



信用等级通知书

信评委函字[2013] 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。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年四月十一日

苏州新区高新技术产业股份有限公司公司债券 2013 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	2012/05/18		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望：稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望：稳定
	主体级别	AA	

概况数据

苏州高新	2010	2011	2012
所有者权益 (亿元)	35.15	37.90	39.84
总资产 (亿元)	138.89	155.80	181.67
总债务 (亿元)	55.87	82.86	106.21
营业总收入 (亿元)	48.45	29.72	27.71
营业毛利率 (%)	28.35	38.04	34.53
EBITDA (亿元)	6.38	7.10	5.01
全面摊薄权益收益率 (%)	10.07	8.62	5.29
资产负债率 (%)	74.69	75.67	78.07
总债务/EBITDA (X)	8.75	11.68	21.20
EBITDA 利息倍数 (X)	2.18	1.13	0.57
苏高新集团	2010	2011	2012
所有者权益 (亿元)	70.15	83.49	86.09
总资产 (亿元)	291.66	340.06	393.17
总债务 (亿元)	148.79	195.83	253.77
营业收入 (亿元)	58.12	40.05	33.93
毛利率 (%)	30.06	35.56	33.79
EBITDA (亿元)	8.68	9.11	7.66
全面摊薄的净资产收益率 (%)	5.37	4.14	8.38
资产负债率 (%)	75.95	75.45	78.10
总债务/EBITDA (X)	17.15	21.48	33.13
EBITDA 利息倍数 (X)	4.58	4.90	3.69

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

马延辉 yhma@ccxr.com.cn

宋诚 esong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 4 月 11 日

基本观点

受房地产宏观调控政策影响，2012 年苏州新区高新技术产业股份有限公司（以下简称“苏高新”或“公司”）的房地产开发业务销售业绩同比继续下降，持续的调控政策对公司未来库存消化速度将造成一定影响，而年内大量的土地开发亦使公司面临较大的资本支出压力和融资压力，这些因素将影响公司的信用水平。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）注意到，公司加大了对持有型商业物业的建设步伐，未来持有型商业物业或将为公司带来较为可观的收益；此外，公司基础设施开发及经营和旅游服务业务稳定发展，对主业形成了有效补充。

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。该债项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”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的保障作用。

正 面

- 行业方面，短期内的政策调控使行业整体向利好方向发展，国房景气指数企稳回升；长期来看，伴随城镇化的进一步推进，房地产行业或将迎来新的发展机遇。
- 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；作为区域内房地产行业龙头，公司将持续受益。
- 公司开始发力商业地产，持有型物业开始贡献营收；旅游需求的释放将使旅游服务业务成为公司稳定的利润来源。此外，公用事业的垄断经营，也将为公司带来稳定的业绩贡献。
- 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控股股东苏高新集团的持续支持。

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、偿债压力较大。截至 2012 年末公司资产负债率为 78.07%，总资本化率为 72.72%，均处于较高水平。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，同时公司 2013 年有大规模的债务到期，偿债压力较大。
- 资本支出压力加大。公司 2013 年总施工面积预计将达到 246 万平方米，仍面临较大的资金压力。

行业关注

2012 年以来房地产调控政策继续从紧，行业整体向利好方向发展，景气度有所回升

2012 年，中央及相关部委继续坚持房地产调控政策从紧取向，是楼市调控持续深入的一年。一方面，多个地方政府为支持合理自住需求，调整公积金制度，提高购置首套房贷款额度，不放松二套房首付比例，严格限制、停贷三套以上房屋的贷款，信贷环境整体趋好为房地产市场带来利好；另一方面，严格执行差异化信贷政策和限购政策，抑制投资投机性需求，通过督查等方式确保政策落实到位。房地产调控在 2012 年不断细化和落实，行政与经济手段进一步深化。房地产市场在多方调控下，逐渐向利好方向发展。2013 年 2 月末，随着“新国五条”政策的出台，政府将延续从严从紧的调控方向，并进一步推动行业的健康发展。

2012 年全年房地产开发投资 71804 亿元，同比增长 16.2%，其中住宅投资 49374 亿元，同比增长 11.4%；办公楼投资 3367 万元，同比增长 31.6%；商业营业用房投资 9312 亿元，同比增长 25.4%。供应方面，2012 年全年房屋施工面积 573418 万平方米，同比增长 13.2%；其中住宅施工面积 428964 万平方米，同比增长 10.06%；办公楼施工面积 19434 万平方米，同比增长 21.5%；商业营业用房施工面积 65814 万平方米，同比增长 17.6%。由于受房地产调控政策的影响，住宅投资和施工面积增速明显小于办公楼和商业营业用房，商业地产受政策影响相对较少。

从销售来看，2012 年全年商品房销售面积 111304 万平方米，销售额 64456 亿元，同比分别增长 1.8%、10%，其中住宅销售面积为 98468 万平方米，销售额 53467 亿元，同比分别增长 2%、10.9%；办公楼销售面积 2254 万平方米，销售额 2773 亿元，同比分别增长 12.4%、12.2%；商业营业用房销售面积 7759 万平方米，同比降低 1.4%，销售额 7000 亿元，同比增长 4.8%。对二套房严格的贷款政策，使得住宅销售受到一定影响，而办公楼的销售则基本未受影响。

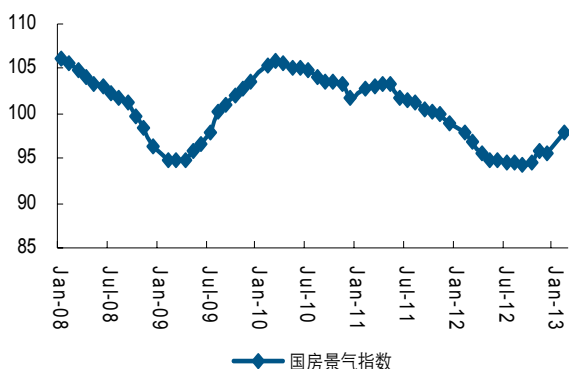
表 1：2012 年全国房地产开发和销售情况

指标	绝对量	较上年增长
房地产开发投资（亿元）	71804	16.2%
其中：住宅	49374	11.4%
办公楼	3367	31.6%
商业营业用房	9312	25.4%
房屋施工面积（万平方米）	573418	13.2%
其中：住宅	428964	10.6%
办公楼	19434	21.5%
商业营业用房	65814	17.6%
房屋新开工面积（万平方米）	177334	-7.3%
其中：住宅	130695	-11.2%
办公楼	5986	10.9%
商业营业用房	22007	6.2%
土地购置面积（万平方米）	35667	-19.5%
土地成交价款（亿元）	7410	-16.7%
房屋竣工面积	99425	7.3%
其中：住宅	79043	6.4%
办公楼	2315	2.1%
商业营业用房	10226	8.0%
商品房销售面积（万平方米）	111304	1.8%
其中：住宅	98468	2.0%
办公楼	2254	12.4%
商业营业用房	7759	-1.4%
商品房销售额（亿元）	64456	10.0%
其中：住宅	53467	10.9%
办公楼	2773	12.2%
商业营业用房	7000	4.8%
商品房待售面积	36460	27.0%
其中：住宅	23619	30.6%
办公楼	1555	23.0%
商业营业用房	7130	17.0%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

价格方面，在坚持房地产调控政策从紧的政策下，2012 年上半年房价过快上涨的势头得到了有效遏制，但从 6 月份开始，北京、上海、深圳等一线城市房价开始小幅上涨。而下半年以来，各二线城市品牌企业纷纷采取小幅优惠小幅促销的“平价”策略，致使二线城市房价基本企稳。

图 1：2008 年以来国房景气指数走势



资料来源：同花顺，中诚信证评整理

从景气度来看，国房景气指数 2011 年持续走低，而 2012 年以来以 7 月份为分水岭呈现先跌后稳。前 7 个月，全国房地产开发投资增速从 27.8% 一直下滑至 15.4%；8 月份以后投资增速缓慢回升。截至 2012 年 12 月，房地产开发投资累积增速已回升至 16.2%，12 月国房景气指数为 95.59，较年中最低点（9 月份国房景气指数为 94.39）提高 1.2 点。总体来看，2012 年下半年以来行业景气度呈现回稳趋势。

此外，伴随城镇化的进一步推进，未来住宅市场规模有望继续扩大，市场前景较好。据中国指数研究院发布的《未来十年（2011-2020）中国房地产市场趋势展望》预计，未来十年新增城镇人口首次置业需求和原有居民改善需求均超过 50 亿平方米，旧房更新换代需求近 60 亿平方米，城镇化进程的推进将为房地产业带来新的发展空间。

刚性需求和改善型需求的释放，使得2012年苏州商品住宅成交量较上年度有所增长，整体上苏州房地产市场表现较好

从供应方面来看，2012 年全年苏州商品住宅累计新增上市面积为 647 万平方米，同比小幅度上涨 2.09%。从历年供应走势来看，虽然较 2011 年稍有增幅，但整体仍处于较低水平。

图 2：2008 年～2012 年苏州商品住宅新批上市面积及其增速



资料来源：微资讯研究院，中诚信证评整理

从成交方面来看，2012 年苏州楼市成交回暖明显，全年苏州商品住宅销售面积 1208.33 万平方米，较上年度增长 99.18%，成交量同比倍增。经历了 2010-2011 年政策环境的不稳定与对后期楼市的观望，购房者推迟了购房时间，2012 年刚需和改善型需求得以释放。据微资讯研究院统计，苏州当年 45% 的成交量为 100 平米以下的刚需户型。刚需户型的成交带动了整个市场的成交回暖，改善型户型及高端市场也较同期成交有所上升。

图 3：2007 年～2012 年苏州商品住宅成交走势



资料来源：微资讯研究院，中诚信证评整理

从可售面积来看，自 2011 年 11 月起，市场可售面积持续高企，至 2012 年年底，可售面积一直保持在每月 600 万平方米的高位运行。而从出清周期来看，苏州市场表现稳定，2010 年出清周期最高点为 8.85 个月，2011 年出清周期最高点为 10.6 个月，2012 年出清周期最高点为 8.35 个月。当出清周期处于 6-8 个月内为正常范围，目前苏州房地产市场出清周期略高于正常范围，风险可控。

2012 年苏州市场表现良好，销供比整体达到 0.93。2012 年全年，苏州商品住宅供销比双双上涨，

但是成交涨幅明显高于供应涨幅。而 2012 年第四季度，供销比超过 1，市场供不应求，我们预计 2013 年市场或将继续保持良好走势。

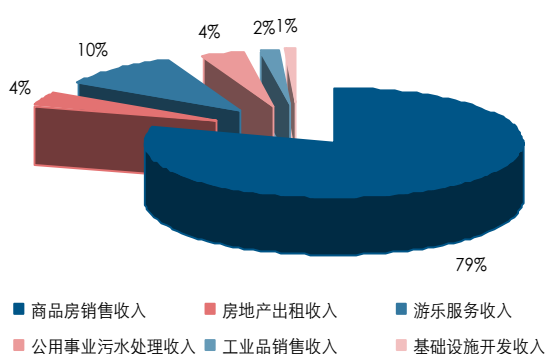
长期来看，区域内产业化升级、配套设施快速发展，苏州房地产市场仍具备较大的发展潜力。未来苏州地区将受到长三角高铁“网格化”的正面影响，并且随着苏州经济发展方式逐渐向“苏州创造”转变，大批高端人才的引入将带来该地区人口结构转变，该地区的住房需求也将随之获得提升。根据苏州高新区 2011 年正式提出的三年跨越发展计划，苏州高新区将由以前的“运河经济”逐渐走向“太湖经济”时代，整个高新区将积极推进产业的转型和升级。伴随着西部生态城建设的有序进行，市内环线规划、轻轨 3 号线、城际高铁及环保有轨电车将加快高新区北扩西进的进程，将为该区域内的房地产开发商带来较好的机遇。

业务运营

2012 年公司收入结构继续优化，持有型商业物业开始为公司贡献营收，未来有望成为公司新的利润增长点

从公司各业务板块来看，2012 年房地产销售、基础设施开发和建设等业务受到较大影响，营业收入出现不同程度的下降；而房地产出租收入和游乐服务收入则出现了较大幅度的增长。

图 4：2012 年公司营业收入分行业构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2012 年，在房地产行业调整、银行信贷结构调整的经营环境下，公司把握市场“慢复苏”的趋势，加速刚需住宅的推盘力度。2012 年全年公司完成商品房预售面积 23.36 万平方米，实现预售收入 19.62 亿元，同比分别增长 8.71%、4.05%；其中普通住宅

面积占 87.22%，占比较去年同期有所上升。成交价格方面，受市场行情影响，综合销售单价较去年下降 4.28%，其中普通住宅单价下降 5.11%。结转方面，受商品房限购政策影响，公司全年共结转各类房地产项目（全部为商品房）面积 30.86 万平方米，同比下降 4.66%。受商品房累计结算面积同比下降 4.66%和结算单价同比下降 5.05%两个因素的共同影响，公司 2012 年度实现营业收入 27.71 亿元，较去年同期下降 6.75%。

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。

表 2：2012 年公司商品房开发业务运营情况

单位：万平方米、亿元

商品房	2012	同比增速（%）
施工面积（万平方米）	140.68	-6.71
竣工面积（万平方米）	46.65	13.23
销售面积（万平方米）	23.41	8.88
结算面积（万平方米）	30.86	-4.66
当年销售金额（亿元）	19.57	4.10
当年结转金额（亿元）	21.80	-7.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

开发方面，受限购限贷的行业调控影响，公司调整了商品房的开发节奏，全年实际开发量有所降低。2012 年公司各类房地产项目施工面积为 204.30 万平方米，同比降低 12.43%，其中商品房 140.68 万平方米，同比降低 6.71%；持有型物业 28.66 万平方米，代建项目 34.96 万平方米。全年新开工面积 74.10 万平方米，同比下降 13.94%；其中商品房 59.40 万平方米，持有型物业 14.35 万平方米。

截至 2012 年底，公司在售、在建和拟建项目建筑面积 244.78 万平方米；其中住宅 201.76 万平方米，商业 43.02 万平方米。根据目前各项目的建设进度来看，2013 年因维持当前业务并完成在建投资项目公司所需的资金约 34.56 亿元，公司仍面临较大的融资压力。

除了继续在住宅地产领域深耕细作之外，公司加大了对商业地产的开发力度，加快持有型商业物业的建设步伐。公司首个大型持有型商业物业“天

都商贸中心”内两大主力店“美罗商城”及“日本泉屋百货”已经开业，持有型商业物业开始为公司贡献营收。此外，高新商旅与金鹰商贸公司合作的“苏州高新金鹰商业广场”已处于前期建设准备阶段。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。

基础设施开发与经营、旅游等业务稳定发展，对主业形成了有效补充

公司基础设施开发主要为动迁房建设及代建业务，2012 年公司代建项目施工面积 34.96 万平方米，主要有科技大厦二期、马涧一期、学府中学、康佳项目及白马涧项目等，公司全年实现代建管理费收入 1928.79 万元。

公司基础设施经营业务主要包括水务、热电和物流。水务方面，公司 2012 年全年完成污水处理量 5309 万吨，同比增长 2.55%，实现营业收入 9859 万元。热电和物流方面，公司旗下的苏州华能热电和苏州高新物流分别实现净利润 3657 万元和 1080 万元。

旅游服务方面，公司 2012 年对苏州乐园增资 1 亿元，对乐园内旅游项目进行改造，并整合区内旅游资源，以满足全年龄段、全天候、全年候的旅游需求。2012 年全年苏州乐园旗下旅游项目共接待旅客 225 万人次，同比增长 7%；实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 8%。同时，公司积极尝试五大世界等旅游资源与旗下酒店进行联合营销的模式，并积极规划旗下相关酒店的扩建事宜。此外，2012 年 7 月，徐州加勒比水世界顺利开业，单日客流量最高峰值 1.7 万人次，实现总收入 2280 万元；儿童世界已进入建设阶段，预计 2013 年 9 月开园，欢乐世界也在加紧设备选型和建设准备。我们预计未来旅游业务或将为公司贡献更多的利润增长。

财务分析

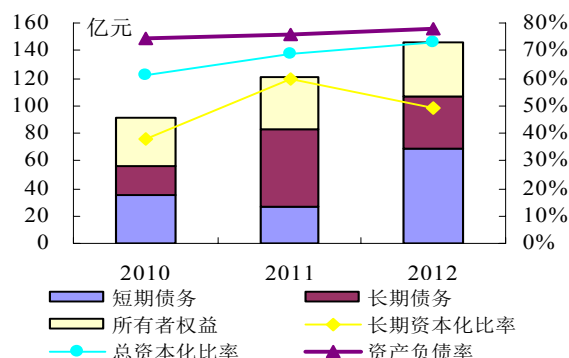
以下我们的分析基于经立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年公司合并财务报告¹。

资本结构

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、负债规模仍保持了增长态势。2012 年公司总资产和总负债规模分别为 181.67 亿元和 141.84 亿元，同比分别增长 16.61% 和 20.31%。与此同时，2012 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 2012 年底公司所有者权益（含少数股东权益）为 39.84 亿元，同比增长 5.11%。

截至 2012 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 78.07% 和 72.72%，分别较上年提高了 2.40 个百分点和 4.11 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 77.11%，较上年仍提高了 2.73%²。

图 5：2010~2012 年公司资本结构



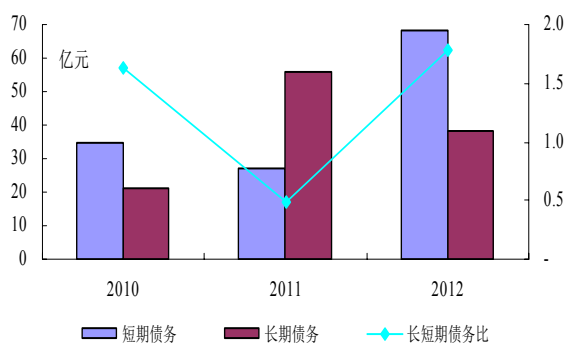
资料来源：公司定期报告，中诚信证评计算整理

负债方面，2012 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。2012 年末公司总债务余额为 106.21 亿元，较年初增长了 23.36 亿元，规模同比上升 28.19%。同期，受一年内到期的长期借款规模大幅度上升的影响，公司短期债务较年初上升 150.34%，达到 68.1 亿元；长期借款较上年下降 31.52%，达到 38.11 亿元。相应地，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.79，较上年上升了 1.3，短期债务压力加大。考虑到公司 2013 年仍有较大规模长期借款到期，未来公司债务结构亟待优化。

¹ 各期数据均采用年报期末数据。

² 公司 2011 剔除预付款项影响后的资产负债率为 74.38%。

图6：2010~2012年公司长短期债务结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

尽管受调控政策影响，2012年公司销售资金回笼速度有所放缓，但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。公司年报显示，2013年总施工面积预计将达到246万平方米，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，流动资产占总资产的比重为76.22%，其中货币资金与存货分别占总资产的8.01%和64.61%。2012年，因新增贷款放款时点集中于年末，使得货币资金期末余额达到14.56亿元，较上年大幅上升100.53%；若剔除放款时点的影响，则货币资金规模变化不大。2012年年末公司存货余额117.38亿元，较上年提高了11.64%。从构成情况来看，2012年末公司开发产品占存货余额比重为25.42%，较上年上升了14.02个百分点，公司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74.36%，较上年下降14.01个百分点。尽管较上年度有所减少，但在建和拟建项目规模仍然庞大，公司后续仍面临较大的融资需求和资本支出压力。

表3：2010~2012公司资产结构及周转率分析

	2010	2011	2012
流动资产/总资产	83.12%	74.59%	76.22%
存货/流动资产	81.65%	90.47%	84.76%
货币资金/流动资产	13.76%	6.25%	10.51%
存货同比增长	16.45%	11.53%	11.64%
货币资金同比增长	-37.01%	-54.29%	100.53%
存货周转率	0.40	0.18	0.16
总资产周转率	0.36	0.20	0.16

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

周转效率方面，受政策及市场影响，2012年公司结转项目销售收入下降，导致当年存货周转率下滑至0.16，受此影响公司当年的总资产周转率也下降至0.16，公司未来仍需加大项目竣工及存货消化力度。

若剔除放款时点因素的影响，总体来看，2012年公司流动性仍较为紧张，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。从资产运行效率来看，受结转项目销售收入下降的影响，公司周转效率有所下滑。需关注公司2013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。

盈利能力

2012年公司实现营业收入27.71亿元，同比下滑6.75%。分板块看，商品房销售业务收入下降构成公司整体收入下滑的主要原因，2012年公司商品房销售收入为21.80亿元，同比下降了7.76%；基础设施开发方面，因2012年度无动迁房结算，仅代建业务贡献收入0.21亿元，较上年度下降81.82%；房地产出租业务方面，受商业地产建设步伐加快的影响，公司当年实现出租收入1.10亿元，同比增长55.58%；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收入2.84亿元，同比增长20.42%。

表4：2012年公司主要业务收入及毛利率情况

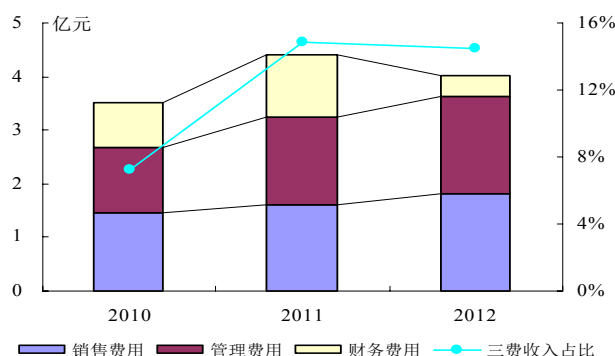
分行业	营业收入 (万元)	营收 变动	毛利率	毛利率 变动
商品房销售	218038.47	-7.76%	31.49%	-5.44%
房地产出租	10967.73	55.58%	50.91%	-6.79%
游乐服务	28380.30	20.42%	55.74%	-1.66%
公用事业污水处理	9736.54	-2.58%	25.18%	-10.97%
工业品销售	5092.74	-5.53%	4.26%	-2.49%
基础设施开发	2115.63	-81.82%	9.25%	0.08%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2012年公司综合毛利率为34.53%，较上年下降了3.51个百分点，但仍处于较高水平。受结算面积和结算单价同时下降的影响，公司2012年商品房销售毛利水平为31.49%，较上年下降了5.44个百分点。期间费用方面，由于公司2012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1.81亿元和1.83亿元，

同比分别增长 13.03%和 12.36%；2012 年公司财务费用 0.37 亿元，较上年度大幅下降 67.97%，主要是由于前期储备的土地开工投建，借款利息符合资本化条件引起的。得益于财务费用的大规模减少，2012 年公司三费出现下降趋势，三费合计 4.02 亿元，同比下降 8.73%，三费占比为 14.50%，较上年下降了 0.32 个百分点。

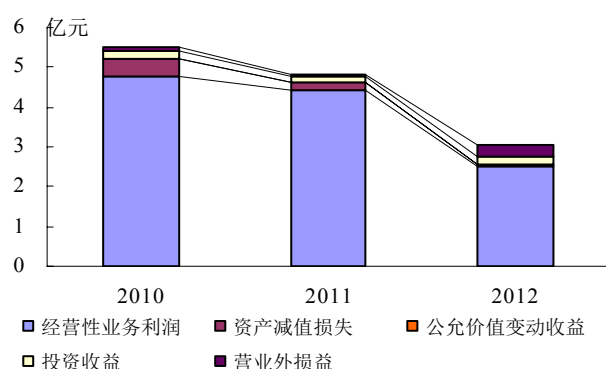
图 7：2010~2012 年公司期间费用分析



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，公司 2012 年收入规模下降，加之毛利水平的下降，使得当年实现利润总额 2.96 亿元，同比下降 33.99%。资产减值方面，由于当年计提的存货跌价准备进一步减少，当年资产减值损失仅为 0.04 亿元，较上年下降了 76.66%。2012 年公司完成投资收益 0.22 亿元，除了已上市的东吴证券使得公司获取了一定的资本溢价外，公司参股的苏州中新开发、江苏银行和南京金埔园林的上市进程也在推进中，其中江苏银行和金埔园林按最近一期增资扩股价格计价，公司所持股份已经获得资本增值。另外，公司于年内出资 1.14 亿元与苏高新创投集团共同设立的融联创业投资基金已经实施了两个项目的投资，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。

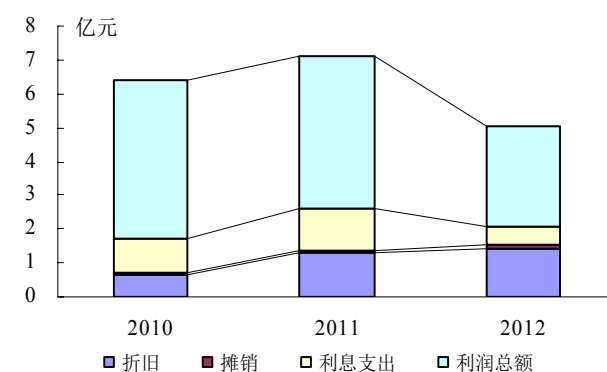
图 8：2010~2012 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金获取方面，2012 年公司利润总额较上年有所下降，加之由于符合资本化条件导致的财务性利息支出的减少，使得公司当年 EBITDA 为 5.01 亿元，EBITDA/营业收入为 18.08%，较上年均有所下降。

图 9：2010~2012 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，加之商业地产开始发力，这些业务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。2012 年受宏观调控影响，公司房地产销售收入规模出现一定程度的下降，加之毛利水平的下降，也导致利润规模有所减少。需要关注未来政府对房地产行业的持续性调控对公司房地产业务造成的影响。

偿债能力

尽管公司有意识地调整了商品房的开发节奏，但 2012 年公司仍有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，公司仍面临较大的外部融资需求，截至 2012 年末公司总债务规模达到了 106.21 亿元，同比增长 28.19%。

从债务的期限分布来看，公司于 2013 年内到期的债务规模约为 68.10 亿元，短期内面临较大的偿债压力。

从偿债指标看，2012 年由于公司债务规模大幅增加，EBITDA 利息倍数下降至 0.57 倍，总债务/EBITDA 指标上升为 21.20，盈利水平尚不能覆盖利息支出，同时根据上文分析，考虑到公司今年有约有 68.10 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。2012 年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-2.65 亿元,经营活动净现金流利息保障倍数-0.30 倍,经营活动净现金流/总债务为-0.02,现金流对债务偿还无法提供保障。

表 5: 2010~2012 年公司偿债能力指标

	2010	2011	2012
资产负债率 (%)	74.69	75.67	78.07
长期资本化比率 (%)	37.60	59.49	48.89
EBITDA (亿元)	6.38	7.10	5.01
EBITDA 利息倍数 (X)	2.18	1.13	0.57
总债务/EBITDA (X)	8.75	11.68	21.20
经营活动净现金流量 (亿元)	-11.67	-14.64	-2.65
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.21	-0.18	-0.02
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	-3.99	-2.33	-0.30

资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

从融资渠道来看,虽然 2012 年受宏观政策调控影响,信贷市场收缩,但是公司凭借与银行良好的合作关系,2012 年仍然获得了各家银行合计 153.03 亿的授信额度(含信托和融资租赁的形式)。截至 2012 年底,公司共获得授信总额 91.37 亿元,未使用 61.66 亿元。此外,公司控股股东也在资金上给予公司较大程度的支持。

或有负债方面,截至 2012 年末,公司与苏高新集团为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全额不可撤销的连带责任保证;公司为徐州商旅向华融金融租赁公司以设备租赁贷款融资的项目提供全额不可撤销的连带责任保证,担保金额不超过 3 亿元。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良好的银企关系,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公司,下属投资企业较多。截至 2012 末,集团纳入合并报表的子公司 24 家(包括公司下属子公司 10 家),包括苏州新宁自来水发展有限公司、苏州金狮大厦发展管理有限公司等;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。2012 年集团进一步推进城铁新城和新通安的建设、加强推进城中村改造工程、加强生态城动迁房建设、推动产业园二期开发及大批重大项目的开工建设。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,公司配合有轨电车建设、南环西延改造、中环建设和新升新苑小区综合治理等重点工程,逐步完善城市供水网络。集团公司全年完成公用事业收入 2.08 亿元,同比略增 0.69%。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。

此外,集团大力推进资源整合,积极拓展旅游产业链,实现旅游产业进一步做强做大。2012 年全年,旅游产业实现收入 3 亿元,较上年增长 15.8%。随着人们生活水平的提高,旅游需求将更加旺盛,加之长三角地区便利的交通条件,为集团旅游业的发展提供了诸多有利条件。

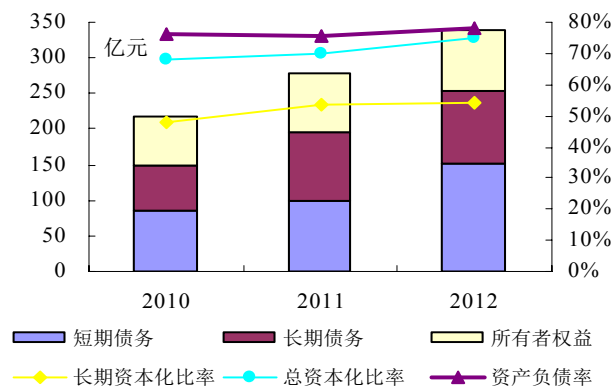
综合来看,集团作为高新区的开发主体,承接了较多的基础设施开发业务,并经营具有垄断性的公用事业,同时经营着具有巨大增长空间的旅游业务。随着高新区的开发建设,集团业务有望保持持续增长。

财务表现

2012 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 2012 年末，集团公司总资产为 393.17 亿元，总负债为 307.08 亿元，同比分别增长了 15.62%和 19.68%。

图 10：2010~2012 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

自有资本方面，2012 年集团公司主要通过内部权益积累提升所有者权益规模。截至 2012 年末，集团所有者权益为 86.09 亿元，同比增长 3.12%。截至 2012 年末，集团公司资产负债率为 78.10%，总资本化率为 74.67%，较上年均有所上升，杠杆水平依然偏高。

盈利能力方面，2012 年受调控政策影响，集团公司商品房销售收入出现下滑，公司全年完成营业收入 33.93 亿元，同比下降 15.29%，营业毛利率为 33.79%，较上年略降 1.77 个百分点。

分板块来看，2012 年集团公司商品房销售业务完成收入 21.80 亿元，同比下降 7.76%；同时，由于结算单价的降低，毛利率较上年下降了 5.44 个百分点。但凭借较好的产品品质，该业务板块毛利率仍达到了 31.49%。基础设施方面，由于 2012 年集团公司无动迁房项目结转收入，故当年该项业务实现营业收入 1.57 亿元，较上年下降了 76.31 个百分点。旅游服务业务方面，2012 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 3 亿元，同比增长 18.73%，而毛利水平较上年略降 3.16 个百分点；公用事业方面，2012 年受益于区内供水污水处理量、污泥处置量的提升，集团公司全年完成收入 2.08 亿元，同比基本持平。

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 0.94 亿元。2012 年集团公司共实现利润总额 3.05 亿元，较上

年下降 39.13%。

总体来讲，公司公用事业、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。

表 6：2011~2012 年苏高新集团主要业务变化情况

	2011		2012	
	收入 (亿元)	毛利率	收入 (亿元)	毛利率
基础设施开发	6.65	15.78%	1.57	10.60%
商品房销售收入	23.64	36.93%	21.80	31.49%
产品销售收入	1.42	37.05%	1.08	20.41%
旅游服务收入	2.53	52.97%	3.00	49.82%
公用事业	2.06	36.59%	2.08	28.81%
其他收入	3.76	49.14%	4.39	48.28%
合计	40.05	35.56%	33.93	33.79%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从偿债能力方面来看，2012 年集团总债务 253.77 亿元，同比增长 29.59%，同期的 EBITDA 利息倍数为 3.69，盈利能力对利息偿付具有较高的保障程度。由于集团当年房地产业务继续保持一定扩张速度，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 22.19 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 7：2010~2012 年苏高新集团偿债能力分析

	2010	2011	2012
长期债务 (亿元)	64.09	97.22	101.22
总债务 (亿元)	148.79	195.83	253.77
EBITDA (亿元)	8.68	9.11	7.66
资产负债率	75.95%	75.45%	78.10%
长期资本化比率	47.74%	53.80%	54.04%
资本化比率	67.96%	70.11%	74.67%
EBITDA 利息倍数 (X)	4.58	4.90	3.69
总债务/EBITDA (X)	17.15	21.48	33.13
经营活动净现金流 (亿元)	-9.20	-14.33	-22.19
经营活动净现金流/ 总债务 (X)	-0.06	-0.07	-0.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2012 年末，集团为控股子公司担保余额 22.30 亿元，为参股企业担保余额 36.81 亿元，为高新区管委会下属企业担保余额 34.33 亿元。年末集团担保余额合计 93.44 亿元，占

期末归属母公司所有者权益的 153.05%，集团面临一定的或有负债风险。

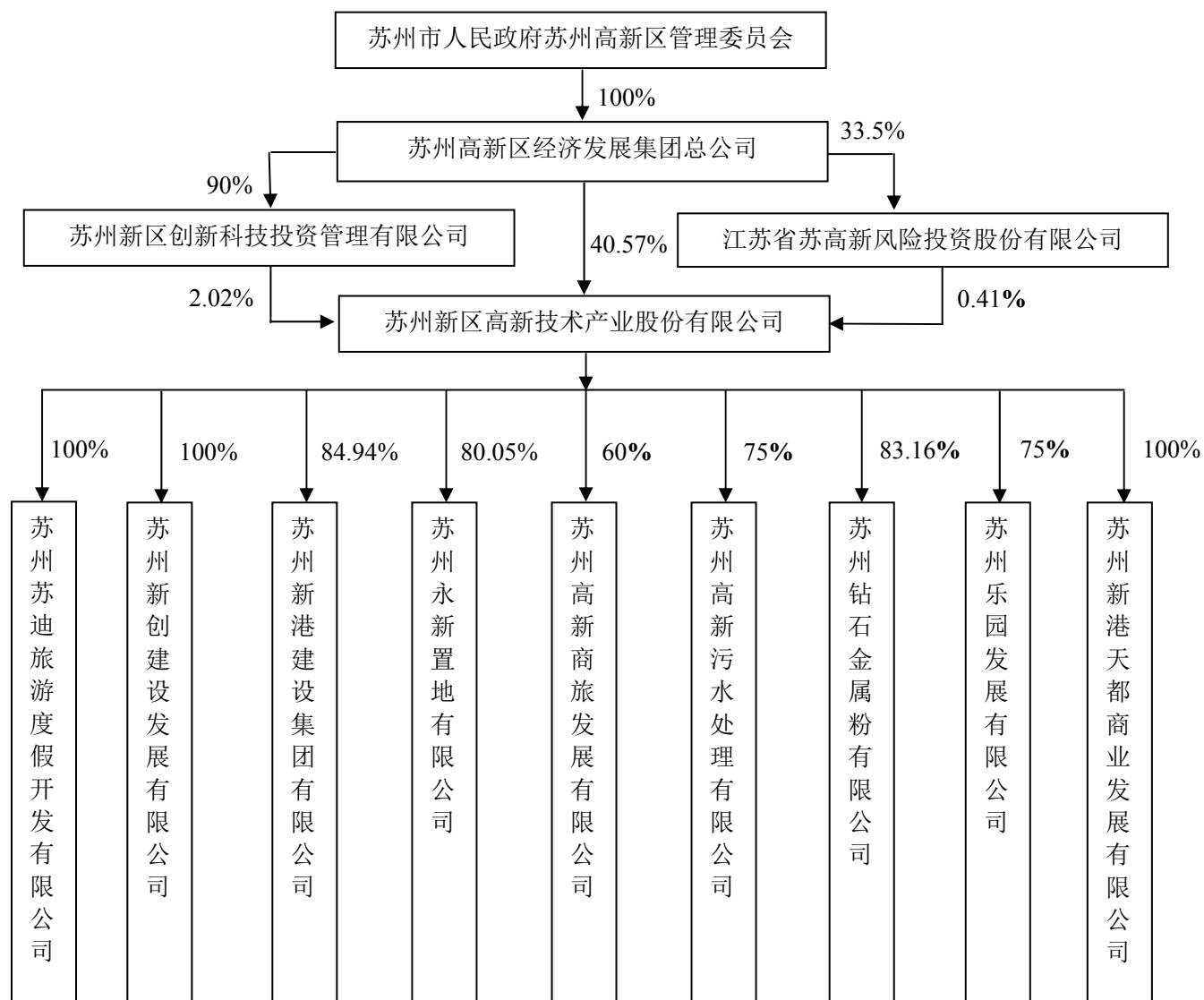
中诚信证评认为，随着高新区以及西部生态城持续开发建设，集团的基础设施开发业务有望保持增长，而区内入住人口和企业的增加以及水价定价机制更加完善对集团业务也将会有较大的促进作用。此外，随着旺盛旅游需求的释放，旅游业务也将为集团贡献稳定的利润来源。不过，我们也关注到集团负债水平较高以及或有负债带来的风险。

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保证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 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)	2010	2011	2012
货币资金	158,839.26	72,607.80	145,599.46
应收账款净额	20,277.12	16,582.22	26,745.67
存货净额	942,659.90	1,051,378.36	1,173,757.86
流动资产	1,154,451.53	1,162,147.14	1,384,744.24
长期投资	42,208.24	44,476.26	51,199.01
固定资产合计	166,863.34	293,227.49	318,692.16
总资产	1,388,861.56	1,557,978.85	1,816,739.83
短期债务	346,879.84	272,042.24	681,043.07
长期债务	211,824.19	556,526.24	381,103.11
总债务（短期债务+长期债务）	558,704.03	828,568.48	1,062,146.18
总负债	1,037,323.22	1,178,961.04	1,418,370.38
所有者权益（含少数股东权益）	351,538.34	379,017.81	398,369.44
营业总收入	484,465.97	297,175.48	277,112.84
三费前利润	83,148.90	88,299.57	65,197.81
投资收益	2,099.61	1,570.55	2,166.88
净利润	35,410.61	32,676.73	21,076.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	63,842.89	70,961.81	50,109.56
经营活动产生现金净流量	-116,710.24	-146,428.04	-26,470.26
投资活动产生现金净流量	-10,989.63	-57,515.78	-44,870.63
筹资活动产生现金净流量	32,126.50	120,812.72	119,157.38
现金及现金等价物净增加额	-95,573.92	-83,131.94	47,816.59
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	28.35	38.04	34.53
全面摊薄权益收益率（%）	10.07	8.62	5.29
EBITDA/营业总收入（%）	13.18	23.88	18.08
速动比率（X）	0.26	0.18	0.21
经营活动净现金/总债务（X）	-0.21	-0.18	-0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.34	-0.54	-0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.99	-2.33	-0.30
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.13	0.57
总债务/EBITDA（X）	8.75	11.68	21.20
资产负债率（%）	74.69	75.67	78.07
总债务/总资本（%）	61.38	68.61	72.72
长期资本化比率（%）	37.60	59.49	48.89

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)	2010	2011	2012
货币资金	299,368.39	338,701.23	449,434.19
应收账款净额	271,658.99	361,101.99	465,553.03
存货净额	1,005,660.38	1,187,178.58	1,309,378.71
流动资产	2,203,201.58	2,497,445.22	2,932,656.71
长期投资	212,425.55	230,622.31	287,901.90
固定资产合计	454,419.40	563,962.39	616,140.52
总资产	2,916,560.20	3,400,647.11	3,931,729.33
短期债务	847,004.84	986,117.24	1,525,550.59
长期债务	640,900.91	972,153.44	1,012,150.31
总债务（短期债务+长期债务）	1,487,905.76	1,958,270.68	2,537,700.91
总负债	2,215,024.99	2,565,774.47	3,070,844.35
所有者权益（含少数股东权益）	701,535.21	834,872.64	860,884.98
营业总收入	581,244.22	400,520.69	339,288.53
三费前利润	113,105.52	111,392.27	81,212.01
投资收益	6,156.88	7,477.06	9,434.69
净利润	37,661.09	34,570.52	20,975.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	86,782.87	91,146.29	76,596.44
经营活动产生现金净流量	-92,029.70	-143,298.45	-221,921.46
投资活动产生现金净流量	-52,460.81	-83,745.77	-105,183.19
筹资活动产生现金净流量	32,030.53	197,395.62	396,608.31
现金及现金等价物净增加额	-112,462.09	-29,650.14	69,504.03
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	30.06	35.56	33.79
全面摊薄的净资产收益率（%）	5.37	4.14	8.38
EBITDA/营业总收入（%）	14.93	22.76	22.58
速动比率（X）	0.77	0.83	0.80
经营活动净现金/总债务（X）	-0.06	-0.07	-0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.11	-0.15	-0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	-4.86	-7.70	-10.69
EBITDA 利息倍数（X）	4.58	4.90	3.69
总债务/EBITDA（X）	17.15	21.48	33.13
资产负债率（%）	75.95	75.45	78.10
总债务/总资本（%）	67.96	70.11	74.67
长期资本化比率（%）	47.74	53.80	54.04

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