



信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪039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
二零一二年五月十八日

苏州新区高新技术产业股份有限公司公司债券 2012 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	2011/05/12		
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

概况数据

苏州高新	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益(亿元)	32.96	35.15	37.90	38.26
总资产(亿元)	130.75	138.89	155.80	159.79
总债务(亿元)	59.04	55.87	82.86	91.57
营业总收入(亿元)	31.17	48.45	29.72	6.20
营业毛利率(%)	24.66	28.35	38.04	32.90
EBITDA(亿元)	4.32	6.38	7.10	--
全面摊薄权益收益率(%)	7.54	10.07	8.62	3.33
资产负债率(%)	74.79	74.69	75.67	76.06
总债务/EBITDA(X)	13.68	8.75	11.68	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.59	2.18	1.13	--
苏高新集团	2009	2010	2011	
所有者权益(亿元)	64.25	70.15	83.49	
总资产(亿元)	265.72	291.66	340.06	
总债务(亿元)	147.22	148.79	195.83	
营业收入(亿元)	34.11	58.12	40.05	
毛利率(%)	26.30	30.06	35.56	
EBITDA(亿元)	6.78	8.68	9.11	
全面摊薄的净资产收益率(%)	2.09	5.37	4.14	
资产负债率(%)	75.82	75.95	75.45	
总债务/EBITDA(X)	21.71	17.15	21.48	
EBITDA 利息倍数(X)	2.21	4.58	4.90	

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。

基本观点

2011 年公司基础设施经营及旅游服务业务稳定发展，而房地产开发业务受调控政策影响，商品房销售业绩继续同比下降，同期大量的土地开发造成公司面临较大的资本支出压力和融资压力。从目前房地产在建和拟建的项目分布来看，公司通过前期开发业务结构优化，已经初步形成了区内外资源互补，住宅、商业、旅游地产共同发展的产品结构，其中以徐州项目为代表的“商旅+住宅”的产业模式年内也在稳步实施中，并有望成为公司未来异地拓展的主要模式。多类型分布的产品结构将有利于提高公司的综合竞争力和抗风险能力。需要关注的是持续的调控政策对公司近期去化速度的影响以及公司后续房地产项目开发中配套融资方案的落实情况。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“集团公司”）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，中诚信证评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

- 区域经济向好。苏州综合经济实力较强，2011 年该地区生产总值全国位列第五，省内排名第一。长期来看，苏州地区的产业化升级、配套设施的逐步完善以及区域交通设施的快速发展，将为区域内开发商带来较多发展机遇。
- 后续增长较有保障。截止 2011 年底，公司储备项目面积为 280 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。公司通过前期业务结构的优化，已经初步形成了区内外资源互补，住宅、商业、旅游地产共同发展的产品结构，有利于提高公司的综合竞争力和抗风险能力。
- 担保实力很强。苏州高新区经济发展集团总公

分析师

宋 诚 csong@ccxr.com.cn

刘 固 gliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012年5月18日

司隶属于苏州市人民政府苏州国家高新技术产业开发区管理委员会。作为高新区的开发主体，集团公司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，集团业务规模持续增长，多产业布局的业务板块也使得集团公司具备很强的抗风险能力。

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持续收紧和政府限购政策等行政手段的实施对中国房地产市场带来一定的影响。
- 资产负债率较高。2012年一季度末公司资产负债率为76.06%，总资本化率为62.91%，处于同业较高水平。随着公司储备及在建项目持续开发，公司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2012年总施工面积预计将达到270万平方米，近期仍面临较大资本支出压力。

行业关注

2011 年市场流动性收缩导致房地产开发企业融资难度加大；而限购、限价等行政调控措施亦加快了房地产市场回调力度，房地产投资和销售增速放缓，行业景气度下滑

2011 年以来，中国政府将稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。货币政策在稳健的基调下，从前三季度的实质偏紧到第四季度定向宽松，共进行了三次利率上调、六次存准率上调和一次存准率下调，整体市场流动性得到收缩。受此影响，2011 年中国房地产开发企业融资能力弱化，对外融资规模下降。据国家统计局统计，2011 年，房地产开发企业本年资金来源累计 83,246 亿元，比上年增长 14.1%，增速比上年回落 12.1 个百分点。其中，国内贷款 12,564 亿元，与 2010 年持平；利用外资 814 亿元，增长 2.9%；自筹资金 34,093 亿元，增长 28.0%；其他资金 35,775 亿元，增长 8.6%。在其他资金中，定金及预收款 21,610 亿元，增长 12.1%；个人按揭贷款 8,360 亿元，下降 12.2%。从资金来源结构来看，2009~2011 年房地产开发企业自筹资金占比分别为 31.05%、36.52%和 40.96%，占比提升较为明显，表明银行贷款的紧缩促使房地产企业开始主动降低杠杆水平，主要采取内部融资的形式获得资金。

表 1：2009~2011 年房地产开发企业资金来源情况

指标	单位：亿元	
	2010	2011
资金来源合计（亿元）	72,944.04	83,245.94
增速	26.20%	14.10%
其中：自筹资金（亿元）	26,637.21	34,093.40
占比	36.52%	40.96%
增速	48.40%	28.00%
国内贷款（亿元）	12,563.70	12,563.79
占比	17.22%	15.09%
增速	10.60%	0.00
利用外资（亿元）	790.68	813.63
占比	1.08%	0.98%
增速	64.90%	2.90%
其他来源（亿元）	32,952.45	35,775.12
占比	45.17%	42.98%
增速	17.70%	8.60%

资料来源：国家统计局

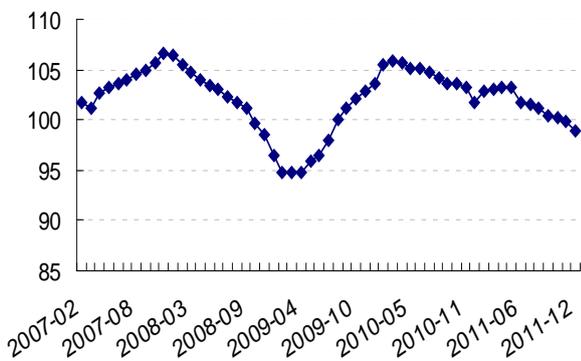
行政调控方面，2011 年始，国务院出台了更为严厉的“新国八条”调控政策，包括各地政府第一季

度要公布房价控制目标；住房不足 5 年转手按销售款全额征税；二套房首付款比例提至 60%；暂停省会城市居民购第三套房；未完成调控目标政府将被问责等。同时，国务院明确要求各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。随着后续“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，调控政策达到史上最严水平，调控效果逐步显现。

随着政策发挥作用，房地产市场需求开始萎缩，商品房销售增长趋下降态势，且东部地区表现较为明显。2011 年，全国商品房销售面积为 109,946 万平方米，同比增长 4.9%，增速较上年同期回落 5.7 个百分点，其中住宅销售面积为 97,018 万平方米，同比增长 3.9%，增速较上年同期回落 4.4 个百分点；同期，商品房销售额为 59,119 亿元，同比增长 12.1%，增速较上年同期回落 6.8 个百分点，其中住宅销售额为 48,620 亿元，增速较上年同期回落 4.6 个百分点。从房价水平看，全国商品房销售额增速高于销售面积增长，表明全国房价整体水平依然向上。其中一、二线城市商品房价格并未出现明显增长，因此主要是更多的三、四线城市房价上扬拉动全国整体上涨。从地区来看，东部地区的销售面积明显低于中、西部地区，显示城市化和刚性需求推动的中、西部地区受调控的影响弱于东部地区。房地产调控的深化、销售市场的低迷也使得房地产开发企业投资力度减弱。2011 年全国房地产开发企业房屋新开工面积 19.01 亿平方米，增长 16.2%，增速比上年回落 24.4 个百分点；施工面积 50.80 亿平方米，比上年增长 25.3%，增速比上年回落 1.2 个百分点；其中，住宅施工面积 38.84 亿平方米，增长 23.4%；竣工面积 8.92 亿平方米，增长 13.3%，增速比上年提高 5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.17 亿平方米，增长 13.0%。由于 2009 年和 2010 年的新开工面积较大，房屋竣工面积增长进入高速增长期。2011 年，全国房地产开发投资额达 61,740 亿元，同比增长 27.9%，增速回落 5.3 个百分点，其中 12 月当月房地产开发投资 6,257 亿元，同比增长 12.5%，增幅较上月回落 7.7 个百分点；住宅投资 44,302 亿元，同比增长 30.2%，增速回落 2.6 个百分点，其中 12 月当月住宅投资 4,445

亿元，同比增长 11.0%，增幅较上月回落 9.6 个百分点。

图 1: 2007.2-2011.12 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

受调控政策的影响，全年全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）也逐步走低。2011 年 12 月份，国房景气指数为 98.89，比 11 月份回落 0.98 点，延续 7 个月下滑，创 29 个月新低。

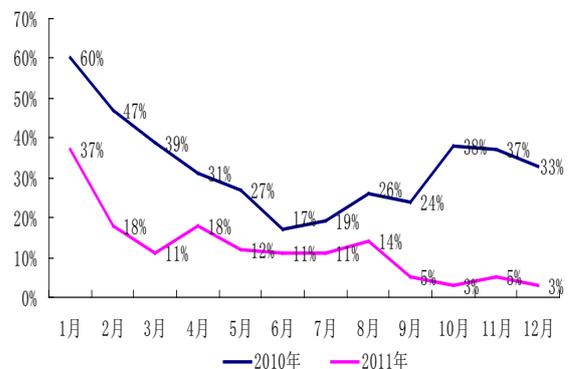
保民生将继续贯穿于 2012 年的房地产调控，随着 1 月份主要城市新建商品房价格全部停涨、土地溢价率走低，房地产市场正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部

住房问题是重要的民生问题，而此前各地持续较快上涨的房价已很大程度上超出了当地普通居民的承受能力。立足于“保民生”的出发点，近年来中国政府持续加大对房地产市场的调控力度，其根本目的是要促进房地产市场长期平稳健康发展，更好地推动国民经济健康发展、改善人民群众住房条件，让商品房价格保持在相对平稳和大多数人可以承受的水平。2011 年 12 月，中央经济工作会议进一步明确表示，要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归。通过近一年来的严厉调控，效果也逐步显现。据国家统计局数据显示，2012 年 1 月份全国 70 个大中城市中，新建商品住宅（不含保障性住房）价格下降的城市有 48 个，持平的有 22 个，首次出现新建商品住宅价格全部停涨现象。受调控政策不放松的影响，全国房地产市场将一改过去十多年高成长的趋势性增长格局，正逐步进入“以价换量”的新时期，目前市场成交量中 10% 的跌价项目已占据约 90% 的市场成交量。我们预计后期房价全面回落的城市将持续增多，房价回归趋势将在全国范围内日益显现，市场也将趋近调整的底

部。

随着房地产调控的推进，楼市成交持续低迷，土地市场也随之降温。据中国指数研究院数据信息中心监测报告显示，2011 年全国 130 个城市土地出让金总额为 19,052.3 亿元，同比减少 11%，其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）12,666.8 亿元，同比减少 23%；商办类用地 4,248.7 亿元，同比增加 24%；工业用地 1,947.1 亿元，同比增加 38%；其他用地 189.7 亿元，同比增加 43%。此外，从土地溢价率来看，2010 年以来，全国 130 个城市住宅用地月度土地平均溢价率处于振荡下调趋势。2012 年 2 月，全国 300 个城市土地平均溢价率为 1%，与 1 月份 2% 的土地平均溢价率持平，较上年同期减少 15 个百分点。我们认为，作为房地产投资的先行指标，土地溢价率在 2011 年 4 季度以来正逐步趋近见底，意味着土地资产的市场交易价格已回归基价或成本价，也意味着土地资产价格下行的空间有限。

图 2: 2010 年以来全国 130 个城市住宅用地月度平均溢价率



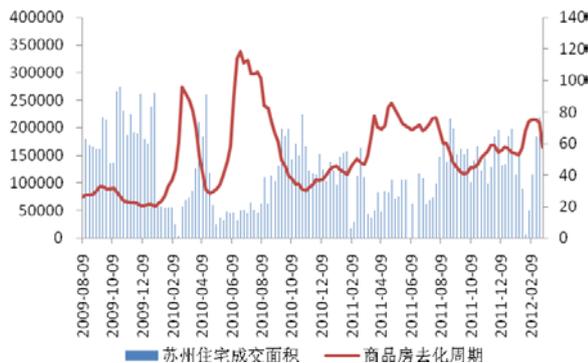
资料来源：中国指数研究院、中诚信证评整理

综合来看，我们认为从严从紧的房地产调控政策的主要目的是抑制商品房价格过快上涨，促使商品房价格合理回归。随着中国主要城市新建商品房价格全部停涨、土地溢价率走低，商品房价格合理回归成为当前市场主基调，房地产市场正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部。

2011年受政策影响，市场流动性紧缩导致苏州地区房地产投资增速下滑，但成交量数据仍显示出苏州楼市较好的抗跌特征，长期来看，苏州地区的产业化升级以及配套设施的快速发展，仍将为区域内开发商带来发展机遇

2011年市场流动性持续紧缩，开发商融资渠道受限，房地产投资增速下滑，全年苏州地区完成房地产开发投资额 1,220 亿元，商品房新开工面积 2,100 万平方米，同比下降 20.10%。销售端，虽然 2011 年 3 月出台的苏州版“限购令”短期内对区域内的商品房销售造成一定影响，库存去化周期出现明显波动态势，但是在政策调控下，苏州地区全年住宅类仍实现成交面积 607 万平方米，同比增长 17.36%，扣除保障房住宅类商品房成交均价仍达到 11,245 元/平方米，同比上涨 5.26%。在区域经济良好的发展态势下，苏州地区房地产市场仍呈现出一定的抗跌性。

图 3：近年苏州住宅成交和商品房去化周期情况



资料来源：中诚信证评整理

长期来看，区域内产业化升级、配套设施快速发展，苏州房地产市场仍具备较大的发展潜力。2011 年，全市实现地区生产总值突破 1 万亿元，预计达到 10500 亿元，按可比价计算比上年增长 12%。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，苏州房地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

2011 年公司商品房销售业绩继续同比下降，年内大量的土地开发造成公司面临较大的资本支出压力和融资压力。从在建和拟建的项目分布来看，公司已经初步形成了区内外资源互补，住宅、商业、旅游地产共同发展的产品结构，有利于提高公司的综合竞争力和抗风险能力

2011 年受调控政策影响，公司全年完成商品房合同销售面积 21.50 万平方米、合同销售收入 18.80 亿元，同比分别下降 41.07%、37.62%，延续了去年的下降态势。成交价格方面，公司凭借较好楼盘质量，2011 年平均销售单价仍较上年增长了 5.89%。结转方面，公司全年共结转各类房地产项目面积 32.37 万平方米，其中含动迁房 6.33 万平方米，结转各类房地产销售收入 24.65 亿元，其中动迁房 1.16 亿元。作为区域性的房地产开发商，公司开发的楼盘主要集中在苏州地区，因此区域性的调控政策对公司房屋销售影响较大，公司面临较大的库存消化压力。近期伴随着调控政策的持续进行、后续项目逐步进入预售阶段，公司存货压力还将加大。但是目前来看，公司大部分在建、在售楼盘主要位于苏州高新区内，区域位置较好，楼盘品质较高，并且近年来公司通过结构调整，基本形成了普通与中高端互补的产品布局，有利于保证产品较高的毛利水平和业务的抗跌价能力。

表 2：2009~2011 年公司商品房开发业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2009	2010	2011
施工面积	158.53	136.00	233.30
销售面积	69.93	36.47	21.50

结算面积	40.56	56.87	32.37
当年销售金额	42.32	30.23	18.80
当年结转金额	22.06	43.82	24.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

开发方面，2011 年公司各类房地产项目施工面积为 233.30 万平方米，同比上升 71.54%，其中商品房 150.80 万平方米，动迁房 15.10 万平方米，代建项目 39.80 万平方米，经营性物业 27.60 万平方米；施工面积中含年内新开工面积 86.10 万平方米，同比仅上升 3.73%，其中商品房 71.60 万平方米，经营性物业 14.50 万平方米。公司年内施工面积的大幅增加，资金需求亦迅速提升，但是受制于销售端资金回笼速度下降，公司在信贷、信托产品等渠道方面融资比重迅速提高。2011 年公司新增银行借款 24.50 亿元，年内共发行两只信托产品，合计 10 亿元。根据目前各项目的建设进度来看，未来公司仍需投资约 120 亿元，考虑到项目通常 3~4 年的建设周期，我们保守估计公司 2012 尚需投资 30~40 亿元，面临较大的外部融资压力。代建项目方面，凭借苏州西部生态城建设的机遇，公司近年来承接了大量的动迁房和代建项目，该部分业务虽然毛利水平不高，但能给公司带来较为稳定的回报，有利于降低政策风险对公司房地产开发业务造成的影响，公司目前在建的代建项目主要为 2010 年承接的白马涧生态园代建基础设施项目。

土地储备方面，2011 年末，公司储备项目面积为 280 万平方米；按项目类型划分，住宅类项目 211 万平方米，商业类项目 49 万平方米；按区域划分，苏州高新区内项目 137 万平方米，区外项目 143 万平方米。2011 年公司新增三块土地，包括徐州项目一期的两个地块共计 72.8 万平方米，以及公司下属子公司新创建在高新区中心区域内新增的一块商业用地，可建面积 4.4 万平方米。从公司土地储备区域和类型分布情况来看，公司逐步转变为区内外资源互补，住宅、商业、旅游地产共同发展的产品结构，有利于提高公司综合竞争力和抗风险能力。

总体来看，公司 2011 年虽然销售端受政策影响，资金回笼速度下降，但是公司当年仍然积极优化产品结构，进行多类型的项目布局，有利于提高

公司的综合竞争力和抗风险能力。需要关注的是持续的调控政策对公司近期库存消化速度造成的影响以及公司在房地产项目后续开发中配套融资方案的落实情况。

2011 年公司商业地产项目稳步推进，以徐州项目为代表的“商旅+住宅”的产业模式也在稳步实施中，并有望成为公司未来异地拓展的主要模式

2011 年公司的持有型和出售型商业地产项目继续稳步推进。清山酒店与天都商贸中心作为公司的持有性物业，自开业以来经营规模逐渐扩大，目前公司处于租赁经营的持有性物业达到了 30 万平方米，2011 年全年租金收入规模达到了 0.70 亿元。狮山广场一期项目的五星级酒店及公寓式酒店 2011 年内仍处于在建阶段，预计 2013 年开业。集团内较好的旅游资源构成公司的持有型商业项目，尤其是酒店业，较好的业务来源。可出售商业项目方面，公司 11 万平方米的天都大厦写字楼项目预计在 2011 年内已经进行了基础施工，而钻石广场商业项目 2011 年 2.03 亿元的结转收入。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。

徐州项目规划占地面积 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。公司于 2011 年 2 月投资成立了全资子公司苏州高新（徐州）投资发展有限公司（以下简称“徐州投资公司”）负责徐州项目的全面管理，该公司注册资本 15 亿元人民币，分三期出资，全部资金将于 2013 年前到位。徐州投资公司成立后，又分别由其投资设立了苏州高新（徐州）商旅发展有限公司、苏州高新（徐州）置地有限公司分别负责徐州项目主题乐园开发和运营以及配套住宅项目目的开发建设¹，注册资本

¹ 2011 年 6 月，公司决定授权徐州投资设立全资子公司徐州置业，该公司注册资本 8,000 万元，全部以现金出资，参与徐州项目配套住宅项目的开发建设。彭城欢乐世界项目所占地块跨徐州泉山区和铜山县两地，原成立的徐州投资公司以及徐州投资公司下设的两个子公司徐州商旅、徐州置地均在

分别为 8 亿元和 6 亿元。2011 年上半年，公司已经取得徐州项目一期两个地块，占地 72.8 万平方米，其中主题公园 45.1 万平方米，住宅、商业规划可建面积分别为 25 万平方米。主题乐园中的水上世界和儿童世界已经先期开始建设，预计 2012 年内正式对外营业，住宅项目于 2012 年上半年开工，预计也将在 2012 年内实现预售。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。

年内污水处理量价齐升促使基础设施经营板块收入及利润稳定增长；温泉世界开业后，苏州乐园形成五大世界的综合体，基本覆盖各年龄层，削弱了该业务的季节性特征，为旅游服务板块稳定带来稳定回报

基础设施经营方面，公司 2011 年全年污水处理量及污泥处置量均有较大增加，分别达到了 5,180 万吨及 41,600 立方米，污水处理收费标准提高了 15.6%，管理效率方面，公司通过管理创新，实现了污水处理业务有效的成本控制，部分扩建和提标改造工程的投入使用，使污水处理能力和效率得到明显提高，该业务全年实现营业收入近 1 亿元，实现毛利润 0.36 亿元。

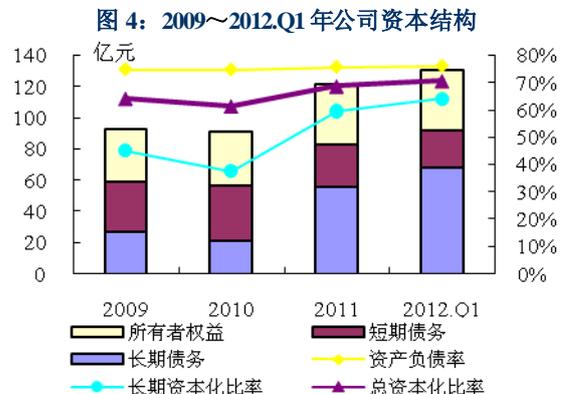
旅游服务方面，公司的子公司苏州乐园发展有限公司（以下简称“苏州乐园”）于 2011 年下半年向公司控股股东苏高新集团收购了苏州乐园水上世界（以下简称“水上世界”）全部股权。而苏州乐园的另一个板块——温泉世界也在 2011 年 8 月成功开业，使得苏州乐园形成了由欢乐、水上、儿童、湿地、温泉五大世界组成的综合体，各个板块较好的覆盖了各年龄阶层，同时又减弱了乐园业务较为显著的季节性特征。2011 年苏州乐园全年累计共接待游客超过 218 万人次，游乐项目总收入 2.36 亿元，同比增长 29.08%。

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 2009~2011 年公司合并财务报告和未经审计的 2011 年一季度财务报表²。

资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评计算整理

近年来受国家宏观调控影响，公司房地产开发业务增速趋缓，但是公司通过主动调整发展战略，进行多产业格局发展，资产负债规模近年来仍保持了增长态势。2011 年公司总资产和总负债规模分别为 155.80 亿元和 117.90 亿元，分别同比增长 12.18% 和 13.65%。与此同时，2011 年公司继续通过内部权益积累实现所有者权益的稳步增长，截至 2011 年底公司所有者权益（含少数股东权益）为 37.90 亿元，同比增长 7.82%。截至 2011 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 75.67% 和 68.11%，分别较上年提高了 0.98 个百分点和 7.23 个百分点，剔除预收账款的影响后，公司资产负债率略有下降，为 73.17%，较上年仍提高了 0.71 个百分点³。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，发展趋势仍较为平稳。2012 年一季度末，公司资产负债率和总资本化率分别为 76.06% 和 70.53%，剔除预收账款影响后的资产负债率为 74.76%。

表 3：截至 2011 年末部分上市公司资本结构情况

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
万科 A	77.10%	63.35%	42.65%	0.17
保利地产	78.43%	66.10%	61.85%	0.11

² 本部分财务数据均采用的是各期报表的期末数据。

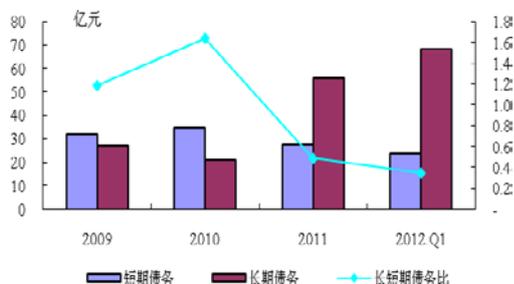
³ 截至 2010 年末，公司剔除预付款项影响后的资产负债率为 72.46%。

金地集团	71.11%	61.15%	53.04%	0.37
招商地产	69.53%	61.33%	47.66%	0.20
华侨城 A	71.17%	69.68%	59.54%	0.29
首开股份	79.36%	75.15%	66.84%	0.44
金融街	69.03%	59.88%	53.72%	0.48
金科股份	85.51%	78.26%	68.96%	0.24
新潮中宝	67.85%	66.28%	58.63%	0.74
滨江集团	80.60%	66.38%	53.71%	0.10
苏州高新	75.67%	73.17%	68.61%	0.53

资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

负债方面，2011 年公司前期大量储备的土地进入了开发阶段，公司面临较大的融资需求，除通过房地产销售回笼资金以外，公司还通过信贷、信托产品以及融资租赁等渠道筹措资金。2011 年末公司总债务余额为 82.86 亿元，较年初增长了 26.99 亿元，规模同比上升 48.30%，其中长期借款年末余额为 33.60 亿元⁴，由融资租赁款和信托产品构成的长期应付款年末余额为 12.11 亿元，分别较年初增长了 24.29 亿元和 10.13 亿元。债务结构方面，2011 年末由于一年内到期的长期借款规模下降，导致公司短期债务较年初下降了 21.57%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.49，较上年下降了 1.15，债务结构较上年得到一定程度上的优化，但是鉴于公司 2013 年仍有 22.30 亿元长期借款到期，未来公司亟需通过销售资金的回笼以及短长期融资之间的置换实现债务结构上的主动调整和优化。截至 2012 年一季度末公司总债务规模为 91.57 亿元，长短期债务比为 0.35。

图 5：2009~2012.Q1 公司长短期债务结构



⁴公司子公司苏州高新（徐州）投资发展有限公司于 2011 年 6 月与中国建设银行股份有限公司徐州分行签订《股权收益权转让协议》，公司将持有的苏州高新（徐州）商旅发展有限公司 100% 股权对应的股权收益权转让给中国建设银行股份有限公司徐州分行，转让价格 7 亿元。并于 2013 年 6 月收回该股权收益权，收购价格 7 亿元加溢价（溢价为本金的 11%，分季支付）。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，公司近年来较高的投资增速使得公司资产负债率始终处于同业偏高的位置。2011 年，受调控政策影响，公司销售资金回笼速度有所放缓，年内公司通过积极拓展的信贷、信托产品、融资租赁款等融资渠道满足公司的资金需求。公司 2012 年总施工面积预计将达到 270 万平方米，公司仍将面临较大的资金压力。

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 4.66% 和 67.48%。2011 年受政策影响，公司销售业绩同比下降，资金回笼速度继续下滑，同时年内施工面积大幅增加又使得公司资本支出的压力加大，因此年末货币资金余额为 7.26 亿元，较上年下滑了 54.29%。2011 年年末公司存货余额 105.14 亿元，较上年提高了 11.53%。从构成情况来看，2011 年年末公司开发产品占存货余额比重为 11.40%，较上年下降了 1.21 个百分点，公司仍面临一定的现房销售压力，但是考虑到公司目前楼盘主要集中在苏州高新区内，可售资源品质较好，抗跌价能力和变现能力较强。年末公司开发成本和拟开发土地合计占存货的比重为 88.37%，较上年提高了 1.29 个百分点。大量的在建和拟建项目将使得公司后续仍面临较大的融资需求和资本支出压力。

表 4：2009~2012.Q1 公司资产结构及周转率分析

	2009	2010	2011	2012.Q1
流动资产/总资产	85.82%	83.12%	74.59%	83.75%
存货/流动资产	72.14%	81.65%	90.47%	81.56%
货币资金/流动资产	22.47%	13.76%	6.25%	14.45%
存货同比增长	35.05%	16.45%	11.53%	1.69%
货币资金同比增长	128.48%	-37.01%	-54.29%	17.01%
存货周转率	0.33	0.40	0.18	-
总资产周转率	0.27	0.36	0.20	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

周转效率方面，受政策影响，2011 年公司结转的项目销售收入下降，导致当年存货周转率下滑至 0.18，受此影响公司当年的总资产周转率也较下降至 0.20，但与同业相比，公司经营效率仍高于行业平均水平。需要注意的是公司当年合同销售收入同

比下降 37.61%，对公司 2012 年的资产运行效率可能存在较大影响，因此公司未来仍需要加大项竣工以及存货消化力度。

表 5：2011 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
万科 A	0.25	0.28	1.45	33.89
保利地产	0.23	0.27	1.3	-79.22
金地集团	0.27	0.29	1.32	15.3
招商地产	0.16	0.22	2.23	-21.12
华侨城 A	0.32	0.31	0.91	-17.41
首开股份	0.12	0.17	1	-58.71
金融街	0.18	0.17	0.81	-22.25
金科股份	0.29	0.3	1.15	-33.55
新潮中宝	0.29	0.21	0.68	-25.5
滨江集团	0.08	0.11	0.55	-49.12
苏州高新	0.18	0.20	0.27	-14.64

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

总体来看，受政策影响，2011 年公司流动性进一步下降，货币资金比重继续下滑，存货方面也面临一定的现房销售压力和后续开发支出压力，但是从资产运行效率来看，公司凭借可售资源较好的品质，周转效率方面仍优于行业平均水平。需要关注的是公司 2012 年大量的在建和拟建项目的后续支出对公司造成的融资压力和支出压力，以及 2011 年合同销售继续下降对公司 2012 年资产运营效率造成的影响。

盈利能力

2011 年公司实现营业收入 29.72 亿元，同比下滑了 38.66%。分板块看，房地产开发业务收入下降构成公司整体收入下滑的主要原因，2011 年公司房地产开发收入为 25.65 亿元，同比下降了 45.43%。旅游服务业务方面，继续受益于当地旅游业回暖以及苏州乐园新实行的一票制的带动，公司当年实现旅游业务收入 2.36 亿元，同比增长 29.08%；基础设施经营方面，受益于污水处理量、污泥处置量的提升以及污水收费标准的提高，公司全年完成收入 1.00 亿元，同比增长 6.87%。

表 6：2009~2011 年公司主要业务收入及毛利率情况

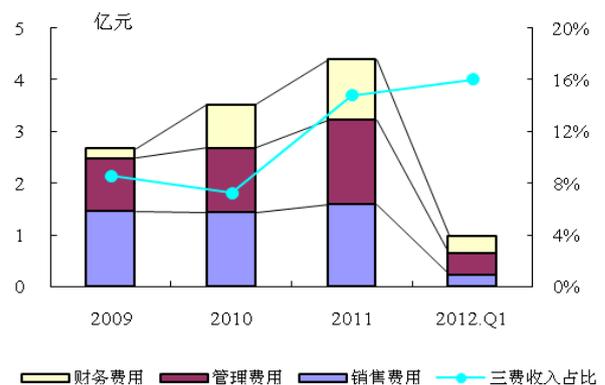
	2009		2010		2011	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
房地产开发	22.44	24.36	45.19	27.24	25.65	36.58
旅游服务	1.19	53.05	1.60	61.22	2.36	57.40
基础设施经营	0.71	21.06	0.94	36.39	1.00	36.15

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2011 年公司综合毛利率为 38.04%，较上年提高了 9.70 个百分点，继续保持提升态势。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 2011 年商品房销售毛利水平为 36.58%，较上年提高了 9.34 个百分点。

期间费用方面，由于公司 2011 年营业收入同比下降，同期公司加大房地产项目的开发和销售力度，当年销售费用和管理费用为 1.60 亿元和 1.63 亿元，同比分别增长 10.96% 和 30.61%；2011 年公司平均债务规模较上年提高了 11.91 亿元，加之市场利率水平提升，当年财务费用为 1.17 亿元，同比增长 41.12%，2011 年公司三费继续保持上涨趋势，三费合计 4.40 亿元，同比增长 25.03%，三费占比为 14.82%，较上年增长了 7.55 个百分点。2012 年一季度公司期间费用为 0.99 亿元，三费占比为 16.02%。

图 6：2009~2012.Q1 年公司期间费用分析

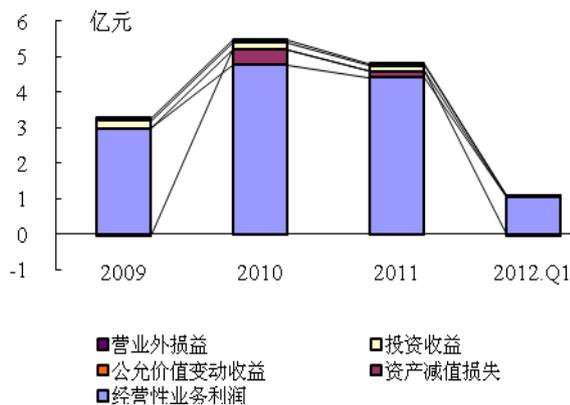


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，虽然公司 2011 年收入规模下降，同期期间费用占比提升，但是较高的毛利水平仍使得当年经营性业务利润完成 4.43 亿元，同比仅下降 7.64%。资产减值方面，由于当年计提的存货跌价准备减少，因此当年资产减值损失仅为 0.17 亿元，较上年下降了 58.23%。2011 年公司完

成投资收益 0.16 亿元，公司参股的东吴证券于当年 12 月在上交所上市，公司获取了一定的资本溢价，公司参股的中新开发、江苏银行的上市进程也在推进中，公司未来有望获得可观的股权溢价收益。另外，公司还于年内出资 1 亿元与苏高新创投集团共同设立了融联创业投资企业用于投资新一代信息产业，凭借新三板扩容契机，公司有望在后续的创投业务中获取一定收益。

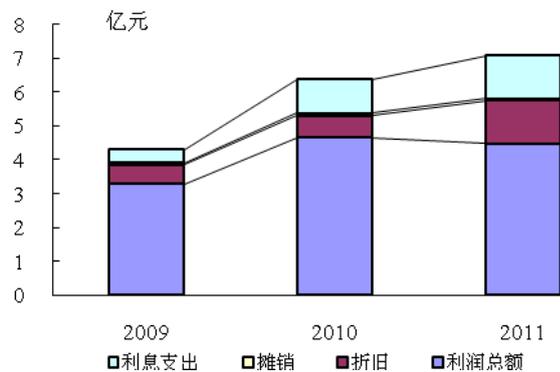
图 7：2009~2012.Q1 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金获取方面，虽然 2011 年公司利润总额较上年有所下降，但是由于污水处理改造工程等项目投产，年内固定资产计提的折旧部分相应增加，加之债务规模提高推升的利息支出增加，公司当年 EBITDA 为 7.10 亿元，EBITDA/营业收入为 23.88%，较上年均有所上涨。

图 8：2009~2011 年公司 EBITDA 情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司污水处理、旅游服务等业务稳健发展，为公司贡献了较为稳定的收入与利润，但是由于房地产开发业务占据较大比重，商品房的销售情况仍是影响公司盈利水平的重要因素。2011 年受宏观调控影响，公司房地产销售收入规模

出现较大幅度下降，但是由于项目较高的毛利保障，收入下滑的影响未在利润状况的变化中直接体现。需要关注的是 2011 年公司合同销售收入继续同比下降，政策对房地产市场持续性调控对公司房地产业务造成的影响。

偿债能力

由于 2011 年公司大量的房地产开发项目启动，加之销售端受调控政策的影响，销售资金回笼速度下降，公司面临较大的外部融资需求，截至 2011 年末公司总债务规模达到了 82.86 亿元，同比增长 48.30%。2011 年一季度末，公司总债务规模为 91.57 亿元，较年初增长了 8.71 亿元。

从债务的期限分布来看，公司于 2012 年内到期的债务规模为 27.20 亿元，2013 年内到期债务规模约为 20.50 亿元，公司短期内面临较大的偿债压力。

从偿债指标看，2011 年由于公司债务规模大幅增加，EBITDA 利息倍数下降至 1.13 倍，总债务/EBITDA 指标上升为 11.68，盈利水平能较好的覆盖利息支出，但是考虑到公司近两年约有 47.50 亿元的债务到期，因此近期公司一方面需继续加大存货消化力度，提高公司盈利水平，另一方面，公司需要继续拓展融资渠道，通过短长期的债务替换，降低短期内的偿债压力。2011 年由于公司合同销售收入同比下降，但是同期公司仍保持较高的房地产开发力度，公司全年经营性现金流表现为净流出，为 -14.64 亿元，经营活动净现金流利息保障倍数 -2.33 倍，经营活动净现金流/总债务为 -0.18，现金流对债务偿还的保障能力有所减弱。

表 7：2008~2010 年公司偿债能力指标

	2009	2010	2011
资产负债率 (%)	74.79	74.69	75.67
长期资本化比率 (%)	45.05	37.60	59.49
EBITDA (亿元)	4.32	6.38	7.10
EBITDA 利息倍数 (X)	1.59	2.18	1.13
总债务/EBITDA (X)	13.68	8.75	11.68
经营活动净现金流量 (亿元)	11.00	-11.67	-14.64
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.19	-0.21	-0.18
经营活动净现金流	4.06	-3.99	-2.33

利息保障倍数 (X)

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从融资渠道来看，截至 2012 年 3 月末，公司共获得授信总额 88.39 亿元，未使用 24.60 亿元，备用流动性仍较充裕。在此基础上，公司还将积极拓展信托产品、融资租赁等融资渠道，2011 年内公司共发行两只信托产品合计 10 亿元，根据公司于 2012 年 2 月公告的议案，公司近期还将发行 5 亿元的信托产品。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 2012 年 3 月末，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款提供连带责任保证。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，虽然公司的持续下滑的盈利水平和现金流状况对债务本息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。截至 2011 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），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 83 家，主要包括环保产业园产业公司、新颍农业旅游发展公司、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。

作为高新区的开发主体，苏高新集团积极参与高新区生态城基础设施建设以及动迁房建设等业务。2011 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，继续加快推进前期启动区 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。2011 年，

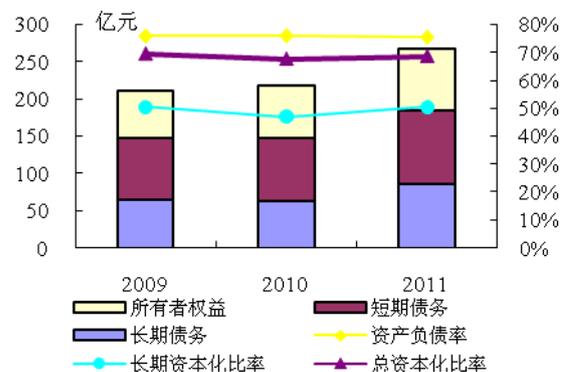
集团在西部生态城动迁项目也在积极建设中。未来西部生态城的持续建设将为集团基础设施建设开发业务以及旅游业务形成稳定保障。公用事业方面，2011 年受益于区内供水污水处理量、污泥处置量的提升以及污水收费标准的提高，集团公司该项业务全年完成收入 2.06 亿元，同比增长 8.98%。随着未来高新区入住企业和入住人口的增加以及水价调价机制将更加完善，集团的公用事业业务收入有望继续保持增长。

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

2011 年虽然房地产业务受到了调控政策的影响，但是集团公司各业务板块当年仍基本实现了稳定发展，同期资产负债规模稳步提升，截至 2011 年末，集团公司总资产为 340.06 亿元，总负债为 256.58 亿元，同比分别增长了 9.76% 和 15.84%。自有资本方面，2011 年集团公司一方面继续通过内部权益积累提升所有者权益规模，另一方面，集团公司的唯一股东、苏州高新的实际控制人苏州国家高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“苏高新管委”）对集团公司进行增资，进一步提升集团公司的自有资本实力。截至 2011 年末，集团所有者权益为 83.49 亿元，同比增长 19.01%。截至 2011 年末，集团公司资产负债率为 75.45%，总资本化率为 70.11%，与上年基本持平，杠杆水平仍偏高。

图 9：2009~2011 年苏高新集团资本结构



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，2011 年受调控政策影响，集团

公司商品房销售收入出现较大幅度下滑，全年完成营业收入 40.05 亿元，同比下降 31.09%，营业毛利率为 35.56%，较上年提高了 5.50 个百分点。从主要的业务板块来看，2011 年集团公司商品房销售业务完成收入 23.64 亿元，同比下降 46.68%，但凭借较好的产品品质，该业务板块毛利率仍达到了 36.93%，较上年提高了 10.56 个百分点。基础设施方面，集团公司作为高新区的开发主体，每年都承接了较多的基础设施代建项目和动迁房项目，该业务政策风险较小，且回报较为稳定，2011 年集团公司该业务实现营业收入 6.65 亿元，较上年提高了 6.03 个百分点。旅游服务业务方面，2011 年受益于当地旅游业回暖以及苏州乐园新实行的一票制等因素的带动，公司当年实现旅游业收入 2.53 亿元，同比增长 2.01%，毛利水平较上年提高了 14.01 个百分点；公用事业方面，2011 年受益于区内供水污水处理量、污泥处置量的提升以及污水收费标准的提高，集团公司全年完成收入 2.06 亿元，同比增长 8.98%。此外，集团公司还通过处置股权、投资债券和股票以及参股企业盈利等获得投资收益 0.75 亿元。2011 年集团公司共实现利润总额 5.02 亿元，较上年略下降 3.63%。可以看出基础设施开发、公用事业、旅游服务等业务板块每年为集团公司贡献稳定的利润回报，多产业布局的业务板块使得集团公司呈现出很强的抗风险能力。

图 8：2010~2011 年苏高新集团主要业务变化情况

	2010		2011	
	收入 (亿元)	毛利率	收入 (亿元)	毛利率
基础设施开发	6.27	34.01%	6.65	15.78%
商品房销售收入	44.34	26.37%	23.64	36.93%
产品销售收入	1.07	33.76%	1.42	37.05%
旅游服务收入	2.48	38.96%	2.53	52.97%
公用事业	1.89	36.67%	2.06	36.59%
其他收入	2.08	78.31%	3.76	49.14%
合计	58.12	30.06%	40.05	35.56%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从偿债能力方面来看，2011 年集团总债务 195.83 亿元，同比增长 31.61%，同期的 EBITDA 利息倍数为 4.90，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 14.33 亿元，经营活动现金流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	2011
长期债务 (亿元)	65.80	64.09	97.22
总债务 (亿元)	195.83	195.83	195.83
EBITDA (亿元)	6.78	8.68	9.11
资产负债率 (%)	75.82	75.95	75.45
长期资本化比率 (%)	50.60	47.74	53.80
总资本化比率 (%)	69.51	67.66	68.70
EBITDA 利息倍数 (X)	2.21	4.58	4.90
总债务/EBITDA (X)	21.59	16.91	21.48
经营活动净现金流 (亿元)	5.23	-9.20	-14.33
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.04	-0.06	-0.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

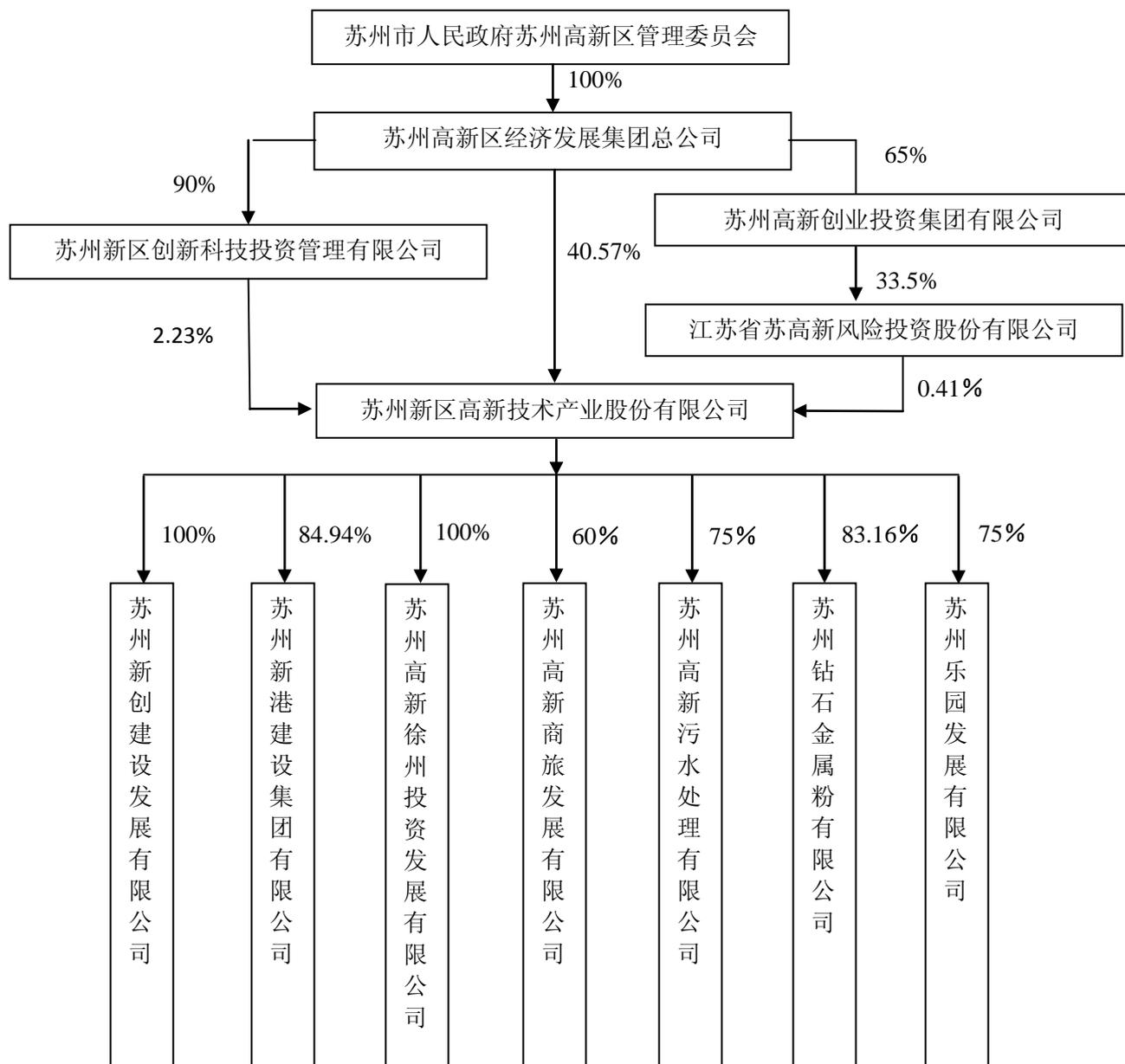
或有负债方面，截至 2011 年末，集团为控股子公司担保余额 22.62 亿元，为参股企业担保余额 43.61 亿元，为高新区管委会下属企业担保余额 32.11 亿元。年末集团担保余额 98.34 亿元，占期末归属母公司所有者权益的 164.67%，集团面临一定的或有负债风险。

中诚信证评认为，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

中诚信证评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 2012 年 3 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)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	252,156.73	158,839.26	72,607.80	84,959.61
应收账款净额	28,434.31	20,277.12	16,582.22	18,629.55
存货净额	809,478.90	942,659.90	1,051,378.36	1,069,184.20
流动资产	1,122,054.53	1,154,451.53	1,162,147.14	1,193,657.09
长期投资	43,849.15	42,208.24	44,476.26	45,294.88
固定资产合计	123,852.41	166,863.34	293,227.49	299,189.07
总资产	1,307,461.18	1,388,861.56	1,557,978.85	1,597,914.76
预收款项	225,833.19	110,639.81	78,763.18	56,519.32
短期债务	320,192.80	346,879.84	272,042.24	236,642.24
长期债务	270,217.64	211,824.19	556,526.24	679,060.55
总债务(短期债务+长期债务)	590,410.44	558,704.03	828,568.48	915,702.79
总负债	977,848.45	1,037,323.22	1,178,961.04	1,215,331.60
所有者权益(含少数股东权益)	329,612.73	351,538.34	379,017.81	382,583.16
营业总收入	311,732.14	484,465.97	297,175.48	61,957.19
三费前利润	56,666.37	83,148.90	88,299.57	15,429.60
投资收益	2,191.13	2,099.61	1,570.55	308.57
净利润	24,864.79	35,410.61	32,676.73	3,183.62
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	43,167.63	63,842.89	70,961.81	--
经营活动产生现金净流量	110,041.69	-116,710.24	-146,428.04	-12,675.97
投资活动产生现金净流量	-24,474.00	-10,989.63	-57,515.78	-3,098.89
筹资活动产生现金净流量	80,960.21	32,126.50	120,812.72	48,019.76
现金及现金等价物净增加额	166,527.95	-95,573.92	-83,131.94	32,244.91
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率(%)	24.66	28.35	38.04	32.90
全面摊薄权益收益率(%)	7.54	10.07	8.62	3.33
EBITDA/营业总收入(%)	13.85	13.18	23.88	--
速动比率(X)	0.44	0.26	0.18	0.24
经营活动净现金/总债务(X)	0.19	-0.21	-0.18	-0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.34	-0.34	-0.54	-0.21
经营活动净现金/利息支出(X)	4.06	-3.99	-2.33	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.59	2.18	1.13	--
总债务/EBITDA(X)	13.68	8.75	11.68	--
资产负债率(%)	74.79	74.69	75.67	76.06
总债务/总资本(%)	64.17	61.38	68.61	70.53
长期资本化比率(%)	45.05	37.60	59.49	63.96

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)	2009	2010	2011
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
预收款项	258,694.55	124,827.76	81,193.78
短期债务	801,146.63	814,152.79	847,004.84
长期债务	543,007.25	658,013.31	640,900.91
总债务(短期债务+长期债务)	1,344,153.88	1,472,166.10	1,487,905.76
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	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	24.08	26.30	30.06
全面摊薄的净资产收益率(%)	3.52	2.09	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)	-2.71	1.71	-4.86
EBITDA 利息倍数(X)	2.71	2.21	4.58
总债务/EBITDA(X)	18.67	21.71	17.15
资产负债率(%)	72.99	75.82	75.95
总债务/总资本(%)	68.46	69.62	67.96
长期资本化比率(%)	46.72	50.60	47.74

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

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 + 长期应付款

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，中诚信证评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