

昆山创业控股集团有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：王璐 lwang01@ccxi.com.cn

项目组成员：田聪 ctian@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 18 日

声 明

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

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

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

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

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0763号

昆山创业控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

维持“19 昆山创业 MTN001”和“19 昆山创业 MTN002”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十八日

评级观点：中诚信国际维持昆山创业控股集团有限公司（以下简称“昆山创控”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 昆山创业 MTN001”和“19 昆山创业 MTN002”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了持续增强的区域经济，平台地位重要、能得到政府大力支持，燃气业务经营稳定等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到金融业务面临一定风险、其他应收款规模仍较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

昆山创控（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	377.22	385.98	366.26	366.43
所有者权益合计（亿元）	171.09	165.18	167.72	168.85
总负债（亿元）	206.13	220.80	198.53	197.59
总债务（亿元）	75.96	78.23	70.43	76.30
营业总收入（亿元）	32.21	34.58	33.66	21.50
经营性业务利润（亿元）	2.10	2.28	2.25	3.10
净利润（亿元）	2.09	2.36	2.41	2.26
EBITDA（亿元）	10.44	11.33	11.23	--
经营活动净现金流（亿元）	10.05	31.80	16.08	1.14
收现比(X)	1.33	1.26	1.16	0.57
营业毛利率(%)	30.50	32.59	31.52	43.64
应收类款项/总资产(%)	10.33	13.63	13.97	13.92
资产负债率(%)	54.64	57.21	54.21	53.92
总资本化比率(%)	30.75	32.14	29.57	31.12
总债务/EBITDA(X)	7.28	6.91	6.27	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.71	3.45	3.92	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、将“其他应付款”中的带息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2021 年一季度补充现金流量表数据，故相关指标失效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

昆山创业控股集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	2.23	7
	收现比(X)*	1.23	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	3.59	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.00	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	167.72	8
	总资本化比率(X)	0.30	10
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	6	6
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	5	5
打分结果			aa
BCA			aa-
支持评级调整			2
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年数据计算得出

正面

■ 持续增强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。

昆山市区位优势明显、交通便捷，城市综合竞争力连续多年位居全国百强县首位。2020 年，昆山市实现地区生产总值 4,276.76 亿元，增速为 4.0%，持续增强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **地位重要，能够得到政府大力支持。**跟踪期内，公司作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，区域地位重要，在资金注入和政府补助等方面得到昆山市政府的大力支持，财政未授权资金余额为 34.76 亿元（未授权资金为昆山市国资办拨入的投资款，后续公司将根据实际授权情况转入资本公积），较上年末增加 5.97 亿元，同年获得政府补助 1.50 亿元。

■ **燃气业务经营稳定。**受益于昆山市经济的快速发展，公司天然气业务稳定发展，为公司带来较为稳定的收入和现金流。

关注

■ **类金融业务面临一定风险。**公司担保业务代偿风险、创投项目投资风险和小贷业务坏账风险值得关注。

■ **其他应收款规模较大，需关注相关款项的回收情况。**截至 2020 年末，公司其他应收款 24.56 亿元，占总资产的比重为 6.71%，其中应收国信典当 4.62 亿元，已经计提坏账准备 1.14 亿元，需关注其回收情况。

评级展望

中诚信国际认为，昆山创业控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境大幅恶化；公司地位下降，股东及相关各方支持意愿大幅减弱等；公司盈利水平大幅下滑；重要子公司股权划出或其财务指标出现明显恶化等；再融资环境恶化，导致流动性紧张等。

评级历史关键信息

昆山创业控股集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AA+/稳定	19 昆山创业 MTN002 (AA+) 19 昆山创业 MTN001 (AA+)	2020/07/22	郭世瑶、邓晓洁	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2019_02	阅读全文	
AA+/稳定	19 昆山创业 MTN002 (AA+)	2019/08/20	晏逸鸣、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2019_02	阅读全文	
AA+/稳定	19 昆山创业 MTN001 (AA+)	2019/08/20	晏逸鸣、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2019_02	阅读全文	

同行业比较

2020 年同区域基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流 (亿元)
昆山城市建设投资发展集团有限公司	439.19	148.98	66.08	32.01	4.29	-46.91
昆山交通发展控股集团有限公司	373.17	164.79	55.84	23.62	1.14	13.95
昆山创业控股集团有限公司	366.26	167.72	54.21	33.66	2.41	16.08

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 昆山创业 MTN001	AA+	AA+	2020/07/22	8.00	8.00	2019/08/26~2022/08/26	—
19 昆山创业 MTN002	AA+	AA+	2020/07/22	12.00	12.00	2019/08/27~2022/08/27	—

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修

复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注

重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

昆山市区位优势明显，经济和财政实力较强，连续多年居于中国综合实力百强县之首

昆山市地处江苏省东南部，上海与苏州之间，总面积 931 平方公里，常住人口 165.87 万，下辖 3 个国家级开发区（经济技术开发区、国家级综合保税区、国家级高新技术产业开发区）、2 个省级开发区（花桥经济开发区、旅游度假区）和 8 个镇。

昆山市是以高新技术产业为核心的工商业现代化城市，拥有软件服务外包、高端装备制造、生物和生物医药、智能电网和物联网、新型平板显示、新材料等重要支柱产业。2020 年，昆山市实现地区生产总值 4,276.76 亿元，增速为 4.0%，在全国 GDP 百强县排名第一。2020 年，昆山市第一产业增加值 30.95 亿元，下降 0.3%；第二产业增加值 2,149.19 亿元，增长 4.5%；第三产业增加值 2,096.62 亿元，增长 3.4%，第三产业增加值占地区生产总值比重 49.0%，比上年提高 1.0 个百分点。2020 年，昆山市固定资产投资为 743.05 亿元，比上年增长 3.3%。其中，工业投资 220.07 亿元，增长 14.4%；房地产开发投资 352.08 亿元，下降 9.7%。

表 1：2018-2020 年昆山市 GDP、固定资产投资情况

项目名称	2018	2019	2020
地区生产总值(亿元)	3,832.06	4,045.06	4,276.76
地区生产总值增速(%)	7.2	6.1	4.0
固定资产投资(亿元)	701.19	-	743.05
固定资产投资增速(%)	4.9	-	3.3

注：2018 年昆山市固定资产投资核算口径变化，按可比口径计算当年固定资产投资增速为 4.9%。

资料来源：昆山市国民经济和社会发展统计公报、昆山市经济社会发展数据中心

近年来，昆山市产业密集度不断加强，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。目前，昆山市已

经形成以昆山开发区为龙头，出口加工区、留学人员创业园、花桥经济开发区、昆山高新区、昆山软件园、传感器产业园、国家现代农业综合开发示范区等一批功能性特色园区为辅的产业集合群。随着经济持续增长，昆山市人民生活水平不断提高。2020 年，城镇居民人均可支配收入 71,519 元，较上年增长 3.4%，收入水平的增加提升了城市居民对生活环境和品质的要求，为该市基础设施建设和公用事业的发展提供了良好的发展空间。

得益于经济持续快速发展，昆山市财政实力亦逐年增强。2020 年，昆山市一般公共预算收入为 428.00 亿元，较上年增长 20.69 亿元，增速 5.08%。税收收入占一般公共预算收入的比重持续在 85% 以上，表现出昆山市一般公共预算收入具有较强稳定性并且能够随着经济的逐步增长而增长的特征。2020 年昆山市政府性基金收入为 196.83 亿元，较上年增加 66.62 亿元，主要受益于土地出让情况较好。

财政支出方面，2020 年昆山市一般公共预算支出为 387.57 亿元，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 110.43%，财政平衡情况一直较好。

表 2：2018-2020 年昆山市财政收支主要指标（亿元）

项目名称	2018	2019	2020
一般公共预算收入	387.89	407.31	428.00
其中：税收收入	356.01	369.01	373.03
非税收入	31.88	38.30	54.97
一般公共预算支出	318.50	342.41	387.57
政府性基金收入	130.62	130.21	196.83
其中：国有土地使用权出让收入	115.52	116.70	177.25
政府性基金支出	148.10	147.69	264.82
财政平衡率(%)	121.79	118.95	110.43

注：1、财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2、2019 年数据为 2020 年财政预算草案中的 2019 年预算执行数；2020 年数据为 2021 年财政预算草案中的 2020 年预算执行数。

资料来源：昆山市经济社会发展数据中心

总体来看，昆山市区域经济优越，财政实力较强，一般公共预算收入主要来自税收收入，结构合理。昆山市持续增长的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。

跟踪期内，公司各业务稳步发展，天然气、自来水业务仍保持区域垄断优势，营业收入与上年基本持平

2020年公司收入仍主要来自天然气销售、自来水销售、房产销售和金融业务等，全年实现收入33.66亿元，同比减少2.67%。其中天然气受疫情影响及定价影响，收入有所下滑，自来水销售业务稳定运营，分别实现收入14.80亿元和5.56亿元，仍为公司主要收入来源。安装费为燃气及自来水安装费等，2020年为1.69亿元，同比减少47.98%，主要系自来水集团当年安装费收入并入工程结算收入所致。工程结算收入为自来水工程施工收入和安装费收入，随着自来水管网铺设工作范围逐渐拓展，2020年工程结算收入5.38亿元，同比增长28.10%。金融板块包括租赁、小贷、担保等业务，其中租赁包括物业出租、融资租赁等，2020年租赁收入2.24亿元，同比增长19.29%。受项目销售和交付进度影响，房产销售收入波动较大，2020年为0.47亿元。2021年1~3月，公司实现营业总收入21.50亿元，其中房产销售收入为11.98亿元，主要系当期结转人才专墅销售收入所致。

表3：近年公司主要板块收入结构（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.3
天然气销售	17.50	15.61	14.80	4.20
自来水销售	5.61	5.65	5.56	1.50
房产销售	1.09	0.35	0.47	11.98
安装费	2.09	3.25	1.69	0.27
工程结算	2.02	4.20	5.38	1.90
租赁	0.98	1.88	2.24	0.71
担保	0.08	0.13	0.15	0.09
物业管理	0.58	0.59	0.25	0.07
污水处理	0.41	0.69	0.77	0.17
管输费	0.10	0.11	0.11	--
利息收入	0.70	1.35	0.69	0.18
酒店	0.21	0.24	0.19	0.06
其他	0.84	0.54	1.35	0.37
合计	32.21	34.58	33.66	21.50

注：其他收入主要包括拍卖、水电费、液化气充装销售、材料销售、工程代建管理费、二次增压维护管理费等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据公司于2020年7月9日公布的《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%的股权份额通过有偿方式转让给昆山市水务集团有限公司，拟转让价格为5.17亿元。2020年7月28日，公司公布《关于“19创控01”2020年第一次债券持有人会议决议的公告》，表决结果未通过，公司已暂停将自来水集团股权转让，但该事项仍具有不确定性，需关注自来水业务的可持续性。

燃气业务一直系公司支柱产业，保持了区域垄断优势，为公司提供了稳定的收入和现金流，随着供气合约签署完成，气源供应能力进一步提升

天然气业务为公司的核心业务板块，跟踪期内，仍由子公司昆山利通燃气有限公司（以下简称“利通公司”，公司持股比例51.00%）和昆山华润城市燃气有限公司（以下简称“华润燃气”，公司持股比例50.10%）运营。

利通公司为华润燃气主要上游供气公司，主要负责昆山市主城区以外的天然气供应。截至2021年3月末，利通公司中低压管道2,354.65公里，较2019年末增加43.15公里；工商业用户1,188家，较2019年末增加128家；居民用户数为50.35万家，较2019年末增加3.13万家。受疫情影响，2020年部分企业用气量减少，利通公司天然气销售量为4.50亿立方米，同比减少4.86%。

表4：近年利通公司运营情况（亿元、亿立方米、公里、户）

利通公司	2018	2019	2020	2021.3
营业总收入	15.74	14.28	14.27	4.02
利润总额	3.05	2.15	1.81	0.22
天然气供应量	5.26	4.73	4.50	1.26
天然气销售量	5.26	4.73	4.50	1.26
中低压管道	2,247.57	2,311.50	2,353.07	2,354.65
工商业用户数	982	1,060	1,168	1,188
居民用户数	457,500	472,178	498,366	503,492

注：利通公司营业总收入包括对华润燃气的销售收入以及管网建设收入等；天然气供应量为利通公司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，中诚信国际整理

华润燃气负责昆山市区天然气供应。截至2021年3月末，华润燃气用户总数为22.64万户，中低压管道1,324公里，分别较2019年末增加1.12万户和

48 公里。2020 年，华润燃气完成市政中压管网铺设 10.5 公里、住宅小区天然气管网建设 21 项、老小区改造天然气管网建设 10 项、其他管网建设项目 42.5 公里，2020 年天然气销售量为 1.14 亿立方米，与上年持平。整体来看，华润燃气业务运营较为平稳。

表 5：近年华润燃气运营情况（亿元、亿立方米、公里、户）

华润燃气	2018	2019	2020	2021.3
营业总收入	4.08	4.09	3.61	1.31
利润总额	0.57	0.59	0.61	0.033
天然气供应量	1.14	1.17	1.17	0.43
天然气销售量	1.10	1.14	1.14	0.39
中低压管道	1,244	1,276	1,322	1,324
商业用户数	884	971	1076	1,117
民用用户数	203,153	214,264	222,921	225,282

注：华润燃气营业总收入包括天然气收入及管网建设等；供应量为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

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、3.80 元/立方米；对执行居民生活用天然气销售价格的非居民用户（各类学校、养老院、福利院、居民住宅小区共用设施、农村社区服务设施等）销售价格为 2.72 元/立方米；非居民用管道天然气销售价格为 2.895 元/立方米。2020 年以来，居民用气价格无变动，非居民用气价格有所调整，自 2020 年 5 月 20 日开始，非居民用气价格执行 2.865 元/立方米。

气源供应方面，利通公司与中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）签订了供气合同（2004-2023 年），目前合同年供气量为 4.5 亿立方米。此外，利通公司与江苏省天然气总公司签订川气东送意向性合约，计划每年通过川气东送增加天然气供应 1.8 亿立方米，正式合同于 2020 年签订完成，目前管道建设完成并开始供气。2021 年，利通公司计划投资 1.59 亿元用于燃气管道及场站建设。

华润燃气与利通公司、中石油签署《供气协议》，年气源指标为每年 0.60 亿立方米，其中中石油供应

0.20 亿立方米，利通公司供应 0.40 亿立方米。此外，华润燃气与江苏省天然气总公司签订每年 1 亿立方米的川气东送意向性合约，正式合同于 2020 年 5 月签订完成，6 月开始供气。在备用气源方面，华润燃气积极建设液化天然气储备站，在用气高峰和事故应急时作为备用气源。截至 2021 年 3 月末，华润燃气已完工的加气站有 3 座，已投入使用的储气罐 6 座，总储气量 48 万立方米。2021 年华润燃气计划投资 0.61 亿元用于高压管建设、中压管建设及其他建设。

整体来看，公司天然气业务在区域内处于垄断地位，跟踪期内，两份意向性合同已完成签署，合同相应气量增加，公司气源供应能力进一步提升。

跟踪期内，水务业务经营稳定且可持续性好，为公司贡献了稳定的收入和现金流

水务业务是公司最主要的业务之一，由自来水销售、自来水工程、污水处理业务等子板块构成，主要由子公司自来水集团（公司持股比例为 42.70%，为第一大股东）经营。

近年受益于合并开发区水务公司以及成立多家乡镇供水公司，自来水集团实现昆山市区及所有镇区、开发区供水业务全覆盖，截至 2021 年 3 月末，自来水集团日制水能力达到 150 万吨，维持稳定，平均日供水量达 87.23 万吨，较 2019 年末小幅下降 4.57 万吨。用户数量和水价方面，2020 年居民供水、行政事业供水户数有所增长，工业供水、商业供水、特种供水和乡镇供水户数略有下降，水价自 2019 年以来无变化。

表 6：截至 2021 年 3 月末自来水集团各水厂产能

水厂名称	日制水能力（万吨）	平均日供水量（万吨）
泾河水厂	60	34.60
第三水厂	60	30.05
第四水厂	30	22.58
合计	150	87.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：近年自来水水价及用户数量（户、元/立方米）

	2019 年 用户量	2020 年 用户量	2021.3 用户量	2021.3 水价
居民供水	350,059	353,256	354,377	2.91

工业供水	7,598	6,830	6,850	4.11
行政事业供水	6,325	6,491	6,550	3.16
商业供水	32,094	27,284	27,519	4.11
特种供水	927	877	877	5.86
乡镇供水	134	138	138	1.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2016年昆山市水价上涨后，昆山市政府取消水价差价补贴，仅通过财政贴息来弥补公司供水工程建设借款利息，近年财政贴息规模逐年减少，2020年为0.47亿元。

表 8：近年自来水财政补贴情况

年度	财政贴息（亿元）
2018	0.86
2019	0.57
2020	0.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理方面，公司主要承担昆山市铁南片区污水收集、处理的运营及管理工作，服务范围共计4.3平方公里，日处理能力为3万吨。业务模式上，昆山市污水处理费包含在自来水水费中，由自来水公司代收后上缴财政，再由财政按协议价格支付给污水处理厂。2020年，公司实现污水处理收入0.77亿元，较上年增加0.08亿元。

自来水工程业务方面，公司自来水工程业务主要由昆山琨澄排水工程有限公司（系自来水集团子公司）负责，具体业务包括水网接入、设备安装和管网维护等，为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，公司项目以昆山新建住宅小区、市政工程管网建设等为主，2020年实现工程结算收入5.38亿元，同比增长28.10%。

总体来看，跟踪期内，自来水业务稳定运营，为公司带来了稳定的收入和现金流。根据债券持有

表 9：截至 2021 年 3 月末公司房地产项目建设及销售情况（亿元，万平方米）

项目名称	项目性质	项目状态	总投资	已投资	总可销售面积	已销售面积	累计确认收入	累计收到销售款
财富广场	商业	已完工	13	13	4.76	0.48	0.59	0.62
人才专墅	住宅	已完工	18.00	16.61	20.81	20.81	26.99	29.17
铱工场（周市）科创产业园	工业	在建	7.30	0.26	3.70	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司房地产开发项目在建项目较少，暂无拟建项目，部分已完工项目销售进度缓慢，房

人会议决议，公司已暂停对自来水集团的股权有偿转让，但该事项仍需保持关注。

跟踪期内，公司房地产在建项目较少，财富广场项目销售缓慢，铱工场科创产业园项目处于启动阶段，需关注项目资金平衡情况及业务持续性

公司的房地产业务主要由昆山阳澄湖科技园有限公司（以下简称“阳澄湖科技园”）、昆山市创业投资有限公司（以下简称“创投公司”）和昆山铱工场投资管理有限公司（以下简称“铱工场投资”）负责运营。

公司主要在售房地产项目包括人才公寓项目和财富广场项目。其中人才专墅项目由阳澄湖科技园负责立项并建设，总投资18.00亿元，截至2021年3月末已投资16.61亿元，已实现销售收入26.99亿元，累计收到销售款29.17亿元。财富广场项目由创投公司负责开发，项目占地面积60余亩，建成后将作为科技创投企业的聚集地，将部分销售、部分出租及自用，该项目预计总投资13.00亿元，截至2021年3月末已投资13.00亿元，该项目已于2018年下半年开始对外销售，截至2021年3月末累计收到销售款0.62亿元，根据公司规划，未来不再对外出售，转为公司自持自用。

2020年公司成立子公司铱工场投资，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铱工场（周市）科创产业园，未来拟通过出租或出售实现资金平衡。截至2021年3月末，该项目预计总投资7.30亿元，已投资0.26亿元。除此之外，公司暂无房地产拟建项目。

地产项目后续资金平衡情况及业务持续性值得关注。

公司代建项目具有准公益性，部分项目建设资金回款较有保障，部分项目完工后可获得稳定的租金收入，对公司营业总收入形成一定补充

公司项目建设业务仍包括政府代建和自建两种，其中代建类主要系准公益性项目，由政府拨款，如阳澄湖中小学、杜克培训中心、杜克大学二期、杜克大学周边景观提升等，另一类自建项目包括工研院、实验小学西侧地块、工研院四期等。

已完工项目方面，工研院是公司自筹自建项目，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。截至 2021 年 3 月末，工研院项目已投资 6.04 亿元，可出租面积 12.20 万平方米，已出租面积 9.59 万平方米，其中办公出租面积 6.65 万平方米，研发出租面积 1.00 万平方米，公寓楼出租面积 1.95 万平方米，租金 23 元/

平方米/月。2020 年阳澄湖科技园实现租金收入 0.27 亿元。

阳澄湖中小学项目为政府代建项目，截至 2021 年 3 月末，该项目已完工，计划总投资 4.00 亿元，实际完成投资 3.55 亿元，目前财政拨款 3.64 亿元，待竣工决算后将移交政府。

杜克培训中心项目由昆山市政府负责出资建设，项目建成后作为公司固定资产管理，该项目计划总投资 13.34 亿元，目前昆山市财政拨付 11.61 亿元，截至 2021 年 3 月末实际已投资 11.53 亿元，建筑面积 6.98 万平方米。

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在建的自建项目是实验小学西侧地块，在建的政府代建项目包括昆山杜克大学二期项目、昆山杜克大学周边景观提升工程等。上述所有在建项目概算总投资 26.67 亿元，已投资 6.47 亿元，其中财政已到位资金 4.67 亿元。拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，阳澄湖科技园自建的拟建项目为工研院四期，建筑面积 17.02 万平方米，概算总投资 19.30 亿元。

表 10：截至 2021 年 3 月末公司在建和拟建项目情况（亿元，万平方米）

建设单位	项目名称	项目状态	占地面积	建筑面积	概算总投资	建设周期	已投资	财政拨款
阳澄湖科技园	实验小学西侧地块	在建	1.69	3.80	4.95	2 年	0.51	无
阳澄湖科技园	工研院四期	拟建	7.54	17.02	19.30	3 年	--	无
公司本部	昆山杜克大学二期项目	在建	18.93	15.32	20.00	2.5 年	5.59	4.30
公司本部	昆山杜克大学周边景观提升工程	在建	28.89	--	1.72	2 年	0.37	0.37

资料来源：公司提供，中诚信国际

总体来看，公司代建项目具有准公益性，部分项目建设完成后由政府拨款，但在拟建项目仍需较大投入，需关注资金平衡情况。

公司积极发展类金融业务，但担保和股权投资业务面临一定代偿和回收风险，小贷业务可疑和损失类贷款占比较高，需关注公司金融业务风险管控情况

公司积极发展金融业务，主要涉及担保、再担保、股权投资、贷款和租赁等业务，业态较为丰富，对公司收入形成补充。

担保业务

担保业务主要由子公司昆山市创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”）和昆山市信用再

担保有限公司（以下简称“信用再担保”）运营，2020 年实现担保收入 0.15 亿元，较上年增加 0.02 亿元。

创业担保系一家专门为企业及个人提供信用担保的企业，截至 2021 年 3 月末，创业担保完成担保业务 3,519 笔，金额 208.04 亿元；在保企业 121 家，在保余额 9.86 亿元，较 2019 年末减少 2.31 亿元；2020 年，该公司新增担保金额为 12.05 亿元，公司担保期限大多在 12 个月内。反担保措施方面，主要为资产担保、第三方担保和存货设备质押。代偿方面，截至 2021 年 3 月末，创业担保累计代偿金额为 6.76 亿元，较 2019 年末新增 0.08 亿元，已收回 4.59 亿元，较 2019 年末增加 0.23 亿元，已计提担保赔偿准备 1.16 亿元，担保代偿及追偿情况值

得关注。

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苏州市信用再担保有限公司，视业务风险不同，收费费率分0.02%和0.004%两档。2020年信用再担保新增再担保业务9.50亿元；截至2021年3月末，信用再担保在保余额10.68亿元，在保责任余额2.14亿元，目前尚无代偿情况发生。

股权投资

公司股权投资业务主要由昆山市国科创业投资有限公司（以下简称“国科创投”）负责，国科创投主要投资于精密仪器制造、新材料、生物医药等高新技术企业的初创期，截至2021年3月末，国科创投已投资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等38个项目，投资额达到7.32亿元，已有8个项目成功退出，累计实现收益0.58亿元。此外公司参股昆山创新股权投资企业（有限合伙）（以下简称“创新股权”），截至2021年3月末，创新股权母基金实收资本为1.70亿元（公司持股46.15%），创新股权共对外投资7支基金，认缴资金合计2.15亿元。

2020年末，公司长期股权投资和可供出售金融资产分别为9.64亿元和36.51亿元。其中可供出售金融资产中按公允价值进行后续计量的规模为15.24亿元，为参股的6家上市公司，如表11所示，按照成本法计量的规模为22.83亿元，包括苏州大学应用技术学院3.19亿元、江苏农村商业银行股份有限公司2.26亿元、昆山创威新能源产业投资基金合伙企业（有限合伙）2.85亿元、上海长三角产业升级股权投资合伙企业（有限合伙）1.98亿元等多家企业。2020年公司实现投资收益2.86亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益0.71亿元、可供出售金融资产持有期间取得的投资收益0.38亿元，可对公司利润形成一定补充，但公司股权投资项目较多，需关注相关退出风险和投资风险。

表 11：2020 年末公司参股上市公司情况（亿元）

单位名称	投资成本	公允价值变动	年末余额
------	------	--------	------

江苏飞力达国际物流股份有限公司	0.79	1.58	2.37
东吴证券股份有限公司	2.88	2.85	5.73
海南高速公路股份有限公司	0.01	0.01	0.02
江苏四环生物股份有限公司	3.71	0.19	3.89
苏州扬子江新型材料股份有限公司	1.47	-0.81	0.66
江苏银行股份有限公司	0.75	1.81	2.57
合计	9.61	5.63	15.24

资料来源：财务报表，中诚信国际整理

小贷业务

公司贷款业务主要由昆山市创业科技小额贷款有限公司负责，截至2021年3月末，公司贷款余额4.65亿元，已计提减值准备2.65亿元，账面价值为2.00亿元，其中可疑类贷款和损失类贷款账面余额分别为275.06万元和25,971.17万元，需关注相关贷款回收情况。

表 12：2021 年 3 月末公司发放贷款及垫款情况（万元）

项目	账面余额	减值准备	账面价值
正常类贷款	18,835	0	18,835
关注类贷款	0	0	0
次级类贷款	1,400	350	1,050
可疑类贷款	275.06	137.53	137.53
损失类贷款	25,971.17	25,971.17	0
合计	46,481.23	26,458.70	20,022.53

资料来源：财务报表，中诚信国际整理

租赁业务

公司租赁业务主要由全资子公司江苏宝涵租赁有限公司（以下简称“宝涵租赁”）负责，宝涵租赁主要从事融资租赁业务，截至2021年3月末累计已投放融资租赁款31.01亿元，主要客户为昆山国显光电有限公司和中科可控信息产业有限公司，国显光电期限以3年期及以下为主，中科可控期限相对较长，以8年期为主，无逾期情况发生。随着投放规模的增加，带动租赁收入（含物业出租和融资租赁）增长，2020年为2.24亿元，同比增长19.29%。

综上，公司积极发展金融业务，经营业态较为丰富，但同时公司担保、创投、小贷等业务均面临一定的风险和挑战，中诚信国际将持续关注公司对金融业务风险的管控情况。

财务分析

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 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表（期末数），各期财务报表均采用新会计准则编制。

跟踪期内公司营业总收入较为稳定，但期间费用较高，对公司经营性业务利润造成一定侵蚀，利润总额对投资收益及政府补助依赖较大，同时，公司贷款和风险投资等资产减值情况需持续关注

公司收入主要来自天然气销售、自来水销售、房产销售和类金融板块等业务。2020 年公司各业务板块整体运营较平稳，全年实现收入 33.66 亿元，同比减少 2.67%。2021 年一季度，公司实现收入 21.50 亿元，其中房产销售收入为 11.98 亿元，主要系当期结转人才专墅销售收入所致。

毛利率方面，2020 年公司营业毛利率为 31.52%，其中天然气和自来水销售业务稳定运营，毛利率仍处于较高水平，分别为 26.88% 和 34.83%；房产销售业务毛利率较上年同期增加 6.23 个百分点至 13.83%；受自来水集团本年度安装费收入并入工程结算收入的调整影响，当期安装费毛利率降低、工程结算毛利率升高；随着物业管理项目减少，物业管理毛利率逐步降低；担保业务、管输费和利息收入均为净收入，毛利率为 100%。2021 年一季度，公司营业毛利率为 43.64%，其中房产销售毛利率大幅提升，主要系当期结转收入较多所致；受冬季气源成本上升影响，天然气销售业务毛利率较低；自来水业务管道折旧和维修费计入成本，待年报审计统一调整至销售费用，故一季度毛利率与年度毛利率存在较大差异。

表 13：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020	2021.3
天然气销售	26.86	23.63	26.88	19.11
自来水销售	48.43	36.06	34.83	12.29
房产销售	16.18	7.60	13.83	58.22
安装费	36.98	48.21	21.32	52.97
工程结算	16.04	15.17	22.31	18.71

租赁	22.74	66.83	65.21	68.93
担保	100.00	100.00	100.00	90.43
物业管理	73.96	68.26	39.28	29.06
污水处理	-175.75	-48.96	-22.65	-32.84
管输费	100.00	100.00	100.00	--
利息收入	100.00	100.00	100.00	100.00
酒店	39.06	46.63	53.69	60.24
营业毛利率	30.50	32.59	31.52	43.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年公司期间费用合计为 9.54 亿元，与上年相比较为稳定，其中销售费用主要由水务和天然气的管网折旧费用、营销人员工资和房地产项目销售佣金构成；管理费用（含研发费用）主要为工资、折旧和无形资产摊销等；财务费用主要为利息支出，2020 年公司期间费用收入占比为 28.35%，对经营性业务利润造成一定侵蚀。2021 年一季度，公司期间费用合计 3.77 亿元，期间费用收入占比为 17.54%。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	2.96	3.36	3.52	2.09
管理费用	3.68	4.25	3.94	1.12
财务费用	1.71	2.16	2.09	0.57
期间费用合计	8.36	9.77	9.54	3.77
期间费用率(%)	25.96	28.24	28.35	17.54
经营性业务利润	2.10	2.28	2.25	3.10
其中：其他收益	1.34	1.15	1.49	0.18
资产减值损失	1.13	1.33	1.70	0.00
投资收益	1.87	1.90	2.86	0.06
营业外损益	0.00	0.10	-0.52	0.01
利润总额	3.20	3.14	3.53	3.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2020 年公司实现经营性业务利润 2.25 亿元，与上年基本持平，其中其他收益规模为 1.49 亿元，主要为污水养护、污水管网、光电产业园等相关政府补助；同期，公司发生资产减值损失 1.70 亿元，主要为贷款和风险投资业务所产生损失和减值准备；此外，公司每年均可获得一定规模的投资收益，2020 年为 2.86 亿元，主要来自处置长期股权投资、处置可供出售金融资产取得的投资收益。2020 年公司营业外损益-0.52 亿元，主要是当期非流动资产报废损失所致。2021 年一季度，公司实现利润总

额 3.16 亿元，其中经营性业务利润 3.10 亿元，主要来自当期房产销售收入。

2020 年公司流动资产占比减少，且存货及其他应收款对资金占用仍较严重，资产流动性较弱；公司债务总额有所缩减，财务杠杆水平略有下降

跟踪期内，公司偿还部分债务，债务规模有所缩减，带动总资产和总负债规模均有所下降，截至 2020 年末分别为 366.26 亿元和 198.53 亿元，分别同比减少 5.11% 和 10.09%。所有者权益方面，2020 年财政拨入资产及资金 2.08 亿元增加其他资本公积，期末所有者权益规模为 167.72 亿元，同比增长 1.54%。同期末，随着外部融资规模的缩减，公司资产负债率和总资本化比率分别较上年下降 3.00 和 2.57 个百分点，分别为 54.21% 和 29.57%。

截至 2021 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益规模分别为 366.43 亿元、197.59 亿元和 168.85 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 53.92% 和 31.12%，均较上年末变动不大。

表 15：近年来总资产、总负债、所有者权益及财务杠杆水平情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	377.22	385.98	366.26	366.43
总负债	206.13	220.80	198.53	197.59
所有者权益	171.09	165.18	167.72	168.85
实收资本	15.87	15.87	15.87	15.87
资本公积	129.91	119.70	121.90	121.79
未分配利润	11.03	11.80	11.81	14.44
少数股东权益	10.40	12.51	11.90	11.36
资产负债率	54.64	57.21	54.21	53.92
总资本化比率	30.75	32.14	29.57	31.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产结构方面，2020 年末公司流动资产规模为 182.28 亿元，占总资产的比重为 49.77%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。货币资金主要为银行存款，2020 年末受限规模为 625.22 万元，主要为贷款保证金。存货主要由开发成本和工程施工构成，2020 年末分别为 73.07 亿元（包含授权经营土地成本 63.73 亿元）和 8.34 亿元，2020 年同比下降 20.20%，主要系昆山市创业开发有限公司股权全部

转让，不再纳入公司合并范围，故代建成本 19.01 亿元转出。公司其他应收款主要为对昆山市内国企和财政局等的往来款，近年来有所下降但规模仍较大，截至 2020 年末账面余额为 25.99 亿元，计提坏账准备 1.48 亿元，其中因典当业务发生风险，公司于 2017 年 11 月 8 日公司将昆山市国信典当有限责任公司（以下简称“国信典当”）60% 的股权协议转让给昆山市煤气公司，转让价款 1.90 亿元，款项尚未收到，公司对国信典当的持股比例下降至 21.31%，不纳入公司合并范围；截至 2020 年末其他应收款中应收国信典当 4.62 亿元，已经计提坏账准备 1.14 亿元，需关注其回收情况。2021 年 3 月末公司流动资产为 179.03 亿元，与 2020 年末相比较为稳定。

表 16：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	58.11	62.39	59.43	61.90
其他应收款	34.58	26.85	24.56	24.41
存货	111.43	103.51	82.60	78.65
流动资产	210.50	203.59	182.28	179.03
可供出售金融资产	25.26	33.22	36.51	--
其他权益工具	--	--	--	35.34
长期应收款	2.65	21.16	22.24	22.12
长期股权投资	14.28	13.61	9.64	9.65
投资性房地产	13.05	11.92	14.76	14.70
固定资产	64.29	51.37	48.76	48.04
在建工程	25.74	30.58	33.88	36.72
其他非流动资产	12.03	11.47	8.63	10.88
非流动资产	166.72	182.39	183.98	187.41

注：1、其他应收款包含应收利息和应收股利；

2、2021 年一季度公司将可供出售金融资产科目转入其他权益工具投资科目。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 17：2020 年末公司其他应收款前五名（亿元、%）

单位名称	性质	期末余额	占比
昆山高新集团有限公司	往来款	5.00	18.48%
昆山市国信典当有限责任公司	往来款	4.62	17.05%
昆山市巴城镇人民政府	往来款	4.14	15.31%
昆山市财政局	往来款	2.00	7.39%
昆山市煤气公司	股权款	1.90	7.03%
合计		17.66	65.26%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年末公司非流动资产规模为 183.98 亿元，

主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。可供出售金融资产主要为公司持有的上市公司股权和投资业务所投股权项目，2020年公司新增对昆山盛世创氦投资中心（有限合伙）的投资1.25亿元、苏州古玉鼎若股权投资合伙企业（有限合伙）的投资0.45亿元以及其他项目投资等，且上市公司股权公允价值当期增加1.05亿元，期末可供出售金融资产同比增长9.92%。长期应收款主要为应收融资租赁款，随着公司融资租赁业务的拓展，2020年末长期应收款同比增长5.09%至22.24亿元。长期股权投资主要为公司投资业务所投股权项目，2020年末同比减少29.15%，主要是当期减少对昆山创新股权投资企业（有限合伙）的投资2.46亿元。投资性房地产主要为公司所持对外租赁资产，2020年末同比增长23.79%。固定资产主要由厂房、设备和自用房地产项目构成，2020年末同比减少5.09%。在建工程主要为准公益性项目和房地产开发项目投入，随着项目的持续推进，2020年末同比增长10.77%。其他非流动资产主要包括委托贷款2.25亿元（较2019年末减少2.85亿元）和道路工程6.31亿元，其中委托贷款的对象为昆山市锦溪镇集体资产投资发展有限公司，期限为2020年11月20日至2025年11月20日，昆山市锦溪镇集体资产投资发展有限公司实际控制人为昆山市锦溪镇人民政府，风险相对较小。2021年3月末公司非流动资产为187.41亿元，与2020年末相比较为稳定。

表 18：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	42.65	4.85	1.95	8.01
应付账款	6.77	7.57	11.70	11.75
预收款项	13.87	19.80	20.85	0.00
其他应付款	86.89	88.75	80.34	81.18
一年内到期的非流动负债	7.98	11.00	1.55	1.50
流动负债	161.89	139.22	124.85	122.64
长期借款	14.90	18.01	18.94	19.10
应付债券	3.59	34.94	34.96	35.95
长期应付款	10.44	11.91	0.50	0.50
递延收益	13.96	15.02	17.72	17.74

非流动负债	44.24	81.58	73.69	74.95
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

注：其他应付款包含应付利息和应付股利

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债以流动负债为主，2020年末，公司流动负债规模为124.85亿元，同比减少10.33%，主要包括短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款。随着部分借款到期偿还，2020年末短期借款同比减少59.80%至1.95亿元。应付账款主要是管网款和工程款，随着各项业务的开展，2020年同比增加54.62%至11.70亿元。预收款项主要为预收房款和工程款，随着工程项目的推进和房地产项目的逐步销售，2020年末同比增长5.30%至20.85亿元。其他应付款主要由应付往来款项和财政未授权资金构成，其中一年以上款项占比77.98%，前五大合计规模为60.43亿元。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，2020年到期偿还规模较大，期末同比减少85.91%至1.55亿元。截至2021年3月末，公司流动负债合计122.64亿元，较2020年末维持稳定，其中预收款项大幅减少，主要系预收的人才专墅房款结转至销售收入。

表 19：2020 年末公司其他应付款前五名（亿元）

单位名称	性质	金额
昆山市财政局	财政未授权资金	34.76
昆山市水务集团有限公司	往来款、借款	17.72
昆山高新集团有限公司	往来款	3.64
昆山土地储备中心	往来款	3.31
启迪金服投资有限公司	往来款	1.00
合计	-	60.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

非流动负债方面，2020年末公司非流动负债规模为73.69亿元，主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。2020年末长期借款与上年相比较为稳定，主要由信用借款（2.00亿元）和保证借款（15.79亿元）和质押借款（1.90亿元）构成。2020年末公司应付债券仍为“19创控01”、“19昆山创业MTN001”、“19昆山创业MTN002”三支债券。长期应付款主要为杜克大学及其他基建工程政府拨款，2020年同比减少95.81%至0.50亿元，主要系杜克大学拨款从专项应付款调整至其他应付款核

算。递延收益主要为水务和基建等项目收到的政府补助，随着项目的推进逐年增长。截至 2021 年 3 月末，公司非流动负债 74.95 亿元，较 2020 年末维持稳定。

有息债务方面，随着项目的推进公司债务总额逐年增长，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司总债务分别为 70.43 亿元和 76.30 亿元。债务期限结构方面，随着短期债务的到期偿还，公司债务期限结构得到改善，短期债务/总债务由 2019 年末的 32.31% 下降至 2020 年末的 23.48%，2021 年 3 月末为 27.84%，公司债务结构以长期债务为主，期限结构较为合理。

燃气及水务业务稳步发展，公司经营活动现金流呈净流入状态，对债务本息偿付形成一定保障

受益于燃气及水务业务稳步发展，公司经营活动现金流呈净流入状态，2020 年为 16.08 亿元。投资活动方面，受对外投资和融资租赁业务扩张影响，2020 年公司投资活动净现金流为-7.47 亿元。筹资活动方面，2020 年公司偿还债务支付的现金较多，债务增加规模较小，筹资活动净现金流为-11.58 亿元。

表 20：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	10.05	31.80	16.08	1.14
投资活动净现金流	-2.60	-22.78	-7.47	-4.82
筹资活动净现金流	1.87	-3.69	-11.58	5.37
EBITDA	10.44	11.33	11.23	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	3.57	9.68	5.61	1.66
总债务/EBITDA	7.28	6.91	6.27	--
EBITDA 利息倍数	3.71	3.45	3.92	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

偿债指标方面，跟踪期内，受经营活动现金流净流入下降影响，经营活动净现金流利息覆盖倍数指标均有所弱化；随着总债务规模的缩减，2020 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数有所优化，分别为 6.27 倍和 3.92 倍，EBITDA 对利息支付的保障能力尚可。

债务到期分布方面，2021 年 4~12 月、2022 年、

2023 年和 2024 年及以后，公司到期债务分别为 9.12 亿元、51.63 亿元、1.50 亿元和 14.05 亿元，2022 年偿还压力较大，中诚信国际将对公司的债务偿还情况保持关注。

受限资产规模较小，较充足的外部授信和畅通的融资渠道对公司偿债能力提供支持

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产总额为 0.23 亿元，包括作为保证金的货币资金 0.07 亿元和因抵押受限的土地使用权 0.16 亿元。此外，公司将昆山市自来水水费收费权用于质押借款 1.90 亿元。

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 18.27 亿元（不包括担保业务的担保额），占当期净资产的 10.82%，对外担保企业均为国有企业，需关注或有负债风险。

表 21：截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保金额	到期日
昆山银桥控股集团有限公司	10.00	2023.03.28
昆山北部新城集团有限公司	6.30	2024.12.09
昆山市水务集团有限公司	1.97	2028.12.20
合计	18.27	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得金融机构授信总额 95.71 亿元，尚可使用授信额度 55.10 亿元，备用流动性较为充足。

过往债务履约情况：根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 4 月 30 日，公司本部不存在未结清不良类和关注类贷款，本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

外部支持

作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，公司在资金支持和政府补助等方面持续得到政府有力支持

公司每年均能够获得昆山市财政局拨入的一定规模未授权资金，计入其他应付款，并根据实际

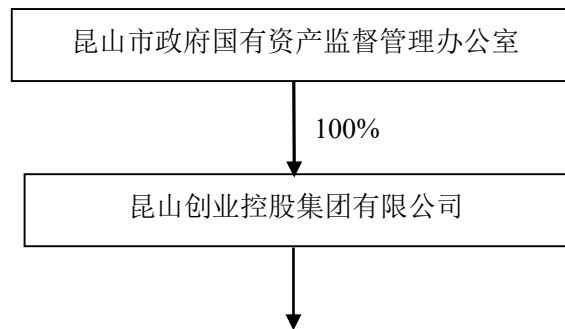
授权情况转入资本公积，2020 年末公司其他应付款中财政未授权资金余额为 34.76 亿元，较上年末增加 5.97 亿元。政府补助方面，每年公司均能够收到一定规模的污水管网补贴、污水养护补贴等，2020 年为 1.50 亿元，对公司业务运营形成有力支持。

总体来看，作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，公司定位明确，且在财政资金和政府补助等方面得到了政府的有力支持。同时，昆山市较强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境，公司整体抗风险能力很强。

评级结论

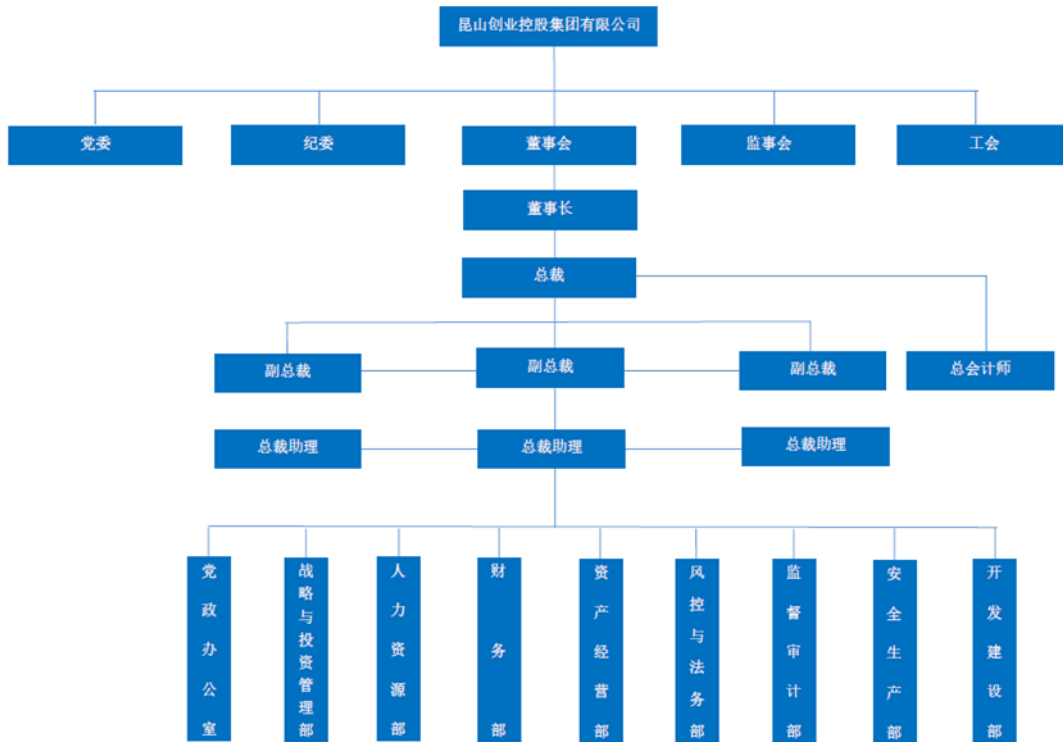
综上所述，中诚信国际维持昆山创业控股集团有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 昆山创业 MTN001”和“19 昆山创业 MTN002”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：昆山创业控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



公司名称	注册资本（万元）	合计持股比例(%)
昆山市自来水集团有限公司（自来水集团）	50,506.35	42.7
昆山市能源建设开发有限公司（能源公司）	58,968.57	100
昆山市华润城市燃气有限公司（华润燃气）	14,800.00	50.1
昆山市创业投资有限公司（创投公司）	34,072.25	100
昆山市阳澄湖科技园有限公司(阳澄湖)	98,388.82	100
昆山利通天然气有限公司（利通公司）	10,000.00	51
昆山周庄太师淀旅游风景区发展有限公司（太师淀）	14,380.00	100
昆山市信用再担保有限公司（信用再担保）	20,000.00	50
昆山市创业科技小额贷款有限公司（科技小贷）	30,000.00	50
昆山市创业融资担保有限公司（创业担保）	100,000.00	100
昆山市国科创业投资有限公司（国科）	72,500.00	100.1
昆山市创杰资产管理服务有限公司（创杰资产）	50.00	100
江苏宝涵租赁有限公司（宝涵租赁）	35,000.00	100
昆山市农村产权交易中心有限公司（产权中心）	500.00	95
昆山招商集团有限公司	13,000.00	100
昆山市农业融资担保有限公司（农业担保）	10,000.00	80
昆山市玉城物业管理有限公司（玉城物业）	739.85	82.325
昆山市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙）	--	100
昆山市创融典当有限公司	5,000.00	100
昆山铨工场投资管理有限公司（铨工场投资）	5,000.00	100

注：表中只包含一级子公司。



资料来源：公司提供

附二：昆山创业控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	581,080.19	623,894.21	594,314.21	619,042.21
应收账款	17,431.63	46,054.38	43,641.46	44,827.96
其他应收款	345,754.16	268,543.38	245,612.82	244,087.12
存货	1,114,292.41	1,035,134.48	825,990.11	786,476.52
长期投资	395,350.45	468,299.89	461,569.80	449,902.88
在建工程	259,151.01	305,834.78	338,786.78	367,154.50
无形资产	60,037.31	54,386.61	48,581.72	53,770.22
总资产	3,772,204.18	3,859,816.39	3,662,559.30	3,664,345.31
其他应付款	868,879.65	887,453.56	803,411.50	811,810.22
短期债务	570,687.00	252,795.50	165,356.63	212,455.00
长期债务	188,947.38	529,500.15	538,939.56	550,547.53
总债务	759,634.38	782,295.65	704,296.20	763,002.53
总负债	2,061,272.32	2,208,046.14	1,985,336.23	1,975,876.70
费用化利息支出	27,912.47	32,859.14	28,654.04	6,851.38
资本化利息支出	238.09	0.00	0.00	0.00
实收资本	158,651.14	158,651.14	158,651.14	158,651.14
少数股东权益	104,026.86	125,064.57	118,988.20	113,598.40
所有者权益合计	1,710,931.86	1,651,770.25	1,677,223.07	1,688,468.62
营业总收入	322,075.20	345,812.81	336,593.99	214,983.83
经营性业务利润	20,962.15	22,790.12	22,455.20	31,048.62
投资收益	18,696.58	18,971.11	28,633.32	596.40
净利润	20,938.03	23,594.70	24,121.98	22,611.82
EBIT	59,925.59	64,256.67	63,936.45	38,466.65
EBITDA	104,372.26	113,285.77	112,348.82	--
销售商品、提供劳务收到的现金	427,494.13	437,121.21	391,631.38	122,639.97
收到其他与经营活动有关的现金	205,598.71	278,634.49	144,778.17	11,861.10
购买商品、接受劳务支付的现金	366,117.43	279,415.13	235,948.46	93,233.18
支付其他与经营活动有关的现金	92,629.04	42,191.77	55,614.08	4,143.13
吸收投资收到的现金	0.00	7,450.00	24,900.00	0.00
资本支出	56,304.37	66,455.64	84,451.92	27,305.47
经营活动产生现金净流量	100,523.09	318,047.05	160,782.73	11,369.00
投资活动产生现金净流量	-25,950.02	-227,783.67	-74,676.46	-48,237.18
筹资活动产生现金净流量	18,706.50	-36,909.19	-115,751.67	53,664.57
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	30.50	32.59	31.52	43.64
期间费用率(%)	25.96	28.24	28.35	17.54
应收类款项/总资产(%)	10.33	13.63	13.97	13.92
收现比(X)	1.33	1.26	1.16	0.57
总资产收益率(%)	1.62	1.68	1.70	4.20*
资产负债率(%)	54.64	57.21	54.21	53.92
总资本化比率(%)	30.75	32.14	29.57	31.12
短期债务/总债务(%)	75.13	32.31	23.48	27.84
FFO/总债务(X)	0.10	0.12	0.11	0.06
FFO 利息倍数(X)	2.83	2.95	2.59	1.66
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.57	9.68	5.61	1.66
总债务/EBITDA(X)	7.28	6.91	6.27	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.45	0.68	--
货币资金/短期债务(X)	1.02	2.47	3.59	2.91
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.71	3.45	3.92	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、将“其他应付款”中的带息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2021 年一季度补充现金流量表数据，故相关指标失效；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。