

# 信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪310号

## 昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我对贵公司“14昆高新债”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持公司债券AA+的债项信用等级。

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

二零一四年六月二十七日

# 昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司 2014 年度跟踪评级报告

受评对象 昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司

本次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
14 昆高新债	15	2014年3月26日~2021年3月25日	AA+	AA+

注：“14 昆高新债”由中国投融资担保有限公司提供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）	2011	2012	2013
总资产(亿元)	62.30	88.15	181.89
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	48.49	61.13	117.43
总负债(亿元)	13.80	27.02	64.47
总债务(亿元)	9.90	21.32	38.40
营业总收入(亿元)	3.55	5.34	5.40
EBIT(亿元)	2.76	3.30	5.37
EBITDA(亿元)	2.76	3.38	5.43
经营活动净现金流(亿元)	3.56	-6.52	-0.95
营业毛利率(%)	80.49	67.21	100.00
EBITDA/营业总收入(%)	77.66	63.23	100.57
总资产收益率(%)	4.88	4.38	3.89
资产负债率(%)	22.15	30.66	35.44
总资本化比率(%)	16.95	25.86	24.64
总债务/EBITDA(X)	3.59	6.31	7.07
EBITDA 利息倍数(X)	2.84	2.48	1.65

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	2013.06
总资产	62.34	72.21	95.76	88.36
担保损失准备金	2.44	2.98	4.52	3.06
所有者权益	49.69	51.61	54.51	55.38
在保余额	334.20	711.24	974.10	984.66
年新增担保额	184.00	574.00	543.10	--
担保业务收入	1.89	4.21	5.65	3.10
投资收益	1.65	3.28	4.65	2.45
净利润	1.52	3.01	3.04	1.45
平均资本回报率(%)	3.31	5.95	5.73	--
累计代偿率(%)	0.40	0.06	1.05	--
核心资本放大倍数(X)	6.53	13.22	16.71	17.10
净资产放大倍数(X)	6.73	13.78	17.87	17.78

资料来源：中投保提供

注：1、累计代偿率为三年累计代偿率；2、2010-2012 年末以及 2013 年 6 月末，报送监管的融资性担保放大倍数（间接融资性担保以及公共融资类担保余额合计/净资产）分别为 5.70、4.92、6.07 和 5.60 倍；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径；对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标，本报告中未加披露，使用“--”表示。

## 分析师

项目负责人：赵晓曦 xxzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：付东阳 dyfu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 6 月 27 日

## 基本观点

中诚信国际维持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；维持“14 昆高新债”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、以及公司资产负债率较低等因素对公司发展的积极作用；同时也考虑了公司的土地资产变现需经政府审批、公司其他应收款上升较快等因素对公司未来整体信用水平的影响。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

- **昆山高新区经济和财政实力不断增强。**作为国家高新技术产业开发区，昆山高新区享受关于税收、资金信贷等一系列优惠政策。2013 年昆山高新区实现地区生产总值 610.22 亿元，增长 3.37%；实现公共财政预算收入 52.54 亿元，同比增长 11.76%。
- **公司获得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。2013 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 39.01 亿元和房产 10.91 亿元，使得资本公积大幅增加。
- **公司的资产负债率低，偿债压力较小。**截至 2013 年末公司的资产负债率 35.44%，总债务规模不大，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“14 昆高新债”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

- **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变现。**未来公司主要通过合作参股形式对土地进行开发建设，相较于土地直接变现形式回款较慢，中诚信国际将密切关注公司未来开发模式对盈利能力及融资压力的影响。
- **其他应收款上升较快。**2013 年末，公司其他应收款余额为 46.88 亿元，较 2012 年末增长 35.40 亿元。中诚信国际将密切关注公司其他应收款回款速度及风险。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“14 昆高新债”发行金额 15 亿元人民币，其中 3 亿元用于南星渎动迁小区（七期）项目，12 亿元用于茗景苑动迁小区（八期）项目。截至 2014 年 6 月末，公司累计使用募集资金 10.00 亿元。

表 1：募集资金项目进展（亿元）

项目名称	总投资额	2014 年 6 月末累计投资	2014 年 6 月末已使用募集资金
南星渎动迁小区（七期）项目	5.16	4.80	3.00
茗景苑动迁小区（八期）项目	20.00	7.50	7.00
合计	25.16	12.30	10.00

资料来源：公司提供

## 近期关注

### 昆山高新区经济发展较快，公共财政预算收入平稳增长

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。2013 年，昆山高新区规划面积增至 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，2013 年昆山高新区地区生产总值 610.22 亿元，增长 3.37%；完成全社会固定资产投资 143.75 亿元，增长 17.79%，其中工业投资 60.27 亿元，增长 18.47%。

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。2013 年，昆山高新区三产比重由 2012 年的 0.30:48.80:50.90 调整为至 0.31:48.65:51.04，第三产业的比重进一步增加。

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，2011~2013 年分别实现公共财政预算收入 44.33 亿元、47.01 亿元和 52.54 亿元。其中，税收收入分别为 44.33 亿元、40.10 亿元和 50.39 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。政府性基金收入方面，由于土地出让规模较 2012 年有所减小，2013 年昆山高新区的政府性基金预算收入较 2012 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（亿元）

项目	2011	2012	2013
财政总收入	76.71	67.08	68.97
公共财政预算收入	44.33	47.01	52.54
其中：税收收入	44.33	40.10	50.39
政府性基金收入	32.38	20.07	16.43

注：财政总收入=公共财政预算收入+政府性基金收入

资料来源：公司提供

地方财政支出方面，2011~2013 年昆山高新区财政总支出分别为 44.04 亿元、36.84 亿元和 39.89 亿元。其中，公共财政预算支出分别为 18.04 亿元、21.20 亿元和 23.46 亿元，呈逐年增长趋势。

表 3：昆山高新区本级财政支出情况（单位：亿元）

项目	2011	2012	2013
财政总支出	44.04	36.84	39.89
公共财政预算支出	18.04	21.20	23.46
基金预算支出	26.00	15.64	16.43

注：财政总支出=公共财政预算支出+政府性基金支出

资料来源：公司提供

从收支平衡来看，2011~2013 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 245.73%、221.75%和 223.96%，昆山高新区的财政平衡能力很强。

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，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。

### 公司基础设施建设业务顺利推进，在建和拟建项目给公司带来一定投资压力

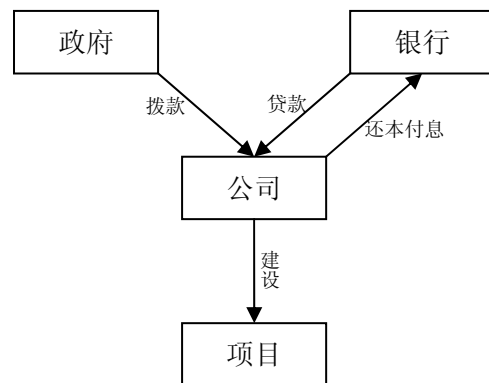
公司以昆山高新区的开发建设为主要经营业务，承担基础设施和重要功能项目的建设。

表 4：截至 2013 年末公司主要在建项目情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	总投资（亿元）	累计完成投资额（亿元）
南星渎动迁小区（七期）	17.76	5.16	2.80
茗景苑动迁小区（八期）	53.14	20.00	2.00
迅力厂房	1.07	1.50	0.80
昆山高新区邻里中心	8.26	1.60	1.40
科创研发中心	2.17	0.80	0.50
陆杨五期	6.86	6.80	3.50
虹祺路商业街	7.89	5.50	0.25
南星渎商业配套服务中心	2.93	0.50	0.02
小核酸配套服务中心	1.14	0.40	0.18
赵厍菜场	0.69	0.25	0.01
综合保税区一期保税仓库	1.10	0.30	0.02

工程项目建设运作模式为：项目建设资金由自有资金和银行贷款两部分组成，项目建设融资过程中产生的利息支出全部由公司承担；昆山市财政局根据公司前期支付的资金加成一定比例，确认工程项目建设收入。加成比例约 8%。

图 1：公司工程项目建设运作模式图



资料来源：公司提供

根据《关于审核确认你司 2011 年度工程项目代建费收入的批复》、《关于审核确认你司 2012 年度工程项目代建费收入的批复》、《关于审核确认你司 2013 年度工程项目代建费收入的批复》，2011~2013 年公司分别实现工程项目建设收入 3.55 亿元、5.25 亿元和 4.67 亿元。公司主要建设项目主要包括南星渎动迁小区、茗景苑动迁小区和万和苑等项目，总投资 83.79 亿元，截至 2013 年末，公司累计投资 18.60 亿元。

创业中心 C 楼	4.94	3.75	0.80
南淞湖科技园（一期）	0.33	0.18	0.16
中华园路邻里中心	2.65	0.80	0.02
茗景苑 C 地块	22.00	6.60	4.80
茗景苑 S3 地块	6.80	2.04	1.02
茗景苑动迁小区（九期）	59.16	20.30	0.20
万和苑（庙灯二期）	20.24	7.31	0.12
<b>合计</b>	<b>219.14</b>	<b>83.79</b>	<b>18.60</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地资产方面，为支持公司发展，2013 年，昆山市国有资产监督管理办公室向公司注入土地 39.01 亿元，计入公司资本公积。截至 2013 年末，公司拥有土地资产 3,200.28 亩，全部为商住用地。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变现，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 5：截至 2013 年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 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	60.00	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	53.20	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 2012 第 12012100300 号	虹祺路北侧、东侧	23.09	商业办公
昆国用 2012 第 12012100301 号	339 省道南侧	106.37	商业住宅
昆国用（2013）第 DW533 号	五联路南侧、望山路东侧	11.79	商住用地
昆国用（2013）第 DW534 号	五联路南侧、玉城路东侧	21.74	商住用地
昆国用（2013）第 DW535 号	五联路南侧、玉城路西侧	46.69	商住用地
昆国用（2013）第 DW536 号	元丰路南侧、古城路东侧	89.57	商住用地
昆国用（2013）第 DW537 号	玉杨路南侧、四号河东侧	35.75	商住用地
昆国用（2013）第 DW538 号	燕桥浜南侧、新城南路西侧	71.89	商住用地
昆国用（2013）第 DW539 号	五联路南侧、水秀路东侧	11.81	商业住宅
昆国用（2013）第 DW540 号	五联路南侧、永丰余路东侧	33.87	商业住宅
昆国用（2013）第 DW541 号	五联路南侧、北门路东侧	62.35	商业住宅
昆国用（2013）第 DW542 号	成功路南侧、北门路东侧	63.16	商业住宅
昆国用（2013）第 DW543 号	元丰路南侧、古城路西侧	112.38	商业住宅
昆国用（2013）第 DW545 号	晨淞路北侧、新城南路西侧	71.49	商业住宅
昆国用（2013）第 DW548 号	元丰路南侧、古城路东侧	140.07	商住用地
昆国用（2014）第 DW14 号	江浦路西、高速公路北	111.48	商业住宅
昆国用（2014）第 DW15 号	江浦路西、高速公路北	88.52	商业住宅
昆国用（2014）第 DW11 号	江浦路西、高速公路北	109.47	商业住宅
昆国用（2014）第 DW12 号	江浦路西、高速公路北	110.04	商业住宅
昆国用（2014）第 DW13 号	江浦路西、高速公路北	84.85	商业住宅
昆国用（2014）第 DW53 号	中华园西路北侧	106.03	商业住宅
昆国用（2014）第 DW54 号	中华园西路北侧	127.22	商业住宅
昆国用（2014）第 DW57 号	中华园西路北侧	109.97	商业住宅
昆国用（2014）第 DW51 号	中华园西路北侧	77.84	商业住宅
昆国用（2014）第 DW52 号	中华园西路北侧	102.00	商业住宅

昆国用（2014）第 DW50 号	中华园西路北侧	139.75	商业住宅
昆国用（2014）第 DW55 号	中华园西路北侧	110.41	商业住宅
昆国用（2014）第 DW56 号	中华园西路北侧	93.74	商业住宅
昆国用（2013）第 DW631 号	环庆路西侧	47.65	商业用地
昆国用（2014）第 DWB11 号	A 楼共青路西前进路南	30.00	商业用地
昆国用（2014）第 DWB9 号	B 楼祖冲之路西	50.00	商业用地
昆国用（2014）第 DWB14 号	邻里中心锦淞路 778 号	61.31	商业用地
昆国用（2014）第 DWB10 号	科创研发楼亿升路北团结路东	18.28	商业用地
<b>合计</b>		<b>3,200.28</b>	

资料来源：公司提供

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，公司盈利能力相对稳定，但收入来源较为单一。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2012 年审计报告和经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年审计报告。

表 6：2013 年公司合并范围变化

子公司全称	持股比例 (%)	变化时间	变化情况
昆山南淞湖科技园发展有限公司	100.00	2013	新增

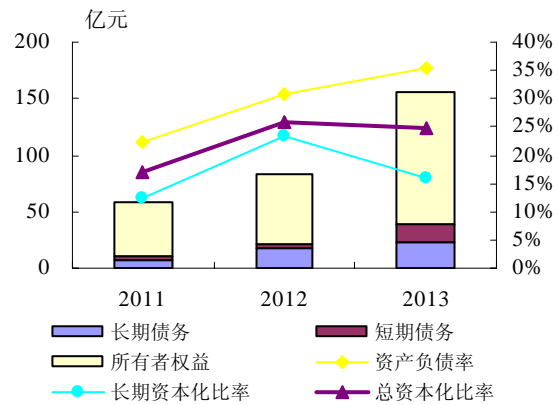
资料来源：公司财务报告

## 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，公司资产规模迅速扩大，2011~2013 年末，资产总额分别为 62.30 亿元、88.15 亿元和 181.89 亿元，年均复合增长率 70.88%。国有土地使用权构成的无形资产是公司最重要的资产组成部分，截至 2013 年末，公司共拥有无形资产 95.77 亿元，较 2012 年末增长 78.09%，占公司资产总额的 52.10%，主要为昆山市国资办向公司无偿划拨的土地使用权。公司的其他资产主要由其他应收款、应收账款、货币资金和固定资产构成。截至 2013 年末，公司拥有其他应收款 46.88 亿元，较 2012 年末增长 308.31%，主要因为公司与昆山高新技术产业投资发展有限公司、昆山高新技术产业园区管理委员会和昆山市玉山经济技术开发区管理委员会等之间往来款项增加所致；应收账款 11.68 亿元，较 2012

年末增加 33.65%，全部为应收昆山高新技术产业园区管理委员会的工程结算款；货币资金 12.71 亿元，较 2012 年末增加 9.71 亿元；公司固定资产 12.99 亿元，较 2012 年末下降 2.58%，主要为运输设备和厂房等。

图 2：2011~2013 年公司资本结构分析



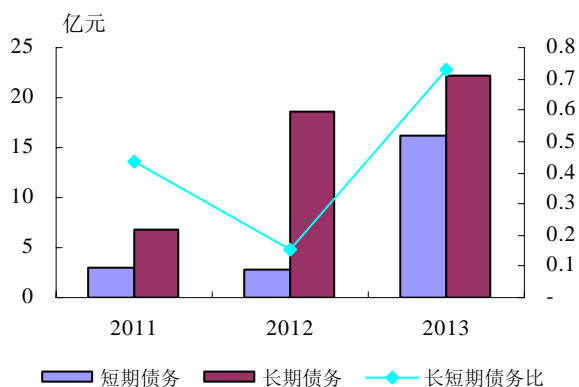
资料来源：根据公司财务报表计算

负债方面，2011~2013 年末，公司负债总额分别为 13.80 亿元、27.02 亿元和 64.47 亿元。2013 年，受其他应付款、一年内到期的非流动负债和长期借款等增加影响，公司负债总额增长较大。截至 2013 年末，公司拥有其他应付款 25.29 亿元，较 2012 年末增加 19.73 亿元，主要公司与昆山市财政局玉山分局和昆山市创业控股有限公司等公司的往来款。

从债务结构来看，2011~2013 年末公司总债务分别为 9.90 亿元、21.32 亿元和 38.40 亿元，同期总资本化比率分别为 16.95%、25.86%和 24.64%。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，2013 年以前公司的债务主要由长期债务构成。2013 年，受几笔长期借款即将到期影响，公司一年内到期的非流动负债增加 11.29 亿元至 14.72 亿元。2013 年末，公司短期和长期债务分别

为 16.22 亿元和 22.17 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.73 倍，公司短期偿付压力较大。若不考虑一年内到期的非流动负债影响，公司债务结构仍然以长期借款为主。

图 3：2011~2013 年公司债务结构分析



资料来源：根据公司财务报表计算

所有者权益方面，2011~2013 年末公司所有者权益分别为 48.49 亿元、61.13 亿元和 117.42 亿元，复核增长 55.61%。2013 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 39.01 亿元和房产 10.91 亿元，使得资本公积大幅增加。

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。2011~2013 年公司资产负债率分别为 22.15%、30.66% 和 35.44%。2014 年 3 月，公司公开发行 15 亿元公司债，预计未来资产负债率将有所增加。

总体看来，目前作为昆山高新区主要的项目建设主体，公司能得到政府有力支持，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。中诚信国际同时关注到，公司其他应收款上升较快，我们将密切关注公司应收账款回款速度及风险。

## 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，2011~2013 年营业总收入分别为 3.55 亿元、5.34 亿元和 5.40 亿元。2013 年，公司对记账方法进行了变更，将项目管理费改为净额计入收入，不再存在对应的营业成本，因而当年公司营业毛利率为 100%。

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。2011~2013 年，公司期间费用分别为 0.10 亿元、0.91 亿元和 0.22 亿元，三费收入占比分别为 2.68%、16.96% 和 3.99%，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。2013 年，公司利息支出全部资本化，故三费收入占比回落至较低水平。

表 7：2011~2013 年公司期间费用分析

项目	2011	2012	2013
销售费用 (亿元)	--	--	--
管理费用 (亿元)	0.003	0.23	0.28
财务费用 (亿元)	0.09	0.68	-0.07
三费合计 (亿元)	0.10	0.91	0.22
营业总收入 (亿元)	3.55	5.34	5.40
三费收入占比 (%)	2.68	16.96	3.99

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，2011~2013 年公司利润总额分别为 2.76 亿元、2.66 亿元和 5.37 亿元。2013 年，受收入改为净额入账和利息支出全部资本化等因素影响，公司经营性业务利润增有较大的提高。

总体来看，公司营业总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。

## 现金流

2011~2013 年，公司经营活动净现金流分别为 3.56 亿元、-6.52 亿元和 -0.95 亿元。其中，2013 年公司经营活动流入流出都有较大增长，主要是由于公司应收工程结算款和其他应收款等往来款增长较大所致。投资活动方面，公司投资活动净现金流长期为负，2013 年，公司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,构建固定资产支付现金 4.39 亿元。筹资活动方面,2011~2013 年公司筹资活动净现金流分别为-2.78 亿元、9.02 亿元和 14.07 亿元。2013 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 8: 2011~2013 年公司现金流分析 (亿元)**

项目	2011	2012	2013
经营活动现金流入	3.56	2.00	23.47
经营活动现金流出	0.00	8.52	24.42
经营活动净现金流	3.56	-6.52	-0.95
投资活动现金流入	-	-	0.06
投资活动现金流出	1.05	1.95	5.02
投资活动净现金流	-1.05	-1.95	-4.95
筹资活动现金流入	1.64	15.05	20.00
其中: 吸收投资所收到的现金	-	0.10	-
借款所收到的现金	1.64	14.95	20.00
筹资活动产生现金流出	4.42	6.03	5.93
其中: 偿还债务所支付的现金	3.35	3.38	3.00
筹资活动净现金流	-2.78	9.02	14.07
现金及现金等价物净增加额	-0.27	0.55	8.16

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,加之往來款规模较大,公司的经营活动现金流呈现大进大出状态。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 2013 年末,公司的总债务 38.40 亿元,其中长

期债务 22.17 亿元。

随着营业利润的逐年增长,2011~2013 年公司 EBITDA 也呈逐年增长趋势,分别为 2.76 亿元、3.38 亿元和 5.43 亿元。从偿债指标看,由于 2013 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 2012 年有所减弱。2013 年公司的总债务/EBITDA 为 7.07 倍,EBITDA 利息保障倍数为 1.65 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 9: 2011~2013 年公司偿债能力分析**

项目	2011	2012	2013
长期债务(亿元)	6.90	18.52	22.17
总债务(亿元)	9.90	21.32	38.40
净债务(亿元)	8.64	18.32	25.68
经营活动净现金流(亿元)	3.56	-6.52	-0.95
EBITDA(亿元)	2.76	3.38	5.43
资产负债率(%)	22.15	30.66	35.44
总资本化比率(%)	16.95	25.86	24.64
总债务/经营活动净现金流(X)	2.78	-3.27	-40.47
总债务/EBITDA(X)	3.59	6.31	7.07
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.84	2.48	1.65
经营活动净现金流利息保障系数(X)	3.66	-4.78	-0.29

资料来源: 公司审计报告

银行授信方面,截至 2013 年末,公司各银行授信总额 15.05 亿元,未使用授信余额 0.7 亿元。

受限资产方面,截至 2013 年末,公司为取得银行借款抵押的资产金额为 18.30 亿元。

对外担保方面,截至 2013 年末,公司的对外担保余额为 18.96 亿元,占公司所有者权益的 16.15%,比重较大,中诚信国际对此表示关注。

**表 10: 截至 2013 年末公司对外担保情况**

被担保方	担保金额 (亿元)	担保期限
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	2.00	2012/11/13 至 2017/11/12
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	3.00	2012/12/11 至 2017/12/10
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	2.00	2013/5/9 至 2016/12/20
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	2.00	2013/3/29 至 2018/12/20
昆山市爱派尔投资发展有限公司	0.21	2012/1/16 至 2014/12/22
昆山市爱派尔投资发展有限公司	0.06	2012/2/15 至 2014/12/22
昆山市爱派尔投资发展有限公司	0.06	2012/2/15 至 2014/12/22
昆山市爱派尔投资发展有限公司	0.38	2012/2/17 至 2014/12/22



昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.40	2012/11/6 至 2016/11/5
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.10	2012/10/29 至 2016/11/28
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.50	2012/10/10 至 2017/5/9
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.30	2012/10/16 至 2017/5/15
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.50	2012/9/27 至 2017/5/26
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.10	2012/10/29 至 2017/5/28
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.50	2012/9/25 至 2017/5/24
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.10	2012/10/12 至 2017/5/11
昆山科创投资管理有限公司	0.56	2012/7/31 至 2017/7/31
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	1.50	2013/12/26 至 2018/5/18
江苏昆山高新技术产业投资发展有限公司	0.40	2011/1/17 至 2014/11/20
昆山民营投资创业有限公司	0.80	2012/4/28 至 2017/4/28
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.30	2012/12/21 至 2016/5/20
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.50	2012/12/21 至 2016/10/20
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.50	2013/12/27 至 2016/6/20
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.50	2013/3/7 至 2015/11/25
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.35	2013/1/7 至 2015/5/29
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.30	2013/1/9 至 2016/5/12
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.30	2013/2/5 至 2016/5/26
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.15	2013/2/17 至 2015/5/29
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.10	2013/2/28 至 2016/5/25
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	0.50	2014/2/7 至 2018/5/24
<b>合计</b>	<b>18.96</b>	

资料来源：公司财务报告

## 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。

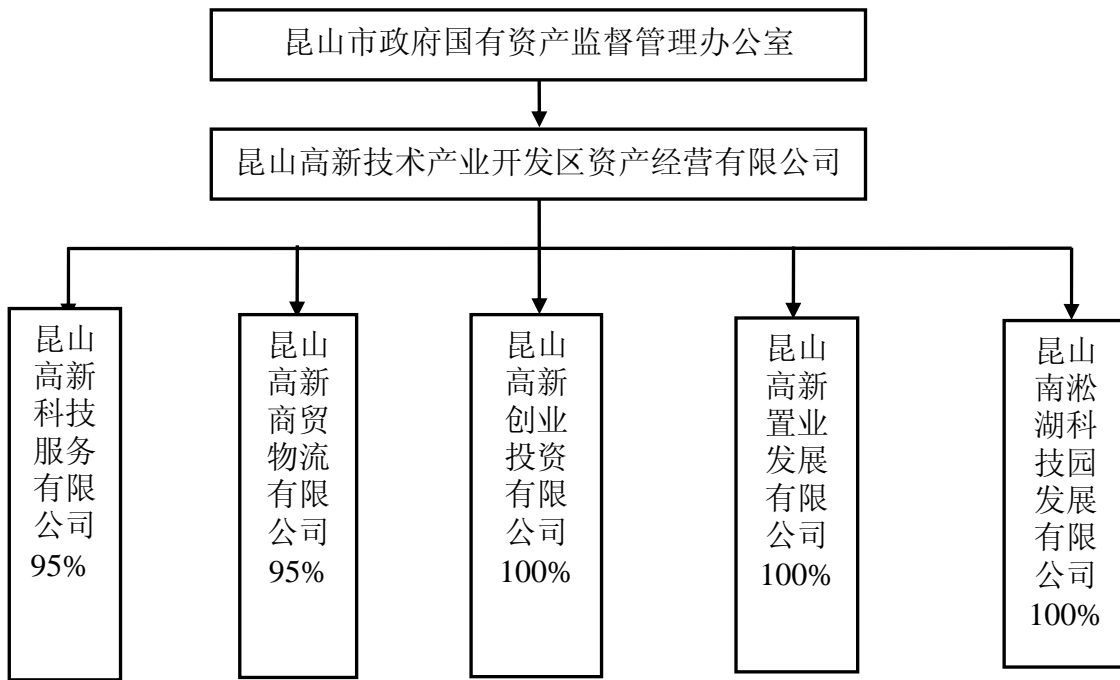
综合上述对担保行业前景的分析,中投保在行业地位、市场定位、管理与战略、业务运营、风险管理和财务基本面的考察和分析,以及国投公司对中投保提供流动性支持的承诺,中诚信国际评定中

投保2013年的综合财务实力评级为AA<sup>+</sup>,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。

## 结论

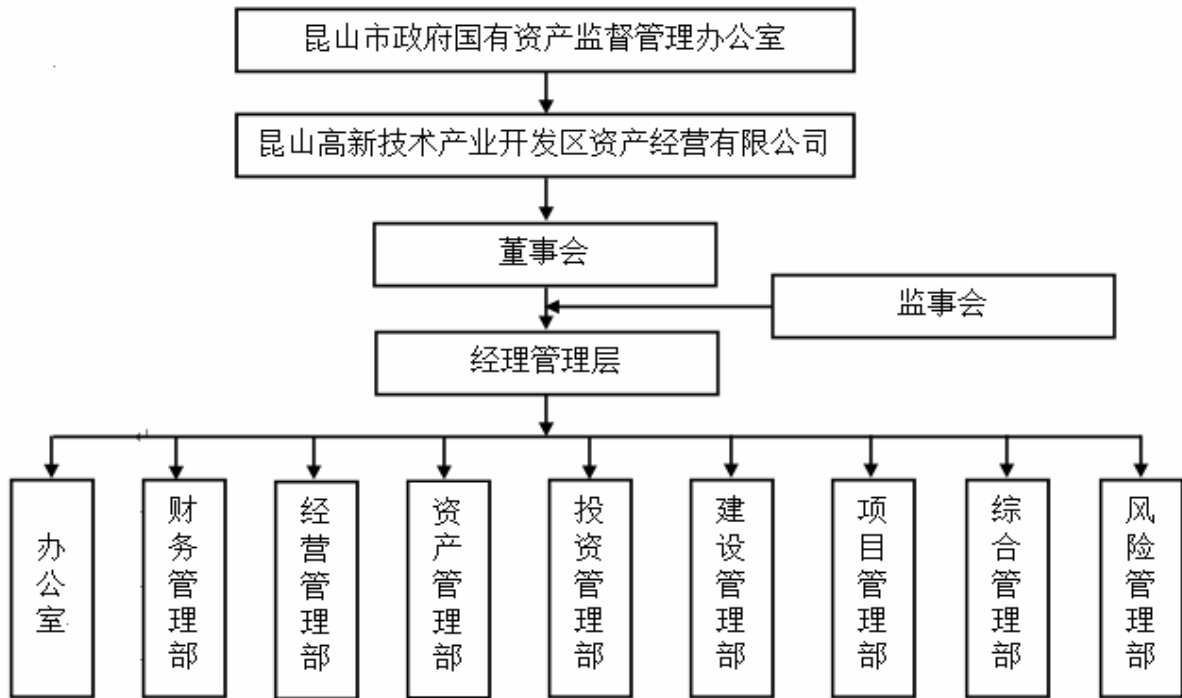
综上,中诚信国际维持昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司的主体信用等级为AA,评级展望为稳定;维持“14昆高新债”信用等级为AA<sup>+</sup>。

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 2013 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 2013 年末）



**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)	2011	2012	2013
货币资金	12,558.52	30,050.68	127,141.63
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	50,000.00	116,823.71
存货净额	0.00	0.00	0.00
其他应收款	54,866.15	114,824.68	468,839.75
长期投资	2,000.00	16,510.26	24,839.25
固定资产(合计)	120,170.36	133,322.84	132,146.23
总资产	622,952.49	881,527.45	1,818,927.50
其他应付款	39,004.00	55,580.23	252,862.10
短期债务	30,000.00	28,000.00	162,240.00
长期债务	69,000.00	185,230.00	221,740.00
总债务	99,000.00	213,230.00	383,980.00
净债务	86,441.48	183,179.32	256,838.37
总负债	138,004.00	270,241.85	644,659.78
财务性利息支出	0.00	6,396.35	0.00
资本化利息支出	9,706.05	7,229.61	32,984.92
所有者权益(含少数股东权益)	484,948.49	611,285.59	1,174,267.72
营业总收入	35,500.00	53,405.05	53,999.94
三费前利润	28,574.20	35,722.07	53,593.43
投资收益	0.00	4.88	2,432.50
EBIT	27,568.13	32,955.32	53,708.75
EBITDA	27,568.13	33,766.78	54,307.65
经营活动产生现金净流量	35,555.73	-65,197.59	-9,488.97
投资活动产生现金净流量	-10,462.40	-19,485.90	-49,524.53
筹资活动产生现金净流量	-27,842.85	90,175.65	140,654.44
现金及现金等价物净增加额	-2,749.52	5,492.16	81,640.95
资本支出	650.00	4,980.52	43,933.97
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	80.49	67.21	100.00
三费收入比(%)	2.68	16.96	3.99
EBITDA/营业总收入(%)	77.66	63.23	100.57
总资产收益率(%)	4.88	4.38	3.89
流动比率(X)	0.98	2.35	1.69
速动比率(X)	0.98	2.35	1.69
存货周转率(X)	-	-	-
应收账款周转率(X)	-	2.14	0.54
资产负债率(%)	22.15	30.66	35.44
总资本化比率(%)	16.95	25.86	24.64
短期债务/总债务(%)	30.30	13.13	42.25
经营活动净现金/总债务(X)	0.36	-0.31	-0.02
经营活动净现金/短期债务(X)	1.19	-2.33	-0.06
经营活动净现金/利息支出(X)	3.66	-4.78	-0.29
总债务/EBITDA(X)	3.59	6.31	7.07
EBITDA/短期债务(X)	0.92	1.21	0.33
EBITDA 利息倍数(X)	2.84	2.48	1.65

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	2013.06
<b>年增长率 (%)</b>				
现金及投资资产	16.74	18.35	19.72	--
总资产	15.12	15.83	32.61	--
担保损失准备金	--	22.43	51.71	--
所有者权益	17.67	3.87	5.61	--
担保业务收入	18.20	122.29	34.12	--
担保业务成本	--	173.33	383.60	--
担保业务净收入	5.65	116.20	(18.52)	--
投资收益	(20.09)	98.73	41.94	--
业务及管理费用	16.78	17.02	17.74	--
营业利润	0.46	62.12	3.11	--
净利润	(11.00)	98.25	0.95	--
年新增担保额	--	211.96	(5.38)	--
在保余额	--	112.82	36.96	--
<b>盈利能力 (%)</b>				
成本费用率	63.82	67.48	106.45	--
投资回报率	6.09	3.33	6.09	--
担保业务收入/年度新增担保额	1.03	0.73	1.04	--
平均资产回报率	2.61	4.48	3.62	--
平均资本回报率	3.31	5.95	5.73	--
<b>担保组合质量 (%)</b>				
代偿余额 (百万元)	0.00	0.00	566.45	1,719.00
年内代偿率	0.00	0.00	2.29	--
累计代偿率*	0.40	0.06	1.05	--
累计回收率*	81.58	0	0	--
担保损失准备金/在保余额	0.73	0.42	0.46	0.31
<b>担保业务集中度 (%)</b>				
最大单一客户集中度	--	12.35	7.64	6.52
最大十家客户集中度	--	38.17	35.88	--
<b>资本充足性</b>				
净资产 (百万元)	4,969.28	5,161.44	5,451.13	5,537.82
核心资本 (百万元)	5,114.81	5,380.25	5,827.86	5,758.58
净资产放大倍数 (X) *	6.73	13.78	17.87	17.78
核心资本放大倍数 (X)	6.53	13.22	16.71	17.10
<b>流动性 (%)</b>				
高流动性资产/总资产	28.88	10.14	28.99	20.56
高流动性资产/在保余额	5.39	1.03	2.85	1.84

注：1、累计代偿额、累计代偿率、累计回收率为三年累计数据；2、截至2010-2012年末以及2013年6月末，报送监管的融资性担保放大倍数（计算公式为（间接融资性担保余额+公共融资类担保余额）/净资产）分别为5.70、4.92、6.07和5.60倍。

## 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：担保公司主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：[1]除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调。