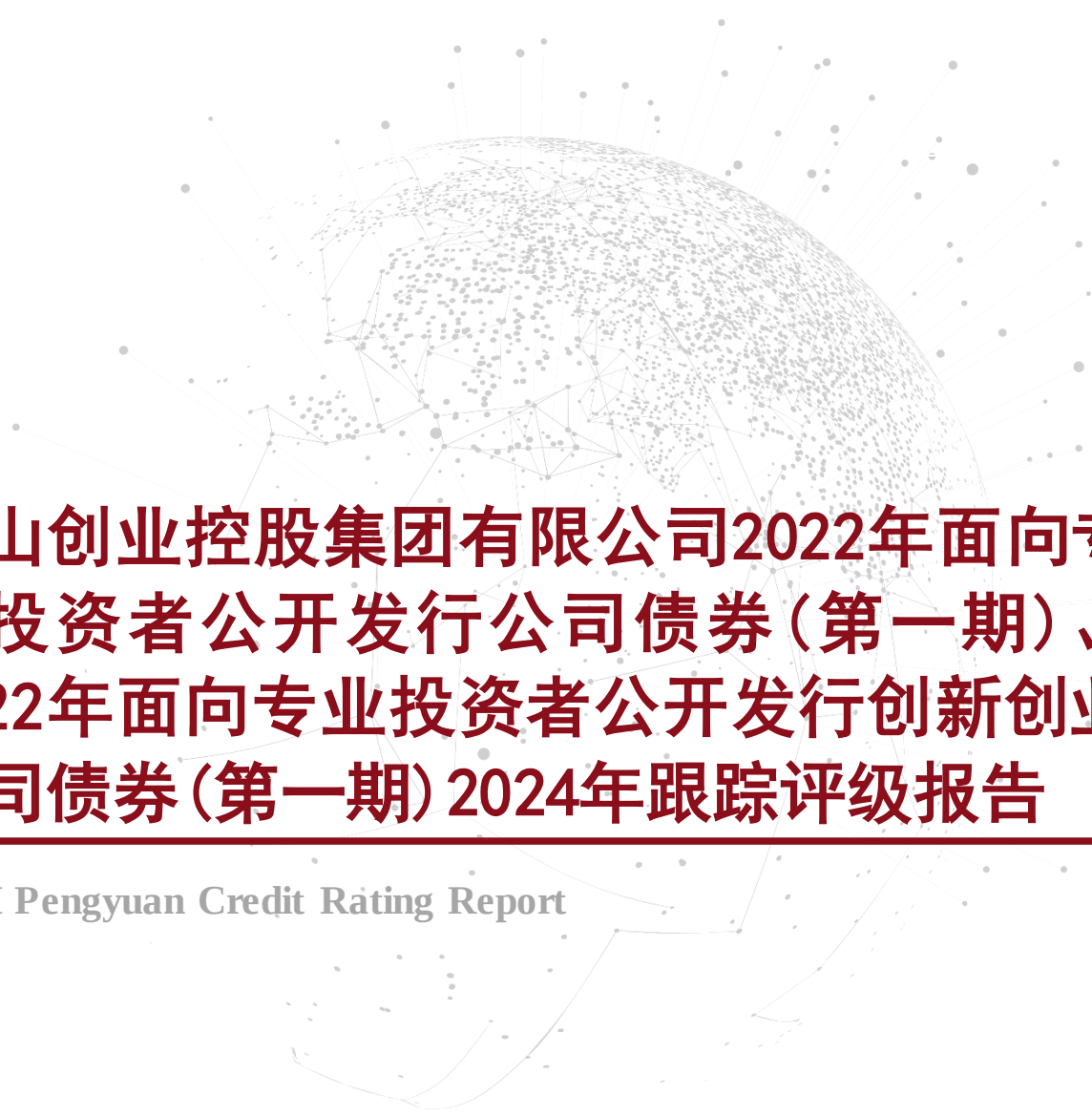




昆山创业控股集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)、2022年面向专业投资者公开发行创新创业公司债券(第一期) 2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

昆山创业控股集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)、2022年面向专业投资者公开发行创新创业公司债券(第一期)2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
22 创控 01	AAA	AAA
22 创控 K1	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：昆山市区域优势明显，连续多年位居百强县之首，综合经济实力雄厚，昆山创业控股集团有限公司（以下简称“昆山创控”或“公司”）燃气和水务业务具有区域仍具备垄断性，经营获现能力稳健，且继续在财政补贴方面获得一定力度的外部支持；同时中证鹏元关注到公司类金融业务面临一定的代偿风险、投资风险和回收风险；公司总债务快速增长，杠杆水平进一步攀升，部分应收款存在回收风险，受限资产规模较大等风险因素。

评级日期

2024 年 06 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	542.94	502.06	442.40	381.58
所有者权益	183.20	181.43	176.24	172.20
总债务	233.93	188.01	150.96	86.68
营业收入	11.02	45.21	45.75	51.80
净利润	0.32	0.97	1.95	4.04
经营活动现金流净额	1.22	9.15	9.69	11.68
总债务/EBITDA	--	16.34	10.39	6.13
EBITDA 利息保障倍数	--	3.47	3.81	4.76
总债务/总资本	56.08%	50.89%	46.14%	33.48%
经营活动现金流净额/总债务	0.52%	4.87%	6.42%	13.48%
EBITDA 利润率	--	25.46%	31.77%	27.30%
总资产回报率	--	1.20%	1.66%	2.30%
现金短期债务比	0.83	1.08	0.99	0.79
销售毛利率	21.81%	20.86%	20.64%	39.38%
资产负债率	66.26%	63.86%	60.16%	54.87%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：毛燕月
maoyy@cspengyuan.com

项目组成员：陈意友
chenyy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897
www.cspengyuan.com

优势

- **昆山市区域优势明显，连续多年位居百强县之首，综合经济实力雄厚。**昆山市地处苏锡常都市圈与上海都市圈连线的中心位置，区域优势明显，连续多年蝉联全国经济百强县榜首，整体经济实力雄厚，产业集中度较高，主导产业为电子信息产业、光电半导体、智能装备等高新技术产业，2023年实现一般公共预算收入456.59亿元，其中税收占比88.62%，财政自给能力强。
- **公司燃气和水务业务具有区域垄断性，经营继续保持稳健。**公司是昆山市重要的国有资产投资与运营主体，主要业务涵盖燃气、水务、地产和类金融板块，业务来源多元化；燃气与水务板块具有区域垄断性，经营继续保持稳健，且公司持有的昆山市自来水集团有限公司（以下简称“自来水集团”）42.70%股权于2023年4月划转至子公司昆山市水务集团（以下简称“水务集团”），公司水务板块资源进一步整合。
- **公司继续获得一定力度的外部支持。**2023年公司获得政府补助2.59亿元，计入其他收益，包括长江饮水工程、水务板块、光电产业园厂房等项目补助以及财政普惠金融补助等，提升了公司的利润水平。

关注

- **公司类金融业务仍面临一定的代偿风险、投资风险和较大资金回收风险。**公司类金融业务主要包含担保、股权投资、租赁和小额贷款等，其中被担保对象包括部分中小微企业，股权投资和租赁投放规模较大，小额贷款业务的可疑和损失类贷款占比较高。截至2024年3月末，子公司创业融资担保有限公司（以下简称“创业融资担保”）和昆山市创业科技小额贷款有限公司（以下简称“科技小贷”）因代被担保企业偿还借款及因借款合同纠纷的未决诉讼事项共67件，标的金额规模相对较大，存在一定的代偿及回收风险。
- **公司其他应收款规模较大，部分应收款面临回收风险，受限资产规模较大且进一步增长。**截至2024年3月末，公司其他应收款规模较大，主要为应收政府部门、国企及关联单位的往来款及借款，存在一定的资金占用，其中对昆山市国信鉴定评估有限公司¹（以下简称“国信鉴评”）的应收款账龄较长，已计提一定比例的坏账准备，但仍需关注后续回收情况。2023年末公司受限资产规模较大，2024年5月新增55.15亿元股权质押。
- **公司总债务快速增长，杠杆水平进一步攀升。**截至2024年3月末，公司总债务规模扩大至233.93亿元，资产负债率升至66.26%，未来需关注公司的杠杆控制情况。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司主营业务燃气和水务板块具有区域垄断性，经营获现能力较强且具有稳定性，公司作为昆山市主要的综合性国有独资公司之一，获得外部支持具有持续性。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
地方产业投资（运营）企业评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：2024年变更公司评级模型为地方产业投资（运营）企业评级方法和模型，上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域环境	7/7	财务状况	杠杆状况	6/9

¹ 国信鉴评控股股东为昆山市煤气公司，持股比例60%，实际控制人为昆山市商务局。

经营状况		7/7	盈利状况		中
			流动性状况		7/7
业务状况评估结果		优秀	财务状况评估结果		非常小
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

外部特殊支持

- 公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，昆山市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为昆山市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“昆山市国资办”）直接持有公司 100.00% 股权，对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司与政府联系非常紧密；公司燃气与水务业务具有区域垄断性，对昆山市人民政府非常重要，近年来获得昆山市人民政府支持。同时，中证鹏元认为昆山市人民政府提供支持的能力极其强，主要体现为综合经济实力雄厚，财政指标位于苏州各区市第一，财政自给能力强，整体债务压力不大。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 创控 01	15.00	15.00	2023-06-27	2027-04-27
22 创控 K1	5.00	5.00	2023-06-27	2025-11-16

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年4月27日发行5年期15亿元公司债券“22创控01”，募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。截至2024年5月9日，“22创控01”募集资金专项账户余额合计为53,290.27元。

公司于2022年11月16日发行3年期5亿元公司债券“22创控K1”，募集资金扣除发行费用后拟通过直接投资或基金投资等方式用于对种子期、初创期、成长期和成熟期的创新创业和创业投资公司进行股权投资，具体用于昆山市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙）的待缴出资。截至2024年3月31日，“22创控K1”募集资金专项账户余额合计为32,331.64元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司控股股东和实际控制人未发生变动，仍为昆山市国资办，持股比例100.00%。截至2024年3月末公司注册资本和实收资本为178,551.14万元。公司是昆山市主要的综合性国有独资公司之一，主要业务涵盖燃气、水务、房地产和类金融等。2023年公司合并范围新增4家子公司。截至2023年末，公司合并范围一级子公司共21家（详见附录三）。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
昆山市通程建设发展有限公司	100.00%	551,547.00	对外投资	有偿受让
江苏通汇商业保理有限公司	84.30%	31,853.42	商业保理	收购
苏州市昆澄股权投资合伙企业（有限合伙）	50.00%	20,000.00	股权投资	新设
昆山市雄诺固体废物处理有限公司	100.00%	1,230.77	固废处理	收购

注：昆山市通程建设发展有限公司受让对价为55.15亿元，截至报告日仅剩尾款未支付。

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

基于政策引导和企业内生发展的需求，基础设施投资类企业转型加速，各地围绕产业投资或城市运营布局的地方产业投资（运营）企业陆续涌现，其信用风险受其所在区域的资源禀赋和政策支持力度差异而分化

全国各地正陆续涌现出地方产业投资（运营）企业，究其原因是政策引导和企业内生发展需求的综合结果。一方面，近年来政策自上而下的推动基础设施投资类企业转型。2014年，修订后的《预算法》打开了地方政府举债的限制，并明确地方政府债券为地方政府举债融资的唯一合法渠道。随后多部委陆续发布相关政策，要求融资平台合规承接政府公益性项目，实现市场化经营，自负盈亏。2021年，原银保监会发布15号文，从债务管控的角度入手，要求银行不得对隐债主体新增流贷。2023年，“35号文”后基础设施投资类企业的债务管控进一步升级，从管债务升级到管主体。另一方面，传统的基础设施投

资类企业自身盈利能力难以覆盖债务本息，而在经济高质量发展新阶段中，国有企业还需承担新的使命。自此，地方基础设施投资类企业转型由可选项成为必选项，推动各地政府筹建地方产业投资（运营）企业。

表2 基础设施投资类企业转型政策概述

时	政策概述	相关文件
2014年	划清市场和政府的边界 ：开正门、堵偏门；剥离平台政府融资功能	国发〔2014〕43号文
2015年	大力推动 融资平台公司与政府脱钩 ，进行市场化改制，健全完善公司治理结构，对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目	国办发【2015】42号
2015年	取消融资平台公司的政府融资职能 ，推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制	财预【2015】225号
2017年	推动融资平台公司尽快转型为 市场化运营的国有企业 、依法依规开展 市场化融资	财预【2017】50号
2018年	分类稳步推进地方融资平台公司 市场化转型 ， 剥离政府融资职能 ，支持转型中的融资平台公司及转型后的公益类国企依法依规承接政府公益类项目	发改规划【2018】406号
2021年	支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏	国办发【2018】101号
2021年	对于 承担地方政府隐性债务 的客户， 不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资	银保监发【2021】15号
2023年	财政部门加强 全口径地方债务监管 ，推动融资平台转型发展，加快融资平台兼并整合	国办发【2023】35号

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

传统的基础设施投资类企业正围绕城市的产业、生活属性向地方产业投资（运营）企业转型，通过对区域内国有资产和资源的调配和利用，以市场化的手段贯彻地方政府战略意图，承担促进区域产业发展、保障民生等职能。围绕产业发展方面，传统的基础设施投资类企业正在向园区综合服务商、产业控股或金融控股平台发展等转变，如建设厂房及园区配套生活设施以获取厂房租金和其他服务收入，投资入股产业园区内企业、与园区企业共发展等，发挥地方产业投资（运营）企业对地区经济发展的引领和带动作用；围绕城市运转方面，传统的基础设施投资类企业正转型为城市综合运营服务商或房地产开发商，如开展供水、供电、供气业务、污水处理、垃圾处理、高速和铁路等交通建设运营、矿产和文旅等资源建设运营等。

整体而言，基础设施投资类企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，转型过程中有望获得地方政府较大的业务和资源倾斜力度。同时，地方产业投资（运营）企业仍将继续扎根于本地，故而当地的资源禀赋和政策支持力度很大程度上影响了其盈利和自身造血能力，从而使得信用风险有所分化。

行业及区域经济环境

昆山市区位优势明显，城市交通便捷，连续多年位居百强县之首，综合经济实力雄厚，产业聚集度较高，以新兴产业和高新技术产业为主

区位特征：昆山市地处苏锡常都市圈与上海都市圈连线的中心位置，区位优势显著。昆山市隶属于江苏省苏州市，地处江苏省东南部、上海与苏州之间，北至东北与常熟、太仓两市相连，南至东南与

上海嘉定、青浦两区接壤，西与吴江、苏州交界。东西最大直线距离33公里，南北48公里，土地总面积931平方公里，其中超过24%是水面。昆山市内有京沪铁路、京沪高速铁路、城际高铁、沪宁高速公路、312国道等，城市交通便捷，区位优势显著。昆山市拥有昆山经济技术开发区、昆山高新技术产业开发区2个国家级开发区，以及省级开发区昆山花桥经济开发区、省级旅游度假区昆山市旅游度假区。此外，昆山市河网纵横，有丰富的水资源，且有以昆石为主的自然资源。截至2022年末，昆山市常住人口为212.52万人，较第七次全国人口普查增加3.27万人。

图1 昆山市区位图



资料来源：昆山市国土空间规划近期实施方案

经济发展水平：昆山市连续多年蝉联全国经济百强县榜首，综合经济实力雄厚。2023年昆山市实现地区生产总值5,140.60亿元，按可比价计算同比增长5.0%，三次产业结构为0.6：51.2：48.2，以二、三产业为主导。2023年昆山市人均GDP为24.19万元²，系全国人均地区生产总值的2.71倍。

工业经济方面，2023年昆山市完成规上工业总产值11,432.65亿元，同比增长4.5%，增速较上年提高0.4个百分点；其中高新技术产业产值4,573.77亿元，占规上工业总产值比重为40.0%，战略性新兴产业产值占规上工业比重为60%左右。投资方面，2023年昆山市固定资产投资增速提升，其中完成新兴产业投资254.45亿元，同比增长4.0%，对高新技术和新兴产业发展形成有力支撑；此外，完成房地产开发投资353.46亿元，增长7.8%。社会消费方面，2023年昆山市消费有所回暖。进出口方面，2023年昆山市开放经济向好发展，进出口总额在苏州各区市中仍位居第一，远高于其他区市。

表3 2023年苏州市部分区及县级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
昆山市	5,140.60	5.00%	24.19	456.59	148.41
张家港市	3,365.80	3.70%	23.31	237.07	109.28

² 按 2022 年末常住人口计算。

常熟市	2,884.93	4.00%	16.59	237.39	83.88
吴江区	2,377.28	4.20%	15.39	239.9	54.06
虎丘区	1,826.75	5.10%	21.94	193.14	142.74
太仓市	1,734.94	5.30%	20.51	189.42	100.47
吴中区	1,624.00	4.00%	11.69	222.64	119.67
相城区	1,147.80	5.10%	12.65	155.16	121.05
姑苏区	950.00	4.10%	10.28	64.6	35.05

注：相城区人均 GDP 按照 2023 年末该地区常住人口数据计算所得；张家港市、常熟市、太仓市人均 GDP 数据来源为 2023 年国民经济和社会发展统计公报；昆山市人均 GDP 按 2022 年末常住人口计算；其他各区县人均 GDP 为按照苏州市第七次人口普查数据中常住人口计算数据计算所得。

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

表4 昆山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,140.60	5.0%	5,006.66	1.8%	4,748.06	7.8%
固定资产投资	835.01	6.2%	786.32	5.2%	747.50	0.6%
社会消费品零售总额	1,717.66	4.9%	1,638.11	0.8%	1,625.68	16.3%
进出口总额（亿美元）	1,078.90	4.4%	1,033.09	-3.1%	1,066.10	22.8%
人均 GDP（万元）	24.19		23.63		22.59	
人均 GDP/全国人均 GDP	2.71		2.76		2.79	

注：2022-2023 年人均 GDP 按 2022 年末常住人口数计算

资料来源：2021-2023 年昆山市国民经济和社会发展统计公报、江苏统计年鉴，中证鹏元整理

产业情况：昆山市工业基础较好，主导产业为电子信息产业、光电半导体、智能装备等高新技术产业。近年昆山市产业密集度不断加强，2023 年全市规上工业总产值 11,430 亿元，同比增长 4.5%，拥有 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 13 个百亿级产业集群，拥有大型企业 102 家、中型工业企业 288 家，产值超亿元企业 1,057 家，其中十亿元以上企业 129 家、百亿元以上企业 11 家。目前昆山市形成以昆山经济技术开发区为龙头，花桥经济开发区、昆山高新区、昆山软件园等功能性特色园区为辅的产业集群，经济发展潜力较好。此外，2023 年深时数字地球国际大科学计划总部、省未来膜技术创新中心等载体相继落户。

财政及债务水平：财政收入质量较好，财政自给能力较强，整体债务压力不大。2023 年昆山市实现一般公共预算收入 456.59 亿元，其中税收收入 404.64 亿元，占比 88.62%，财政收入质量仍保持较好水平；财政自给率 110.88%，财政自给能力较强。考虑到昆山市产业基础较好，预计未来税收持续性有较好支撑。受房地产市场仍处于调整期等因素影响，2023 年昆山市实现政府性基金收入进一步降至 148.41 亿元。近年昆山市地方政府债务余额持续扩张，但整体债务压力仍然不大。

表5 昆山市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	456.59	430.18	466.88
税收收入占比	88.62%	86.39%	88.13%

财政自给率	110.88%	108.49%	116.98%
政府性基金收入	148.41	194.56	254.26
地方政府债务余额	300.10	256.56	221.07

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

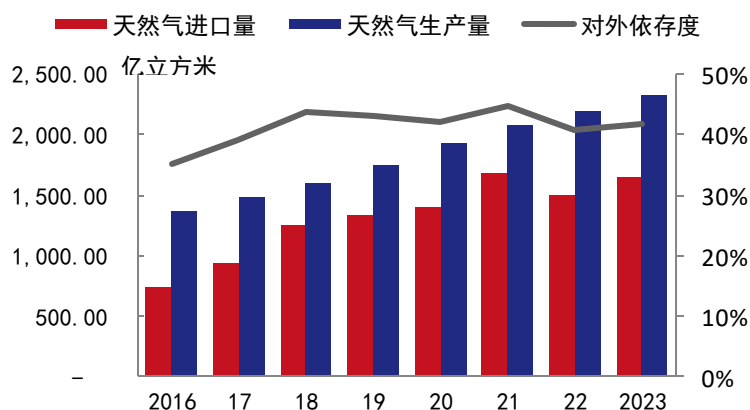
资料来源：昆山市统计年鉴、政府网站等，中证鹏元整理

2023年国产天然气探明储量及产量持续提升，国际天然气市场供需紧张形势亦有所缓解，国内天然气价格呈波动下降趋势，天然气表观消费量恢复性增长，采购成本的降低及天然气顺价机制的完善将有效改善城燃企业经营毛差，推动城燃行业盈利能力修复

近年国产天然气探明储量及产量持续提升，有力保障国内天然气供应安全。2023年我国天然气新增探明地质储量达12,991.3亿立方米，期末剩余探明技术可采储量增至77,699.2亿立方米，包括常规气66,834.7亿立方米、页岩气5,516.1亿立方米和煤层气5,348.4亿立方米，其中深层煤层气勘探开发取得重要进展，对新增探明技术可采储量贡献较大。开采方面，2022年全国天然气产量2,201.1亿立方米，同比增长6.0%，在全国能源生产结构中占比5.9%，2023年天然气产量超过2,300亿立方米，连续7年保持百亿立方米增产势头，已提前达到《“十四五”现代能源体系规划》中2025年国内天然气年产量水平。此外，为保障我国天然气供应安全，预计我国天然气自给率仍将维持在较高水平，国内天然气开采仍有长足的增长空间。

受制于“富煤贫油少气”的基本国情，我国天然气一定程度上依赖于进口，国际局势变动对我国天然气供应形成一定扰动。近年我国天然气进口量波动增长，进口气量³由2016年的745.61亿立方米增长至2023年的1,655.60亿立方米，增长幅度为122.05%，其中2022年国际天然气价格受俄乌冲突等因素影响持续高位波动，对天然气进口形成一定抑制，当年天然气进口量同比下降9.98%。随着2023年国际天然气市场价格下行以及天然气管道、LNG接收站等基础设施的投产，我国天然气进口量同比增长9.81%，天然气对外依存度为41.60%，但仍需注意国际局势变动对我国天然气进口的影响。

图2 我国天然气供给结构



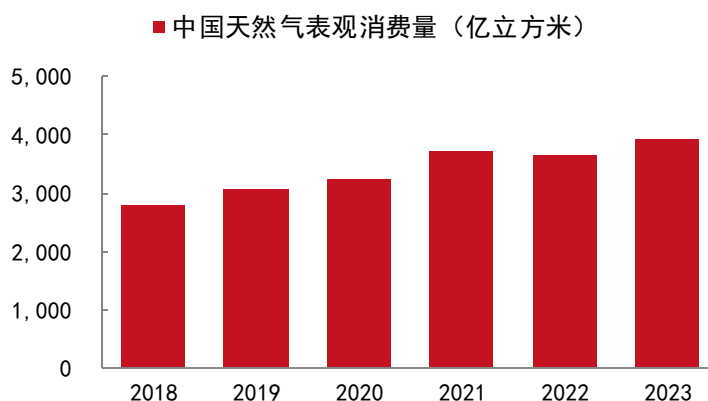
³ 进口天然气数量根据海关总署披露的数据按照 1 吨约等于 1,380 立方米进行换算。

注：对外依存度=进口数量/（国内产量+进口数量）。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年以来，国内天然气消费量在天然气价格回落后表现出较强的弹性，在工业化和城市化进程的持续推进和天然气发电调峰需求的推动下，我国天然气消费量仍存在较大的增长空间。从天然气消费结构来看，2022年我国工业燃料占比为42%，城市燃气占比为33%，天然气发电占比为17%，天然气化工占比为8%，其中城市燃气需求相对稳定，工业燃料和天然气发电用气需求对气价较为敏感。受天然气价格上涨及国内经济增速放缓等因素影响，2022年我国天然气表观消费量同比下降1.7%，系近年来首次出现下降；2023年以来，国内天然气消费量在天然气价格回落后表现出较强的弹性，2023年全国天然气表观消费量3,945.3亿立方米，同比恢复性增长7.6%；2024年1-2月，全国天然气表观消费量725.1亿立方米，同比增长14.8%。从长期来看，在工业化和城市化进程的持续推进及新能源大规模投产带来的电力调峰需求增加的背景下，国内天然气消费量仍存在较大增长空间，国家能源局预计，2025年我国天然气消费量将达到4,300-4,500亿立方米，天然气在能源消费结构中的占比还将持续提升。

图3 2023年中国天然气表观消费量同比恢复性增长



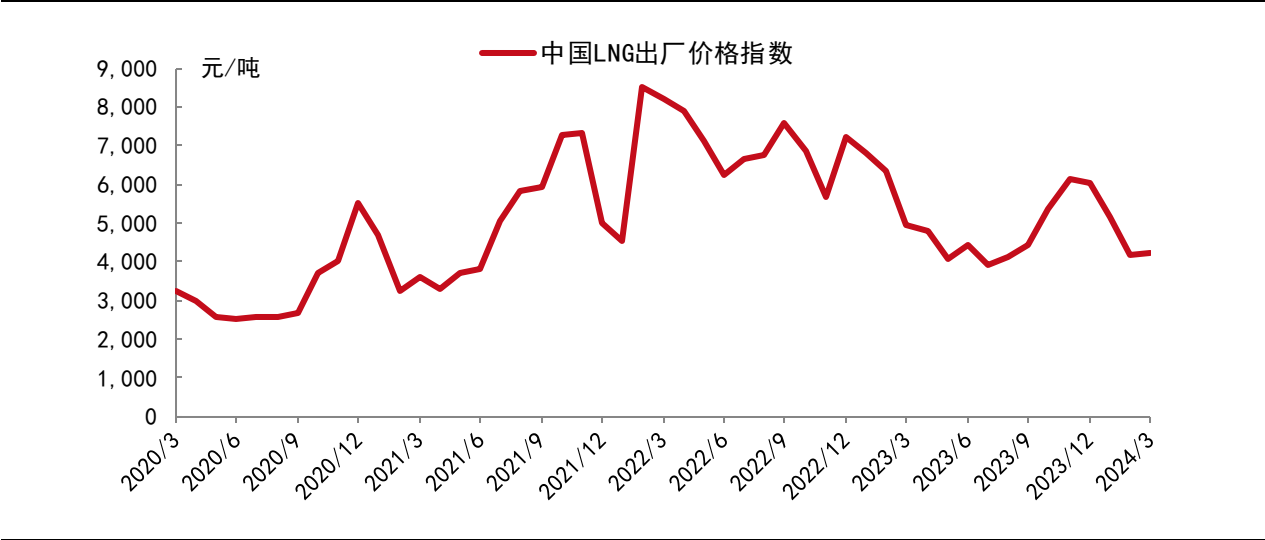
资料来源：国家发改委网站，中证鹏元整理

我国天然气行业整体形成“X+1+X”的产业链竞争格局，其中天然气勘探开发主要由中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工股份有限公司和中国海洋石油集团有限公司为主的大型国有油气公司掌握，议价能力较高；中游管道运输主要由国家石油天然气管网集团有限公司整合各省管网资产统一运营，运输价格由国家发改委根据区域分布统一核定；下游城燃企业市场化程度较高，主要包括四大全国家燃气企业中国燃气（0384.HK）、华润燃气（1193.HK）、昆仑能源（0135.HK）、新奥能源（2688.HK），以及地方燃气企业如深圳燃气（601139.SH）、陕天然气（002267.SZ）、成都燃气（603053.SH）、重庆燃气（600917.SH）、皖天然气（603689.SH）等。

2023年国际天然气市场受采暖季气温偏暖、欧美地下储气库库存高位、全球经济增速放缓等因素影响，供需紧张形势缓解，地缘政治对国际能源市场影响的边际效应减弱，国际天然气市场价格呈高位波动下跌态势。截至2024年2月末，国内LNG出厂价格指数在冬季供暖补库后回落至4,200元/吨左右区间，为下游城燃企业降低天然气采购成本提供空间。此外，2023年山东省、湖北省、湖南省、河北省等地的

多个城市推进价格联动机制上调居民用天然气价格，天然气终端销售定价机制逐步完善，在天然气消费量逐步回升的背景下，预计城燃企业毛差有望进一步改善，行业整体盈利能力预计将得到修复。

图4 LNG 出厂价格全国指数高位波动



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期以来，公司主业仍以燃气、水务、地产和类金融板块为主，相关业务运营平稳；燃气与水务板块具有区域垄断性，经营获现能力稳健，未来需关注公司工业地产项目的收益平衡能力以及类金融板块的风险控制情况

公司是昆山市重要的国有资产投资与运营主体，主要业务涵盖燃气、水务、房地产和类金融等，整体收入结构呈多元化趋势，其中天然气板块和水务板块具有区域垄断性，2023年经营状况相对稳定，经营获现能力稳健；类金融板块包括担保、小贷、租赁等业务，2023年类金融收入规模有所增长。整体来看，2023年公司营业收入小幅下降。毛利率方面，2023年公司各业务毛利率存在一定的波动，天然气业务毛利率有所降低主要由于上游气源价格上涨未充分传导至用户。在污水处理业务毛利亏损收窄的主导下，2023年公司综合毛利率小幅提升。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	项目	2023 年			2022 年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
燃气板块	天然气销售	19.44	43.00%	12.72%	19.81	43.30%	15.82%
	安装费	2.09	4.63%	52.81%	1.62	3.54%	47.10%
	液化气充装、销售	0.11	0.24%	34.49%	0.25	0.56%	33.50%
	管输费	0.06	0.13%	94.43%	0.08	0.18%	100.00%

水务板块	自来水销售	5.58	12.34%	7.13%	5.75	12.57%	5.38%
	工程结算	6.82	15.10%	27.86%	7.82	17.09%	26.86%
	污水处理	3.09	6.83%	-18.41%	2.66	5.80%	-65.60%
	二次增压维护管理费	0.00	0.00%	--	0.53	1.17%	75.55%
类金融板块	租赁	3.00	6.63%	36.90%	2.83	6.19%	75.87%
	利息收入	1.59	3.52%	100.00%	1.02	2.23%	99.94%
	担保	0.22	0.50%	87.15%	0.19	0.41%	91.69%
其他板块	物业管理	0.00	0.00%	100.00%	0.22	0.47%	19.66%
	酒店	0.00	0.00%	--	0.03	0.07%	-6.93%
	固废焚烧收入	0.47	1.04%	1.34%	0.59	1.29%	3.98%
	垃圾处理费	0.11	0.24%	-112.92%	0.38	0.83%	48.04%
	各类服务费	1.60	3.53%	49.79%	1.16	2.53%	76.15%
	其他	1.03	2.27%	44.54%	0.81	1.78%	-19.17%
合计		45.21	100.00%	20.86%	45.75	100.00%	20.64%

注：物业管理 2023 年营业收入为 28.64 万元。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）燃气板块

燃气板块是公司的核心业务，覆盖昆山天然气市场份额接近80%，仍为公司最主要和稳定的收入和现金流来源，2023年安装费收入和毛利率同步增长；2023年11月昆山居民及非居民天然气价格均有上调

燃气板块是公司的核心业务，主要由天然气销售和燃气工程安装等业务构成。整体而言，近年燃气公司目前覆盖昆山天然气市场份额接近80%，公司天然气供气业务在昆山市具有一定的区域垄断优势。

天然气价格方面，根据昆山市物价局发布的《关于疏导昆山市居民生活用管道天然气价格的通知》及昆山市发展和改革委员会发布的《关于疏导昆山市非居民用管道天然气采暖季销售价格的通知》，2023年11月至2024年3月，非居民管道用天然气销售价格上调至4.105元/立方米，执行期满后，在2024年非居民用管道天然气非采暖季销售价格核定前，暂按上述价格结算。2023年11月起，居民生活用气三档价格由原2.72元/立方米、3.12元/立方米和3.80元/立方米分别调整为2.99元/立方米、3.44元/立方米、4.18元/立方米。

气源供应方面，根据昆山利通燃气有限公司（以下简称“利通燃气”）与中国石油天然气股份有限公司签订的《天然气购销合同》及补充协议，2023年4月-2024年3月中国石油天然气股份有限公司销售江苏分公司向利通燃气供气总量为3.6259亿立方米，2024年4月-2025年3月中国石油天然气股份有限公司销售江苏分公司向利通燃气供气总量为3.5943亿立方米；根据利通燃气与江苏省天然气有限公司于2020年签订的川气东送合约，2021-2040年每一个交付年度合同量保持3亿方/年。利通燃气与供应商的结算方式是自供气起始日开始及在此之后的8日、18日和28日之前，购买方应确保为下一周所提取的天然气向

供应方支付预付款。

昆山市华润城市燃气有限公司（以下简称“昆山华润燃气”）的上游气源供应商主要为利通燃气、中国石油天然气股份有限公司以及江苏省天然气有限公司。根据昆山华润燃气与利通燃气签订的《2023年度天然气供气补充协议（2023年4月-2024年3月）》，2023年4月-2024年3月利通燃气向昆山华润燃气供气总量为1,870万立方米；根据昆山华润燃气与中国石油天然气股份有限公司签订的《天然气购销合同》，2023年4月-2024年3月中国石油天然气股份有限公司销售江苏分公司向昆山华润燃气供气总量为4,495万立方米，2024年4月-2025年3月中国石油天然气股份有限公司销售江苏分公司向昆山华润燃气供气总量为4,623万立方米；昆山华润燃气与江苏省天然气有限公司合同约定供气期限为2020年5月至2040年12月。利通燃气2023年销售收入和利润均有所增长，主要系天然气供应和销售量同比上升。

表7 近年利通燃气运营情况

利通燃气	2024年 1-3月	2023年	2022年
营业总收入（亿元）	4.31	17.63	17.14
利润（亿元）	0.38	1.57	1.30
天然气供应量（亿立方米）	1.63	4.81	4.69
天然气销售量（亿立方米）	1.62	4.81	4.69
中低压管道（公里）	2,970.04	2,814.82	2,525.27
用户总数（万户）	54.96	54.70	52.46

注：上表收入为利通燃气营业总收入，包括对昆山华润燃气的销售及管网建设等收入；天然气供应量只包含利通燃气与中国石油天然气股份有限公司签订的采购合同的供气量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 近年昆山华润燃气运营情况

昆山华润燃气	2024年 1-3月	2023年	2022年
营业总收入（亿元）	1.66	4.90	5.71
利润（亿元）	0.04	0.03	0.62
天然气供应量（亿立方米）	0.49	1.31	1.28
天然气销售量（亿立方米）	0.47	1.29	1.26
中低压管道（公里）	1,433.71	1,431.65	1,381
用户总数（万户）	25.37	25.43	24.67

注：上表收入为昆山华润燃气营业总收入，包括天然气销售及管网建设等收入；天然气供应量包含昆山华润燃气每年根据现实需求情况进行的公开市场采购。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司天然气板块中的燃气工程安装业务主要由利通燃气和昆山华润燃气负责经营，经营范围包括房地产公司和居民用户开通民用天然气安装业务、工商业用户和公福用户开通天然气业务、工商业等用户安装燃气报警系统业务。近年来，随着昆山市天然气管网不断延伸，天然气基础设施建设持续完善，2023年公司燃气工程安装业务收入和利润明显增长。

整体来看，公司的燃气板块业务具有区域垄断优势，仍为公司最主要和稳定的收入和现金流来源。

（二）水务板块

水务板块业务整体运营较为稳定，仍为公司营业收入的稳定来源之一；自来水集团42.70%股权划转至水务集团，进一步推进水务资产整合及水务板块一体化管理进程

水务板块是公司主要业务之一，由自来水销售、自来水工程和污水处理业务等构成。公司自来水销售业务由子公司自来水集团负责经营，主要负责向昆山市区及部分镇区和开发区供水，供水范围在昆山范围内接近100%，具有区域垄断性。

水源方面，目前自来水集团下辖泾河水厂、第三水厂、第四水厂和周庄、张浦、陆家、南港、花桥五座增压站，以阳澄湖-傀儡湖和长江为双水源地，日供水能力达150万立方米。供水用户结构方面，2023年居民供水、行政事业用水和商业供水等用户量略有上升，工业供水用户量略有下滑。销售价格方面，2023年和2024年1-3月公司水价仍保持稳定。在水费收缴方面，除公司16个营业点可收费外，自来水集团还与市内工、农、中、建、交等7家银行签订委托收款协议，并且与工、农、建、农四家银行签订网上银行代缴协议，水费回收率保持在98%以上。

表9 公司供水业务情况

项目名称	2024年 1-3月	2023年	2022年
日供水能力（万立方米）	150	150	150
供水总量（亿吨）	0.72	3.18	3.24
售水总量（亿吨）	0.65	2.86	2.89
管网漏损率（%）	9.38	9.6	10.60
自来水销售收入（万元）	12,235.32	54,888.00	55,698.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10公司自来水用户量及水价（户、元/立方米）

项目名称	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	用户量	水价	用户量	水价	用户量	水价
居民供水	374,394	2.91	372,419	2.91	365,572	2.91
工业供水	6,294	4.11	6,279	4.11	6,291	4.11
行政事业供水	7,279	3.16	7,192	3.16	6,992	3.16
商业供水	27,850	4.11	27,759	4.11	27,681	4.11
特种供水	966	5.86	981	5.86	1,026	5.86
乡镇供水	133	1.42	128	1.42	120	1.42

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自来水工程业务主要由昆山琨澄排水工程有限公司负责经营，业务范围包括用户水网接入、安装水务设备、数据入网以及管网维护业务。近年来配合昆山城市建设的加速推进，昆山市自来水管网铺设工作范围逐渐拓展，自来水工程安装业务以昆山新建住宅小区、市政工程管网建设为主要工作内容，工程结算业务2023年实现收入6.82亿元，同比降低12.79%，主要为房地产行业下行所致。此外，公司自

来水业务近年来均获得一定的财政贴息用于补偿公司供水工程建设的借款利息，2023年公司获得财政贴息0.15亿元。

2023年4月，公司将持有的自来水集团42.70%股权划转至水务集团，划转后公司通过水务集团间接持有自来水集团合计83.16%股权。中证鹏元认为自来水集团对公司收入和现金流贡献较大，此次资产划转完成进一步促进了水务资产整合。

（三）项目建设板块

公司主要在建项目系工业地产项目，存在一定的资金缺口，未来需关注项目收益平衡情况；公司本部在建项目杜克大学已基本完工

工业地产方面，2019年公司成立子公司昆山钰工场投资管理有限公司，主要负责科创载体的开发建设和投资，截至2024年3月末目前主要在建项目预计总投资19.50亿元，已投资金额11.63亿元，存在一定的资金缺口，未来拟通过出租及投资科创企业实现资金平衡，需关注项目收益平衡情况。

表11 截至 2024 年 3 月末公司在建工业地产项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	已投资金额	尚需投资
钰工场（周市）科创产业园	7.30	6.01	1.29
钰工场（千灯）数字经济产业园	4.50	3.04	1.46
钰工厂（淀山湖）新一代信息技术科创园	7.70	2.58	5.12
合计	19.50	11.63	7.87

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司本部有在建项目杜克大学，建筑面积154,138.44平方米，计划总投资20.00亿元，已基本完工，目前已经投入使用，需关注其未来收益实现情况。

（四）类金融板块业务

2023年类金融板块业务收入增长，担保业务面临一定的代偿风险，股权投资业务面临一定的投资风险，小贷业务的可疑和损失类贷款占比高，面临较大的回收风险

公司类金融板块业务主要由公司从事类金融业务的下属子公司创业融资担保、昆山市信用再担保有限公司（以下简称“信用再担保”）、科技小贷、江苏宝涵租赁有限公司（以下简称“宝涵租赁”）等负责经营，主要包括担保和再担保业务、小贷业务、股权投资、租赁和保理等业务。

（1）担保业务

创业融资担保是一家专门为企业提供信用担保的企业，主要业务涉及到各种企业贷款担保、房地产抵押以及金融信息咨询等其他业务。2023年公司担保业务收入继续增长，新增担保金额16.02亿元，收入为0.08亿元。截至2024年3月末，创业融资担保累计完成担保业务4,471笔，累计金额249.31亿元；

在保企业232家，在保余额12.13亿元，担保期限大都在12个月内；截至2024年3月末，创业融资担保累计代偿金额为7.05亿元，已收回5.58亿元，已计提担保赔偿准备1.16亿元。

公司持有信用再担保公司50%股权，信用再担保主要从事融资性再担保业务，主要合作对象为昆山市农业担保有限公司和昆山市创业融资担保有限公司，收费费率均为0.04%。2023年信用再担保新增再担保业务4.45亿元；截至2024年3月末，信用再担保公司在保余额1.80亿元，同比大幅下降，在保责任额0.36亿元，2023年未发生担保代偿情况。

（2）小贷业务

公司小贷业务主要由子公司科技小贷负责，均为短期贷款。从费率情况来看，2023年小贷业务平均年利率为12.05%。截至2023年末，公司小贷业务的损失类贷款规模为2.61亿元，占期末贷款余额比例为48.76%，已全额计提减值。截至2023年末，公司小额贷款前十大客户合计占期末贷款余额的31.63%，均为资质较弱的中小企业。整体来看，公司小贷业务风险较大，面临较大的回收风险。

表12 截至 2023 年末公司中小企业贷款情况（单位：万元）

项目	账面余额	减值准备	账面价值
正常类贷款	27,081.97	0.00	27,081.97
关注类贷款	0.00	0.00	0.00
次级类贷款	0.00	0.00	0.00
可疑类贷款	355.00	177.50	177.50
损失类贷款	26,110.00	26,110.00	0.00
合计	53,546.97	26,287.50	27,259.47

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

表13 截至 2023 年末小额贷款业务前十大客户情况（单位：万元）

客户名称	贷款余额	占期末贷款余额比例
昆山和高信息科技有限公司	2,000.00	4.11%
泰兴市金燕仓储有限公司	1,500.00	3.08%
江苏润江新农村建设发展有限公司	1,500.00	3.08%
常熟航石企业管理有限公司	1,500.00	3.08%
江苏车创汽车科技服务有限公司	1,500.00	3.08%
泰州市凤栖生态开发有限公司	1,500.00	3.08%
泰州市嘉吴市政园林工程有限公司	1,500.00	3.08%
泰州市江润水利建设有限公司	1,500.00	3.08%
泰州市口岸雕花楼景区建设管理有限公司	1,500.00	3.08%
昆山广招金属材料有限公司	1,400.00	2.88%
合计	15,400.00	31.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（3）股权投资业务

股权投资业务主要由子公司昆山市国科创业投资有限公司（以下简称“国科创投”）负责经营，国科创投主要致力于对种子期、早期、成长期高科技项目的投资，聚焦生物医药及医疗器械、集成电路半导体、光电及材料产业、智能制造四大行业，具备项目直投和基金管理两项功能。国科创投完成对苏州能讯高能半导体有限公司、昆山新蕴达生物科技有限公司、江苏邦融微电子有限公司等项目的投资，截至2023年末，已累计投资53个项目，投资总额9.81亿元，已有 11 个项目成功退出，累计实现收益0.79亿元；公司参与设立基金累计12支，规模共计250.20亿元；管理基金4支，管理规模217.10亿元。国科创投参与出资设立了长三角共同体基金和毅达高投基金，主要为加快培育和发展我国战略性新兴产业。此外还承担了市产业引导基金等基金的管理职能。整体来看，公司的股权投资业务主要通过其他权益工具投资和长期股权投资核算，每年可为公司贡献一定的投资收益，但目前公司的股权投资项目较多，面临一定的退出风险和投资风险，同时公司持有的上市公司的股份面临一定的股价波动风险。

（4）租赁业务

公司租赁业务收入包含物业租赁和融资租赁。目前物业租赁资产主要包含财富广场、科博中心、创业大厦等项目，2023年实现物业租赁收入0.73亿元，同比下降36.52%；融资租赁业务由子公司宝涵租赁负责，截至2024年3月末，已累计投放融资租赁款84.41亿元，实际逾期本金383.33万元，截至2024年6月6日，相关债务人均存在被申请破产、被执行等多项风险事件，剩余本金回收风险较大。随着融资租赁投放规模的增加，公司2023年租赁收入（含物业出租和融资租赁）同比增长至3.00亿元。

表14 截至 2024 年 3 月末融资租赁逾期情况（单位：万元）

借款人名称	剩余本金金额	目前实际逾期本金金额	未到期本金金额
昆山三景科技股份有限公司	250.00	83.33	166.67
苏州蔚利昆新能源科技有限公司	1,500.00	300.00	1,200.00
合计	1,750.00	383.33	1,366.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（5）保理业务

2023年公司和子公司昆山市能源建设开发有限公司（以下简称“能源公司”）与江苏通汇商业保理有限公司（以下简称“保理公司”）原股东昆山交通发展控股集团有限公司、昆山市交发资产经营有限公司签订增资协议，分别认购保理公司注册资本人民币0.90亿元和1.79亿元，分别持有保理公司28.101033%和56.202067%的股权。

整体而言，公司类金融板块业务收入的波动性较大，担保业务面临一定的代偿风险，股权投资及租赁投放规模较大，面临一定的投资回收风险，小贷业务的可疑和损失类贷款占比较高，小贷及融资租赁面临较大资金回收风险。

公司继续获得一定力度的外部支持

为支持公司业务地开展，昆山市人民政府继续在财政补贴方面给予公司一定力度的支持。2023年公

司获得政府补助2.59亿元计入其他收益，包括长江饮水工程、水务板块、光电产业园厂房等项目补助以及财政普惠金融补助等，提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

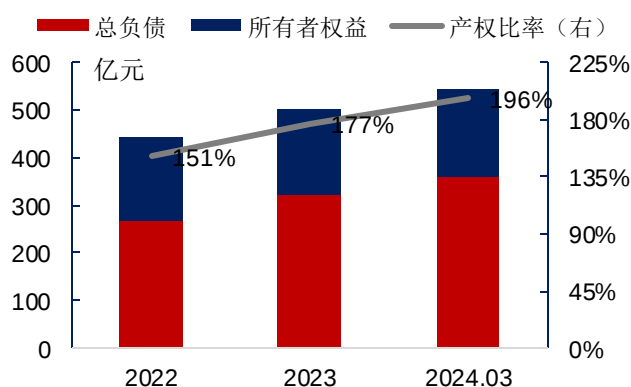
以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增4家子公司。

资本实力与资产质量

2023年随子公司吸收、购买少数股东股权，公司资本实力有所增强；公司资产以其他应收款、存货和类金融业务资产等为主，整体流动性一般，其中对国信鉴评的应收账款账龄较长，已计提一定比例的坏账准备，需关注潜在回收风险；且公司受限资产规模较大，并在2024年5月新增55.15亿元股权质押

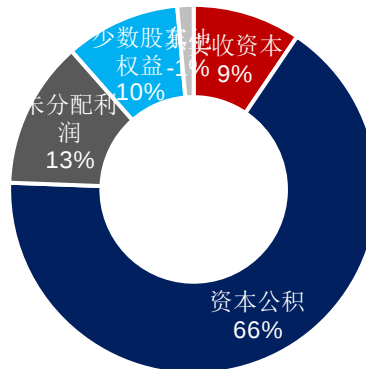
2023年公司子公司吸收少数股东投资、子公司购买少数股东股权增加资本公积，公司2023年所有者权益有所增长。2024年3月末，公司所有者权益主要为实收资本、资本公积、未分配利润等。跟踪期内，公司总负债规模持续增长且增速超过所有者权益，产权比率持续上升。

图5 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司资产规模持续增长，资产构成以其他应收款、存货和类金融业务资产等为主。公司其他应收款主要为应收政府部门和国有企业的往来款，2023年末公司应收国信鉴评的余额为4.29亿元，账龄较长，在3年以上，累计已计提3.14亿元的坏账准备，损失风险较大；公司其他应收款规模较大，对公司营运资金造成占用且回收时间具有不确定性。公司存货主要包括开发成本和合同履约成本等，2023年

未开发成本账面价值63.73亿元，全部为授权经营土地成本，未缴纳土地出让金；合同履行成本账面价值11.81亿元。

类金融业务资产包括发放贷款及垫款、债权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产、长期应收款、长期股权投资等，2023年末合计占比达到34.10%。发放贷款及垫款主要为子公司科技小贷发放贷款，2023年末贷款账面余额5.36亿元，其中损失类贷款账面余额2.61亿元，占比较高，截至2023年末公司贷款已累计计提减值准备2.62亿元。债权投资为委托银行贷款。2023年末其他权益工具投资增幅较大主要系新增对苏州市轨道交通集团有限公司9.19%参股所致。长期应收款主要为融资租赁款，2023年末长期应收款账面余额36.39亿元，其中25.19亿元为宝涵ABS、ABN资产支持计划提供质押担保。2023年公司长期股权投资权益法核算下确认的投资收益0.74亿元，累计计提减值准备0.72亿元。

其他资产方面，公司货币资金规模较大；在建工程主要包括杜克大学及在建的工业地产项目。受限资产方面，2023年末公司受限资产规模为51.64亿元，包括13.38亿元货币资金（主要为定期存款和保证金）、0.06亿元应收账款（质押借款）、0.30亿元其他流动资产（担保保证金）、25.17亿元长期应收款（质押担保）、0.51亿元投资性房地产（抵押借款）、9.79亿元固定资产（抵押借款）、2.43亿元无形资产（抵押借款）；公司因并购昆山市通程建设发展有限公司（以下简称“昆山通程”）100%股权需要借入银团贷款33.10亿元，约定并购完成后将昆山通程100%股权质押，公司2024年5月22日与银团贷款行签订了《权利质押合同》，质押资产评估价值为55.15亿元。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57.56	10.60%	58.71	11.69%	47.08	10.64%
其他应收款	22.06	4.06%	23.10	4.60%	31.19	7.05%
存货	77.36	14.25%	76.86	15.31%	77.03	17.41%
流动资产合计	177.80	32.75%	169.02	33.67%	168.96	38.19%
发放贷款及垫款	3.00	0.55%	2.74	0.54%	2.76	0.62%
债权投资	20.73	3.82%	20.33	4.05%	15.28	3.45%
其他权益工具投资	74.39	13.70%	76.18	15.17%	24.67	5.58%
其他非流动金融资产	11.06	2.04%	11.02	2.19%	9.14	2.07%
长期应收款	40.47	7.45%	36.35	7.24%	34.17	7.72%
长期股权投资	35.51	6.54%	32.96	6.57%	28.57	6.46%
投资性房地产	20.96	3.86%	9.48	1.89%	4.72	1.07%
固定资产	64.18	11.82%	73.00	14.54%	74.05	16.74%
在建工程	58.77	10.82%	41.05	8.18%	37.45	8.47%
其他非流动资产	21.96	4.05%	15.17	3.02%	30.38	6.87%
非流动资产合计	365.14	67.25%	333.03	66.33%	273.44	61.81%
资产总计	542.94	100.00%	502.06	100.00%	442.40	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

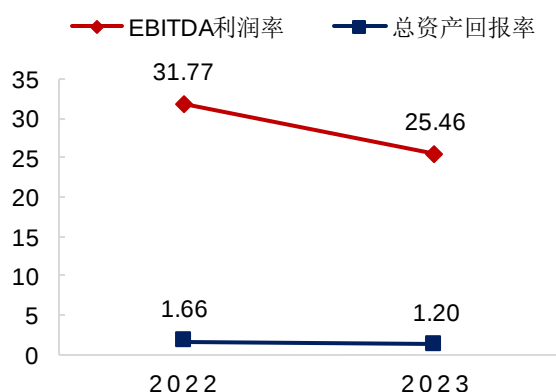
盈利能力

公司收入来源多元化，整体经营较为稳定；2023 年受其他收益和投资收益下降影响，盈利能力指标有所下滑

公司是昆山市重要的国有资产投资与运营主体，主要业务涵盖燃气、水务、房地产和类金融等，整体收入结构呈多元化趋势。具体板块来看，天然气和水务板块具有区域垄断性，2023 年经营状况保持稳定，经营获现能力稳健；类金融板块包括担保、小贷、租赁等业务，存在一定的投资风险。

2023 年公司毛利率小幅上升，但 EBITDA 利润率和总资产回报率均有一定下降，主因 2023 年公司其他收益和投资收益下降较为明显。2023 年公司以水务板块项目相关政府补助为主的其他收益 2.59 亿元，同比降低 41.08%；2023 年公司投资收益 1.65 亿元，同比降低 35.12%，主要系长期股权及其他权益工具投资等对外投资持有期间取得的股利收入。整体来看，公司收入来源呈现多元化趋势，投资收益和政府补助对公司利润贡献较大，其波动性或给公司盈利能力带来不确定性。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司现金流状况稳健，但总债务快速攀升，杠杆水平上升，2024 年债务集中兑付压力有所增大；公司燃气和水务板块具有区域垄断性，经营获现能力较好，预计未来一段内再融资渠道将保持畅通，仍具备融资弹性

公司总债务规模快速增长，2024 年 3 月末总债务规模为 233.93 亿元。从融资品种看，公司债务以银行贷款和债券融资为主，银行借款主要为信用借款、保证借款和抵押借款；债券融资期限为 0.43-2.87 年，票面利率在 2.35%-3.50%。从期限结构看，2024 年 3 月末公司短期债务占比有所提升，2024 年 3 月末短期债务占比 29.73%，较 2023 年末提升 0.66 个百分点，短期偿债压力有所提升。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.16	3.66%	11.39	3.55%	5.96	2.24%
应付账款	20.82	5.79%	16.86	5.26%	15.65	5.88%
合同负债	14.21	3.95%	12.90	4.02%	6.86	2.58%
其他应付款	63.62	17.68%	75.46	23.54%	58.92	22.14%
一年内到期的非流动负债	26.71	7.42%	13.40	4.18%	12.08	4.54%
其他流动负债	22.57	6.27%	22.18	6.92%	21.78	8.18%
流动负债合计	166.42	46.26%	158.39	49.40%	127.65	47.96%
长期借款	106.82	29.69%	70.91	22.12%	59.20	22.24%
应付债券	56.86	15.81%	61.76	19.26%	43.26	16.25%
长期应付款	11.23	3.12%	10.99	3.43%	11.31	4.25%
递延收益-非流动负债	17.18	4.78%	17.30	5.40%	23.30	8.75%
非流动负债合计	193.31	53.74%	162.23	50.60%	138.52	52.04%
负债合计	359.74	100.00%	320.62	100.00%	266.16	100.00%
总债务	233.93	65.03%	188.01	58.64%	150.96	56.72%
其中：短期债务	69.55	19.33%	54.65	17.05%	47.82	17.97%
长期债务	164.38	45.69%	133.36	41.59%	103.14	38.75%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司2023年经营活动产生净现金流9.15亿元，现金流状况稳健。从杠杆状况指标看，由于公司总债务规模增长较快，2024年3月末资产负债率上升至66.26%，2023年EBITDA利息保障倍数及经营活动现金流净额/总债务等偿债能力指标有所下降。

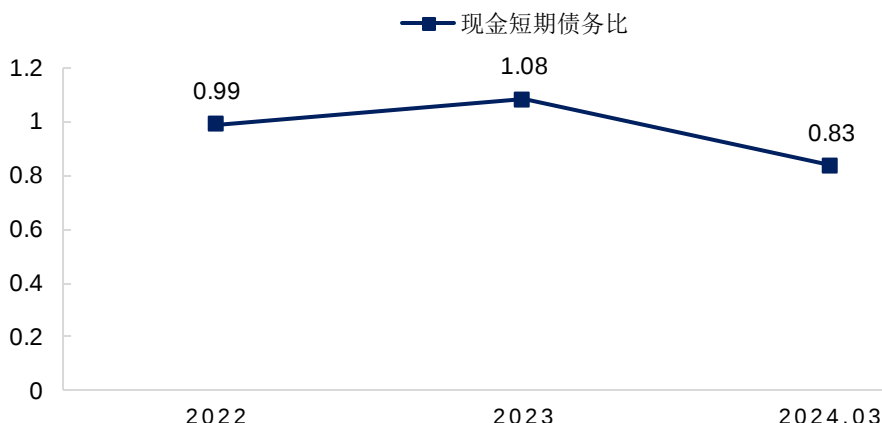
表17 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	1.22	9.15	9.69
资产负债率	66.26%	63.86%	60.16%
总债务/EBITDA	--	16.34	10.39
EBITDA 利息保障倍数	--	3.47	3.81
总债务/总资本	56.08%	50.89%	46.14%
经营活动现金流净额/总债务	0.52%	4.87%	6.42%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性指标看，2023年公司新增债务以长期债务为主，2024年3月末，公司短期债务增长及现金类资产减少导致现金短期债务比有所下降。整体来看，公司债务期限结构尚可，现金类资产对短期债务的覆盖能力弱化。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

考虑到公司燃气和水务板块的区域垄断性，预计仍将保持较好的经营获现能力，且公司作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，与多家金融机构建立了良好合作关系，必要时可获得一定力度的外部支持。2023年末公司未使用银行授信额度为163.17亿元，备用流动性充裕，预计未来一段时间内公司再融资渠道将保持畅通，仍具有融资弹性。

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生明显负面影响

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年内公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照《公司法》等要求建立了法人治理结构，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。跟踪期内，公司总经理变更为张利民，监事会主席变更为徐存燕。公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2024年5月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2022年1月1日至报告查询日（2024年6月15日），中证鹏元未发现公

司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

1、未决诉讼

截至2024年3月末，子公司创业融资担保因代被担保企业偿还企业借款的未决诉讼事件共19件，标的金额2.27亿元，已收回金额0.86亿元，预计尚可收回金额为0.36亿元。公司账面应收代偿款1.41亿元，已计提担保赔偿准备1.16亿元。

截至2024年3月末，公司子公司科技小贷因借款合同纠纷的未决诉讼事项共48件，标的金额2.78亿元，已收回0.17亿元，账面贷款余额5.15亿元，已计提贷款减值准备2.63亿元

2、对外担保

截至2024年3月末，公司对外担保均为经营性担保业务形成，存在一定的代偿风险。

八、外部特殊支持分析

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

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

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

（3）昆山市综合经济实力雄厚，整体债务压力不大。昆山市连续多年蝉联全国经济百强县榜首，主要财政指标2023年在苏州市各区市中位居第一；财政收入质量较好，财政自给能力强。

九、结论

昆山市综合经济实力雄厚，财政收入质量较好，财政自给能力强，整体债务压力不大。公司作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，主要业务涵盖燃气、水务、房地产和类金融等。虽然公司类金融业务面临一定的代偿风险、投资风险和回收风险，部分其他应收款存在回收风险，近年总债务规模攀升，但公司燃气和水务业务仍具有区域垄断性，经营获现能力稳定，预计业务可持续性较好，且公司继续在财政补贴方面获得一定力度的外部支持。整体来看，公司具备很强的抗风险能力。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“22创控01”和“22

创控K1”的信用等级为AAA。

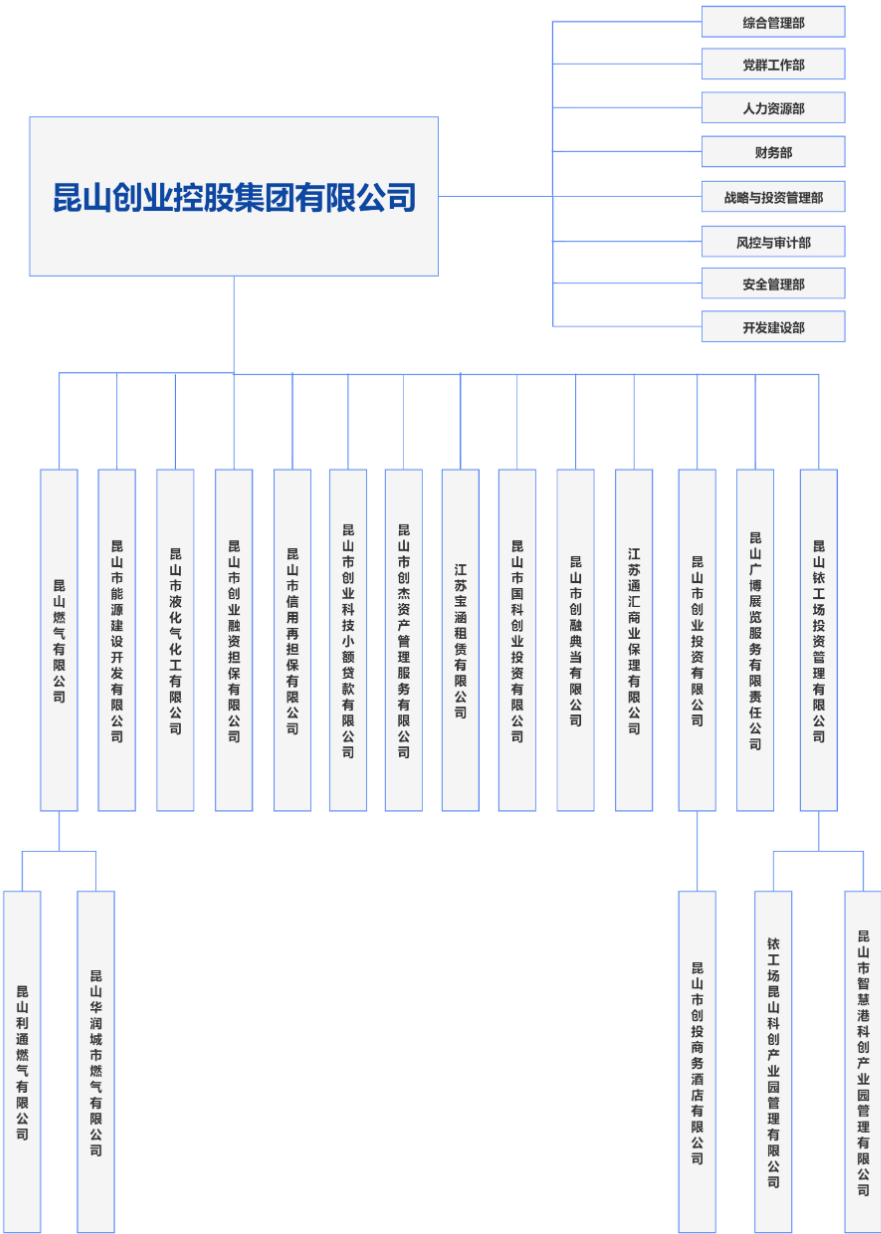
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	57.56	58.71	47.08	57.83
其他应收款	22.06	23.10	31.19	29.77
存货	77.36	76.86	77.03	73.25
流动资产合计	177.80	169.02	168.96	170.46
债权投资	20.73	20.33	15.28	12.23
其他权益工具投资	74.39	76.18	24.67	29.77
长期应收款	40.47	36.35	34.17	25.05
长期股权投资	35.51	32.96	28.57	9.45
投资性房地产	20.96	9.48	4.72	14.54
固定资产	64.18	73.00	74.05	46.73
在建工程	58.77	41.05	37.45	34.87
其他非流动资产	21.96	15.17	30.38	14.34
非流动资产合计	365.14	333.03	273.44	211.13
资产总计	542.94	502.06	442.40	381.58
短期借款	13.16	11.39	5.96	1.93
应付账款	20.82	16.86	15.65	12.10
合同负债	14.21	12.90	6.86	6.13
其他应付款	63.62	75.46	58.92	82.11
一年内到期的非流动负债	26.71	13.40	12.08	42.95
其他流动负债	22.57	22.18	21.78	22.45
流动负债合计	166.42	158.39	127.65	175.42
长期借款	106.82	70.91	59.20	13.44
应付债券	56.86	61.76	43.26	0.00
长期应付款	11.23	10.99	11.31	0.01
递延收益-非流动负债	17.18	17.30	23.30	18.19
非流动负债合计	193.31	162.23	138.52	33.96
负债合计	359.74	320.62	266.16	209.38
所有者权益	183.20	181.43	176.24	172.20
营业收入	11.02	45.21	45.75	51.80
营业利润	0.62	2.65	3.27	5.61
净利润	0.32	0.97	1.95	4.04
经营活动产生的现金流量净额	1.22	9.15	9.69	11.68
投资活动产生的现金流量净额	-47.45	-55.35	-74.74	-28.47
筹资活动产生的现金流量净额	44.98	46.19	58.55	14.82
财务指标	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
EBITDA	--	11.51	14.54	14.14

销售毛利率	21.81%	20.86%	20.64%	39.38%
EBITDA 利润率	--	25.46%	31.77%	27.30%
总资产回报率	--	1.20%	1.66%	2.30%
资产负债率	66.26%	63.86%	60.16%	54.87%
总债务/EBITDA	--	16.34	10.39	6.13
EBITDA 利息保障倍数	--	3.47	3.81	4.76
总债务/总资本	56.08%	50.89%	46.14%	33.48%
现金短期债务比	0.83	1.08	0.99	0.79

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2023 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例(%)	
			直接	间接
昆山市水务集团有限公司	120,863.61	国有资产经营管理	100.00	
昆山市能源建设开发有限公司	58,968.56	从事电力及天然气开发利用	78.00	22.00
昆山燃气有限公司	39,920.16	燃气经营	50.10	
昆山市创业投资有限公司	114,072.25	投资	100.00	
昆山市创投商业管理有限公司	2,00.00	商业运营管理；企业管理咨询	100.00	
昆山广博展览服务有限责任公司	500.00	展览、展示、会务服务	100.00	
昆山市信用再担保有限公司	20,000.00	融资性再担保业务；投资与资产管理	50.00	
昆山市创业科技小额贷款有限公司	40,000.00	面向中小企业发放贷款、创业投资	40.00	10.00
昆山市创业融资担保有限公司	100,000.00	担保	98.00	2.00
昆山市国科创业投资有限公司	72,500.00	投资	98.76	1.24
昆山市创杰资产管理服务有限公司	50.00	资产管理	60.00	40.00
昆山市液化气化工有限公司	2,723.99	瓶装液化石油气经营	100.00	
江苏宝涵租赁有限公司	70,000.00	融资租赁	100.00	
昆山招商集团有限公司	13,000.00	招商服务	100.00	
昆山市通程建设发展有限公司	551,547.00	对外投资	100.00	
苏州市昆澄股权投资合伙企业（有限合伙）		股权投资	49.00	1.00
昆山市玉城物业管理有限公司	739.85	物业管理	64.65	17.675
昆山市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙）		投资管理、资产管理、股权投资	99.95	0.05
昆山市创融典当有限公司	5,000.00	典当业务	70.00	30.00
昆山铨工场投资管理有限公司	63,700.00	投资与资产管理	100.00	
昆山市琨澄材料科技有限公司	400.00	科技推广和应用服务	100.00	

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。