



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪637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其公司已发行的“苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行2018年公司债券（第一期）”、“苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行2018年公司债券（第二期）”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，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一九年六月二十一日

## 苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行 2018年公司债券（第一期）、（第二期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	苏州新区高新技术产业股份有限公司		
债券简称	18 苏新 01		
债券代码	150291.SH		
发行年限	2+2+1 年		
起息日	2018/08/16		
发行规模	11 亿元		
上次评级时间	2018/04/10		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	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		
债券简称	18 苏新 02		
债券代码	150751.SH		
发行年限	2+2+1 年		
起息日	2018/11/23		
发行规模	4 亿元		
上次评级时间	2018/09/25		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA <sup>+</sup> AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定

### 概况数据

苏州高新	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	63.43	94.84	134.65
总资产（亿元）	204.50	263.78	370.67
总债务（亿元）	92.76	58.96	91.45
营业总收入（亿元）	55.83	62.42	72.82
营业毛利率（%）	21.27	29.08	34.10
EBITDA（亿元）	10.39	17.68	19.30
所有者权益收益率（%）	6.35	10.38	7.98
资产负债率（%）	68.98	64.05	63.68
总债务/EBITDA（X）	8.93	3.34	4.74
EBITDA 利息倍数（X）	2.03	4.29	3.34
净负债率（%）	126.11	43.02	50.19

### 基本观点

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”）控股股东苏州苏高新集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“苏高新集团”）系苏州市虎丘区人民政府旗下全资子公司，综合实力较为雄厚。2018 年公司盈利能力持续提升，土地储备及待结算资源较为充足。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司土地储备较为集中，易受区域房地产政策影响、苏州乐园整体搬迁对公司游乐服务收入造成一定影响以及债务规模上升快速等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持苏州高新主体信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级 AA<sup>+</sup>；维持“苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用等级 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 股东背景较为雄厚。公司控股股东苏高新集团系苏州市虎丘区人民政府旗下全资子公司，承担苏州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，股东背景较为雄厚。
- 公司土地储备及待结算资源较为充足。截至 2018 年末公司土地储备主要分布于苏州、滁州、合肥等城市，合计 163.50 万平方米，同期末预收账款为 73.52 亿元，占当期商品房销售收入比重的 116.37%，公司土地储备及待结算资源较为充足。
- 盈利能力持续提升。2018 年公司收入规模持续上升，同时加之毛利率的上升及期间费用控制

<sup>1</sup> 根据 2018 年 12 月 29 日苏州国家高新技术产业开发区管理委员会、苏州市虎丘区（别名：苏州高新区、苏州新区）人民政府（苏高新管[2018]260 号）“管委会（区政府）关于同意苏州高新区经济发展集团总公司公司制改制的批复”规定，苏州高新区经济发展集团总公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，并将企业名称更名为苏州苏高新集团有限公司，改制后公司的出资人为苏州市虎丘区人民政府（实际股东并未变更，原股东苏州国家高新技术产业开发区管理委员会和苏州市虎丘区人民政府为一套班子），授权苏州高新区国资办履行出资人职责。



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、公司 2016~2018 年末长期应付款中的应付融资租赁款调整至长期债务、其他流动负债中的短期应付债券调整至短期债务进行相关指标测算。

能力的提升，公司盈利能力增强。2018 年公司实现营业收入 72.82 亿元，同比增长 16.64%，实现净利润 10.75 亿元，同比增长 9.15%。

## 分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

张丽华 lhzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 21 日

## 关注

- 区域集中度较高。截至 2018 年末，公司土地储备主要分布于苏州、滁州、合肥等地区，城市布局仍相对集中。区域房地产市场调控政策的变化将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 苏州乐园整体搬迁对公司游乐服务收入造成一定影响。苏州乐园于 2017 年 10 月份闭园，受此影响，公司游乐服务收入因苏州乐园的搬迁有所下滑，2018 年公司游乐服务收入 1.54 亿元，同比减少 45.05%。
- 债务规模上升快速。受 2018 年公司新增土地及新开工面积增长较多影响，公司长期债务规模大幅上升导致 2018 年末公司总债务同比增长 55.10%至 91.45 亿元，此外，公司亦有永续债 24.75 亿元。



## 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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用情况

苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行 2018 年公司债券（第一期）（债券简称为“18 苏新 01”、债券代码“150291.SH”），起息日为 2018 年 08 月 16 日，发行规模为 11 亿元，兑付日为 2023 年 08 月 16 日，最终票面利率为 5.98%。期限为 5 年期，附第 2 个和第 4 个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行 2018 年公司债券（第二期）（债券简称为“18 苏新 02”、债券代码“150751.SH”），起息日为 2018 年 11 月 23 日，发行规模为 4 亿元，兑付日为 2023 年 11 月 23 日，最终票面利率为 5.09%。期限为 5 年期，附第 2 个和第 4 个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

截至 2018 年末，上述债券募集资金使用与募集说明书的相关承诺一致。

## 行业分析

**2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。**

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和

住房和城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房和城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

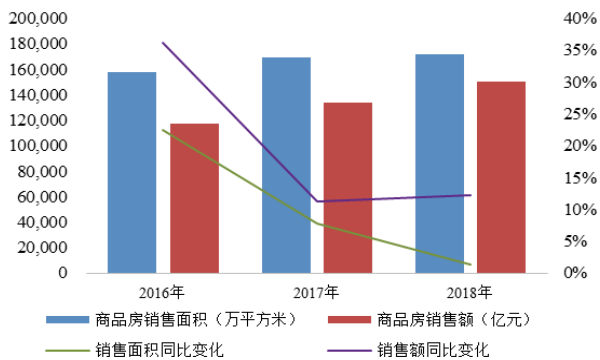
**在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。**

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点<sup>2</sup>。受房地产调控政策持续及“因城施策”影

<sup>2</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

响，2018年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

**房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。**

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中

定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。



## 2018 年苏州市房地产调控政策维持收紧状态，受此影响，苏州市商品房住宅成交量及成交均价增幅趋稳，土地成交均价及溢价率下降。

2018 年苏州市房地产调控力度维持收紧状态，局部地区限购加码。2018 年苏州首套房贷利率自 2017 年以来经历多次上浮，银行首套房利率从原本的下浮 10% 升至目前的上浮 20%-25%。苏州加码住房限购，非苏州户籍的购房者在相城区买房，需在苏州连续缴满一年社保及积分满 600 分，此外，土地采取限价销售作为招拍挂条件，进一步完善土地出让条件。

房地产销售方面，2018 年苏州市区商品房成交面积为 1,994.00 万平方米，同比增长 3.00%，其中商品房住宅成交面积 1,788.00 万平方米，同比增长 5.90%；同期苏州市商品房住宅成交均价 22,705.20 元/平方米，较上年同比增长 8.08%，在房地产调控政策不放松的背景下，苏州市涨幅趋稳。从各区域住宅成交面积来看，2018 年吴江区销售量稳居全年第一，成交面积占总住宅成交面 33.32%，其次是吴中区、相城区、高新区、工业园区和姑苏区，占比分别为 26.92%、13.85%、10.06%、10.06% 和 5.80%。

土地市场方面，2018 年苏州市土地成交 82 宗，成交总建筑面积 793 万平方米，与上年基本持平，土地成交均价为 10,336 元/平方米，较上年同比减少 9.59%。从溢价率来看，在土地限价影响下，苏州土地市场走向平稳，2018 年土地市场溢价率为 11%，同比下降 15 个百分点。从各区域土地成交建筑面积来看，吴江区成交面积最大，成交面积占土地成交总建筑面积的 32%，其次为高新区、吴中区、相城区、工业园区、姑苏区，比例分别为 24%、19%、16%、6% 和 3%，全市开发重心扩散，城区中心逐渐趋于饱和。

## 业务运营

公司为苏高新集团旗下房地产及环保等核心业务板块主要运营主体，苏高新集团系苏州市虎丘区人民政府旗下全资子公司，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。2018 年公司实现营业收入 72.82 亿

元，较上年增长 16.64%。从收入主要构成来看，商品房销售收入为公司主要收入来源，得益于当期竣工交付项目较多，2018 年商品房销售为 63.18 亿元，较上年增长 36.05%；受老苏州乐园搬迁影响，公司游乐服务收入下滑明显，同期公司游乐服务收入 1.54 亿元，同比减少 45.05%；公用污水处理业务为 1.86 亿元，与上年基本持平；振动试验设备制造与振动检测收入为 3.56 亿元，同比增长 64.08%。

表 1：2016~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元

项目名称	2016	2017	2018
商品房销售	48.27	46.44	63.18
游乐服务	2.99	2.80	1.54
公用事业污水处理	1.42	1.80	1.86
振动试验设备制造与振动检测收入	-	2.17	3.56
其他	3.15	9.21	2.68
<b>合计</b>	<b>55.83</b>	<b>62.42</b>	<b>72.82</b>

注：其他业务包括动迁房开发、代建工程、融资租赁服务、物业服务、租赁、工业品销售等。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 2018 年公司加大了项目的新开工及拿地力度，但签约销售情况保持平稳，较大规模的在建面积使其资金压力加大。同时公司土地储备主要集中在苏州、徐州及合肥等地区，具有一定区域集中度风险。

目前公司房地产开发区域主要集中在苏州地区，并拓展至扬州、徐州、滁州和合肥等地区。项目开发方面，2018 年公司加大了房地产项目的新开工力度，当期新开工面积 71.37 万平方米，较上年上升 127.51%。同期，公司竣工面积为 79.91 万平方米，较上年下降 5.88%。截至 2018 年末，公司在建项目共 8 个，分布在苏州、合肥及滁州，合计规划建筑面积合计 232.80 万平方米，较上年末增长 87.30%。投资方面，在建项目计划总投资规模 253.11 亿元，未来尚需投入 98.78 亿元，面临一定的资本支出压力。

表 2: 2016~2018 年公司商品房开发业务运营情况

指标	2016	2017	2018
新开工面积 (万平方米)	50.95	31.37	71.37
竣工面积 (万平方米)	53.59	84.9	79.91
合同销售面积 (万平方米)	53.35	49.96	47.84
合同销售金额 (亿元)	67.74	65.18	67.13
销售签约均价 (元/平方米)	12,697	13,047	14,032
结算面积 (万平方米)	45.54	35.11	50.34
结算金额 (亿元)	47.85	45.46	65.06

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从项目的签约销售情况来看, 当年房地产业务实现合同销售面积 47.84 万平方米, 同比减少 4.24%; 从销售价格来看, 2018 年公司销售均价为 14,032.19 元/平方米, 较上年上升 7.55%; 得益于此, 2018 年公司实现合同销售金额 67.13 亿元, 同比增长 2.99%。从区域分布来看, 2018 年公司在苏州地区实现销售面积 33.12 万平方米, 占当期销售面积合计的 69.23%, 实现销售金额 46.63 亿元, 占当期销售收入合计的 69.46%, 系当年销售业绩贡献最多区域。同期, 合肥、扬州和徐州销售金额占当年销售收入的比例分别为 26.56%、1.80% 和 2.17%。

从结算情况来看, 2018 年公司房地产结算面积及结算金额均大幅增长, 分别为 50.34 万平方米及 65.06 亿元, 同比分别增长 43.38% 和 43.11%。从区域分布来看, 公司结算区域基本来自于苏州、徐州和扬州, 2018 年上述三地结算金额占比分别为 79.63%、15.65% 和 4.72%。此外, 公司具有较为丰富的待结算资源, 截至 2018 年末, 公司预收款项 73.52 亿元, 占当期商品房销售收入比重的 116.37%, 对其未来经营业绩提供一定的保障。

表 3: 2018 年公司项目销售及结算区域分布

单位: 亿元

地区	销售金额	占比	结算金额	占比
苏州	46.63	69.46%	51.81	79.63%
合肥	17.83	26.56%	-	-
徐州	1.21	1.80%	10.18	15.65%
扬州	1.46	2.17%	3.07	4.72%
合计	67.13	100.00%	65.06	100.00%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

土地储备方面, 2018 年公司共获取 6 个地块, 合计新增规划建筑面积 75.56 万平方米。包括以 0.35 亿元购置高新区 2017-WG-63 地块, 该地块为商业

地块, 占地面积 0.73 万平方米, 总规划建筑面积 1.83 万平方米; 以 7.46 亿元购置的安徽滁州 2 宗住宅地块, 拟打造为产业园项目, 该项目位于滁州市双城路与常州路交叉口, 土地面积 19.79 万平方米, 总规划建筑面积 29.33 万平方米; 以 27.51 亿元获取苏州高新区 2017-WG-85 纯住宅地块, 土地面积为 8.35 万平方米, 总规划建筑面积 18.33 万平方米; 以及分别以 28.26 亿元和 35.33 亿元获取的 03 和 04 地块, 03 和 04 地块均为住宅用地, 均位于苏州工业园区内, 土地面积分别为 7.16 万平方米和 8.49 万平方米, 总规划建筑面积分别为 12.49 万平方米和 13.58 万平方米, 开发模式均为合作开发, 其中, 03 地块为公司与苏州耀龙投资管理有限公司及上海融创房地产开发集团有限公司共同开发, 公司持有股权比例 60%; 04 地块为公司与苏州恒泰商用置业有限公司及南京仁远投资有限公司共同开发, 公司持有股权比例 51%。

表 4: 2016~2018 年公司新增土地储备和新增项目情况

项目	2016	2017	2018
新拓展项目 (个)	3	1	6
新增土地储备-占地面积 (万平方米)	40.06	3.97	44.52
新增土地储备-地上规划建筑面积 (万平方米)	64.65	6.51	75.56
新增土地储备楼面均价 (元/平方米)	11,444	10,638	13,091
当年新增地价总额 (亿元)	78.04	6.94	98.91

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2018 年末, 公司土地储备建筑面积<sup>3</sup>合计 163.50 万平方米, 权益建筑面积为 113.65 万平方米。从区域分布情况来看, 苏州、滁州、合肥、徐州及扬州区域占期末土地储备建筑面积的比重分别为 54.98%、16.68%、16.67%、11.48% 和 0.01%。公司土地储备主要集中在苏州、滁州、合肥等地区, 区域分布较为集中。

<sup>3</sup> 公司土地储备为竣工未售、在建未售及待建项目合计。



表 5：截至 2018 年末公司土地储备的区域分布情况

单位：万平方米

城市	剩余未售面积	占比
苏州	89.90	54.98%
滁州	27.57	16.86%
合肥	27.26	16.67%
徐州	18.77	11.48%
扬州	0.01	0.01%
合计	163.50	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司以苏州乐园为代表的旅游产业具备较强的输出品牌、输出管理的能力基础，但受苏州乐园搬迁影响，2018 年旅游收入下滑明显。

公司旅游业已形成了苏州和徐州两大旅游产业集群，在长三角地区形成很高的品牌效应。其中，苏州旅游产业集群主要包括苏州乐园糖果世界、苏州乐园温泉世界、苏州乐园森林水世界、大阳山森林世界等；徐州旅游产业集群包括徐州乐园加勒比水世界、徐州乐园糖果世界及徐州乐园欢乐世界等。截至 2018 年末，公司正在运营的主要游乐项目包括苏州乐园糖果世界、苏州乐园温泉世界、苏州乐园森林水世界、徐州乐园加勒比水世界和徐州乐园糖果世界；同期末在建景区包括徐州乐园欢乐世界和大阳山森林世界项目，在建景区项目计划总投资 41.24 亿元，尚需投资 24.61 亿元。2018 年公司实现景区收入 1.61 亿元，同比减少 40.81%，实现入园人数 127.17 万人次，同比减少 51.65%，受苏州乐园整体搬迁影响，公司景区接待人数和收入下滑明显，未来随着新苏州乐园大阳山森林世界项目的落成，游乐服务收入有望回升。

为配合区域规划调整，盘活存量资产，老苏州乐园用地于 2014 年起逐步实施收储，于 2017 年 10 月正式闭园。截至 2018 年末，原苏州乐园欢乐世界地块共 972.22 亩已全部被苏州高新区土地储备中心、苏州国家高新技术产业开发区管理委员会收储完毕，2018 年计入资产处置收益为 5.34 亿元。此外，苏州乐园糖果世界 66.77 亩用地预计将于 2019 年收储。

2018 年公司污水处理收入保持平稳，同时东菱振动收入规模有所增长，但整体对公司收入及利润贡献有限。

公司污水处理板块主要由旗下的苏州高新污水处理有限公司负责，且为苏州高新区内唯一一家污水处理企业。2018 年公司污水处理量 7,206 万吨，实现营业收入 2 亿元。目前公司总投资逾 7 亿元的高新污水第一污水处理厂地下迁建项目正有序开展，预计 2020 年建成并投入使用。此外，为整合区域内国企环保资源，公司 2018 年以 867.26 万元的价格收购控股股东旗下苏州苏高新能源服务有限公司 47% 股权，统一经营管理环保板块业务，稳健推进环保产业发展。

振动试验设备制造与振动检测板块方面，公司于 2017 年通过收购区内高新技术企业苏州东菱振动试验仪器有限公司（以下简称“东菱振动”）进入先进制造业。东菱振动为力学环境与可靠性试验设备专业制造商和测试服务商，主要业务为振动试验测试、振动试验检测设备设计及销售等。2018 年东菱振动全年实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 11.56%，其中包括振动测试服务收入 0.47 亿元，振动设备销售收入 3.08 亿元。截至 2018 年末，东菱振动共提交专利申请 416 余项，其中发明专利 142 项；已授权专利 333 项，其中发明专利 82 项。

非银金融业务方面，公司旗下苏州高新福瑞融资租赁有限公司（以下简称“福瑞租赁”）提供融资与资本运作服务，2018 年福瑞租赁实现营业收入 0.81 亿元，较上年增长了 0.63 万元，完成投放量 7.69 亿元，较上年增长了 4.69 亿元。创投方面，公司作为主要发起人之一的融联新兴产业基金规模达 3.34 亿元，截至 2018 年末，累计完成投资项目 21 个，投资金额 2.80 亿元。此外，公司持有江苏银行股份有限公司 6,685.76 万股，2018 年获得现金分红 1,203.44 万元；持有华泰柏瑞基金管理有限公司 2% 股份，同期获得分红 332.00 万元；持有苏州高新创业投资集团有限公司 14.97% 股份，2018 年获得现金分红 3,053.89 万元。

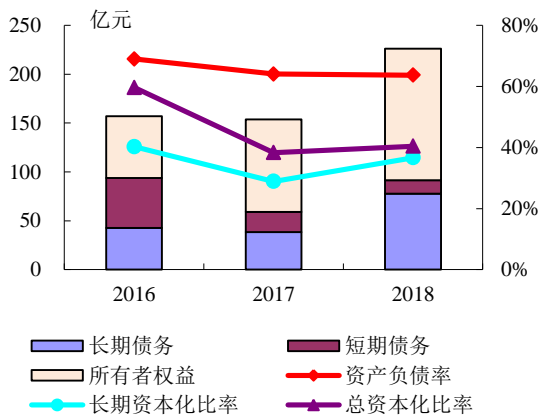
## 财务分析

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 2016~2018 年年度审计报告。

### 资本结构

随着房地产项目规模的不断扩大，公司总资产和负债规模保持快速增长。截至 2018 年末，公司总资产为 370.67 亿元，较上年末增长 40.52%；负债总额为 236.03 亿元，同比上升 39.71%。同期末所有者权益合计 134.65 亿元，同比增长 41.97%，主要系其他权益工具、利润留存累积及少数股东权益增长所致。财务杠杆方面，2018 年末公司资产负债率为 63.68%，较上年下降 0.37 个百分点，因公司其他权益工具为公司发行永续债等，考虑到公司未来偿还永续债务的可能性很大，中诚信证评将合计 24.75 亿元的其他融资工具调整至负债后，2018 年末公司资产负债率将提升至 70.35%，较上年末上升 1.11 个百分点；受当年债务规模的大幅增长影响，同期末净负债率上升至 50.19%，较上年增长了 7.17 个百分点。

图 2：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

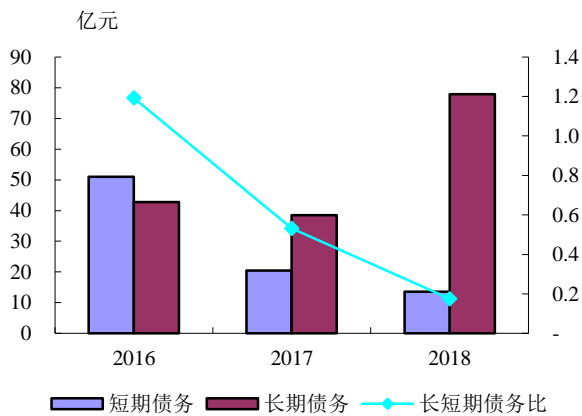
资产构成方面，公司资产主要由流动资产构成，流动资产主要包括存货、货币资金和其他应收款。截至 2018 年末，公司存货为 183.96 亿元，较上年增长 81.05%，主要系当年新增项目较多所致，其中开发产品和开发成本占比分别为 20.00% 和 79.16%；货币资金余额为 23.87 亿元，同比增长 31.40%，其中受限货币资金 4.80 亿元，占货币资金总额的 20.10%，主要系用作房款监督户、工程保证

及银行承兑汇票保证金等使用权受到限制；其他应收款余额为 74.88 亿元，同比增长 58.98%，主要系合并范围内子公司与其少数股东往来及支付的土地拍卖保证金增加所致，其他应收款中排名前五的单位分别为应收苏州高新万阳置地有限公司（18.81 亿元）、苏州万途投资管理有限公司（18.62 亿元）、苏州市国土资源局（10.81 亿元）、苏州万驰投资管理有限公司（9.33 亿元）和万科企业股份有限公司（6.72 亿元）。非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、在建工程及长期股权投资构成。截至 2018 年末，公司固定资产净额为 17.50 亿元，同比减少 3.07%；无形资产余额为 12.16 亿元，同比增长 1.17%；在建工程余额为 10.98 亿元，同比增长 92.02%，主要系对彭城乐园、大阳山探险世界等项目的追加投资所致；长期股权投资方面，由于公司当年取得苏州高新新吴置地有限公司实际控制权并纳入合并范围内，导致长期股权投资减少 49.84% 至 9.90 亿元。

公司负债主要由预收款项、应付账款及有息债务构成。截至 2018 年末，公司预收款项为 73.52 亿元，同比增长 67.01%，得益于良好的销售业绩，公司预收款规模增长快速，对其未来经营业绩提供较好的保障；公司应付账款为 39.27 亿元，同比增长 67.74%，主要系房地产项目增多导致应付工程款的增加。有息债务方面，截至 2018 年末，公司总债务为 91.45 亿元，同比增长 55.10%，主要系长期债务的大幅增长；年末长短期债务比为 0.17 倍，较上年下降 0.36 倍，公司债务期限结构合理。

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由少数股东权益、未分配利润、其他权益工具、资本公积及实收资本构成，随着合作开发项目的增多，截至 2018 年末，公司少数股东权益增长 137.42% 至 49.36 亿元，占期末所有者权益的比重为 36.66%；未分配利润为 27.58 亿元，同比增长 14.70%；其他权益工具为 24.75 亿元，同比增长 10.79 亿元，均为公司当年发行的永续债；2018 年公司实施股份回购并注销其股本，受此影响当年资本公积 15.54 亿元，同比减少 12.28%；同期实收资本 11.51 亿元，同比减少 3.60%。

图 3: 2016~2018 年公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2018 年以来公司加大了拿地力度, 资产规模大幅上升, 受此影响, 公司债务规模亦快速增长, 财务杠杆比率有所承压。

### 流动性

截至 2018 年末, 公司流动资产为 300.01 亿元, 较上年末上升 62.04%, 占总资产的比重为 80.94%。从流动资产的构成来看, 主要系货币资金、其他应收款和存货, 2018 年末上述三项占流动资产的比重为 94.23%, 同比上升 4.10 个百分点。

存货方面, 2018 年公司新获取土地及新开工项目增多, 致使 2018 年末公司存货较上年末增长 81.05% 至 183.96 亿元。从存货构成来看, 公司开发产品和开发成本分别为 36.79 亿元和 145.62 亿元, 分别占期末存货账面价值余额的 20.00% 和 79.16%, 公司竣工项目主要为吴江天城花园、四季风景花园、龙池华府、遇见山等楼盘, 其中部分项目竣工时间较早, 需关注后续去化压力。

表 6: 2016~2018 年公司流动性相关指标

	2016	2017	2018
流动资产/总资产	64.85%	70.19%	80.94%
存货/流动资产	51.42%	54.88%	61.32%
货币资金/流动资产	9.62%	9.81%	7.95%
(存货+货币资金)/流动资产	61.04%	64.69%	69.27%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从资产周转率来看, 受 2018 年获取新项目较多影响, 2018 年公司存货周转率为 0.34 次, 同比下降 0.18 次, 资产周转率为 0.23 次, 同比下降 0.04 次。

表 7: 2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率 (次/年)	0.51	0.52	0.34
总资产周转率 (次/年)	0.27	0.27	0.23

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2018 年公司销售商品及提供劳务收到的现金为 69.07 亿元, 同比减少 16.19%。同期公司拿地及新开工规模增长较快, 使得当期经营性净现金流由上年的净流入 41.46 亿元转为净流出 44.96 亿元, 对短期借款偿还不能形成保障。货币资金方面, 公司具有较好的融资渠道, 得益于此, 2018 年末公司的货币资金余额较上年增长 23.26% 至 23.87 亿元, 同期, 货币资金/短期债务为 1.75 倍, 较上年提升 0.86 倍, 公司货币资金对短期债务的覆盖程度有所加强。

受限资产方面, 截至 2018 年末, 公司受限资产为 39.69 亿元, 包括受限货币资金、存货、固定资产和无形资产, 受限资产合计占期末总资产的比重为 10.71%, 其中受限货币资金为 4.80 亿元, 占期末货币资金余额的 20.11%, 主要因保证金而受限; 存货金额受限为 32.53 亿元, 占期末存货净额的 17.68%, 主要因银行借款抵押。

表 8: 2016~2018 年公司部分流动性指标

指标	2016	2017	2018
货币资金 (亿元)	12.76	18.16	23.87
经营活动现金流净额 (亿元)	15.80	41.46	-44.96
经营净现金流/短期债务 (X)	0.32	2.02	-3.30
货币资金/短期债务 (X)	0.26	0.89	1.75

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 受 2018 年拿地及项目建设支出规模较大影响, 当期经营活动净现金流呈净流出, 但得益于公司较好的融资渠道, 公司货币资金规模持续增长, 对短期债务保障程度有所上升。

### 盈利能力

2018 年公司实现营业收入 72.82 亿元, 较上年增长 16.64%。从收入主要构成来看, 商品房销售收入为公司主要收入来源, 为 63.18 亿元, 占当期营业收入的 86.76%。截至 2018 年末, 公司预收款项 73.52 亿元, 占当期商品房销售收入比重的 116.37%, 较为丰富的待结算资源对其未来经营业绩提供较好的保障。毛利率方面, 2018 年公司营业



毛利率为 34.10%，较上年上升 5.02 个百分点；其中，房地产销售板块营业毛利率为 34.03%，同比上升 4.07 个百分点，得益于苏州地区销售均价的提高，公司初始获利空间处于较好水平。

期间费用方面，2018 年公司期间费用为 7.04 亿元，同比下降 6.98%；其中销售费用同比增长 2.36%，管理费用同比增长 7.04%，财务费用同比减少 27.27%，财务费用下滑主要系权益融资份额增加，其利息支出不计入财务费用。得益于期间费用减少以及营业收入的大幅提升，2018 年公司期间费用占营业收入比重为 9.67%，较上年下降 2.46 个百分点，公司对期间费用的把控能力不断增强。

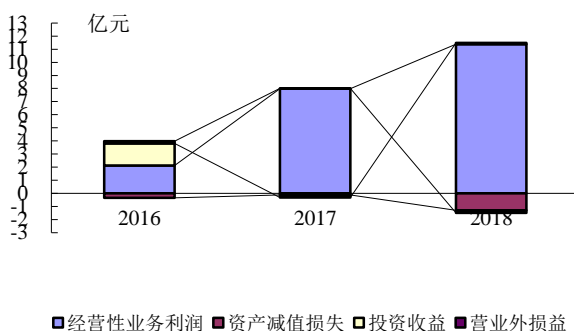
**表 9：2016~2018 年公司期间费用分析**

项目名称	2016	2017	2018
销售费用（亿元）	2.02	2.39	2.44
管理费用（亿元）	1.69	2.41	2.58
财务费用（亿元）	3.39	2.77	2.01
三费合计（亿元）	7.10	7.57	7.04
营业总收入（亿元）	55.83	62.42	72.82
三费收入占比（%）	12.71	12.12	9.67

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2018 年公司实现利润总额 15.46 亿元，较上年增长了 17.90%，主要由经营性业务利润和资产处置收益构成。2018 年公司经营性业务利润为 11.37 亿元，较 2017 年同期上升 42.40%，主要源于收入及毛利率的上升；同期，公司实现资产处置收益 5.34 亿元，主要为老苏州乐园土地收储收益。由于公司对逾期未收回的融资租赁投放等计提减值损失，造成当年资产减值损失为 1.30 亿元，对公司利润总额造成一定侵蚀。2018 年公司实现净利润 10.75 亿元，同比增长 9.15%，实现所有者权益收益率 7.98%，较上年下降 2.40 个百分点。

**图 4：2016~2018 年公司利润总额变化及其构成**



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司营业收入持续保持增长，同时得益于毛利率的上升及期间费用控制能力的提升，公司盈利能力有所增强。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着公司业务规模的不断扩大，外部融资需求亦持续增加。截至 2018 年末，公司总债务为 91.45 亿元，同比增长 55.10%；年末长短期债务比为 0.17 倍，较上年下降 0.36 倍，以长期债务为主的债务期限结构合理。此外，公司永续债账面余额为 24.75 亿元。

**表 10：2016~2018 年公司部分偿债指标**

指标	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	49.99	20.47	13.61
总债务（亿元）	92.76	58.96	91.45
资产负债率（%）	68.98	64.05	63.68
总资本化比率（%）	59.39	38.34	40.45
EBITDA（亿元）	10.39	17.68	19.30
经营活动净现金流（亿元）	15.80	41.46	-44.96
经营活动净现金利息倍数（X）	3.09	10.07	-7.78
经营净现金流/总债务（X）	0.17	0.70	-0.49
EBITDA 利息倍数（X）	2.03	4.29	3.34
总债务/EBITDA（X）	8.93	3.34	4.74

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，随着利润总额的快速增长，2018 年公司 EBITDA 同比增长 9.16% 至 19.30 亿元，从主要偿债指标表现来看，总债务/EBITDA 为 4.74 倍，EBITDA 利息保障系数为 3.34 倍，较上年分别增加 1.40 倍和减少 0.95 倍，获现能力对债务本息保障有所下滑，但仍处于较好水平。现金流方面，2018 年公司拿地及新开工规模增长较快，使得当期经营性净现金流呈净流出状态，对债务本息不能形成较好保障。

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 2018 年末公司获得银行授信总额 150.82 亿元，已使用 53.86 亿元，未使用 96.96 亿元，备用流动性较为充裕。同时，公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

或有事项方面，截至 2018 年末，公司无对外

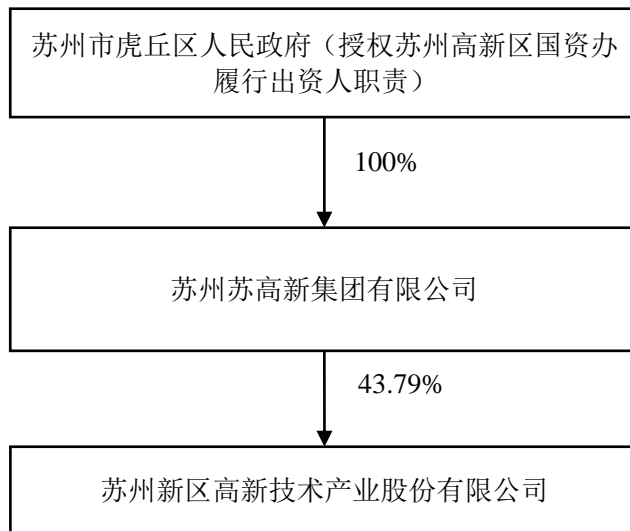
担保。

总体来看，近年来公司房地产业务保持持续增长，在区域内拥有较强的竞争力，多元化布局日益形成，且拥有较强的股东背景和良好的银企关系，可对公司偿债能力形成支撑。

## 结 论

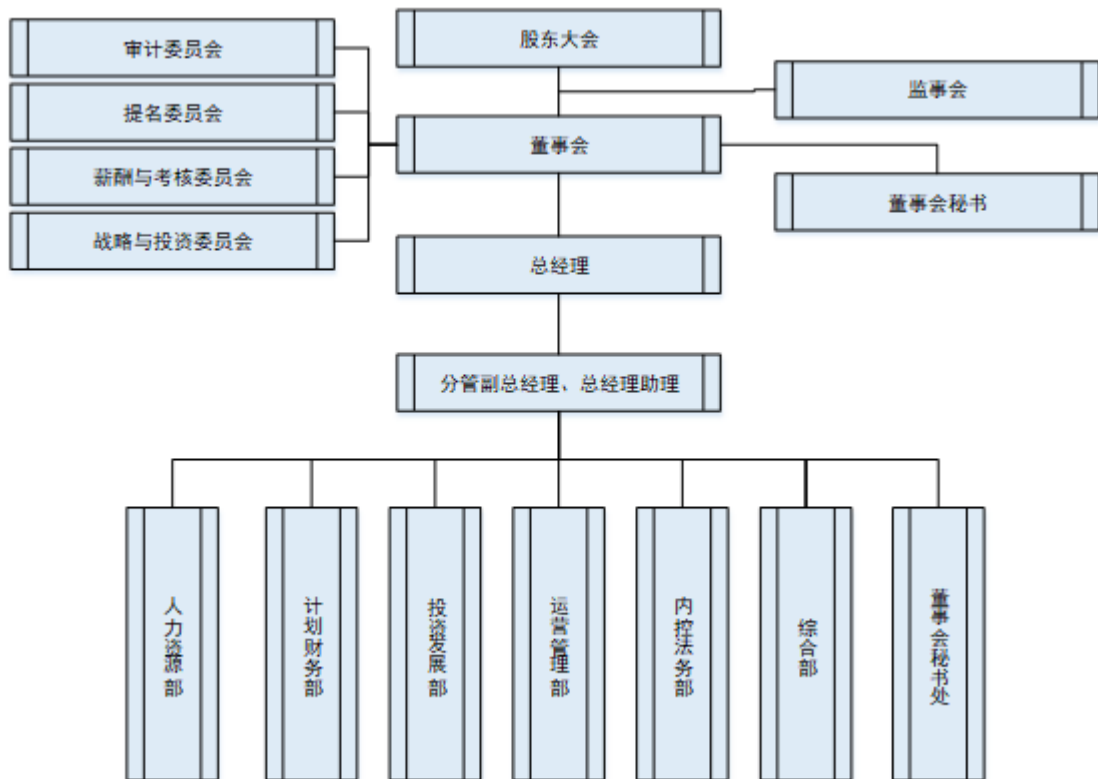
综上所述，中诚信证评维持苏州高新主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级 **AA<sup>+</sup>**；维持“苏州新区高新技术产业股份有限公司非公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用等级 **AA<sup>+</sup>**。

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 2018 年 12 月 31 日）





附二：苏州新区高新技术产业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



**附三：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）	2016	2017	2018
货币资金	127,627.51	181,622.25	238,656.42
应收账款净额	7,800.44	49,696.36	41,437.77
存货净额	681,892.03	1,016,060.66	1,839,601.04
流动资产	1,326,206.51	1,851,491.10	3,000,101.09
长期投资	293,991.41	282,628.60	175,042.13
固定资产合计	263,805.97	305,150.89	311,377.69
总资产	2,044,990.26	2,637,830.34	3,706,716.30
短期债务	499,938.84	204,745.84	136,106.78
长期债务	427,611.27	384,889.20	778,402.57
总债务（短期债务+长期债务）	927,550.11	589,635.04	914,509.35
总负债	1,410,667.39	1,689,431.77	2,360,260.25
所有者权益（含少数股东权益）	634,322.88	948,398.57	1,346,456.05
营业总收入	558,337.66	624,248.69	728,150.37
三费前利润	92,292.87	155,547.90	184,129.52
投资收益	16,678.48	-2,055.95	1,093.32
净利润	40,260.91	98,459.81	107,472.54
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	103,917.32	176,767.71	192,961.11
经营活动产生现金净流量	158,034.18	414,591.27	-449,600.46
投资活动产生现金净流量	-92,695.11	13,911.98	71,115.96
筹资活动产生现金净流量	-63,160.83	-377,725.82	403,260.11
现金及现金等价物净增加额	2,178.24	50,885.27	24,800.18
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	21.27	29.08	34.10
所有者权益收益率（%）	6.35	10.38	7.98
EBITDA/营业总收入（%）	18.61	28.32	26.50
速动比率（X）	0.67	0.66	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.70	-0.49
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	2.02	-3.30
经营活动净现金/利息支出（X）	3.09	10.07	-7.78
EBITDA 利息倍数（X）	2.03	4.29	3.34
总债务/EBITDA（X）	8.93	3.34	4.74
资产负债率（%）	68.98	64.05	63.68
总债务/总资本（%） （总资本化比率）	59.39	38.34	40.45
长期资本化比率（%）	40.27	28.87	36.63
净负债率（%）	126.11	43.02	50.19

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、公司 2016~2018 年末长期应付款中的应付融资租赁款调整至长期债务、其他流动负债中的短期应付债券调整至短期债务进行相关指标测算。

**附四：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



## 附五：信用等级的符号及定义

### 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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。