



信用等级通知书

信评委函字[2015] 374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2016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。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一五年十一月二十四日

苏州新区高新技术产业股份有限公司 2016 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	苏州新区高新技术产业股份有限公司
申请规模	本次公开发行的公司债券票面总额不超过人民币10亿元（含10亿元）。
债券期限	本次公开发行的公司债券期限为不超过5年（含5年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，具体存续期限由公司与主承销商根据资金需求情况和发行时市场情况在上述范围内确定。
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。
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。

概况数据

苏州高新	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益（亿元）	39.84	41.87	44.39	55.83
总资产（亿元）	181.67	200.78	212.55	213.98
总债务（亿元）	106.21	127.14	133.54	127.18
营业总收入（亿元）	27.71	33.93	35.75	17.79
营业毛利率（%）	34.53	24.55	25.69	21.94
EBITDA（亿元）	5.01	6.53	8.40	-
所有者权益收益率（%）	5.29	6.78	4.96	1.19
资产负债率（%）	78.07	79.15	79.11	73.91
总债务/EBITDA（X）	21.20	19.46	15.40	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.57	0.67	0.55	-

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、2015.Q3 所有者权益收益率经年化处理。

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 2016 年公司债券”信用级别为 **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及实际控制人苏州国家高新技术产业开发区管理委员会的持续支持。
- 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 20 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

出管理的能力基础。

关 注

- 房地产行业风险。作为典型的周期性行业，房地产受外部政策及宏观经济环境变化影响较大，现阶段我国房地产市场景气度波动明显，部分地区供需结构处于调整阶段，2012年以来公司房产开发利润率已有所下降，未来市场环境的变化将对公司的区域布局及经营策略提出新的要求。
- 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波动等因素的影响，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，财务杠杆水平较高。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。

分 析 师

罗彬璐 bllu@ccxr.com.cn
方丽芳 ylfang@ccxr.com.cn
马延辉 yhma@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2015年11月24日

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

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集团总公司的基础上，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。后经多次增资，截至2015年9月末，苏州高新注册资本为1,194,292,932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%，公司实际控制人为苏州国家高新技术产业开发区管理委员会。

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2014年12月31日，公司资产总额212.55亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计44.39亿元，资产负债率为79.11%；2014年全年，公司实现营业收入35.75亿元，净利润2.20亿元，经营活动净现金流2.83亿元。

截至2015年9月30日，公司资产总额213.98亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.83亿元，

资产负债率73.91%。2015年1~9月，公司实现营业收入17.79亿元，净利润0.50亿元，经营活动现金净流量为-10.76亿元。

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2016年公司债券
发行规模	本次公开发行的公司债券票面总额不超过人民币10亿元（含10亿元）。
债券期限	本次公开发行的公司债券期限为不超过5年（含5年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，具体存续期限由公司与主承销商根据资金需求情况和发行时市场情况在上述范围内确定。
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
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	本次发行公司债券募集资金将用于偿还银行借款及补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

全国房地产行业

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，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，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自2012年3月开始逐步回升，2013年房地产市场延续了2012年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014

年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。

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 点；至 2009 年 3 月探底，至 94.74 点。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 点后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，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 点。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39 点，较 2011 年末降低 4.5 点。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。2013 年，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 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 点左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年，国房景气指数延续下滑态势，截至 2015 年 6 月末，国房景气指数为 92.63 点，较上月上升 0.2 点，系 7 个月来首次出现回升。

图 1：2010.02~2015.06 国房景气指数

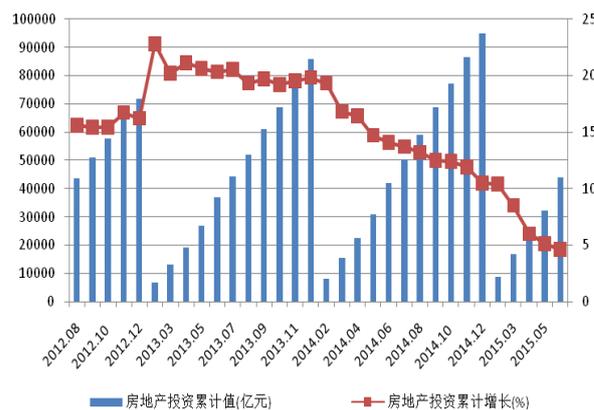


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2012 年全国共完成房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速回落 11.9 个百分点。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 19.8%，增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步

回落，全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，增速已经下降至 10.5%。尽管 2015 年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速仍延续回落态势，2015 年 1~6 月，全国房地产开发投资 43,955 亿元，同比名义增长 4.6%，增速比 1~5 月继续回落 0.5 个百分点。

图 2：2012.08~2015.06 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，受房地产投资增速下滑的影响，2012 年全国房屋新开工面积增速大幅下滑，并出现负增长，当年全国房屋新开工面积 177,334 万平方米，同比下降 7.3%。2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较 2012 年呈明显提升，2013 年全国房屋新开工面积 201,208 万平方米，较 2012 年增长 13.5%，增幅提高 2 个百分点。2014 年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014 年，房地产新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%。2015 年 1~6 月份，房地产开发企业房屋新开工面积 67,479 万平方米，同比下降 15.8%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2012 年，房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012 年，房地产开发企业土地购置面积 35,667 万平方米，较 2011 年下降 19.5%；土地成交

价款 7,410 亿元，同比下降 16.7%，降幅较 2011 年扩大 6.4 个百分点。2013 年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013 年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米，比上年增长 8.82%，土地成交价款 9,918 亿元，增长 33.9%，增速提高 2.4 个百分点。2014 年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米，同比下降 14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为 10,019.88 亿元，同比增长 1.0%。2015 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积 9,800 万平方米，同比下降 33.8%，降幅比 1~5 月扩大 2.8 个百分点；同期，土地成交价款 2,866 亿元，通过下降 28.9%，降幅比 1~5 月扩大 3.1 个百分点。

从销售情况看，2012 年随着调控政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢，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；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 2.1 个百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下，房地产投机性需求得以遏制，刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。2013 年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高 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%；同年，商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 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%。

2014 年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292

亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1% 和 7.8%。在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014 年 1~4 月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，自 2014 年 5 月以来，百城指数环比已经连续下降 9 个月。2015 年 1~5 月，全国商品房销售面积与销售额分别为 35,996.38 万平方米和 24,408.62 亿元，同比分别下降 0.20% 和上升 3.10%，出现量跌价升的形势。截至 2015 年 6 月，全国 100 个城市（新建）住宅均价环比上涨 0.56%，涨幅扩大 0.11 个百分点，同比下跌 2.70%，跌幅收窄 1.03 个百分点。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。自 2012 年 4 月以来，全国商品房库存面积呈持续上升态势，截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米；其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。但受 2015 年以来持续利好政策刺激，全国商品房待售面积环比出现下滑，截至 2015 年 6 月末，全国商品房待售面积 6.57 亿平方米，环比减少 0.02%。

表 2：2012~2015.06 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2012	2013	2014	2015.06
资金来源合计	96,538	122,122	121,991	58,948
同比增长率	12.7	26.5	-0.1	0.1
其中：自筹资金	39,083	47,425	50,419	23,844
占比	48.48	38.83	41.33	40.45
同比增长	11.7	21.3	6.3	0.1
国内贷款	14,778	19,673	21,242	10,831
占比	15.31	16.11	17.41	18.37
同比增长	13.2	33.1	8.0	4.1
利用外资	402	534	639	179
占比	0.42	0.44	0.52	0.30
同比增长	-48.8	32.8	19.7	3.9
其他来源	42,275	54,491	49,689	24,095
占比	43.79	44.62	40.73	40.88
同比增长	14.7	28.9	-8.8	2.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，2014 年房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比 2013 年下降 0.1%。

结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。2014 年，自筹资金和国内贷款同比增速分别为 6.3% 和 8.0%，占比分别提高至 41.33% 和 17.41%。从房地产贷款余额的结构看，个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在 60% 以上。截至 2014 年末，全国个人购房贷款余额为 115,278 亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.32%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.41%。2014 年其他来源资金 49,689 亿元，同比下降 8.8%，该类资金占比也下降至 40.73%；在其他来源资金中，定金及预收款 30,276 亿元，同比下降 12.4%，个人按揭贷款 13,745 亿元，同比下降 2.6%。2015 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 58,948 亿元，同比增长 0.1%，较 1~5 月下降 1.6 个百分点。其中，国内贷款 10,831 亿元，利用外资 179 亿元，自筹资金 23,844 亿元，其他资金 24,095 亿元。在其他资金中，定金及预收款 14,121 亿元，个人按揭贷款 7,163 亿元。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2012~2014 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 46.6%、26.7% 和 57.2%，连续保持高速增长。2014 年末，保障性住房开发贷款余额达 1.14 万亿元，占同期房产开发贷款的 26.64%。截至 2015 年 6 月末，房产开发贷款中的保障性住房开发贷款余额 1.53 万亿元，同比增长 58.2%；1~6 月份增加 3,895 亿元，同比多增 1,493 亿元，增量占同期房产开发贷款的 68.6%，比上年同期增量占比高 21.2 个百分点。

行业政策

从房地产的发展过程来看，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，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。

2014 年继“两会”上中央提出分类调控后，地方政府纷纷自主出台调整政策，集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面，南宁率先松绑限购政策，之后其他限购城市陆续放松限购，10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购；对于更为重要的资金层面，中央政府相继出台央五条、定向降准，以及央行银监会放松“二套房”贷款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费，支持居民合理的住房需求。

自 2014 年下半以来，政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持；2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；同日，财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税。与此同时，中国人民银行多次宣布降准，以缓解银行可贷资金

不足问题，促进上述政策实际落地；此外，上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地；津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表 3：2014 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2014.01	国土资源部	《组建不动产登记局，开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度，加快组建不动产登记局，扎实开展不动产统一登记
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策，满足首套自住购房的贷款需求，切实提高保障性安居工程金融服务水平
2014.03	全国人大	全国人大正在推进房地产税立法工作，在其出台之前，不动产登记、住房信息联网等将先期进行
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划》，2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60% 左右，户籍人口城镇化率达到 45% 左右。
2014.04	中国人民银行	中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存货准备金率
2014.05	国土资源部	从 2014 年开始，用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度，用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台
2014.05	中国人民银行	优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求；合理确定首套房贷款利率水平；及时审批和发放符合条件的个人住房贷款；严格执行个人住房贷款各项管理规定；加强对住房贷款风险的监测分析
2014.05	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标，放宽棚改概念企业债发行条件，推出项目收益类债券、扩大贷债范围等举措
2014.06	中国人民银行	从 2014 年 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2014.07	住建部	《第一次全国住房城乡建设工作会议》，对房地产政策完善提出了三点落实意见：千方百计消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套设施
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见
2014.09	中国人民银行和银监会	《关于进一步做好金融服务工作等通知》，放松了“二套房”贷款的认定标准
2014.10	住建部、财政部和中国人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放宽公积金贷款条件，职工连续缴存 6 个月即可申请公积金贷款，并取消四项收费
2014.11	中国人民银行	自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房首付可低至四成
2015.03	财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地制宜，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
2015.05	中国人民银行	自 2015 年 5 月 11 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整

2015.06 中国人民银行

自 2015 年 6 月 28 日起有针对性地对金融机构实施定向降准，同时下调贷款和存款基准利率，其中，一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、住房公积金存贷款利率相应调整

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税费负担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

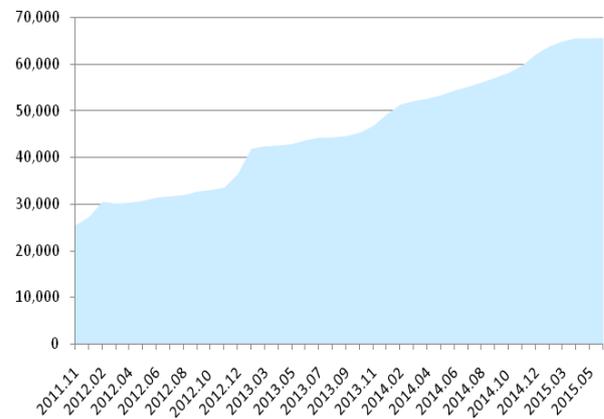
行业关注

2014 年下半年以来，政策层面对房地支持持续增强，但短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调

2014 年我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在 2014 年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。而从 2014 年下半年以来，鉴于整体经济下行压力较大，房地产行业景气度欠佳，政策层面的支持力度持续增强，以促进房地产企稳回升。截至 2015 年 6 月末，商品房待售面积 65,738 万平方米，比 5 月末增加 72 万平方米；其中，住宅待售面积减少 191 万平方米，办公楼待售面积增加 35 万平方米，商业营业用房待售面积增加 103 万平方米。另根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。行业利好政策频出，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放；但无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。

图 3：2011.11~2015.06 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控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，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2014 年全国行业排名前 10 的房产企业销售额占全国市场的比例从 2013 年的 13.72% 上升至 17.19%，增加了 3.47 个百分点，升幅同比提升了 2.51 个百分点；前 20 和前 50 的房产企业同比也分别提升了 4.27 个百分点和 5.42 个百分点，提升幅度加大。从行业发展趋势来看，资本实力较强、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，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

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国家高新技术产业开发区管理委员会旗下全资子公司，承担高

新区的国有资产运营和重点工程及重大项目的开发、建设、运营和服务等职责，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及实际控制人的较大支持。

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，积累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

受益于公司的多元化经营，公司近年来收入规模保持增长态势。2012~2014年公司分别实现主营业务收入27.43亿元、33.76亿元和35.55亿元，近三年复合增长率为9.03%。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4：2012~2014年公司主营业务收入构成

单位：亿元

业务类型	2012	2013	2014
商品房销售收入	21.80	25.80	29.56
房地产出租收入	1.10	1.04	1.06
游乐服务收入	2.84	3.04	3.24
公用事业污水处理收入	0.97	1.05	1.19
工业品销售收入	0.51	0.51	0.49
基础设施开发收入	0.21	2.32	0.01
合计	27.43	33.76	35.55

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

房地产开发

公司旗下拥有苏州高新地产集团有限公司（以下简称“地产集团”）、苏州新创建设发展有限公司（以下简称“新创建设”）、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”）和苏州高新地产（扬州）有限公司（以下简称“扬州公司”）六家房地产项目运作平台，其中地产集团、新创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，扬州公司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。2012~2014年公司房地产新开工面积分别为74.1万平方米、81.1万平方米和43.66万平方米，其中商品房新开工面积分别为59.4万平方米、75.0万平方米和26.14万平方米。2012~2014年，公司施工面积分别为204.3万平方米、272.4万平方米和232.6万平方米，其中商品房施工面积分别为140.7万平方米、193.9万平方米和169.34万平方米。2014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。

表 5：2012~2014 年公司开工情况

	单位：万平方米		
	2012	2013	2014
新开工面积	74.1	81.1	43.66
其中：商品房	59.4	75.0	26.14
施工面积	204.3	272.4	232.60
其中：商品房	140.7	193.9	169.34

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。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，2012~2014 年公司分别实现销售面积 23.41 万平方米、34.68 万平方米和 23.74 万平方米；销售签约金额 19.57 亿元、27.87 亿元和 25.41 亿元。2013 年在市场形势整体回暖情况下，公司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。2014 年，受宏观经济下行以及房地产行业景气度下滑的影响，销售面积和销售金额都有所下降。从销售区域分布来看，2014 年苏州、徐州和扬州销售金额占当年销售收入的比例分别为 91.62%、4.45% 和 3.93%。整体来看，公司的销售额和房地产行业景气度紧密联系，2012~2014 年呈现先升后降的态势；同时，公司的房地产销售市场主要集中在苏州，集中度偏高。

表 6：2012~2014 年公司房地产业务运营情况

指标	单位：亿元、万平方米		
	2012	2013	2014
销售面积	23.41	34.68	23.74
销售金额	19.57	27.87	25.41
结算面积	30.86	40.13	29.51
结算金额	21.80	25.80	29.33

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

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。

从土地储备来看，截至 2015 年 9 月末，公司土地储备 5 块，总面积 44 万平方米，总成本 8.21 亿元。2014 年以及 2015 年 1~9 月，公司均无新增土地储备。整体看，公司目前土地储备规模偏小，对此应予以关注。

表 7：2012~2014 年公司土地储备和新增项目情况

	2012	2013	2014
新增土地储备面积（万平方米）	15.0	20.4	0
新增项目数（个）	1	2	0

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和苏州。截至 2014 年末，公司徐州储备面积占比 58.38%，苏州储备面积占比为 41.62%。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、徐州市场。

截至 2014 年末，公司在售、在建、拟建项目建筑面积合计 214 余万平方米，其中住宅项目 193 余万平方米，商业项目 21 余万平方米。根据目前各项目的建设进度来看，2015 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 29.70 亿元，导致其面临一定的融资压力。

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规划、建设。2014 年全年，苏州、徐州两大旅游区共

接待游客总数超过 318 万人次，实现营收 3.38 亿元，同比增长 11.18%。

酒店方面，目前公司旗下运营酒店三家，位于苏州高新区及徐州云龙湖风景区，合计客房数 452 间，其中徐州乐园度假酒店 2015 年试运营；2014 年三家酒店共实现营业收入 811.33 万元，较上年度增长 43.15%。此外，公司目前尚有一家酒店在建，总投资预计 1.6 亿元，完工后，将进一步提升公司旗下酒店的接待能力，具体情况见下表：

表 8：公司旗下酒店概况

单位：间				
项目名称	位置	类型	客房数	备注
宜必思（浒关店）	苏州高新区鸿福路与 312 国道交叉口	经济型	150	年均入住率 85%
宜必思（乐园店）	苏州高新区金山路 87 号	经济型	95	年均入住率 46%
徐州乐园度假酒店	徐州市云龙湖风景区玉带大道 9 号	准三星	207	2015 年试运营
大同路酒店	苏州高新区大同路以北、马敦路以西	经济型	305	预计 2016 年 6 月竣工

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司布局西部大旅游，整合旅游资源，成立大阳山旅游开发公司，推进大阳山及大小贡山项目进程，目前已完成大贡山道路等基础设施建设及部分酒店建设，大阳山水上世界项目方案已确定。同时，公司依托“苏州乐园”的品牌效应，逐步向外输出品牌、输出管理，加大旅游地产项目的对外洽谈力度。

整体来看，公司旅游业务在苏州市场发展成熟，具有很高的知名度。同时，公司旅游产业将抓住苏州高新区西部旅游大开发契机，助推区域旅游产业的升级及对外拓展。随着公司业务结构的调整，旅游业将成为公司重点投资对象之一，未来其营业收入和对公司利润的贡献度将有所提高。

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创建和永新置地承担。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。2012~2014 年，公司动迁房及代建项目施工面积分别为 34.96 万平方米（全部为代建项目）、55.36 万平方米和 56.18 万平方米，结转收入分别为 0.21 亿元、2.32 亿元和 0 亿元。公司目前在建的动迁房及代建项目包括马涧动迁房、姚桥头动迁房、华通八区、华通七区、苏州实验中学、华通花园六区等。

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。2012~2014 年，公司污水处理量分别为 5,309 万吨、5,461 万吨和 5,940 万吨；实现营业收入分别为 0.97 亿元、1.05 亿元和 1.08 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，2014 年两家公司分别实现净利润 5,182 万元和 684 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，2014 年该公司实现营业收入 31,790.20 万元、净利润 8,931.22 万元。

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，未来，公司将形成房地产、旅游服务、环保及创投和类金融四大产业协调发展的格局。

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。

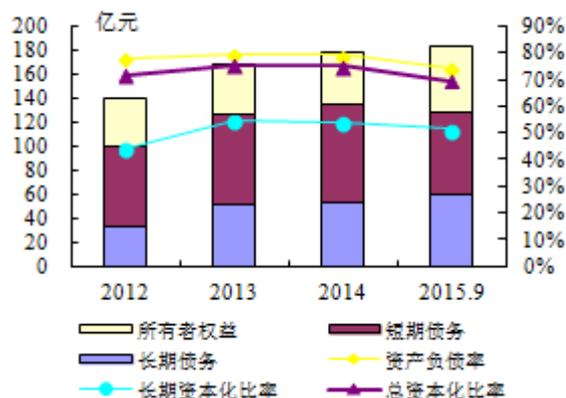
财务分析

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2012~2014年财务报告及未经审计的2015年三季

度财务报表。

资本结构

图4：2012~2015.Q3 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，2012~2014年其资产总额分别为181.67亿元、200.78亿元和212.55亿元，三年年均复合增长率为5.37%。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2014年末，公司所有者权益为44.39亿元，近三年年均复合增长率为3.67%。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，2012~2014年公司负债总额分别为141.84亿元、158.92亿元和168.16亿元，复合增长率为5.83%。杠杆比率方面，截至2014年末，公司资产负债率和总资本化率分别为79.11%和75.05%，分别较上年下降了0.04和0.07个百分点，与行业内其他上市房地产企业相比，公司财务杠杆比率处于中等偏高水平。

表9：截至2014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	净负债率
保利地产	3,657.66	77.89%	106.53%
招商地产	1,516.92	71.16%	33.39%
中粮地产	463.11	76.97%	126.84%
中华企业	408.14	81.99%	221.23%
建发房产	378.44	78.09%	144.08%
苏州高新	212.55	79.11%	258.73%
上实发展	187.48	70.51%	76.11%

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

注：净负债率=(总债务-货币资金)/所有者权益

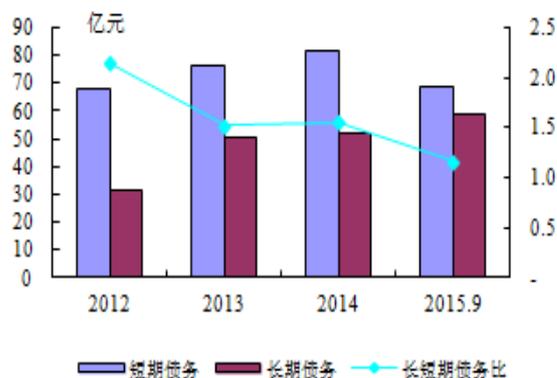
资产构成方面，公司资产主要由流动资产构

成，流动资产主要包括存货、货币资金和其他应收款，由于房地产开发系公司主营业务，公司资产中存货居多，2012年~2015年9月末，存货分别为117.38亿元、128.67亿元、147.24亿元和134.37亿元，分别占总资产的64.61%、64.09%、69.27%和62.80%。另外，货币资金方面，2012年~2015年9月末，公司货币资金分别为14.56亿元、17.42亿元、18.68亿元和27.29亿元，占总资产的比例分别为8.01%、8.68%、8.79%和12.75%。2012~2015年9月末公司其他应收款分别为1.31亿元、3.23亿元、5.16亿元和8.30亿元，占总资产的比例分别为0.72%、1.61%、2.43%和3.88%，主要系公司应收的土地收储款。

公司负债主要由长期借款、短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和预收账款构成，其中长期借款、短期借款占比较大。2012~2015年9月末公司长期借款分别为22.31亿元、48.16亿元、47.29亿元和38.04亿元，占总负债的比例分别为15.73%、30.30%、28.12%和24.05%。2012~2015年9月末公司短期借款分别为30.92亿元、44.23亿元、48.98亿元和49.88亿元，占总负债的比例分别为21.80%、27.83%、29.13%和24.05%。2012年~2015年9月公司总负债规模分别为141.84亿元、158.92亿元、168.16亿元和158.15亿元，其中有息债务规模分别为99.81亿元、126.39亿元、133.54亿元和127.18亿元。

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，2012~2014年及2015年9月末分别为2.15、1.52、1.56和1.16，公司债务结构有待进一步优化。鉴于2016年公司仍有26.12亿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 5：2012~2015.Q3 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，财务杠杆比率偏高，且债务期限结构有待进一步优化。

流动性

近年来公司流动资产规模逐年增长，截至2014年末，公司流动资产为175.44亿元，近三年复合增长率为8.21%，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 10：2012~2015.Q3 公司流动资产分析

	2012	2013	2014	2015.Q3
流动资产/总资产	76.22%	76.91%	82.54%	81.76%
存货/流动资产	84.76%	83.32%	83.93%	76.80%
货币资金/流动资产	10.51%	11.28%	10.65%	15.60%
(存货+货币资金)/流动资产	95.28%	94.60%	94.58%	92.40%

资料来源：公司定期报告，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2014年末，公司存货净额为147.24亿元，同比增加14.43%。从构成情况来看，2014年末公司开发产品占存货余额比重为47.16%，较上年上升了17.91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52.63%，较上年下降18.23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，导致其资产周转速度偏慢，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 11：公司 2012~2014 年周转率相关指标

	2012	2013	2014
存货周转率（次/年）	0.16	0.21	0.19
总资产周转率（次/年）	0.16	0.18	0.17

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 12：2014 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
保利地产	0.29	0.32	1.40
招商地产	0.30	0.30	2.32
中粮地产	0.18	0.21	0.79
中华企业	0.12	0.11	0.44
建发房产	0.30	0.35	0.40
苏州高新	0.19	0.17	0.23
上实发展	0.26	0.19	1.38

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

现金流方面，2012~2014 年公司经营性净现金流分别为-2.65 亿元、-9.31 亿元和 2.83 亿元。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。2014 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。

货币资金方面，近年来公司年末货币资金有所增长，但由于债务规模较大，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 13：2012~2014 年公司部分流动性指标

	2012	2013	2014
货币资金（亿元）	14.56	17.42	18.68
经营活动现金流净额（亿元）	-2.65	-9.31	2.83
经营净现金流/短期债务	-0.04	-0.12	0.03
货币资金/短期债务	0.21	0.23	0.23

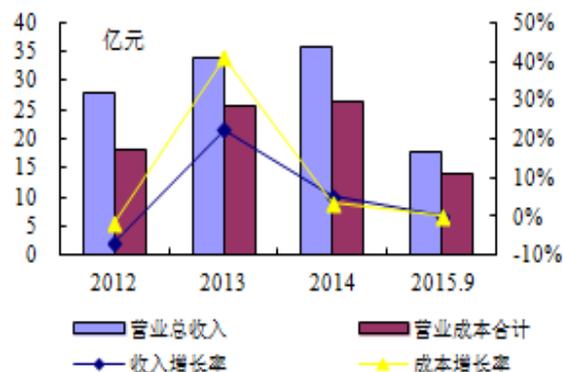
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产周转速度偏慢，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

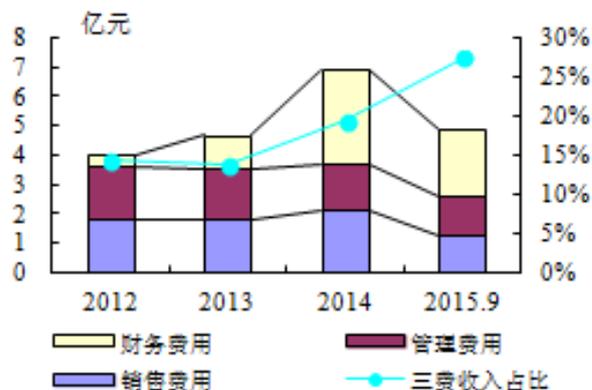
图 6：2012~2015.Q3 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012~2014 年公司分别实现营业收入 27.71 亿元、33.93 亿元和 35.75 亿元，三年年均复合增长率为 8.86%。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变化，公司营业毛利率呈波动态势，2012~2014 年公司营业毛利率分别为 34.53%、24.55%和 25.69%，2015 年前三季度营业毛利率进一步下降至 21.94%。

图 7：2012~2015.Q3 公司期间费用分析

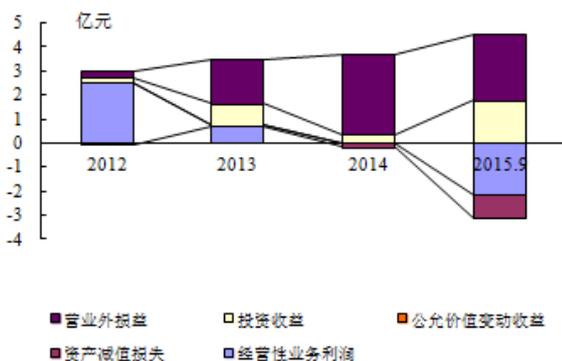


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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。2014 年公司销售费用和管理费用分别为 2.13 亿元和 1.61 亿元，销售费用同比上升了 17.96%，管理费用较上年下降了 7.44%。2014 年公司财务费用 3.21 亿元，较上年度

大幅上升 184.63%，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。尽管管理费用有所下滑，但受财务费用和销售费用大规模上升的影响，2014 年公司期间费用较上年度上升 48.71%，达到 6.95 亿元；当年期间费用占比为 19.44%，较上年上升了 5.67 个百分点。整体看，公司期间费用控制能力有待加强。

图 8：2012~2015.Q3 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。随着主业毛利空间的下降，公司经营性业务利润不断减少，2012~2014 年分别为 2.50 亿元、0.73 亿元和 -0.003 亿元。不过，2014 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。公司 2014 年实现利润总额 3.52 亿元，同比上升了 1.09%。具体来看，2014 年公司实现投资收益 0.36 亿元。营业外损益方面，公司 2014 年取得营业外收入 3.37 亿元，较上年度大幅增长 79.69%，主要系公司土地转让收益以及政府补助增加所致。2012~2014 年，公司净资产收益率分别为 5.29%、6.78% 和 4.96%，盈利能力一般。

表 14：2014 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
保利地产	32.03%	17.60%
招商地产	37.33%	12.59%
中粮地产	37.68%	8.47%
中华企业	22.18%	-6.00%
建发房产	36.58%	22.09%
苏州高新	25.69%	4.96%
上实发展	32.98%	16.62%

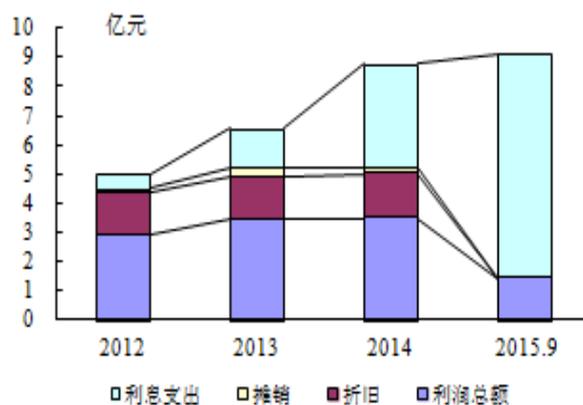
资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

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波动的影响，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调控，以及公司房地产业务的发展策略等对公司业务的影响。

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。2012~2014 年公司总债务分别为 106.21 亿元、127.14 亿元和 133.54 亿元。2015 年 9 月末，公司总债务为 127.18 亿元，其中短期债务 81.34 亿元，长期债务 52.20 亿元。整体看，公司面临一定的债务压力。

图 9：2012~2015.Q3 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，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 5.01 亿元、6.53 亿元和 8.40 亿元，整体呈上升态势。2014 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 15.40 倍和 0.55 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度仍有待提升。

现金流方面，受宏观调控政策以及房地产项目开发、销售周期的影响，公司的经营现金流量波动较大，公司 2012 年~2015 年 6 月末经营性现金流净额分别为 -2.65 亿元、-9.31 亿元、2.83 亿元和 -10.76 亿元。经营活动净现金流对债务本息的保障能力有待提升。

表 15: 2012~2015.Q3 公司偿债能力分析

	2012	2013	2014	2015.Q3
短期债务(亿元)	68.10	76.27	81.34	68.36
总债务(亿元)	99.81	126.39	133.54	127.18
EBITDA(亿元)	5.01	6.53	8.40	-
资产负债率(%)	78.07	79.15	79.11	73.91
总资本化率(%)	71.47	75.12	75.05	69.49
经营净现金流/ 总债务(X)	-0.02	-0.07	0.02	-0.11
总债务/EBITDA(X)	21.20	19.46	15.40	-
EBITDA利息倍数(X)	0.57	0.67	0.55	-

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。截至 2015 年 9 月末公司获得银行授信总额 213.65 亿元(含信托和融资租赁的形式), 公司已使用 97.20 亿元, 未使用 116.45 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。

或有事项方面, 截至 2015 年 9 月末, 公司对外担保主要对象系苏州高新商旅发展有限公司, 对外担保金额为 1.76 亿元, 由于被担保公司目前运营较为正常, 因此公司面临的代偿风险较小。

总体来看, 目前公司负债水平偏高, 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波动影响, 公司整体毛利水平下降较多, 公司 EBITDA 和经营活动净现金流无法对债务本息的覆盖程度较弱, 但考虑到公司各项业务在区域内拥有较强的竞争实力, 发展前景较好, 且较强的股东背景以及良好的银企关系也对其流动性提供良好支撑, 公司整体偿债压力可控。

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 2016 年公司债券”信用级别为 **AA**。

苏州新区高新技术产业股份有限公司

2016年公司债券的跟踪评级安排

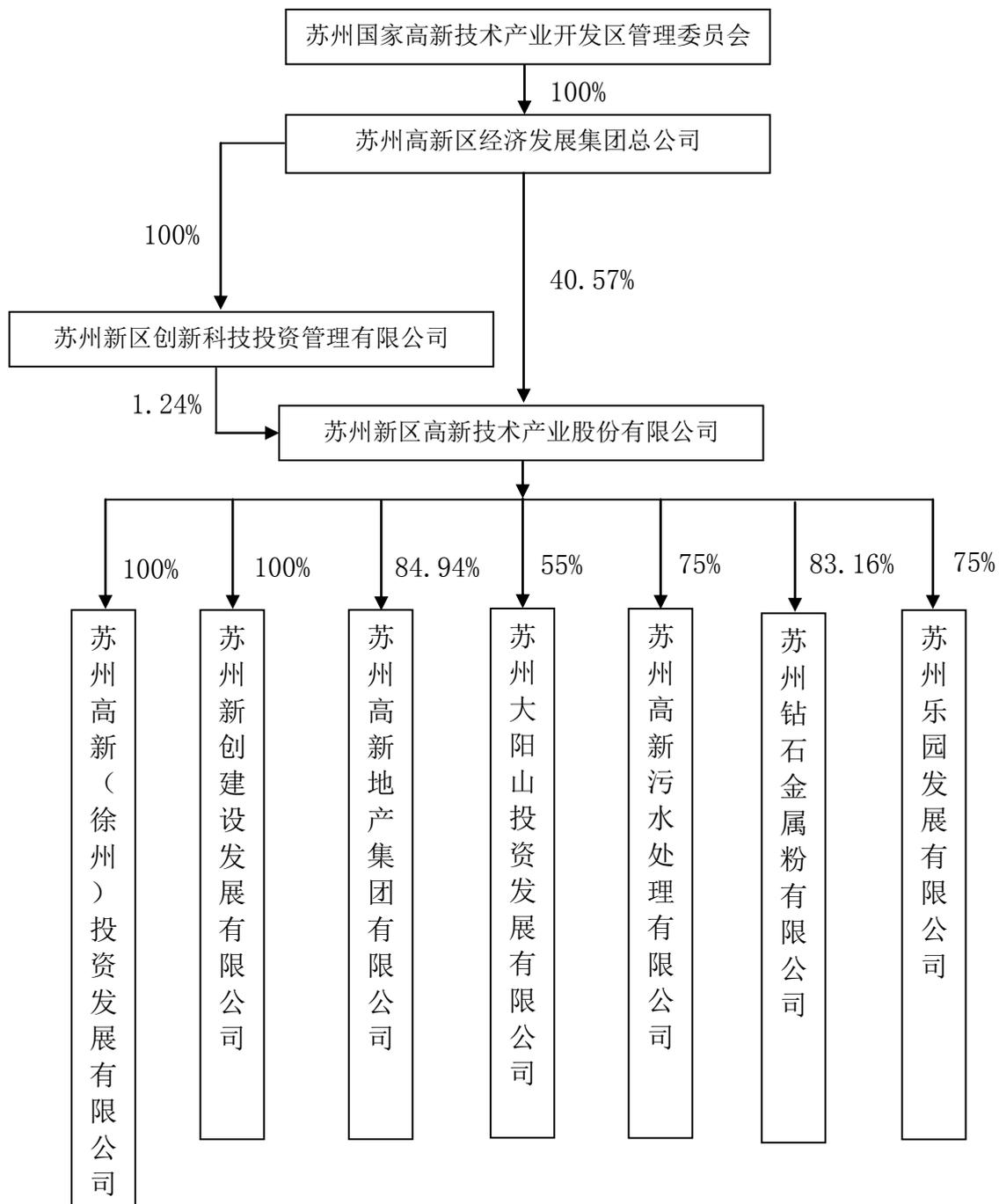
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券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。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

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 2015 年 9 月 30 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)	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	145,599.46	174,208.86	186,846.43	272,900.24
应收账款净额	26,745.67	27,369.33	19,112.33	11,322.22
存货净额	1,173,757.86	1,286,748.50	1,472,425.82	1,343,696.91
流动资产	1,384,744.24	1,544,308.31	1,754,415.40	1,749,525.57
长期投资	51,199.01	48,861.64	52,941.64	68,868.87
固定资产合计	318,692.16	347,322.61	252,574.63	248,797.22
总资产	1,816,739.83	2,007,832.27	2,125,485.87	2,139,798.98
短期债务	681,043.07	762,691.86	813,445.09	683,594.12
长期债务	381,103.11	508,701.65	521,954.69	588,232.97
总债务(短期债务+长期债务)	1,062,146.18	1,271,393.51	1,335,399.78	1,271,827.09
总负债	1,418,370.38	1,589,170.55	1,681,564.17	1,581,524.84
所有者权益(含少数股东权益)	398,369.44	418,661.73	443,921.70	558,274.15
营业总收入	277,112.84	339,324.36	357,458.56	177,942.46
三费前利润	65,197.81	54,021.46	69,449.72	27,500.97
投资收益	2,166.88	8,940.69	3,629.52	17,831.85
净利润	21,076.98	28,391.19	22,026.76	4,996.07
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	50,109.56	65,347.58	83,967.01	-
经营活动产生现金净流量	-26,470.26	-93,120.14	28,280.17	-107,583.32
投资活动产生现金净流量	-44,870.63	11,463.11	1,375.62	20,525.36
筹资活动产生现金净流量	119,157.38	83,766.15	-44,290.67	159,211.60
现金及现金等价物净增加额	47,816.59	2,107.98	-14,634.92	72,153.64
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率(%)	34.53	24.55	25.69	21.94
所有者权益收益率(%)	5.29	6.78	4.96	1.19
EBITDA/营业总收入(%)	18.08	19.26	23.49	-
速动比率(X)	0.21	0.24	0.25	0.42
经营活动净现金/总债务(X)	-0.02	-0.07	0.02	-0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.04	-0.12	0.03	-0.21
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.30	-0.96	0.18	-0.93
EBITDA 利息倍数(X)	0.57	0.67	0.55	-
总债务/EBITDA(X)	21.20	19.46	15.40	-
资产负债率(%)	78.07	79.15	79.11	73.91
总资本化比率(%)	72.72	75.23	75.05	69.49
长期资本化比率(%)	48.89	54.85	54.04	51.31

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、2015.Q3 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。

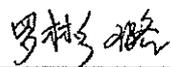
评级展望的含义

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。

(本页无正文，为《苏州新区高新技术产业股份有限公司 2016 年公司债券信用评级报告》之签字盖章页)

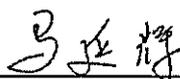
分析师：



罗彬璐



方雨茏



马延辉

