

信用等级通知书

信评委函字[2013] 0375号

昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“2013年昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年九月十七日

2014 年昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券信用评级报告

发行主体	昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债项信用等级	AA ⁺
注册额度	15 亿元
发行规模	15 亿元
发行期限	7 年
担保主体	中国投融资担保有限公司
担保方式	全额不可撤销连带责任保证担保

概况数据

昆山高新（合并口径）	2010	2011	2012
总资产(亿元)	50.69	62.30	88.15
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	35.24	48.49	61.13
总负债(亿元)	15.45	13.80	27.02
总债务(亿元)	11.85	9.90	21.32
营业总收入(亿元)	2.15	3.55	5.34
EBIT(亿元)	1.80	2.76	3.30
EBITDA(亿元)	1.80	2.76	3.38
经营活动净现金流(亿元)	2.31	3.56	-6.52
营业毛利率(%)	86.81	80.49	67.21
EBITDA/营业总收入(%)	83.60	77.66	63.23
总资产收益率(%)	4.06	4.88	4.38
资产负债率(%)	30.48	22.15	30.66
总资本化比率(%)	25.17	16.95	25.86
总债务/EBITDA(X)	6.59	3.59	6.31
EBITDA 利息倍数(X)	1.87	2.84	2.48

注：公司各年度财务报表均按新准则编制。

中投保（合并口径）	2010	2011	2012	2013.3
总资产	62.34	72.21	95.76	85.34
未到期责任准备金	2.44	2.98	4.52	4.59
所有者权益	49.69	51.61	54.51	54.72
在保余额	334.20	711.24	974.12	--
年新增担保额	184.00	574.00	543.10	--
已赚保费	1.69	3.66	2.98	--
总投资收益	2.15	3.23	4.65	1.37
净利润	1.52	2.92	3.04	0.58
平均资本回报率(%)	3.31	5.76	4.38	--
商业性担保 3 年累计代偿率(%)	0.40	0.06	--	--
商业性担保 3 年累计回收率(%)	81.60	335.90	--	--
未到期责任准备金覆盖率(%)	663.00	1,036.00	--	--
担保放大倍数(X)	5.72	13.02	17.87	--
融资性担保放大倍数(X)	3.33	4.92	6.07	--
所有者权益/净在保余额(%)	14.87	7.26	6.00	--
现金及投资资产/净在保余额(%)	20.10	10.31	10.64	--

注：1、中投保自 2010 年开始已执行财政部“企业会计准则解释第 4 号第八条”的规定；2、2012 年中投保担保业务数据统计口径中不包含受托性担保业务，仅指商业性担保业务年新增担保额、在保余额。

分析师

项目负责人：王立 lwang03@ccxi.com.cn

项目组成员：王兆怡 zhywang@ccxi.com.cn

刘蔚 wliu01@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 3 月 7 日

www.ccxi.com.cn

基本观点

中诚信国际评定昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司（以下简称“昆山高新”或“公司”）的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；评定“2014 年昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券”的信用等级为 AA⁺。

中诚信国际肯定了昆山高新技术产业开发区（以下简称“昆山高新区”）经济和财政实力不断增强、公司作为昆山高新区内主要的基础设施建设主体获得强有力的政策支持对公司发展的良好支撑；同时也考虑了公司的收入模式较为单一、高新技术产业培育业务的风险较大以及公司的土地资产出让需经政府审批等因素对公司未来信用水平的影响。此外，中诚信国际亦考虑到中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）对本期债券提供的全额不可撤销连带责任保证担保对债券还本付息的保障作用。

优势

- 昆山高新区处于高速发展阶段，经济和财政实力不断增强。2010 年昆山高新区升级为国家高新技术产业开发区，享受关于税收、资金信贷等一系列优惠政策。2012 年昆山高新区实现 GDP590.30 亿元，同比增长 11.30%；实现地方公共财政预算收入 47.01 亿元，同比增长 6.05%。
- 公司是昆山高新区主要的基础设施建设主体，获得昆山市和昆山高新区各级政府的大力支持。公司主要负责区内的项目工程建设，得到政府大力支持。近年来昆山市国有资产管理监督办公室多次向公司注入土地使用权。
- 公司的资产负债率低，偿债压力较小。截至 2012 年末公司的资产负债率 30.66%，加之政府给予的资金支持，公司整体偿债压力不大，财务弹性较大。
- 偿债保障措施很强。中投保对本期债券提供全额不可撤销连带责任保证担保，对债券本息偿付起到很强的保障作用。

关注

- 公司盈利模式单一。公司主营业务收入全部由工程项目建设收入构成，收入来源单一。未来，随着资产整合的推进，公司将承担更多的项目建设，预计利润率将有所下降。
- 高新技术产业培育的不确定性较大。公司未来将工作重点转向对区内高新技术产业的培育，资金需求量较大、项目培育期较长，存在较大的不确定性。
- 公司拥有的国有授权经营土地需经昆山市政府批准后才能进行出让。未来公司主要通过合作参股形式对土地进行开发建设，相较于土地直接出让形式回款较慢。

概 况

发债主体概况

昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司系由昆山市政府国有资产监督管理委员会于 2007 年 6 月 28 日设立的国有独资有限公司，初始注册资本为 5,000 万元，经历次增资，截至 2012 年末注册资本为 17.44 亿元。

公司的经营范围包括：投资与资产管理；经昆山市国资办授权委托，从事昆山高新区的开发建设，负责管理和经营授权范围内的国有资产，对园区内基础设施建设和重要功能项目建设进行投资、管理；以控股、参股、购并等形式进行资本经营，园区物业管理、咨询服务、展览展示服务；仓储服务；自有房屋租赁。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 88.15 亿元，负债总额 27.02 亿元，所有者权益（含少数

股东权益）61.13 亿元。2012 年公司实现营业总收入 5.34 亿元，净利润 2.66 亿元，经营活动净现金流-6.52 亿元。

本期债券概况

公司本期计划发行 15 亿元债券。本期债券为 7 年期固定利率债券。设置本金提前偿付条款，即在本期债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%和 20%比例偿还债券本金。

募集资金用途

本期债券募集资金 15 亿元人民币，其中 3 亿元将用于南星渎动迁小区（七期）项目，12 亿元将用于茗景苑动迁小区（八期）项目。

表 1：本期债券募投项目概况（万元）

项目名称	项目投资额	募集资金使用额	募集资金使用额占比 (%)
南星渎动迁小区（七期）项目	51,600.00	30,000.00	58.14%
茗景苑动迁小区（八期）项目	200,000.00	120,000.00	60.00%
合计	251,600.00	150,000.00	59.62%

资料来源：公司提供

区域经济

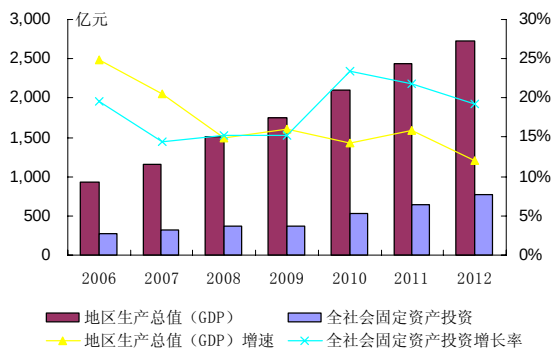
昆山市经济财政概况

昆山市地处江苏省东南部，上海与苏州之间，北至东北与常熟、太仓两市相连，南至东南与上海嘉定、青浦两区接壤，西与吴江、苏州交界，1989 年 9 月 28 日撤县设市。昆山市总面积 927.68 平方公里，其中水域面积占 23.1%，常住人口 130.8 万，下辖 9 个镇。昆山市拥有两个国家级开发区，分别为昆山经济技术开发区（内含昆山综合保税区）和昆山高新区；2 个省级开发区，分别为昆山花桥经济开发区和昆山市旅游度假区。

昆山市国际化程度高、创新能力强，依托上海和苏州地区、对接长三角和台湾地区，是以高新技术产业为核心的工商业现代化城市，拥有软件服务外包、高端装备制造、生物和新医药、智能电网和物联网、新型平板显示、新材料等重要支柱产业。

近年来昆山市经济加速发展，2006~2011 年昆山市地区生产总值从 932.01 亿元增长至 2,432.25 亿元，年复合增长率达到 21.25%。2012 年受宏观经济环境影响，昆山市经济增速有所放缓，当年实现地区生产总值 2,725.32 亿元，同比增长 12%；实现工业总产值 8,520.51 亿元，同比增长 6.5%。产业结构方面，昆山市产业结构不断优化，二、三产业共同推动经济增长的格局进一步巩固。2012 年完成第一产业增加值 24.46 亿元，比上年增长 10.3%；第二产业增加值 1,631.25 亿元，比上年增长 8.0%；第三产业增加值 1,069.61 亿元，比上年增长 18.8%，其中服务业增加值占 GDP 比重达到 39.2%。2012 年底昆山市一、二、三产业比例关系为 0.9: 59.9: 39.2，产业结构不断改善。此外，2012 年昆山市完成全社会固定资产投资 770 亿元，比上年增长 19.2%。

图 1：2006 年~2012 年昆山市 GDP、固定资产投资额增长

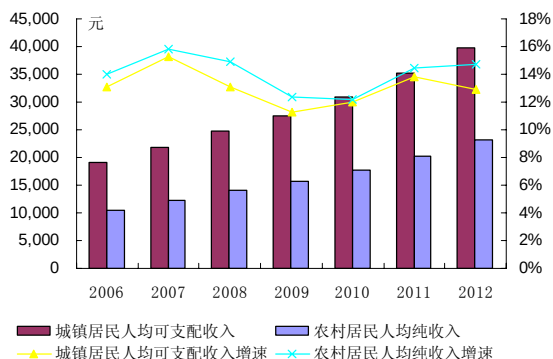


资料来源：昆山市统计公报

根据昆山市“十二五”规划，昆山市将重点发展高端电子信息业、新能源汽车业、高端装备制造业、生物和节能环保产业等战略性新兴产业。同时，昆山市以园区企业总部经济发展为中心，促进昆山金融服务集聚发展、推进花桥经济开发区金融服务外包、建设高科技服务创新平台、开发周庄古镇和阳澄湖休闲旅游区，通过提高现代化服务水平为昆山市经济发展打造良好的投资和发展环境。

近几年，昆山市居民收入水平随经济发展稳步提高。2012 年昆山市城镇居民人均可支配收入达 39,740 元，同比增长 13.8%；农村居民人均纯收入达 23,186 元，同比增长 14.7%，农村居民收入增速连续九年超过城镇居民收入增速，城乡收入比缩小至 1.71:1，城市和农村居民收入的持续增长和收入差距的缩小有利于昆山市内消费需求的增长和均衡稳定发展。

图 2：2006 年~2012 年昆山市居民收入及增长

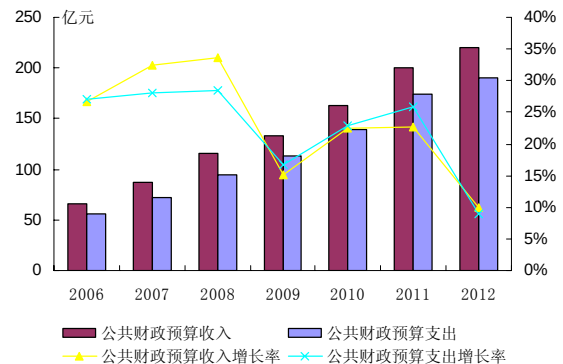


资料来源：昆山市统计公报

财政方面，受区域经济增长放缓影响，2012 年昆山市财政收入增速较往年亦有所放缓，当年实现

公共财政预算收入 220.28 亿元，同比增长 10.03%；公共财政预算支出为 190.2 亿元，同比增长 9%。

图 3：2006 年~2012 年昆山市公共预算收入、支出情况



资料来源：昆山市财政局

总体来看，昆山市经济发展与国家政策支持的行业发展方向相一致且能够得到各级政府的大力支持。伴随昆山高新区升级为国家级高新技术产业开发区以及昆山市主导产业升级、新兴产业平台建设、人才引进计划实施等加速推进，预计未来昆山市经济仍将保持快速增长，基础设施和项目建设规模将进一步扩大。

昆山高新区经济概况

昆山高新区是昆山市大力实施对外开放和自主创新战略下的高新技术产业集聚地和昆山市经济发展方式转变重要载体。1994 年 9 月经国家科技部批准成立昆山国家星火技术密集区，1997 年 12 月经江苏省人民政府批准成立昆山高科技工业园，2006 年正式更名为江苏昆山高新技术产业园区。昆山高新区自成立以来，围绕“打造国内一流、世界先进的高新技术产业开发区”目标，已初步形成三大主导产业集群，包括以模具为特色的精密机械产业、以太阳能和风能为特色的可再生能源产业及以新型平板显示为特色的电子信息产业，其中模具和可再生能源产业先后建成国家级特色产业基地。同时，昆山高新区积极培育以机器人为特色的数字装备产业和以小核酸为特色的生物医药产业两大新兴产业。

2010 年 9 月经国务院批准(国函[2010]100 号)，昆山高新区升格为国家高新技术产业开发区，享受

现行的国家高新技术产业开发区关于税收、进出口和资金信贷等一系列优惠政策。同时，2011 年昆山高新区行政管辖面积由 2010 年的 51.88 平方公里增至 108 平方公里，为园区未来发展提供了更广阔的发展建设空间。截至目前，昆山高新区规划面积 118 平方公里，实际可开发面积约占规划面积的 60%，其中已开发面积 45.34 平方公里，项目建设用地占已开发面积的 76.6%。

近几年昆山高新区经济总量不断壮大，2012 年昆山高新区地区生产总值 590.3 亿元，增长 11.3%，占全市生产总值的 21.7%；工业增加值 226.6 亿元，增长 7.4%；完成全社会固定资产投资 122 亿元，增长 22.8%，其中工业投资 50.9 亿元，增长 31.3%。

在产业发展规划方面，昆山高新区仍将高新技术产业、新兴产业和现代服务业作为发展核心。为此，昆山高新区将构建以企业为主体、高校院所为辅助、公共服务为平台、人才金融为支撑的完整创新体系。具体而言，昆山高新区近期将重点进行阳澄湖科技园（拥有世界一流院校、以软件为主的高新技术企业及孵化平台和优美生活生态环境）的招商引资和吴淞江工业园（规划为以机器人、汽车和模具产业为主的高科技现代工业园区）基础设施建设工作，建设资金主要通过昆山高新区投融资平台与金融服务企业合作成立专项基金募集获得。2012 年，昆山高新区三产比重由 2011 年的 0.3: 50.8: 48.8 调整为至 0.3: 48.8: 50.9，第三产业的比重进一步增加。

总体看来，作为昆山市唯一的高新技术企业园区，昆山高新区经济发展迅速，在昆山市政府的支持下，拥有很强的成长潜力。随着优质企业继续入驻和发展以及区内居民收入水平的日益提高，预计未来昆山高新区经济仍将保持快速发展的态势。

昆山高新区财政实力

随着经济稳步增长，昆山高新区公共财政预算收入逐年增长，2010~2012 年分别实现公共财政预算收入 38.95 亿元、44.33 亿元和 47.01 亿元，年均复合增长率为 9.88%。其中，税收收入分别为 38.24 亿元、44.33 亿元和 40.10 亿元，占公共财政预算收

入的比例很高，对地方财政收入的支撑作用较强。基金预算收入方面，由于土地出让规模较 2011 年有所减小，2012 年昆山高新区的基金预算收入较 2011 年也有一定程度的减小，中诚信国际对此予以关注。

表 2：昆山高新区本级财政收入主要指标（单位：亿元）

项目	2010	2011	2012
全口径财政收入	93.13	119.31	112.08
公共财政预算收入	38.95	44.33	47.01
其中：税收收入	38.24	44.33	40.10
基金预算收入	18.60	32.38	20.07

资料来源：昆山高新区财政局

地方财政支出方面，2010~2012 年昆山高新区地方财政支出分别为 31.89 亿元、44.37 亿元和 36.99 亿元。其中，公共财政预算支出分别为 15.19 亿元、18.04 亿元和 21.20 亿元，呈逐年增长趋势。

表 3：本级财政支出情况（单位：亿元）

项目	2010	2011	2012
地方财政支出	31.89	44.37	36.99
公共财政预算支出	15.19	18.04	21.20
基金预算支出	16.10	26.00	15.64

资料来源：昆山高新区财政局

从收支平衡来看，2010~2012 年财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 251.79%、245.73%和 221.75%，昆山高新区的财政平衡能力呈现下降趋势，但整体上仍然很强。

总体来看，昆山高新区财政实力较强，为区内企业投资和项目建设提供了资金支持和保障。但同时中诚信国际也关注到，由于昆山高新区正处于高速发展建设时期，财政支出规模快速增长，使昆山高新区财政压力有所上升。但截至目前昆山高新区财政平衡率依然较高，整体财政压力不大。

政府支持

公司是昆山高新区主要的基础设施建设主体，主要负责昆山高新城域内的项目工程建设工作。昆山市和昆山高新区各级政府主要通过资产注入给予公司大力支持。

资产注入方面，公司股东昆山市政府国有资产

监督管理办公室多次以土地形式向公司注入资产。2010年8月昆山市国有资产监督管理办公室投入土地使用权 10.22 亿元，计入公司资本公积；2011 年 3 月，昆山市国有资产监督管理办公室投入土地使用权 10.50 亿元，计入公司资本公积；2012 年，根据昆山市政府国有资产监督管理办公室《关于对昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司资产授权的通知》（昆国资办[2012]27 号），昆山市政府国有资产监督管理办公室决定将评估价 9.88 亿元的土地，作为出资投入公司，增加了公司的注册资本。

总体来看，基于公司在昆山高新区所处的重要地位，昆山市和昆山高新区各级政府通过资产注入给予公司大力支持。

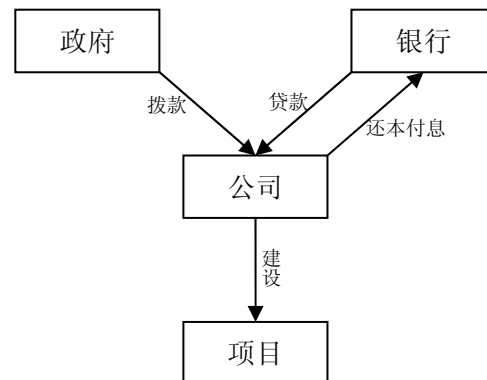
业务运营

公司以昆山高新区的开发建设为主要经营业务，承担基础设施和重要功能项目的建设。

工程项目建设运作模式为：项目建设资金部分由公司通过土地抵押等方式向银行申请贷款，部分由高新区管委会按需划拨；项目建设融资过程中产生的利息支出全部由公司垫付；公司于贷款到期

日前一个月向昆山财政局申请财政拨款以进行还本付息并确认管理费收入，管理费收入规模约为当年公司承做项目总投资的 8%。

图 4：公司工程项目建设运作模式图



资料来源：公司提供

土地资产方面，公司现拥有 2,085.14 亩的土地使用权，主要包括商业和住宅用地。根据昆山市政府规定，公司拥有的国有授权经营地需经昆山市政府批准后方可在市场上进行出让，因而土地资产流动性较差。公司未来将主要通过合作参股方式对土地进行开发建设，土地开发建设的融资压力较大。

表 4：截至 2013 年 3 月末公司土地资产情况

土地证号	位置	土地规模（亩）	土地用途
昆国用 2013 第 DWB84 号	元丰路南侧	250	商业住宅
昆国用 2013 第 DWB81 号	元丰路南侧	124.5	商业住宅
昆国用 2013 第 DWB83 号	元丰路南侧	128	商业住宅
昆国用 2013 第 DWB79 号	元丰路南侧	204	商业住宅
昆国用 2013 第 DWB85 号	中华园西路北小虞河西	174	商业住宅
昆国用 2013 第 DWB87 号	中华园西路北小虞河西	130	商业住宅
昆国用 2013 第 12013100805 号	虹祺路东张家港河西	129.67	商业用地
昆国用 2013 第 12013100806 号	虹桥路东庙泾河北	28.83	商业居住
昆国用 2013 第 12013100807 号	虹桥路东庙泾河南	29.91	商业居住
昆国用 2013 第 DWB59 号	鹿城路西庙泾河南	27.66	商业居住
昆国用 2013 第 12013100808 号	虹桥路西庙泾河北	25.45	商业居住
昆国用 2013 第 DWB57 号	张家港河南虹祺路东	60	住宅用地
昆国用 2013 第 12013100809 号	张家港南大渔河东	143.64	商业居住
昆国用 2013 第 12013100802 号	迎宾路北环庆路西	100.41	商业用地
昆国用 2013 第 DWB58 号	江浦路西市场路南	32.84	商业用地
昆国用 2013 第 12013100801 号	江浦路西市场路北	27.71	商业用地
昆国用 2013 第 12013100800 号	江浦路东市场路北	53.2	商业用地
昆国用 2013 第 12013100803 号	江浦路东市场路南	60.38	商业用地
昆国用 2013 第 12013100804 号	南淞路东吴淞江北	78.76	商业住宅
昆国用 2013 第 12013100810 号	南淞路东吴淞江北	47.43	商业住宅
昆国用 2012 第 12012100299 号	北门路东侧	99.29	商业住宅
昆国用 2012 第 12012100300 号	虹祺路北侧、东侧	23.096	商业办公
昆国用 2012 第 12012100301 号	339 省道南侧	106.37	商业住宅
合计		2,085.14	

资料来源：公司提供

根据《关于拨付昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司 2010 年度工程项目代建收入的通知》、《关于拨付昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司 2011 年度工程项目代建收入的通知》、《关于拨付昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司 2012 年度工程项目代建收入的通知》，昆山市财政局高新区分局按照公司当年完成项目建设任务

的情况向公司进行工程项目建设费的拨付。根据上述文件，2010~2012 年公司收到的工程项目建设收入（即主营业务收入）分别为 2.15 亿元、3.55 亿元和 5.25 亿元。公司主要建设项目主要包括创业中心、昆山机器人产业园等高新技术载体和昆山高新区邻里中心等区内民生项目，总投资 50.96 亿元，截至 2013 年 3 月底，公司累计投资 22.72 亿元。

表 5：截至 2013 年 3 月末公司主要在建项目汇总

项目名称	建筑面积 (平方米)	项目建设进度	总投资额 (万元)	累计完成投资额 (万元)
创业中心 A 楼	59,800	竣工	50,000	50,000
昆山机器人产业园一、二期	45,041	一期完工、二期 在建	45,000	40,000
创业中心 B 楼	33,032	竣工	16,000	16,000
迅力厂房	10,731	在建	15,000	13,000
低碳主题馆	11,785	在建	12,000	10,000
安利吉厂房	25,709	在建		5,000
新能源技术检测与发展中心	30,367	竣工	9,000	9,000
城北文体中心	15,380	竣工	9,000	9,000
昆山高新区邻里中心	82,603	在建	16,000	12,000
科创研发中心	21,735	在建	8,000	6,000
茗景苑动迁小区（八期）项目	531,399	在建	200,000	9,600
陆杨五期	68,581	在建	68,000	20,000
南星渡动迁小区（七期）项目	177,618	在建	51,600	27,600

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司目前承担昆山高新区内的项目工程建设任务，公司盈利能力很强，但收入来源较为单一。

管理

公司是国有独资公司，在治理结构方面，设置董事会，由 5 人组成，其中 4 人由国有资产监督管理机构委派，另 1 人为职工董事。公司监事会由 5 人组成，其中 3 名监事由国有资产监督管理机构委派，2 名监事由公司职工代表大会选举产生。

公司的财务管理制度中明确规定了财务部门职能，对财务计划的制定、核算和管理等制定了详细的条例。此外，公司还制定了人员管理、资产管理等相关管理制度。

整体来看，公司自成立以来已初步建立了各项管理制度，且决策和执行能力较强，但公司的财务

预算以及资金管理制度有待进一步细化完善。

战略规划

公司作为昆山高新区的开发建设主体，将在未来承担更多的项目建设工作，并随着优质国有资产的注入，承担起昆山高新区内高新技术产业培育任务。

项目建设方面，公司未来将承建昆山高新区内全部的项目工程。公司的主营业务及盈利模式将趋于多元化。对于区内道路、桥梁等基础设施建设，公司将采用传统的项目运作模式；对于社会事业以及动迁房等项目的建设，公司将采用政府回购模式；对于各类重大产业项目，公司将采取自主经营模式。2013 年公司开工的项目总投资约为 15.58 亿元，2013 年计划投入 6.35 亿元。

表 6：公司主要拟建项目概况

工程名称	投资规模 (万元)	开工时间	计划竣工时间	2013 年计划投资 (万元)
虹祺路商业街	55,000.00	2013.6	2015.5	20,000.00
高新区邻里中心	18,000.00	2012.10	2014.3	6,802.00

高新区 C 区邻里中心	5,000.00	2013.8	2014.12	1,500.00
南星渎商业配套服务中心	5,000.00	2013.6	2014.6	1,500.00
低碳科技馆	12,000.00	2013.5	2014.8	7,200.00
机器人产业园	15,251.00	2013.6	2013.12	3,586.00
小核酸配套服务中心	4,000.00	2013.7	2014.12	1,600.00
赵厍菜场	1,000.00	2013.6	2013.12	1,000.00
综合保税区一期保税仓库	3,000.00	2013.8	2014.4	1,600.00
海外高层次人才创新创业大楼	37,500.00	2013.8	2015.1	18,750.00
合 计	155,751.00			63,538.00

资料来源：公司提供

未来几年，高新技术产业培育将成为公司未来发展的重要业务之一。公司将集中所有优质资产，与多家金融和非金融机构合作投资具备发展潜力的高新技术企业，以从中获取投资收益。

总体来看，公司未来将进一步发挥区内项目及基础设施建设主体作用，未来工作重心将逐步转向高新技术产业的培育。预计未来公司的资金支出将增加，且投资风险将增大，投资收益或将存在较大的不确定性。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年三年连审财务报告。值得关注的是，公司于 2012 年出资设立 4 家子公司，因此 2012 年的合并范围较往年有所变化。

表 7：2012 年公司控股子公司情况

子公司全称	期末实际出资额 (万元)	持股比例 (%)
昆山高新科技服务有限公司	9,500.00	95.00
昆山高新商贸物流有限公司	9,500.00	95.00
昆山高新创业投资有限公司	10,000.00	100.00
昆山高新置业发展有限公司	10,000.00	100.00

资料来源：公司财务报告

资本结构

随着公司资产整合和昆山高新区建设进程的加快，2010~2012 年公司资产规模迅速扩大，资产总额分别为 50.69 亿元、62.30 亿元和 88.15 亿元，年均复合增长率 31.88%。国有授权经营土地构成的无形资产是公司最重要的资产组成部分，截至 2012 年末，公司共拥有土地使用权 2,085.14 亩，账面价值 53.21 亿元，占公司资产总额的 60.36%。公司的

其他资产主要由固定资产、其他应收款和应收账款构成。截至 2012 年末，公司固定资产 13.33 亿元，主要为由在建工程转入的萧林路商业街、创业服务中心大楼和安吉利厂房。公司的其他应收款主要为与昆山市财政局高新区分局以及昆山高新区管委会之间的往来款项，2012 年末公司的其他应收款 11.48 亿元。应收账款方面，公司的应收账款主要为应收昆山市财政局高新区分局的工程结算款，2012 年末公司的应收账款 5 亿元，截至 2013 年 1 月 29 日，公司已收到全部项目建设资金。考虑到公司往来款项回款期较短，且与公司工程建设进度相匹配，加之昆山市政府对公司资金的保障，公司资产质量较好。

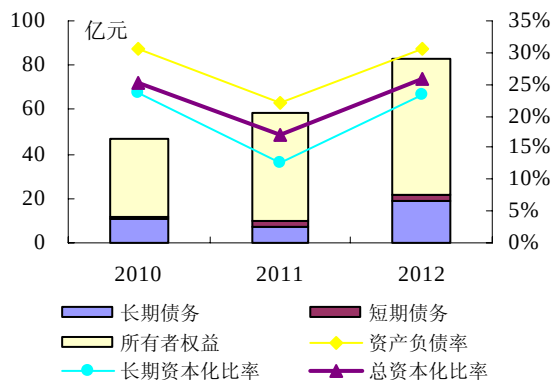
负债方面，2010~2012 年，公司负债总额分别为 15.45 亿元、13.80 亿元和 27.02 亿元。其中，2012 年负债规模增长较快的原因主要为公司工程投入方面的资金需求加大，导致长期借款大幅增加所致。从债务结构来看，2010~2012 年末公司总债务分别为 11.85 亿元、9.90 亿元和 21.32 亿元，同期总资本化比率分别为 25.17%、16.95% 和 25.86%。由于公司主要通过银行长期借款来满足项目建设及运营资金，公司的债务主要由长期债务构成。2012 年末公司的长期债务 18.52 亿元，占公司总负债的比重达到 68.54%。短期债务方面，2012 年末公司银行短期借款为零，但由长期借款转入一年内到期的长期负债 2.80 亿元，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.15 倍。另外，若将公司其他应付款的有息拆借资金部分计入长期债务，2012 年末公司总债务将升至 26.88 亿元，总资本化比率将升至 30.54%。总体来看，公司的债务以长期债务为主，债务结构较为合理。

所有者权益方面，2010~2012 年末公司所有者

权益分别为 35.24 亿元、48.49 亿元和 61.13 亿元，呈大幅上升趋势。2011 年，昆山市国有资产监督管理委员会向公司注入土地使用权 10.50 亿元，使得资本公积大幅增加；2012 年，昆山市政府国有资产监督管理委员会以评估价为 9.88 亿元的土地对公司增资，使得公司实收资本大幅增长。

由于近年来公司所有者权益持续增长，公司的资产负债率一直处于较低水平。2010~2012 年公司资产负债率分别为 30.48%、22.15%和 30.66%。因此，即使在公司发行债券的情况下，公司的资产负债率仍将维持在合理水平。

图 5：2010~2012 年公司资本结构分析



资料来源：根据公司财务报表计算

总体看来，目前作为昆山高新区主要的项目建设主体，公司能得到政府资金的有力保障，资产质量较好，资产负债率较低，债务结构合理。根据公司的发展定位，未来公司将承担起昆山高新区的投资和建设主体职能，因此，公司资产规模将进一步扩大，负债规模也将随着资本支出的增加而上升，但考虑到昆山高新区政府给予公司的大力支持，公司整体资金压力不大。

盈利能力

公司收入来源较为单一，主要由工程项目建设收入构成，2010~2012 年营业总收入分别为 2.15 亿元、3.55 亿元和 5.34 亿元。由于项目建设的具体实施不由公司承担，几乎不存在对应的营业成本，因而公司营业毛利率很高，2010~2012 年分别为 86.81%、80.49%和 67.21%。

期间费用方面，公司没有销售费用，财务费用仅由担保费和融资服务费构成，大部分借款利息为工程建设产生的利息支出，已做资本化处理，计入在建工程科目中，仅 2012 年产生较小规模的财务性利息支出。2010~2012 年，公司期间费用分别为 0.07 亿元、0.10 亿元和 0.91 亿元，三费收入占比分别为 3.04%、2.68%和 16.96%，2012 年由于财务费用和管理费用的增加，三费收入占比较往年有大幅增加，但仍然在合理范围之内。

表 8：2010 年~2012 年公司期间费用分析

	2010	2011	2012
销售费用（亿元）	--	--	--
管理费用（亿元）	0.0037	0.0025	0.23
财务费用（亿元）	0.06	0.09	0.68
三费合计（亿元）	0.07	0.10	0.91
营业总收入（亿元）	2.15	3.55	5.34
三费收入占比（%）	3.04	2.68	16.96

资料来源：公司财务报告

利润总额构成方面，公司绝大部分利润来源于经营性业务，没有营业外收入和支出，2010~2012 年公司利润总额分别为 1.80 亿元、2.76 亿元和 2.66 亿元。

总体来看，公司主营业务收入随昆山高新区建设推进维持着稳定增长。但中诚信国际关注到目前公司收入绝大部分为工程项目建设收入，收入来源单一，对地方财政依赖程度过高；由于公司将承担更多的项目建设工作，随着项目开发成本的提升公司的利润率将有所下降。

现金流

2010~2012 年，公司经营活动净现金流分别为 2.31 亿元、3.56 亿元和 -6.52 亿元。其中，2012 年公司经营活动呈现大规模净流出，主要是由于公司应收工程结算款和其他应收款等往来款占用较大资金所致。投资活动方面，2010 年公司工程建设规模较大，构建固定资产支付的现金为 3.77 亿元，2011 年和 2012 年公司资本支出较小，分别为 0.065 亿元和 0.50 亿元。此外，2012 年公司本部及其控股子公司对区域内部分高新技术企业进行长期股权投资，使得公司投资支付现金大幅增加至 1.45 亿元，公司投资活动净现金流长期为负。筹资活动方面，2010~2012 年公司筹资活动净现金流分别为

-0.14 亿元、-2.78 亿元和 9.02 亿元。2012 年公司建设项目增多，所需资金量大幅增长，因此公司借款收到的现金较往年大幅增长。

表 9：2010~2012 年公司现金流分析

单位：亿元	2010	2011	2012
经营活动现金流入	2.32	3.56	2.00
经营活动现金流出	0.004	0.003	8.52
经营活动净现金流	2.31	3.56	-6.52
投资活动现金流入	-	-	-
投资活动现金流出	6.63	1.05	1.95
投资活动净现金流	-6.63	-1.05	-1.95
筹资活动现金流入	4.80	1.64	15.05
其中：吸收投资收到现金	-	-	0.10
借款收到的现金	4.80	1.64	14.95
筹资活动现金流出	4.94	4.42	6.03
其中：偿还债务	3.90	3.35	3.38
筹资活动净现金流	-0.14	-2.78	9.02
现金及等价物净增加额	-4.46	-0.27	0.55

资料来源：根据公司财务报表计算

总体来看，由于公司承建项目增多，且部分项目建设资金未在 2012 年末回笼，公司的经营活动现金流呈大规模净流出状态。此外，对昆山高新区企业的扶持和投资增加了公司投资活动现金流出，公司主要依靠银行借款来满足经营和投资资金需求。

偿债能力

随着公司项目垫付资金的增多以及对昆山高新区企业投资的增多，公司的债务规模迅速增加，截至 2012 年末，公司的总债务 21.32 亿元，其中长期债务 18.52 亿元。

随着营业利润的逐年增长，2010~2012 年公司 EBITDA 也呈逐年增长趋势，分别为 1.80 亿元、2.76 亿元和 3.38 亿元。从偿债指标看，由于 2012 年公司的债务规模有较大幅度增长，公司 EBITDA 对债务和利息的覆盖能力较 2011 年有所减弱。2012 年公司的总债务/EBITDA 为 6.31 倍，EBITDA 利息保障倍数为 2.48 倍。考虑到昆山财政局将安排公司项目本息的偿还，公司实际偿债压力较小。长期来看，随着公司自营业务的开展，负债水平的持续增加可能使得公司偿债能力进一步减弱。

表 10：2010~2012 年公司偿债能力分析

	2010	2011	2012
长期债务(亿元)	10.85	6.90	18.52
总债务(亿元)	11.85	9.90	21.32

净债务(亿元)	10.32	8.64	18.32
经营活动净现金流(亿元)	2.31	3.56	-6.52
EBITDA(亿元)	1.80	2.76	3.38
资产负债率(%)	30.48	22.15	30.66
总资本化比率(%)	25.17	16.95	25.86
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.36	-0.31
总债务/EBITDA(X)	6.37	3.59	6.31
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.87	2.84	2.48
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	2.41	3.66	-4.78

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年 3 月末，公司各银行授信总额 13.80 亿元，未使用授信余额 0.7 亿元。

受限资产方面，截至 2013 年 3 月末，公司为取得银行借款抵押的资产账面净值共计 29.94 亿元，取得银行借款 19.77 亿元。

截至 2013 年 3 月末，公司的对外担保余额为 15 亿元，占公司所有者权益的比重较大，中诚信国际对此表示关注。

担保实力

中投保前身为 1993 年 12 月成立的中国经济技术投资担保公司，由财政部和原国家经贸委共同发起组建，注册资本 5 亿元，为中国人民银行监管下的非银行金融机构。1999 年中投保与财政部脱钩，移交中央大型企业工委管理，同时脱离中国人民银行的监管。2003 年中投保划归国务院国资委管理，2006 年 9 月更名为“中国投资担保有限公司”并整体并入国家开发投资公司（以下简称“国投公司”）。2006 年 12 月国投公司向中投保增资 23.355 亿元，中投保注册资本增为 30 亿元，国投公司为全资股东。2010 年 9 月，在国投公司的支持下，中投保通过引进建银国际金鼎投资（天津）有限公司等六家新股东，从国有法人独资的一人有限公司变更为中外合资的有限责任公司，注册资本变更为 35.21 亿元。2012 年 9 月，中投保通过资本公积金转增股本的形式，实收资本增加至 45 亿元。2013 年 11 月 4 日，中投保更名为“中国投融资担保有限公司”。

作为国内资本规模最大的担保机构之一，中投保的经营范围涉及投资担保、实业项目的投资、资产受托管理、经济信息咨询等领域。截至 2012 年末，中投保总资产为 95.76 亿元，净资产 54.51 亿元，累计担保额达到 2,174 亿元。

中投保总部位于北京，设立了华东、上海、大连、天津四家分公司和沈阳办事处，同时参股中投保信息技术有限公司（45.00%）、中国国际金融有限公司（7.65%）、北京首创投资担保有限公司（3.00%）和中关村科技担保有限公司（0.26%）等多家企业。

中投保是中国担保业联盟的发起人，同时也是泛美担保协会（PASA）、美国保证与忠诚保证协会（SFAA）美国保险监督官协会（NAIC）以及国际信用保险和保证协会（ICISA）的会员，在引进国际担保业先进技术和理念方面居优势地位。

中投保作为国内最早成立的担保公司之一，资本实力较强；业务品种丰富，产品创新能力较强，积累了较丰富的担保业务经验，在保本投资类担保和公共融资类担保业务方面具有较领先的优势；引进战略投资者并完成改制，公司治理持续改善。中投保还得到中投保大股东国投公司的一贯支持，国投公司出具了书面支持文件，承诺长期保持控股地位，在中投保遇流动性困难时提供注资和流动性支持。

近年随着中投保金融产品担保业务迅速发展，单一客户集中度风险和行业集中度风险上升，资本压力显现。根据中投保 2011 年及 2012 年经审计财务报告，中投保间接融资性担保业务中钢贸行业集中度较高，且主要集中于上海地区，截至 2012 年 6 月，中投保钢贸通担保余额为 32.84 亿元。中诚信国际关注到，2012 年底以来，受上海地区钢贸业务系统性风险全面爆发的影响，2012 年中投保担保代偿支出与 2011 年相比增幅较大，达 5.66 亿元。截至 2013 年 6 月末，中投保应收代位追偿款净额为 17.19 亿元；截至 2013 年 9 月 25 日，钢贸通在保余额为 0.39 亿元。中诚信国际认为，中投保发生大规模代偿获得国投公司流动性支持，流动性风险得到有效化解；中投保钢贸通业务的代偿支出压力已基本释放，剩余信用风险敞口很小；尽管据中投保披露，公司拥有第一顺位抵/质押资产、第一顺位查封资产及其他可控资产超 20 亿元，但是代偿款的

回收和损失金额具有不确定性，可能对中投保盈利水平造成不利影响。

综合上述对担保行业前景的分析，中投保在行业地位、市场定位、管理与战略、业务运营、风险管理和财务基本面的考察和分析，以及国投公司对中投保提供流动性支持的承诺，中诚信国际授予中投保 2012 年的综合财务实力评级为 **AA⁺**，以反映其很强的代偿能力以及很低的违约风险；另一方面，考虑到代偿款的回收和损失金额具有不确定性可能对中投保盈利水平造成的不利影响，中诚信国际于 2013 年 11 月将中投保的评级展望由正面调整为稳定。

评级展望

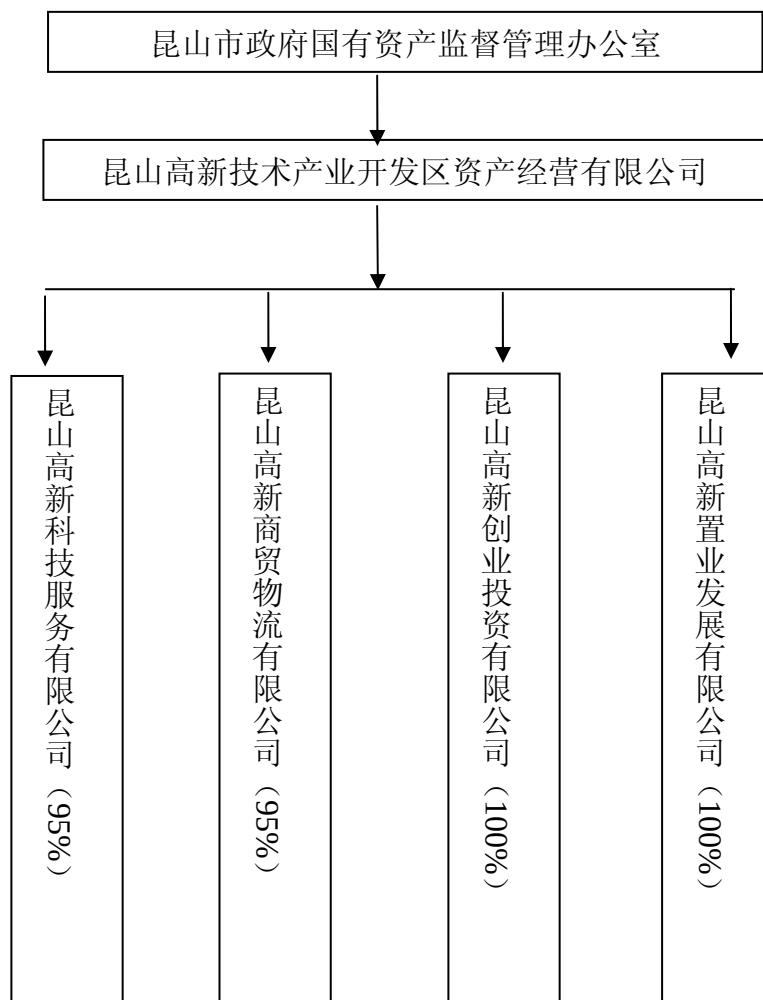
中诚信国际肯定了昆山高新技术产业开发区经济和财政实力不断增强、公司作为昆山高新区内重要基础设施建设主体获得强有力的政策支持对公司发展的良好支撑；同时也考虑了公司的收入模式较为单一、高新技术产业培育业务的风险较大以及公司的土地资产出让需经政府审批等因素对公司未来信用水平的影响。

综上所述，中诚信国际对昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司的评级展望为稳定。

结论

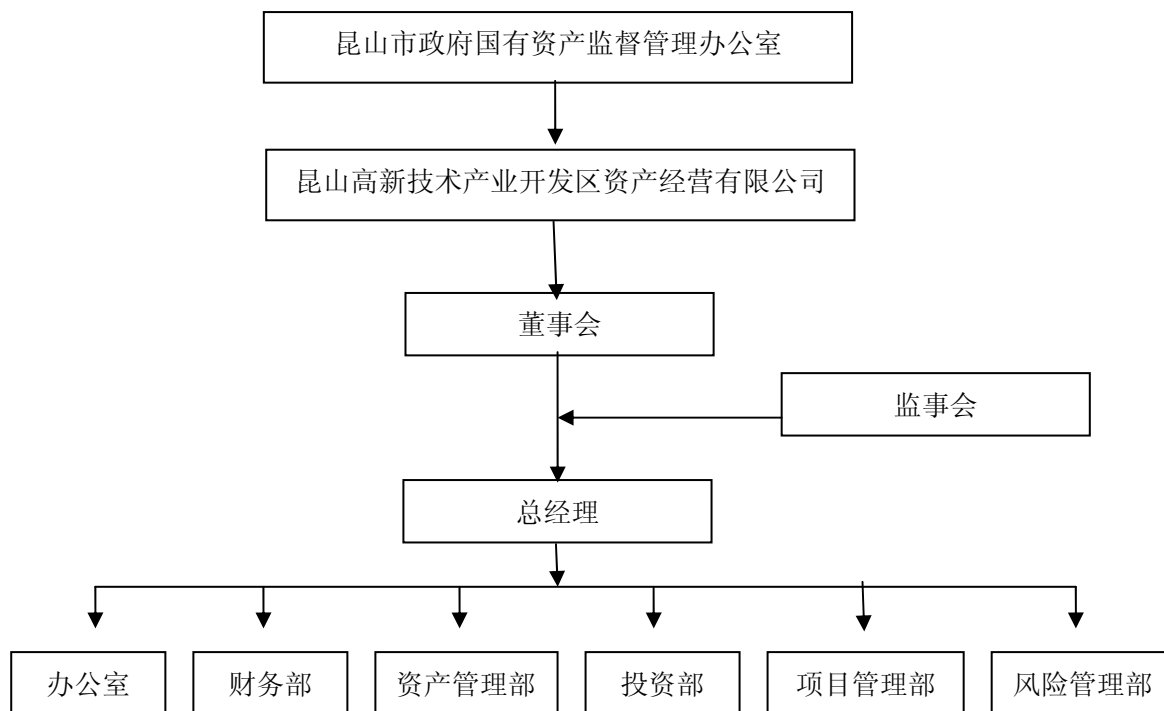
中诚信国际评定昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2014 年昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司股权结构图（截至 2012 年末）



资料来源：公司提供

附二：昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司组织结构图（截至 2012 年末）



资料来源：公司提供

附三：昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	15,308.04	12,558.52	30,050.68
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	50,000.00
存货净额	0.00	0.00	0.00
其他应收款	41,510.75	54,866.15	114,824.68
长期投资	0.00	2,000.00	16,510.26
固定资产(合计)	121,704.11	120,170.36	133,322.84
总资产	506,865.33	622,952.49	881,527.45
其他应付款	36,000.00	39,004.00	55,580.23
短期债务	10,000.00	30,000.00	28,000.00
长期债务	108,500.00	69,000.00	185,230.00
总债务	118,500.00	99,000.00	213,230.00
净债务	103,191.96	86,441.48	183,179.32
总负债	154,500.00	138,004.00	270,241.85
财务性利息支出	0.00	0.00	6,396.35
资本化利息支出	9,594.15	9,706.05	7,229.61
所有者权益（含少数股东权益）	352,365.33	484,948.49	611,285.59
营业总收入	21,500.00	35,500.00	53,405.05
三费前利润	18,665.00	28,574.20	35,722.07
投资收益	0.00	0.00	4.88
EBIT	17,972.97	27,568.13	32,955.32
EBITDA	17,972.97	27,568.13	33,766.78
经营活动产生现金净流量	23,142.23	35,555.73	-65,197.59
投资活动产生现金净流量	-66,311.80	-10,462.40	-19,485.90
筹资活动产生现金净流量	-1,390.91	-27,842.85	90,175.65
现金及现金等价物净增加额	-44,560.48	-2,749.52	5,492.16
资本支出	37,671.80	650.00	4,980.52
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率(%)	86.81	80.49	67.21
三费收入比(%)	3.04	2.68	16.96
EBITDA/营业总收入(%)	83.60	77.66	63.23
总资产收益率(%)	4.06	4.88	4.38
流动比率(X)	1.24	0.98	2.35
速动比率(X)	1.24	0.98	2.35
存货周转率(X)	--	--	--
应收账款周转率(X)	28.67	--	2.14
资产负债率(%)	30.48	22.15	30.66
总资本化比率(%)	25.17	16.95	25.86
短期债务/总债务(%)	8.44	30.30	13.13
经营活动净现金/总债务(X)	0.20	0.36	-0.31
经营活动净现金/短期债务(X)	2.31	1.19	-2.33
经营活动净现金/利息支出(X)	2.41	3.66	-4.78
总债务/EBITDA(X)	6.59	3.59	6.31
EBITDA/短期债务(X)	1.80	0.92	1.21
EBITDA 利息倍数(X)	1.87	2.84	2.48

注：公司各年度财务报表均按新会计准则编制。

附四：中国投融资担保有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

	2010	2011	2012	2013.3
年增长率（%）				
现金及投资资产	19.17	15.58	17.58	--
总资产	15.12	15.83	32.61	--
未到期责任准备金	8.94	22.43	51.71	--
所有者权益	17.67	3.87	5.61	--
已赚保费	5.65	116.20	(18.52)	--
代偿支出	(100.00)	--	--	--
投资收益	(29.67)	96.13	41.94	--
净营业收入	10.80	55.60	9.43	--
税前利润	2.27	60.51	1.10	--
净利润	(0.99)	92.09	0.95	--
年新增商业性担保额	(27.26)	251.62	(5.38)	--
商业性担保在保余额	11.32	125.25	(6.31)	--
盈利能力（%）				
投资回报率	2.99	5.00	6.09	--
净营业收入/平均总资本	9.91	14.00	14.66	--
净营业收入/平均总资产	7.82	10.54	9.26	--
净利润/平均总资产	2.61	4.34	5.73	--
净利润/平均总资本	3.31	5.76	3.62	--
有效税率	38.14	25.96	25.48	
资产质量（%）				
年内代偿额	0.00	0.00	--	--
商业性担保 3 年累计代偿率	0.40	0.06	--	--
商业性担保代偿 3 年累计回收率	81.60	335.90	--	--
年内代偿额/净在保余额	0.00	0.00	--	--
未到期责任准备金/平均净在保余额	0.86	0.61	0.46	--
未到期责任准备金覆盖率	663.00	1,036.00	--	--
资本充足性（%）				
核心资本	5,213.00	5,161.44	5,451.13	5,472.13
担保放大倍数（X）	5.72	13.02	17.87	--
融资性担保放大倍数（X）	3.33	4.92	6.07	--
所有者权益/总资产	79.71	71.48	56.93	64.12
所有者权益/净在保余额	14.87	7.26	6.00	--
资本形成率	3.31	5.76	5.73	--
流动性（%）				
高流动性资产/现金及投资资产	28.88	10.14	34.07	9.16
现金及投资资产/总资产	96.18	95.97	85.09	76.07
现金及投资资产/净担保余额	20.10	10.31	10.64	--

注：1、中投保自 2010 年开始已执行财政部“企业会计准则解释第 4 号第八条”的规定；2、2012 年中投保担保业务数据统计口径中不包含受托性担保业务，仅指商业性担保业务年新增担保额、在保余额。

附五：报告所用基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=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（新）=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（旧）= 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=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

长期债务 = 长期借款+应付债券

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(新)=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

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业总收入净额-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）/营业总收入净额

三费收入比(旧)=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

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））

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

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附七：公司债券信用等级的符号及定义

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 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附八：中投保担保信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。