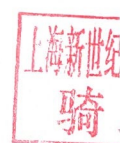




内部编号: 2024060118

昆山银桥控股集团有限公司

及其发行的 PR 昆银桥与 PR 银桥 01



跟踪评级报告

分析师: 陆奕璇 陈其兴 luyx@shxsj.com
 李星星 李昱昱 lxx@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2024）100072】

评级对象： 昆山银桥控股集团有限公司及其发行的 PR 昆银桥与 PR 银桥 01 跟踪

	PR 昆银桥	PR 银桥 01
	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+/2024 年 6 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 17 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2023 年 5 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2023 年 5 月 17 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



评级观点

主要优势：

- 外部环境良好。昆山市经济及财政实力强，其中花桥经开区是江苏与上海的首位交融区，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，产业导入良好。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。
- 区域专营优势。昆山银桥是昆山市重要的区域开发及国有资产运营主体之一，主要在花桥经开区范围内从事基础设施、安居房等项目建设和房产租赁等业务，跟踪期内公司业务地位保持，主业在花桥经开区仍具备区域专营优势。

主要风险：

- 即期债务偿付压力。跟踪期内，昆山银桥刚性债务进一步增长且规模较大，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。昆山银桥待结算工程项目规模较大，后续在基础设施及自营项目方面仍有投资需求，面临一定资本支出压力。
- 盈利能力较弱。昆山银桥主要承担了花桥经开区基础设施建设和安居房项目建设职能，受业务性质限制，公司盈利能力较弱，跟踪期内，盈利的实现仍对政府补助及资产公允价值变动等的依赖度较高。
- 资产流动性一般。昆山银桥资产以基础设施及自营项目建设成本、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。

评级结论

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，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级；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。

未来展望

本评级机构预计昆山银桥信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
发行人母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	2.16	2.25	0.78	7.05
刚性债务 (亿元)	101.42	99.02	100.50	105.99
所有者权益 (亿元)	93.77	95.05	101.52	101.68
经营性现金净流入量 (亿元)	4.48	2.74	-4.23	2.67
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	216.81	219.22	236.85	244.86
总负债 (亿元)	122.28	123.21	134.85	142.66
刚性债务 (亿元)	111.00	111.51	114.84	125.46
所有者权益 (亿元)	94.53	96.00	102.00	102.20
营业收入 (亿元)	11.19	12.01	12.60	2.34
净利润 (亿元)	0.52	0.89	0.77	0.03
经营性现金净流入量 (亿元)	4.11	3.42	-4.32	-2.53
EBITDA (亿元)	2.24	2.10	1.29	—
资产负债率[%]	56.40	56.21	56.93	58.26
长短期债务比[%]	149.73	139.14	75.40	84.21
短期刚性债务现金覆盖率[%]	12.29	19.96	8.74	16.68
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.54	0.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.01	—

注: 根据昆山银桥经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）			
评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		3
	财务风险		5
	初始信用级别		a ⁺
	调整因素	合计调整	0
		其中：①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
	个体信用级别		a ⁺
外部支持	支持因素	+3	
主体信用级别			AA ⁺

调整因素: (0)

支持因素: (+3)

公司是昆山市重要的区域开发及国有资产运营主体之一, 主要在花桥经开区范围内从事基础设施、安居房等项目建设及房产租赁等业务, 主业在花桥经开区具备区域专营优势, 可获昆山市政府在资金、业务等方面的支持。

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和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）（分别简称“PR 昆银桥”及“PR 银桥 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据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”）提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 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“PR 昆银桥”，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 2023 年末，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 2023 年末，募集资金已全部使用完毕。

数据基础

公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023 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。

2023 年，该公司注销子公司江苏中品国际会展有限公司。2024 年第一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2024 年 3 月末，纳入公司合并报表范围的子公司共 14 家。

业务

昆山市交通便利，区位优势显著，已形成电子信息、通用设备制造、汽车制造、专用设备制造等支柱产业，区域经济及财政实力强；2023 年全市经济运行整体好转，一般公共预算收入实现较快增长，但房地产市场仍处于调整期，土地成交规模有所下滑，政府性基金收支缺口进一步扩大。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，近年来区域发展迎来长三角一体化、虹桥国际开放枢纽建设、苏州市域一体化等多重战略机遇，发展前景向好。

该公司主要在花桥经开区范围内从事基础设施、安居房等项目建设及房产租赁等业务。跟踪期内，公司营业收入保持稳定增长，工程项目建设、代建基础设施业务、房产租赁及物业管理业务仍是公司营收主要来源。公司基础设施项目待结算规模较大，后续在基础设施及自营项目方面仍有投资需求，面临一定资本支出压力；自营项目后续运营受区域发展及招商引资情况影响较大，或面临一定经营风险。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

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”发展新格局、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；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

(2) 行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属需积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营

能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济性，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

（3）区域因素

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，苏州轨交 11 号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；2022 年末，昆山市常住人口 212.52 万人，常住人口城镇化率为 79.39%。

昆山市经济实力强，连续多年位居全国百强县市首位。2023 年，全市实现地区生产总值 5140.60 亿元，同比增长 5.0%。其中，第一产业增加值 30.84 亿元，同比增长 1.1%；第二产业增加值 2633.92 亿元，同比增长 4.9%；第三产业增加值 2475.84 亿元，同比增长 5.1%；三次产业结构为 0.6:51.2:48.2，第三产业增加值占比较上年提升 1.0 个百分点。

图表 1. 昆山市主要经济数据

指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	增速（%）	金额	增速（%）	金额	增速（%）
地区生产总值（亿元）	4748.06	7.8	5006.70	1.8	5140.60	5.0
三次产业比例	0.7:51.8:47.5		0.6:52.2:47.2		0.6:51.2:48.2	
人均地区生产总值（万元）	22.59	--	23.63	--	--	--
人均地区生产总值倍数（倍） ¹	2.78	--	2.76	--	--	--
规上工业总产值（亿元）	10284.48	12.8	10810.98	4.1	11432.65	4.5
全社会固定资产投资（亿元）	747.50	0.6	786.32	5.2	835.01	6.2
社会消费品零售总额（亿元）	1625.68	16.3	1638.11	0.8	1717.66	4.9
进出口总额（亿美元）	1066.10	22.8	1033.09	-3.1	1078.90	4.4

注：根据昆山市国民经济和社会发展统计公报、统计年鉴等资料整理

昆山市工业基础良好，目前已形成 1 个千亿级 IT（计算机、通信和其他电子设备制造业）产业集群和 13 个百亿级产业集群²。2023 年，全市完成规模以上工业总产值 11432.65 亿元，同比增长 4.5%。其中，高新技术产业产值 4573.77 亿元，同比下降 10.8%；计算机、通信和其他电子设备制造业产值 6969.04 元，同比增长 15.6%。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，近年来全市服务业实现较快发展。2023 年，全市生产性服务业（重点领域）完成增加值 1304.48 亿元，占 GDP 比重达 25.4%，较上年提升 1.4 个百分点；增加值较上年增长 9.1%，拉动 GDP 增长 2.3 个百分点，成为经济稳定增长的重要支撑；以金融业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，科学研究和技术服务业为代表的现代生产性服务业快速增长，增加值分别较上年增长 12.5%、7.6%、20.3%和 16.1%。

昆山市外向型经济特征较明显，2023 年全市实现进出口总额 1078.90 亿美元，同比增长 4.4%，外贸依存度处于高水平；同期，国内消费市场加快恢复，全年社会消费品零售总额为 1717.66 亿元，同比增长 4.9%。投资方面，2023 年全市完成固定资产投资总额 835.01 亿元，同比增长 6.2%，其中工业投资 268.29 亿元、房地产开发投资 353.46 亿元，分别较上年增长 8.8%和 7.8%，带动全市固定资产投资较快增长。

¹ 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

² 具体包括通用设备制造业、汽车制造业、专用设备制造业、橡胶和塑料制品业、电气机械和器材制造业、金属制品业、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、仪器仪表制造业、造纸和纸制品业、非金属矿物制品业、印刷和记录媒介复制业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业。

图表 2. 昆山市房地产市场数据

指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	增速（%）	金额	增速（%）	金额	增速（%）
房地产开发投资（亿元）	340.84	-3.2	327.97	-3.8	353.46	7.8
住宅新开工面积（万平方米）	307.60	-2.4	140.98	-54.2	223.72	24.0
新建商品房销售面积（万平方米）	384.67	-3.2	350.97	-8.8	281.47	-19.8
商品房销售金额（亿元）	694.08	13.6	665.07	-4.2	496.60	-25.3

注：根据昆山市国民经济和社会发展统计公报整理

昆山市 2023 年楼市成交量下滑较为明显，全年新建商品房销售面积为 281.47 万平方米，同比下降 19.8%；商品房销售金额为 496.60 亿元，同比下降 25.3%。2023 年下半年以来，昆山市陆续执行认房不认贷、下调首付比例等楼市调控政策，但提振效果有待观察，全市房地产市场仍处于调整期。受房地产市场影响，2023 年昆山市土地成交规模有所下滑，全市土地出让总面积为 195.22 万平方米，以住宅用地和工业用地为主；土地出让总价为 171.17 亿元，同比下降 6.57%，主要由住宅用地及综合用地贡献。2024 年第一季度，全市土地出让总面积为 41.18 万平方米，土地出让总价为 8.88 亿元，住宅用地成交均为 1.81 万元/平方米。

图表 3. 昆山市土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
土地成交总面积（万平方米）	294.16	196.82	195.22	41.18
其中：住宅用地	58.41	59.33	101.37	4.06
综合用地（含住宅）	37.24	37.19	9.08	--
商业/办公用地	28.76	26.25	18.88	1.28
工业用地	166.95	74.06	65.89	34.85
土地成交总价（亿元）	177.01	183.20	171.17	8.88
其中：住宅用地	84.89	106.29	152.37	7.36
综合用地（含住宅）	79.12	65.19	11.58	--
商业/办公用地	7.88	9.24	4.86	0.35
工业用地	4.96	2.48	2.37	1.14
土地成交均价（万元/平方米）	0.60	0.93	0.88	0.22
其中：住宅用地	1.45	1.79	1.50	1.81
综合用地（含住宅）	2.12	1.75	1.28	--
商业/办公用地	0.27	0.35	0.26	0.28
工业用地	0.03	0.03	0.04	0.03

资料来源：CREIS 中指数据

财政收入方面，昆山市一般公共预算收入是地方综合财力的主要构成。2023 年受益于经济持续发展，叠加制造业缓缴税款入库及增值税留抵退税规模减小等因素，全市实现一般公共预算收入 456.59 亿元，较上年增长 6.1%；税收比率³为 88.62%，维持在较高水平。从税收构成看，增值税及所得税对税收收入的贡献度相对较高，2023 年全市增值税、企业所得税和个人所得税合计为 278.23 亿元，占同期税收收入的 68.8%，占比较上年提升 6.5 个百分点；土地增值税、房产税和契税合计为 86.38 亿元，占同期税收收入的 21.3%，占比较上年下降 7.9 个百分点。同期，昆山市一般公共预算支出为 411.78 亿元，主要用于教育、社会保障和就业、城乡社区和科学技术等方面；一般公共预算自给率⁴为 110.88%，财政自给能力强。

昆山市政府性基金预算收入主要来源于土地使用权出让收入，2023 年实现政府性基金收入 148.41 亿元，为同期一般公共预算收入的 0.33 倍，受土地出让情况等影响，政府性基金收入对地方综合财力的贡献度持续下降。2023 年昆山市政府性基金预算支出为 182.76 亿元，基金预算收支缺口有所扩大。

政府债务方面，近年昆山市政府债务持续增长，相较于财政实力，区域债务负担仍相对可控。2023 年末昆山市政府债务余额为 300.10 亿元，其中一般债务余额 109.95 亿元，是其 2023 年一般公共预算收入的 0.24 倍；专项

³ 税收比率=税收收入/一般公共预算收入*100%。

⁴ 一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

债务余额为 190.15 亿元，是其 2023 年政府性基金预算收入的 1.28 倍。

图表 4. 昆山市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入	466.88	430.18	456.59
其中：税收收入	411.48	371.64	404.64
一般公共预算支出	399.11	378.99	411.78
政府性基金预算收入	254.26	194.56	148.41
其中：国有土地使用权出让收入	233.23	174.17	132.44
政府性基金预算支出	255.94	209.10	182.76
政府债务余额	221.07	256.56	300.10

注：根据昆山市财政决算/预算执行报告等整理

江苏昆山花桥经济开发区（即“花桥国际商务城”，以下简称“花桥经开区”）系在原昆山市花桥镇的基础上开发建立而成，采取乡镇与开发区合并发展的开发机制，2006 年启动建设，区域面积 52.3 平方公里，总人口约 34.6 万。花桥经开区地处苏沪交界处，东依上海国际汽车城，西邻昆山经济技术开发区，是江苏与上海的首位交融区，区位优势显著，国内首条跨省际地铁上海地铁 11 号线于 2013 年开通，并在花桥经开区设有 3 站，进一步放大沪昆同城效应；2023 年 6 月，苏沪两地地铁网络正式实现互联互通，苏州轨交 11 号线开通运营，并在花桥站与上海地铁 11 号线衔接换乘，花桥经开区在沪苏同城化进程中亦发挥重要作用。

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；区域发展迎来长三角一体化、虹桥国际开放枢纽建设、苏州市域一体化等多重战略机遇，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、研发经济等领域发展，上述三大产业规模均超 500 亿元。在数字经济方面，引进航天时代飞鹏、苏银消金等一批数字经济旗舰型项目，认定苏州市数字经济入库企业 209 家，占比位列昆山市第一；在总部经济方面，引进恩斯克、蒂森克虏伯等总部项目超 100 个；在研发经济方面，依托超 100 万平方米科创承载空间、21 个高端科创平台，深化与航天九院、哈工大等院所合作，聚力做强航空航天、时尚创意、人形机器人等研发产业。同时，花桥经开区结合 8 平方公里工业区改造升级，推动制造业数字化改造，并积极培育金融服务、新零售、文化创意等特色产业。2023 年，花桥经开区实现地区生产总值 405.10 亿元，同比增长 4.0%。其中，服务业增加值为 318.3 亿元，同比增长 3.2%。同期，花桥经开区实现一般公共预算收入 50.00 亿元。

图表 5. 花桥经济开发区主要经济及财政数据

指标	2021 年	2022 年	2023 年
地区生产总值（亿元）	395.72	401.32	405.10
占昆山市比重（%）	8.3	8.0	7.9
一般公共预算收入（亿元）	51.53	54.18	50.00
占昆山市比重（%）	11.0	12.6	11.0

注：根据昆山市人民政府网站披露的数据整理

2. 业务运营

（1）业务范围与地位

花桥经开区是江苏省及昆山市重点发展的服务业集聚区，该公司主要在花桥经开区范围内从事基础设施、安居房等项目建设及房产租赁等业务，主业在花桥经开区具备区域专营优势，公司业务地位重要。

（2）经营规模

该公司主要负责花桥经开区基础设施及安居房等项目开发建设，已形成较多区域项目开发成本以及可供出租物业资产，2023 年末及 2024 年 3 月末公司资产总额分别为 236.85 亿元和 244.86 亿元。近年来，公司营业收入主要来源于工程项目建设、代建基础设施、房产租赁及物业管理等业务，营业收入逐年小幅增长，但受安

居房市场化销售规模波动影响，综合毛利率波动较大。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现营业收入 12.60 亿元和 2.34 亿元，其中 2023 年营业收入同比增长 4.92%，主要受代建基础设施业务结算规模增长拉动。同期，公司综合毛利率分别为 5.43% 和 4.65%，其中 2023 年主要受安居房销售毛利率下降影响，综合毛利率较 2022 年下降 1.69 个百分点。

图表 6. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2021 年/末		2022 年/末		2023 年/末		2024 年第一季度/末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	216.81	--	219.22	--	236.85	--	244.86	--
营业收入	11.19	100.00	12.01	100.00	12.60	100.00	2.34	100.00
其中：工程项目建设	5.98	53.40	8.03	66.81	7.42	58.89	0.85	36.21
代建基础设施	1.19	10.64	0.93	7.78	2.96	23.49	--	--
房产租赁及物业管理	1.40	12.47	1.01	8.44	1.16	9.22	0.30	12.74
土地业务	2.03	18.09	1.58	13.11	0.66	5.26	1.04	44.41
其他	0.60	5.40	0.46	3.86	0.40	3.14	0.16	6.67

注：根据昆山银桥所提供的数据整理

A. 工程项目建设业务

该公司的工程项目建设业务主要为花桥经开区安居房等项目建设，主要由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。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。

2023 年及 2024 年第一季度，该公司分别实现工程项目建设收入 7.42 亿元和 0.85 亿元；毛利率分别为 3.35% 和 5.32%。其中，2023 年受安居房销售规模下滑以及市场化销售收入贡献度波动影响，工程项目建设收入同比下降 7.51%、业务毛利率同比下降 6.31 个百分点。目前，公司安居房项目大多已完工，后续投资规模不大，截至 2023 年末，公司安居房项目待结转成本约为 14.01 亿元，暂无新建和拟建安居房项目。

B. 代建基础设施业务

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”）⁵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。

2023 年，该公司按照委托代建协议所建设的中轴路东延工程、薛赵路工程、吴淞江滨江景观带一期等项目竣工验收，整体交付给城乡一体化公司，确认代建基础设施收入 2.96 亿元，同比增长 216.99%；同期，业务毛利率为 4.42%，同比下降 0.35 个百分点；2024 年第一季度公司未确认基础设施业务收入。截至 2024 年 3 月末，公司应收城乡一体化公司代建基础设施款 12.01 亿元；同期末，公司主要在建基础设施项目计划总投资为 25.77 亿元，已完成投资 19.66 亿元；待结转市政工程项目成本约为 45.40 亿元；主要拟建项目为花桥集善新村老小区综合改造工程（一期）等，计划总投资约 1.42 亿元。

图表 7. 截至 2024 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况⁶（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
花桥污水处理厂迁址新建（一期）	3.58	0.79
光明路项目	2.60	3.42
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	3.88
花桥污水处理厂收集系统三期	1.61	0.48

⁵ 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。

⁶ 该表中工程项目总投资额仅为项目投资，不包含动迁费用及资本化利息支出；部分项目建设已完成，但由于尚未达到预计可使用状态，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。

项目名称	计划总投资	已完成投资
远政路（绿地大道-金融大道）工程	1.59	0.66
花桥花苑新村综合改造工程（二期）	1.29	0.84
海峡两岸商贸合作区展览馆(二期)	1.02	5.47
蓬青路（沿沪大道-徐公河，张泾河-外青松公路）改造工程	0.96	0.70
远国路（金中路-金融大道）道路工程	0.96	0.15
花桥双华路（312 国道-逢星路）改造工程	0.90	0.01
花桥胜巷新村老旧小区综合改造工程	0.87	0.23
花桥黄墅江区域湿地公园工程	0.80	0.40
花桥花溪畔居综合提升工程	0.78	0.43
2019 年水环境整治工程	0.72	0.85
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	0.34
花桥花苑新村综合改造工程（一期）	0.59	0.44
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	0.19
花桥经济开发区花溪路（花园路-312 国道）改造工程项目	0.51	0.00
合计	25.77	19.66

注：根据昆山银桥所提供的数据整理

自营项目方面，近年来该公司自营项目主要包括花桥艺体馆（花桥有光文化体育中心）、光明路北侧曹浦路西侧地块商业用房项目（花悦荟生活广场）、建造研发楼项目工程（巅峰一期）等，其中，花桥有光文化体育中心已完工，实际投资 3.55 亿元，内设保利剧院、玉山书房、培训中心、游泳馆、篮球馆、健身房以及配套商业，于 2024 年 4 月全面启用。截至 2024 年 3 月末，公司在建自营项目详见下表，计划总投资合计为 30.80 亿元，已完成投资 10.59 亿元，其中，花悦荟生活广场已于 2023 年 10 月开业，引入超市、餐饮等业态；花家湾项目亦为商业综合体，已于 2024 年 4 月通过联合验收；创鑫智造产业园、巅峰一期和巅峰二期项目均为科创载体，项目建成后拟通过租售形式回笼资金。此外，子公司置业公司于 2023 年 9 月购入一宗商住用地，土地位置为花桥经开区薛赵路东侧、金捷路北侧，面积为 10.56 万平方米，成交价为 13.50 亿元，公司将择机开发建设。

图表 8. 截至 2024 年 3 月末公司主要自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
商吉路南侧、丹桥路西侧地块商业用房项目	11.76	1.68
光明路北侧、曹浦路西侧地块商业用房项目（花悦荟生活广场）	2.99	1.89
花溪路北侧、小瓦浦河西侧地块商业用房项目（花家湾）	2.95	1.15
银桥创鑫智造产业园厂房新建工程（中德宏泰）	2.30	0.88
建造研发楼项目工程（巅峰一期）	6.30	3.80
航天产业园厂房新建工程（巅峰二期）	4.50	1.19
合计	30.80	10.59

注：根据昆山银桥所提供的数据整理

整体看，该公司在基础设施项目和自营项目方面仍存在一定的资本支出压力；自营项目后续运营受区域发展及招商引资情况影响较大，或面临一定经营风险。

C. 房产租赁及物业管理业务

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，推动花桥经开区的产业升级和人才聚集。2024 年 4 月末公司经营性资产可供出租面积为 85.07 万平方米，平均出租率约 52.25%。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。2023 年和 2024 年第一季度，公司分别实现房产租赁及物业管理收入 1.16 亿元和 0.30 亿元，同期，房产租赁及物业管理毛利率分

别为 33.28%和 5.87%。

图表 9. 截至 2024 年 4 月末公司主要经营性资产情况（单位：万平方米、%）

业态	资产内容	可供出租面积	已出租面积	出租率
住宿类	启航社/鑫苑国际城市花园/中寰广场/万科魅力花园人才公寓/花溪人才公寓/徐公桥人才公寓/华道园区	23.07	11.86	51.43
办公类	国际金融大厦/爱知商务大厦等	4.25	3.93	92.45
科创载体类	中茵商务大厦/亚太广场/创新港 A、B 区/顺扬智汇谷等	22.26	10.31	46.30
商业类	桥苑饭店/曹安活动中心/中城花园商铺/花溪路沿街商业/梅苑里商铺/花桥有光文化体育中心/花悦荟生活广场/花家湾等	10.13	5.49	54.23
其他类	地下空间车库/安博一期、二期园区等	25.36	12.86	50.70
合计	--	85.07	44.45	52.25

注：根据昆山银桥所提供的数据整理

D. 其他业务

该公司其他业务主要包括土地、典当、会展等业务。其中，土地业务主要为转让公司拥有权益的土地资产。根据花桥经开区管委会与公司签订的《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授权经营地块，并按照原授权金额进行补偿，故公司土地业务无收益。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现土地业务收入 0.66 亿元和 1.04 亿元，毛利率均为零。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。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别实现其他业务收入 0.40 亿元和 0.16 亿元，因典当、会展等其他业务多处于起步阶段，规模较小，同期毛利率分别为-20.87%和 30.01%，波动较大且总体呈亏损状态。

财务

受自身业务性质限制，该公司盈利能力较弱，盈利的实现对政府补助及资产公允价值变动等的依赖度仍较高。跟踪期内，公司刚性债务进一步增长且规模较大，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。公司资产以基础设施及自营项目建设成本、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. 财务杠杆

该公司在市政及安居房工程方面投入了大量资金，跟踪期内负债总额及刚性债务均有所增长，但受益于政府资本金的注入，公司负债经营程度仍保持在较合理水平。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司负债总额分别为 134.85 亿元和 142.66 亿元，其中刚性债务分别为 114.84 亿元和 125.46 亿元；同期末资产负债率分别为 56.93%和 58.26%，其中 2023 年末资产负债率较上年末增长 0.72 个百分点，股东权益与刚性债务比率分别为 88.82%和 81.46%。

（1）资产

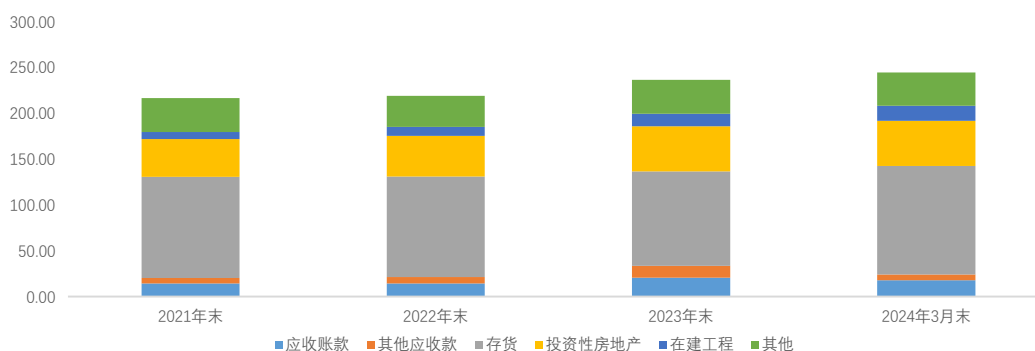
2023 年末，该公司资产总额为 236.85 亿元，较上年末增长 8.04%。从具体构成来看，公司资产以流动资产为主，2023 年末流动资产为 150.11 亿元，较上年末增长 6.67%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。其中，货币资金余额 5.60 亿元，较上年末下降 32.27%，受限 1435.12 万元；应收账款余额 20.74 亿元，较上年末增长 44.65%，其中应收城乡一体化公司工程款余额 15.03 亿元，账龄在 3 年以上的占比 65.62%，应收花桥经开区管委会工程款余额 5.50 亿元，账龄均在 1 年以内；其他应收款余额 12.87 亿元，较上年末增长 81.32%，主要为应收昆山花桥财政分局补贴款等 7.06 亿元、江苏花桥国际商务城博览中心有限公司（以下简称“花桥博览

中心公司”）往来款 3.08 亿元，以及应收时空电动汽车股份有限公司⁷、北京憧憬时代科技有限公司股权转让款 1.54 亿元和 0.78 亿元，账龄集中在 1 年以内；存货余额为 103.09 亿元，较上年末下降 6.11%，主要包括待开发土地、安居房及基础设施建设成本等，以及展览中心工程开发成本，期末待开发土地账面价值 28.00 亿元、市政工程开发成本 42.11 亿元、安居房开发成本 14.01 亿元、展览中心工程开发成本 12.29 亿元。此外，预付账款余额较上年末增加 6.58 亿元至 6.85 亿元，增量主要系公司预付的土地款。

2023 年末，该公司非流动资产为 86.74 亿元，较上年末增长 10.50%，主要由其他权益工具投资、其他非流动金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。其中，其他权益工具投资余额为 4.96 亿元，较上年末下降 4.93%，期末主要构成为公司对苏州银行股份有限公司和苏州市港航投资发展集团有限公司投资余额 1.42 亿元和 2.21 亿元；其他非流动金融资产余额为 8.66 亿元，较上年末增长 50.80%，增量主要为新增 1.80 亿元委托贷款以及权益工具公允价值变动 1.11 亿元，期末主要构成为公司对昆山市属企业委托贷款余额 3.80 亿元⁸，以及对苏州古玉鼎若股权投资合伙企业（有限合伙）、昆山峰瑞股权投资中心（有限合伙）投资余额 2.72 亿元和 1.05 亿元；投资性房地产余额 49.53 亿元，主要为租赁物业，均采用公允价值计量，较上年末增长 11.51%，主要系将花桥艺体馆等资产转入增加 4.51 亿元，以及公允价值变动增加 0.60 亿元所致；固定资产余额为 5.80 亿元，较上年末下降 6.63%，主要受先导区中心公园由在建工程转入以及部分资产转出至投资性房地产综合影响；在建工程余额为 13.63 亿元，较上年末增长 38.64%，主要受自营项目持续投入以及完工项目转出综合影响。此外，长期股权投资余额较上年末下降 50.37%至 2.75 亿元，主要系当期退出昆山憧憬时代产业投资管理中心（有限合伙）、确认应收银时基金份额转让款等导致减少投资 1.68 亿元，以及昆山盛世创氩投资中心（有限合伙）等产业基金按权益法核算确认投资收益-1.02 亿元综合影响所致，期末对昆山复茂创业投资合伙企业（有限合伙）、银桥泰越（昆山）人工智能产业投资中心（有限合伙）、中投中财（苏州）游戏产业投资管理中心（有限合伙）和昆山海峡发展基金（有限合伙）投资余额分别为 1.01 亿元、0.70 亿元、0.50 亿元和 0.43 亿元。

2024 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 3.38%至 244.86 亿元，其中货币资金余额较上年末增长 100.74%至 11.24 亿元；存货较上年末增长 14.90%至 118.44 亿元，主要系项目持续投入以及购地成本转入存货核算所致，相应的，预付账款较上年末减少 6.76 亿元至 0.09 亿元；其他应收款较上年末下降 51.37%至 6.26 亿元，主要系应收昆山花桥财政分局和花桥博览中心公司的部分款项回笼所致；在建工程较上年末增长 20.22%至 16.38 亿元，主要系自营项目持续投入所致。

图表 10. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据昆山银桥所提供的数据整理、绘制

截至 2023 年末，该公司受限资产主要包括货币资金、投资性房地产和在建工程，合计为 32.18 亿元，占资产总额的 13.59%。此外，公司将持有的子公司昆山市银桥领创时代有限公司 100.00%股权（账面价值 5.14 亿元）为公司向银行借款提供质押担保。整体看，公司受限资产规模较大。

⁷ 该公司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”）初始出资 1.99 亿元，此后分次收到投资回购款合计 0.45 亿元；根据相关法院调解书，时空电动汽车股份有限公司于 2024 年 12 月 31 日前支付公司剩余回购款 1.54 亿元及收益。此外，2023 年末公司其他应收款计提的坏账准备余额为 0.48 亿元，主要系对昆山新领域企业管理合伙企业（有限合伙）股权转让款计提的坏账准备。

⁸ 截至 2023 年末，该公司对昆山市巴城镇澄源水务建设有限公司（系昆山市巴城镇人民政府下辖企业）委托发放贷款余额 3.00 亿元，对江苏昆山开发区建设集团公司（系昆山市经济技术开发区管委会下辖企业）委托发放贷款余额 0.80 亿元。

图表 11. 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：万元、%）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	1435.12	2.56	工程保证金和贷款保证金
投资性房地产	276350.00	55.79	银行借款抵押
在建工程	44032.90	32.32	银行借款抵押
合计	321818.02	13.59	--

注：根据昆山银桥所提供的数据整理、绘制

（2）所有者权益

受益于政府资本金的注入及经营积累，近年来该公司资本实力平稳增长。2023 末，公司所有者权益为 102.00 亿元，较上年末增长 6.25%，主要系当期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”）将财政拨款的 5.60 亿元授权给公司，作为资本金计入资本公积；公司资本结构稳定性较好，2023 年末实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 79.18%。2024 年 3 月末，公司所有者权益较上年末略增 0.20%至 102.20 亿元。

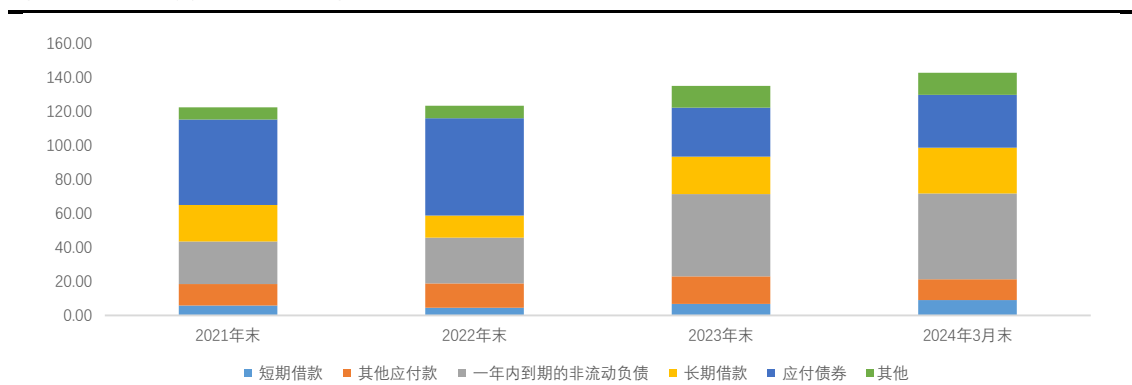
（3）负债

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司负债总额分别为 134.85 亿元和 142.66 亿元，其中 2023 年末负债总额较上年末增长 9.45%。从期限结构看，主要受存量债券逐步到期影响，2023 年以来公司负债转以流动负债为主，2023 年末公司长短期债务比为 75.40%，较上年末下降 63.74 个百分点；2024 年 3 月末长短期负债比为 84.21%。

从具体构成看，2023 年末该公司流动负债为 76.88 亿元，较上年末增长 49.21%，以短期刚性债务、应付账款和其他应付款为主。其中短期刚性债务余额为 64.06 亿元，较上年末增长 54.68%，主要系一年内到期的应付债券较上年末增加 22.37 亿元至 43.89 亿元所致；应付账款余额 3.79 亿元，较上年末增长 33.62%，主要为应付工程款等；其他应付款（不含应付利息，下同）余额 14.65 亿元，较上年末增长 17.28%，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 6.15 亿元⁹、应付城乡一体化公司往来款 3.47 亿元、应付苏州骏恒房地产开发有限公司代收代付款项 3.10 亿元等。2023 年末公司非流动负债为 57.97 亿元，较上年末下降 19.14%，主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款余额 21.85 亿元，较上年末增长 68.36%；应付债券余额 28.93 亿元，主要为公司已发行待偿还的债券，较上末下降 49.35%，主要系部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。此外，递延收益较上年末增加 5.79 亿元至 5.81 亿元，主要系当期增加 5.90 亿元工程建设专项资金所致。

2024 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增长 5.79%至 142.66 亿元，增量主要来自刚性债务，其中短期借款较上年末增长 32.89%至 9.09 亿元，一年内到期的非流动负债较上年末增长 4.20%至 50.46 亿元，长期借款较上年末增长 23.70%至 27.03 亿元，应付债券较上年末增长 7.26%至 31.03 亿元，刚性债务较上年末增长 9.25%至 125.46 亿元；其他应付款余额较上年末下降 24.62%至 11.04 亿元，主要系代收代付款项减少所致。

图表 12. 公司负债构成情况（单位：亿元）



注：根据昆山银桥所提供的数据整理、绘制

⁹ 实际为子公司置业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。

刚性债务方面，2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 114.84 亿元和 125.46 亿元，其中 2023 年末刚性债务较上年末增长 2.99%。公司主要通过发行债券及银行借款的方式筹集资金，2023 年末公司债券余额 72.82 亿元，较上年末减少 5.82 亿元，占刚性债务的 63.41%；银行借款余额 33.07 亿元，较上年末增加 10.19 亿元，占刚性债务的 28.79%；应付票据和应付昆山乐建国开行转贷余额分别为 1.30 亿元和 6.15 亿元。2024 年 3 月末，公司刚性债务较上年末增加 10.62 亿元，主要系债券余额增加 3.73 亿元至 76.55 亿元、银行借款余额增加 7.83 亿元至 40.90 亿元。银行借款方面，借款方式主要为抵质押借款、保证借款等，抵质押物主要为自有房产、土地使用权及子公司股权，保证人主要为母子公司互保；合作银行主要包括中国银行、建设银行、交通银行、农业银行等，综合成本约为 3.30%。债券方面，截至 2024 年 5 月末，公司待偿还的标准债本金余额为 77.85 亿元（详见下表），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。

主要因债券集中到期，该公司 2023 年以来短期刚性债务大幅增长，2023 年末短期刚性债务余额较上年末增长 54.68%至 64.06 亿元；2024 年 3 月末短期刚性债务增至 67.40 亿元，占刚性债务的比重为 53.72%。从具体到期期限看，公司于 2024-2026 年到期的银行借款本金分别为 14.28 亿元、6.80 亿元和 2.91 亿元；以行权计，公司于 2024 年 6-12 月及 2025-2026 年到期的标准化债券本金分别为 23.22 亿元、22.90 亿元和 6.03 亿元。整体看，公司将持续面临一定的债务集中偿付压力。

图表 13. 截至 2024 年 5 月末公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

债项名称	发行金额	期限	起息日	最新票面利率	债券余额	本息兑付情况
PR 昆银桥	7.60	7	2017-10-18	5.50	1.52	正常
19 银桥 01	10.00	3+2	2019-09-11	2.90	5.70	正常
PR 银桥 01	10.00	3+2	2021-03-08	2.88	6.03	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	正常
22 银桥 01	10.00	3	2022-01-17	3.25	10.00	正常
22 昆山银桥 PPN001	3.60	3	2022-03-07	3.45	3.60	正常
22 昆银 01	5.00	3+2	2022-05-12	3.28	5.00	正常
22 银桥 02	4.30	3	2022-08-26	2.88	4.30	正常
24 昆山银桥 MTN001	5.00	3	2024-03-13	2.79	5.00	--
24 昆山银桥 MTN002	5.00	3	2024-03-13	2.79	5.00	--
24 银桥 01	5.70	3	2024-03-25	2.69	5.70	--
24 昆山银桥 MTN003	5.00	3	2024-05-29	2.36	5.00	--
24 昆山银桥 MTN004	5.00	3	2024-05-29	2.35	5.00	--
合计	92.20	--	--	--	77.85	--

注：根据财汇数据整理、绘制

2. 偿债能力

（1）现金流量

该公司安居房项目的资金平衡情况主要取决于房屋安置及销售进度，基础设施项目的资金平衡情况主要取决于项目建设及委托方结算进度，自营项目的资金平衡情况主要取决于项目的租售情况，与区域发展及招商引资情况相关。2023 年及 2024 年第一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 6.95 亿元和 5.75 亿元，主要反映了基础设施及安居房等工程项目的回款；营业收入现金率分别为 55.14%和 245.49%，受工程项目回款拨付影响，营业收入现金率波动较大。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 20.83 亿元和 6.79 亿元，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，其中 2023 年规模较大主要系当期公司暂收其他公司往来款项 14.20 亿元和收到补贴收入 6.60 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额分别为-4.32 亿元和-2.53 亿元，2023 年以来经营活动现金转为净流出主要系项目建设、购置土地以及暂付财政往来款项规模较大所致。

2023 年及 2024 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.71 亿元和-1.60 亿元。其中，2023 年

转为净流出主要系自营项目建设支出规模较大以及新增委贷支出所致。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.26 亿元和 9.76 亿元，其中 2023 年公司收到财政拨款资本金 5.60 亿元。近年来公司刚性债务保持增长，且后续在基础设施项目和自营项目方面仍有一定资金支出需求，考虑到公司主业资金平衡周期相对较长，未来债务偿付及项目建设对外部融资的依赖仍较大。

（2）盈利

该公司营业毛利主要来源于工程项目建设业务和房产租赁及物业管理业务，2023 年公司实现营业毛利 0.68 亿元，同比下降 20.05%，其中工程项目建设业务、房产租赁及物业管理业务毛利占比分别为 36.40%和 56.55%；综合毛利率为 5.43%，同比下降 1.69 个百分点。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职能，受业务性质限制，公司盈利能力较弱，2023 年主要受安居房销售毛利率下降影响，公司营业毛利和综合毛利率进一步降低。

2023 年，主要因利息支出资本化，该公司期间费用为 0.86 亿元，同比下降 28.87%；期间费用率为 6.83%，同比下降 3.25 个百分点。同期，公司公允价值变动收益为 0.73 亿元，主要系投资性房地产和其他非流动金融资产的公允价值变动损益；投资净收益为-0.10 亿元，主要受产业基金按权益法核算的投资收益和长期股权投资处置收益综合影响；其他收益为 0.82 亿元，较上年变化不大，主要系政府补助。2023 年，公司实现净利润 0.77 亿元；总资产报酬率及净资产收益率分别为 0.43%和 0.78%。2024 年第一季度，公司实现营业毛利 0.11 亿元，综合毛利率为 4.65%，其他收益为 0.19 亿元，净利润为 0.03 亿元。近年来，公司盈利的实现对政府补助及资产公允价值变动等的依赖度较高，同时产业基金等的投资收益也影响公司盈利水平，整体看，公司总体资产获利能力偏弱。

（3）偿债能力

2023 年，该公司 EBITDA 为 1.29 亿元，主要由利润总额构成，同比下降 38.77%，主要系当期利润总额及列入财务费用的利息支出下降所致。由于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较弱；公司近年非筹资性现金流波动较大，2023 年转为净流出状态，无法对公司债务提供稳定保障。

图表 14. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.64	0.54	0.36	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.01	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	8.47	6.81	-6.73	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.73	3.07	-3.82	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.50	11.37	-15.62	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-1.54	5.13	-8.86	—
流动比率(%)	279.54	273.11	195.25	200.22
现金比率(%)	9.85	16.04	7.28	14.51
短期刚性债务现金覆盖率(%)	12.29	19.96	8.74	16.68

注：根据昆山银桥所提供的数据计算、绘制

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 8.74%和 16.68%，货币资金对即期债务的保障程度仍较有限，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。同期末流动比率分别为 195.25%和 200.22%，公司资产以基础设施及自营项目建设成本、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。

该公司综合融资成本相对较低，且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 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信总额为 67.12 亿元，未使用授信额度为 12.16 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，截至 2024 年 3 月末，昆山市国资办仍为公司唯一股东及实际控制人。

跟踪期内，该公司对章程及部分管理制度进行修订，部分董事、监事及高级管理人员发生变动。根据最新章程，公司不设股东会，由昆山市国资办履行出资人职责。公司设董事会，由 5 名董事组成，其中包括职工代表 1 名；非职工代表董事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，职工代表董事按规定程序由职工代表大会选举产生，报昆山市国资办备案后聘任；董事会设董事长 1 名，由出资人在董事会成员中指定；董事每届任期三年，届满可以连任。公司设监事会，由 5 名监事组成，包括监事会主席、委任监事和职工代表监事，其中职工代表监事为 2 人；非职工代表监事由出资人委派，职工代表监事由公司职工代表大会或职工大会选举产生；董事、高级管理人员不得兼任监事；监事每届任期三年，其中监事会主席和委任监事任期届满可以连任，但最多不超过两届。公司高级管理人员包括总经理、副总经理、总会计师、总经理助理、安全总监、财务负责人等。其中总经理根据干部管理相关程序及出资人的推荐，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，获连续受聘可以连任；总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作等。目前公司尚有 1 名监事缺位。

2. 表外因素

截至 2023 年末，该公司无对外担保。

3. 业务持续性

该公司主要业务包括基础设施、安居房等项目建设及房产租赁等，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

该公司 2023 年末未发生合并范围以外的关联交易事项，2023 年末无合并范围以外的关联方应收应付款项余额。

根据该公司提供的公司本部 2024 年 5 月 9 日、置业公司 2024 年 5 月 11 日的《企业信用报告》，未结清信贷无异常记录。根据 2023 年 5 月 22 日查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、国家税务总局重大税收违法失信案件信息公布栏、中国执行信息公开网等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司本部及置业公司存在重大异常情况。

外部支持

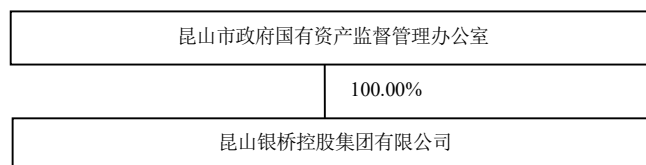
该公司由昆山市国资办全资持股，是昆山市重要的区域开发及国有资产运营主体之一，主要在花桥经开区范围内从事基础设施、安居房等项目建设及房产租赁等业务，主业在花桥经开区具备区域专营优势，能够得到昆山市政府在资金、业务等方面的支持。公司成立之初注册资本为 0.50 亿元，昆山市国资办先后多次以土地资产、土地出让金专项拨款、财政专项拨款等形式对公司进行增资，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本增至 36.00 亿元，资本公积增至 44.76 亿元，其中 2023 年公司获得财政拨付 5.60 亿元资本金。2023 年，公司确认以政府补助为主的其他收益 0.82 亿元，为盈利的实现提供有益支持。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持昆山银桥主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，维持 PR 昆银桥及 PR 银桥 01 债券信用等级为 AA⁺。

附录一：

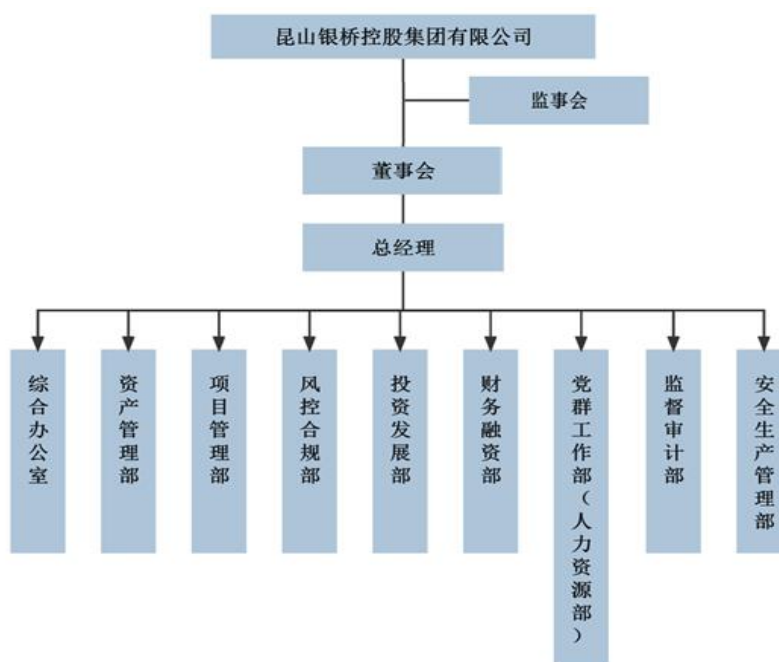
公司与实际控制人关系图



注：根据昆山银桥提供的资料整理绘制（截至 2024 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整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产 （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	—	基础设施建设等	221.09	101.52	4.62	1.15	-4.23	母公司口径
昆山花桥国际商务城置业有限公司	置业公司	100.00	房地产开发、销售等	46.02	12.68	7.54	0.13	1.32	
昆山市银桥科创发展有限公司	银桥科创	100.00	房屋租赁等	6.28	0.86	0.51	0.04	-3.02	
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	4.26	0.29	0.08	0.01	-0.04	
昆山市银桥物业管理有限公司	银桥物业	100.00	物业管理等	5.04	-0.21	0.00	-0.16	-0.12	
昆山市银桥创业投资有限公司	银桥创投	100.00	创业投资业务等	10.86	4.50	0.02	-0.20	0.25	
昆山市银桥商业服务有限公司	银桥商服	100.00	餐饮服务、会务服务等	1.24	-0.19	0.15	-0.05	-0.00	
昆山花桥国际商务城人力资源有限公司	人资公司	100.00	劳务派遣服务等	0.36	0.36	0.00	0.01	-0.04	

注：根据昆山银桥提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
上海嘉定工业区开发（集团）有限公司	305.03	108.35	64.48	3.13	0.52	4.77
上海嘉定新城发展有限公司	227.38	86.35	62.02	5.68	0.46	8.12
昆山银桥控股集团有限公司	236.85	102.00	56.93	12.60	0.77	-4.32

注：根据财汇数据整理

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
资产总额[亿元]	216.81	219.22	236.85	244.86
货币资金[亿元]	4.82	8.27	5.60	11.24
刚性债务[亿元]	111.00	111.51	114.84	125.46
所有者权益[亿元]	94.53	96.00	102.00	102.20
营业收入[亿元]	11.19	12.01	12.60	2.34
净利润[亿元]	0.52	0.89	0.77	0.03
EBITDA[亿元]	2.24	2.10	1.29	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.11	3.42	-4.32	-2.53
投资性现金净流入量[亿元]	-5.81	2.29	-5.71	-1.60
资产负债率[%]	56.40	56.21	56.93	58.26
长短期债务比[%]	149.73	139.14	75.40	84.21
权益资本与刚性债务比率[%]	85.16	86.09	88.82	81.46
流动比率[%]	279.54	273.11	195.25	200.22
速动比率[%]	53.03	59.46	52.24	47.16
现金比率[%]	9.85	16.04	7.28	14.51
短期刚性债务现金覆盖率[%]	12.29	19.96	8.74	16.68
利息保障倍数[倍]	0.52	0.46	0.27	—
有形净值债务率[%]	130.77	129.65	133.42	140.87
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	16.30	7.12	5.43	4.65
营业利润率[%]	10.93	11.39	7.10	1.93
总资产报酬率[%]	0.85	0.82	0.43	—
净资产收益率[%]	0.55	0.93	0.78	—
净资产收益率*[%]	0.55	0.94	0.78	—
营业收入现金率[%]	81.72	102.70	55.14	245.49
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.47	6.81	-6.73	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.73	3.07	-3.82	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.50	11.37	-15.62	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.54	5.13	-8.86	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.54	0.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.01	—

注：表中数据依据昆山银桥经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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%

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

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+其他具期债务

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

附录六：

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、CCC 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。

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、CCC 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。

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。

附录七：

发行人历史评级

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	2023 年 5 月 17 日	AA+/稳定	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 17 日	AA+/稳定	陆奕璇、李星星	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
债项评级 (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	2023 年 5 月 17 日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 17 日	AA+	陆奕璇、李星星	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
	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
债项评级 (PR 银桥 01)	前次评级	2023 年 5 月 17 日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 17 日	AA+	陆奕璇、李星星	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。