



信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0325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2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析 with 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“14昆高新债”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

二零一五年六月二十六日

昆山高新技术产业开发区资产经营有限公司 2015 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	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
14 昆高新债	15	2014 年 3 月 26 日~2021 年 3 月 26 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）	2012	2013	2014
总资产(亿元)	88.15	181.89	190.59
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	61.13	117.43	122.39
总负债(亿元)	27.02	64.47	68.20
总债务(亿元)	21.32	38.40	66.59
营业总收入(亿元)	5.34	5.40	5.26
EBIT(亿元)	3.30	5.37	4.94
EBITDA(亿元)	3.38	5.43	5.26
经营活动净现金流(亿元)	-6.52	-0.95	-3.90
营业毛利率(%)	67.21	100.00	100.00
EBITDA/营业总收入(%)	63.23	100.57	99.99
总资产收益率(%)	4.38	3.89	2.65
资产负债率(%)	30.66	35.44	35.79
总资本化比率(%)	25.86	24.64	35.24
总债务/EBITDA(X)	6.31	7.07	12.66
EBITDA 利息倍数(X)	2.48	1.65	1.98

注：公司各年度财务报表均按新准则编制。

中投保（合并口径）	2011	2012	2013	2014.06
总资产	72.21	95.76	98.43	101.74
担保损失准备金	2.98	4.52	2.67	3.31
所有者权益	51.61	54.51	57.27	58.69
在保余额	711.24	974.10	1,007.06	1,095.38
年新增担保额	574.00	543.10	467.03	316.29
担保业务收入	4.21	5.65	6.80	3.62
投资收益	3.28	4.65	5.36	2.63
净利润	3.01	3.04	3.19	1.58
平均资本回报率(%)	5.95	5.73	5.71	--
累计代偿率(%)	0.06	1.05	2.60	--
核心资本放大倍数(X)	12.66	15.59	15.36	15.56
净资产放大倍数(X)	13.78	17.87	16.89	18.05

资料来源：中投保提供

注：见附四

分析师

项目负责人：赵晓曦 xxzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 26 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、公司是昆山市高新区重要的投融资主体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、营业收入来源单一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。2014 年昆山高新区实现地区生产总值 630.08 亿元，增长 3.26%；实现公共财政预算收入 56.67 亿元，同比增长 7.86%。
- **公司是昆山市高新区重要的投融资主体。**公司以昆山市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。
- **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。
- **公司营业收入来源单一。**公司收入绝大部分为工程项目建设收入，收入来源较单一，对地方财政依赖度较高。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果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，中诚信国际将按照《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，并及时对外公布。

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 年底，募集资金 15.00 亿元已经全部使用完毕。

表 1：募集资金项目进展（亿元）

项目名称	总投资额	2014 年底累计投资	2014 年底已使用募集资金
南星渎动迁小区（七期）项目	5.16	5.16	3.00
茗景苑动迁小区（八期）项目	20.00	18.00	12.00
合计	25.16	12.30	15.00

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。2014 年，昆山高新区规划面积增至 118 平方公里，规划建设用地 98.5 平方公里，其中规划建设用地面积约占规划面积的 83.47%，其中已建设面积 64.4 平方公里，已建设面积占规划建设用地面积比约为 65.38%。

近几年昆山高新区经济总量不断壮大，2014 年昆山高新区地区生产总值 630.08 亿元，增长 3.26%；完成全社会固定资产投资 154.53 亿元，增长 7.5%，其中工业投资 55.2 亿元，下降 8.40%。

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。2014 年，昆山高新区三产比重由 2013 年的 0.31:48.65:51.04 调整为至 0.33:48.7:50.97。

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，2012~2014 年分别实现公共财政预算收入 47.01 亿元、52.54 亿元和 56.67 亿元。其中，税收收入分别为 40.10 亿元、50.39 亿元和 54.12 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 2013 年有所增加，2014 年昆山高新区的政府性基金预算收入较 2013 年也有一定程度的增加。

表 2：昆山高新区本级财政收入主要指标（亿元）

项目	2012	2013	2014
财政总收入	67.08	68.97	74.98
公共财政预算收入	47.01	52.54	56.67
其中：税收收入	40.10	50.39	54.12
政府性基金收入	20.07	16.43	18.31

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，2012~2014 年昆山高新区财政总支出分别为 36.84 亿元、39.89 亿元和 34.58 亿元。其中，公共财政预算支出分别为 21.20 亿元、23.46 亿元和 23.53 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	2012	2013	2014
财政总支出	36.84	39.89	34.58
公共财政预算支出	21.20	23.46	23.53
基金预算支出	15.64	16.43	11.05

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，2012~2014 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 221.75%、223.96% 和 240.84%，昆山高新区的财政平衡能力很强。

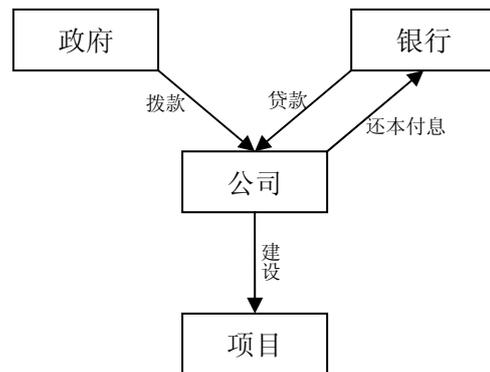
总体看来，作为昆山市唯一的高新技术企业园区，昆山高新区经济发展迅速，财政实力较强，为区内企业投资和项目建设提供了资金支持和保障。截至目前昆山高新区财政平衡率依然较高，整体财政压力不大。

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

公司作为昆山高新区最重要的投融资主体，以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；昆山市财政局高新区分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《关于拨付你司 2012 年度工程项目代建费收入的批复》、《关于拨付你司 2013 年度工程项目代建费收入的批复》、《关于拨付你司 2014 年度工程项目代建费收入的批复》，2012~2014 年公司分别实现工程项目建设收入 5.25 亿元、4.67 亿元和 4.48 亿元。公司主要建设项目包括南星渎动迁小区、茗景苑动迁小区和万和苑等，总投资 97.29 亿元，截至 2014 年末，公司累计投资 48.80 亿元。

表 4：截至 2014 年末公司主要建设项目情况

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	5.16
茗景苑动迁小区（八期）	53.14	20.00	18.00
机器人产业园	6.70	5.54	5.54
海创大厦	5.00	4.00	3.00
小核酸基地	1.22	0.70	0.70
南星渎商业配套服务中心	3.08	2.00	1.00
高新区虹祺路商业街项目	8.59	7.04	4.50
高新区邻里中心项目	8.46	2.40	2.40
综合区物流仓储项目	23.88	10.00	1.00
万和苑（庙灯二期）	20.24	7.31	1.00
茗景苑动迁小区	59.16	20.30	0.50
茗景苑 S3 地块	6.80	2.04	1.80
中华园路邻里中心	2.65	2.80	0.10
晨丰路标准厂房	2.20	1.20	0.10

陆杨五期	6.86	6.80	4.00
合计	225.74	97.29	48.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地资产方面，2014年，昆山市国有资产监督管理委员会未向公司注入土地。截至2014年末，公司拥有土地资产3,220.28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（土地只能用于抵押借款，无法出让）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。截至2014年公司已抵押的土地面积为2,030.37亩。公司未来将主要通过合作参股方式对土地进行开发建设，土地开发建设的资金压力较大。

表 5：截至 2014 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、807 号	虹桥路东庙泾河	58.74	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 12013100801 号	江浦路西市场路	60.55	商业用地
昆国用 2013 第 12013100800、803 号	江浦路东市场路	113.58	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 DW533-535、539-541 号	五联路南侧	188.25	商住用地
昆国用（2013）第 DW536、543、548 号	元丰路南侧	342.02	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	燕桥滨南侧、新城南路西侧	71.89	商住用地
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 DW545 号	晨淞路北侧、新城南路西侧	71.49	商业住宅
昆国用（2014）第 DW11-15 号	江浦路西、高速公路北	504.36	商业住宅
昆国用（2014）第 DW50-57 号	中华园西路北侧	886.96	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
合计		3,220.28	

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

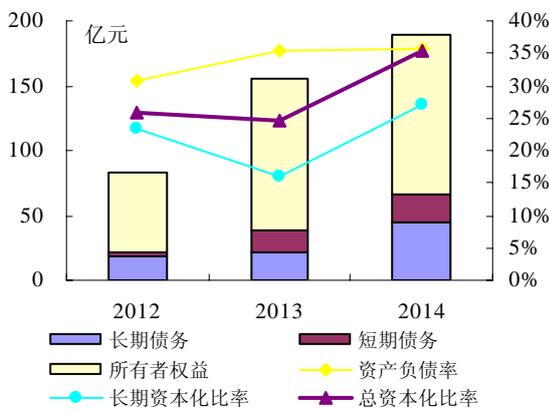
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012年审计报告和经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年~2014年审计报告。2014年公司并无新纳入合并报表的子公司。

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，截至2014年末，公司资产总额为190.59亿元，比上年增长4.78%。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2014年末，公司共拥有无形资产95.43亿元，较2013年末基本持平，占公司资产总额的50.07%，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、在建工程和固定资产构成。截至2014年末，公司拥有其他应收款38.27亿元，较2013年末减少18.37%，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减少所致；应收账款 8.90 亿元，较 2013 年末减少 23.80%，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 9.26 亿元，较 2013 年末增加 3.45 亿元；公司固定资产 12.97 亿元，较 2013 年末基本持平。公司 2014 年新增了 22.11 亿元的在建工程，主要是新增的两个募投项目昆山茗景苑八期和昆山南星渎七期。

图 2：2012~2014 年公司资本结构分析

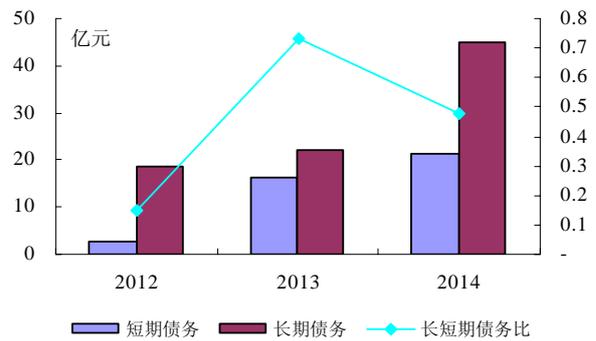


资料来源：根据公司财务报表计算

负债方面，2012~2014 年末，公司负债总额分别为 27.02 亿元、64.47 亿元和 68.20 亿元。截至 2014 年末，公司拥有其他应付款 0.06 亿元，较上年末减少了 25.23 亿元，主要是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基本付清。

从债务结构来看，2012~2014 年末公司总债务分别为 21.32 亿元、38.40 亿元和 66.59 亿元，同期总资本化比率分别为 25.86%、24.64%和 35.24%。由于公司主要通过银行长期借款和发行债券来满足项目建设及运营资金，2014 年末公司的债务主要由长期债务构成。2014 年末，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至 17.51 亿元。2014 年末，公司短期和长期债务分别为 21.49 亿元和 45.10 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.48 倍，公司债务结构仍然以长期借款为主。

图 3：2012~2014 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，2012~2014 年末公司所有者权益分别为 61.13 亿元、117.42 亿元和 122.39 亿元，复合增长 41.50%。2014 年，公司把之前昆山市国有资产监督管理委员会向公司注入的土地使用权和房产中的 11 亿元从资本公积转入实收资本。

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。2012~2014 年末公司资产负债率分别为 30.66%、35.44%和 35.79%。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。2012~2014 年末公司的资本化比率分别为 25.86%、24.64%和 35.24%，资本化比率比上年增加较多。

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，公司一年内到期的非流动负债上升较快，我们将密切关注公司还款情况。2014 年公司进行了往来款清理，应收应付款项均有大幅减少，资产质量有所提升。

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，2012~2014 年营业总收入分别为 5.34 亿元、5.40 亿元和 5.26 亿元。2013 年之后，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。2012~2014 年,公司期间费用分别为 0.91 亿元、0.22 亿元和 0.44 亿元,三费收入占比分别为 16.96%、3.99%和 8.28%,2014 年三费收入占比较上年有大幅增加。

表 6: 2012~2014 年公司期间费用分析

项目	2012	2013	2014
销售费用(亿元)	--	--	--
管理费用(亿元)	0.23	0.28	0.75
财务费用(亿元)	0.68	-0.07	-0.31
三费合计(亿元)	0.91	0.22	0.44
营业总收入(亿元)	5.34	5.40	5.26
三费收入占比(%)	16.96	3.99	8.28

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,2012~2014 年公司利润总额分别为 2.66 亿元、5.37 亿元和 4.90 亿元。

总体来看,公司营业总收入随昆山高新区建设推进基本稳定。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,对地方财政依赖度较高。

现金流

2012~2014 年,公司经营活动净现金流分别为 -6.52 亿元、-0.95 亿元和 -3.90 亿元。其中,2014 年公司经营活动流入流出都有进一步增长,主要是公司与政府往来款项。投资活动方面,公司投资活动净现金流长期为负,2014 年,公司投资活动现金流出较大,主要是公司在建工程项目支付的现金 20.65 亿元。筹资活动方面,2012~2014 年公司筹资活动净现金流分别为 9.02 亿元、14.07 亿元和 22.45 亿元。2014 年公司建设项目增多且偿债规模增长,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 7: 2012~2014 年公司现金流分析(亿元)

项目	2012	2013	2014
经营活动现金流入	2.00	23.47	26.26
经营活动现金流出	8.52	24.42	30.16
经营活动净现金流	-6.52	-0.95	-3.90

投资活动现金流入	-	0.06	0.17
投资活动现金流出	1.95	5.02	21.17
投资活动净现金流	-1.95	-4.95	-21.00
筹资活动现金流入	15.05	20.00	43.45
其中:吸收投资所收到的现金	0.10	-	0.23
借款所收到的现金	14.95	20.00	28.40
筹资活动产生现金流出	6.03	5.93	21.00
其中:偿还债务所支付的现金	3.38	3.00	16.52
筹资活动净现金流	9.02	14.07	22.45
现金及现金等价物净增加额	0.55	8.16	-2.45

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,加之往来款规模较大,公司的经营活动现金流呈现大进大出状态。此外,对募投项目的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

随着融资模式的转变和项目量的持续,公司的债务规模迅速增加,截至 2014 年末,公司的总债务 66.59 亿元,其中长期债务 45.10 亿元。

随着营业利润的小幅下降,2014 年的 EBITDA 较上年也呈现小幅下降。2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 3.38 亿元、5.36 亿元和 5.26 亿元。从偿债指标看,由于 2014 年公司的债务规模有较大幅度增长,公司 EBITDA 对债务的覆盖能力较 2013 年有所减弱。2014 年公司的总债务/EBITDA 为 12.66 倍,EBITDA 利息保障倍数为 1.98 倍。长期来看,随着公司土地开发等业务的开展,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 8: 2012~2014 年公司偿债能力分析

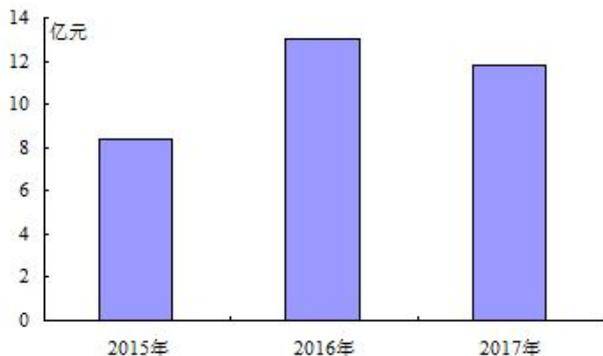
项目	2012	2013	2014
长期债务(亿元)	18.52	22.17	45.10
总债务(亿元)	21.32	38.40	66.59
净债务(亿元)	18.32	25.68	57.33
经营活动净现金流(亿元)	-6.52	-0.95	-3.90
EBITDA(亿元)	3.38	5.36	5.26
资产负债率(%)	30.66	35.44	35.79
总资本化比率(%)	25.86	24.64	35.24
总债务/经营活动净现金流(X)	-3.27	-40.47	-17.07
总债务/EBITDA(X)	6.31	7.16	12.66
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.48	1.66	1.98
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-4.78	-0.29	-1.47

资料来源:公司财务报告

截至 2014 年底,公司总债务为 66.59 亿元,2015~2017 年公司每年需要偿还的债务规模分别为

8.40 亿元、13.06 亿元和 11.79 亿元；2018 年以后需要偿还 33.34 亿元以上。从公司债务的到期分布来看，公司每年还款额较平均。

图 4：截至 2014 年末公司债务还款安排



资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2014 年末，公司各银行授信总额 38.10 亿元，未使用授信余额 5.56 亿元。

受限资产方面，截至 2014 年末，公司为取得银行借款抵押的资产金额为 69.43 亿元。

对外担保方面，截至 2014 年末，公司的对外担保余额为 44.06 亿元，其中对昆山高新区城乡一体化建设有限公司的担保金额为 40.90 亿元。公司对外担保金额占公司所有者权益的 36.00%，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 2014 年末，公司总资产为 101.74 亿元，净资产 58.69 亿元，表外在保余额 1,095.38 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。

担保组合质量方面，公司 2010 年至 2011 年商业性担保业务未发生代偿，2012 年由于上海地区钢贸业务出现行业性风险，2011 年至 2013 年商业性担保三年累计代偿率为 2.60%。通过多次压降，截至 2013 年 10 月末，公司在保的钢贸项目担保全部结束。另外，钢贸项目抵押物较为充足，公司成立专门机构处置代偿项目，公司采取多种手段保全资产，代偿回收的情况较为良好。至 2014 年 6 月末，公司通过诉讼追偿、处置钢材、抵押物变现、资产抵债等多种措施累计收回代偿款 7.65 亿元，截至 6 月末应收代位追偿款余额为 10.94 亿元。目前公司

控制的第一顺位抵押资产和查封资产价值充分，诉讼案件仍在实行当中，未来继续收回的可能性较大。

在担保准备金方面，受担保业务规模大幅增加和钢贸行业代偿风险的影响，公司 2013 年继续提高准备金的计提金额，全年共提取未到期责任准备金 3.37 亿元；2014 年上半年公司计提未到期责任准备金 1.69 亿元，公司将按照国资委的要求，将钢贸预计损失在 2014 年底前足额计提，2015 年后不再新增损失计提。截至 2013 年末，公司担保损失准备金余额 2.67 亿元，较上年下降 41.08%。截至 2014 年 6 月末，公司担保损失准备金余额为 3.31 亿元，较年初增长 24.25%。截至 2013 年末，公司担保损失准备金余额（含预收保费）与在保余额之比为 0.91%，较上年上升 0.02 个百分点；截至 2014 年 6 月末，该比例为 1.15%，较年初增长 0.24 个百分点，处于同业较低水平。

总体来看，钢贸融资类项目的信用风险敞口已基本消除，同时中投保对业务结构进行了调整，转向风险较低的金融产品担保业务。但需要看到的是，公司单一客户集中度和行业集中度均较高，公司未到期责任准备金较总担保余额相比较低，应予以关注。

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 2014 年的主体评级为 **AA⁺**，以反映其很强的代偿能力以及很低的违约风险；中投保 2014 年主体信用评级的展望为稳定。

过往债务履约情况

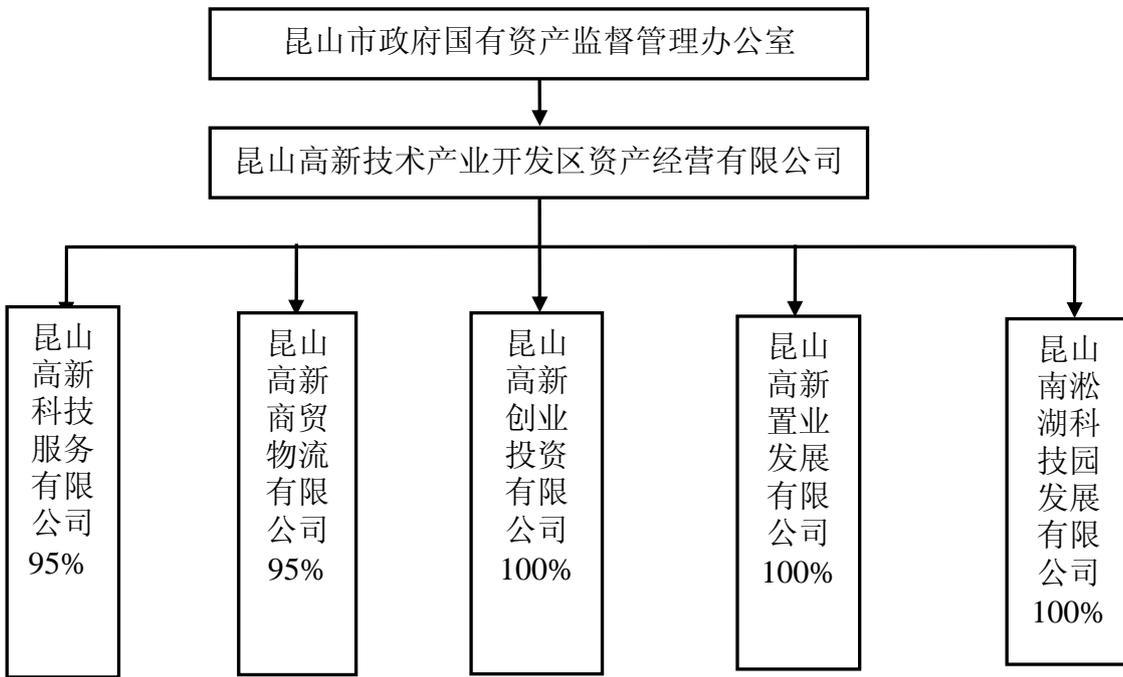
截至 2014 年末，公司信用记录良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。

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

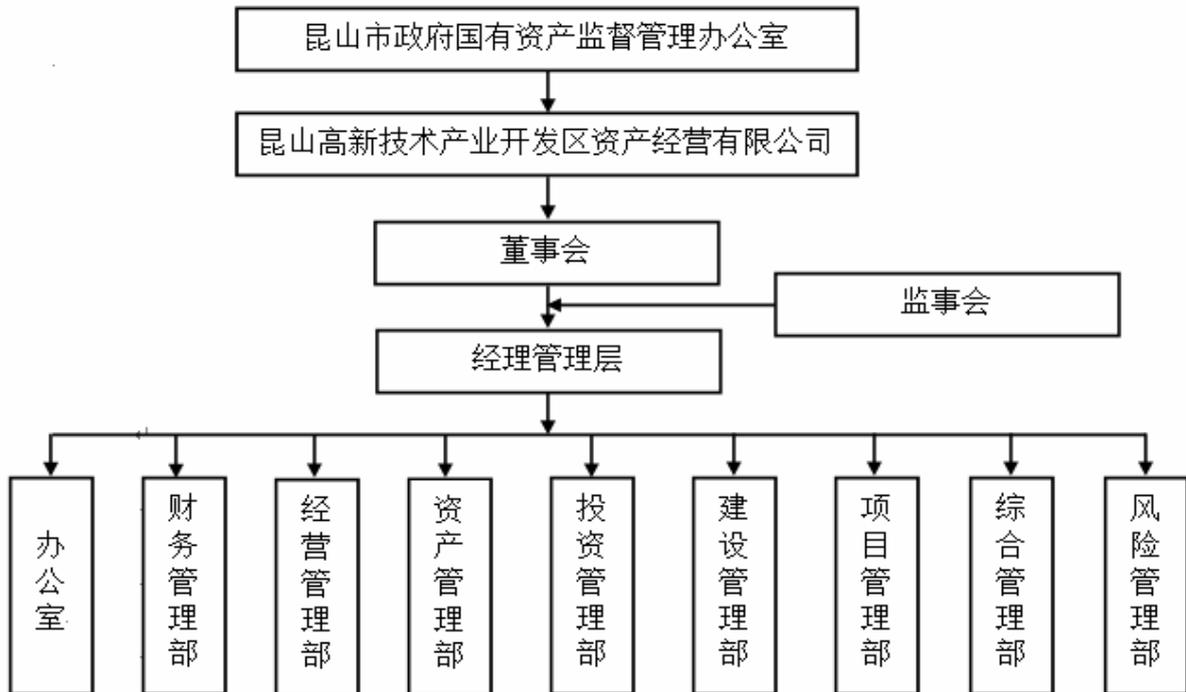
展望为稳定；维持“14 昆高新债”信用等级为 **AA⁺**。

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 2014 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 2014 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)	2012	2013	2014
货币资金	30,050.68	127,141.63	92,610.45
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	50,000.00	116,823.71	88,959.16
存货净额	0.00	0.00	0.00
其他应收款	114,824.68	468,839.75	382,657.63
长期投资	16,510.26	24,839.25	30,288.93
固定资产(合计)	133,322.84	132,146.23	353,043.98
总资产	881,527.45	1,818,927.50	1,905,929.54
其他应付款	55,580.23	252,862.10	635.16
短期债务	28,000.00	162,240.00	214,940.00
长期债务	185,230.00	221,740.00	450,992.86
总债务	213,230.00	383,980.00	665,932.86
净债务	183,179.32	256,838.37	573,322.41
总负债	270,241.85	644,659.78	682,037.90
财务性利息支出	6,396.35	0.00	395.91
资本化利息支出	7,229.61	32,984.92	26,131.40
所有者权益（含少数股东权益）	611,285.59	1,174,267.72	1,223,891.64
营业总收入	53,405.05	53,999.94	52,616.96
三费前利润	35,722.07	53,593.43	52,181.99
投资收益	4.88	2,432.50	1,605.75
EBIT	32,955.32	53,031.66	49,429.04
EBITDA	33,766.78	53,630.57	52,610.80
经营活动产生现金净流量	-65,197.59	-9,488.97	-39,007.87
投资活动产生现金净流量	-19,485.90	-49,524.53	-209,998.18
筹资活动产生现金净流量	90,175.65	140,654.44	224,474.86
现金及现金等价物净增加额	5,492.16	81,640.95	-24,531.18
资本支出	4,980.52	43,933.97	206,454.25
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	67.21	100.00	100.00
三费收入比(%)	16.96	3.99	8.28
EBITDA/营业总收入(%)	63.23	99.32	99.99
总资产收益率(%)	4.38	3.84	2.65
流动比率(X)	2.35	1.69	2.46
速动比率(X)	2.35	1.69	2.46
存货周转率(X)	-	-	-
应收账款周转率(X)	2.14	0.54	0.51
资产负债率(%)	30.66	35.44	35.79
总资本化比率(%)	25.86	24.64	35.24
短期债务/总债务(%)	13.13	42.25	32.28
经营活动净现金/总债务(X)	-0.31	-0.02	-0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	-2.33	-0.06	-0.18
经营活动净现金/利息支出(X)	-4.78	-0.29	-1.47
总债务/EBITDA(X)	6.31	7.16	12.66
EBITDA/短期债务(X)	1.21	0.33	0.24
EBITDA 利息倍数(X)	2.48	1.66	1.98

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）

	2011	2012	2013	2014.06
年增长率 (%)				
现金及投资资产	18.35	19.72	(10.98)	--
总资产	15.83	32.61	2.79	--
担保损失准备金	22.43	51.71	(41.08)	--
所有者权益	3.87	5.61	5.05	--
担保业务收入	122.29	34.12	20.32	--
担保业务成本	173.33	383.60	26.49	--
担保业务净收入	116.20	(18.52)	14.81	--
投资收益	98.73	41.94	15.17	--
业务及管理费用	17.02	17.74	20.65	--
营业利润	62.12	3.11	2.51	--
净利润	98.25	0.95	4.89	--
年新增担保额	211.96	(5.39)	(14.00)	--
在保余额	112.82	36.96	3.98	--
盈利能力 (%)				
成本费用率	67.48	106.45	137.14	--
投资回报率	3.33	6.09	6.81	--
担保业务收入/年度新增担保额	0.73	1.04	1.45	--
平均资产回报率	4.48	3.62	3.29	--
平均资本回报率	5.95	5.73	5.71	--
担保组合质量 (%)				
代偿余额 (百万元)	0.00	566.45	1,203.26	1,093.83
年内代偿率	0.00	2.02	4.01	--
累计代偿率*	0.06	1.05	2.60	--
累计回收率*	0	0	34.10	--
担保损失准备金/在保余额	0.75	0.89	0.91	1.15
担保业务集中度 (%)				
最大单一客户集中度	12.35	7.64	4.99	3.79
最大十家客户集中度	38.17	35.88	--	--
资本充足性				
净资产 (百万元)	5,161.44	5,451.13	5,726.62	5,868.54
核心资本 (百万元)	5,380.25	5,827.86	5,903.01	6,111.08
净资产放大倍数 (X) *	13.78	17.87	16.89	18.05
核心资本放大倍数 (X)	12.66	15.59	15.36	15.56
流动性 (%)				
高流动性资产/总资产	19.61	31.98	24.12	13.76
高流动性资产/在保余额	1.99	3.14	2.36	1.28

注：[1]担保赔偿准备金/在保余额的计算公式为：(担保赔偿准备金+预收保费)/在保余额。[2]累计代偿率、累计代偿率、累计回收率为三年累计数据。[3]截至 2011-2013 年末以及 2014 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 4.92、6.07、6.94 和 10 倍。[4]计算核心资本放大倍数时，将预收保费调入该公司核心资本。

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：中国投融资担保有限公司主要财务指标计算公式

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资
物业+委托贷款

担保损失准备金=未到期责任准备金+担保赔偿准备金

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产*

核心资本=所有者权益+担保损失准备金-不可计入资本的可出售金融资产公允价值变动

总资本=核心资本+其他附属资本或软资本

在保余额=在保余额-分保余额

已实现承保收入=总承保收入-分出保费-担保责任准备金提转差

承保业务净收入=已实现承保收入-代偿支出-担保赔偿准备金计提

净投资收益=存款利息收入+债券投资收益+基金投资收益+股权投资收益+委托贷款收入+其他投资收益-投资减值准备计
提

净营业收入=承保业务净收入+净投资收益+其他业务净收入

商业性担保累计担保损失率=商业性担保累计代偿损失额/商业性担保累计年内解除担保额（注：以 2004 年为基准年）

未到期责任准备金覆盖率=未到期责任准备金余额/商业性担保代偿余额

平均资产回报率=净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]

投资回报率=净投资收益/[(当期末现金及投资资产总额+上期末现金及投资资产总额)/2]

注：高流动性资产中是否包括可供出售金融资产根据可供出售金融资产的具体流动性而定

附七：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。

附八：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。

附九：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。