



# 信用等级通知书

信评委函字[2014] 030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拟发行的“苏州新区高新技术产业股份有限公司2014年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。



# 苏州新区高新技术产业股份有限公司 2014 年公司债券信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA
<b>主体级别</b>	AA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	苏州新区高新技术产业股份有限公司
<b>申请规模</b>	不超过人民币7亿元（含7亿元）
<b>债券期限</b>	不超过7年（含7年）
<b>债券利率</b>	本次债券为固定利率债券，采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定，在债券存续期内固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利。
<b>偿还方式</b>	本次债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

## 概况数据

苏州高新	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	37.90	39.84	41.87	42.03
总资产（亿元）	155.80	181.67	200.78	208.50
总债务（亿元）	82.86	106.21	127.14	138.02
营业总收入（亿元）	29.72	27.71	33.93	8.28
营业毛利率（%）	38.04	34.53	24.55	18.99
EBITDA（亿元）	7.10	5.01	6.53	1.08
所有者权益收益率（%）	8.62	5.29	6.78	1.53
资产负债率（%）	75.67	78.07	79.15	79.84
总债务/EBITDA（X）	11.68	21.20	19.46	31.89
EBITDA 利息倍数（X）	1.13	0.57	0.67	0.45

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2014.Q1 所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

## 分析师

王 隼 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)

马延辉 [yhma@ccxr.com.cn](mailto:yhma@ccxr.com.cn)

方 琦 [qfang@ccxr.com.cn](mailto:qfang@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2014 年 6 月 20 日

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“苏州新区高新技术产业股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体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”）主体信用等级为 **AA**。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了苏州高新区域品牌影响力较强、股东支持力度较大、产业协同效应逐步显现以及旅游品牌输出能力较强等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到房地产行业受国家调控政策影响较大，公司主业盈利空间收窄、业务区域分布集中度偏高以及未来面临的资金压力有所加大等因素可能对公司信用质量产生的影响。

## 正 面

- 区域品牌影响力。公司是国内较早从事房地产开发的企业之一，在多年的开发实践中积累了较为丰富的项目运作经验，在苏州房地产市场具有较高的知名度。
- 较强的股东支持力度。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。
- 产业协同效应逐步显现。公司涉足房地产、基础设施、旅游及金融股权投资等产业，产业资源丰富，结构不断优化，产业协同效应逐步显现。公司可借助在区域内的主导地位实现对各产业资源的整合，推进产业间资源互补和共享，从而实现公司整体收益的增长。
- 较强的旅游品牌输出能力。以苏州乐园为代表的旅游产业经过 15 年的运营，已经在长三角地区形成很高的品牌效应，具备了输出品牌、输出管理的能力，为公司“文化旅游地产先锋”

战略的实施以及业务的异地扩张奠定了良好的基础。

## 关 注

- 房地产行业调控持续进行。未来房地产调控政策仍将持续进行，而且不同城市政策导向呈现差异化趋势。作为政策导向性明显的行业，需关注政策波动对房地产市场的影响。
- 主业盈利空间收窄。尽管公司商品房销售力度加大，主业收入规模回升较快，但受地价和建安成本上升及结算单价下降等因素的影响，公司主业盈利空间收窄。
- 区域分布集中度较高。公司目前储备项目和开发项目主要位于苏州、扬州和徐州，市场集中度较高，业务经营对单一市场区域较为依赖，存在一定的区域集中风险。
- 资金压力有所加大。近年来公司外部融资需求显著加大，财务杠杆水平持续上升。未来，项目建设的持续推进和新增土地储备或将给公司带来一定的资金压力。

## 发债主体概况

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”）系于 1994 年 5 月 10 日经江苏省经济体制改革委员会苏体改【1994】300 号文批准，由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”）联合中信产业信托投资公司（现名为“中信信托投资有限责任公司”）及苏州物资贸易中心三家发起人共同发起，在改组苏州高新区经济发展总公司的基础上，向境内法人和公司内部职工定向募集股份成立的股份有限公司，注册资本 4,500 万元。1996 年 7 月 31 日，经江苏省人民政府苏政函（1996）20 号文转报，并经中国证监会证监发字（1996）125、126 号文批准，公司以“上网定价”发行方式公开募集 A 股股票 1,500 万股，每股面值 1 元，发行价人民币 7.95 元，发行后公司总股本为 6,000 万元，其中 1,500 万股流通股于 1996 年 8 月 15 日在上交所上市交易，股票代码为 600736。苏州高新于 1996 年 11 月对照《公司法》进行规范，并于 1996 年 12 月 31 日在江苏省工商行政管理局重新登记。截至 2014 年 3 月末，苏州高新注册资本为 1,057,881,600 元，控股股东苏州高新区经济发展集团总公司持股比例为 40.57%，实际控制人为苏州市人民政府苏州高新区管理委员会。

苏州高新目前主要从事房地产开发业务，现已形成以苏州为核心，并向扬州、徐州等省内城市扩展的业务发展格局。此外，公司旗下还经营着旅游服务、基础设施开发及运营（包括动迁房建设及代建业务、污水处理等）等业务板块，对房地产主业形成了有益补充。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额 200.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 41.87 亿元，资产负债率为 79.15%；2013 年 1~12 月，公司实现营业收入 33.93 亿元，净利润 2.84 亿元，经营活动净现金流-9.31 亿元。

截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总额 208.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.03 亿元，资产负债率 79.84%。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.28 亿元，取得净利润 0.16 亿元，经营活动净现金流为-5.17 亿元。

## 本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	苏州新区高新技术产业股份有限公司
债券名称	苏州新区高新技术产业股份有限公司 2014 年公司债券
发行规模	不超过人民币 7 亿元（含 7 亿元）
债券期限	不超过 7 年（含 7 年）
债券利率	本次债券为固定利率债券，采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定，在债券存续期内固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利
偿还方式	本次债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	用于偿还公司债务、补充营运资金，优化公司债务结构，满足公司中长期资金需求等

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 行业概况

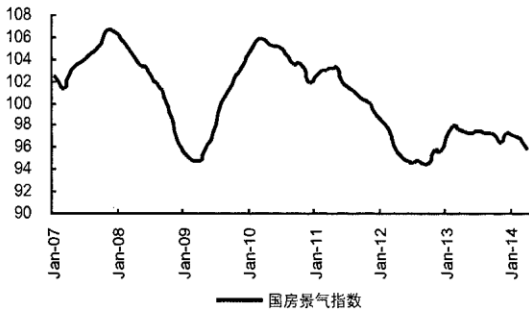
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展。2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌。2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势。2010 年以来，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”、“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场进入调整阶段。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59；2009 年 3 月探底至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 后，在严厉的调控政策影响下，“国房景气指数”从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。2012 年前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，2012 年 9 月国房景气指数到达 94.39 的低位；随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升，2012 年 12 月国房景气指数升至 95.59。进入 2013 年以来，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动



下，国内房地产景气度较上年度有所回升，国房景气指数全年保持在 97 左右。而 2014 年以来，部分地区库存高企，去化速度减慢，供应过剩风险凸显，行业整体景气度有所下滑，2014 年 4 月国房景气指数为 95.79。

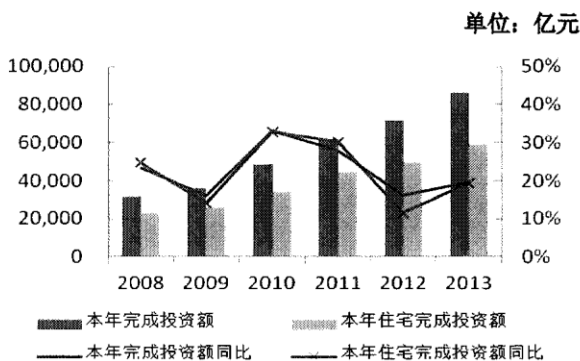
图 1：2007 年以来我国国房景气指数走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

投资方面，近年来我国房地产投资总额保持持续增长，2008~2013 年均复合增长率达到 22.48%。具体来看，2008 年受全球金融危机的影响，房地产行业深幅调整，房地产开发投资增速下降。2009 年以来，为稳定经济增长，中国政府出台了多项信贷、消费政策，支持房地产行业平稳调整。2010 年全年房地产开发投资 48,259 亿元，同比增长 33.20%。2010 年以来，伴随着房价的过快上涨，政府对房地产的政策取向由支持逐步转向收紧，房地产行业投资增速放缓。国家统计局数据显示，2011 年全国共完成房地产开发投资 61,780 亿元，同比增长 27.90%，增速下降 5.3 个百分点。2012 年全国房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速进一步回落。

图 2：2008~2013 年全国房地产开发投资情况

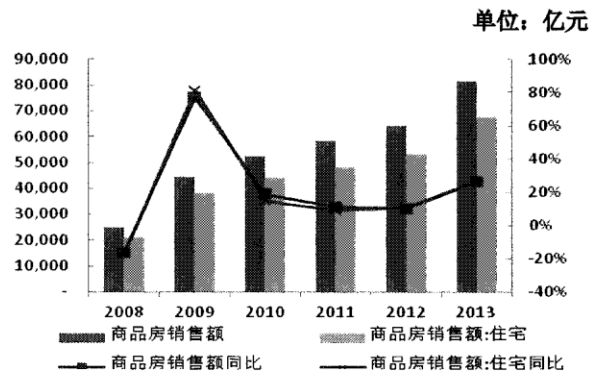


资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013 年在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资 86,013 亿元，同

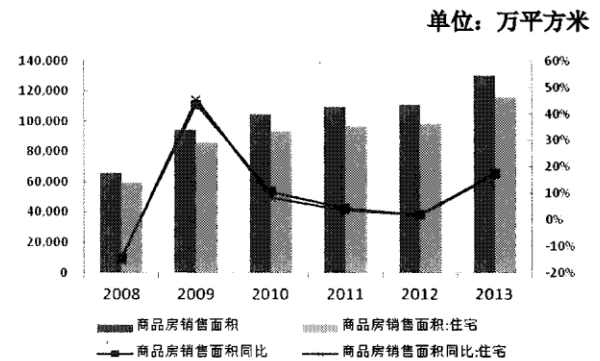
比增长 19.79%，增幅较上年度提高 3.6 个百分点。其中，住宅投资 58,951 亿元，同比增长 19.40%，增速提高 8 个百分点，占房地产开发投资的比重为 68.54%。同期，房地产开发企业房屋施工面积 665,572 万平方米，同比增长 16.07%。其中，住宅施工面积 486,347 万平方米，同比增长 13.38%。未来，房地产调控政策将更注重长期化、制度化，这将有助于稳定房地产企业的投资预期。

图 3：2008~2013 年全国商品房销售金额及增速



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 4：2008~2013 年全国商品房销售面积及增速



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从需求情况看，2010 年以来我国商品房销售面积及销售金额均保持逐年上升态势，但随着政策效应的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢。2010 年全国商品房销售面积 104,764 万平方米，同比增长 10.1%；销售金额 52,721 亿元，同比增长 18.3%，增速较 2009 年大幅下降。2011 年全国商品房销售面积和销售金额增速分别较上年度下降 5.2 个百分点、6.2 个百分点。2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 3.1 个百分点；商品房销售金额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速同比降低 2.1 个百分点。

2013年在刚性和改善性需求的支撑下，房地产市场出现回暖，当年全国实现商品房销售面积130,551万平方米，较上年增长17.3%，增速同比提高15.5个百分点。其中，住宅销售面积增长17.5%，办公楼销售面积增长27.9%，商业营业用房销售面积增长9.1%。商品房销售额81,428亿元，增长26.3%，增速较2012年提高16.3个百分点，其中住宅销售额增长26.6%，办公楼销售额增长35.1%，商业营业用房销售额增长18.3%。

土地市场方面，2011年以来，受限购、限贷等调控政策持续从紧影响，房地产市场不确定性加大，企业拿地日趋谨慎，房地产土地购置面积呈现下滑态势，土地市场成交低迷。2013年随着房地产市场成交走势的不断上扬，房地产企业年内加大了土地市场投入力度，全国土地市场也迎来了近年来的成交高峰。2013年房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，较上年增长8.82%；土地成交价款9,918亿元，同比增长33.9%，增速较上年度提高2.4个百分点。

融资方面，2013年我国实施稳健的货币政策，加强预调微调，保持货币信贷和社会融资规模合理适度增长，总体流动性较为充裕。据国家统计局统计，2013年房地产开发企业当年资金来源合计12.21万亿元，较上年度增长26.5%，增速较上年提升13.8个百分点。从资金来源结构来看，2013年房地产开发资金来源中自筹资金占比38.83%，其他资金占比44.62%。在其他资金中，定金及预收款3.45万亿元，同比增长29.9%；个人按揭贷款1.40万亿元，同比增长33.3%。由此可见，内部融资和销售回款仍是房地产开发企业最主要的资金来源。

表 2：2011~2013 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2011	2012	2013
<b>资金来源合计</b>	83,246	96,538	122,122
增速%	14.1	12.7	26.5
<b>其中：</b>			
<b>自筹资金</b>	34,093	39,083	47,425
占比%	40.96	40.48	38.83
增速%	28.0	11.7	21.3
<b>国内贷款</b>	12,564	14,778	19,673
占比%	15.09	15.31	16.11
增速%	0.0	13.2	33.1
<b>利用外资</b>	813.63	402	534
占比%	0.98	0.42	0.44
增速%	2.9	-48.8	32.8
<b>其他来源</b>	35,775	42,275	54,491
占比%	42.98	43.79	44.62
增速%	8.6	14.7	28.9

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

综上，中国房地产行业在经历了快速发展之后进入目前的调整阶段，随着政策效应的逐渐显现，房地产市场投机性需求逐步被挤压，在刚性需求和首改需求支撑下，国内房地产市场有所回暖，投资和销售规模平稳增长。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。

## 行业政策

从房地产的发展历程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，在此期间房价经历由跌到快速上涨的V字型走势。2010年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从2010年的不足20个，大幅增加近50个。2012年中央及相关部委继续坚

持房地产调控从紧的方向。

2013年全国房地产市场调控基调贯彻始终,但不同城市政策导向出现差别化。年初,国务院出台“新国五条”,进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。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,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。各地方调控政策因市场走势不同出现差异化,北京、上海等一、二线城市调控政策持续偏紧,而温州、芜湖等少数三、四线城市持续低迷的城市,在不突破调控底线的前提下,微调当地政策以促进需求释放。

表3: 2013年房地产行业相关政策一览

时间	政策	主要内容
2013.02	国务院常务会议	“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;增加普通商品住宅及用地供应;加快保障性安居工程规划建设;加强市场监管。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《关于进一步做好房地产市场调控工作有关的通知》	二手房交易的个人所得税由交易总额的1%调整为按差额20%征收。
2013.03	国务院办公厅关于实施《国务院机构改革和职能转变方案》任务分工的通知	整合房屋登记和土地登记的职责,由国土资源部、住房城乡建设部会同法制办、税务总局等有关部门负责,2014年6月底前出台不动产登记条例。
2013.05	国务院批转发改委《2013年深化经济体制改革重点工作的意见》	深入推进政治体制改革,积极推动民生保障、城镇化和统筹城乡相关改革;扩大个人住房房产税改革试点范围;健全保障性住房分配制度。
2013.06	国务院出台措施加快棚户区改造	增加财政投入,引导金融机构加大对棚户区改造的信贷支持,落实相关政策,鼓励和引导民间资本通过投资参股,委托代建等形式参与棚户区改造。
2013.07	《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整及转型升级的指导意见》	对房地产行业继续秉持“有保有压”原则,在防控融资风险的前提下,进一步落实差别化信贷政策,加大对居民首套住房的支持力度,同时抑制投资投机需求,促进市场需求结构合理回归。
2013.09	国务院印发《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	十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	针对房地产行业,重点指出从深化户籍、土地、金融等多要素改革促进房地产长效机制建立健全。
2013.11	中国人民银行第三季度《中国货币政策执行报告》	下一阶段重点是创造稳定货币金融环境,促进市场主体形成合理和稳定的预期。要落实好差别化住房政策,支持保障性住房、中小套型普通商品住房建设和居民首套自住普通商品房消费,坚决抑制投资性购房需求。
2013.12	政治局会议	努力解决好住房问题,探索适合国情、符合发展阶段特征的住房模式,加大廉租住房、公共租赁等保障性住房建设和供给,做好棚户区改造。

资料来源:中诚信证评整理

整体来看,鉴于房地产行业在国民经济中的重要地位,国家不断加大对其调控力度。目前在坚持房地产调控不放松的前提下,中央也在加紧完善房地产调控的长效机制,重点研究在推进新型城镇化的背景下,加强不动产登记、房地产税收、差别化信贷等手段,并通过土地制度改革、保障房建设调整供需结构,有效平衡经济增长与抑制投资投机,为房地产市场长期健康发展提供保障。

## 行业关注

房企分化更趋明显,行业集中度持续上升;行业利润水平逐渐回落,且未来继续回落的趋势基本确立

近年来,持续偏紧的政策调控、紧缩的信贷政策和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业

的生存空间,行业集中度逐步提高,行业竞争的重心将倾向于资本实力及品牌影响力。统计数据显示,2013年全国行业排名前10位的房地产企业销售额占全国市场的比例达13.72%,较上年同期提高了1.26个百分点;行业排名前20位的房地产企业销售金额占比为18.88%,同比增长了1.57个百分点。未来资本实力较强且具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位,通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额,综合实力有望得到进一步提升,行业集中度将持续上升。

随着行业深度调整,房地产企业普遍采取“以价换量”的策略来加快销售周转,同时提升企业土地储备周转率以提高盈利水平,房价上涨趋势明显

放缓。因此，通过土地溢价来获得较高利润的时代已经过去，整个行业的利润水平逐渐回落，未来继续回落的趋势基本确立。

**房地产市场区域性分化加剧，一、二线城市短期受限于政策，但中长期优势依然突出；三、四线城市潜在供应过剩风险不容忽视**

一、二线城市自 2010 年以来深受调控政策影响，市场需求被严重积压，而随着政策效应基本释放完毕，需求得以集中显现；而三、四线城市未在本轮调控政策的覆盖区域内，由于近年来在整个行业层面上出现了进军三、四线的浪潮，导致前期诸多热点三、四线城市市场快速膨胀，市场有效需求正遭遇阶段性低谷。从统计数据来看，2013 年全国 40 大中城市中的一、二线城市累计实现商品房销售额 3.89 万亿元，占全国商品房销售额的 47.8%。一、二线城市总体供不应求，其商品房销售价格也显著高于三、四线城市，百城住宅价格指数样本中的一、二线城市住宅的平均价格分别为 27,903 元/平方米、10,365 元/平方米，同比增速分别为 23.4%、10.2%，而三线城市住宅的平均价格为 7,243 元/平方米，同比仅增长 5.1%，低于全国商品房均价涨幅。

未来，我国房地产市场运行将呈现更加明显的区域性分化特征，一线城市潜在需求尤其是刚性需求强劲，但供应量不足，住房供需矛盾将进一步突出，房价上涨压力加大；二线城市供求基本平衡，未来价格走势取决于经济和人口的辐射力和吸引力；三、四线城市的供应量较大但潜在需求不足，供应过剩风险不容忽视。

## 竞争实力

### 股东支持力度较大

公司控股股东苏高新集团系苏州市人民政府苏州高新区管理委员会旗下全资子公司，故公司实际控制人为苏州高新区管委员会。作为苏高新集团旗下房地产核心业务板块主要运营主体，公司在资源获取、土地审批、经营管理以及资金等方面可得到股东较大支持。

### 丰富的项目运作经验，较高的区域品牌影响力

公司在苏州地区拥有近二十年的开发经验，作为城市建设者，在承接城市开发建设任务过程中培养了大量人才，对区域规划的把握、对区域市场的准确判断以及在区域形成的地产品牌效应使得公司能够最大程度地分享区域经济发展带来的成果。自 20 世纪 90 年代以来，公司陆续在苏州成功开发“名都花园”、“新创大河山”、“新港天都花园”等高品质项目，并在扬州和徐州开发出“新港名城花园”、“徐州万悦城”等项目，累积了丰富的项目开发经验以及良好的市场声誉。

### 较强的区域产业资源整合能力和旅游品牌输出能力

公司涉足房地产、基础设施、旅游及金融股权投资等产业，产业资源丰富，产业结构不断优化，产业协同效应逐步显现。公司可借助在区域内的主导地位实现对各产业资源的整合，推进产业间资源互补和共享，从而实现公司整体收益的增长。

此外，公司以苏州乐园为代表的旅游产业经过 15 年的运营，已经在长三角形成很高的品牌效应。苏州乐园通过整合旅游资源，结合服务业发展机遇，具备了输出品牌、输出管理的能力，公司通过徐州项目的实施培育了文化旅游加地产组合开发、异地扩张的实力，助力公司未来规模发展和盈利空间的增强。

## 业务运营

受行业整体走势的影响，公司近年来收入规模有所波动，但总体仍保持增长态势。2011~2013 年公司分别实现主营业务收入 29.40 亿元、27.43 亿元和 33.76 亿元，近三年复合增长率为 7.16%。公司主营业务收入主要由商品房销售收入、房地产出租收入、游乐服务收入、公用事业污水处理收入、工业品销售收入、基础设施开发收入构成。其中，商品房销售收入是公司主营业务收入的主要来源，近三年占主营业务收入的比例均达到 75%以上，主业运营稳定。

表 4: 2011~2013 年公司主营业务收入构成

业务类型	单位: 亿元		
	2011	2012	2013
商品房销售收入	23.64	21.80	25.80
房地产出租收入	0.70	1.10	1.04
游乐服务收入	2.36	2.84	3.04
公用事业污水处理收入	1.00	0.97	1.05
工业品销售收入	0.54	0.51	0.51
基础设施开发收入	1.16	0.21	2.32
<b>合计</b>	<b>29.40</b>	<b>27.43</b>	<b>33.76</b>

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

### 房地产开发

公司旗下拥有苏州新建设发展有限公司(以下简称“新建设”)、苏州新港建设集团有限公司(以下简称“新港建设”)、苏州永新置地有限公司(以下简称“永新置地”)、苏州高新(徐州)置地有限公司(以下简称“徐州置地”)、苏高新(徐州)置业有限公司(以下简称“徐州置业”)和苏州新港(扬州)置业有限公司(以下简称“新港扬州”)六家房地产项目运作平台, 其中新建设、新港建设和永新置地主要负责苏州地区项目, 徐州置地、徐州置业主要负责徐州地区项目, 新港扬州主要负责扬州地区项目。各下属公司独立运作, 公司在总部设立有投资、规划和营销委员会, 对相关重大项目进行评审把关。

近年来在房地产调控持续的背景下, 公司采取较为稳健的经营策略, 项目新开工面积有所波动。2011~2013 年公司房地产新开工面积分别为 86.1 万平方米、74.1 万平方米和 81.1 万平方米, 其中商品房新开工面积分别为 71.6 万平方米、59.4 万平方米和 75.0 万平方米。2011~2013 年, 公司施工面积分别为 233.3 万平方米、204.3 万平方米和 272.4 万平方米, 其中商品房施工面积分别为 150.8 万平方米、140.7 万平方米和 193.9 万平方米。2012 年新开工面积和施工面积的下降主要在于当年公司紧跟政策和市场变化, 及时调整开发节奏及住宅产品结构, 增加中小户型比例, 优先推进符合政策导向的项目, 在市场景气度下降的情况, 公司整体开发节奏有所放缓; 不过, 2013 年在行业景气度整体上扬的情况下, 公司的开发规模亦随之增长。

表 5: 2011~2013 年公司开工情况

	单位: 万平方米		
	2011	2012	2013
新开工面积	86.1	74.1	81.1
其中: 商品房	71.6	59.4	75.0
施工面积	233.3	204.3	272.4
其中: 商品房	150.8	140.7	193.9

资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

项目区域分布方面, 目前公司房地产开发区域主要集中在苏州地区, 并已拓展至扬州和徐州地区。2013 年公司苏州地区的在建项目约占当年施工面积的 87.72%, 包括宝带熙岸二期、玉山广场、大成郡二期、三期、荣华花园等项目; 徐州地区在建项目约占当年施工面积的 12.28%, 主要为徐州万悦城项目; 当年扬州地区无在建项目, 扬州名兴花园、扬州名仕花园已竣工在售, 新项目尚未动工。总体来看, 苏州是公司总部所在地, 在公司整个发展战略中具有重要的核心位置, 扬州和徐州则是公司重点布局城市。但同时我们也关注到公司目前房地产业务规模仍相对较小, 且市场集中度较高, 对单一市场区域较为依赖, 存在一定的区域集中风险。

从项目的签约和销售情况来看, 2011~2013 年公司分别实现销售面积 21.50 万平方米、23.41 万平方米和 34.68 万平方米; 销售签约金额 18.80 亿元、19.57 亿元和 27.87 亿元。2013 年在市场形势整体回暖的情况下, 公司坚持“快周转”策略, 在扩大开发规模的同时, 更加注重存量的消化, 房地产销售速度有所加快。从销售区域分布来看, 2013 年苏州、扬州和徐州销售金额占当年销售收入的比例分别为 87.12%、11.79%和 1.09%。

表 6: 2011~2013 年公司房地产业务运营情况

指标	单位: 亿元、万平方米		
	2011	2012	2013
销售面积	21.50	23.41	34.68
销售金额	18.80	19.57	27.87
结算面积	32.37	30.86	40.13
结算金额	23.64	21.80	25.80

资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

从结算情况来看, 近年来公司结算面积和结算金额有所波动。2012 年受限购限贷的行业调控的影响, 公司商品房结算面积和结算单价均有所下降, 导致当年结算金额较上年度下降 7.78%。而 2013

年，公司房地产项目结算面积 40.13 万平方米，同比增长 30.04%；结算金额 25.80 亿元，同比增长 18.35%，整体经营态势好转。

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，可使产品满足不同层次的需求。

土地储备方面，公司土地储备量原则上根据三至四年的开发量进行滚动储备。2011 年公司谨慎拿地，积极谋求土地储备方式的创新以降低成本，上半年获取徐州项目一期两地块，占地 72.8 万平方米，下半年下属子公司新建设在高新区中心区域内新增一块商业用地 4.4 万平方米。2012 年，公司通过竞拍新增徐州项目第三块地约 15 万平方米。2013 年，公司获得徐州住宅项目地块 8.4 万平方米，获得扬州住宅地块近 12 万平方米。截至 2013 年末，公司共持有土地规划建筑面积 108.8 万平方米，可对其后续的房地产开发能力和业绩的增长提供了一定支撑。

表 7：2011~2013 年公司土地储备和新增项目情况

	2011	2012	2013
新增土地储备面积(万平方米)	77.2	15.0	20.4
新增项目数(个)	3	1	2

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

从土地储备的区域分布来看，目前公司储备的项目分布于徐州、苏州和扬州。截至 2013 年末，公司徐州储备面积占比 48.67%，苏州储备面积占比为 37.54%，扬州储备面积占比 13.79%。从储备项目获取的方式来看，近年来公司主要通过招拍挂等渠道获取土地资源。未来，公司将密切关注土地市场变化，通过直接投资、收购项目公司及与当地开发商联合开发等方式，深耕已进入的苏州、徐州和扬州三个区域市场。

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。

## 持有型物业租赁

目前，公司持有型物业全部位于苏州市区，主要包括天都商贸中心、乐购超市、水上世界商业广场等，其中天都商贸中心可出租面积约 7 万平方米。天都商贸中心位于苏州高新区核心地段，东临城市主干道长江路，南临竹园路，西临汾湖路，北临玉山路，是集商业、办公于一身的大型城市综合体。目前，天都商贸中心一半租与全屋百货，另一半租给苏州美罗。

近年来公司持有型物业出租情况良好，保持满租状态，2011~2013 年公司分别实现房地产出租收入（含车位等收入）0.70 亿元、1.10 亿元和 1.04 亿元。总体来看，公司持有型物业营业收入规模较小，在公司总收入中占比较低，但具有一定的稳定性，是公司稳定的现金流来源之一。此外，公司持有型物业地理位置较好，具有较大的增值空间。

## 旅游服务业

目前，公司旅游业已形成了苏州和徐州两大旅游产业集群。苏州方面，以苏州乐园为核心，形成了包括水上世界、欢乐世界、儿童世界（糖果世界）、温泉世界及白马涧生态园和阳山风景区等为主要景点的旅游产业集群，其中白马涧生态园和阳山风景区分别于 2012 年和 2014 年受政府委托管理，其他景区为公司自主开发建设所有。徐州方面，目前仅有水上世界（2012 年 7 月开园）和糖果乐园（2014 年 4 月开园）两个景区，徐州欢乐世界正在加紧设备选型和建设准备。2013 年全年，苏州、徐州两大旅游区共接待游客总数超过 291 万人次，实现营收 3.04 亿元，同比增长 7.23%。

酒店方面，目前公司旗下运营酒店三家，全部位于苏州高新区，合计客房数 363 间；其中，清山酒店（一期）2013 年实现营业收入 2,671 万元，较上年度增长 17.36%。此外，公司目前尚有三家酒店在建，合计客房数 933 间，全部完工后，公司旗下酒店客房数将达到 1,296 间，接待能力将大幅提升，具体情况见下表：

表 8: 公司旗下酒店概况

项目名称	位置	类型	客房数	单位: 间
				备注
清山酒店 (一期)	高新区科普路南、青山宕口整治地块	商务型	118	年均入住率 41.20%
宜必思 (浒关店)	高新区鸿福路与 312 国道交叉口	经济型	150	年均入住率 60%
宜必思 (乐园店)	高新区金山路 87 号	经济型	95	年均入住率 44%
日航酒店	长江路东金山路南	五星级	477	预计 2014 年 8 月开业
清山酒店 (二期)	高新区科普路南、青山宕口整治地块	商务型	155	预计 2014 年 10 月底试营业
苏迪酒店	高新区大同路与马墩路口	商务型	301	预计 2015 年 7 月试营业

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司旅游产业将抓住苏州高新区西部旅游大开发契机, 整合本土区域资源, 探索文化旅游地产新型商业模式, 助推区域旅游产业的提档升级及对外拓展。此外, 还将依托“苏州乐园”的品牌效应, 逐步向外输出品牌、输出管理, 实现异地拓展。

### 基础设施开发与经营

公司基础设施开发主要为动迁房建设及代建业务, 代建项目包括医院、学校、文体中心等, 该业务主要由公司旗下的新建设和永新置地承担。根据政府项目委托主体的不同, 公司所需承担的资金成本压力也有所差异, 部分项目可由公司预先申请开工资金, 项目建设过程中, 委托主体根据工程进度将相应资金打入专户, 该模式下, 公司基本无资金压力; 而部分项目则需要公司预先垫付资金, 完工后再与委托主体进行结算。2011~2013 年, 公司动迁房及代建项目施工面积分别为 54.90 万平方米 (动迁房 15.1 万平方米、代建项目 39.8 万平方米)、34.96 万平方米 (全部为代建项目) 和 55.36 万平方米, 结转收入分别为 1.16 亿元、0.21 亿元和 2.32 亿元。公司 2012 年无新增动迁房项目, 当年收入主要为代建管理费收入; 2013 年收入包括代建管理费收入和往年部分动迁房在当年结转的收入。公司目前在建的动迁房及代建项目包括马涧动迁房、康佳动迁房、科技大厦二期、狮山科技馆等。

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, 公司旗下的苏州高新污水处理有限公司 (以下简称“污水公司”) 为苏州高新区内唯一一家污水处理企业, 业务覆盖区域 258 平方公里, 污水公司旗下拥有五个污水处理厂, 污水处理能力可达 30 万吨/日。2011~2013 年, 公司污水处理量分别为 5,180 万吨、5,309 万吨和 5,461 万吨; 实现营业收入分别为 1.00 亿元、0.97 亿元和 1.05 亿元。

热电和物流方面, 公司参股的华能苏州热电有限责任公司和中外运高新物流 (苏州) 有限公司经营状况较好, 可为公司贡献较为稳定的投资收益, 2013 年两家公司分别实现净利润 5,102.29 万元和 7,327.28 万元。

此外, 公司持有苏州钻石金属粉有限公司 83.16% 的股权, 该公司主要经营铜金粉的生产销售业务, 经营状况稳定, 每年可为公司贡献 5,000 多万元的收入。

总体来看, 近年来在房地产调控持续的背景下, 公司采取了较为稳健的经营策略, 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, 整体房地产开发规模基本保持稳定。除房地产开发外, 公司还拥有旅游、基础设施开发与经营等业务, 经营状况良好, 对主业形成了有效补充, 使得公司整体抗风险能力有所增强。同时, 我们也关注到, 目前公司房地产项目区域集中度较高, 业务经营对单一市场区域较为依赖, 存在一定的区域集中风险; 而且多个项目处于在建、拟建阶段, 对其资金运作能力亦提出了更高要求。

## 公司治理

### 治理结构

公司已根据《公司法》、《上市公司治理准则》等的规定, 设立了股东大会、董事会、监事会, 并以《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》为基础, 结合公司实际情况, 先后制定和完善了《董事会提名委员会工作制度》、《独立董事年报工作制度》、《董事会秘书制度》、《总经理工作细则》、《审计委员会工作制度》、《薪酬与考核委员会工作制度》等一系列公司治理的规章制度; 明确了股东大会、董事会、监事



会和经理层在决策、执行、监督等方面的职责权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构相互制衡的治理结构。

公司现任董事会由 9 名成员组成，其中，独立董事 3 名，独立董事在董事会成员中占 1/3。公司董事会严格依据《公司章程》、《董事会议事规则》所规定的程序谨慎决策，认真履行董事职责。公司独立董事能够认真履行自己的职责，按时出席董事会和股东大会，按规定要求发表独立意见。监事会由 3 名成员组成，其中 2 名由股东代表出任，另 1 名由公司职工代表出任，能够独立地对公司财务状况、内部控制以及公司董事、高级管理人员履职情况进行有效监督。

### 内部控制

在内部控制方面，公司在财务管理、资金管理、预算管理、信息与沟通以及内部监督等方面建立了一系列的规章制度。

财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》、《企业会计准则》等有关规定，结合公司实际情况制定了《财务核算管控制度》等基本管理制度，并在此基础上制定了具体的管理办法，规范了财务核算流程。公司总部财务部根据《企业会计准则》的规定编制合并财务报表，季度报告、半年度报告和年度报告按照《证券法》以及上交所的相关规定，按时编制，按规定进行信息披露。

在资金管理方面，公司制定了《资金管控制度》，加大资金管控力度。公司设立有结算中心，统一进行融资方案的规划和实施以及资金结算和调度。公司不允许子公司对外担保，对外融资和对外担保及抵押均由公司统一操作。通过结算中心的设立，公司加强了资金的统筹管理，保证资金链的安全畅通，并可以有效地控制融资成本。

在信息披露方面，公司制订了《信息披露管理制度》、《重大事务及信息报备制度》、《投资者关系管理制度》、《内幕信息知情人管理制度》等相关制度。同时，为进一步规范公司内幕信息管理，保护广大投资者利益，公司根据监管部门要求，进一步完善了内幕信息知情人管理制度，并严格履行《苏

州高新内幕信息知情人管理制度（修订版）》。

内部控制监督方面，公司建立了包括董事会审计委员会、监事会、内审部、总部对子公司的联合检查等多层次的内部控制监督检查体系。其中，公司董事会审计委员会负责监督内部控制的建立健全和有效实施，并对内部控制自我评价情况进行审议监督。审计委员会定期听取内部审计工作报告，及时掌握公司可能存在的内部控制风险，督促重大问题的整改，并积极沟通外部审计，对重点领域提出监督要求。

总体来看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

### 战略规划

根据公司制定的 2014~2018 年发展规划，未来五年中，公司在不具备产业规模化、不具备成本优势的基础上，将采取差异化的竞争战略，聚焦一定的细分市场，聚焦一定的区域，采取独特的产业发展模式，以打造“文化旅游地产先锋”为发展战略愿景。未来，公司文化旅游地产、住宅、旅游服务、环保及其他四大产业架构营收及利润占比将形成“4: 3: 2: 1”的格局。

房地产主业方面，根据实际具备的开发能力，公司在房地产业发展上主要定位于“首次置业及改善性住宅”市场；同时，在本土区域内（苏州新区内），可适当参与部分商业地产及低密度住宅等高端地产。在区域布局上，则采取“立足苏州，加速异地扩张”的策略。在异地扩张的城市选取上，主要以二线城市及处于发展中的、有一定产业基础的、具有一定区域中心地位的三线核心城市为目标城市，实施聚焦区域战略，开拓一个，深耕一个，并以此为中心向周边拓展，力求在目标城市里形成强有力的竞争优势。

旅游业务方面，激活主题公园旅游产业经济模式，拓展旅游板块的产业价值链，打造最具竞争力的旅游休闲综合体。区域布局上，以苏州乐园为品牌，做强高新区乃至苏州城市及周边城市的旅游产业链，努力打造成为长三角新的休闲度假目的地；



复制徐州项目，瞄准二、三线城市的旅游发展机遇，积极强化“旅游+地产”的扩张模式，逐渐向全国性布局迈进。

基础设施运营方面，公司将抓住机遇，改变基础设施经营业的发展模式，拓宽业务，延伸产业链，向环保产业战略转变，将环保产业打造成具备持续稳定收益贡献的重要产业。向环保产业战略转变主要体现为结合污水处理产业进行相关化产业延伸，提升污水处理产业与其他关联产业的联动发展，通过做长价值链实现产值的放大及盈利的提升。

公司管理层面，将构建集团战略控股型管理模式，重新整合各产业运作平台，实施集中化、专业化、标准化管理，突出房地产、旅游两大产业规模优势，进一步提高管理效率及整体效应。

在资本和财务发展策略方面，公司将充分利用资本市场开展以股权融资、债券融资为主的资本运营，为公司的持续发展增添后劲。同时，公司将继续与银行等金融机构保持良好的合作关系，积极拓展基金、信托等多种渠道融资，以支持公司业务规模的扩大。

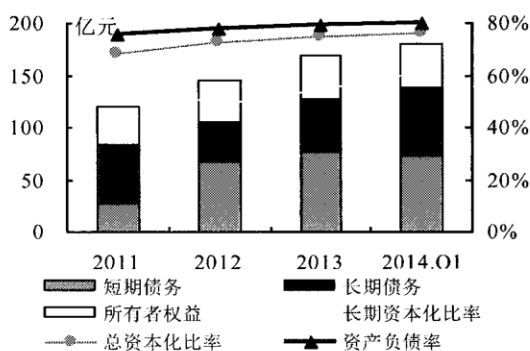
总体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较为稳健，其发展战略有望逐步实现。

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年财务报告及未经审计的 2014 年一季度财务报表。

### 资本结构

图 5：2011~2014.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来随着房地产项目开发建设的推进，苏州

高新资产规模整体呈现增长趋势，2011~2013 年其资产总额分别为 155.80 亿元、181.67 亿元和 200.78 亿元，三年年均复合增长率为 13.52%。公司不断通过内部权益积累实现所有者权益的稳步增长，截至 2013 年末，公司所有者权益为 41.87 亿元，近三年年均复合增长率为 5.10%。同期，在建项目的持续推进和土地储备规模的扩大使得公司对外部负债的依赖程度亦有所增加，2011~2013 年公司负债总额分别为 117.90 亿元、141.84 亿元和 158.92 亿元，复合增长率为 16.10%。受此影响，近三年公司财务杠杆比率持续上升，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 个百分点，与行业内其他上市房地产企业相比，处于中等偏高水平。

2014 年以来，伴随着开发项目的增长，公司外部融资规模持续增加，财务杠杆比率进一步上升。截至 2014 年 3 月末，公司总资产为 208.50 亿元，总负债为 166.47 亿元，资产负债率和剔除预收款项后的实际资产负债率分别上升至 79.84%和 79.20%。

表 9：截至 2013 年 12 月 31 日部分房地产上市公司  
资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	资产负债率	剔除预收账款后资产负债率
万科 A	4,792.05	78.00%	67.43%
招商地产	1,340.40	70.97%	59.68%
首开股份	921.17	83.21%	78.53%
金融街	760.71	67.85%	61.87%
荣盛发展	594.05	78.99%	69.09%
新城地产	338.82	79.70%	72.13%
苏州高新	200.78	79.15%	78.26%

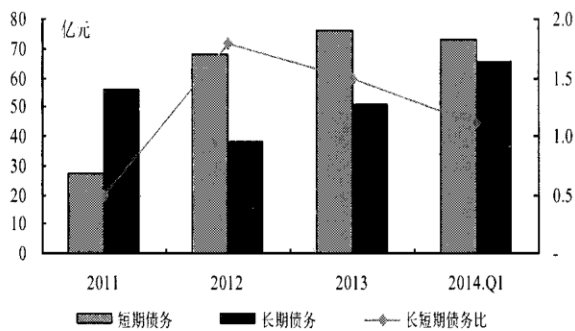
注：剔除预收账款后资产负债率 = (负债总额 - 预收款项) / (资产总额 - 预收款项)

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构看，鉴于房地产项目开发周期较长，公司付息债务期限以 2~3 年为主。近年来随着长期借款的滚动到期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）有所波动，2011~2013 年及 2014 年 3 月末分别为 0.49、1.79、1.50 和 1.12，公司债务结构有待进一步优化。鉴于 2014 年内公司仍有 70 亿元左右的债务将逐步到期，公司面临较大的短

期债务偿还压力。

图 6: 2011~2014.Q1 公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司业务规模稳步增长, 债务规模持续增加, 财务杠杆比率随之上升, 且债务期限结构有待进一步优化。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, 这也将推动公司财务杠杆比率进一步上升。

### 流动性

近年来公司流动资产规模逐年增长, 截至 2013 年末, 公司流动资产为 154.43 亿元, 近三年复合增长率为 15.28%, 占资产总额的比重不断上升。从流动资产的结构看, 公司流动资产主要由存货和货币资金构成, 两项合计占流动资产的比重保持在 94% 以上。

表 10: 2011~2014.Q1 公司流动资产分析

	2011	2012	2013	2014.Q1
流动资产/总资产	74.59%	76.22%	76.91%	77.64%
存货/流动资产	90.47%	84.76%	83.32%	81.11%
货币资金/流动资产	6.25%	10.51%	11.28%	12.89%
(存货+货币资金)/流动资产	96.72%	95.28%	94.60%	94.00%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 11: 2013 年末部分房地产上市公司流动资产分析

公司	流动资产/总资产	货币资金/流动资产	存货/流动资产
万科 A	92.25%	10.04%	74.91%
招商地产	91.65%	19.73%	63.88%
首开股份	91.24%	15.59%	76.12%
金融街	79.26%	16.21%	70.97%
荣盛发展	96.57%	8.06%	68.72%
新城地产	96.00%	15.37%	74.59%
苏州高新	76.91%	11.28%	83.32%

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

存货方面, 在建面积和土地储备规模的提升使得公司存货规模不断增长。截至 2013 年末, 公司存货净额为 128.67 亿元, 同比增加 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。

资产周转效率方面, 由于公司所开发项目品质较高, 销售均价通常高于周边可比项目, 销售周期较长, 导致其 2011、2012 年资产周转速度偏慢。2013 年以来, 在公司“快周转”的经营策略带动下, 存货周转速度得到一定提升, 当年存货周转率和总资产周转率分别为 0.21 次和 0.18 次, 分别较上年度提高 0.05 次和 0.02 次, 但与同行业相比, 公司资产周转效率仍有进一步提升的空间。

表 12: 公司 2011~2013 年周转率相关指标

	2011	2012	2013
存货周转率 (次/年)	0.18	0.16	0.21
总资产周转率 (次/年)	0.20	0.16	0.18

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 13: 2013 年部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	货币资金/短期债务
万科 A	0.32	0.32	0.94
招商地产	0.25	0.27	2.29
首开股份	0.16	0.17	1.00
金融街	0.31	0.27	1.33
荣盛发展	0.38	0.38	0.44
新城地产	0.54	0.53	2.08
苏州高新	0.21	0.18	0.23

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

现金流方面, 2011~2013 年公司经营性净现金流分别为 -14.64 亿元、-2.65 亿元和 -9.31 亿元。2012 年在行业调控持续深入的背景下, 公司相应放缓开发节奏, 扩张较为谨慎, 经营性净现金流状况得以改善。2013 年以来, 随着房地产市场回暖, 公司加大了拿地力度, 当年新增部分土地储备, 加之在建

项目的持续投入，致使公司当年经营性现金流呈现大幅净流出态势。

货币资金方面，近年来公司年末货币资金有所增长，但由于债务规模出现较大幅度上升，货币资金/短期债务下降至 0.23 倍，货币资金对短期债务的覆盖程度不足。不过，得益于公司良好的融资能力和股东苏高新集团的大力支持，公司筹资性活动现金流保持持续净流入态势，对公司流动性形成了一定补充。

表 14：2011~2013 年公司部分流动性指标

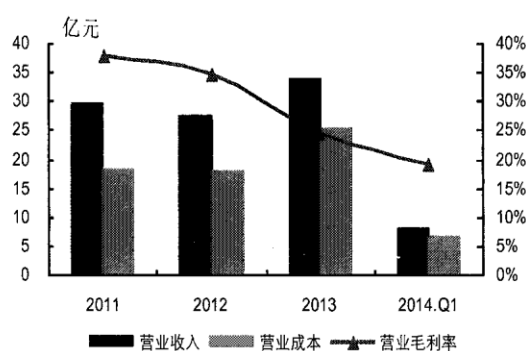
	2011	2012	2013
货币资金（亿元）	7.26	14.56	17.42
经营活动现金流净额（亿元）	-14.64	-2.65	-9.31
经营净现金流/短期债务	-0.54	-0.04	-0.12
货币资金/短期债务	0.27	0.21	0.23

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产周转速度仍有一定的提升空间，而且随着项目开发规模的扩大，公司面临一定的资金压力。但考虑到公司较强的融资能力和股东苏高新集团在资金方面的大力支持，对其流动性可形成一定补充，有利于缓解其资金压力。

## 盈利能力

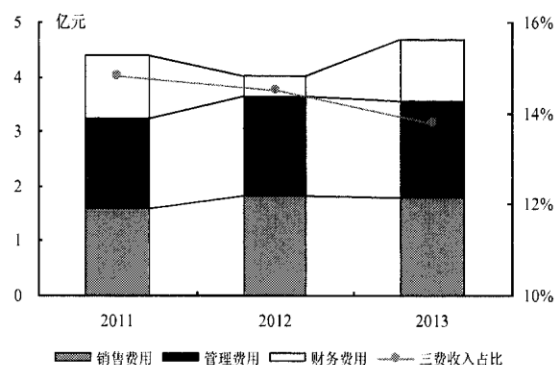
图 7：2011~2014.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来受行业整体走势的影响，公司营业收入呈一定的波动态势，2011~2013 年公司分别实现营业收入 29.72 亿元、27.71 亿元和 33.93 亿元，三年年均复合增长率为 6.86%。营业毛利率方面，随着土地和建安成本上升带来的整体营业成本的较快增长以及销售结算单价的下降，公司营业毛利率呈下降态势，2011~2013 年公司营业毛利率分别为 38.04%、34.53%和 24.55%，2014 年一季度营业毛利率进一步下降至 18.99%。

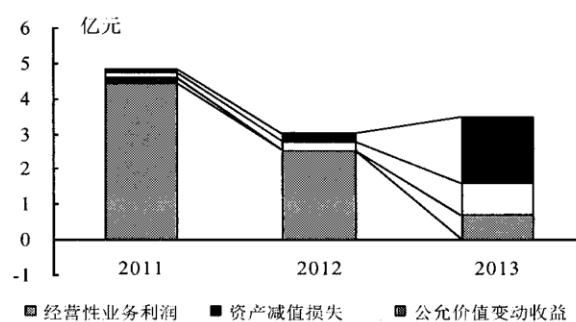
图 8：2011~2013 年公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着房地产项目开发进度的调整，其费用支出规模相应有所波动，但整体来看，期间费用规模占比相对稳定。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度上升 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 9：2011~2013 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

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。尽管期间费用规模相对稳定，但随着主业毛利空间的下降，公司经营性业务利润不断减少，2011~2013 年分别为 4.43 亿元、2.50 亿元和 0.73 亿元。受此影响，公司 2012 年实现利润总额 2.96 亿元，同比下降 33.99%。

不过, 2013 年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, 有效推动了当年利润总额的增长。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, 公司股权投资收益保持稳定。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。2011~2013 年, 公司净资产收益率分别为 8.62%、5.29%和 6.78%, 盈利能力一般。

表 15: 2013 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	净资产收益率
万科 A	31.47%	17.35%
招商地产	41.52%	14.15%
首开股份	36.78%	9.17%
金融街	37.53%	14.39%
荣盛发展	35.42%	24.99%
新城地产	28.16%	23.80%
<b>苏州高新</b>	<b>24.55%</b>	<b>6.78%</b>

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

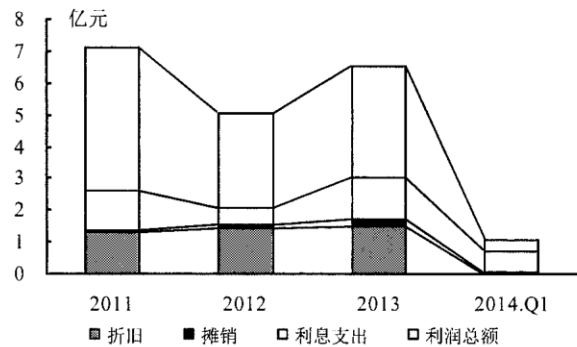
总体来看, 近年来公司收入规模有所上升, 但受土地及建安成本上升和商品房结算单价下降的影响, 公司整体毛利水平下降较多, 导致主营业务利润大幅下滑。鉴于房地产开发业务为公司主要收入来源, 商品房的销售情况仍是影响其盈利水平的重要因素, 因此我们将关注未来政府对房地产行业的持续性调控对公司房地产业务造成的影响。

### 偿债能力

从债务规模来看, 近年来随着在建项目的持续投入和新增土地储备的增加, 公司资金需求量随之加大, 债务规模显著上升。2011~2013 年公司总债务分别为 82.86 亿元、106.21 亿元和 127.14 亿元。

2014 年 3 月末, 公司总债务进一步上升至 138.02 亿元, 其中短期债务 72.85 亿元, 长期债务 65.17 亿元。

图 10: 2011~2014.Q1 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 7.10 亿元、5.01 亿元和 6.53 亿元, 整体呈下降态势。同时, 受债务规模大幅增长的影响, 公司主要偿债指标表现趋弱, 2013 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 19.46 倍和 0.67 倍, EBITDA 对债务本息的覆盖程度有待提升。

表 16: 2011~2013 年公司部分偿债指标

	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: 公司提供, 中诚信证评整理

从融资渠道来看, 凭借与银行良好的合作关系, 公司取得了较大的银行授信规模, 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, 备用流动性较为充裕。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

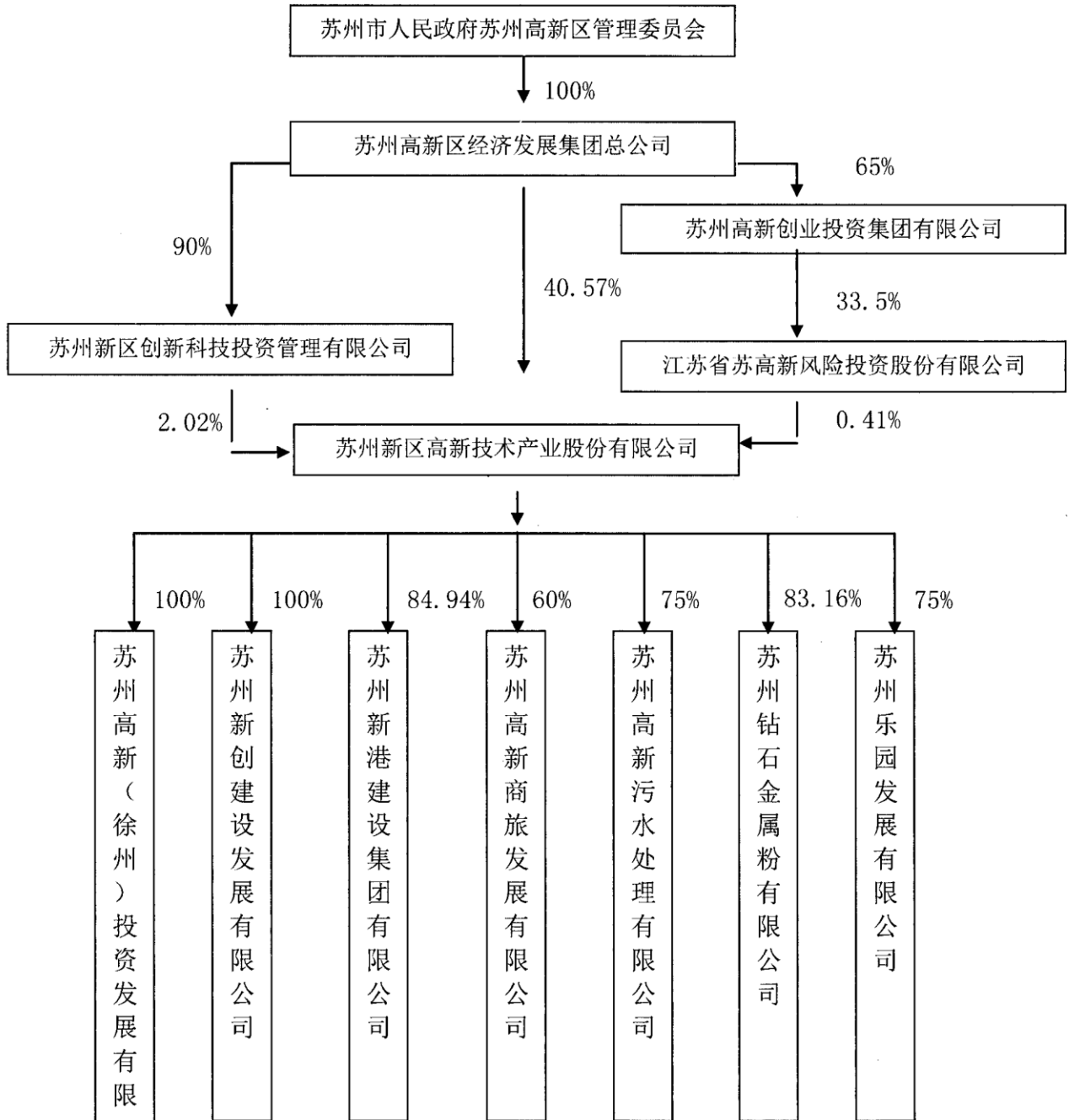
有限公司申请的售后回租赁融资款提供全额不可撤销的连带责任保证；公司为徐州商旅向华融金融租赁公司以设备租赁贷款融资的项目提供全额不可撤销的连带责任保证，担保金额不超过 3 亿元。除此以外，公司没有为控股子公司之外的第三方提供担保，或有负债风险较小。

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和商品房结算单价下降影响，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销售速度有所加快，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。

## 结 论

综上，中诚信证评评定苏州新区高新技术产业股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“苏州新区高新技术产业股份有限公司 2014 年公司债券”信用级别为 **AA**。

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 2014 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)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	72,607.80	145,599.46	174,208.86	208,640.95
应收账款净额	16,582.22	26,745.67	27,369.33	32,660.29
存货净额	1,051,378.36	1,173,757.86	1,286,748.50	1,312,873.94
流动资产	1,162,147.14	1,384,744.24	1,544,308.31	1,618,713.65
长期投资	44,476.26	51,199.01	48,861.64	49,253.77
固定资产合计	293,227.49	318,692.16	347,322.61	349,498.03
总资产	1,557,978.85	1,816,739.83	2,007,832.27	2,084,998.91
短期债务	272,042.24	681,043.07	762,691.86	728,531.23
长期债务	556,526.24	381,103.11	508,701.65	651,679.24
总债务(短期债务+长期债务)	828,568.48	1,062,146.18	1,271,393.51	1,380,210.47
总负债	1,178,961.04	1,418,370.38	1,589,170.55	1,664,731.42
所有者权益(含少数股东权益)	379,017.81	398,369.44	418,661.73	420,267.48
营业总收入	297,175.48	277,112.84	339,324.36	82,793.12
三费前利润	88,299.57	65,197.81	54,021.46	15,723.54
投资收益	1,570.55	2,166.88	8,940.69	471.37
净利润	32,676.73	21,076.98	28,391.19	1,605.76
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	70,961.81	50,109.56	65,347.58	10,754.31
经营活动产生现金净流量	-146,428.04	-26,470.26	-93,120.14	-51,693.34
投资活动产生现金净流量	-57,515.78	-44,870.63	11,463.11	-10,069.43
筹资活动产生现金净流量	120,812.72	119,157.38	83,766.15	79,175.82
现金及现金等价物净增加额	-83,131.94	47,816.59	2,107.98	17,413.06
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	38.04	34.53	24.55	18.99
所有者权益收益率(%)	8.62	5.29	6.78	1.53
EBITDA/营业总收入(%)	23.88	18.08	19.26	12.99
速动比率(X)	0.18	0.21	0.24	0.31
经营活动净现金/总债务(X)	-0.18	-0.02	-0.07	-0.15
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.54	-0.04	-0.12	-0.28
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.33	-0.30	-0.96	-2.15
EBITDA 利息倍数(X)	1.13	0.57	0.67	0.45
总债务/EBITDA(X)	11.68	21.20	19.46	31.89
资产负债率(%)	75.67	78.07	79.15	79.84
总债务/总资本(%)	68.61	72.72	75.23	76.66
长期资本化比率(%)	59.49	48.89	54.85	60.79

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2014.Q1 的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 指标均经年化处理。

**附三：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益



#### 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

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

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。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

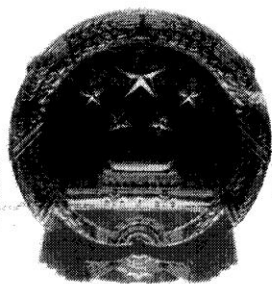
5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

## 关于苏州新区高新技术产业股份有限公司 2014年公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就有关事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）予以公告。



# 营业执照

注册号 310229000312932

证照编号 29000000201405140429

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	一人有限责任公司（法人独资）
住所	青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室
法定代表人	关敬如
注册资本	人民币 5000.0000 万元整
成立日期	1997 年 8 月 20 日
营业期限	1997 年 8 月 20 日至 2017 年 8 月 19 日
经营范围	证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，实业投资，资产管理，金融咨询，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一分支。 【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2014

年 05 月 14 日



# 中华人民共和国 组织机构代码证

代 码: **13461835-9**



机 构 名 称: 中诚信证券评估有限公司

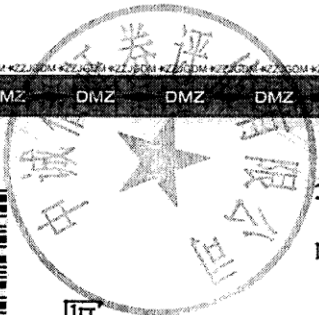
机 构 类 型: 企业法人

地 址: 上海市青浦区新业路599号1幢968室

有 效 期: 自二〇一二年四月二十五日到二〇一六年四月二十四日截止

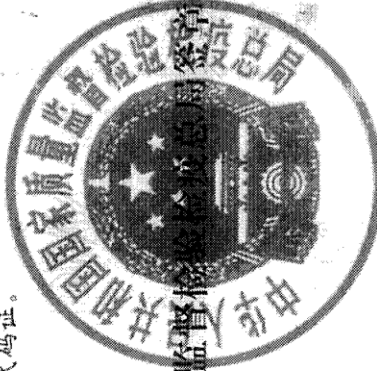
颁 发 单 位: 上海市质量技术监督局

登 记 号: 沪代管310118035177



## 说 明

1. 中华人民共和国组织机构代码是组织机构在中华人民共和国境内唯一的, 始终不变的法定代码标识, 《中华人民共和国组织机构代码证》是组织机构法定代码标识的凭证, 分正本和副本。
2. 《中华人民共和国组织机构代码证》不得出租、出借、冒用、转让、伪造、变造、非法买卖。
3. 《中华人民共和国组织机构代码证》登记项目发生变化时, 应向发证机关申请变更登记。
4. 各组织机构应当按规定, 接受发证机关的年度检验。
5. 组织机构依法注销、撤消时, 应向原发证机关办理注销登记, 并交回全部代码证。



中 华 人 民 共 和 国

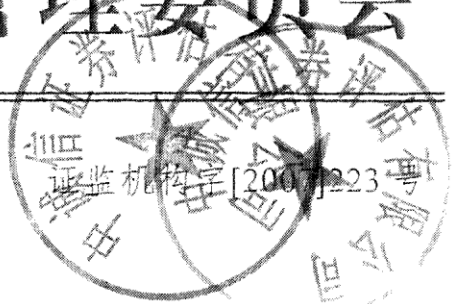
国家质量监督检验检疫总局

年 检 记 录

年 月 日	年 月 日	年 月 日	年 月 日
-------	-------	-------	-------

NO.2011 4415994

# 中国证券监督管理委员会

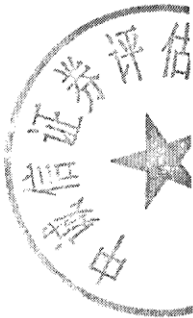


## 关于核准中诚信证券评估有限公司 从事证券市场资信评级业务的批复

中诚信证券评估有限公司：

你公司报送的《关于证券市场资信评级业务资格的申请》（中诚信[2007]16号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》（证监会令第50号）的有关规定，经审核，现批复如下：

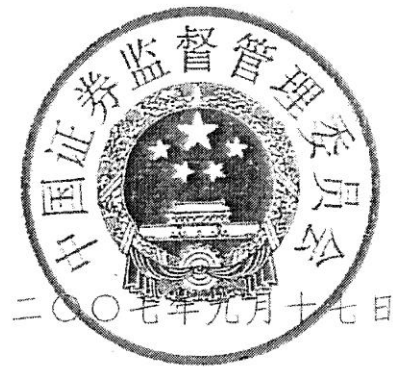
- 一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。
- 二、你公司应当严格按照《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》的规定，开展证券市场资信评级业务。
- 三、你公司应当自本批复下发之日起30个工作日内，到我会



领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商变更登记。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，报我会备案。

五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中，遇到问题，应当及时向我会报告。



**主题词：证券市场 资信评级 批复**

抄送：国家工商总局，中国人民银行，上海证监局，上海、深圳专员办，各证券、期货交易所，中国证券登记结算公司，中国证券业、期货业协会。

分送：会领导。

办公厅，发行部，公众公司办，市场部，机构部，上市部，基金部，期货部，稽查一局，稽查二局，法律部，会计部，国际部，存档。

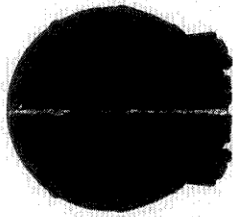
证监会办公厅

2007年9月17日印发

打字：组晓光

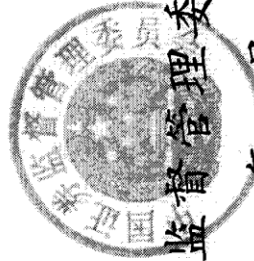
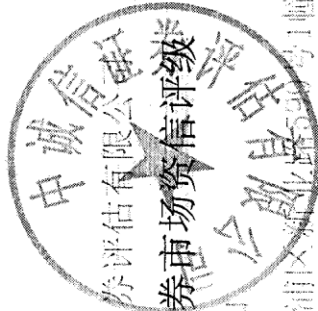
校对：孟繁永

共印40份



# 中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证券评估有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级  
法定代表人：姜敬如  
注册地址：上海市青浦区崧泽大道599号1幢968室  
编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日



**SAC** 证券从业人员资格考试  
成绩合格证



王维，证件号码:420822198401173137，于2009年03月14日 参加证券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核实信息

2009033102257901



**SAC** 证券从业人员资格考试  
成绩合格证



王维，证件号码:420822198401173137，于2009年03月14日 参加证券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核实信息

2009033102257804



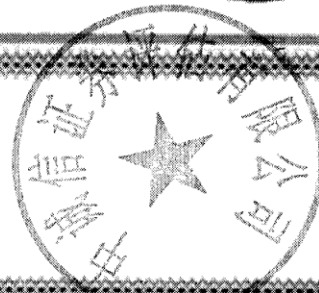
**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



马延辉，证件号码:410327198606200015于2012年12月02日参加证  
券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

2012123104357604



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



马延辉，证件号码:410327198606200015于2007年10月20日参加证  
券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

20073200124901



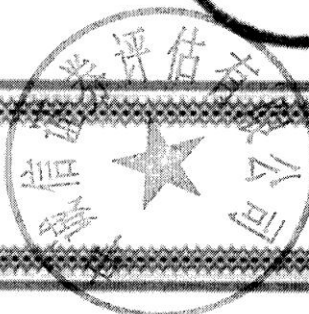
**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



方琦，证件号码:420106198310224025于2008年06月28日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

20083102052101



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



方琦，证件号码:420106198310224025于2008年06月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

20083102052104





# 税务登记证

号  
地 税 沪 字 310229134618359

纳 税 人 名 称 : 中 诚 信 证 券 评 估 有 限 公 司  
法 定 代 表 人 ( 负 责 人 ) : 关 敬 如  
地 址 : 上 海 市 青 浦 区 新 业 路 399 号 4 幢 968 室



登 记 注 册 类 型 : 其 他 有 限 责 任 公 司

经 营 范 围 : 证 券 市 场 资 信 评 级 , 贷 款 企 业 资 信 等 级 评 估 , 企 业 资 信 评 价 服 务 , 实 业 投 资 , 资 产 管 理 , 金 融 咨 询 , 企 业 形 象 策 划 , 企 业 咨 询 服 务 , 电 子 商 科 技 产 品 开 发 经 营 , 附 一 分 支 。 ( 涉 及 行 政 许 可 的 , 先 许 可 后 经 营 )

批 准 设 立 机 关 : 工 商 行 政 管 理 局

扣 缴 义 务 : 依 法 确 定

