



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪038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

二零一四年四月二十三日

## 苏州新区高新技术产业股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告 (2014)

|        |                             |          |  |
|--------|-----------------------------|----------|--|
| 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 | 2013/04/11                  |          |  |
| 上次评级结果 | 债项级别 AA<br>主体级别 AA          | 评级展望: 稳定 |  |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 AA<br>主体级别 AA          | 评级展望: 稳定 |  |

### 概况数据

| 苏州高新            | 2011   | 2012   | 2013   |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 所有者权益 (亿元)      | 37.90  | 39.84  | 41.87  |
| 总资产 (亿元)        | 155.80 | 181.67 | 200.78 |
| 总债务 (亿元)        | 82.86  | 106.21 | 127.14 |
| 营业总收入 (亿元)      | 29.72  | 27.71  | 33.93  |
| 营业毛利率 (%)       | 38.04  | 34.53  | 24.55  |
| EBITDA (亿元)     | 7.10   | 5.01   | 6.53   |
| 所有者权益收益率 (%)    | 8.62   | 5.29   | 6.78   |
| 资产负债率 (%)       | 75.67  | 78.07  | 79.15  |
| 总债务/EBITDA (X)  | 11.68  | 21.20  | 19.46  |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 1.13   | 0.57   | 0.67   |

| 苏高新集团           | 2010   | 2011   | 2012   | 2013.H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益 (亿元)      | 70.15  | 83.49  | 86.09  | 87.75   |
| 总资产 (亿元)        | 291.66 | 340.06 | 393.17 | 416.17  |
| 总债务 (亿元)        | 146.75 | 183.25 | 246.57 | 265.83  |
| 营业收入 (亿元)       | 58.12  | 40.05  | 33.93  | 15.04   |
| 毛利率 (%)         | 30.06  | 35.56  | 33.79  | 34.09   |
| EBITDA (亿元)     | 8.68   | 9.11   | 7.66   | -       |
| 所有者权益收益率 (%)    | 5.37   | 4.14   | 2.44   | 0.66    |
| 资产负债率 (%)       | 75.95  | 75.45  | 78.10  | 78.91   |
| 总债务/EBITDA (X)  | 16.91  | 20.10  | 32.19  | -       |
| 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

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 23 日

### 基本观点

2013 年, 在我国房地产市场回暖的同时, 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”) 坚持“快周转”策略, 加强了商品房销售力度, 减慢了资金需求量巨大且回收周期较长的大型持有型物业的开发节奏, 存量去化速度相应加快, 房地产业务收入规模有所回升; 同时公司基础设施开发及经营和旅游服务业务稳定发展, 对其主业形成了有效补充。但中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 也关注到受地价及建安成本上升影响, 公司盈利空间有所收窄, 且 2014 年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等因素对其信用水平的影响。

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“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, 国家房地产调控政策向市场化导向转变, 行业整体向好, 各地区市场走势差异开始显现。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。
- ▶ 公司商品房存量去化速度明显加快, 房地产主业收入回升。与此同时, 旅游需求的释放也使旅游服务业务成为公司稳定的利润来源。此外, 公司公用事业业务具有区域垄断优势, 也为其带来了稳定的业绩贡献。
- ▶ 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

- 房地产行业政策导向性明显，需关注短期调控政策波动以及区域政策实施对房地产市场的影响。房地产企业融资成本不断上升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影响。
- 主业盈利空间收窄。尽管公司商品房销售力度加大，主业收入规模上升较快，但受地价和建安成本上升的影响，公司主业盈利空间有所收窄。
- 资产负债率较高，偿债压力较大。截至 2013 年末，公司资产负债率为 79.15%，总资本化率为 75.23%，均处于较高水平。同时，公司 2014 年内到期的债务规模达到 76.27 亿元，短期内面临较大的偿债压力。
- 资本支出压力加大。公司 2014 年总施工面积预计将达到 285.42 万平方米，因维持当前业务并完成在建投资项目所需资金约 17.93 亿元，公司未来仍将面临较大的资金压力。

## 行业关注

2013 年以来房地产调控基调贯彻始终，调控方向向市场化导向转变，行业整体向好；而不同城市由于市场走势分化，政策取向也各有不同

2013 年房地产行业政策环境可以概括为：全国整体调控基调贯彻始终，不同城市政策导向出现分化。年初“国五条”及各地细则出台，继续坚持调控不动摇，“有保有压”方向明确；下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，十八届三中全会将政府工作重心明确为全面深化改革，“以市场化为导向”在各个领域的改革均有体现，房地产调控也不例外；不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。不同城市由于市场走势分化，政策取向也各有不同，北京、上海等热点城市陆续出台措施平抑房价上涨预期，而温州、芜湖等成交持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，微调当地调控政策以促进需求释放。整体来看，2013 年全国房地产市场规模迎来了新一轮的快速扩张，但各地区发展态势差异较大，一线及热点二线城市持续去库存，成交量上扬；而部分二线及三、四线城市库存加大，甚至部分地区出现供应过剩风险，各地区行业走势分化明显。

表1：2013年以来房地产行业主要政策一览

| 时间      | 政策                                    | 主要内容   |
|---------|---------------------------------------|--|
| 2013.01 | 财政部《关于做好2013年城镇保障性安居工程财政资金筹措等相关工作的通知》 | 要求各地进一步做好财政资金筹措与保障工作。《通知》指出，将采取投资补助或贷款贴息的方式支持企业参与公共租赁住房建设的运营管理；继续落实好城镇保障性安居工程建设和运营管理涉及的行政事业性收费、政府性基金（含土地出让收入）与相关税收减免政策，切实减轻城镇保障性安居工程建设和运营管理费用。 |
| 2013.02 | “国五条”                                 | 完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划和加强市场监管等五个方面的政策措施，并强调加快形成引导房地产市场健康发展的长效机制。  |
| 2013.03 | 国务院《关于继续做好房地产市场调控工作的通                 | 继续做好房地产市场调控工作，对2月20日国务院常务会议出台的房地产市场调控五项政策措施进一步细化。通知要求，继续严格执行商品住房限购措施，同时进一步   |

知》  
提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。对出售自有住房按规定应征收的个人所得税，通过税收征管、房屋登记等历史信息能核实房屋原值的，应依法严格按转让所得的20%计征。

|         |  |  |
|---------|--|--|
| 2013.09 | 国务院印发的《关于加快发展养老服务业的若干意见》                       | 明确提出“开展老年人住房反向抵押养老保险试点”。   |
| 2013.11 | 十八届三中全会公报                                      | 要建立公平开放透明的市场规则，完善主要由市场决定价格的机制，建立城乡统一的建设用地市场，完善金融市场体系，深化科技体制改革以及要加快构建新型农业经营体系，赋予农民更多财产权利，推进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，完善城镇化健康发展机制。建立城乡统一的建设用地市场，要做到农村建设用地区和城市建设用地的公平与同权，保障农民在土地上的合法财产权利。 |
| 2013.11 | 上海、广州、深圳、北京等城市相继推出新一轮调控政策，随后二三线城市加入，“汉七条”等相继出台 | 收紧限购政策及加大土地供应等一系列调控措施。   |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

国家统计局数据显示，2013 年全国房地产开发投资 86,013 亿元，较上年名义增长 19.8%（扣除价格因素实际增长 19.4%），其中住宅投资 58,951 亿元，同比增长 19.4%，占房地产开发投资的比重为 68.5%；办公楼投资 4,652 亿元，同比增长 38.2%；商业营业用房投资 11,945 亿元，同比增长 28.3%。

供应方面，2013 年全年房地产开发企业房屋施工面积 665,572 万平方米，同比增长 16.1%；其中住宅施工面积 486,347 万平方米，同比增长 13.4%；办公楼施工面积 24,577 万平方米，同比增长 26.5%；商业营业用房施工面积 80,627 万平方米，同比增长 22.5%。受房地产调控政策的持续影响，住宅投资和施工面积增速仍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小。

从销售情况来看，2013 年全年商品房销售面积 130,551 万平方米，销售额 81,428 亿元，同比分别增长 17.3%、26.3%，增速分别较 2012 年度大幅提升 15.5 和 16.3 个百分点，其中住宅销售面积为

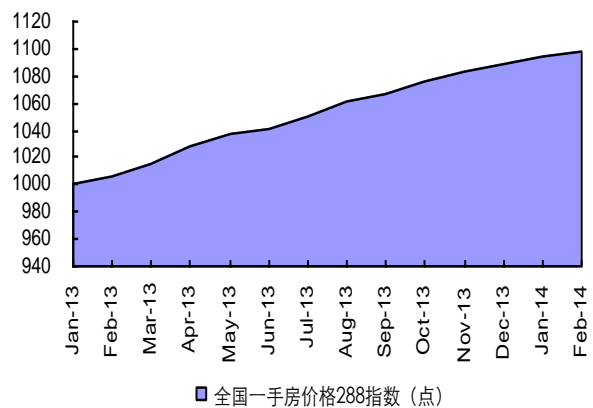
115,723 万平方米，销售额 67,695 亿元，同比分别增长 17.5%、26.6%；办公楼销售面积 2,883 万平方米，销售额 3,747 亿元，同比分别增长 27.9%、35.1%；商业营业用房销售面积 8,469 万平方米，同比增长 9.1%；销售额 8,280 亿元，同比增长 18.3%。在政策趋向宽松、经济平稳回升等宏观环境持续向好的情况下，商品房成交量增速较 2012 年大幅上扬。

表 2：2013 年全国房地产开发和销售情况

| 指标               | 绝对量     | 同比增长 (%) |
|------------------|---------|----------|
| 房地产开发投资 (亿元)     | 86,013  | 19.8     |
| 其中：住宅            | 58,951  | 19.4     |
| 办公楼              | 4,652   | 38.2     |
| 商业营业用房           | 11,945  | 28.3     |
| 房屋施工面积 (万平方米)    | 665,572 | 16.1     |
| 其中：住宅            | 486,347 | 13.4     |
| 办公楼              | 24,577  | 26.5     |
| 商业营业用房           | 80,627  | 22.5     |
| 房屋新开工面积 (万平方米)   | 201,208 | 13.5     |
| 其中：住宅            | 145,845 | 11.6     |
| 办公楼              | 6,887   | 15       |
| 商业营业用房           | 25,902  | 17.7     |
| 土地购置面积 (万平方米)    | 38,814  | 8.8      |
| 土地成交价款 (亿元)      | 9,918   | 33.9     |
| 房屋竣工面积 (万平方米)    | 101,435 | 2        |
| 其中：住宅            | 78,741  | -0.4     |
| 办公楼              | 2,789   | 20.5     |
| 商业营业用房           | 10,852  | 6.1      |
| 商品房销售面积 (万平方米)   | 130,551 | 17.3     |
| 其中：住宅            | 115,723 | 17.5     |
| 办公楼              | 2,883   | 27.9     |
| 商业营业用房           | 8,469   | 9.1      |
| 商品房销售额 (亿元)      | 81,428  | 26.3     |
| 其中：住宅            | 67,695  | 26.6     |
| 办公楼              | 3,747   | 35.1     |
| 商业营业用房           | 8,280   | 18.3     |
| 商品房待售面积 (万平方米)   | 49,295  | 35.2     |
| 其中：住宅            | 32,403  | 37.2     |
| 办公楼              | 1,954   | 25.7     |
| 商业营业用房           | 9,345   | 31.1     |
| 房地产开发企业到位资金 (亿元) | 122,122 | 26.5     |
| 其中：国内贷款          | 19,673  | 33.1     |
| 利用外资             | 534     | 32.8     |
| 自筹资金             | 47,425  | 21.3     |
| 其他资金             | 54,491  | 28.9     |
| 其中：定金及预收款        | 34,499  | 29.9     |
| 个人按揭贷款           | 14,033  | 33.3     |

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 1：2013 年以来全国一手房价格 288 指数



资料来源：中房网，中诚信证评整理

价格方面，2013 年楼市成交价格整体呈现上涨趋势。根据中房网全国城市住房一手房价格 288 指数的走势来看，2013 年全国一手房价格整体上涨幅度为 8.89%。其中，一线城市上涨幅度较大，除广州同比 2012 年上涨 8.7% 外，其他一线城市均有超过 10% 的涨幅，其中上海涨幅最大，同比上涨 20.1%；二线城市房价则基本平稳，总体变化不大，仅重庆房价涨幅超过 20%。

总体来看，2013 年以来我国房地产市场需求回暖，销售增速明显加快。同时，随着企业资金状况改善，以及开发商的投资信心加强，当年房地产开发投资增速实现稳健增长，新开工面积有所回升。不过，进入 2014 年以来，杭州、秦皇岛、连云港等二、三线城市甚至广州、北京等一线城市少量楼盘相继出现了降价情况，部分地区库存较大，部分中小开发商出现资金紧张状况，我们对未来一定时期内房地产市场走势给予关注。

长期来看，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，市场前景整体向好。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，2011~2020 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，城镇化进程的不断推进将为房地产行业带来新的发展空间。

保障性住房推出的大幅减少使得2013年苏州商品住宅成交呈现“量跌价升”的局面；若排除保障性住房的影响，得益于刚需和改善性需求的释放，当年苏州房地产市场依然表现良好

在国家房地产政策调控、开发商对未来市场的乐观预期、购房者刚性需求释放以及政策性住房推出大幅减少的综合作用下，2013年苏州房地产市场住宅成交呈现了“量跌价升”的局面。

据搜房网数据监控中心统计，2013年苏州市区（不含吴江区）住宅类房源共成交 69,864 套，较去年同期减少 38,740 套，降幅为 35.67%；成交面积为 8,108,445.1 平方米，较去年同期减少 3,983,518.71 平方米，降幅为 32.94%。

图 2：2006~2013 年苏州商品住宅成交走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013 年，苏州商品住宅成交量大幅下滑的原因主要在于当年保障性住房推出及成交的大幅缩水。若扣除保障性住房，苏州 2013 年商品住宅（不含保障性住房）实际成交量 726.63 万平方米，较 2012 年增长 19.95%。

价格方面，2013 年苏州房地产市场住宅成交均价 11,397 元/平方米，同比上涨 13.08%。若扣除保障性住房，苏州 2013 年商品住宅（不含保障性住房）成交均价 11,941 元/平方米，仍较去年上涨 4.34%。成交价格的走高，主要在于主力成交面积段的变化。2013 年成交套数最多的面积段为 75~90 平方米（含），成交 15,243 套，成交面积为 130.05 万平方米；其次为 120~144 平方米（含），成交 13,606 套，成交面积为 182.15 万平方米。特别是下半年，改善型成交高企，拉高了整体成交价格。由此可见，刚性需求 and 改善性需求的释放是带动 2013 年苏州商品住宅市场向好的重要因素。

整体来看，保障性住房推出的减少使得 2013

年苏州商品住宅成交呈现“量跌价升”的局面；若剔除该因素的影响，得益于刚性需求和改善性需求的释放，2013 年苏州商品住宅市场依然表现良好。

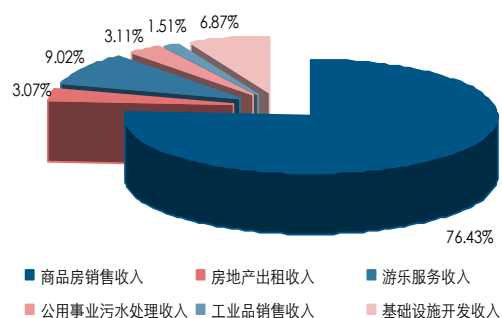
长期来看，区域内产业化升级、配套设施快速发展，苏州房地产市场仍具备较大的发展潜力。未来苏州地区将受到长三角高铁“网格化”的正面影响，并且随着苏州经济发展方式逐渐向“苏州创造”转变，大批高端人才的引入将带来该地区人口结构转变，该地区的住房需求也将随之获得提升。根据苏州高新区 2011 年正式提出的三年跨越发展计划，苏州高新区将由以前的“运河经济”逐渐走向“太湖经济”时代，整个高新区将积极推进产业的转型和升级。伴随着西部生态城建设的有序进行，市内环线规划、轻轨 3 号线、城际高铁及环保有轨电车将加快高新区北扩西进的进程，将为该区域内的房地产开发商带来较好的发展机遇。

## 业务运营

2013 年公司收入规模保持快速增长态势，其中房地产主业收入规模上升，但业务收入占比有所下降，公司收入结构持续优化

2013 年全年，公司实现营业收入 33.93 亿元，较去年同期增长 22.45%。从各业务板块来看，2013 年公司主动调整了资金需求量巨大且回收周期较长的大型持有型物业的开发节奏，使得房地产出租业务收入出现一定程度下降；而得益于市场环境的好转，商品房销售、游乐服务、污水处理及基础设施开发等业务均呈现不同程度的增长，其中基础设施开发收入呈大幅上升态势。从收入结构来看，房地产业务（含销售和出租）占比较去年有所下降，而基础设施开发业务占比提升较快，公司收入结构持续改善。

图 3：2013 年公司主营业务收入分业务构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理



2013年，公司房地产主业坚持“快周转”的策略，在扩大开发规模的同时，更加注重存量的消化。2013年公司实现房地产合同销售面积34.68万平方米，合同销售额27.87亿元，同比分别增长48.14%和41.62%；其中普通住宅合同销售面积29.27万平方米，合同销售收入24.43亿元，同比分别增长43.72%和34.95%。结转方面，全年共结转各类房地产项目面积40.13万平方米，同比增加30.04%。在整体市场形势回暖的情况下，公司房地产主业销售加快，结转面积快速上升，从而使得公司2013年整体营收规模大幅提高。

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 3：2013 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         | 2013   | 同比增速 (%) |
|-------------|--------|----------|
| 施工面积 (万平方米) | 193.88 | 37.82    |
| 销售面积 (万平方米) | 34.68  | 48.14    |
| 结算面积 (万平方米) | 40.13  | 30.04    |
| 当年销售金额 (亿元) | 27.87  | 41.62    |
| 当年结转金额 (亿元) | 25.80  | 18.31    |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

开发方面，受行业形势回暖的影响，2013年公司房地产实际开发量有所增长，全年各类房地产项目施工面积为272.42万平方米，同比增加33.34%；其中商品房193.88万平方米，同比增加37.82%；持有型物业23.17万平方米，代建项目55.36万平方米。全年新开工面积81.09万平方米，同比上升9.43%，其中商品房74.99万平方米。

截至2013年末，公司在售、在建、拟建项目建筑面积430余万平方米，其中住宅项目350余万平方米，商业项目30余万平方米。根据目前各项项目的建设进度来看，2014年为维持当前业务并完成在建投资项目，公司所需的资金约为17.93亿元，导致其面临较大的融资压力。

## 基础设施开发与经营、旅游等业务稳定发展，对主业形成有效补充

公司基础设施开发主要为动迁房建设及代建业务。2013年公司动迁房及代建项目施工面积55.36万平方米，主要包括马涧动迁房、康佳动迁房、科技大厦二期、狮山科技馆等。受益于动迁房施工及结转面积的大幅增长，2013年公司基础设施开发业务收入达到2.32亿元，同比大幅提升995.27%。公司基础设施经营业务主要包括水务、热电和物流等。水务方面，公司2013年全年完成污水处理量5,461万吨，同比增长2.87%；实现营业收入1.06亿元，同比增长7.68%。热电和物流方面，公司旗下的华能苏州热电和苏州高新物流分别实现净利润5,102.29万元和7,327.28万元。

旅游服务方面，2013年公司继续整合旅游资源，目前已经形成了苏州、徐州两大旅游产业集群，全年接待游客总量超291万人次，实现营收3.04亿元，同比增长7.23%。此外，徐州糖果乐园将于2014年4月开园，徐州欢乐世界正在加紧进行建设准备。酒店方面，目前，公司已运营酒店3家，在建3家，总客房1,260余间。2013年全年，清山酒店实现营业收入2,671万元，同比增长17.36%。此外，日航酒店正在积极筹备中，预计2014年8月试运营。公司旅游产业正抓住苏州高新区旅游大开发的契机，整合本土区域资源，探索文化旅游地产新型商业模式。我们预计未来旅游业务或将为公司贡献更多的利润增长空间。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>1</sup>审计并出具标准无保留意见的2011~2013年公司合并财务报表。

### 资本结构

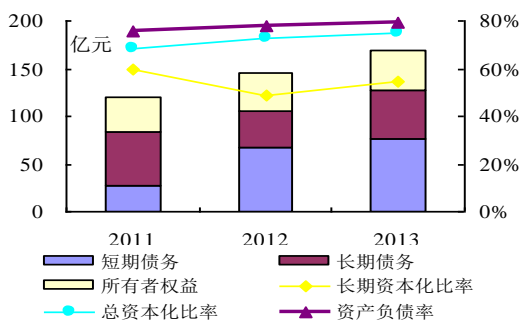
2013年，在房地产行业分化与整合的趋势下，公司在继续深化本区域开发的基础上，进一步强化产业组合异地扩张，实施战略转型，资产、负债规模均保持了增长态势。2013年公司总资产和总负债规模分别为200.78亿元和158.92亿元，同比分别

<sup>1</sup> 2011年称立信会计师事务所有限公司。

增长 10.52% 和 12.04%。与此同时，2013 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 2013 年底公司所有者权益（含少数股东权益）为 41.87 亿元，同比增长 5.09%。

截至 2013 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 79.15% 和 75.23%，分别较上年提高了 1.08 和 2.50 个百分点；剔除预收账款的影响后，公司资产负债率略降至 78.26%，较上年仍提高了 1.15%<sup>2</sup>。

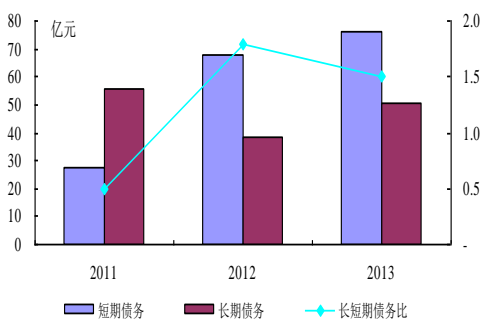
图 4：2011~2013 年公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评计算整理

负债方面，2013 年公司对前期大量储备的土地进行了开发，使其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。2013 年末公司总债务余额为 127.14 亿元，较年初增长了 20.92 亿元，规模同比上升 19.70%。2013 年，公司增加了对银行的融资规模，当年长短期债务均有所增长，其中短期债务较年初增长 11.99%，达到 76.27 亿元；长期债务较年初上升 33.48%，达到 50.87 亿元。从债务结构看，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.50，债务结构有待优化。鉴于公司 2014 年内到期的债务规模达到 76.27 亿元，公司面临较大的短期债务偿还压力。

图 5：2011~2013 年公司债务结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司负债水平偏高，且债务结构有待优化。此外，2014 年公司各类房地产项目计划施工面积达到 285.42 万平方米，总投资金额约 17.93 亿元，导致其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 76.91%，其中货币资金与存货分别占总资产的 8.68% 和 64.09%。2013 年年末，公司货币资金余额 17.42 亿元，较年初增长 19.65%，与业务规模增长幅度基本吻合。2013 年年末公司存货余额 128.67 亿元，较上年提高 9.63%。从构成情况来看，2013 年末公司开发产品占存货余额比重为 29.25%，较上年上升了 3.52 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；当年末公司开发成本和拟开发土地合计占存货的比重为 70.86%，较上年下降 3.50 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 4：2011~2013 年公司资产结构及周转率分析

|           | 2011    | 2012    | 2013   |
|-----------|---------|---------|--------|
| 流动资产/总资产  | 74.59%  | 76.22%  | 76.91% |
| 存货/流动资产   | 90.47%  | 84.76%  | 83.32% |
| 货币资金/流动资产 | 6.25%   | 10.51%  | 11.28% |
| 存货同比增长    | 11.53%  | 11.64%  | 9.63%  |
| 货币资金同比增长  | -54.29% | 100.53% | 19.65% |
| 存货周转率     | 0.18    | 0.16    | 0.21   |
| 总资产周转率    | 0.20    | 0.16    | 0.18   |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

周转效率方面，受市场回暖的影响，2013 年公司销售加快，当年存货周转率上升至 0.21，受此影响公司当年的总资产周转率也上升至 0.18，不过，公司未来仍需加大项目竣工及存货的消化力度。

总体来看，2013 年公司流动性有所缓解但仍较为紧张，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，受销售加快的影响，公司周转效率有所提高。不过仍需关注公司 2014 年大量在建和拟建项目的后续支出对其造成的融资压力和支出压力。

<sup>2</sup> 公司 2012 剔除预收款项影响后的资产负债率为 77.11%。



## 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 33.93 亿元，同比增长 22.45%。分板块来看，商品房销售业务收入上升构成公司整体收入增长的主要原因，2013 年公司商品房销售收入为 25.80 亿元，同比上升 18.31%；基础设施开发方面，因 2013 年度动迁房结算规模的增加，当年取得收入 2.32 亿元，较上年度大幅增长 995.27%；房地产出租业务方面，受商业地产建设步伐减慢（2013 年公司调整经营模式，减慢了资金需求量巨大且回收周期较长的大型持有型物业的开发节奏）的影响，公司当年实现出租收入 1.04 亿元，同比略降 5.44%；受益于旅游业回暖以及旅游项目增加的带动，公司当年实现旅游业收入 3.04 亿元，同比增长 7.23%。

表 5：2013 年公司主要业务收入及毛利率情况

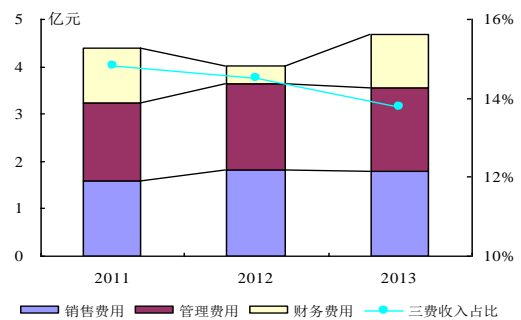
| 分行业      | 营业收入<br>(亿元) | 营收<br>变动 | 毛利率    | 毛利率<br>变动 |
|----------|--------------|----------|--------|-----------|
| 商品房销售    | 25.80        | 18.31%   | 21.28% | -10.21%   |
| 房地产出租    | 1.04         | -5.44%   | 55.86% | 4.95%     |
| 游乐服务     | 3.04         | 7.23%    | 51.29% | -4.45%    |
| 公用事业污水处理 | 1.05         | 7.67%    | 23.65% | -1.53%    |
| 工业品销售    | 0.51         | 0.19%    | 6.89%  | 2.63%     |
| 基础设施开发   | 2.32         | 995.27%  | 10.23% | 0.98%     |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2013 年公司综合毛利率为 24.55%，较上年下降 9.99 个百分点，主要在于房地产业成本上升带来的整体营业成本的较快增长。受结算单价下降以及土地和建安成本上升的影响，公司 2013 年商品房销售毛利水平为 21.28%，较上年下降了 10.21 个百分点。

期间费用方面，由于公司加大了内部整合的力度并不断加强内部控制，2013 年公司销售费用和管理费用出现了不同程度的下降，当年销售费用和管理费用为 1.80 亿元和 1.74 亿元，同比分别下降 0.47% 和 4.95%。2013 年公司财务费用 1.13 亿元，较上年度大幅上升 200.88%，主要系当年融资总量增加及房地产项目竣工交付后资本化利息减少所致。尽管销售费用和管理费用有所下滑，但受财务费用大规模上升的影响，2013 年公司期间费用较上年上升 16.27%，达到 4.67 亿元；不过，当年期间费用占比为 13.77%，较上年下降了 0.73 个百分点。

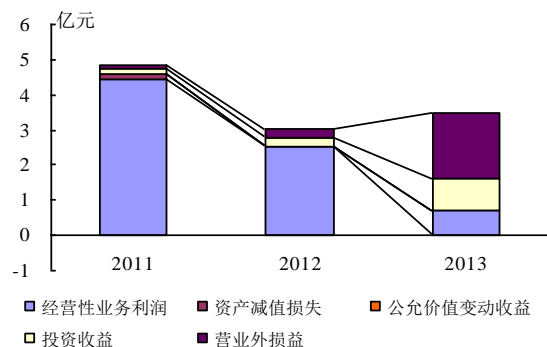
图 6：2011~2013 年公司期间费用分析



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，2013 年公司实现利润总额 3.49 亿元，同比上升 17.78%，主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。受毛利水平下降和期间费用上升影响，公司经营性业务利润仅为 0.73 亿元，同比下滑 70.80%。在经营性业务利润下降的同时，公司投资收益和营业外损益均大幅增长，有效推动了利润总额的增长。具体来看，2013 年公司实现投资收益 0.89 亿元，其中年初公司通过减持东吴证券股份获得投资收益 0.27 亿元；中新集团、江苏银行年度分红收益 0.09 亿元；高新物流、华能热电等参股企业确认投资收益 0.45 亿元，公司股权投资收益持续稳定。此外，公司参股的中新集团、江苏银行、南京金埔园林均处于上市进程中。另外，公司与苏高新创投集团共同设立的 3.8 亿元的融联新兴产业基金已经完成了对 4 家企业合计 5,750 万元的投资，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。营业外损益方面，公司 2013 年取得营业外收入 1.86 亿元，较上年度大幅增长 560.43%，主要在于当年公司将狮山广场二期项目土地使用权作为出资成立苏州金鹰公司并将其转让获得收益以及政府补助增加所致。

图 7：2011~2013 年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

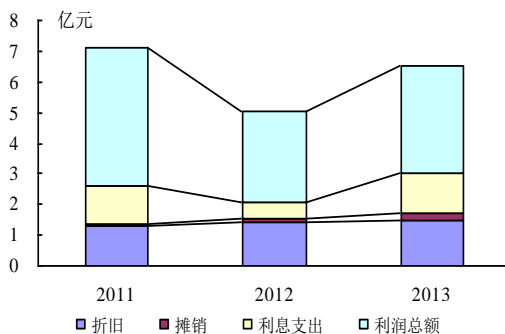
总体来看，近年来公司污水处理、旅游服务等业务稳健发展，加之 2013 年商品房销售加快，动迁房业务上升，推动了公司营业收入的稳步增长。但受土地及建安成本上升的影响，公司整体毛利水平下降较多，导致主营业务利润大幅下滑。同期，得益于营业外损益的大幅增长，才使得当年公司利润总额仍较上年度上升 17.78%。鉴于房地产开发业务收入为公司主要收入来源，商品房的销售情况仍是影响其盈利水平的重要因素，因此我们将关注未来政府对房地产行业的持续性调控对公司房地产业务造成的影响。

### 偿债能力

为加快资金回笼，2013 年公司加快了普通住宅的开发力度，当年有大量的房地产开发项目启动，公司面临较大的外部融资需求，截至 2013 年末公司总债务规模达到了 127.14 亿元，同比增长 19.70%。从债务的期限分布来看，公司于 2014 年内到期的债务规模约为 76.27 亿元，短期内面临较大的偿债压力。

获现能力方面，2013 年公司利润总额较上年度有所增加，加之房地产项目竣工交付后资本化利息减少带来的财务性利息支出的增加，使得公司当年 EBITDA 达到 6.53 亿元，EBITDA/营业收入为 19.26%，均较上年度有所上升。现金流方面，2013 年公司保持较高的房地产开发力度，全年经营性现金流表现为净流出 9.31 亿元。

图 8：2011~2013 年公司 EBITDA 情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从偿债指标看，尽管 EBITDA 有所增长，但受债务规模大幅增加的影响，公司 EBITDA 对债务本息保障程度仍相对较弱。2013 年，公司 EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 分别为 0.67 倍和

19.46。此外，公司经营活动净现金流呈现净流出状态，无法对债务偿还提供保障。

表 6：2011~2013 年公司偿债能力指标

|                    | 2011   | 2012  | 2013  |
|--------------------|--------|-------|-------|
| 资产负债率 (%)          | 75.67  | 78.07 | 79.15 |
| 长期资本化比率 (%)        | 59.49  | 48.89 | 54.85 |
| EBITDA (亿元)        | 7.10   | 5.01  | 6.53  |
| EBITDA 利息倍数 (X)    | 1.13   | 0.57  | 0.67  |
| 总债务/EBITDA (X)     | 11.68  | 21.20 | 19.46 |
| 经营活动净现金流量 (亿元)     | -14.64 | -2.65 | -9.31 |
| 经营活动净现金流/总债务 (X)   | -0.18  | -0.02 | -0.07 |
| 经营活动净现金流利息保障倍数 (X) | -2.33  | -0.30 | -0.96 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从融资渠道来看，公司凭借与银行良好的合作关系，银行授信规模较大，融资能力较强。根据公司提供的数据，2014 年公司将获得银行授信总额 188.60 亿元(含信托和融资租赁的形式)，截至 2014 年 3 月末已使用 118.13 亿元，未使用 70.47 亿元，备用流动性充裕。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 2013 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，尽管公司负债水平偏高，且债务结构有待优化，加之受土地及建安成本上升影响，公司整体毛利水平下降较多，且 EBITDA 和经营活动净现金流无法对债务本息形成充足保障，但考虑到公司商品房存量去化速度明显加快，房地产主业收入有所回升，且得益于较强的股东实力以及良好的银企关系，我们认为公司仍具有很强的偿债能力。

### 担保实力

#### 业务运营

苏高新集团是苏州国家高新技术产业开发区

管理委员会的全资企业，目前苏高新集团基本形成了以高新区基础设施建设与经营为核心，以房地产开发、现代服务业为重要支持的三大产业体系。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 年末<sup>3</sup>，集团公司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。

作为苏州高新区的开发主体，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 年集团公司进一步推进城铁新城和新通安建设、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，集团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。2012 年集团公司完成公用事业收入 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更加完善，集团公司的公用事业业务收入有望继续保持增长态势。

此外，集团公司大力推进资源整合，积极拓展旅游产业链，实现旅游产业进一步做强做大。2012 年集团公司旅游产业实现收入 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，集团公司旅游业未来发展空间较大。

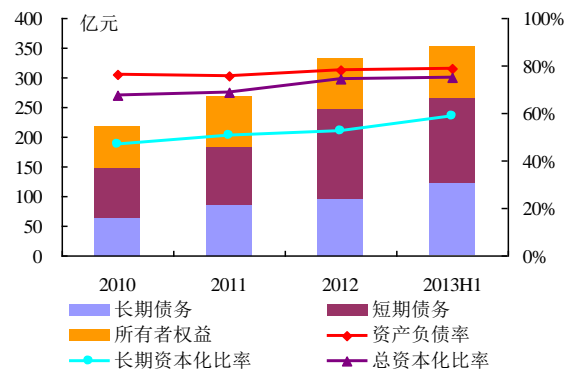
综合来看，集团公司作为高新区的开发主体，承接了较多的基础设施开发业务，并经营具有垄断性的公用事业，同时经营着具有巨大增长空间的旅游业务。随着高新区的开发建设，集团公司业务有望保持持续增长。

<sup>3</sup> 截至跟踪报告出具日，苏高新集团 2013 年度审计报告尚未编制完成，故担保实力部分分析采用集团 2012 年度年报或 2013 年度中报数据。

## 财务表现

2013 年上半年，集团公司各业务板块基本实现了稳定发展，同期资产负债规模稳步提升，截至 2013 年 6 月末，集团公司总资产为 416.17 亿元，总负债为 328.43 亿元，较 2012 年末分别增长了 5.85% 和 6.95%。

图 9：2010~2013.H1 苏高新集团资本结构



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

自有资本实力方面，2013 年以来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 2013 年 6 月末，集团公司所有者权益为 87.75 亿元，较 2012 年末增长 1.93%。截至 2013 年 6 月末，集团公司资产负债率为 78.91%，总资本化率为 75.18%，较 2012 年末均略有上升，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，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。2013 年上半年，集团公司实现营业收入 15.04 亿元，营业毛利率为 34.09%，较 2012 年末上升 0.30 个百分点。根据苏州高新年报披露的集团未经审计的数据，2013 年苏高新集团实现营业收入 43 亿元，同比上升 26.73%。

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，



集团公司当年实现旅游业收入 3 亿元，同比增长 18.73%，但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%。根据苏州高新年报披露的集团未经审计的数据，2013 年苏高新集团实现利润总额 3.7 亿元，同比上升 21.31%。

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，多产业布局使得集团公司呈现出很强的抗风险能力。

**表 7：2011~2012 年苏高新集团主要业务变化情况**

|         | 2011       |        | 2012       |        |
|---------|------------|--------|------------|--------|
|         | 收入<br>(亿元) | 毛利率    | 收入<br>(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 年集团公司总债务 246.57 亿元，同比增长 34.55%，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。由于集团公司当年房地产业务继续保持一定扩张速度，其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。截至 2013 年 6 月末，集团公司总债务 265.83 亿元，较 2012 年末上升 7.81%。当期，经营活动现金净流入 0.57 亿元，经营活动现金流对债务偿还的保障能力尽管有所增强但仍然较弱。同时，鉴于集团公司作为苏州高新区的开发主体，与政府、银行保持着良好的合作关系，具备较好的融资弹性。

**表 8：2010~2012 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/<br>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，集团公司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。2012 年末集团公司担保余额合计 93.44 亿元，占期末归属母公司所有者权益的 153.05%，集团公司面临一定的或有负债风险。

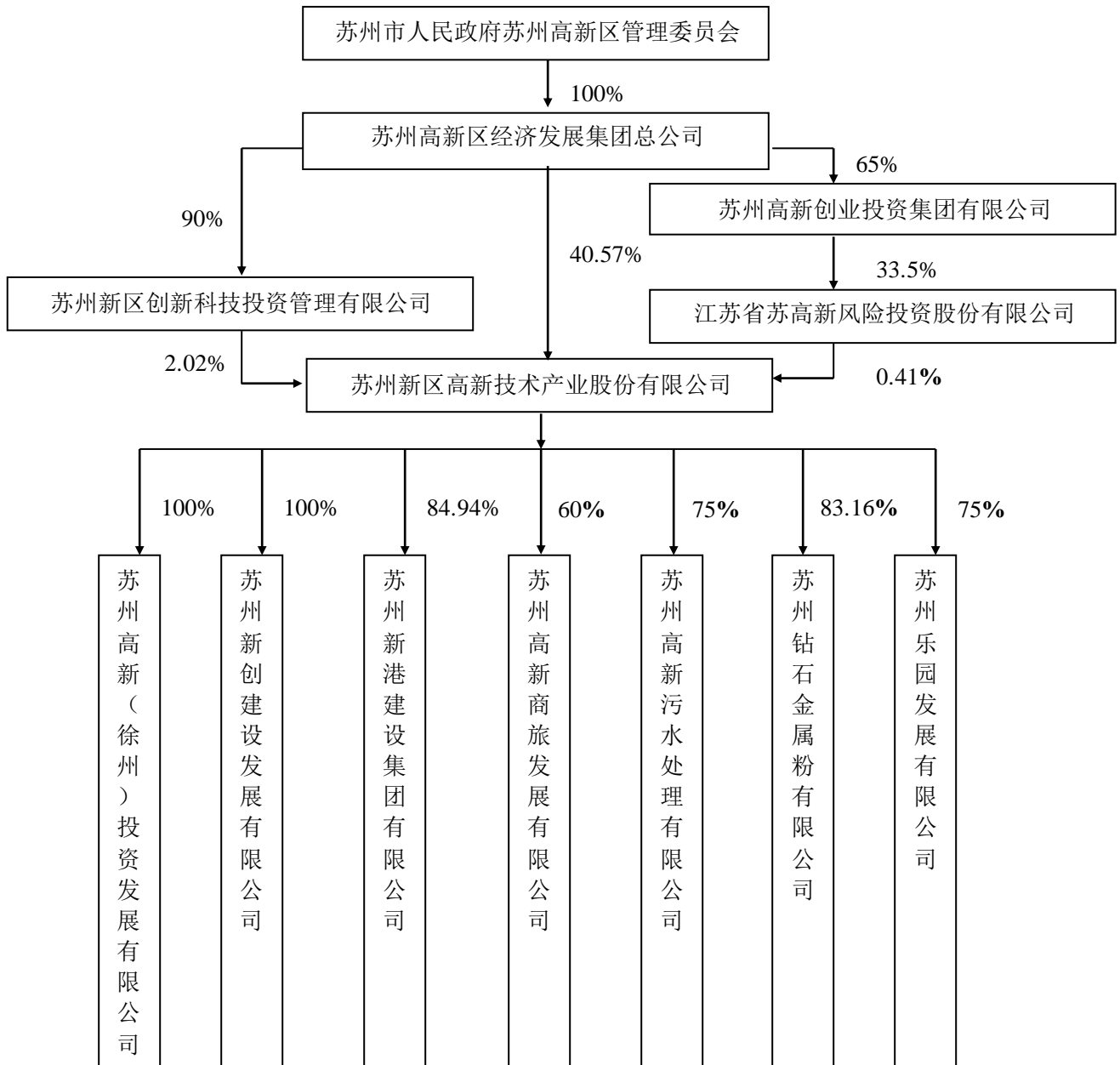
中诚信证评认为，随着高新区以及西部生态城的持续开发建设，集团公司的基础设施开发业务有望保持持续增长，而区内入住人口和企业的增加以及水价定价机制的更加完善将对集团公司的业务产生较大的促进作用。此外，随着旺盛旅游需求的释放，旅游业务也将为集团公司贡献稳定的利润来源。不过，我们也关注到集团公司负债水平较高以及或有负债带来的风险。

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可对本次债券到期偿还提供一定保障。

## 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 2013 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)     | 2011         | 2012         | 2013         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 72,607.80    | 145,599.46   | 174,208.86   |
| 应收账款净额           | 16,582.22    | 26,745.67    | 27,369.33    |
| 存货净额             | 1,051,378.36 | 1,173,757.86 | 1,286,748.50 |
| 流动资产             | 1,162,147.14 | 1,384,744.24 | 1,544,308.31 |
| 长期投资             | 44,476.26    | 51,199.01    | 48,861.64    |
| 固定资产合计           | 293,227.49   | 318,692.16   | 347,322.61   |
| 总资产              | 1,557,978.85 | 1,816,739.83 | 2,007,832.27 |
| 短期债务             | 272,042.24   | 681,043.07   | 762,691.86   |
| 长期债务             | 556,526.24   | 381,103.11   | 508,701.65   |
| 总债务(短期债务+长期债务)   | 828,568.48   | 1,062,146.18 | 1,271,393.51 |
| 总负债              | 1,178,961.04 | 1,418,370.38 | 1,589,170.55 |
| 所有者权益(含少数股东权益)   | 379,017.81   | 398,369.44   | 418,661.73   |
| 营业总收入            | 297,175.48   | 277,112.84   | 339,324.36   |
| 三费前利润            | 88,299.57    | 65,197.81    | 54,021.46    |
| 投资收益             | 1,570.55     | 2,166.88     | 8,940.69     |
| 净利润              | 32,676.73    | 21,076.98    | 28,391.19    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 70,961.81    | 50,109.56    | 65,347.58    |
| 经营活动产生现金净流量      | -146,428.04  | -26,470.26   | -93,120.14   |
| 投资活动产生现金净流量      | -57,515.78   | -44,870.63   | 11,463.11    |
| 筹资活动产生现金净流量      | 120,812.72   | 119,157.38   | 83,766.15    |
| 现金及现金等价物净增加额     | -83,131.94   | 47,816.59    | 2,107.98     |
| 财务指标             | 2011         | 2012         | 2013         |
| 营业毛利率(%)         | 38.04        | 34.53        | 24.55        |
| 所有者权益收益率(%)      | 8.62         | 5.29         | 6.78         |
| EBITDA/营业总收入(%)  | 23.88        | 18.08        | 19.26        |
| 速动比率(X)          | 0.18         | 0.21         | 0.24         |
| 经营活动净现金/总债务(X)   | -0.18        | -0.02        | -0.07        |
| 经营活动净现金/短期债务(X)  | -0.54        | -0.04        | -0.12        |
| 经营活动净现金/利息支出(X)  | -2.33        | -0.30        | -0.96        |
| EBITDA 利息倍数(X)   | 1.13         | 0.57         | 0.67         |
| 总债务/EBITDA(X)    | 11.68        | 21.20        | 19.46        |
| 资产负债率(%)         | 75.67        | 78.07        | 79.15        |
| 总债务/总资本(%)       | 68.61        | 72.72        | 75.23        |
| 长期资本化比率(%)       | 59.49        | 48.89        | 54.85        |

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         | 2013.H1      |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 299,368.39   | 338,701.23   | 449,434.19   | 484,584.63   |
| 应收账款净额           | 271,658.99   | 361,101.99   | 465,553.03   | 502,188.49   |
| 存货净额             | 1,005,660.38 | 1,187,178.58 | 1,309,378.71 | 1,365,963.17 |
| 流动资产             | 2,203,201.58 | 2,497,445.22 | 2,932,656.71 | 3,105,497.02 |
| 长期投资             | 212,425.55   | 230,622.31   | 287,901.90   | 279,029.10   |
| 固定资产合计           | 454,419.40   | 563,962.39   | 616,140.52   | 644,418.24   |
| 总资产              | 2,916,560.20 | 3,400,647.11 | 3,931,729.33 | 4,161,689.39 |
| 短期债务             | 847,004.84   | 986,117.24   | 1,525,550.59 | 1,423,923.77 |
| 长期债务             | 620,544.47   | 846,348.47   | 940,122.67   | 1,234,352.04 |
| 总债务(短期债务+长期债务)   | 1,467,549.32 | 1,832,465.71 | 2,465,673.26 | 2,658,275.81 |
| 总负债              | 2,215,024.99 | 2,565,774.47 | 3,070,844.35 | 3,284,165.83 |
| 所有者权益(含少数股东权益)   | 701,535.21   | 834,872.64   | 860,884.98   | 877,523.57   |
| 营业总收入            | 581,244.22   | 400,520.69   | 339,288.53   | 150,406.16   |
| 三费前利润            | 113,105.52   | 111,392.27   | 81,212.01    | 38,206.31    |
| 投资收益             | 6,156.88     | 7,477.06     | 9,434.69     | 25,097.30    |
| 净利润              | 37,661.09    | 34,570.52    | 20,975.90    | 2,880.22     |
| 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  | 5,659.43     |
| 投资活动产生现金净流量      | -52,460.81   | -83,745.77   | -105,183.19  | 11,406.28    |
| 筹资活动产生现金净流量      | 32,030.53    | 197,395.62   | 396,608.31   | 18,085.26    |
| 现金及现金等价物净增加额     | -112,462.09  | -29,650.14   | 69,504.03    | 35,150.44    |
| 财务指标             | 2010         | 2011         | 2012         | 2013.H1      |
| 营业毛利率(%)         | 30.06        | 35.56        | 33.79        | 34.09        |
| 所有者权益收益率(%)      | 5.37         | 4.14         | 2.44         | 0.66         |
| EBITDA/营业总收入(%)  | 14.93        | 22.76        | 22.58        | -            |
| 速动比率(X)          | 0.77         | 0.83         | 0.80         | 0.86         |
| 经营活动净现金/总债务(X)   | -0.06        | -0.08        | -0.09        | 0.0011       |
| 经营活动净现金/短期债务(X)  | -0.11        | -0.15        | -0.15        | 0.0020       |
| 经营活动净现金/利息支出(X)  | -4.86        | -7.70        | -10.69       | 0.20         |
| EBITDA 利息倍数(X)   | 4.58         | 4.90         | 3.69         | -            |
| 总债务/EBITDA(X)    | 16.91        | 20.10        | 32.19        | -            |
| 资产负债率(%)         | 75.95        | 75.45        | 78.10        | 78.91        |
| 总债务/总资本(%)       | 67.66        | 68.70        | 74.12        | 75.18        |
| 长期资本化比率(%)       | 46.94        | 50.34        | 52.20        | 58.45        |

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

所有者权益收益率 = 净利润 / 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 |