

昆山创业控股集团有限公司 2022 年度第 一期超短期融资券信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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年度第一期超短期融资券信用评级报告

评级结果

| | |
|--------|------------|
| 主体信用等级 | AAA |
| 评级展望 | 稳定 |
| 债券信用等级 | A-1 |
| 评级日期 | 2022-03-15 |

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“创控集团”或“公司”）本次拟发行 6 亿元超短期融资券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A-1，该级别反映了本期债券为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- 上述等级的评定是考虑到昆山市整体经济实力雄厚，为公司发展提供了良好的外部环境，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，且公司获得较大力度的外部支持；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，面临一定的短期偿债压力且存在一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：6 亿元
发行期限：270 天
偿还方式：于兑付日一次性兑付本金及利息
发行目的：偿还公司债务

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2021.9 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 总资产 | 385.62 | 366.26 | 385.98 | 377.22 |
| 所有者权益 | 169.51 | 167.72 | 165.18 | 171.09 |
| 总债务 | 92.85 | 70.43 | 78.23 | 77.31 |
| 资产负债率 | 56.04% | 54.21% | 57.21% | 54.64% |
| 现金短期债务比 | 0.93 | 3.60 | 2.47 | 0.99 |
| 营业收入 | 41.61 | 33.66 | 34.58 | 32.21 |
| 其他收益 | 0.62 | 1.49 | 1.15 | 1.34 |
| 利润总额 | 6.47 | 3.53 | 3.14 | 3.20 |
| 销售毛利率 | 36.67% | 31.52% | 32.59% | 30.50% |
| EBITDA | -- | 11.23 | 11.33 | 10.44 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 3.92 | 3.45 | 3.71 |
| 经营活动现金流净额 | 5.65 | 16.08 | 31.80 | 10.05 |
| 收现比 | 75.33% | 116.35% | 126.40% | 132.73% |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

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

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。** 昆山市位居全国县域经济综合竞争力百强第一名，整体经济实力雄厚，高新技术等新兴产业对经济增长贡献较大。
- **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、类金融和房地产等板块，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。
- **公司获得较大力度的外部支持。** 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了昆山市政府较大力度的支持，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 9 月末，子公司创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”）因代被担保企业偿还借款的未决诉讼事项共 23 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 9 月末，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。
- **公司面临一定的短期偿债压力。** 截至 2021 年 9 月末，公司总债务规模为 92.85 亿元，短期债务占比较高，现金短期债务比下降较快。
- **公司存在一定的或有负债风险。** 截至 2021 年 9 月末，公司对外担保余额为 8.27 亿元，占当期期末净资产比重的 4.88%，担保对象主要为昆山市当地国有企业，无反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|---------------|--------------------|
| 短期债务信用评级方法 | py_ff_2017V1.0 |
| 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 | 2021-6-24 | 张旻熿、秦风明 | 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年底，公司注册资本、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委员会（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2021年9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（股权结构图见附录二）。

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2020年末，公司纳入合并范围的一级子公司共20家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：昆山创业控股集团有限公司2022年度第一期超短期融资券；

发行规模：注册金额40亿元，分期发行，本期发行金额6亿元；

债券期限和利率：270天，固定利率；

还本付息方式：于兑付日一次性兑付本金及利息。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为6亿元，扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。

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

昆山市经济实力雄厚，经济总量持续增长，新兴产业、高新技术产业对工业贡献较大

昆山市处江苏省东南部、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，总面积931平方公里，其中超过24%是水面。昆山市是江苏省3个试点省直管县（市）之一，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。

昆山市近三年经济总量持续增长，在区县经济体量中排名前列，2021年昆山市实现地区生产总值4,748.06亿元，按可比价计算同比增长7.8%。分产业看，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%。根据第七次全国人口普查结果209.25万的常住人口计算，2021年昆山市人均地区生产总值22.69万元，是全国人均地区生产总值的2.80倍。2019年昆山被列为江苏省社会主义现代化建设试点地区，根据中国社会科学院财经战略研究院2020年12月发布的报告，昆山市位居全国县域经济综合竞争力100强第一名，整体经济实力雄厚。

2020年昆山市工业总产值首次突破万亿元，其中规上工业总产值突破9,000亿大关，达9,000.84亿元，比上年增长7.0%。形成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101家，中型工业企业327家。产值超亿元企业934家，其中十亿元以上企业109家，百亿元以上12家。生产计算机整机4,099.75万台、移动通信手持机（手机）4,226.78万台。规上工业企业实现利润总额577.73亿元，增长8.0%，实现利润总额480.91亿元，增长13.0%。

社会消费方面，2019-2021年昆山市社会消费品零售总额分别为1,081.26亿元、1,398.08亿元和1,625.68亿元，消费品市场持续发展，昆山市社会消费品零售总额在苏州各区市中位居第一。2020年受新冠疫情影响，线下消费短期受到明显抑制，但线上消费等其他消费形式迅速发展、相关刺激政策的出台、以及国内疫情好转，消费市场有所恢复。进出口方面，昆山市2021年进出口总额1,062.12亿美元，同比增长22.8%。截至2021年底，昆山市金融机构本外币各项存款和贷款余额分别为6,473.74亿元和5,661.08亿元，均有不同程度上升，且为全国首个存款余额超过5,000亿元的县级市。

整体而言，昆山市经济实力雄厚，主要经济指标均保持较好增长。

表1 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% |
| 第一产业增加值 | 31.18 | 0.6% | 30.95 | -0.3% | 30.34 | 2.3% |
| 第二产业增加值 | 2,462.74 | 9.7% | 2,149.19 | 4.5% | 2,072.49 | 5.2% |
| 第三产业增加值 | 2,254.14 | 5.9% | 2,096.62 | 3.4% | 1,942.23 | 7.3% |
| 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） | 1,062.12 | 22.8% | 868.40 | 5.0% | 826.72 | -7.3% |
| 存款余额 | 6,473.74 | 12.3% | 5,763.52 | 12.8% | 5,108.36 | 9.5% |
| 贷款余额 | 5,661.08 | 17.1% | 4,836.30 | 20.9% | 3,999.80 | 16.7% |
| 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根据第七次全国人口普查结果计算

资料来源：昆山市2019-2020年国民经济与社会发展统计公报，2021年昆山市主要经济指标，中证鹏元整理

2020年昆山市实现一般公共预算收入428.0亿元，同比增长5.1%，其中税收收入373.03亿元，占比为87.2%。2021年昆山市实现一般公共预算收入466.88亿元，同比增长9.1%，其中税收收入占比88.1%；一般公共预算支出410.51亿元，财政自给率为87.93%；政府性基金收入254.26亿元。

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，非职工代表董事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，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、战略与投资管理部、人力资源部、财务部、资产经营部、风控与法务部、监督审计部、安全生产部等部门。截至2021年9月末，公司组织架构图见附录三。

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。近年公司营业收入规模存在一定波动，且收入结构呈现多元化趋势。天然气销售和自来水销售是公司的主要收入来源；安装费收入包括燃气和自来水板块的安装费等，2019年增幅较大主要系当期自来水安装费增长所致，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；房产销售收入受公司地产项目的开发和结算进度影响较大，2021年1-9月公司房产销售收入大幅增加，主要系一季度人才专墅项目结算收入较多；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，2018-2020年整体毛利率保持平稳，2021年1-9月由于地产项目结算金额较大且人才专墅三期项目毛利率较高，整体毛利率有所增长。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年1-9月 | | 2020年 | | 2019年 | | 2018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 | 12.22 | 20.88% | 14.80 | 26.88% | 15.61 | 23.63% | 17.50 | 26.86% |
| 安装费 | 1.42 | 40.24% | 1.69 | 21.32% | 3.25 | 48.21% | 2.09 | 36.98% |
| 液化气充装费 | 0.35 | 23.80% | 0.69 | 27.60% | 0.05 | 100.00% | 0.18 | 100.00% |
| 管输费 | 0.01 | 100.00% | 0.11 | 100.00% | 0.11 | 100.00% | 0.10 | 100.00% |
| 自来水销售 | 4.34 | 13.85% | 5.56 | 34.83% | 5.65 | 36.06% | 5.61 | 48.43% |
| 工程结算 | 5.60 | 16.70% | 5.38 | 22.31% | 4.20 | 15.17% | 2.02 | 16.03% |
| 污水处理 | 0.59 | -11.39% | 0.77 | -22.65% | 0.69 | -48.96% | 0.41 | -175.75% |
| 房产销售 | 13.28 | 59.06% | 0.47 | 13.83% | 0.35 | 7.60% | 1.09 | 16.19% |
| 租赁 | 1.95 | 65.45% | 2.24 | 65.21% | 1.88 | 66.83% | 0.98 | 22.74% |
| 物业管理 | 0.25 | 36.07% | 0.25 | 39.28% | 0.59 | 68.26% | 0.58 | 73.96% |
| 利息收入 | 0.72 | 100.00% | 0.69 | 100.00% | 1.35 | 100.00% | 0.70 | 100.00% |
| 担保 | 0.13 | 79.94% | 0.15 | 100.00% | 0.13 | 100.00% | 0.08 | 100.00% |
| 拍卖 | 0.01 | 100.00% | 0.01 | 100.00% | 0.01 | 100.00% | 0.01 | 100.00% |
| 水电费 | 0.04 | 100.00% | 0.05 | 32.82% | 0.04 | 24.61% | 0.09 | 8.00% |
| 其他 | 0.68 | 69.99% | 0.79 | 65.01% | 0.67 | 49.09% | 0.77 | 15.30% |
| 合计 | 41.61 | 36.67% | 33.66 | 31.52% | 34.58 | 32.59% | 32.21 | 30.50% |

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子公司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，其中利通燃气和昆山华润燃气同属公司子公司，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。

利通燃气近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。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。

表3 近年利通燃气运营情况

| 利通燃气 | 2021年1-9月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|--------------|-----------|----------|----------|----------|
| 收入（亿元） | 11.18 | 13.81 | 14.28 | 15.74 |
| 利润（亿元） | 0.89 | 1.86 | 2.15 | 3.05 |
| 天然气供应量（亿立方米） | 3.08 | 4.50 | 4.73 | 5.26 |
| 天然气销售量（亿立方米） | 3.08 | 4.50 | 4.73 | 5.26 |
| 中低压管道（公里） | 2,363.72 | 2,353.07 | 2,311.50 | 2,247.57 |
| 用户总数（万户） | 50.71 | 49.95 | 47.32 | 45.85 |

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；天然气供应量只包含利通燃气与中国石油天然气股份有限公司签订的采购合同的供气量

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 近年昆山华润燃气运营情况

| 昆山华润燃气 | 2021年1-9月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|--------------|-----------|-------|-------|-------|
| 收入（亿元） | 3.52 | 3.61 | 4.09 | 4.08 |
| 利润（亿元） | 0.48 | 0.61 | 0.59 | 0.57 |
| 天然气供应量（亿立方米） | 0.95 | 1.17 | 1.17 | 1.14 |
| 天然气销售量（亿立方米） | 0.96 | 1.14 | 1.14 | 1.10 |
| 中低压管道（公里） | 1,331 | 1,322 | 1,276 | 1,224 |
| 用户总数（万户） | 23.31 | 22.40 | 21.52 | 20.40 |

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，是公司营业收入的稳定来源之一；2020年公司自来水集团划转未通过债券持有人会议

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，2020年居民供水和行政事业供水用户量略有上升，但工业用水和商业供水用户量均有一定下滑。销售价格方面，近年公司水价保持稳定。受管网漏损率提升的影响，2020年公司供水和售水总量有所下滑，致使自来水销售收入较2019年下降5.05%。

表5 公司供水业务情况

| 项目名称 | 2021年1-9月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 日供水能力（万立方米） | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 供水总量（亿吨） | 2.54 | 3.23 | 3.35 | 3.33 |
| 售水总量（亿吨） | 2.21 | 2.80 | 3.13 | 3.14 |
| 管网漏损率（%） | 12.36 | 12.84 | 6.43 | 5.40 |
| 自来水销售收入（万元） | 43,367.75 | 55,619.86 | 56,517.55 | 56,136.59 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司自来水用户量及水价（户、元/立方米）

| 项目名称 | 2021年1-9月用户量 | 2021年1-9月水价 | 2020年用户量 | 2020年水价 | 2019年用户量 | 2019年水价 |
|--------|--------------|-------------|----------|---------|----------|---------|
| 居民供水 | 361,774 | 2.91 | 353,256 | 2.91 | 350,059 | 2.91 |
| 工业供水 | 6,837 | 4.11 | 6,830 | 4.11 | 7,598 | 4.11 |
| 行政事业供水 | 6,855 | 3.16 | 6,491 | 3.16 | 6,325 | 3.16 |
| 商业供水 | 27,145 | 4.11 | 27,284 | 4.11 | 32,094 | 4.11 |
| 特种供水 | 793 | 5.86 | 877 | 5.86 | 927 | 5.86 |
| 乡镇供水 | 140 | 1.42 | 138 | 1.42 | 134 | 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，配合昆山城市建设的加速推进，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，工程结算业务对公司水务板块收入形成较好补充。

此外，公司自来水业务近年来均获得财政补贴，每年还会给予公司一定的财政贴息用于补偿公司供水工程建设的借款利息，2018-2020年公司分别获得财政贴息0.83亿元、0.57亿元和0.47亿元。

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》，公司拟将所持有的昆山市自来水集团有限公司42.70%股权份额通过有偿方式转让给昆山市水务集团有限公司，股权转让价款依据公司享有的经审计的2019年自来水集团净资产的股权比例计算为5.17亿元，并于2020年7月27日召开第一次债券持有人会议，审议表决《关于“昆山创业控股集团有限公司子公司股权转让事项”的议案》。根据表决情况和《债券持有人会议规则》，该议案未通过。虽然此次自来水集团划转未获得通过，但中证鹏元认为自来水集团对公司收入和现金流贡献较大，若划出将对公司收入及现金流造成一定不利影响。

➤ 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年一季度人才专墅结转，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9月末已大部分结转收入。财富广场项目由子公司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，未来不再对外出售，转为公司自持，主要为自用及对外出租。

2018-2020年公司房地产销售收入有所下滑，主要系财富广场项目销售进度减慢；2021年1-9月增幅较大主要系人才专墅项目交付及收入结转。

表7 截至2021年9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 | 28.12 |
| 财富广场项目 | 商业 | 自筹 | 172,828.29 | 47,625.64 | 6,278.02 | 41,347.62 | 0.81 |
| 合计 | - | - | 542,295.29 | 255,789.31 | 214,441.69 | 41,347.62 | 28.93 |

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钰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钰工场（周市）科创产业园和钰工场（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2021年9月末，钰工场（周市）科创产业园项目预计总投资7.30亿元，已投资1.36亿元；钰工场（千灯）数字经济产业园项目预计总投资4.50亿元，已投资0.56亿元。此外，公司暂无房地产拟建项目，且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”）、昆山市创业科技小额贷款有限公司（以下简称“科技小贷”）等负责经营，主要包括担保和再担保业务、小贷业务以及股权投资业务等业务。

（1）担保业务

创业担保是一家专门为企业提供信用担保的企业，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，2018-2020年公司担保业务收入持续增长，2020年公司新增担保金额为12.05亿元，收入为0.06亿元。截至2021年9月末，创业担保累计完成担保业务3,589笔，累计金额211.47亿元；在保企业100家，在保余额9.19亿元，担保期限大都在12个月内；截至2021年9月末，创业担保累计代偿金额为6.76亿元，已收回4.66亿元，预计尚可收回金额为0.92亿元，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农业融资担保有限公司，收费费率均为0.04%。2020年信用再担保新增再担保业务9.5亿元；截至2021年9月末，信用再担保公司在保余额9.17亿元，在保责任额1.83亿元，2020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，2020年小贷业务平均年利率为14%左右。截至2021年9月末，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9月末，公司小额贷款前十大客户合计占期末贷款余额的26.60%，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8 截至2021年9月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 | 32,407.40 | - | 32,407.40 |
| 关注类贷款 | 130.00 | 2.60 | 127.40 |

| | | | |
|-----------|------------------|------------------|------------------|
| 次级类贷款 | 440.00 | 110.00 | 330.00 |
| 可疑类贷款 | 970.00 | 485.00 | 485.00 |
| 损失类贷款 | 25,451.21 | 25,451.21 | - |
| 合计 | 59,398.61 | 26,048.81 | 33,349.80 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至2021年9月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 |
|------------------|------------------|---------------|
| 昆山永泰田物业管理有限公司 | 1,800.00 | 3.03% |
| 昆山广招金属材料有限公司 | 1,800.00 | 3.03% |
| 昆山巴黎春天百货有限公司 | 1,800.00 | 3.03% |
| 高迪 | 1,800.00 | 3.03% |
| 昆山樽弘酒业贸易有限公司 | 1,500.00 | 2.52% |
| 昆山蜂巢电子有限公司 | 1,500.00 | 2.52% |
| 淮安市淮阴自来水有限公司 | 1,400.00 | 2.36% |
| 淮安市淮阴港口集团有限公司 | 1,400.00 | 2.36% |
| 江苏洪泽湖国际大酒店有限公司 | 1,400.00 | 2.36% |
| 淮安市洪泽区园林绿化有限责任公司 | 1,400.00 | 2.36% |
| 合计 | 15,800.00 | 26.60% |

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，国科创投2020年完成包括华大智造、瑞博生物、好活科技、能讯半导体、清陶能源、科瑞恩等6个项目股权投资，投资金额1.9亿元。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45家，投资总额达7.6亿元。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。2020年国科创投参与设立基金累计17支，规模逾145亿元，撬动社会资本超140亿元。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，管理基金共计3支，管理规模37.3亿元。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；融资租赁业务由子公司江苏宝涵租赁有限公司（以下简称“宝涵租赁”）负责，截至2021年9月末已累计投放融资租赁款36.91亿元，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2020年租赁收入（含物业出租和融资租赁）同比增长19.29%至2.24亿元。

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。

公司承担一定的政府公益及准公益项目建设，其中代建项目和道路项目建设可持续性一般，准公益性项目建设的资金来源主要来自财政

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，2020年创业开发公司股权已转让，沿沪产业项目相应转出。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。

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。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9月末，工研院项目可出租面积121,976.02平方米，已出租面积98,567.95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18,545.05平方米，2020年实现租金收入2,652万元，2021年1-9月实现租金收入979.24万元。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9月末已投资3.61亿元，资金来源为财政拨款，待竣工决算后将移交政府。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9月末已投资1.13亿元。总体来看，公司代建项目建设、道路项目建设可持续性一般，准公益性项目建设的资金来源主要来自财政拨款，资金压力不大。

此外，根据公司2021年10月13日关于无偿划转子公司的公告，昆山市国资办将收回公司原100%持股的昆山周庄太师淀旅游风景区发展有限公司（以下简称“太师淀”）。截至2020年末，太师淀的主营业务为物业管理服务等，净资产、主营业务收入和净利润分别占当期公司总额的1.55%、0.21%和-8.44%，中证鹏元认为此次股权划转对公司生产经营及偿债能力不会产生重大不利影响。

公司获得较大力度的外部支持

为支持公司业务地开展，昆山市政府在财政补贴方面给予公司较大支持，2020年公司获得财政授权资产及资金2.08亿元；2018-2020年公司获得政府补助1.35亿元、1.31亿元、1.50亿元，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

以下分析基于中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2018-2020年审计报告以及未经审计的2021年1-9月财务报表。报表采用新会计准则编制。2018-2020年公司合并范围一级子公司变动情况如下表所示。截至2020年底，公司一级子公司有20家。

表10 近年公司合并报表范围内一级子公司变动情况

| 项目 | | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|-------------|-----|-------|-------|-------|
| 合并范围一级子公司数量 | 增加数 | 3 | 2 | 0 |
| | 减少数 | 2 | 1 | 0 |
| | 总数 | 20 | 19 | 18 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产流动性

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，2020年及2021年9月末，公司非流动资产占比均超过50%。

公司货币资金规模较大，其中2021年9月末的受限货币资金为677.91万元，主要为按揭贷款保证金。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；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2020年末，公司应收国信典当的余额为4.62亿元，账龄较长，已计提部分坏账准备，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较大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工程施工等，近年规模有所下滑。2020年末公司开发成本73.07亿元，占存货的比重为88.46%；开发成本含授权经营土地成本63.73亿元，公司授权经营土地性质主要为商住性质，未缴纳土地出让金；2020年存货规模较上年下降20.20%，主要系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。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年9月 | | 2020年 | | 2019年 | | 2018年 | |
|-------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 69.82 | 18.11% | 59.43 | 16.23% | 62.39 | 16.16% | 58.11 | 15.40% |
| 其他应收款 | 31.11 | 8.07% | 24.56 | 6.71% | 26.85 | 6.96% | 34.58 | 9.17% |
| 存货 | 78.12 | 20.26% | 82.60 | 22.55% | 103.51 | 26.82% | 111.43 | 29.54% |

| | | | | | | | | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 流动资产合计 | 191.83 | 49.75% | 182.28 | 49.77% | 203.59 | 52.75% | 210.50 | 55.80% |
| 发放贷款及垫款 | 3.33 | 0.86% | 2.37 | 0.65% | 1.15 | 0.30% | 0.97 | 0.26% |
| 可供出售金融资产 | 0.00 | 0.00% | 36.51 | 9.97% | 33.22 | 8.61% | 25.26 | 6.70% |
| 其他权益工具投资 | 34.77 | 9.02% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 长期应收款 | 25.06 | 6.50% | 22.24 | 6.07% | 21.16 | 5.48% | 2.65 | 0.70% |
| 长期股权投资 | 9.54 | 2.47% | 9.64 | 2.63% | 13.61 | 3.53% | 14.28 | 3.78% |
| 投资性房地产 | 14.89 | 3.86% | 14.76 | 4.03% | 11.92 | 3.09% | 13.05 | 3.46% |
| 固定资产 | 41.74 | 10.82% | 48.76 | 13.31% | 51.37 | 13.31% | 64.31 | 17.05% |
| 在建工程 | 39.85 | 10.33% | 33.88 | 9.25% | 30.58 | 7.92% | 25.92 | 6.87% |
| 非流动资产合计 | 193.79 | 50.25% | 183.98 | 50.23% | 182.39 | 47.25% | 166.72 | 44.20% |
| 资产总计 | 385.62 | 100.00% | 366.26 | 100.00% | 385.98 | 100.00% | 377.22 | 100.00% |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

非流动资产方面，发放贷款及垫款主要为子公司科技小贷发放的个人和中小企业贷款，截至 2021 年 9 月末账面余额 5.94 亿元，其中可疑类和损失类贷款占比分别为 1.63%和 42.85%，存在较大的回收风险，公司已计提减值准备 2.60 亿元。

2020 年末公司可供出售金融资产包括按公允价值计量和按成本计量的可供出售金融资产，其中按公允价值计量的可供出售金融资产余额 15.24 亿元，被投资单位主要为江苏四环生物股份有限公司、东吴证券股份有限公司等 5 家上市公司；按成本计量的可供出售金融资产余额 22.83 亿元，被投资单位主要包括昆山创威新能源产业投资基金合伙企业（有限合伙）、江苏农村商业银行股份有限公司、上海长三角产业升级股权投资合伙企业（有限合伙）等。公司 2020 年长期股权投资实现投资收益 0.71 亿元，已累计计提减值准备 1.57 亿元；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。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。固定资产主要为房屋建筑物、管网以及机器设备等，2020 年规模下降系公司将子公司污水管网部分资产调整至持有待售的资产。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，公司存货和其他应收款占比较高，截至 2021 年 9 月末，公司受限货币资金 677.91 万元，用于抵押的土地使用权账面价值 0.16 亿元，且公司以昆山市自来水水费收费权质押借款 1.90 亿元，整体资产流动性一般。

短期偿债能力

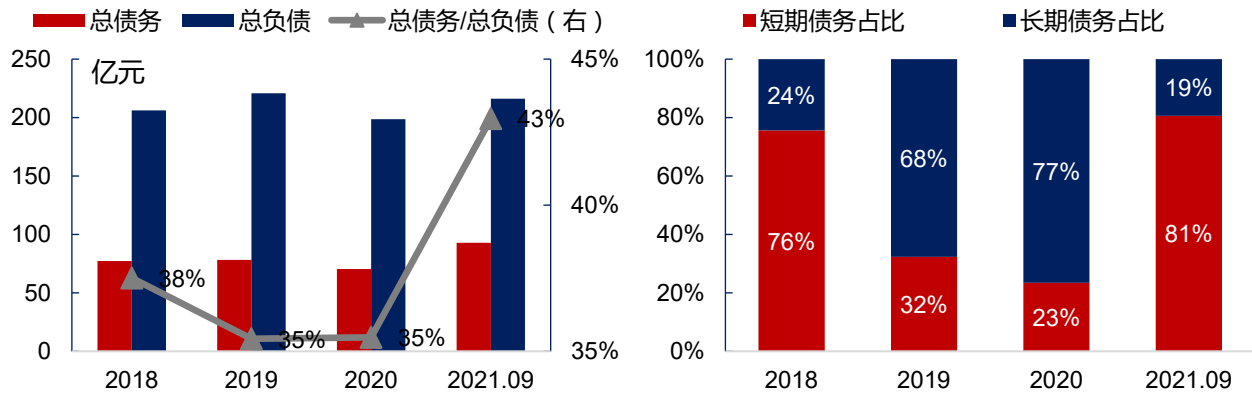
公司总债务规模较大，面临一定的短期偿债压力

近年公司资产负债率相对稳定，总债务规模相对较大，同时长短期债务结构变化较大。2021 年 9 月末短期债务占比快速提升至 81%，主要系 19 创控 01、19 昆山创业 MTN001 和 19 昆山创业 MTN002 转入一年内到期的长期债券，且 2021 年 7 月发行合计 20 亿元的 21 昆山创业 SCP001 和 21 昆山创业 SCP002 所致，因

此现金短期债务比快速下降，公司面临一定的短期偿债压力。

图1 公司债务占负债比重

图2 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

表12 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2021年9月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 56.04% | 54.21% | 57.21% | 54.64% |
| 现金短期债务比 | 0.93 | 3.60 | 2.47 | 0.99 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 3.92 | 3.45 | 3.71 |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 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2018年1月1日至报告查询日（2022年1月20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

公司及子公司因四环生物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江苏四环生物股份有限公司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9月末，公司子公司创业担保公司因代被担保企业偿还企业借款的未决诉讼事件共23件，标的金额2.84亿元，已收回金额0.77亿，预计尚可收回金额为0.92亿元。公司账面应收代偿款2.07亿元，

已计提担保赔偿准备1.16亿元。

2、对外担保

截至2021年9月末，公司对外担保余额合计82,700.00万元，占当期末所有者权益比重的4.88%，被担保企业均为昆山市当地国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表13 截至 2021 年 9 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 |
|--------------|------------------|------------|--------|
| 昆山北部新城集团有限公司 | 63,000.00 | 2024/12/9 | 否 |
| 昆山市水务集团有限公司 | 19,700.00 | 2028/12/20 | 否 |
| 合计 | 82,700.00 | -- | -- |

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

昆山市位居全国县域经济综合竞争力百强第一名，整体经济实力雄厚，高新技术等新兴产业对经济增长贡献较大，为公司发展提供了良好基础。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，其中燃气和水务业务具有区域垄断性，能够为公司提供稳定的收入和现金流。同时，公司近年在财政补贴方面得到了昆山市政府较大力度的支持，一定程度提升了公司的利润水平。此外，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，面临一定的偿债压力且存在一定的或有负债风险。

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2018-2020年及2021年1-9月实现销售商品、提供劳务收到的现金42.75亿元、43.71亿元、39.16亿元和31.34亿元，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已用于抵押融资，且土

地的变现价值易受当地房地产市场波动的影响，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A-1。

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。

本评级机构将在本期短期融资券正式发行后6个月内披露定期跟踪评级报告。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。

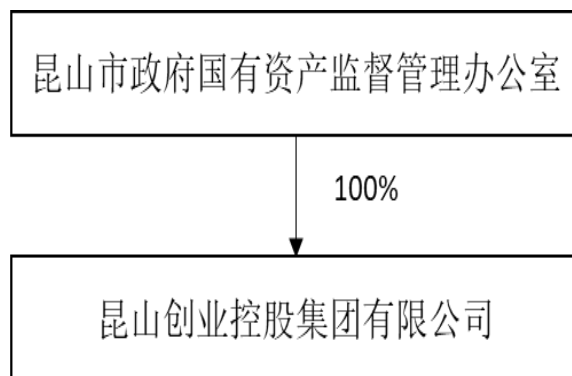
本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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） | 2021年9月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 69.82 | 59.43 | 62.39 | 58.11 |
| 存货 | 78.12 | 82.60 | 103.51 | 111.43 |
| 流动资产合计 | 191.83 | 182.28 | 203.59 | 210.50 |
| 固定资产 | 41.74 | 48.76 | 51.37 | 64.31 |
| 在建工程 | 39.85 | 33.88 | 30.58 | 25.92 |
| 非流动资产合计 | 193.79 | 183.98 | 182.39 | 166.72 |
| 资产总计 | 385.62 | 366.26 | 385.98 | 377.22 |
| 短期借款 | 8.56 | 1.95 | 4.85 | 42.65 |
| 其他应付款 | 82.57 | 80.34 | 88.75 | 86.89 |
| 一年内到期的非流动负债 | 38.33 | 1.55 | 11.00 | 7.98 |
| 流动负债合计 | 177.40 | 124.85 | 139.22 | 161.89 |
| 长期借款 | 18.02 | 18.94 | 18.01 | 14.90 |
| 应付债券 | 0.00 | 34.96 | 34.94 | 3.59 |
| 长期应付款 | 0.50 | 0.50 | 11.91 | 10.44 |
| 非流动负债合计 | 38.71 | 73.69 | 81.58 | 44.24 |
| 负债合计 | 216.11 | 198.53 | 220.80 | 206.13 |
| 总债务 | 92.85 | 70.43 | 78.23 | 77.31 |
| 营业收入 | 41.61 | 33.66 | 34.58 | 32.21 |
| 所有者权益 | 169.51 | 167.72 | 165.18 | 171.09 |
| 营业利润 | 6.48 | 4.04 | 3.04 | 3.20 |
| 其他收益 | 0.62 | 1.49 | 1.15 | 1.34 |
| 利润总额 | 6.47 | 3.53 | 3.14 | 3.20 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 5.65 | 16.08 | 31.80 | 10.05 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -17.47 | -7.47 | -22.78 | -2.60 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 22.20 | -11.58 | -3.69 | 1.87 |
| 财务指标 | 2021年9月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
| 销售毛利率 | 36.67% | 31.52% | 32.59% | 30.50% |
| 收现比 | 75.33% | 116.35% | 126.40% | 132.73% |
| 资产负债率 | 56.04% | 54.21% | 57.21% | 54.64% |
| 现金短期债务比 | 0.93 | 3.60 | 2.47 | 0.99 |
| EBITDA（亿元） | -- | 11.23 | 11.33 | 10.44 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 3.92 | 3.45 | 3.71 |

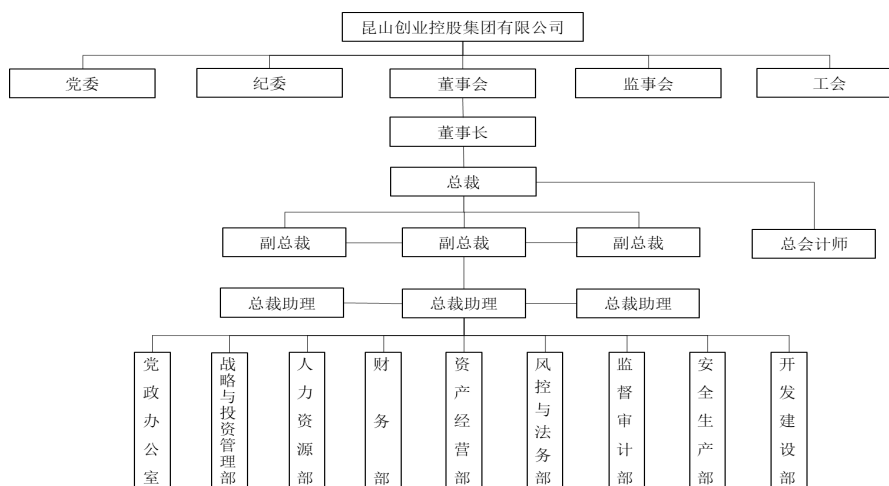
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 9 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 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司（单位：万元）

| 序号 | 子公司名称 | 注册资本 | 业务性质 | 持股比例(%) | |
|----|-----------------------|------------|----------------------|---------|--------|
| | | | | 直接 | 间接 |
| 1 | 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 | - |
| 2 | 昆山市能源建设开发有限公司 | 59,860.97 | 从事电力及天然气开发利用 | 100.00 | - |
| 3 | 昆山华润城市燃气有限公司 | 14,800.00 | 燃气供应及配套服务 | 50.10 | - |
| 4 | 昆山市创业投资有限公司 | 34,072.25 | 投资 | 100.00 | - |
| 5 | 昆山阳澄湖科技园有限公司 | 98,388.82 | 房地产开发 | 100.00 | - |
| 6 | 昆山周庄太师淀旅游风景区发展有限公司 | 14,380.00 | 房地产开发、销售；物业管理服务、培训教育 | 100.00 | - |
| 7 | 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 | - |
| 8 | 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 |
| 9 | 昆山市创业融资担保有限公司 | 100,000.00 | 担保 | 98.00 | 2.00 |
| 10 | 昆山市国科创业投资有限公司 | 72,500.00 | 投资 | 98.76 | 1.34 |
| 11 | 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 |
| 12 | 昆山市创融典当有限公司 | 5,000.00 | 典当业务 | 70.00 | 30.00 |
| 13 | 江苏宝涵租赁有限公司 | 35,000.00 | 融资租赁 | 100.00 | - |
| 14 | 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 | - |
| 15 | 昆山招商集团有限公司 | 13,000.00 | 招商服务 | 100.00 | - |
| 16 | 昆山市玉城物业管理有限公司 | 739.85 | 物业管理 | 64.65 | 17.675 |
| 17 | 昆山市农业融资担保有限公司 | 10,000.00 | 融资性担保业务 | 80.00 | - |
| 18 | 昆山利通燃气有限公司 | 10,000.00 | 天然气生产销售 | 51.00 | - |
| 19 | 昆山铨工场投资管理有限公司 | 5,000.00 | 投资与资产管理 | 100.00 | - |
| 20 | 昆山市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙） | 200,000.00 | 投资管理 | 99.90 | 0.10 |

资料来源：公司 2020 年审计报告，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 | $\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$ |
| 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、短期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高 |
| D | 不能按期还本付息 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

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。 |