



昆山创业控股集团有限公司2022年度第一 期中期票据2023年跟踪评级报告

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年度第一期中期票据2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
22 昆山创业 MTN001	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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，昆山创业控股集团有限公司（以下简称“昆山创控”或“公司”）燃气和水务业务具有区域垄断性，经营获现能力稳健，且继续在资本注入和财政补贴方面获得一定力度的外部支持；同时中证鹏元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；公司总债务规模扩大，杠杆水平进一步提升，部分应收款存在回收风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，燃气和水务业务仍将具有区域垄断性，且将持续获得一定力度的外部支持。

评级日期

2023年6月27日

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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	492.02	442.40	381.58	366.26
所有者权益	176.92	176.24	172.20	167.72
总债务	172.03	150.96	86.68	70.43
资产负债率	64.04%	60.16%	54.87%	54.21%
现金短期债务比	1.24	0.99	0.79	3.59
营业收入	11.49	45.75	51.80	33.66
其他收益	0.19	4.40	0.92	1.49
利润总额	0.44	3.17	5.63	3.53
销售毛利率	14.35%	20.64%	39.38%	31.52%
EBITDA	--	15.74	13.47	11.23
EBITDA 利息保障倍数	--	4.13	4.53	3.92
经营活动现金流净额	3.17	9.69	11.68	16.08

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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，产业聚集度较高，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，2022年实现一般公共预算收入430.18亿元，税收占比超85%，财政自给能力强。
- **公司燃气和水务业务具有区域垄断性，经营获现能力继续保持稳健。**公司是昆山市重要的国有资产投资与运营主体，主要业务涵盖燃气、水务、地产和类金融板块，业务来源多元化；燃气与水务板块具有区域垄断性，经营获现能力稳健，且昆山市水务集团（以下简称“水务集团”）100.00%股权授权至公司已于2022年12月完成工商变更手续，公司水务板块稳定性得到进一步稳固。
- **公司继续获得一定力度的外部支持。**2022年公司在财政补贴和资本注入方面继续得到昆山市政府一定力度的外部支持，昆山市国资办授权资金8.01亿元增加公司当期资本公积，且公司获得政府补助4.40亿元计入其他收益，资本实力和利润水平得到有效提升。

关注

- **公司类金融业务仍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2023年3月末，子公司创业融资担保有限公司（以下简称“创业融资担保”）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76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2023年3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及借款，存在一定的资金占用，其中对昆山市国信鉴定评估有限公司（以下简称“国信鉴评”）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。
- **公司总债务规模扩大，杠杆水平进一步提升。**在新增预付股权款和类金融业务投资规模增长的影响下，截至2023年3月末，公司总债务规模扩大至172.03亿元，资产负债率提升至64.04%，未来需关注公司的杠杆控制情况。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
昆山交发	昆山市交通基础设施的建设主体	448.96	198.58	32.83
昆山城投	昆山市城市基础设施的建设主体	513.70	160.08	22.78
昆山创控	昆山市重要的国有资产投资与运营主体	442.40	176.24	45.75
昆山文商旅	昆山市重要的国有资产保值增值平台	214.23	46.11	11.82

注：（1）昆山交发为昆山交通发展控股集团有限公司的简称、昆山城投为昆山城市建设投资发展集团有限公司的简称；昆山文商旅为昆山文商旅集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年（末）数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	6/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	7/7		财务状况	6/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，昆山市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与昆山市人民政府的联系非常紧密以及对昆山市人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为昆山市人民政府提供支持的能力极其强，主要体现在极其强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/“22 创控 K1”	2022-10-26	何馨逸、张旻燊	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AAA/稳定	AAA/“19 创控 01”	2019-4-10	秦凤明、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

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 昆山创业 MTN001	10.00	10.00	2022-8-4	2025-9-23

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年9月23日发行3年期10亿元中期票据，募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还到期债务。截至2023年4月30日，“22昆山创业MTN001”募集资金专项账户余额合计为33,653.54元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司控股股东和实际控制人未发生变动，仍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”），持股比例100.00%。截至2023年3月末公司注册资本和实收资本为178,551.14万元。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。2022年公司合并范围新增2家子公司，减少4家子公司，其中昆山市阳澄湖科技园有限公司不再纳入合并报表范围预计对公司项目建设业务持续性造成一定影响。截至2022年末，公司合并范围一级子公司共19家（详见附录四）。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
昆山市水务集团有限公司	100.00%	120,863.61	同一控制下企业合并
昆山铤工场北部湾科创园有限公司	100.00%	23,700.00	新设

2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	不再纳入的原因
昆山市阳澄湖科技园有限公司	98,388.82	无偿划转
苏州创耀资产管理有限公司	10,000.00	转让
昆山市农业融资担保有限公司	30,000.00	转让
昆山市农村产权交易中心有限公司	500.00	转让

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力

持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债

务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

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，区位优势显著。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，区位优势显著。昆山市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。2021年末，昆山市常住人口为211.18万人。

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。2022 年昆山市实现地区生产总值 5,006.70 亿元，按可比价计算同比增长 1.8%，其中第一产业增加值 30.99 亿元，同比增长 2.2%，第二产业增加值 2,614.42 亿元，同比增长 1.7%，第三产业增加值 2,361.25 亿元，同比增长 1.9%。按 2021 年末常住人口数计算，2022 年昆山市人均地区生产总值 23.71 万元，系全国人均地区生产总值的 2.77 倍。

工业经济方面，2022 年昆山市完成规上工业总产值 10,810.98 亿元，同比增长 4.1%，其中高新技术产业产值 4,854.56 亿元，占规上工业总产值比重为 44.9%，战略性新兴产业产值 6,189.38 亿元，占规上工业总产值比重 57.3%。固定资产投资方面，2022 年昆山市完成固定资产投资 786.32 亿元，同比增长 5.2%，其中完成新兴产业投资 244.70 亿元，同比增长 7.4%；高新技术产业投资 152.38 亿元，同比增长 10.4%，对高新技术和新兴产业发展形成有力支撑。社会消费方面，2022 年昆山市实现社会消费品零售总额 1,638.11 亿元，同比增长 0.8%。进出口方面，2022 年昆山市完成进出口总额 1,033.09 亿美元，同比下降 3.1%，进出口总额在苏州各区市中位居第一。实际使用外资 17.32 亿美元，同比增长 252.4%，创近十年新高，对外开放水平不断提升。

表2 2022 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	5,006.70	1.8%	23.71	430.18	194.56
张家港市	3,302.39	1.3%	22.87	219.07	144.36
常熟市	2,773.97	2.0%	16.42	220.00	115.27
吴江区	2,331.97	2.3%	14.89	226.06	91.16
虎丘区	1,766.17	3.0%	21.22	182.06	177.66
太仓市	1,653.57	2.2%	19.60	177.80	129.04

吴中区	1,590.17	1.8%	11.30	210.39	117.32
相城区	1,105.32	2.1%	12.27	145.68	184.37
姑苏区	912.50	1.1%	9.87	61.84	0.00

注：张家港市、常熟市、太仓市、相城区人均 GDP 按照 2022 年末该地区常住人口数据计算所得；其他各区县人均 GDP 为按照苏州市第七次人口普查数据中常住人口计算数据计算所得。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告和政府工作报告等，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表3 昆山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,006.70	1.8%	4,748.06	7.8%	4,276.76	4.0%
固定资产投资	786.32	5.2%	747.50	0.6%	743.05	3.3%
社会消费品零售总额	1,638.11	0.8%	1,625.68	16.3%	1,398.08	0.5%
进出口总额（亿美元）	1,033.09	-3.1%	1,066.10	22.8%	868.40	5.0%
人均 GDP（万元）		23.71		22.69		20.44
人均 GDP/全国人均 GDP		2.77		2.80		2.82

注：2020-2021 年人均 GDP 按第七次人口普查常住人口数计算，2022 年 GDP 按 2021 年末常住人口计算

资料来源：2020-2022 年昆山市国民经济和社会发展统计公报，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，2022 年末拥有 1 个千亿级产业集群（计算机、通信及其他电子设备制造业）和 12 个百亿级产业集群，拥有大型工业企业 113 家、中型工业企业 303 家，产值超亿元企业 1,083 家，其中十亿元以上企业 138 家、百亿元以上企业 13 家。全年生产计算机整机 2,604.14 万台、手机 4,989.46 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，财政自给能力较强，整体债务压力不大。2022 年昆山市实现一般公共预算收入 430.18 亿元，其中税收收入 371.64 亿元，占比 86.39%，财政收入质量仍保持较好水平；财政自给率 108.49%，较 2021 年有所下降，但财政自给能力仍然较强。考虑到昆山市产业基础较好，预计未来税收持续性有较好支撑。受土地市场景气度下滑影响，2022 年昆山市实现政府性基金收入 194.56 亿元，其中国有土地使用权出让收入 174.17 亿元。2022 年末昆山市地方政府债务余额为 256.56 亿元，较 2021 年显性债务明显扩张，但整体债务压力仍然不大。

表4 昆山市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	430.18	466.88	428.00
税收收入占比	86.39%	88.13%	87.16%
财政自给率	108.49%	116.98%	117.05%
政府性基金收入	194.56	254.26	196.83
地方政府债务余额	256.56	221.07	212.63

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：截至 2022 年末，昆山市主要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”）、昆山创业控股集团有限公司（以下简称“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（以下简称给“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，但各平台职能分工明确。

表5 昆山市主要投融资平台（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	198.58	55.77%	32.83	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	160.08	68.84%	22.78	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	96.00	56.21%	12.03	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	176.24	60.16%	45.75	86.68	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	196.16	56.66%	9.79	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	46.11	78.48%	11.82	91.84	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	329.29	66.46%	52.83	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：总债务数据为 2021 年末数据，其余经营数据为 2022 年（末）

资料来源：Wind，公开评级报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是昆山市重要的国有资产投资与运营主体，主要业务涵盖燃气、水务、地产和类金融板块，业务来源多元化；燃气与水务板块具有区域垄断性，经营获现能力稳健，未来需关注公司工业地产项目的收益平衡能力以及类金融板块的风险控制情况

公司是昆山市重要的国有资产投资与运营主体，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具有区域垄断性，2022年均呈稳健增长态势，经营获现能力稳健；类金融板块包括担保、小贷、租赁等业务，2022年收入规模亦有所增长；房产销售收入未结算，系整体营业收入下滑的主要原因。毛利率方面，公司各业务毛利率存在一定的波动，2022年销售毛利率降幅较大主要系高毛利率的地产项目2021年已结算完成，2022年不再确认相关收入。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
天然气销售	5.55	48.26%	8.78%	19.81	43.30%	15.82%	17.24	33.28%	20.15%
安装费	0.58	5.04%	34.94%	1.62	3.54%	47.10%	2.30	4.44%	64.73%

液化气充装、销售	0.05	0.41%	37.40%	0.25	0.56%	33.50%	0.46	0.89%	24.92%
管输费	0.00	0.00%	100.00%	0.08	0.18%	100.00%	0.06	0.12%	100.00%
自来水销售	1.33	11.59%	4.35%	5.75	12.57%	5.38%	6.02	11.62%	37.57%
工程结算	1.51	13.12%	20.23%	7.82	17.09%	26.86%	6.52	12.59%	19.92%
污水处理	0.58	5.05%	-66.42%	2.66	5.80%	-65.60%	0.80	1.54%	-8.80%
房产销售	--	--	--	--	--	--	13.41	25.89%	61.71%
租赁	0.71	6.17%	63.54%	2.83	6.19%	75.87%	2.62	5.06%	66.07%
物业管理	0.01	0.06%	100.00%	0.22	0.47%	19.66%	0.24	0.46%	23.26%
利息收入	0.23	1.99%	100.00%	1.02	2.23%	99.94%	0.92	1.78%	99.99%
担保	0.07	0.62%	85.09%	0.19	0.41%	91.69%	0.17	0.33%	77.15%
水电费	--	--	--	--	--	--	0.03	0.06%	34.71%
材料	--	--	--	--	--	--	0.03	0.06%	30.90%
酒店	--	--	--	0.03	0.07%	-6.93%	0.16	0.31%	44.70%
二次增压维护管理费	--	--	--	0.53	1.17%	75.55%	0.18	0.35%	72.21%
固废焚烧收入	0.09	0.80%	-30.81%	0.59	1.29%	3.98%	--	--	--
垃圾处理费	0.10	0.87%	39.88%	0.38	0.83%	48.04%	--	--	--
各类服务费	0.42	3.66%	58.97%	1.16	2.53%	76.15%	0.48	0.93%	84.58%
其他	0.27	2.34%	-15.44%	0.81	1.78%	-19.17%	0.16	0.31%	17.63%
合计	11.49	100.00%	14.35%	45.75	100.00%	20.64%	51.80	100.00%	39.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）燃气板块

燃气板块是公司的核心业务，在昆山市具有区域垄断优势，仍为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，公司天然气供气业务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。2022年未发生价格变化。

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。利通燃气和昆山华润燃气2022年销售收入均有所增长，但利润规模有所下滑，主要系进口气成本较2021年上升所致。

表7 近年利通燃气运营情况

利通燃气	2023年 1-3月	2022年	2021年
收入（亿元）	4.42	17.14	16.21
利润（亿元）	0.20	1.30	1.61
天然气供应量（亿立方米）	1.17	4.69	4.98
天然气销售量（亿立方米）	1.17	4.69	4.98
中低压管道（公里）	2,723.00	2,525.27	2,525.27
用户总数（万户）	52.73	52.46	51.20

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8 近年昆山华润燃气运营情况

昆山华润燃气	2023年 1-3月	2022年	2021年
收入（亿元）	1.53	5.71	4.74
利润（亿元）	-0.27	0.62	0.69
天然气供应量（亿立方米）	0.47	1.28	1.27
天然气销售量（亿立方米）	0.43	1.26	1.25
中低压管道（公里）	1,382	1,381	1,341
用户总数（万户）	24.77	24.67	23.60

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，仍为公司最主要和稳定的收入和现金流来源。

（二）水务板块

水务板块业务整体运营较为稳定，仍为公司营业收入的稳定来源之一；水务集团100%股权正式划转至公司，水务板块稳定性得到进一步稳固，且对公司污水处理形成增量贡献

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”）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，2022年居民供水、行政事业用水和商业供水等用户量略有上升，工业供水用户量略有下滑。销售价格方面，2022年和2023年1-3月公司水价仍保持稳定。在水费收缴方面，除公司16个营业点可收费外，自来水集团还与市内工、农、中、建、交等7家银行签订委托收款协议，并且与工、农、建、农四家银行签订网上银行代缴协议，水费回收率保持在98%以上。

表9 公司供水业务情况

项目名称	2023年1-3月	2022年	2021年
日供水能力（万立方米）	150	150	150
供水总量（亿吨）	0.72	3.24	3.39
售水总量（亿吨）	0.66	2.89	2.98
管网漏损率（%）	8.32	10.60	11.65
自来水销售收入（万元）	13,322.32	57,487.92	60,199.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 公司自来水用户量及水价（户、元/立方米）

项目名称	2023年1-3月		2022年		2021年	
	用户量	水价	用户量	水价	用户量	水价
居民供水	367,047	2.91	365,572	2.91	362,738	2.91
工业供水	6,327	4.11	6,291	4.11	7,003	4.11
行政事业供水	7,056	3.16	6,992	3.16	6,887	3.16
商业供水	27,805	4.11	27,681	4.11	27,091	4.11
特种供水	1,050	5.86	1,026	5.86	845	5.86
乡镇供水	122	1.42	120	1.42	131	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2022年实现收入7.82亿元，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一定的财政贴息用于补偿公司供水工程建设的借款利息，2022年公司获得财政贴息0.22亿元。

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》，昆山市国资办拟将水务集团100.00%股权授权至公司，2022年12月已完成工商变更手续。2023年4月，公司持有自来水集团42.70%股权划转至水务集团，通过水务集团间接持有自来水集团合计83.16%股权。中证鹏元认为自来水集团对公司收入和现金流贡献较大，此次资产划转完成避免了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，进一步巩固了公司水务板块的稳定性。

（三）商业地产板块

2022年公司未确认地产销售收入且未有新增储备用地，财富广场项目转为自用及出租，地产销售收入短期内暂无持续性；主要在建项目系工业地产项目，存在一定的资金缺口，未来需关注项目收益平衡情况

公司地产板块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”）和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，已完工项目为人才专墅和财富广场。人才专墅项目由科技园公司负责开发建设，截至2020年末已基本销售完毕，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，占地面积60余亩，项目总投资13.04亿元，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。

总体而言，随着科技园公司的划出以及财富广场项目不再对外出售，公司地产销售收入短期内暂无持续性。

表11 截至2022年12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	6,278.02	6,278.02	0.00	0.81
合计	-	-	542,295.29	214,441.69	214,441.69	-	29.05

注：财富广场项目原可供出售总面积为 47,625.64 平方米，已售面积为 6,278.02 平方米，2021 年度已将可售面积 40,410.70 平方米办理为自有产证，另有 936.92 平方米为物业用房

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，截至2023年3月末目前主要在建项目预计总投资19.50亿元，已投资金额6.13亿元，存在一定的资金缺口，未来拟通过出租及投资科创企业实现资金平衡，需关注项目收益平衡情况。

表12 截至 2023 年 3 月末公司在建工业地产项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	已投资金额	尚需投资
铌工场（周市）科创产业园	7.30	3.65	3.65
铌工场（千灯）数字经济产业园	4.50	1.28	3.22
铌工厂（淀山湖）新一代信息技术科创园	7.70	1.20	6.50
合计	19.50	6.13	13.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）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融资担保、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”）、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

创业融资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。2022年公司担保业务收入继续增长，新增担保金额12.38亿元，收入为0.25亿元。截至2023年3月末，创业融资担保累计完成担保业务4,075笔，累计金额233.59亿元；在保企业228家，在保余额12.13亿元，担保期限大都在12个月内；截至2023年3月末，创业融资担保累计代偿金额为7.00亿元，已收回5.40亿元，预计尚可收回金额为1.59亿元，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%。2022年信用再担保新增再担保业务9.40亿元；截至2023年3月末，信用再担保公司在保余额8.39亿元，在保责任额1.68亿元，2022年部分发生担保代偿情况。

（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，2022年小贷业务平均年利率为9.78%。截至2022年末，公司小贷业务的损失类贷款规模为2.54亿元，占期末贷款余额比例较高，已全额计提减值。截至2022年末，公司小额贷款前十大客户合计占期末贷款余额的29.36%，均为资质较弱的中小企业。整体来看，公司小贷业务风险较大，面临较大的回收风险。

表13 截至 2022 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	25,955.17	0.00	25,955.17

关注类贷款	375.00	7.50	367.50
次级类贷款	550.00	137.50	412.50
可疑类贷款	1,580.00	790.00	790.00
损失类贷款	25,364.25	25,364.25	0.00
合计	53,824.42	26,299.25	27,525.17

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表14 截至 2022 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	1,500.00	3.03%
昆山蜂巢电子有限公司	1,500.00	3.03%
泰兴市金燕仓储有限公司	1,500.00	3.03%
泰兴市滨江新农村建设发展有限公司	1,500.00	3.03%
苏州思成企业管理有限公司	1,500.00	3.03%
苏州青嵩能源科技有限公司	1,450.00	2.93%
淮安市淮阴港口集团有限公司	1,400.00	2.82%
淮安市淮阴自来水有限公司	1,400.00	2.82%
江苏洪泽湖国际大酒店有限公司	1,400.00	2.82%
淮安市洪泽区园林绿化有限责任公司	1,400.00	2.82%
合计	14,550.00	29.36%

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，截至2022年末，已累计投资50个项目，投资总额9.29亿元，已有9个项目成功退出，累计实现收益0.65亿元；公司参与设立基金累计13支，规模共计255亿元；管理基金3支，管理规模215亿元。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、科博中心、创业大厦等项目，2022年实现物业租赁收入1.15亿元；融资租赁业务由子公司宝涵租赁负责，截至2023年

3月末，已累计投放融资租赁款69.16亿元，无逾期情况发生。随着融资租赁投放规模的增加，公司2022年租赁收入（含物业出租和融资租赁）同比增长至2.83亿元。

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。

（五）项目建设板块

公司本部在建项目杜克大学已基本完工，科技园公司划出后公司项目建设业务持续性面临较大的不确定性

公司项目建设板块原由公司本部和科技园公司负责，其中公司本部主要负责杜克大学项目建设，科技园公司主要负责工研院、阳澄湖中小学等项目的建设与管理。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2022年末，工研院项目可出租面积121,976.02平方米，已出租面积97,416.98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16,394.08平方米，2022年实现租金收入2,588.19万元。截至2023年3月末，公司本部有在建项目杜克大学，建筑面积154,138.44平方米，计划总投资20.00亿元，已基本完工，后续预计进行出租。

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）无偿划转至昆山高新集团有限公司，2022年12月完成工商变更，公司持有科技园公司49.99%股权，不再纳入公司合并范围，公司后续项目建设业务持续性面临较大的不确定性。

公司继续获得一定力度的外部支持

为支持公司业务的发展，昆山市人民政府继续在资本注入和财政补贴方面给予公司一定力度的支持。2022年昆山市国资办授权资金8.01亿元增加当期资本公积，增厚公司资本实力；公司获得政府补助4.40亿元计入其他收益，包括长江饮水工程、水务板块、光电产业园厂房等项目补助以及财政普惠金融补助等，提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于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2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围新增2家子公司，减少4家子公司，其中水务集团的股权划转不具有商业实质，公司视作权益性交易作同一控

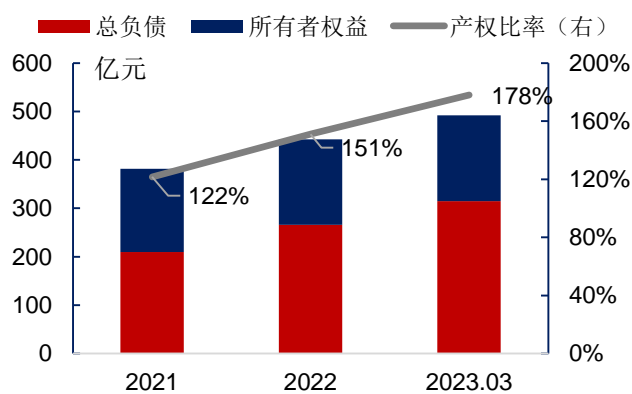
制企业合并处理。

资本实力与资产质量

在昆山市国资办的支持下，公司2022年资本实力有所提升；公司存量资产以其他应收款、存货和类金融资产构成，整体流动性一般，其中对国信鉴评的应收款账龄较长，已计提一定比例的坏账准备，需关注潜在回收风险

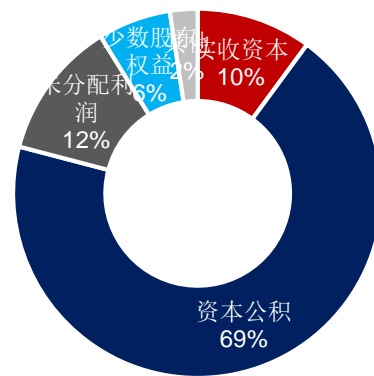
在昆山市国资办授权资金增加资本公积等支持下，2022年公司所有者权益有所增长，2023年3月末公司所有者权益以实收资本、资本公积、未分配利润等构成。随着工业地产项目持续投入以及类金融板块规模的扩张，公司总负债规模继续增长，产权比率持续上升。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司资产规模保持增长，资产构成以其他应收款、存货和类金融业务资产等构成。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，2022年末公司应收国信鉴评的余额为4.34亿元，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占用且回收时间具有不确定性。公司存货主要包括开发成本和合同履约成本等，2022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11.87亿元，系管道工程投入成本。

类金融业务资产包括发放贷款及垫款、债权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产、长期应收款、长期股权投资等，2022年末合计占比超 25%；发放贷款及垫款主要为子公司科技小贷发放贷款，2022年末贷款账面余额 5.38 亿元，损失类贷款占比较高，已累计计提减值准备 2.63 亿元；债权投资主要为委托银行贷款；2021年起公司将可供出售金融资产转入其他权益工具投资和其他非流动金融资产科目核算，被投资单位主要为东吴证券股份有限公司等公司。长期应收款系融资租赁款，2022年末余额中 11.69 亿元为银行借款提供质押，6.60 亿元为宝涵 1 期资产支持计划提供质押资产；2022 年公司长期股权投资权益法核算下确认的投资收益 1.53 亿元，累计计提减值准备 0.72 亿元。

其他资产方面，公司货币资金规模较大；在建工程主要包括杜克大学、天然气管网工程及在建的工业地产项目；其他非流动资产增幅较大，主要系新增预付股权款¹。受限资产方面，2022年末公司受限资产规模为20.92亿元，包括1.36亿元货币资金（主要为定期存款和保证金）、0.11亿元应收账款（水费质押借款）、0.50亿元其他流动资产（担保公司存出保证金）、18.28亿元长期应收款（借款质押）、0.33亿元固定资产（借款质押）、0.33亿元无形资产（借款质押），且公司分别以昆山市自来水水费收费权和排污许可证质押借款0.40亿元和0.10亿元。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57.25	11.64%	47.08	10.64%	57.83	15.16%
其他应收款	25.20	5.12%	31.19	7.05%	29.77	7.80%
存货	77.93	15.84%	77.03	17.41%	73.25	19.20%
流动资产合计	175.27	35.62%	168.96	38.19%	170.46	44.67%
固定资产	72.71	14.78%	74.05	16.74%	46.73	12.25%
在建工程	42.09	8.55%	37.45	8.47%	34.87	9.14%
发放贷款及垫款	2.23	0.45%	2.76	0.62%	2.37	0.65%
债权投资	17.26	3.51%	15.28	3.45%	12.23	3.21%
其他权益工具投资	24.62	5.00%	24.67	5.58%	29.77	7.80%
其他非流动金融资产	9.35	1.90%	9.14	2.07%	10.68	2.80%
长期应收款	43.35	8.81%	34.17	7.72%	25.05	6.56%
长期股权投资	28.87	5.87%	28.57	6.46%	9.45	2.48%
无形资产	7.48	1.52%	7.14	1.61%	6.08	1.59%
其他非流动资产	57.08	11.60%	30.38	6.87%	14.34	3.76%
非流动资产合计	316.75	64.38%	273.44	61.81%	211.13	55.33%
资产总计	492.02	100.00%	442.40	100.00%	381.58	100.00%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

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

公司是昆山市重要的国有资产投资与运营主体，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，2022年公司营业收入同比下滑11.68%，具体板块来看，天然气板块和水务板块具有区域垄断性，2022年均呈稳健增长态势，经营获现能力稳健；2021年人才专墅项目结算完成后公司2022年末未确认房产销售收入，随着科技园公司的划出以及财富广场项目不再对外出售，公司地产销售

¹ 根据昆国资办[2022]88号，昆山市国资办同意公司收购昆山交发持有的昆山市通程建设发展有限公司和昆山市轨道交通投资发展有限公司100%股权。

收入短期内暂无持续性；类金融板块包括担保、小贷、租赁等业务，存在一定的投资风险。毛利率方面，公司各业务毛利率存在一定的波动，2022年销售毛利率降幅较大主要系高毛利率的地产项目结算2021年已结算完成，2022年不再确认相关收入。

2022年公司实现投资收益2.55亿元，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4.40亿元，主要系水务板块项目相关政府补助。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16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
营业收入	11.49	45.75	51.80
投资收益	0.89	2.55	1.11
营业利润	0.43	3.27	5.61
其他收益	0.19	4.40	0.92
利润总额	0.44	3.17	5.63
销售毛利率	14.35%	20.64%	39.38%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续增长，杠杆水平提升，但整体融资成本控制较好，债务期限结构把控尚可，债务集中兑付压力下降；公司燃气和水务板块具有区域垄断性，经营获现能力较好，预计未来一段内再融资渠道将保持畅通，融资弹性较好

在新增预付股权款和类金融业务投资规模增长的影响下，公司总债务规模扩张明显，2023年3月末总债务规模达172.03亿元。从融资品种来看，以银行借款和债券融资为主，银行借款主要由信用借款、保证借款和质押借款等构成，融资成本在3.3%-4.9%；债券融资的期限为0.49-3年，票面利率在2.70-3.50%。从期限结构来看，公司短期债务占比有所下降，2023年3月末短期债务占比在三成以下，整体期限结构把控尚可。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.26	2.30%	5.96	2.24%	1.93	0.92%
应付账款	14.77	4.69%	15.65	5.88%	12.10	5.78%
合同负债	12.75	4.05%	6.86	2.58%	6.13	2.93%
其他应付款	87.34	27.72%	58.92	22.14%	82.11	39.22%
一年内到期的非流动负债	8.96	2.84%	12.08	4.54%	42.95	20.51%
其他流动负债	21.75	6.90%	21.78	8.18%	22.45	10.72%

流动负债合计	158.97	50.45%	127.65	47.96%	175.42	83.78%
长期借款	69.48	22.05%	59.20	22.24%	13.44	6.42%
应付债券	55.16	17.51%	43.26	16.25%	0.00	0.00%
长期应付款	11.30	3.59%	11.31	4.25%	0.01	0.00%
递延收益	18.32	5.81%	23.30	8.75%	18.19	8.69%
非流动负债合计	156.13	49.55%	138.52	52.04%	33.96	16.22%
负债合计	315.10	100.00%	266.16	100.00%	209.38	100.00%
总债务	172.03	54.60%	150.96	56.72%	86.68	41.40%
其中：短期债务	46.69	14.82%	47.82	17.97%	73.13	34.92%
长期债务	125.33	39.78%	103.14	38.75%	13.55	6.47%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，一方面在近期总债务规模快速增长的影响下，2023年3月末公司资产负债率上升至64.04%，另一方面公司新增债务以长期债务为主，期限结构尚可，现金类资产对短期债务比的覆盖能力有所上升。考虑到公司燃气和水务板块的区域垄断性，预计仍将保持较好的经营获现能力，且公司作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，与多家金融机构建立了良好合作关系，必要时可获得一定力度的外部支持。2022年末公司未使用银行授信额度为91.37亿元，备用流动性充裕，预计未来一段时间内公司再融资渠道将保持畅通，融资弹性较好。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	64.04%	60.16%	54.87%
现金短期债务比	1.24	0.99	0.79
EBITDA 利息保障倍数	--	4.13	4.53

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生明显负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》和《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》和《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照《公司法》等要求建立了法人治理结构，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。此外，公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2023年4月24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2023年3月末，子公司创业融资担保因代被担保企业偿还企业借款的未决诉讼事件共24件，标的金额3.65亿元，已收回金额0.94亿元，预计尚可收回金额为1.59亿元。公司账面应收代偿款1.70亿元，已计提担保赔偿准备1.16亿元。

截至2023年3月末，公司子公司科技小贷因借款合同纠纷的未决诉讼事项共52件，标的金额2.90亿元，已收回0.18亿元，账面贷款余额4.42亿元，已计提贷款减值准备2.62亿元。

八、外部特殊支持分析

公司是昆山市人民政府下属重要企业，昆山市国资办直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，昆山市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与昆山市人民政府的联系非常紧密。昆山市国资办直接持有公司100.00%股权，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，近年公司在财政补贴方面获得一定力度的外部支持，预计未来公司与昆山市人民政府的联系将较为稳定。

（2）公司对昆山市人民政府非常重要。公司作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，燃气和水务业务具有区域垄断性，对昆山市人民政府的贡献很大，同时公司作为公开发债主体，违约将会对昆山市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

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。公司作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，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，但公司燃气和水务业务仍具有区域垄断性，经营获现能力稳定，预计业务可持续性较好，且公司继续在资本注入和财政补贴方面获得一定力度的外部支持。整体来看，公司具备很强的抗风险能力。

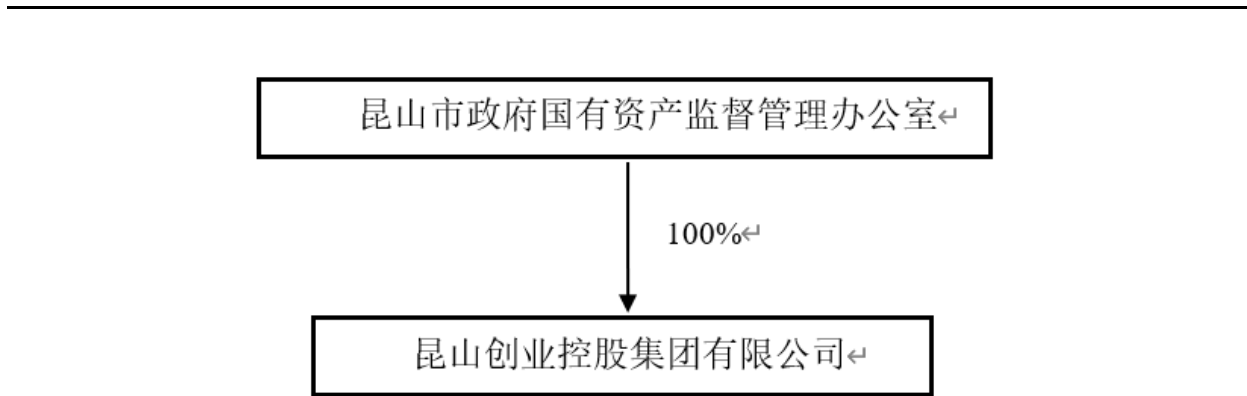
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“22昆山创业MTN001”的信用等级为AAA。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	57.25	47.08	57.83	59.43
存货	77.93	77.03	73.25	82.60
流动资产合计	175.27	168.96	170.46	182.28
固定资产	72.71	74.05	46.73	48.76
在建工程	42.09	37.45	34.87	33.88
其他非流动资产	57.08	30.38	14.34	8.63
非流动资产合计	316.75	273.44	211.13	183.98
资产总计	492.02	442.40	381.58	366.26
短期借款	7.26	5.96	1.93	1.95
应付账款	14.77	15.65	12.10	11.70
其他应付款	87.34	58.92	82.11	80.34
一年内到期的非流动负债	8.96	12.08	42.95	1.55
流动负债合计	158.97	127.65	175.42	124.85
长期借款	69.48	59.20	13.44	18.94
应付债券	55.16	43.26	0.00	34.96
非流动负债合计	156.13	138.52	33.96	73.69
负债合计	315.10	266.16	209.38	198.53
其中：短期债务	46.69	47.82	73.13	16.54
总债务	172.03	150.96	86.68	70.43
所有者权益	176.92	176.24	172.20	167.72
营业收入	11.49	45.75	51.80	33.66
营业利润	0.43	3.27	5.61	4.04
其他收益	0.19	4.40	0.92	1.49
利润总额	0.44	3.17	5.63	3.53
经营活动产生的现金流量净额	3.17	9.69	11.68	16.08
投资活动产生的现金流量净额	-12.17	-74.74	-28.47	-7.47
筹资活动产生的现金流量净额	19.34	58.55	14.82	-11.58
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	14.35%	20.64%	39.38%	31.52%
资产负债率	64.04%	60.16%	54.87%	54.21%
短期债务/总债务	27.14%	31.68%	84.37%	23.48%
现金短期债务比	1.24	0.99	0.79	3.59
EBITDA（亿元）	--	15.74	13.47	11.23
EBITDA 利息保障倍数	--	4.13	4.53	3.92

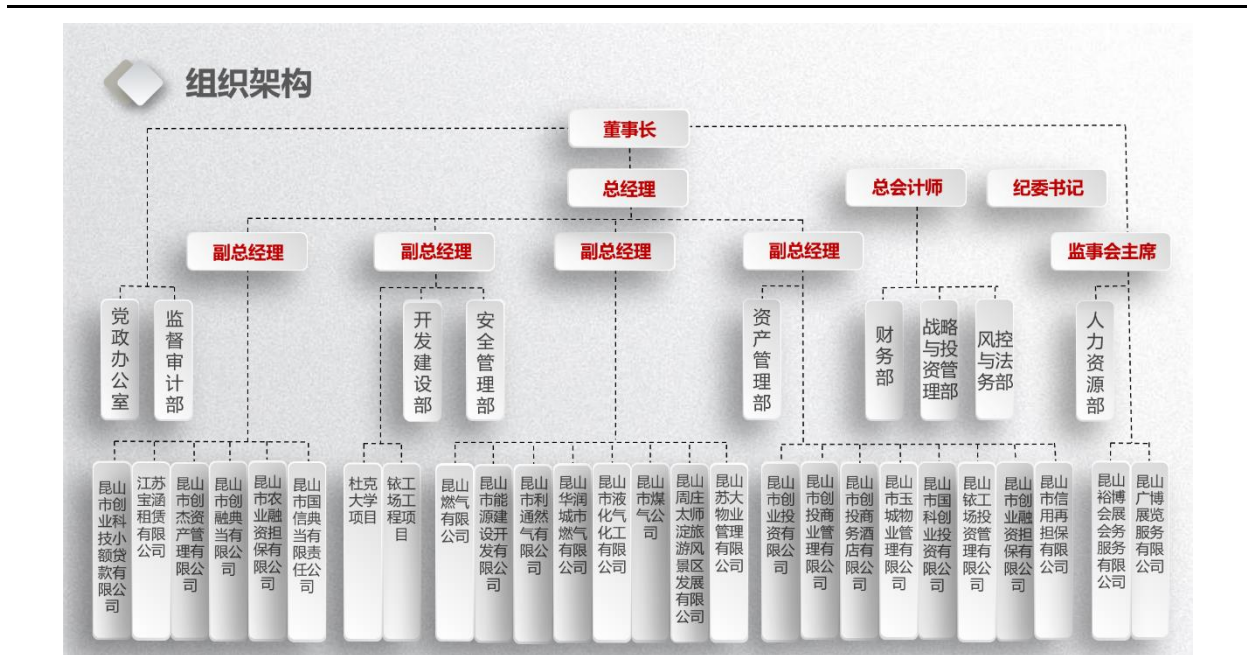
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 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	40.46
昆山市水务集团有限公司	120,863.61	国有资产经营管理	100.00	--
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	--
昆山燃气有限公司	39,920.16	燃气经营	100.00	--
昆山市创业投资有限公司	114,072.25	投资	100.00	--
昆山市创投商业管理有限公司	200.00	投资	100.00	--
昆山广博展览服务有限责任公司	500.00	展览、展示、会务服务	100.00	--
昆山市液化气化工有限公司	2,723.99	瓶装液化石油气经营	100.00	--
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
江苏宝涵租赁有限公司	70,000.00	融资租赁	100.00	--
昆山招商集团有限公司	13,000.00	招商服务	100.00	--
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	63,700.00	投资与资产管理	100.00	--
昆山市创融典当有限公司	5,000.00	典当业务	70.00	30.00
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 2022 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 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	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。