



昆山创业控股集团有限公司2022年第一期 中期票据信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

昆山创业控股集团有限公司

2022年第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2022-8-4

评级观点

- 中证鹏元评定昆山创业控股集团有限公司（以下简称“昆山创控”或“公司”）本次拟发行 10 亿元中期票据（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到昆山市区域优势明显，连续多年位居百强县之首，综合经济实力雄厚，公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，主要经营的燃气和水务业务具有区域垄断性，为公司提供稳定的收入和现金流，且公司获得一定力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司类金融业务面临一定的代偿风险、投资风险和回收风险，部分其他应收款存在回收风险，且面临短期偿债压力上升等风险因素。

债券概况

发行规模：10 亿元

发行期限：不超过 5 年

偿还方式：每年付息一次，到期还本，最后一期利息随本金一起兑付

发行目的：偿还到期债务

未来展望

公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，预计公司燃气和水务业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得一定力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

联系方式

项目负责人：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	400.43	381.58	366.26	385.98
所有者权益	170.05	172.20	167.72	165.18
总债务	109.11	86.57	70.43	78.23
资产负债率	57.53%	54.87%	54.21%	57.21%
现金短期债务比	0.84	0.79	3.60	2.47
营业收入	10.10	51.80	33.66	34.58
其他收益	0.14	0.92	1.49	1.15
利润总额	0.60	5.63	3.53	3.14
销售毛利率	22.79%	39.38%	31.52%	32.59%
EBITDA	--	13.47	11.23	11.33
EBITDA 利息保障倍数	--	4.53	3.92	3.45
经营活动现金流净额	-0.75	11.68	16.08	31.80
收现比	123.24%	107.45%	116.35%	126.40%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **昆山市区域优势明显，连续多年位居百强县之首，综合经济实力雄厚。** 昆山市地处苏锡常都市圈与上海都市圈连线的中心位置，区域优势明显，连续多年蝉联全国经济百强县榜首，整体经济实力雄厚，高新技术等新兴产业对经济增长的贡献较大。
- **燃气和水务业务具有区域垄断性，为公司提供稳定的收入和现金流。** 公司业务涵盖燃气、水务、类金融等板块，其中天然气和自来水销售是主要收入来源，具有区域垄断性，为公司提供稳定的现金流入。
- **公司获得一定力度的外部支持。** 公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，近年在财政补贴方面得到昆山市政府一定力度的支持，一定程度提升了公司的利润水平。

关注

- **公司类金融业务面临一定的代偿风险、投资风险和回收风险。** 公司类金融业务主要包含担保、股权投资、租赁和小额贷款等，其中被担保对象包括部分中小微企业，股权投资和租赁投放规模较大，小额贷款业务的可疑和损失类贷款占比较高。截至 2021 年末，子公司创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”）和昆山市创业科技小额贷款有限公司（以下简称“科技小贷”）因代被担保企业偿还借款的未决诉讼事项共 73 件，标的金额规模相对较大，存在一定的回收风险。
- **公司其他应收款规模较大，部分应收款面临回收风险。** 截至 2021 年末，公司其他应收款规模较大，主要为应收政府部门、国企及关联单位的往来款，存在一定的资金占用，其中对昆山市国信典当有限责任公司（以下简称“国信典当”）的应收款账龄较长，已计提一定比例的坏账准备，但仍需关注后续回收情况。
- **公司短期偿债压力上升。** 截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模持续提升，短期债务占比较高，现金短期债务比下降较快。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	最低	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	5		资产负债率	4
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	7
	公共财政收入	5		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		非常强	财务风险状况等级		很小
指示性信用评分					aa+
调整因素		无	调整幅度		0



独立信用状况	aa+
外部特殊支持调整	1
公司主体信用等级	AAA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	AAA	2022-6-27	何馨逸、张旻熿	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AAA/稳定	AAA	2019-4-10	秦风明、刘书芸	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司原名昆山市创业控股有限公司，系2001年8月经苏州市人民政府《关于授予昆山市创业控股公司和昆山市工业资产经营公司国有资产投资主体的批复》（苏府复[2001]48号）的批准，授予公司国有资产投资主体资格。2001年11月1日，经昆山市国有资产监督管理委员会《关于对昆山市创业控股公司资产授权的通知》（昆国（集）资委[2001]4号）同意，将昆山市创业投资有限公司、昆山市自来水公司、创业大楼授予公司，并作为公司首期注册资本共2.38亿元，昆山市国有（集体）资产管理委员会为唯一控股股东。经多次增资、减资，截至2009年末公司注册资本和实收资本均为15.87亿元。2016年7月8日公司更名为昆山市创业控股集团有限公司，同年7月14日变更为现名。2018年1月，公司股东由昆山市国有（集体）资产管理委员会变更为昆山市政府国有资产监督管理办公室（以下简称“昆山市国资办”）。2021年6月，经昆山市国资办批准，公司将1.99亿元资本公积转增实收资本。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为17.86亿元，控股股东和实际控制人均为昆山市国资办。

公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，主要业务涵盖燃气、水务、房地产和类金融等。截至2021年末，公司合并范围一级子公司共20家（详见附录四）。此外，根据公司2022年4月25日披露的《昆山创业控股集团有限公司关于资产划转的公告》，昆山市国资办拟将公司持有的昆山阳澄湖科技园有限公司（以下简称“阳科园公司”）50.01%股权（不包括杜克大学一期资产）无偿划出，同时将昆山市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）100.00%股权授权至公司，本次资产划转事项整体对公司财务情况影响较小¹。

二、本期债券概况

债券名称：昆山创业控股集团有限公司2022度第一期中期票据；

发行规模：10亿元；

债券期限和利率：不超过5年，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期还本，最后一期利息随本金一起兑付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为10亿元，扣除发行费用后拟全部用于偿还到期债务。

¹ 根据公告，本次资产划转前后对公司2020年度/末资产总额、净资产、营业收入、利润总额和净利润的影响比例为-2.32%、0.17%、4.28%、8.78%和7.47%。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策

加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2019-2020 年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021 年随着经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

昆山市区位优势明显，城市交通便捷，连续多年位居百强县之首，综合经济实力雄厚，产业聚集度较高，以新兴产业和高新技术产业为主

区位特征：昆山市地处苏锡常都市圈与上海都市圈连线的中心位置，区位优势明显。昆山市隶属于江苏省苏州市，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。东西最大直线距离 33 公里，南北 48 公里，土地总面积 931 平方公里，其中超过 24% 是水面。昆山市内有京沪铁路、京沪高速铁路、城际高铁、沪宁高速公路、312 国道等，城市交通便捷。拥有昆山经济技术开发区、昆山高新技术产业开发区 2 个国家级开发区，以及省级开发区昆山花桥经济开发区、省级旅游度假区昆山市旅游度假区。此外，昆山市河网纵横，有丰富的水资源，且有以昆石为主的自然资源。根据第七次全国人口普查数据，2020 年 11 月 1 日零时昆山市常住人口为 209.25 万人，十年间年均增幅达 2.44%。

图 1 昆山市区位图



资料来源：昆山市国土空间规划近期实施方案

经济发展水平：昆山市连续多年蝉联全国经济百强县榜首，综合经济实力雄厚。2019-2021 年昆山市经济总量持续增长，其中第一产业增加值 31.18 亿元，同比增长 0.6%，第二产业增加值 2,462.74 亿元，同比增长 9.7%，第三产业增加值 2,254.14 亿元，同比增长 5.9%。2020 年受疫情影响，昆山市经济增速有所下滑，2021 年增速回升至 7.8%，经济恢复情况较好。按第七次全国人口普查数据计算，2021 年昆山市人均地区生产总值 22.69 万元，系全国人均地区生产总值的 2.8 倍。工业方面，2021 年昆山市规上工业总产值首次突破万亿元，达 10,284.48 亿元，比上年增长 12.8%。昆山市新兴产业和高新技术产业对工业贡献较大，2021 年新兴产业实现产值 5,496.20 亿元，增长 9.2%；高新技术产业实现产值 5,115.23 亿元，增长 16.3%。固定资产投资方面，2021 年昆山市完成固定资产投资 747.50 亿元。完成新兴产业投资 227.85 亿元，增长 16.1%；高新技术产业投资 138.04 亿元，增长 22.8%，对加快工业经济发展形成有力支撑。社会消费方面，2021 年昆山市实现社会消费品零售总额 1,625.68 亿元，同比增长 16.3%，消费品

市场持续发展，有力拉动经济增长。进出口方面，2021年昆山市全年完成进出口总额首次突破千亿美元，达1,066.1亿美元，同比增长22.8%，进出口总额在苏州各区市中位居第一。实际使用外资12.25亿美元，创近七年来新高，对外开放水平不断提升。此外，在文化旅游方面，2021年昆山市成功创建首批江苏省文化和旅游产业融合发展示范区建设单位和江苏省文旅消费、体育消费双试点单位，实现旅游收入259.88亿元，同比增长56.3%。

表1 2021年苏州市部分区及县级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
昆山市	4,748.06	7.8%	22.69	466.88	254.26
张家港市	3,030.21	8.0%	21.16	264.13	185.46
常熟市	2,672.04	9.2%	15.89	230.75	183.81
吴江区	2,224.53	8.0%	14.40	258.06	171.04
太仓市	1,574.05	9.7%	18.94	190.03	159.23
吴中区	1,519.00	9.5%	10.94	208.29	208.39
相城区	1,057.52	8.9%	11.87	156.89	329.68
姑苏区	886.70	6.0%	9.60	67.45	-

注：1、“-”表示数据未公布；2、人均GDP均以第七次全国人口普查常住人口计算。

资料来源：各区及县级市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表2 昆山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	4,748.06	7.8%	4,276.76	4.0%	4,045.06	6.1%
固定资产投资	747.50	0.6%	743.05	3.3%	719.65	4.9%
社会消费品零售总额	1,625.68	16.3%	1,398.08	0.5%	1,081.26	5.8%
进出口总额（亿美元）	1,066.10	22.8%	868.40	5.0%	826.72	-7.3%
人均 GDP（万元）		22.69		20.44		24.26
人均 GDP/全国人均 GDP		2.80		2.82		3.42

注：2020年和2021年人均GDP按第七次人口普查常住人口数计算

资料来源：2019-2021年昆山市国民经济和社会发展统计公报、中国统计年鉴，中证鹏元整理

产业情况：昆山市工业基础较好，主导产业为电子信息产业、光电半导体、智能装备等高新技术产业。近年昆山市产业密集度不断加强，2021年末已拥有1个千亿级IT（通信设备、计算机及其他电子设备）产业集群和12个百亿级产业集群，拥有大型工业企业105家，中型工业企业317家，产值超亿元企业1,099家，其中十亿元以上企业131家，百亿元以上13家；全年生产计算机整机4,529.10万台、移动通信手持机（手机）3,380.20万台。目前昆山市形成以昆山经济技术开发区为龙头，花桥经济开发区、昆山高新区、昆山软件园等功能性特色园区为辅的产业集群，经济发展潜力较好。此外，中德智能制造产业创新中心、复旦（昆山）科技园、超精密加工技术研究所等载体相继落户。

财政及债务水平：财政收入质量较好，财政自给能力很强，整体债务压力不大。受益于经济的快速发展，昆山市一般公共预算收入逐年增长，2021年实现一般公共预算收入466.88亿元，同比增长

9.1%，其中税收收入 411.48 亿元，占比为 88.13%，财政收入质量较好。近三年，昆山市财政自给率均在 110%以上，财政自给能力很强。考虑到昆山市产业基础较好，税收持续性有较好支撑。2019-2021 年昆山市政府性基金收入分别为 130.21 亿元、196.83 亿元和 254.26 亿元，区域财政对土地出让的依赖性有所提高。截至 2021 年末昆山市地方政府债务余额为 221.07 亿元，区域债务压力一般。

表3 昆山市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	466.88	428.00	407.31
税收收入占比	88.13%	87.16%	90.60%
财政自给率	113.73%	117.05%	118.95%
政府性基金收入	254.26	196.83	130.21
地方政府债务余额	221.07	212.63	176.60

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：昆山市统计年鉴、政府网站等，中证鹏元整理

投融资平台：昆山市投融资平台主要包括昆山交通发展控股集团有限公司（以下简称“昆山交发”）、昆山城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“昆山城投”）、昆山银桥控股集团有限公司（以下简称“昆山银桥”）、昆山创控、昆山高新集团有限公司（以下简称“昆山高新”）、昆山文商旅集团有限公司（以下简称“昆山文商旅”）和昆山国创投资集团有限公司（以下简称“昆山国创”），具体职能分工定位详见下表。整体来看，昆山市投融资平台均由昆山市国资办全资持股，但各平台分工明确。

表4 昆山市部分投融资平台（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
昆山交发	昆山市国资办	182.73	54.42%	33.11	111.72	昆山市交通基础设施的建设主体
昆山城投	昆山市国资办	159.71	66.39%	23.46	250.80	昆山市城市基础设施的建设主体
昆山银桥	昆山市国资办	94.53	56.40%	11.22	111.00	花桥经开区内基础设施建设的投融资和建设主体
昆山创控	昆山市国资办	172.20	54.87%	51.80	86.57	昆山市重要的国有资产投资与运营主体
昆山高新	昆山市国资办	157.99	57.29%	10.81	205.79	昆山高新区基础设施建设的重要主体
昆山文商旅	昆山市国资办	46.17	72.93%	17.45	70.97	昆山市重要的国有资产保值增值平台
昆山国创	昆山市国资办	285.96	70.57%	75.78	568.78	昆山经济技术开发区重要的基础设施建设和产业引导平台

注：除昆山文商旅总债务为 2020 年末数据外，其余经营数据均为 2021 年（末）数据

资料来源：Wind，公开评级报告，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司是依法设立且具有独立法人资格的国有独资公司，按照《公司法》、《企业国有资产法》及其他相关文件规定，接受昆山市人民政府及昆山市国资办的监管依法开展经营活动。公司不设股东会，由

昆山市国资办单独行使审议批准公司的经营方针、中长期发展战略规划等职权。公司设董事会，成员为8人，其中包括职工代表1名，董事会成员和董事长由昆山市国资办依据法律、行政法规以及干部管理权限和程序任免，董事中的职工代表按规定程序由职工代表大会选举产生。董事每届任期三年，任期届满可以连任。董事会设董事长1名，由昆山市国资办在董事会成员中指定。公司总经理根据干部管理相关程序及昆山市国资办的推荐，总理由董事会聘任或解聘，经昆山市国资办同意后，也可由董事兼任，聘任期每届三年，或连续受聘可以连任。公司设监事会，公司监事会成员5人，设监事会主席1名、其中职工代表监事比例不少于三分之一。昆山市国资办应以书面通知公司的形式委派监事，监事中的职工代表由公司职工代表大会或职工大会选举产生。

公司建立了相关内部控制制度，包括投资管理办法、财务管理制度、资金管理制度等。此外，在内部管理架构方面，公司总部设立了党政办公室、监督审计部、开发建设部、安全管理部、资产管理部、财务部、战略与投资管理部、风控与法务部、人力资源部等部门，公司部门设置基本能满足日常经营的需要。截至2022年3月末，公司组织结构图详见附录三。

六、经营与竞争

公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，主要业务涵盖燃气、水务、房地产和类金融等，整体收入结构呈多元化趋势，其中天然气板块和水务板块为公司最主要的收入来源，近年收入呈稳健增长态势，安装费收入2020年降幅较大主要系自来水安装费并入工程结算项目，因此同期工程结算收入增幅较大；房产销售收入受地产项目的开发和结算进度影响较大，2021年地产人才专墅项目集中结算成为公司当年营业收入规模增幅较大的主要贡献；类金融板块包括担保、小贷、租赁等业务，利息收入波动较大。毛利率方面，公司各业务毛利率存在一定的波动，2021年销售毛利率增幅较大主要系地产项目结算金额较大且人才专墅三期项目毛利率较高所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年 1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
天然气销售	5.15	13.14%	17.24	20.15%	14.80	26.88%	15.61	23.63%
安装费	0.38	37.34%	2.30	64.73%	1.69	21.32%	3.25	48.21%
液化气充装、销售	0.08	29.82%	0.46	24.92%	0.69	27.60%	0.05	100.00%
管输费	0.00	100.00%	0.06	100.00%	0.11	100.00%	0.11	100.00%
自来水销售	1.31	7.77%	6.02	37.57%	5.56	34.83%	5.65	36.06%
工程结算	1.71	21.10%	6.52	19.92%	5.38	22.31%	4.20	15.17%
污水处理	0.19	3.91%	0.80	-8.80%	0.77	-22.65%	0.69	-48.96%
房产销售	--	--	13.41	61.71%	0.47	13.83%	0.35	7.60%
租赁	0.65	72.54%	2.62	66.07%	2.24	65.21%	1.88	66.83%

物业管理	0.05	21.73%	0.24	23.26%	0.25	39.28%	0.59	68.26%
利息收入	0.28	100.00%	0.92	99.99%	0.69	100.00%	1.35	100.00%
担保	0.01	62.64%	0.17	77.15%	0.15	100.00%	0.13	100.00%
其他	0.29	74.70%	1.04	62.96%	0.85	63.84%	0.72	48.44%
合计	10.10	22.79%	51.80	39.38%	33.66	31.52%	34.58	32.59%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 燃气板块业务

燃气板块业务具有区域垄断优势，是公司最主要和稳定的收入和现金流来源

燃气板块是公司的核心业务，主要由天然气销售和燃气工程安装等业务构成。公司天然气销售业务由全资子公司昆山燃气有限公司下的昆山利通燃气有限公司（以下简称“利通燃气”，公司持股比例51%）和昆山华润城市燃气有限公司（以下简称“昆山华润燃气”，公司持股比例50.10%）负责经营，其中昆山华润燃气主要负责昆山市主城区的天然气供应，用户以民用为主；利通燃气主要负责昆山市主城区以外的天然气供应，也是昆山华润燃气的上游供气公司之一，用户以工业为主。整体而言，公司天然气供气在昆山市具有一定的区域垄断优势。

天然气价格方面，根据昆价价字【2017】74号文件，2017年9月1日起昆山市非居民用气价格由3.025元/立方米下调至2.915元/立方米；根据昆山市物价局发布的《关于疏导昆山市居民生活用管道天然气价格的通知》及昆山市发展和改革委员会发布的《关于下调昆山市管道天然气销售价格的通知》，2019年4月1日起，居民生活用气三档价格分别为2.72元/立方米、3.12元/立方米和3.80元/立方米，非居民用气价格2.895元/立方米，其中居民生活用气上调0.27元/立方米，非居民用气价格下调0.02元/立方米；2020年5月起，非居民用气价格下调至2.865元/立方米。2021年4月，非居民用气价格调整为2.863元/立方米。

气源供应方面，利通燃气与中国石油天然气股份有限公司签订的合同期限为2003年至2023年，第一个交付年度（2004年）0.30亿立方米，第二个交付年度0.70亿立方米，第三个交付年度1.40亿立方米，第四个交付年度至2012年每年3.10亿立方米，2013年度至以后每年4.50亿立方米，根据利通燃气同中国石油天然气股份有限公司天然气销售东部分公司签订的《天然气购销合同》补充协议，2018年合同量变更为5.22亿立方米；2020年，利通燃气与江苏省天然气有限公司签订川气东送合约，第一个交付年度合同量为交付日起5万方/日，此后每年合同量为3亿方/年。利通燃气与供应商的结算方式是自供气起始日开始及在此之后的8日、18日和28日之前，购买方应确保为下一周所提取的天然气向供应方支付预付款。

昆山华润燃气的上游气源供应商主要为利通燃气、中国石油天然气股份有限公司以及江苏省天然气有限公司，昆山华润燃气与利通燃气约定供气期限为2006年1月至2023年12月，与中国石油天然气股份有限公司约定供气期限为2011年9月至2023年12月，与江苏省天然气有限公司合同约定供气期限为2020年5月至2040年12月。

利通燃气2020年销售收入和利润规模有所下滑，主要系天然气销量下滑及非居民管道用气价格下调所致；2021年销售收入有所增长主要系天然气销售量增长，但利润规模有所下滑主要系进口气成本较2020年上升所致。昆山华润燃气2020年销售收入有所下滑，主要系销气结构变化和非居民管道用气价格下调所致，2021年收入和利润规模较2020年均有所提升，主要系天然气供应量和销售量均有所提升所致。

表6 近年利通燃气运营情况

利通燃气	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
收入（亿元）	4.21	16.21	13.81	14.28
利润（亿元）	0.37	1.61	1.86	2.15
天然气供应量（亿立方米）	1.19	4.98	4.50	4.73
天然气销售量（亿立方米）	1.19	4.98	4.50	4.73
中低压管道（公里）	2,533.41	2,525.27	2,353.07	2,311.50
用户总数（万户）	51.38	51.20	49.95	47.32

注：上表收入为利通燃气营业总收入，包括对昆山华润燃气的销售及管网建设等收入

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 近年昆山华润燃气运营情况

昆山华润燃气	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
收入（亿元）	1.31	4.74	3.61	4.09
利润（亿元）	0.04	0.69	0.61	0.59
天然气供应量（亿立方米）	0.43	1.27	1.17	1.17
天然气销售量（亿立方米）	0.39	1.25	1.14	1.14
中低压管道（公里）	1,323	1,341	1,322	1,276
用户总数（万户）	22.51	23.60	22.40	21.52

注：上表收入为昆山华润燃气营业总收入，包括天然气销售及管网建设等收入；天然气供应量包含昆山华润燃气每年根据现实需求情况进行的公开市场采购

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司天然气板块中的燃气工程安装业务主要由利通燃气和昆山华润燃气负责经营，经营范围包括房地产公司和居民用户开通民用天然气安装业务、工商业用户和公福用户开通天然气业务、工商业等用户安装燃气报警系统业务。近年来，随着昆山市天然气管网不断延伸，天然气基础设施建设持续完善，公司燃气工程安装业务对燃气业务收入形成较稳定的支撑。

整体来看，公司的燃气板块业务具有区域垄断优势，是公司最主要和稳定的收入和现金流来源。

➤ 水务板块业务

公司水务板块业务整体运营较为稳定，为公司营业收入的稳定来源之一

水务板块是公司主要业务之一，由自来水销售、自来水工程和污水处理业务等构成。公司自来水销售业务由子公司昆山市自来水集团有限公司（以下简称“自来水集团”，公司持股比例42.70%为第一大

股东)负责经营,主要负责向昆山市区及部分镇区和开发区供水,供水总量超昆山市总供水量的80%,具有区域垄断性。

水源方面,目前自来水集团下辖泾河水厂、第三水厂、第四水厂和周庄、张浦、陆家、南港、花桥五座增压站,以阳澄湖-傀儡湖和长江为双水源地,日供水能力达150万立方米。供水用户结构方面,2021年居民供水、工业用水和行政事业用水用户量略有上升,商业供水用户量略有下滑。销售价格方面,近年公司水价保持稳定。近年公司供水总量有所波动主要系管网漏损率波动所致,受益于管网漏损率下降,2021年公司供水和售水总量有所增长,自来水销售收入同比增长8.23%。

表8 公司供水业务情况

项目名称	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
日供水能力(万立方米)	150	150	150	150
供水总量(亿吨)	0.73	3.39	3.23	3.35
售水总量(亿吨)	0.67	2.98	2.80	3.13
管网漏损率(%)	8.81	11.65	12.84	6.43
自来水销售收入(万元)	13,062.20	60,199.98	55,619.86	56,517.55

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

表9 公司自来水用户量及水价(户、元/立方米)

项目名称	2022年1-3月用户量	2022年1-3月水价	2021年用户量	2021年水价	2020年用户量	2020年水价
居民供水	365,340	2.91	362,738	2.91	353,256	2.91
工业供水	6,401	4.11	7,003	4.11	6,830	4.11
行政事业供水	6,894	3.16	6,887	3.16	6,491	3.16
商业供水	27,084	4.11	27,091	4.11	27,284	4.11
特种供水	879	5.86	845	5.86	877	5.86
乡镇供水	131	1.42	131	1.42	138	1.42

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司自来水工程业务主要由昆山琨澄排水工程有限公司(原名“昆山自来水工程有限公司”)负责经营,业务范围包括用户水网接入、安装水务设备、数据入网以及管网维护业务。近年来,配合昆山市建设的加速推进,昆山市自来水管网铺设工作范围逐渐拓展,自来水工程安装业务以昆山新建住宅小区、市政工程管网建设为主要工作内容,2019-2021年分别实现工程结算收入4.20亿元、5.38亿元和6.52亿元,对公司水务板块收入形成较好补充。此外,公司每年会获得一定的财政贴息用于补偿供水工程建设的借款利息,2019-2021年公司分别获得财政贴息0.57亿元、0.47亿元和0.42亿元。

公司于2020年7月9日发布《昆山创业控股集团有限公司关于拟进行资产转让的重大事项公告》,公司拟将所持有的自来水集团42.70%股权份额有偿转让给昆山市水务集团有限公司(以下简称“水务集团”,水务集团持有自来水集团40.46%股份为第二大股东),但未通过债券持有人会议。根据公司2022

年4月25日披露的《昆山创业控股集团有限公司关于资产划转的公告》，昆山市国资办拟将水务集团100.00%股权授权至公司，中证鹏元认为自来水集团对公司收入和现金流贡献较大，此次资产划转完成将避免自来水集团划出对公司收入及现金流造成潜在的不利影响，截至本报告出具日，资产划转尚未完成工商变更。

➤ 房地产板块业务

公司房地产业务收入受开发和结算进度影响较大，2021年人才专墅结转，房地产收入大幅增长；公司未有新增储备用地，后期房地产业务存在一定不确定性

公司房地产开发建设及销售业务主要由子公司昆山阳澄湖科技园有限公司（以下简称“科技园公司”）、昆山市创业投资有限公司（以下简称“创业投资公司”）负责经营。

公司已完工的房地产项目主要为人才专墅项目和财富广场项目。人才专墅项目由科技园公司负责开发建设，该项目位于昆山市玉山镇林荫路东侧，博士路南侧，项目用地面积19.20万平方米，总建筑面积36.95万平方米，地上建筑面积28.69万平方米，其中住宅26.73万平方米，商业0.90万平方米，其他配套用房1.06万平方米。住宅部分分为青年公寓、普通公寓、高级公寓、花园洋房、低层住宅，其中小户型出租房产约占总面积的25%，供各类人才临时租用，其余75%部分面向人才进行销售；项目一期主要为普通公寓、花园洋房和低层住宅，二期主要为高级公寓，三期主要为青年公寓和高级公寓，截至2020年底已基本销售完毕，截至2021年末已大部分结转收入。财富广场项目由创业投资公司负责开发，该项目占地面积60余亩，项目总投资13.04亿元，其中地上建筑面积的40%可用于销售，财富广场销售缓慢。根据公司规划，财富广场项目未来不再对外出售，转为公司自用及对外出租。

表10 截至2022年3月末公司房地产销售情况（单位：平方米，亿元）

项目名称	项目性质	资金来源	总建筑面积	可供出售面积	累计销售面积	剩余可供出售面积	累计确认销售收入
人才专墅项目	住宅	自筹	369,467.00	208,163.67	208,163.67	0.00	28.24
财富广场项目	商业	自筹	172,828.29	47,625.64	6,278.02	0.00	0.81
合计	-	-	542,295.29	255,789.31	214,441.69	41,347.62	29.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司成立子公司昆山铓工场投资管理有限公司，主要负责科创载体的开发建设和投资，目前主要在建项目为铓工场（周市）科创产业园和铓工场（千灯）数字经济产业园项目，未来拟通过出租及投资科创企业实现资金平衡。截至2022年3月末，铓工场（周市）科创产业园项目预计总投资7.30亿元，已投资2.60亿元；铓工场（千灯）数字经济产业园项目预计总投资4.50亿元，已投资0.96亿元。此外，截至2022年3月末，公司目前未有新增储备用地，房地产板块未来发展的持续性存在一定不确定性。

➤ 类金融板块业务

公司类金融板块业务收入的波动性较大，担保业务面临一定的代偿风险，股权投资业务面临一定的投资风险，小贷业务的可疑和损失类贷款占比较高，面临较大的回收风险

公司类金融板块业务主要由公司从事类金融业务的下属子公司创业担保、昆山市信用再担保有限公司（以下简称“信用再担保”）、科技小贷、江苏宝涵租赁有限公司（以下简称“宝涵租赁”）等负责经营，主要包括担保和再担保业务、小贷业务、股权投资和租赁等业务。

（1）担保业务

创业担保是一家专门为企业信用担保的企业，主要业务涉及到各种企业贷款担保、房地产抵押以及金融信息咨询等其他业务。2019-2021年公司担保业务收入分别为0.13亿元、0.15亿元和0.17亿元，保持增长态势。截至2022年3月末，创业担保累计完成担保业务3,729笔，累计金额217.58亿元；在保企业162家，在保余额10.94亿元，担保期限大都在12个月内；截至2022年3月末，创业担保累计代偿金额为6.83亿元，已收回4.80亿元，预计尚可收回金额为0.85亿元，已计提担保赔偿准备1.16亿元。

公司持有信用再担保公司50%股权，信用再担保主要从事融资性再担保业务，主要合作对象为昆山市农业担保有限公司和昆山市创业融资担保有限公司，收费费率均为0.04%。2019-2021年信用再担保分别新增再担保业务11.27亿元、9.5亿元和20.00亿元；截至2022年3月末，信用再担保公司在保余额7.38亿元，在保责任额1.48亿元，2021年未发生担保代偿情况。

（2）小贷业务

公司小贷业务主要由子公司科技小贷负责，均为短期贷款。从费率情况来看，近年小贷业务平均年利率水平约为12%-14%左右。截至2021年末，公司小贷业务的损失类贷款规模为2.55亿元，占期末贷款余额比例较高，已全额计提减值。截至2021年末，公司小额贷款前十大客户合计占期末贷款余额的25.68%，均为个人及中小企业，客户资质较弱。整体来看，公司小贷业务风险较大，面临较大的回收风险。

表11 截至 2021 年末公司中小企业贷款情况（单位：万元）

项目	账面余额	减值准备	账面价值
正常类贷款	32,469.38	-	32,469.38
关注类贷款	3,030.00	60.60	2,969.40
次级类贷款	130.00	32.50	97.50
可疑类贷款	950.00	475.00	475.00
损失类贷款	25,451.21	25,451.21	-
合计	62,030.60	26,019.31	36,011.28

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

表12 截至 2021 年末小额贷款业务前十大客户情况（单位：万元）

客户名称	贷款余额	占期末贷款余额比例
昆山广招金属材料有限公司	1,800.00	2.91%
昆山巴黎春天百货有限公司	1,800.00	2.91%
昆山永泰田物业管理有限公司	1,800.00	2.91%

高迪	1,800.00	2.91%
江苏津通激蓝光电技术有限公司	1,600.00	2.58%
昆山蜂巢电子有限公司	1,500.00	2.42%
淮安市淮阴港口集团有限公司	1,400.00	2.26%
淮安市淮阴自来水有限公司	1,400.00	2.26%
阜宁县通禹水利工程建设有限公司	1,400.00	2.26%
阜宁县宁通公路工程建设有限公司	1,400.00	2.26%
合计	15,900.00	25.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理。

（3）股权投资业务

股权投资业务主要由子公司国科创投负责经营，国科创投主要致力于对种子期、早期、成长期高科技项目的投资，聚焦生物医药及医疗器械、集成电路半导体、光电及材料产业、智能制造四大行业，具备项目直投和基金管理两项功能。截至2021年末，公司完成对苏州能讯高能半导体有限公司、昆山新蕴达生物科技有限公司、江苏邦融微电子有限公司等项目的投资，通过直接参股和间接投资，累计投资昆山市战略性主导产业企业48家，投资总额达9.04亿元。国科创投参与出资设立了长三角共同体基金和毅达高投基金，主要为加快培育和发展我国战略性新兴产业。此外还承担了市产业引导基金、创威基金等基金的管理职能。整体来看，公司的股权投资业务主要通过其他权益工具投资和长期股权投资核算，每年可为公司贡献一定的投资收益，但目前公司的股权投资项目较多，面临一定的退出风险和投资风险，同时公司持有的上市公司的股份面临一定的股价波动风险。

（4）租赁业务

公司租赁业务收入包含物业租赁和融资租赁。目前物业租赁资产主要包含财富广场、工研院、科博中心、创业大厦等项目，2019-2021年分别实现物业租赁收入0.84亿元、0.91亿元和1.15亿元；融资租赁业务由子公司宝涵租赁负责，截至2022年3月末，已累计投放融资租赁款43.56亿元，无逾期情况发生。随着物业租赁出租率提升及融资租赁投放规模的增加，公司2019-2021年租赁收入（含物业出租和融资租赁）分别为1.88亿元、2.24亿元和2.62亿元，保持良好增长态势。

整体而言，公司类金融板块业务收入的波动性较大，担保业务面临一定的代偿风险，股权投资及租赁投放规模较大，业务面临一定的投资回收风险，小贷业务的可疑和损失类贷款占比较高，面临较大回收风险。

公司承担一定的准公益项目建设，资金来源主要来自财政；科技园公司拟划出后公司代建业务持续性面临较大的不确定性

公司建设开发业务包括代建项目、道路项目和准公益性项目的建设。代建项目由子公司昆山市创业开发有限公司（以下简称“创业开发公司”）负责建设，主要为沿沪产业带的安置房和基础设施项目，资

金来源均为财政拨款，相关项目已基本建设完毕；道路项目由创业开发公司负责建设，资金来源均为财政拨款，截至2020年末公司无在建和拟建的道路项目。2020年创业开发公司股权已转让，沿沪产业项目相应转出，未来公司无代建项目、道路项目相关收入结转。

公司准公益性项目建设主要由子公司科技园公司和昆山市体育中心发展有限公司（以下简称“体育中心公司”）负责，资金来源主要为财政拨款，部分由公司自筹。体育中心公司主要负责昆山市体育中心等项目建设，资金全部来自财政拨款，2019年2月，昆山市国资办收回公司持有的体育中心公司100%股权，体育中心公司不再纳入公司合并范围，其后续项目建设任务将不再由公司承担。

科技园公司主要负责工研院、阳澄湖中小学和杜克培训中心等项目的建设与发展。工研院项目是昆山市工业技术研究院为满足其综合配套规划进行的重点建设项目，项目建设以创建集商务、研发、居住于一体的高质量物理空间为目标，资金来源主要为财政拨款及自有资金。截至2021年末，工研院项目可出租面积121,976.02平方米，已出租面积97,516.65平方米，其中办公出租面积70,040.94平方米，研发出租面积9,981.96平方米，公寓楼出租面积17,493.75平方米，2021年实现租金收入3,761.78万元。阳澄湖中小学项目为政府代建项目，计划总投资4亿元，截至2021年末已投资3.58亿元，资金来源为财政拨款，待竣工决算后将移交政府。截至2022年3月末，杜克培训中心建筑面积69,797.55平方米，计划总投资13.34亿元，已投资11.84亿元。此外科技园公司还负责实验小学西侧地块的建设开发，项目总占地面积16,937.80平方米，建筑面积38,000.00平方米，项目总投资4.95亿元，资金来源主要为财政拨款，截至2021年末已投资1.38亿元。根据公司2022年4月25日披露的《昆山创业控股集团有限公司关于资产划转的公告》，昆山市国资办拟将公司持有的科技园公司50.01%的股权（不包括杜克大学一期资产）无偿划转至昆山高新集团有限公司，预计后续不再纳入公司合并范围。

总体来看，公司准公益性项目资金来源主要为财政拨款，资金压力不大，科技园公司拟划出后公司代建业务持续性面临较大的不确定性。

公司获得一定力度的外部支持

为支持公司业务开展，昆山市政府在财政补贴方面给予公司一定力度的支持，2020年公司获得财政授权资产及资金2.08亿元；2019-2021年公司获得政府补助1.31亿元、1.50亿元和0.92亿元，包括污水养护、污水管网、光电产业园厂房等相关补助，一定程度提升了公司的利润水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告及未经审计2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年公司合并

范围一级子公司变动情况如下表所示。截至2021年末，公司一级子公司有20家。

表13 近年公司合并报表范围内一级子公司变动情况

项目	2021年	2020年	2019年	
合并范围一级子公司数量	增加数	3	3	2
	减少数	3	2	1
	总数	20	20	19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

资产整体流动性一般，其他应收款和存货占比较高；发放贷款及垫款规模较大，未来存在较大的回收风险

近年公司总资产规模存在一定波动，从资产结构来看，流动资产占比呈下降趋势，整体以非流动资产为主。

公司货币资金规模较大，2021年末的受限货币资金规模为673.78万元，受限原因为按揭贷款保证金。公司其他应收款主要为应收政府部门和国有企业的往来款及部分借款和担保代偿款；公司于2017年11月8日将国信典当60%的股权协议转让给昆山市煤气公司，公司对国信典当的持股比例下降至21.31%，不再纳入公司合并范围，但转让价款1.90亿元尚未收到；截至2021年末，公司应收国信典当的余额为4.42亿元，账龄较长，累计已计提3.14亿元坏账准备，需关注其回收情况；公司其他应收款规模较大，对公司营运资金造成一定占用且回收时间具有一定不确定性。公司存货主要包括开发成本和合同履约成本等，近年规模有所下滑主要系2020年转让子公司创业开发公司所致，创业开发公司主要负责代建沿沪产业带项目，2020年不再纳入公司的合并范围；2021年末开发成本账面价值63.73亿元，系授权经营土地成本，未缴纳土地出让金；合同履约成本账面价值8.15亿元，系代建项目投入成本。

公司发放贷款及垫款主要为子公司科技小贷发放的中小企业和个人贷款，截至2021年末贷款账面余额6.20亿元，损失类贷款占比较高，公司已累计计提减值准备2.60亿元。长期应收款系应收融资租赁款，2021年末长期应收款中21.60亿元为银行借款提供质押。2021年起公司将可供出售金融资产转为其他权益工具投资科目核算，被投资单位主要为东吴证券股份有限公司等公司。2021年公司长期股权投资权益法核算下确认的投资亏损911.14万元，累计计提减值准备0.72亿元。投资性房地产主要为房屋建筑物和土地使用权，2020年同比增长23.83%系新增土地使用权1.18亿元和房屋建筑物3.02亿元，2021年规模缩减系折旧及摊销所致。在建工程主要包括基建工程、供水管道及附属构筑物、天然气管网，近年规模增长系工程持续投入。

整体来看，公司以非流动资产为主，流动资产中存货和其他应收款占比较高，变现能力欠佳，发放贷款及垫款规模较大，存在较大的回收风险。截至2021年末，公司受限资产账面价值22.97亿元，且公司以昆山市自来水水费收费权质押借款1.40亿元，整体资产流动性一般。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	70.86	17.70%	57.83	15.16%	59.43	16.23%	58.11	15.40%
其他应收款	29.66	7.41%	29.77	7.80%	24.56	6.71%	34.58	9.17%
存货	74.02	18.49%	73.25	19.20%	82.60	22.55%	111.43	29.54%
流动资产合计	184.88	46.17%	170.46	44.67%	182.28	49.77%	210.50	55.80%
发放贷款及垫款	3.09	0.77%	3.62	0.95%	2.37	0.65%	0.97	0.26%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	36.51	9.97%	25.26	6.70%
其他权益工具投资	27.79	6.94%	29.77	7.80%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期应收款	27.52	6.87%	25.05	6.56%	22.24	6.07%	2.65	0.70%
长期股权投资	10.21	2.55%	9.45	2.48%	9.64	2.63%	14.28	3.78%
投资性房地产	14.42	3.60%	14.54	3.81%	14.76	4.03%	13.05	3.46%
固定资产	46.12	11.52%	46.73	12.25%	48.76	13.31%	64.31	17.05%
在建工程	36.69	9.16%	34.87	9.14%	33.88	9.25%	25.92	6.87%
非流动资产合计	215.55	53.83%	211.13	55.33%	183.98	50.23%	166.72	44.20%
资产总计	400.43	100.00%	381.58	100.00%	366.26	100.00%	377.22	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司收入来源多元化，整体经营较为稳定，投资收益和政府补助对公司利润形成一定贡献，但未来可能存在一定的波动性

公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，主要业务涵盖燃气、水务、房地产和类金融等，整体收入结构呈多元化趋势，其中天然气板块和水务板块为公司最主要的收入来源，近年收入呈稳健增长态势，安装费收入2020年降幅较大主要系自来水安装费并入工程结算项目，因此同期工程结算收入增幅较大；房产销售收入受地产项目的开发和结算进度影响较大，2021年地产人才专墅项目集中结算成为公司当年营业收入规模增幅较大的主要贡献；类金融板块包括担保、小贷、租赁等业务，利息收入波动较大。毛利率方面，公司各业务毛利率存在一定的波动，2021年销售毛利率增幅较大主要系地产项目结算金额较大且人才专墅三期项目毛利率较高所致。从收现比来看，公司主营业务回款情况尚可。

2019-2021年公司分别实现投资收益1.90亿元、2.86亿元和1.11亿元，主要系长期股权投资收益及其他权益工具投资等对外投资持有期间取得的股利收入；其他收益主要系污水养护、污水管网等相关政府补助。投资收益和政府补助对公司利润贡献较大。

整体来看，公司整体收入来源呈多元化趋势，投资收益和政府补助对公司利润贡献较大，但未来可能存在一定波动性。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
------	-----------	-------	-------	-------

收现比	123.24%	107.45%	116.35%	126.40%
营业收入	10.10	51.80	33.66	34.58
投资收益	0.43	1.11	2.86	1.90
营业利润	0.57	5.61	4.04	3.04
其他收益	0.14	0.92	1.49	1.15
利润总额	0.60	5.63	3.53	3.14
销售毛利率	22.79%	39.38%	31.52%	32.59%

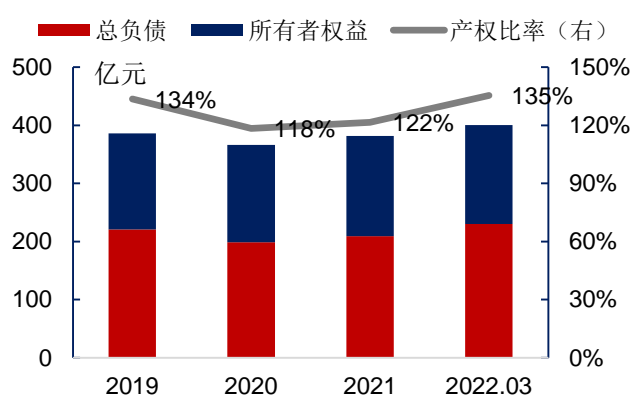
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，短期偿债压力上升

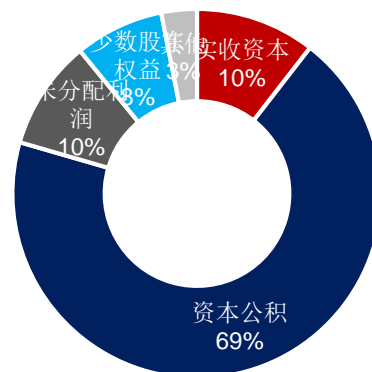
受创业开发公司不再并表的影响，2020 年公司总负债规模有所下降，同时受益于政府资金支持及利润留存，近年公司所有者权益规模保持增长，但公司权益对负债的整体保障程度有所下降。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司以流动负债为主，受部分债务即将到期的影响，2021 年公司流动负债占比增幅较大。

流动负债方面，公司短期借款以信用借款和质押借款为主，整体规模不大。应付账款主要为应付工程款和管网款。预收款项主要为预收人才专墅的房屋销售款，2021 年起转入合同负债核算，2021 年集中交付确认收入后余额大幅减少。其他应付款主要包括财政未授权资金及与昆山市政府单位及其他国有企业的往来款，其中财政未授权资金主要为政府拨付给公司的投资款，无需公司偿还和支付利息，后续将根据财政授权情况转增资本公积；从账龄结构来看，其他应付款部分账龄较长。一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款和应付债券，2021 年末增幅较大主要系 19 创控 01、19 昆山创业 MTN001 和 19 昆山创业 MTN002 转入一年内到期的应付债券。2021 年末公司其他流动负债增幅较大，主要系 2021 年 7 月发行合计 20.00 亿元的 21 昆山创业 SCP001 和 21 昆山创业 SCP002 所致，2022 年 3 月末增幅较

大系3月新发行22昆山创业SCP001和22昆山创业SCP002。

非流动负债方面，公司长期借款以保证借款为主，2021年部分长期借款转入一年内到期的非流动负债核算。应付债券为公司发行的19创控01、19昆山创业MTN001和19昆山创业MTN002，2021年末均转入一年内到期的非流动负债，2022年一季度有所增长系宝涵租赁发行ABS所致。长期应付款系专项应付款，为杜克大学及其他基建工程资金等，2020年公司支付相关款项后余额大幅下降。递延收益主要包括中环供水管道迁移补贴、庙泾河水源厂取水口西迁工程补贴等。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

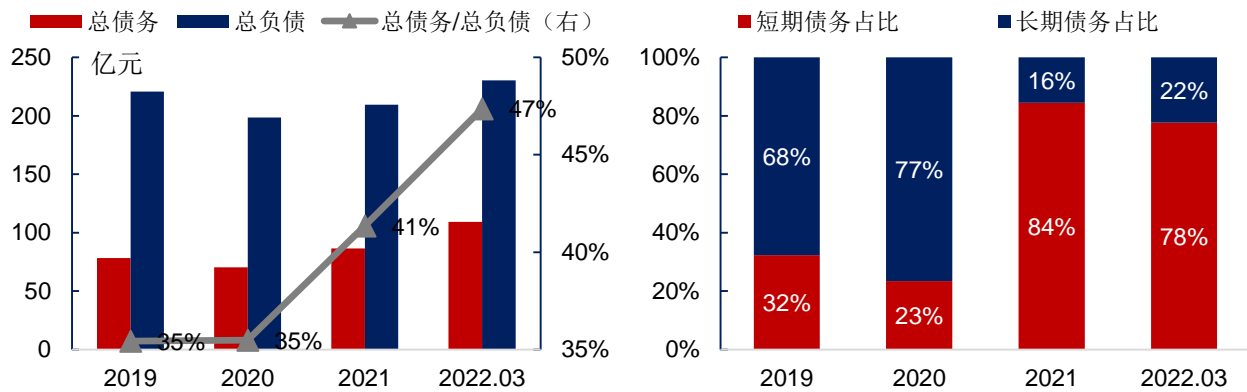
项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.69	2.04%	1.93	0.92%	1.95	0.98%	4.85	2.20%
应付账款	11.40	4.95%	12.10	5.78%	11.70	5.89%	7.57	3.43%
预收款项	0.19	0.08%	0.01	0.01%	20.85	10.50%	19.80	8.97%
合同负债	7.09	3.08%	6.13	2.93%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	84.14	36.52%	82.11	39.22%	80.34	40.47%	88.75	40.19%
一年内到期的非流动负债	40.36	17.52%	42.95	20.51%	1.55	0.78%	11.00	4.98%
其他流动负债	33.45	14.52%	22.45	10.72%	1.81	0.91%	1.82	0.82%
流动负债合计	186.67	81.03%	175.42	83.78%	124.85	62.88%	139.22	63.05%
长期借款	18.63	8.09%	13.44	6.42%	18.94	9.54%	18.01	8.16%
应付债券	5.75	2.50%	0.00	0.00%	34.96	17.61%	34.94	15.83%
长期应付款	0.01	0.00%	0.01	0.00%	0.50	0.25%	11.91	5.40%
递延收益	17.70	7.68%	18.19	8.69%	17.72	8.93%	15.02	6.80%
非流动负债合计	43.71	18.97%	33.96	16.22%	73.69	37.12%	81.58	36.95%
负债合计	230.38	100.00%	209.38	100.00%	198.53	100.00%	220.80	100.00%

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

由于创业开发公司2020年不再并表，公司2020年资产负债率出现下降，随着2021年和2022年1-3月公司总债务规模继续上升，资产负债率亦有所反弹，整体债务规模仍较大。从期限结构来看，由于部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债核算以及新发行超短融债项，公司短期债务占比提升明显，现金短期债务比快速下降，短期偿债压力上升。

图4 公司债务占负债比重

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	57.53%	54.87%	54.21%	57.21%
现金短期债务比	0.84	0.79	3.60	2.47
EBITDA 利息保障倍数	--	4.53	3.92	3.45

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

1、未决诉讼

公司及子公司诉江苏四环生物股份有限公司（以下简称“四环生物”，股票代码：000518.SZ）证券虚假陈述责任纠纷。公司根据相关公告，四环生物存在虚假陈述行为，公司及子公司昆山市创业投资有限公司、昆山市能源建设开发有限公司自虚假陈述实施日至揭露日期间买入四环生物股票，因此作为原告起诉了四环生物其实际控制人陆克平公司，诉讼标的涉及金额2.66亿元，目前案件处于一审阶段。

截至2021年末，公司子公司创业担保因代被担保企业偿还企业借款的未决诉讼事件共22件，标的金额2.65亿元，已收回金额0.84亿元，预计尚可收回金额为0.86亿元。公司账面应收代偿款1.96亿元，已计提担保赔偿准备1.16亿元。

截至2021年末，公司子公司科技小贷因借款合同纠纷的未决诉讼事项共51件，标的金额2.86亿元，

已收回0.16亿元，账面贷款余额6.20亿元，已计提贷款减值准备2.60亿元。

2、对外担保

截至2022年3月末，公司对外担保余额合计18,500.00万元，占当期末所有者权益比重的1.09%，被担保企业为水务集团，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表1 截至2022年3月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
昆山市水务集团有限公司	18,500.00	2028/12/20	否
合计	18,500.00	--	--

注：上表统计未包含子公司经营性对外担保业务
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、抗风险能力分析

昆山市地处苏锡常都市圈与上海都市圈连线的中心位置，区域优势明显，连续多年蝉联全国经济百强县榜首，整体经济实力雄厚，高新技术等新兴产业对经济增长的贡献较大。公司作为昆山市主要的综合性国有独资公司之一，主要业务涵盖燃气、水务、房地产和类金融等。虽然公司类金融业务面临一定的代偿风险、投资风险和回收风险，部分其他应收款存在回收风险，近年总债务规模攀升，短期偿债压力上升，但公司燃气和水务业务仍具有区域垄断性，能为公司提供稳定的收入和现金流，预计业务可持续性较好，且公司近年在财政补贴方面得到了昆山市政府一定力度的支持。整体来看，公司具备很强的抗风险能力。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司日常经营形成的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障。公司2019-2021年实现销售商品、提供劳务收到的现金43.71亿元、39.16亿元和55.66亿元，天然气和自来水销售具有区域垄断性，能为公司提供稳定的收入和现金流，但公司类金融业务受行业环境影响，存在收入波动性较大的风险，且面临一定的代偿风险、投资风险和回收风险等，可能对本期债券还本付息造成一定不利影响。

公司资产抵押融资或变现可为本期债券还本付息的提供一定的资金来源，但资产变现存在一定不确定性。公司土地资产较为丰富，且拥有较多的其他权益工具投资和长期股权投资，可在必要时通过将土地资产及股权资产出售来补充偿债资金；同时中证鹏元关注到公司部分土地资产为授权经营土地，土地的变现价值存在一定的不确定性，公司持有部分股权为非上市公司股权，定价和集中变现均存在较大不确定性。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于发行主体年度报告披露后3个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

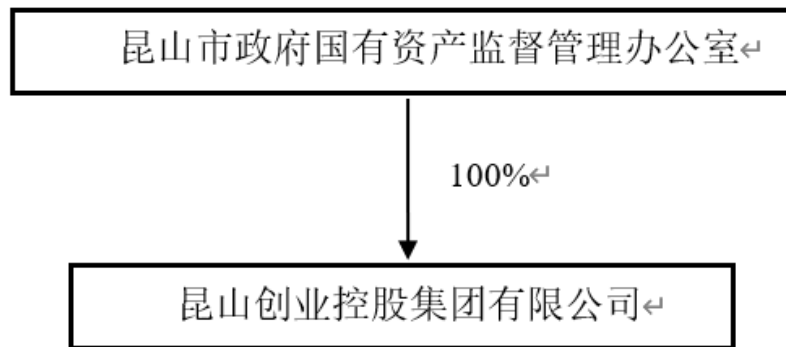
本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构官网披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	70.86	57.83	59.43	62.39
存货	74.02	73.25	82.60	103.51
流动资产合计	184.88	170.46	182.28	203.59
固定资产	46.12	46.73	48.76	51.37
非流动资产合计	215.55	211.13	183.98	182.39
资产总计	400.43	381.58	366.26	385.98
其他应付款	84.14	82.11	80.34	88.75
一年内到期的非流动负债	40.36	42.95	1.55	11.00
其他流动负债	33.45	22.45	1.81	1.82
流动负债合计	186.67	175.42	124.85	139.22
长期借款	18.63	13.44	18.94	18.01
应付债券	5.75	0.00	34.96	34.94
非流动负债合计	43.71	33.96	73.69	81.58
负债合计	230.38	209.38	198.53	220.80
总债务	109.11	86.57	70.43	78.23
营业收入	10.10	51.80	33.66	34.58
所有者权益	170.05	172.20	167.72	165.18
营业利润	0.57	5.61	4.04	3.04
其他收益	0.14	0.92	1.49	1.15
利润总额	0.60	5.63	3.53	3.14
经营活动产生的现金流量净额	-0.75	11.68	16.08	31.80
投资活动产生的现金流量净额	-9.38	-28.47	-7.47	-22.78
筹资活动产生的现金流量净额	23.24	14.82	-11.58	-3.69
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	22.79%	39.38%	31.52%	32.59%
收现比	123.24%	107.45%	116.35%	126.40%
资产负债率	57.53%	54.87%	54.21%	57.21%
现金短期债务比	0.84	0.79	3.60	2.47
EBITDA（亿元）	--	13.47	11.23	11.33
EBITDA 利息保障倍数	--	4.53	3.92	3.45

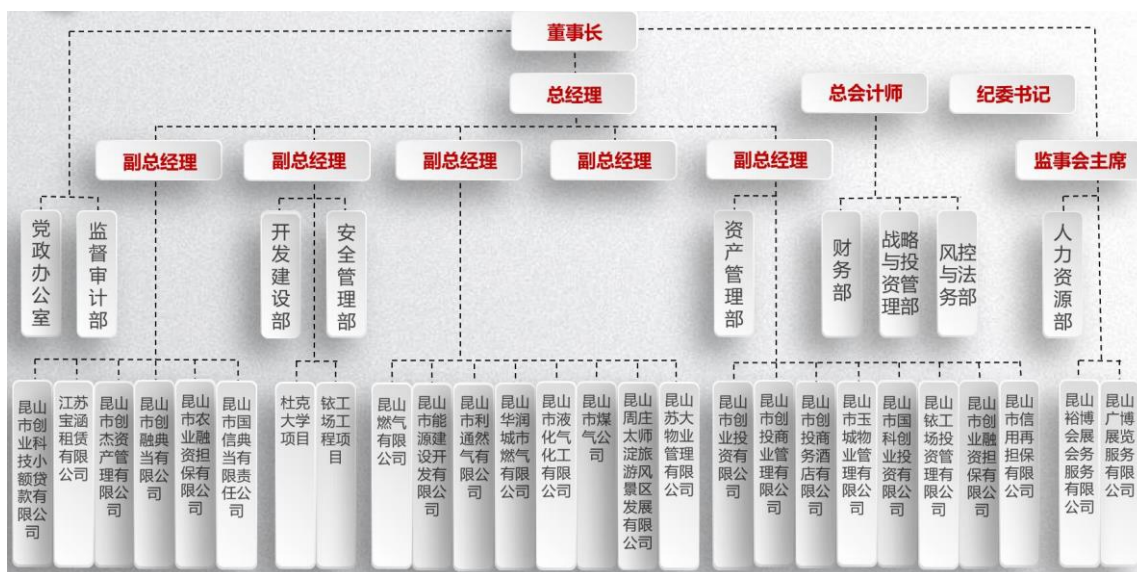
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例(%)	
			直接	间接
昆山市自来水集团有限公司	50,506.35	自来水生产供应及城市污水处理	42.70	-
昆山市能源建设开发有限公司	58,968.56	从事电力及天然气开发利用	100.00	-
昆山市创业投资有限公司	34,072.25	投资	100.00	-
昆山阳澄湖科技园有限公司	98,388.82	房地产开发	100.00	-
昆山燃气有限公司	20,000.00	燃气经营	100.00	-
昆山广博展览服务有限责任公司	50.00	展览、展示、会务服务	100.00	-
苏州创耀资产管理有限公司	10,000.00	资产管理服务	51.00	-
昆山市信用再担保有限公司	20,000.00	融资性再担保业务；投资与资产管理	50.00	-
昆山市创业科技小额贷款有限公司	40,000.00	面向科技型中小企业发放贷款、创业投资	40.00	10.00
昆山市创业融资担保有限公司	100,000.00	担保	98.00	2.00
昆山市国科创业投资有限公司	72,500.00	投资	98.76	1.34
昆山市创杰资产管理服务有限公司	50.00	资产管理	60.00	40.00
昆山市创融典当有限公司	5,000.00	典当业务	70.00	30.00
江苏宝涵租赁有限公司	35,000.00	融资租赁	100.00	-
昆山市农村产权交易中心有限公司	500.00	农村产权交易	95.00	-
昆山招商集团有限公司	13,000.00	招商服务	100.00	-
昆山市农业融资担保有限公司	30,000.00	融资性担保业务	80.00	-
昆山市玉城物业管理有限公司	739.85	物业管理	64.65	17.675
昆山铨工场投资管理有限公司	40,000.00	投资与资产管理	100.00	-
昆山市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙）	220,000.00	投资管理	99.95	0.05

资料来源：公司 2021 年审计报告，公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。