

昆山银桥控股集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2022]100432】

评级对象: 昆山银桥控股集团有限公司及其发行的公开发行债券

	PR 昆银桥	PR 银桥 01	21 昆山银桥 MTN001
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2022年6月24日	AA+/稳定/AA+/2022年6月24日	AA+/稳定/AA+/2022年6月24日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2021年6月28日	AA+/稳定/AA+/2021年6月28日	AA+/稳定/AA+/2021年6月28日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2017年8月21日	AA+/稳定/AA+/2021年2月1日	AA+/稳定/AA+/2020年6月3日

主要财务数据

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	4.40	3.93	2.16	7.14
刚性债务	76.58	102.48	101.42	105.48
所有者权益	91.74	92.17	93.77	93.87
经营性现金净流入量	-4.39	-2.98	4.48	2.10
发行人合并数据及指标:				
总资产	184.44	208.01	216.81	224.34
总负债	92.38	115.73	122.28	129.57
刚性债务	83.83	109.05	111.00	115.36
所有者权益	92.06	92.28	94.53	94.77
营业收入	10.85	11.13	11.19	1.17
净利润	1.10	0.93	0.52	0.11
经营性现金净流入量	-0.67	0.52	4.11	1.78
EBITDA	1.36	1.94	2.24	—
资产负债率[%]	50.09	55.64	56.40	57.76
长短期债务比[%]	172.66	140.94	149.73	193.57
营业利润率[%]	8.58	10.12	10.93	0.90
短期刚性债务现金覆盖率[%]	24.08	14.32	12.29	31.19
营业收入现金率[%]	43.13	66.27	81.72	80.58
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.55	-19.53	-1.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.38	0.39	0.64	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注: 发行人数据根据昆山银桥经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陆奕璇 luyx@shxsj.com
 吴梦琦 wmq@shxsj.com
 Tel: (021)63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对昆山银桥控股集团有限公司(简称昆山银桥、发行人、该公司或公司)及其发行的 PR 昆银桥、PR 银桥 01 与 21 昆山银桥 MTN001 的跟踪评级反映了 2021 年以来昆山银桥在外部环境及政府支持等方面保持优势,同时也反映了公司在即期债务偿付、资本支出、盈利能力及资产流动性等方面继续面临风险和压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**昆山市经济实力很强,连续数年蝉联全国城市综合实力百强县之首;花桥经开区是江苏省及昆山市重点发展的服务业集聚区,政策及区位优势显著。跟踪期内,昆山市及花桥经开区经济均保持增长,为昆山银桥业务发展提供了良好的外部环境。
- **政府支持力度较大。**昆山银桥作为花桥经开区重要的投融资主体,能够在资金、业务等方面继续得到上级政府支持。

主要风险:

- **即期债务偿付压力。**跟踪期内,昆山银桥负债规模持续增长,负债经营程度继续上升,且随着长期债务逐步进入偿付阶段,公司将持续面临一定的债务集中偿付压力。
- **资本支出压力。**跟踪期内,昆山银桥工程项目建设投资规模仍较大,结算进度偏慢,公司后续在基础设施及自营项目方面仍有较大投资安排,面临一定的资本支出压力。
- **盈利能力仍较弱。**跟踪期内,受业务性质限制,昆山银桥盈利能力仍较弱,盈利的实现对政府补助、投资收益及投资性房地产公允价值变动

等的依赖度较高。

- **资产流动性一般。**昆山银桥资产以安居房及基础设施建设成本、土地资产和投资性房地产为主，且受限资产规模较大，整体资产流动性一般。

➤ 未来展望

通过对昆山银桥及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA⁺信用等级。



昆山银桥控股集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年昆山银桥控股集团有限公司公司债券、昆山银桥控股集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）及昆山银桥控股集团有限公司 2021 年度第一期中期票据（分别简称“PR 昆银桥”、“PR 银桥 01”及“21 昆山银桥 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据昆山银桥提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对昆山银桥的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会发改企业债券[2017]55 号核准，该公司于 2017 年 10 月公开发行了 7.60 亿元人民币的公司债券“17 昆银桥债”，期限为 7 年。债券采用固定利率形式，存续期内票面利率为 5.50%，单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。债券每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，即在债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末逐年分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金，最后 5 年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。本次债券募集资金中的 5.30 亿元用于徐公桥动迁房三期项目、曹安动迁用房工程项目和天福苑动迁小区项目建设，2.30 亿元用于补充公司流动资金。截至 2022 年 4 月末，上述募投项目已基本竣工，募集资金已全部使用完毕。

该公司于 2021 年 3 月公开发行了 10 亿元的公司债券“PR 银桥 01”，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；票面利率为 4.08%。本次债券募集资金用于偿还有息债务，截至 2022 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

该公司于 2021 年 6 月公开发行了 10 亿元的中期票据“21 昆山银桥 MTN001”，期限为 3 年，票面利率为 3.70%。本次债券募集资金用于偿还有息债务及置换股权出资，截至 2022 年 4 月末，募集资金已全部使用完毕。

截至 2022 年 5 月末，该公司待偿还的标准债本金余额为 79.56 亿元，公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息情况。

图表 1. 截至 2022 年 5 月末公司已发行债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	期限(年)	起息日	票面利率 (%)	债券余额 (亿元)	本息兑付情 况
PR 昆银桥	7.60	7	2017-10-18	5.50	4.56	正常
19 昆山银桥 PPN001	3.50	3+2	2019-04-24	4.88	1.40	正常
19 银桥 01	10.00	3+2	2019-09-11	4.20	10.00	正常

债券简称	发行金额(亿元)	期限(年)	起息日	票面利率(%)	债券余额(亿元)	本息兑付情况
20 银桥 01	10.00	3+2	2020-04-21	3.50	10.00	正常
20 昆山银桥(疫情防控债)PPN001	10.00	3+2	2020-07-13	4.20	10.00	正常
PR 银桥 01	10.00	3+2	2021-03-08	4.08	9.00	正常
21 昆山银桥 MTN001	10.00	3	2021-06-09	3.70	10.00	正常
21 昆山银桥 PPN001	6.00	3	2021-11-05	3.74	6.00	--
22 银桥 01	10.00	3	2022-01-17	3.25	10.00	--
22 昆山银桥 PPN001	3.60	3	2022-03-07	3.45	3.60	--
22 昆银 01	5.00	3+2	2022-05-12	3.28	5.00	--
合计	85.70	--	--	--	79.56	--

资料来源：昆山银桥、Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、

产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，

提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年至 2019 年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

（3）区域经济环境

昆山市区位优势显著，城市综合实力连续数年蝉联全国百强县之首，已形成 IT、通用设备制造、专用设备制造、汽车制造等支柱产业，区域经济实力雄厚；花桥经开区是江苏省及昆山市重点发展的服务业集聚区，政策及区位优势显著。跟踪期内，昆山市及

花桥经开区经济实现较快发展，但沪昆两地联系密切，2022年3月以来上海市新冠肺炎疫情出现反弹，较严格的封控及防疫措施亦将对昆山市及花桥经开区阶段性经济发展产生一定负面影响。

昆山市是苏州市下辖的县级市，位于江苏省东南部、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、苏州市区交接。昆山市交通便利，区位优势显著，市内公路网络完善，京沪高速、沪常高速、沪宜高速横穿全市；京沪高铁经停昆山南站；上海轨交11号线支线段终点站设在花桥经开区，在建的苏州轨交S1线途径昆山市中心城区核心区、昆山经济技术开发区等地区，并在花桥站与上海轨交11号线衔接换乘。昆山市市域面积931平方公里，下辖3个国家级经济功能区（昆山经济技术开发区、国家级综合保税区和国家级高新技术产业开发区）、2个省级开发区（花桥经开区、旅游度假区）和8个镇；2020年末，昆山市常住人口209.27万人，常住人口城镇化率为78.95%。

跟踪期内，昆山市经济实现较快发展，经济实力不断增强，2021年蝉联全国中小城市综合实力、绿色发展、投资潜力、科技创新、新型城镇化质量百强县市“五个第一”，连续多年位居全国百强县市首位。2021年，全市实现地区生产总值4748.06亿元，较上年增长7.8%。其中，实现第一产业增加值31.18亿元，同比上升0.6%；第二产业增加值2462.74亿元，同比增长9.7%；第三产业增加值2254.14亿元，同比增长5.9%，三次产业比重为0.7:51.8:47.5。2022年第一季度，昆山市实现地区生产总值1004.63亿元，比上年同期增长5.0%。沪昆两地联系密切，2022年3月以来，上海市新冠肺炎疫情出现反弹，较严格的封控及防疫措施亦将对昆山市阶段性经济发展产生一定负面影响。

图表2. 2019年以来昆山市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

指标名称	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	4045.06	6.1	4276.76	4.0	4748.06	7.8	1004.63	5.0
第一产业增加值	30.34	-2.3	30.95	-0.3	31.18	0.6	2.97	1.1
第二产业增加值	2072.49	5.2	2149.19	4.5	2462.74	9.7	506.85	5.0
第三产业增加值	1942.23	7.3	2096.62	3.4	2254.14	5.9	494.81	5.0
人均地区生产总值（万元）	24.26	--	--	--	--	--	--	--
固定资产投资	720	2.7	743.05	3.3	747.50	0.6	208.50	17.5
社会消费品零售总额	1081.26	5.8	1398.08	0.5	1625.68	16.3	390.20	-1.7
进出口总额（亿美元）	826.72	--	868.40	5.0	1066.10	22.8	259.35	16.7

资料来源：2019-2021年昆山市国民经济与社会发展统计公报、2022年1-3月主要经济指标、政府工作报告等公开资料

昆山市工业基础良好，目前已形成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¹。2021年，全市完成规模以上工业总产值10284.48亿元，比上年增长12.8%。同时，昆山市不断加大人才科创力度，聚集高端要素，2021年集聚国家级领军人才146人、江苏省双创人才152人、姑苏领军人才304人、昆山“头雁人才”4人、昆山双创人才993人；江苏省双创团队19个、姑苏重大创新团队2个、

¹ 具体包括通用设备制造业、专业设备制造业、汽车制造业、橡胶和塑料制品业、电气机械和器材制造业、造纸和纸制品业、金属制品业、化学原料和化学制品制造业、仪器仪表制造业、非金属矿物质制品业、有色金属冶炼和压延加工业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业。

昆山“头雁人才”团队 5 个、昆山双创团队 25 个。此外，昆山市不断推进产业结构调整和产业转型升级，积极实施服务业跨越发展战略，通过发挥紧邻上海的区位优势、江苏的政策优势和昆山的成本优势，加快以花桥经开区为重点的服务业集聚区建设。近年来昆山市重点发展服务外包、休闲旅游、金融服务外包等产业，实现了服务业的较快发展。2021 年全市实现服务业增加值 2254.14 亿元，较上年增长 5.9%，服务业增加值占地区生产总值的比重达到 47.5%，仍为昆山市经济发展的重要助推力量。

2021 年，昆山市完成固定资产投资总额 747.50 亿元，同比增长 0.6%，得益于重大产业项目落地及开工，以及基础设施投资发力，当年全市投资保持稳中有升。其中，全市完成工业投资 230.62 亿元，同比增长 4.8%；完成房地产开发投资 340.84 亿元，同比下降 3.2%，受行业政策收紧影响，近年来房地产开发投资不断下降。2021 年，全市消费品市场快速恢复，全年实现消费品零售总额 1625.68 亿元，同比增长 16.3%；外贸进出口创新高，全年实现进出口总额 1066.10 亿美元，同比增长 22.8%，其中出口总额 709.06 亿美元，同比增长 23.6%。2022 年第一季度，全市完成固定资产投资总额 208.50 亿元，同比增长 17.5%；社会消费品零售总额 390.20 亿元，同比下降 1.7%；进出口总额为 259.35 亿美元，同比增长 16.7%。

土地市场方面，跟踪期内昆山市土地成交总价有所下滑，但土地市场热度仍较高。2021 年全市土地出让总面积为 294.16 万平方米，其中宅地成交面积下滑，导致全年土地出让总价同比下降 16.17% 至 177.01 亿元；宅地成交均价为 1.66 万元/平方米，同比变化不大。2022 年 1-5 月，全市仅成交 2 宗涉宅用地，当期土地出让总面积 19.63 万平方米，其中住宅用地面积 7.35 万平方米，土地出让总价 11.05 亿元，其中住宅用地出让金 9.78 亿元。

图表 3. 2019 年以来昆山市土地市场成交情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-5 月
土地出让总面积（万平方米）	298.18	272.22	294.16	19.63
其中：住宅用地	95.83	121.31	99.09	7.35
商办用地	4.66	8.69	25.32	1.43
工业用地	197.69	142.22	166.95	10.87
其他用地	-	-	2.79	-
土地出让总价（亿元）	145.00	211.15	177.01	11.05
其中：住宅用地	138.24	205.63	164.37	9.78
商办用地	0.86	1.31	7.52	0.57
工业用地	5.90	4.21	4.96	0.69
其他用地	-	-	0.16	-
土地出让均价（元/平方米）	4862.68	7756.63	6017.48	5627.79
其中：住宅用地	14425.37	16951.26	16587.45	13311.99
商办用地	1847.15	1512.04	2971.91	3983.80
工业用地	298.37	295.71	297.20	637.86
其他用地	-	-	568.20	-

资料来源：CREIS 中指指数（数据提取日期为 2022 年 6 月 8 日）

花桥经开区是江苏省首个以现代服务业为主导产业的省级开发区，获批国家现代服务业综合试点和国批昆山深化两岸产业合作试验区、昆山海峡两岸电子商务经济合作实验区核心区，叠加长三角一体化、虹桥国际开放枢纽建设等战略机遇，花桥经开区发展

前景向好。近年来花桥经开区持续推动数字经济、总部经济、研发产业等领域发展，目前已初步形成以车总馆、航天时代飞鹏、苏银消金等为代表的数字经济产业创新集群，认定苏州市数字经济入库企业 160 家，年产出超 500 亿元；以 NSK、华住、好孩子等为代表的总部经济产业创新集群，引进总部项目超 100 个，年产出超 550 亿元；集聚了以浙大新经济发展创新中心、复旦科技园、西交大创新中心等为代表的高端科创平台 21 个，并引进海内外院士项目 9 个、国家级创新创业领军人才 30 人等，为打造汽车、航空航天、机器人、半导体设备、软件、时尚产业等六大研发产业创新集群提供坚实支撑。

跟踪期内花桥经开区经济保持稳定增长，2021 年花桥经开区实现地区生产总值 395.72 亿元，同比增长 8.4%。其中，第二及第三产业增加值分别为 70.85 亿元和 324.33 亿元，同比分别增长 10.1% 和 8.0%。2021 年完成规模以上工业总产值 188.02 亿元，同比增长 24.2%；全年完成固定资产投资 90.59 亿元。根据《2021 年中国中小城市高质量发展指数研究成果》，花桥镇在 2021 年度全国综合实力千强镇中列第 9 名。

2. 业务运营

该公司作为花桥经开区基础设施建设的投融资主体，主要负责花桥经开区基础设施建设及安居房等项目的开发建设。跟踪期内，在动迁房市场化销售规模增长带动下，公司营收及业务收益规模进一步增长。公司项目建设投资规模较大，结算进度偏慢，在基础设施及自营项目方面仍有较大投资安排，公司仍存在一定的资本支出压力；自营项目后续运营受区域房地产及土地市场行情影响较大，资金回笼情况存在一定不确定性。

该公司作为花桥经开区基础设施建设的投融资主体，主要负责花桥经开区基础设施建设及安居房等项目的开发建设。2021 年公司实现营业收入 11.19 亿元，同比增长 0.59%。其中，项目建设业务受毛利率相对较高的动迁房市场化销售规模上升拉动，2021 年该业务收入及盈利空间保持增长，成为公司营收及业务收益的主要来源；代建基础设施业务受政府结算进度影响，2021 年业务收入进一步下滑，毛利率水平基本保持稳定。此外，2021 年公司其他业务中包括公司土地收入 2.03 亿元，系花桥经开区管委会收回土地所形成。2022 年第一季度，公司实现营业收入 1.17 亿元，主要为动迁房销售收入。

图表 4. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	10.85	100.00	11.13	100.00	11.19	100.00	1.17	100.00
项目建设	2.62	24.16	3.49	31.31	5.98	53.40	0.86	73.22
代建基础设施	3.73	34.40	2.21	19.83	1.19	10.64	--	--
房产租赁及物业管理	1.40	12.95	1.46	13.09	1.40	12.47	0.14	11.85
其他	3.09	28.49	3.98	35.76	2.63	23.49	0.17	14.93
毛利率	8.30		13.08		16.30		30.13	
项目建设	3.56		19.72		21.57		27.92	
代建基础设施	4.82		4.78		4.89		--	
房产租赁及物业管理	52.33		49.30		40.76		37.57	

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他		-3.49		-1.40		-3.50		35.04

资料来源：昆山银桥

(1) 工程项目建设

该公司的工程项目建设主要为花桥经开区安居房等项目建设，其中安居房建设主要由公司下属全资子公司昆山花桥国际商务城置业有限公司（以下简称“置业公司”）负责。公司安居房项目按动迁安置价格向拆迁对象进行销售（定向销售），安居房项目按照“拆一还一”的原则，首先对拆迁对象进行评估，并按照评估后的动迁安置价格将安居房出售给动迁户。目前，公司安居房项目大多已完工，后续投资规模不大，截至 2021 年末，公司安居房项目待结转成本合计 30.01 亿元。此外，公司还有部分剩余安居房于 2020 年起逐步进行市场化销售以盘活存量资产，主要涉及黄城花园、梅苑里、徐公桥花园等 500 套，合计面积为 5.78 万平方米。

2021 年，该公司实现工程项目建设收入 5.98 亿元，同比增加 2.49 亿元；毛利率为 21.57%，同比增长 1.85 个百分点。其中，动迁房定向销售收入为 2.75 亿元，同比增加 1.45 亿元，定向销售毛利率为 3.23%，与上年基本持平；同期，动迁房市场化销售收入为 3.15 亿元，同比增加 1.38 亿元，市场化销售毛利率为 37.84%，同比增长 2.06 个百分点。受动迁房市场化销售规模增长影响，2021 年公司工程项目建设业务收入规模及毛利率水平均大幅提升。2022 年第一季度，公司实现工程项目建设收入 0.86 亿元，毛利率为 27.92%。

(2) 代建基础设施

该公司负责花桥经开区道路等基础设施建设，近年来公司主要受昆山花桥国际商务城城乡一体化建设有限公司（以下简称“城乡一体化公司”）²等的委托进行项目的开发建设，并与委托方签订《委托代建协议》，项目建成后由委托方按照一定加成比例进行结算。由于 2021 年公司竣工交付项目规模下降，导致当年公司确认的代建基础设施收入降至 1.19 亿元；加成比例基本保持稳定，当年代建基础设施毛利率为 4.89%，业务整体盈利空间仍较小。因该业务收入确认与结算时间一般为半年或一年，2022 年第一季度公司未实现基础设施代建收入。截至 2021 年末，公司应收城乡一体化公司代建基础设施款 11.07 亿元。

截至 2021 年末，该公司主要在建基础设施项目计划总投资合计为 26.34 亿元，已完成投资 18.37 亿元；主要拟建项目包括 2021 年立项的花桥公桥新村老旧小区综合改造工程、远国路（金融大道至滨江路段）道路新建工程、远国路（金中路至金融大道段）道路扩建工程等，计划总投资为 8.70 亿元。

² 城乡一体化公司控股股东为江苏花桥国际商务城创业投资有限公司，实际控制人为昆山市花桥镇人民政府，主要负责包括土地整理、道路基础设施建设、绿化工程、物业管理在内的城乡一体化项目的投资建设、经营及管理。

图表 5. 截至 2021 年末公司主要在建基础设施项目情况³（单位：亿元）

项目名称	工程项目总投资额	已投资
花桥污水处理厂迁址新建（一期）	3.58	0.63
光明路项目	2.60	2.93
花桥吴淞江湿地公园二期工程	2.50	0.01
规三路薛赵路绿地大道综合管廊	2.20	3.36
吴淞江滨江景观带一期	2.00	2.22
花桥污水处理厂收集系统三期	1.61	0.32
远政路（绿地大道-金融大道）工程	1.59	0.49
花桥花苑新村综合改造工程（二期）	1.29	0.35
海峡两岸商贸合作区展览馆(二期)	1.02	4.74
蓬青路（沿沪大道-徐公河，张泾河-外青松公路）改造工程	0.96	0.14
远国路（金中路-金融大道）道路工程	0.96	0.08
中轴路东延工程	0.94	0.60
花桥黄墅江区域湿地公园工程	0.80	0.31
2019 年水环境整治工程	0.72	0.57
薛赵路工程	0.69	0.65
顺高路东延工程	0.65	0.37
远政路（金融大道-金淞路）新建工程	0.59	0.19
花桥花苑新村综合改造工程（一期）	0.59	0.30
花溪路（312 国道-光明路）改造工程	0.53	0.00
花桥集善新村控源截污改造工程	0.52	0.12
合计	26.34	18.37

资料来源：昆山银桥

自营项目方面，截至 2021 年末，该公司主要自营项目包括商吉路南侧、丹桥路西侧地块商业用房项目、花桥艺体馆等，计划总投资合计为 25.15 亿元，已完成投资 7.26 亿元，上述项目建成后拟通过租售形式回笼资金。

图表 6. 截至 2021 年末公司主要自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	工程项目总投资额	已投资
先导区中心公园	0.25	0.45
花桥艺体馆	4.00	2.32
昆山市中西医结合医院	3.20	1.95
商吉路南侧、丹桥路西侧地块商业用房项目	11.76	1.40
光明路北侧、曹浦路西侧地块商业用房项目	2.99	0.73
花溪路北侧、小瓦浦河西侧地块商业用房项目	2.95	0.41
合计	25.15	7.26

资料来源：昆山银桥

整体看，该公司在建及拟建的基础设施项目和自营项目投资规模仍较大，公司仍存在一定的资本支出压力；自营项目后续运营受区域房地产及土地市场行情影响较大，资金回笼情况存在一定不确定性。

³ 该表中工程项目总投资额仅为项目建设投资，不包含动迁费用及资本化利息支出；部分项目建设已完成，但由于审计决算未出，暂列于在建项目。表中仅列示了工程投资额在 0.50 亿元以上的项目。

(3) 房产租赁及物业管理

该公司房产租赁业务主要是通过建设或购买等方式获得相关办公、厂房、商业和住宅用房，并以较低的租金价格出租给园区内企业，以配合花桥经开区招商引资，完善基础设施与投资环境，以推动花桥经开区的产业升级和人才聚集。截至 2021 年末，公司主要租赁资产面积合计为 79.23 万平方米。公司物业管理业务由昆山市银桥物业管理有限公司负责，主要对集团内部及外部承接物业提供管理服务，具体包括对政府机关楼、高档写字楼、住宅、人才公寓、会展场馆、停车场等多种业态提供的综合物业服务。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现房产租赁及物业管理收入 1.40 亿元和 0.14 亿元；同期，业务毛利率分别为 40.76% 和 37.57%。其中 2021 年该业务毛利率较上年下降 8.54 个百分点，系当年公司对出租物业进行装修改良所致。

(4) 其他

该公司其他业务主要包括土地、典当、会展、广告等业务。2021 年，公司实现其他业务收入 2.63 亿元，毛利率为 -3.50%，主要系土地收入不产生收益，另外典当、会展、广告等业务尚处于起步阶段，其他业务目前呈亏损状态。

土地出让方面，根据花桥经开区管委会与该公司签订的《用地收储协议书》，为配合花桥经开区开发建设需要，花桥经开区管委会计划收储公司名下 13 宗授权经营地块，土地面积合计 42.11 万平方米，按照原授权金额 9.65 亿元进行补偿。花桥经开区管委会自 2018 年起陆续回购，2018-2021 年公司土地收入分别为 0.73 亿元、2.76 亿元、3.65 亿元和 2.03 亿元；该业务由花桥经开区管委会按土地原授权金额回购，不产生收益。

此外，该公司典当业务由昆山市银桥典当有限公司负责，以自有资金进行运作，主要提供房产、土地等资产的典当借款；会展业务由昆山银桥会展服务有限公司负责，主要运营花桥国际博览中心，业务具体包括展馆物业、现场服务、展会招商等。目前上述业务多处于起步阶段，规模较小，2021 年及 2022 年第一季度上述业务收入合计分别为 0.60 亿元和 0.17 亿元。

管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，仍由昆山市国资办全资持股；公司组建新一届董事会，在法人治理结构及主要管理制度等方面未发生重大变更。公司历史偿债记录良好，根据公开信息查询，未发现公司本部存在重大异常情况。

截至 2022 年 3 月末，该公司控股股东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”），股权结构未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 36.00 亿元，较 2020 年末无变化。

跟踪期内，该公司董事会成员发生变动。公司于 2021 年组建新一届董事会，董事 5 人已全部到位。除此之外，公司在法人治理结构及主要管理制度等方面未发生重大变更。

根据该公司提供的 2022 年 5 月 30 日的《企业信用报告》，公司已结清信贷信息中存在一个关注类账户（系 2008 年固定资产借款，已于 2009 年正常还款），无未结清欠息记录，目前信贷情况正常。根据 2022 年 6 月 10 日查询国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

该公司主要负责花桥经开区市政工程项目及安居房等项目的建设，受业务性质限制，公司盈利能力仍较弱，盈利对政府补助、投资收益及投资性房地产公允价值变动等的依赖度较高。跟踪期内，公司负债规模持续增长，负债经营程度继续上升，且随着长期债务逐步进入偿付阶段，公司将持续面临一定的债务集中偿付压力。公司资产以安居房及基础设施建设成本、土地资产和投资性房地产为主，且受限资产规模较大，整体资产流动性一般。

1. 公司财务质量

公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及相关规定。

2021 年，该公司新增昆山花桥展览中心有限公司（简称“展览中心公司”）和昆山花桥国际商务城人力资源有限公司（简称“人资公司”）。其中，公司于 2018 年 6 月与展览中心公司原股东签订股权转让框架协议，约定公司分期付款以受让展览中心公司 100% 股权，股权转让最终价格为 13.60 亿元。公司已于 2021 年 4 月 30 日取得展览中心公司的资产经营权和财务管理权，将展览中心公司纳入公司并表范围。人资公司原由昆山人力资源市场集团有限公司和公司分别持股 51.00% 和 49.00%，2021 年 5 月公司以 34.79 万元受让人资公司的 51% 股权，人资公司成为公司的全资子公司。截至 2022 年 3 月末，纳入公司合并范围的子公司共 16 家。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，该公司负债规模持续增长，2021 年末负债总额为 122.28 亿元，较上年末增长 5.66%；年末资产负债率为 56.40%，较上年末增长 0.76 个百分点，负债经营程度持续上升，但仍处于较合理水平。

该公司负债以非流动负债为主，2021 年末长短期债务比为 149.73%，较上年末增长 8.79 个百分点。从具体构成看，2021 年末公司流动负债为 48.96 亿元，较上年末增长 1.94%，以短期刚性债务、应付账款、其他应付款为主。其中短期刚性债务余额为 39.23 亿元⁴，较上年末下降 7.80%；应付账款余额 3.53 亿元，较上年末增长 10.29%，主要为暂估应付工程款、货款及租金物业费等；其他应付款（不含应付利息）余额 11.14 亿元，

⁴ 包含其他应付款中的借款。

较上年末增长 39.38%，主要为应付昆山乐建住房开发有限公司（以下简称“昆山乐建”）的社会服务项目合作资金 6.17 亿元⁵和当期新增应收昆山花桥财政分局往来款余额 3.30 亿元。此外，因执行新收入准则，期末新增合同负债余额 0.24 亿元，系预收购房款等。2021 年末公司非流动负债为 73.31 亿元，较上年末增长 8.30%，主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款余额 21.43 亿元，较上年末下降 6.20%；应付债券余额 50.34 亿元，主要为公司已发行待偿还的债券及其他债务融资工具，较上年末增长 15.30%，主要系公司当期发行 25.00 亿元标准化债券，同时部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。

2022 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增长 5.97%至 129.57 亿元，其中刚性债务余额较上年末增长 3.93%至 115.36 亿元，主要系当期发行 13.60 亿元标准化债券所致；其他应付款较 2021 年末增长 34.86%至 15.03 亿元，主要系应付花桥财政分局往来款进一步增至 7.30 亿元所致。除此之外，其他负债科目较 2021 年末无显著变化。

刚性债务方面，2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 111.00 亿元和 115.36 亿元，占负债总额的比重分别为 90.78% 和 89.03；同期末，股东权益与刚性债务比率分别为 85.16% 和 82.15%，因融资规模增加，股东权益对刚性债务的保障程度趋弱。公司主要通过发行债券及银行借款的方式筹集资金，2021 年末公司应付债券余额（不含应付利息）和银行借款分别为 69.26 亿元和 33.28 亿元。银行借款方面，2021 年末公司银行借款中抵押借款、质押借款、保证借款和信用借款余额分别为 12.76 亿元、4.67 亿元、9.98 亿元和 5.88 亿元，占银行借款的比重分别为 38.33%、14.03%、29.98% 和 17.65%，抵质押物主要为自有房产、土地使用权及子公司股权；合作银行主要包括交通银行、中国银行、建设银行、农业银行、中信银行等；短期借款利率为 3.85%，长期借款利率在 3.90%-5.00% 之间。2022 年 3 月末，公司刚性债务余额 115.36 亿元，主要包括应付债券余额（不含应付利息）78.96 亿元、银行借款 28.56 亿元和应付昆山乐建国开行转贷 6.17 亿元。

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司短期刚性债务余额分别为 39.23 亿元和 31.46 亿元；同期末，短期刚性债务现金覆盖率为 12.29% 和 31.19%，现金类资产对即期债务的保障程度不足。从具体到期期限看，公司于 2022 年 4-12 月及 2023-2024 年到期的银行借款本金分别为 7.99 亿元、6.57 亿元和 4.97 亿元；以行权计，公司于 2022 年 6-12 月及 2023-2024 年到期的标准化债券本金分别为 10.00 亿元、20.00 亿元和 30.96 亿元。整体看，公司将持续面临一定的债务集中偿付压力。

截至 2021 年末，该公司无对外担保。

（2）现金流分析

该公司销售商品、提供劳务收到的现金主要反映了基础设施及安居房等工程项目的回款，2021 年为 9.15 亿元，较上年增长 24.03%，主要系受到工程项目回款拨付影响所致，当期营业收入现金率为 81.72%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要反映了公司收到的政府补助、暂收财政及其他企事业单位的往来款，2021 年收到其他与经营活动有关的现金为 10.48 亿元，同比显著增长 373.48%，主要系当期公司暂收财政往来

⁵ 实际为该公司通过昆山乐建向国开行借入的棚改资金贷款，已纳入短期刚性债务计算。

款项规模较大，受此影响，当年公司经营活动产生的现金流量净额为 4.11 亿元，呈大额净流入。公司投资活动产生的现金流量主要反映经营性物业投入及股权基金等的投资情况，近年来均呈净流出态势，2021 年公司投资活动产生的现金净流出额为 5.81 亿元，主要系受自营项目的持续投入以及外购香逸尚城人才专项房等影响所致。2021 年筹资活动产生的现金流量净额为 0.43 亿元。

2022 年第一季度，该公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.78 亿元、0.23 亿元和 2.98 亿元。

由于该公司刚性债务规模较大，而利润规模有限，公司 EBITDA 对利息支出的保障程度仍较弱，2021 年公司 EBITDA 为 2.24 亿元，对利息支出的覆盖倍数为 0.64 倍。跟踪期内，公司非筹资性现金流仍呈净流出状态，无法对公司债务提供有效保障。

图表 7. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.38	0.39	0.64
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-2.31	1.28	8.47
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-0.89	0.54	3.37
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-35.37	-45.99	-3.50
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-13.55	-19.53	-1.54

资料来源：昆山银桥

(3) 资产质量分析

受益于政府资本金的注入及经营积累，该公司资本实力平稳增长，2021 年及 2022 年 3 月末，公司所有者权益分别为 94.53 亿元和 94.77 亿元。其中 2021 年末较上年末增长 2.44%，主要系当期昆山市国资办将一处人才公寓（1.60 亿元）以及财政拨付的 0.32 亿元授权给公司，作为资本金计入资本公积。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2021 年末分别为 36.00 亿元和 38.93 亿元，合计占所有者权益的比重为 79.27%，资本结构稳定性较好。

2021 年末，该公司资产总额为 216.81 亿元，较上年末增长 4.23%。公司资产以流动资产为主，2021 年末流动资产为 136.87 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。其中货币资金余额 4.82 亿元，较上年末下降 20.85%，受限 19.12 万元；应收账款余额 14.32 亿元，较上年末增长 22.97%，主要系应收工程款增长所致，其中应收城乡一体化公司工程款余额 11.07 亿元，账龄在 2 年以上的占比 68.87%，应收花桥经开区管委会工程款余额 2.80 亿元，账龄均在 1 年以内；其他应收款余额 6.01 亿元，主要为应收城乡一体化公司 5.65 亿元往来款，较上年末下降 41.17%，主要系本年度收回与花桥财政分局的往来款所致；存货余额为 110.63 亿元，主要包括待开发土地、安居房及基础设施建设成本等，较上年末增长 21.14%，主要系展览中心公司纳入公司合并范围而增加的展览中心工程 12.29 亿元，以及市政工程项目持续投入所致，期末待开发土地账面价值 30.23 亿元、市政工程开发成本 31.61 亿元、安居房开发成本 30.05 亿元。此外，预付账款较上年末减少 4.43 亿元至 0.28 亿元，主要系预付展览中心公司款项在合并报表层面已抵销所致。

2021年末，该公司非流动资产为79.94亿元，主要由其他权益工具投资、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。其中，投资性房地产余额41.17亿元，主要为租赁物业，较上年末增长11.53%，主要系当期外购香逸尚城人才专项房2.43亿元和国资办划拨的人才公寓，以及公允价值增加0.30亿元所致；固定资产余额9.59亿元，主要为房屋建筑物，较上年末下降3.44%，主要系资产折旧所致；在建工程余额为7.70亿元，较上年末增长108.57%，主要系对自营项目的持续投入所致；长期股权投资余额9.30亿元，为权益法计量的股权投资，较上年末下降20.61%，主要系减少对昆山海峡发展基金（有限合伙）（以下简称“海峡基金”）投资2.50亿元和对昆山银时股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“银时基金”）投资0.15亿元所致，期末对昆山盛世银桥汽车产业投资中心（有限合伙）、银时基金、昆山盛世创氪投资中心（有限合伙）投资余额分别为2.81亿元、1.82亿元和1.25亿元；因执行新金融工具准则，期末新增其他权益工具投资余额7.91亿元，较年初增长25.60%，主要系当期对苏州古玉鼎若股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“古玉鼎若基金”）追加投资1.00亿元，期末对苏州银行股份有限公司、太仓港港务集团有限公司和古玉鼎若基金的投资余额分别为1.35亿元、1.29亿元和1.77亿元。此外，因展览中心公司纳入公司合并范围，其他非流动资产（股权收购款）较上年末减少11.84亿元至0；因执行新金融工具准则，期末新增其他非流动金融资产余额2.32亿元，均为委托贷款，较年初增加1.68亿元，系公司委托银行对万国数据科技发展（昆山）有限公司⁶的贷款余额0.32亿元（期限为2009年7月-2023年7月，本年度收回款项0.32亿元），以及公司委托银行对昆山市巴城镇澄源水务建设有限公司⁷贷款余额2.00亿元（期限为2021年6月至-2026年6月）。

2022年3月末，该公司资产总额较上年末增长3.48%至224.34亿元，其中货币资金余额较上年末增长103.46%至9.81亿元；应收账款余额较2021年末下降20.77%至11.34亿元，主要系回笼部分工程款；在建工程余额较上年末增长25.13%至9.64亿元，主要系增加对在建项目的投入及资本化利息分摊所致。除此之外，其余资产科目较2021年末变化不大。

（4）流动性/短期因素

2021年末及2022年3月末，该公司现金比率分别为9.85%和22.23%，短期刚性债务现金覆盖率为12.29%和31.19%，货币资金对短期刚性债务的覆盖能力较弱，短期刚性债务偿还压力较大。同期末流动比率为279.54%和323.56%，公司资产以安居房及基础设施建设成本、土地资产和投资性房地产为主，整体资产流动性一般。

图表8. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动比率（%）	349.14	259.83	279.54	323.56
现金比率（%）	18.62	12.68	9.85	22.23
短期刚性债务现金覆盖率（%）	24.08	14.32	12.29	31.19

资料来源：昆山银桥

⁶ 万国数据科技发展（昆山）有限公司成立于2009年4月，注册地址为江苏省昆山市花桥镇金中路189号，主要提供信息系统应用管理和维护、信息技术支持管理等服务。

⁷ 昆山市巴城镇澄源水务建设有限公司，为昆山市巴城镇人民政府下辖企业。

截至 2021 年末，该公司受限资产主要包括作为贷款保证金而受限的货币资金、因抵押借款而受限的存货、投资性房地产和在建工程合计 21.81 亿元。此外，公司将子公司昆山市银桥领创时代有限公司及展览中心公司 100.00% 股权质押以获取融资，公司对上述子公司的长期股权投资账面价值分别为 5.14 亿元和 13.60 亿元。整体看，公司受限资产规模较大。

图表 9. 截至 2021 年末公司受限资产情况

名称	受限金额（万元）	占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	19.12	0.04	贷款保证金
存货-土地	52904.48	4.78	抵押借款
投资性房地产	141952.53	34.48	抵押借款
在建工程	23176.09	30.10	抵押借款
长期股权投资	187400.52	--	质押借款

资料来源：昆山银桥

3. 公司盈利能力

2021 年该公司实现营业毛利 1.82 亿元，主要来源于工程项目建设业务；综合毛利率为 16.30%，主要受动迁房市场化销售单价较高及销售规模增长拉动，公司综合毛利率进一步提升，但公司主要承担花桥经开区基础设施建设和支持花桥经开区经济发展的职能定位无变化，受业务性质限制，公司盈利能力仍较弱。

2021 年，该公司期间费用及期间费用率分别为 1.31 亿元和 11.72%。同期，公司公允价值变动收益为 0.34 亿元，主要系投资性房地产公允价值变动损益；实现投资净收益 0.33 亿元，主要系对海峡基金长期股权投资权益法下确认的投资收益等；其他收益为 0.31 亿元，主要系政府补助收入。整体看，公司盈利的实现对政府补助、投资收益及投资性房地产公允价值变动等的依赖度较高，总体资产获利能力偏弱。2021 年公司实现净利润 0.52 亿元；同期公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.85% 和 0.55%。

2022 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.35 亿元，期间费用为 0.37 亿元，当期确认投资净收益 0.03 亿元、其他收益 0.07 亿元，实现净利润 0.11 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司作为花桥经开区基础设施建设的投融资主体，主要负责花桥经开区基础设施建设及安居房等项目的开发建设。跟踪期内，在动迁房市场化销售规模增长带动下，公司营收及业务收益规模进一步增长，但受业务性质限制，公司盈利能力仍较弱，盈利对政府补助、投资收益及投资性房地产公允价值变动等的依赖度较高。同时，公司工程建设投资规模较大，结算进度偏慢，后续在基础设施及自营项目方面仍有较大投资安排，公司仍存在一定的资本支出压力；自营项目后续运营受区域房地产及土地市场行情影响较大，资金回笼情况存在一定不确定性。跟踪期内，公司负债规模持续增长，负债经营程度继续上升，且随着长期债务逐步进入偿付阶段，公司将持续面临债务集中偿

付压力。公司资产以安居房、土地资产和投资性房地产为主，且受限资产规模较大，公司整体资产流动性一般。

2. 外部支持因素

该公司作为花桥经开区基础设施建设的投融资主体，能够得到昆山市政府在资本金注入和资金、业务等方面的支持。公司成立之初注册资本为 0.50 亿元，昆山市国资办先后多次以土地资产、土地出让金专项拨款、财政专项拨款等形式对公司进行增资，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本增至 36.00 亿元，资本公积增至 38.93 亿元。2021 年公司收到政府补助 0.31 亿元，为盈利的实现提供有益支持。

此外，该公司与多家银行建立了较紧密的合作关系，获得资金周转与补充的能力较强。截至 2021 年末，公司共获得银行授信总额为 91.67 亿元，未使用授信额度为 43.38 亿元。

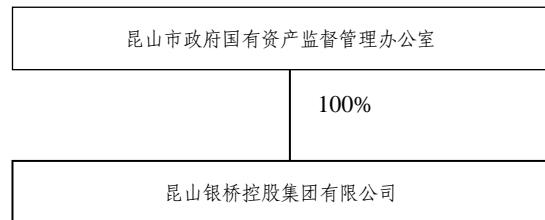
跟踪评级结论

昆山市区位优势显著，城市综合实力连续数年蝉联全国百强县之首，已形成 IT、通用设备制造、专用设备制造、汽车制造业支柱产业，区域经济实力雄厚；花桥经开区是江苏省及昆山市重点发展的服务业集聚区，政策及区位优势显著。跟踪期内，昆山市及花桥经开区经济实现较快发展，但沪昆两地联系密切，2022 年 3 月以来上海市新冠肺炎疫情出现反弹，较严格的封控及防疫措施亦将对昆山市及花桥经开区阶段性经济发展产生一定负面影响。

该公司作为花桥经开区基础设施建设的投融资主体，主要负责花桥经开区基础设施建设及安居房等项目的开发建设。跟踪期内，在动迁房市场化销售规模增长带动下，公司营收及业务收益规模进一步增长，但受业务性质限制，公司盈利能力仍较弱，盈利对政府补助、投资收益及投资性房地产公允价值变动等的依赖度较高。同时，公司工程项目建设投资规模较大，结算进度偏慢，后续在基础设施及自营项目方面仍有较大投资安排，公司仍存在一定的资本支出压力；自营项目后续运营受区域房地产及土地市场行情影响较大，资金回笼情况存在一定不确定性。跟踪期内，公司负债规模持续增长，负债经营程度继续上升，且随着长期债务逐步进入偿付阶段，公司将持续面临债务集中偿付压力。公司资产以安居房、土地资产和投资性房地产为主，且受限资产规模较大，公司整体资产流动性一般。

附录一：

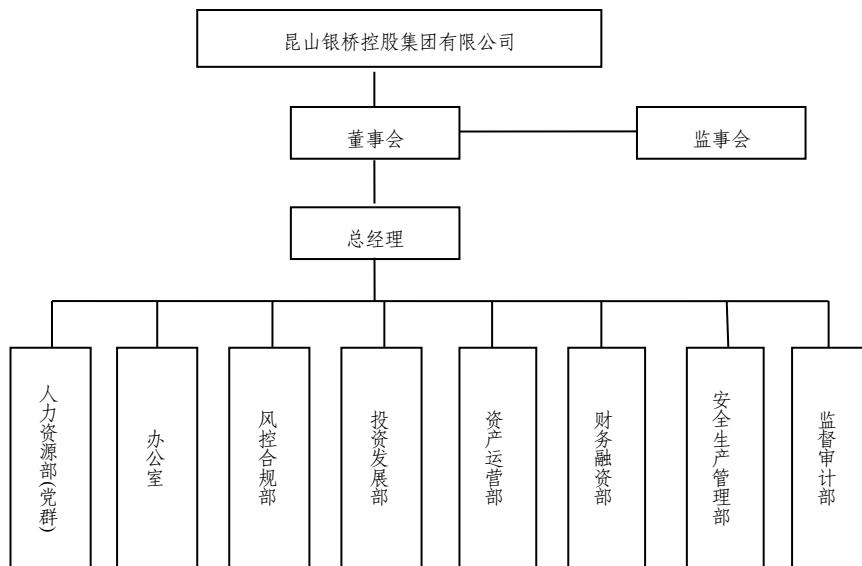
公司股权结构图



注：根据昆山银桥提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据昆山银桥提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年(末) 主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
昆山银桥控股集团有限公司	昆山银桥	--	基础设施建设	101.42	93.77	4.67	0.36	4.48	公司本部
昆山花桥国际商务城置业有限公司	花桥置业	100.00	房地产开发、销售	6.23	12.22	6.02	0.56	0.36	--
昆山市银桥科创发展有限公司	银桥科创	100.00	高新技术开发及成果转让;创业投资咨询业务	2.35	0.91	0.46	-0.03	-1.70	--
昆山银桥会展服务有限公司	银桥会展	100.00	会务服务，展览展示服务；文化艺术交流活动策划（不含演出经纪）等	0.60	0.28	0.07	-0.01	-0.61	
昆山市银桥物业管理有限公司	银桥物业	100.00	物业管理；房屋买卖及租赁中介服务等	0.50	0.05	0.18	-0.07	-0.41	--

注：根据昆山银桥提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	184.44	208.01	216.81	224.34
货币资金 [亿元]	6.31	6.09	4.82	9.81
刚性债务[亿元]	83.83	109.05	111.00	115.36
所有者权益 [亿元]	92.06	92.28	94.53	94.77
营业收入[亿元]	10.85	11.13	11.19	1.17
净利润 [亿元]	1.10	0.93	0.52	0.11
EBITDA[亿元]	1.36	1.94	2.24	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.67	0.52	4.11	1.78
投资性现金净流入量[亿元]	-9.60	-19.36	-5.81	0.23
资产负债率[%]	50.09	55.64	56.40	57.76
长短期债务比[%]	172.66	140.94	149.73	193.57
权益资本与刚性债务比率[%]	109.82	84.62	85.16	82.15
流动比率[%]	349.14	259.83	279.54	323.56
速动比率[%]	61.13	59.92	53.03	63.80
现金比率[%]	18.62	12.68	9.85	22.23
短期刚性债务现金覆盖率[%]	24.08	14.32	12.29	31.19
利息保障倍数[倍]	0.36	0.36	0.52	—
有形净值债务率[%]	101.60	126.90	130.77	138.20
担保比率[%]	2.80	—	—	—
毛利率[%]	8.30	13.08	16.30	30.13
营业利润率[%]	8.58	10.12	10.93	0.90
总资产报酬率[%]	0.75	0.90	0.85	—
净资产收益率[%]	1.21	1.01	0.55	—
净资产收益率*[%]	1.24	1.01	0.55	—
营业收入现金率[%]	43.13	66.27	81.72	80.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.31	1.28	8.47	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-0.89	0.54	3.73	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-35.37	-45.99	-3.50	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.55	-19.53	-1.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.38	0.39	0.64	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注：表中数据依据昆山银桥经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	8
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	6
		流动性	9
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		5
	外部支持	支持因素调整方向	上调
主体信用等级			AA+

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2011年5月31日	AA/稳定	曹明、陈豆豆	-	报告链接
	评级结果变化	2016年6月29日	AA+/稳定	钟士芹、陆奕璇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注 册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AA+/稳定	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AA+/稳定	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注 册文件）	-
PR 昆银桥	历史首次评级	2017年8月21日	AA+	钟士芹、王静茹	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注 册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	-
PR 银桥 01	历史首次评级	2021年2月1日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	-
21 昆山银桥 MTN001	历史首次评级	2020年6月3日	AA+	钟士芹、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月28日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月24日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

- 注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准
- 注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他长期债务
- 注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	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 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。