会有较大的促进作用。同时, 高新区管委会对集团的增资体现了较大的支持力度。但我们也关注到集团负债水平较高

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 2010 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)	2008	2009	2010	2011.Q1
货币资金	110,363.17	252,156.73	158,839.26	177,120.73
应收账款净额	92,607.81	28,434.31	20,277.12	17,446.31
存货净额	599,381.08	809,478.90	942,659.90	1,000,007.31
流动资产	826,449.43	1,122,054.53	1,154,451.53	1,226,104.93
长期投资	45,881.11	43,849.15	42,208.24	43,851.27
固定资产合计	107,950.04	123,852.41	166,863.34	169,216.16
总资产	999,702.62	1,307,461.18	1,388,861.56	1,463,930.24
短期债务	318,928.43	320,192.80	346,879.84	382,721.31
长期债务	146,500.00	264,821.03	192,011.81	222,515.55
总债务（短期债务+长期债务）	465,428.43	585,013.83	538,891.65	605,236.86
总负债	703,602.78	977,848.45	1,037,323.22	1,107,140.31
所有者权益（含少数股东权益）	296,099.85	329,612.73	351,538.34	356,789.93
营业总收入	305,682.19	311,732.14	484,465.97	62,099.60
三费前利润	52,861.26	56,666.37	83,148.90	16,369.89
投资收益	3,608.19	2,191.13	2,099.61	169.88
净利润	24,623.74	24,864.79	35,410.61	3,291.59
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	44,545.40	43,167.63	63,842.89	-
经营活动产生现金净流量	-54,637.32	110,041.69	-116,710.24	-57,089.01
投资活动产生现金净流量	-14,740.61	-24,474.00	-10,989.63	-5,628.06
筹资活动产生现金净流量	62,968.87	80,960.21	32,126.50	78,433.18
现金及现金等价物净增加额	-6,410.89	166,527.95	-95,573.92	15,716.12
财务指标	2008	2009	2010	2011.Q1
营业毛利率（%）	23.75	24.66	28.35	34.46
全面摊薄权益收益率（%）	8.32	7.86	10.07	3.69
EBITDA/营业总收入（%）	14.57	13.85	13.18	-
速动比率（X）	0.42	0.44	0.26	0.28
经营活动净现金/总债务（X）	-0.12	0.19	-0.22	-0.38
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.17	0.34	-0.34	-0.60
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.79	4.06	-3.99	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.46	1.59	2.18	-
总债务/EBITDA（X）	10.45	13.55	8.44	-
资产负债率（%）	70.38	74.79	74.69	75.63
总债务/总资本（%）	61.12	63.96	60.52	62.91
长期资本化比率（%）	33.10	44.55	35.33	38.41

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)	2008	2009	2010
货币资金	235,344.14	406,161.73	299,368.39
应收账款净额	388,077.95	322,109.44	271,658.99
存货净额	870,320.98	849,088.93	1,005,660.38
流动资产	1,772,943.16	2,107,392.30	2,203,201.58
长期投资	135,525.01	164,020.51	212,425.55
固定资产合计	354,052.50	355,768.58	454,419.40
总资产	2,292,682.91	2,657,246.96	2,916,560.20
短期债务	801,146.63	814,152.79	847,004.84
长期债务	525,532.67	650,253.69	620,544.47
总债务（短期债务+长期债务）	1,326,679.29	1,464,406.49	1,467,549.32
总负债	1,673,344.53	2,014,794.54	2,215,024.99
所有者权益（含少数股东权益）	619,338.37	642,452.43	701,535.21
营业总收入	397,718.23	341,116.22	581,244.22
三费前利润	71,082.23	68,308.91	113,105.52
投资收益	13,122.89	19,892.71	6,156.88
净利润	21,816.56	13,437.16	37,661.09
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	72,012.19	67,817.55	86,782.87
经营活动产生现金净流量	-72,079.50	52,277.03	-92,029.70
投资活动产生现金净流量	-13,065.12	-19,456.67	-52,460.81
筹资活动产生现金净流量	59,341.03	176,157.03	32,030.53
现金及现金等价物净增加额	-25,808.65	208,977.38	-112,462.09
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	24.08	26.30	30.06
全面摊薄的净资产收益率（%）	1.49	0.20	5.37
EBITDA/营业总收入（%）	18.11	19.88	14.93
速动比率（X）	0.80	0.93	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	0.04	-0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.09	0.06	-0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.09	0.94	-4.86
EBITDA 利息倍数（X）	1.08	1.22	4.58
总债务/EBITDA（X）	18.42	21.59	16.91
资产负债率（%）	72.99	75.82	75.95
总债务/总资本（%）	68.17	69.51	67.66
长期资本化比率（%）	45.90	50.30	46.94

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

毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

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

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

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

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 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
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