



# 昆山城市建设投资发展集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 2134 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

昆山城市建设投资发展集团有限公司

AAA/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“18 昆城投债 01”

AAA

## 评级观点

本次跟踪主体昆山城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“昆山城投”或“公司”）主体评级结果由 AA+调整至 AAA，评级展望为稳定；“18 昆城投债 01”的债项信用等级由 AA+调整至 AAA。本次跟踪级别调整主要基于以下理由：1、昆山经济发展势头强劲、债务管控能力强，昆山 2022 年实现地区生产总值 5,006.7 亿元，连续蝉联全国百强县首位，其政府债务率（40.94%）远低于国际 100%警戒标准，区域债务风险较小；2、公司区域地位突出，公司为昆山市最重要的基础设施建设和保障房建设运营主体，同时承担了昆山市棚改转贷业务，具有很强的区域专营性和垄断性；3、政府支持有力，2020 年以来公司累计收到昆山市国资委向公司注资合计 32.39 亿元，资本实力不断夯实；近三年一期累计获得财政补贴超过 6 亿元，政府资金支持具备持续性；4、业务可持续性较强，截至 2023 年 3 月末公司在建基础设施项目总投资 70.41 亿元，后续仍需投资 39.21 亿元；在建保障房项目总投资 68.27 亿元，尚需投资 29.20 亿元；5、公司融资渠道通畅，备用流动性充足，公司银行间、交易所等多市场债券发行渠道顺畅，发行利率处于行业较低水平，市场认可度高，截至 2023 年 3 月末在手债券批文合计 60 亿元，待发行金额 50 亿元，且获批银行授信总额 336.65 亿元，其中未使用金额 240.92 亿元，备用流动性充足。昆山市区位优势及产业基础能够推动当地经济持续健康发展，近年来经济财政实力持续增长，为公司提供了良好的外部经营环境；公司作为昆山市最重要的国有经营主体，在推进昆山城市建设中发挥重要作用，对昆山市政府重要性高，与昆山市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际也关注到公司资产流动性较弱、资本支出压力较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，昆山城市建设投资发展集团有限公司信用水平在未来 12-18 个月内将保持稳定。

## 调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，备用流动性大幅减少等。

## 正面

- **昆山市区域经济实力不断增强。**昆山市区位优势明显、交通便捷，经济实力很强，2022 年实现地区生产总值 5,006.7 亿元，连续蝉联全国百强县首位，持续增强的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司区域地位突出，得到政府的支持力度大。**公司为昆山市最重要的基础设施建设及保障房建设主体，承担重点实施工程、重大民生项目的建设任务，公司对昆山市人民政府重要性高，能够得到政府持续有力的支持。
- **棚改转贷资金的收回有保障。**公司作为昆山市棚改转贷业务主体，业务具有区域专营性，且相关还款来源纳入政府财政预算和采购服务资金预算管理，资金回收保障度高。

## 关注

- **资产流动性较弱。**除转贷业务形成的长期应收款外，公司资产以存货、投资性房地产及固定资产为主，存货主要为基础设施建设业务及安置房建设业务等形成的投资成本，投资性房地产主要为公司所持的经营性资产，整体资产流动性较弱。
- **资本支出压力较大。**截至 2023 年 3 月末，公司在建的基建及保障房项目合计待投资规模约 70 亿元，在建及拟建的商品房项目待投资规模逾 70 亿元，面临较大的资本支出压力。

项目负责人：田 聪 ctian@ccxi.com.cn

项目组成员：华志鹏 zhphua@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

昆山城投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	439.19	475.22	513.70	539.06
经调整的所有者权益合计（亿元）	148.98	159.71	160.08	166.46
负债合计（亿元）	290.21	315.51	353.62	372.60
总债务（亿元）	221.73	250.80	283.28	302.57
营业总收入（亿元）	32.01	23.46	22.78	7.65
经营性业务利润（亿元）	10.53	2.11	1.00	-0.10
净利润（亿元）	4.29	1.50	1.65	-0.14
EBITDA（亿元）	8.69	5.45	5.10	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-46.91	-13.66	-28.16	-17.35
总资本化比率（%）	59.81	61.09	63.89	62.82
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.23	1.24	0.96	--

注：1、中诚信国际根据昆山城投提供的其经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告和 2023 年一季度未经审计的财务报表整理。其中，2020、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度财务数据采用 2023 年一季度财务报表期末数；2、中诚信国际将各期末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算，将各期末其他应付款和其他流动负债中的有息借款纳入长期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 评级历史关键信息

昆山城市建设投资发展集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	18 昆城投债 01（AA+）	2022/06/27	田聪、唐晨	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	18 昆城投债 01（AA+）	2017/07/19	仇芑、赵光香	--	--

注：中诚信国际口径。

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	昆山城投	苏高新集团	江宁经开
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	苏州市-昆山市	苏州市-苏州高新区 （虎丘区）	南京市-江宁经开区
GDP（亿元）	5,006.7	1,766.17	1,900.00
一般公共预算收入（亿元）	430.18	182.06	168.90
经调整的所有者权益合计（亿元）	160.08	283.45	264.84
总资本化比率（%）	63.89	76.82	75.92
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.96	1.08	0.57

注：“苏高新集团”系“苏州苏高新集团有限公司”的简称；江宁经开系“南京江宁经济技术开发区集团有限公司”的简称。

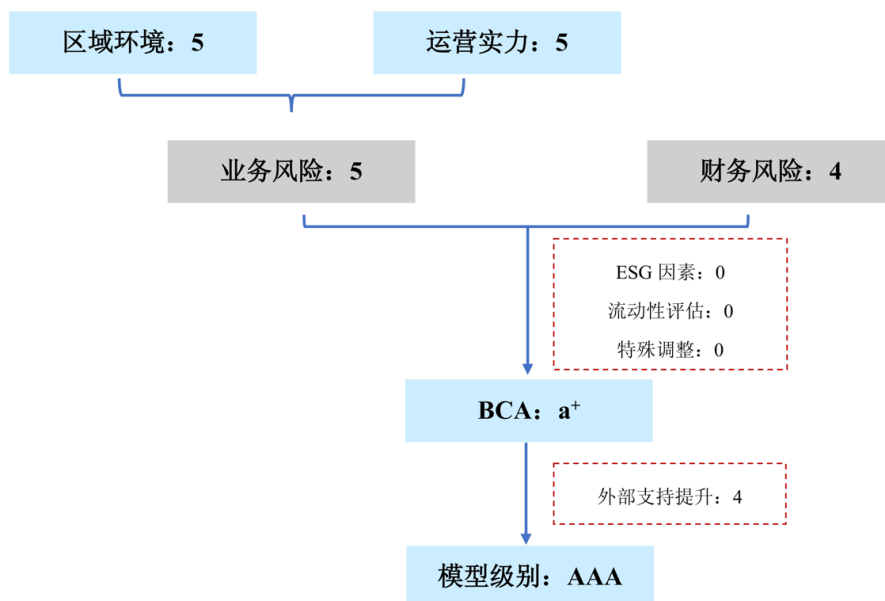
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
18 昆城投债 01	AAA	AA+	2022/06/27	5.00	2.00	2018/4/24~2025/4/24	第 3~第 7 个计息年度末 均分别偿付本金的 20%

## ● 评级模型

昆山城市建设投资发展集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为,昆山市区位优势明显、产业发展较好,整体经济财政实力很强,区域风险很低。昆山城投作为昆山市最重要的基础设施建设和保障房建设运营主体,同时承担了昆山市的棚改转贷业务,具有很强的区域专营性和垄断性,公司地位及重要性突出。但是,昆山城投在建项目尚需投资体量较大,面临资本支出压力,需关注自营商品房项目后期资金平衡情况;且大规模的基础设施建设和保障房建设成本沉淀于存货中,对资产流动性存在一定负面影响。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为,得益于昆山市国资委的注资,昆山城投所有者权益持续增长,资本实力得到有效夯实。但是,昆山城投资产流动性较弱,业务开展带来的债务增长令公司债务压力加大,带动利息支出增长,EBITDA 利息保障倍数有所下降,偿债指标有待提高。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对昆山城投个体基础信用等级无影响,昆山城投具有  $a^+$  的个体基础信用评估等级,反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为,昆山市政府有很强的支持能力,对公司有强的支持意愿,主要体现在昆山市的区域地位,以及强劲的经济财政实力和增长能力;昆山城投系昆山市最重要的基础设施建设和保障房建设运营主体,成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持,具备高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

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

## 募集资金使用情况

“18 昆城投债 01”募集资金规模为 5.00 亿元，截至 2018 年 4 月末，募集资金中用于补充公司流动资金的 3.00 亿元已使用完毕；截至 2018 年 11 月末，募集资金中用于昆山高新区昆城博奥苑东侧、朝阳西路南侧赵厍地区安置房工程项目的 2.00 亿元已使用完毕，截至 2020 年末该项目已正式完工。跟踪期内，公司按时兑付本息，截至本报告出具之日该债券余额为 2.00 亿元。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续，城投发行审核并未明显放松，叠加到期及回售规模较大，城投债发行规模、净融资额同比大幅下降，且募集资金用于借新还旧的比例进一步提高。展望 2023 年，隐性债务严监管下城投



“紧融资”环境难有较大转变，但考虑到基建仍是经济稳增长的重要着力点，城投融资情况或有边际改善。风险关注方面，在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

## 区域环境

昆山市是江苏省苏州市代管县级市，1989 年 9 月 28 日撤县设市，总面积 931 平方公里，下辖 3 个国家级开发区（经济技术开发区、国家级综合保税区、国家级高新技术产业开发区）、2 个省级开发区（花桥经济开发区、旅游度假区）和 8 个镇<sup>1</sup>。截至 2020 年 11 月 1 日，昆山市常住人口 209.25 万人，与 2010 年第六次全国人口普查相比增加 44.76 万人。昆山市国际化程度高、创新能力强，依托上海和苏州地区、对接长三角和台湾地区，是以高新技术产业为核心的工商业现代化城市，拥有软件服务外包、高端装备制造、生物和新医药、智能电网和物联网、新型平板显示、新材料等重要支柱产业。

交通优势和政策优势给昆山市经济发展提供了广阔的空间，近年来昆山市各项经济指标均排在苏州市前列。2022 年，昆山市实现地区生产总值 5,006.7 亿元，按可比价格计算较上年增长 1.8%，为全国百强县之首；同年，昆山市人均 GDP23.71 万元，居苏州市内第二位，仅次于工业园区（30.56 万元）。

表 1：2022 年苏州市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
苏州全市	23,958.34	-	18.65	-	2,329.18	-
<b>昆山市</b>	<b>5,006.66</b>	<b>1</b>	<b>23.71</b>	<b>2</b>	<b>430.18</b>	<b>1</b>
工业园区	3,515.61	2	30.56	1	387.40	2
张家港市	3,302.40	3	22.93	3	219.07	3
常熟市	2,773.97	4	16.45	6	220.00	5
吴江区	2,331.97	5	14.96	7	226.06	4
苏州高新区（虎丘区）	1,766.17	6	21.03	4	182.06	7
太仓市	1,653.57	7	19.71	5	177.80	8
吴中区	1,590.17	8	11.35	9	210.39	6
相城区	1,105.32	9	12.24	8	145.68	9
姑苏区	912.50	10	9.58	10	61.84	10

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为昆山市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升，自给度较高，但税收占比波动下降；政府性基金收入是昆山市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，得益于良好区位，近年来昆山市政府性基金收入持续增长。昆山市近年来财政平衡情况总体稳中向好，收入质量一直保持较高水平。再融资环境方面，昆山市广义债务率处于全国中下游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出

<sup>1</sup> 分别为张浦镇、周市镇、陆家镇、巴城镇、千灯镇、淀山湖镇、周庄镇和锦溪镇。

现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来昆山市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	4,276.76	4,748.06	5,006.7
GDP 增速（%）	4.0	7.8	1.8
人均 GDP（万元）	20.44	22.69	23.71
固定资产投资增速（%）	3.3	0.6	5.2
一般公共预算收入（亿元）	428.00	466.88	430.18
政府性基金收入（亿元）	196.83	254.26	194.56
税收收入占比（%）	87.16	88.13	86.39
公共财政平衡率（%）	110.43	113.73	108.49

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：昆山市财政局，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为昆山市最重要的基础设施建设及保障房建设运营主体，承担昆山市委、市政府交付的重大基础设施建设和关系市计民生的重大任务，项目储备量充足，具有很强的业务竞争力及垄断性；公司亦积极布局商品房开发、酒店服务、物业管理等多元化业务，对营业收入形成了较好的补充，业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司在建和拟建的基础设施建设、保障房及商品房项目整体投资规模较大，面临较大的资本支出压力；同时房地产市场近期景气度有所下行，后续项目去化情况需持续关注。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
保障房及商品房销售	22.79	71.20	60.18	13.99	59.63	41.99	12.69	55.69	30.36	5.06	66.18	34.41
餐饮房费	0.61	1.91	65.82	0.69	2.94	59.27	0.64	2.79	58.37	0.16	2.15	51.55
物业管理费	0.57	1.79	-3.01	0.75	3.20	13.69	0.76	3.32	8.88	0.25	3.32	2.60
工程施工	0.11	0.34	15.98	0.05	0.21	30.49	0.05	0.23	-5.10	0.02	0.32	6.77
酒店等服务	0.02	0.08	21.07	0.27	1.15	54.71	0.77	3.37	51.71	0.14	1.89	93.74
商品销售	0.29	0.89	43.09	0.18	0.77	15.91	0.27	1.19	-3.06	0.01	0.20	29.47
代建费	0.12	0.39	100	0.13	0.55	100	0.10	0.45	100.00	0.02	0.26	10.16
门票收入	0.11	0.33	-25.72	0.11	0.47	-13.39	0.08	0.35	-56.49	--	--	--
其他	0.00	0.00	77.84	--	--	--	0.07	0.32	30.70	0.27	3.56	38.36
<b>主营业务收入</b>	<b>24.62</b>	<b>76.93</b>	<b>58.22</b>	<b>16.16</b>	<b>68.88</b>	<b>41.40</b>	<b>15.43</b>	<b>67.70</b>	<b>30.83</b>	<b>5.96</b>	<b>77.87</b>	<b>34.94</b>
棚改资金利息	6.44	20.13	0.77	6.19	26.39	3.84	5.90	25.91	1.18	1.29	16.82	0.79
租金	0.77	2.40	51.68	0.90	3.84	52.67	1.13	5.00	62.80	0.25	3.30	98.32
水电费	0.14	0.43	20.89	0.14	0.60	17.53	0.16	0.68	11.45	0.03	0.45	3.55
其他	0.04	0.12	95.20	0.06	0.26	9.59	0.16	0.71	15.06	0.12	1.57	176.77
<b>营业总收入/毛利率</b>	<b>32.01</b>	<b>100.00</b>	<b>46.38</b>	<b>23.46</b>	<b>100.00</b>	<b>31.69</b>	<b>22.78</b>	<b>100.00</b>	<b>24.51</b>	<b>7.65</b>	<b>100.00</b>	<b>27.83</b>

注：1、主营业务收入中，其他收入主要是久安机电的电梯维护收入等。2、其他业务收入中，租金为生活荟广场及昆山文化艺术中心等经营性资产出租收入；水电费收入主要为保障房和商品房建造过程中所产生的水电费、代收和代缴收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 基础设施建设板块

公司为昆山市最重要的基建主体，业务竞争力很强，同时公司在建项目及可确定实施的拟建项目较多，业务稳定性和可持续性很强，但公司待投资规模较大，其中自建经营性项目资金由公司自



**行筹措，投资回报期较长，面临资本支出压力。**

跟踪期内，公司基建业务在区域内的地位和模式未发生变化，作为昆山最重要的城市建设主体，公司在建基础设施项目量较多，且未来仍会根据市政府的规划承接新的重大项目建设，业务竞争力较强。从业务模式来看，公司依然按照项目立项主体分为自建和代建模式，未发生重大变化。

代建业务运作模式为：根据昆山市人民政府下发《昆山市政府投资建设建设项目代建管理办法（试行）》，公司与使用单位（政府各职能部门）签署代建协议，公司作为代建方只负责项目招标、施工合同签订和成本管控等相关项目管理，不参与项目资金运作，项目完成后向使用单位收取代建费。2018 年 5 月，根据昆政发[2018]31 号文规定资金管理模式，政府财政部门按照财政管理有关规定、代建合同约定拨付建设资金，对代建项目的财务活动实施监督管理；同时，规定项目代建费实行总额控制，代建费总额以项目审批部门批准的项目总投资扣除土地征用、迁移补偿等为取得或租用土地使用权而发生的费用为基础通过阶梯费率来计算。

**表 4：公司代建项目阶梯费率**

项目总投资	超额累进费率（%）
1,000 万元以下	2.0
1,001~5,000 万元	1.5
5,001~10,000 万元	1.2
10,001~50,000 万元	1.0
50,001~100,000 万元	0.8
100,000 万元以上	0.4

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

对于自建项目，公司每年根据昆山市重点实事工程项目表的建设规划承担相应项目的建设职责，自建项目立项在公司名下，其中经营性项目建设资金由公司自筹，公益性项目由公司向财政按照工程进度申请，由市财政拨付建设资金，公司将收到的资金计入“预收账款”科目。公司进行项目建设时将资金投入计入“存货-开发成本”科目；完成项目建设后，对有经营收入的项目结转至“投资性房地产”，无经营收入的项目暂计入“存货-开发产品”。

从业务开展情况来看，公司先后建成了阳澄湖费尔蒙酒店、全民健身中心、娄江实验学校、文化艺术中心、昆山中学新校区、市福利院分院等一批重大功能项目，总建筑面积超过 40 万平方米；同时建成了滨江景观带、阳澄湖滨水带等六条景观廊道，星溪公园、湖滨公园、悦丰岛有机农场等十个景观节点以及生态慢行系统 32 公里建设。截至 2023 年 3 月末，公司在建项目共 20 个，概算总投资 70.41 亿元，已投资 31.20 亿元，后续仍需投资 39.21 亿元。其中代建项目包括中山纪念堂修缮及配套用房建设工程二期、公共卫生中心（二期）、千灯高级中学项目等，计划总投资 24.72 亿元，已投资 9.86 亿元，待投资 14.86 亿元；自建项目包括周庄镇龙凤路商业项目、昆山市马鞍山路 888 号婚礼礼堂及便民服务用房改造工程项目、原正仪粮库改造项目（巴城下塘街西侧地块商业项目）、正仪蟹船上岸一期、蒲公英科创产业用地-周市厂房项目二期、城市广场地下空间及配套设施项目、正仪老街改造项目，待投资资金规模 24.35 亿元。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建基础设施工程情况（亿元）

项目类型	项目名称	规划建设期间	规划总投资	已投资
代建	中山纪念堂修缮及配套用房建设工程二期	2021.08-2023.06	1.58	0.72
	公共卫生中心（二期）	2022.03-2023.06	1.07	0.48
	昆山市锦溪高级中学新建工程	2022.01-2023.06	5.65	4.36
	蓬朗高级中学项目	2022.07-2024.06	5.79	1.30
	千灯高级中学	2022.09-2023.06	5.72	0.92
	代建昆山市能源建设开发有限公司办公楼、餐厅改造项目	2022.10-2023.08	0.36	0.06
	昆山市消防救援大队战勤保障基地	2021.12-2023.12	2.24	1.15
	玉山广场周边文化设施及环境提升工程	2022.01-2023.12	0.56	0.50
	代建昆山市城隍潭片区文化馆、印溪草堂改造工程一期	2022.07-2023.12	1.75	0.37
小计		--	24.72	9.86
自建	昆山森林公园游客中心改造工程	2022.03-2023.03	0.20	0.13
	湖滨路（城北大道-相石路）景观绿化工程	2022.06-2023.04	0.37	0.21
	昆太路南侧（昆北路至长江路段）景观提升改造工程	2022.06-2023.04	0.48	0.31
	周庄镇龙凤路商业项目	2022.04-2023.04	1.41	0.60
	昆山市马鞍山路 888 号婚礼礼堂及便民服务用房改造工程项目	2022.09-2023.04	0.24	0.16
	亭林园扩建工程（西侧景观提升）	2021.09-2023.05	1.11	0.83
	原正仪粮库改造项目（巴城下塘街西侧地块商业项目）	2022.05-2023.06	1.10	0.22
	正仪蟹船上岸一期	2023.01-2023.06	3.45	0.70
	科创产业用地-周市厂房项目二期	2020.07-2023.07	3.33	2.29
	城市广场地下空间及配套设施项目	2022.03-2023.12	9.00	4.26
	正仪老街改造项目	2020.09-2030.07	25.00	11.63
小计		--	45.69	21.34
合计		--	70.41	31.20

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司主要拟建基础设施项目 2 个，其中自建项目为亭林园景观节点提升修缮工程，拟投资 0.09 亿元，代建项目为傀儡湖水源保护与生态提升工程，概算总投资额 0.96 亿元。

整体上看，公司在建和拟建基础设施项目规模较大，业务可持续性较好，但自建项目资金需由公司自行筹集，投资回收期较长，面临一定资金平衡压力。

## 保障房和商品房销售板块

**跟踪期内，公司仍承担昆山市中心城区的棚户区改造职责，保障房业务是公司收入的主要来源，此外，公司亦从事商品房开发业务，展业范围覆盖昆山市全区域。但近期国内宏观经济增速放缓，且房地产正处于调控期，未来房价走势及收入面临一定不确定性。**

跟踪期内，公司保障房和商品房业务仍由公司本部和子公司昆山乐建住房开发有限公司（以下简称“乐建住房”）负责，均具备房地产开发二级资质。2022 年，公司实现安置房及商品房销售收入 12.69 亿元，同比减少 9.29%，受房地产周期影响，公司当期收入以安置房为主。

跟踪期内，公司仍作为昆山市最重要的保障房建设经营主体，定位保持稳定，公司保障房建设和销售的运作模式未发生重大变化，仍根据销售对象的不同分为定向销售给拆迁户的安置房、销售给低收入家庭的经济适用房以及政府回购的廉租房和公租房，其中以定向销售安置房为主。

对于定向销售给拆迁户的安置房，公司通过“招拍挂”的方式获得开发土地，由公司本部和乐建住房负责实施安置房建设，政府以货币安置的方式向拆迁户开具支票，并给予准购证，公司以被拆迁户的准购证为购买通行证将安置房定向销售给被拆迁户。公司建设的安置房对安置户销售的剩余部分经政府批准，补缴土地出让金后，可作为商品房对外出售。

对于销售给低收入家庭的经济适用房，用地为划拨所得，销售价格低廉，存在成本倒挂，项目建成后由政府确定销售模式和各模式的销售数量。销售模式有两种，分为公司定向销售和政府回购，政府将一定比例经济适用房分配给公司用于定向销售给符合购买经济适用房的家庭，对于成本倒挂部分政府给予补贴，即政府补贴金额为经适房的成本与售价之间的差额补贴款。

对于政府回购的廉租房和公租房，项目用地为划拨所得，由昆山市住房和城乡建设局（以下简称“昆山市住建局”）的下属单位昆山市白蚁防治和房屋管理所（以下简称“房管所”）以预先支付回购款的方式进行回购，用于出租给达到租用廉租房和公租房标准的低收入人群。回购模式采取房管所与公司签订购房合同的方式。廉租房和公租房成本倒挂部分由政府进行补贴，故该业务模式无利润空间。

表 6：近年公司保障房项目建设情况（万平方米、亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
在建面积	56.35	41.79	134.53	153.97
竣工面积	20.99	25.52	14.09	0.00
销售面积	8.36	15.29	10.33	3.02
投资额	10.77	6.58	16.94	14.32
销售收入	9.26	13.99	14.03	5.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司在建保障房项目 6 个，总投资额 68.27 亿元，累计完成投资 39.07 亿元，尚需投入 29.20 亿元。公司每年根据昆山重点工程建设指挥部督查办公室下发的昆山市重点实施工程项目表承担相应项目的建设职责，截至 2023 年 3 月末，公司拟建项目 2 个，计划总投资约 7.92 亿元，项目建设周期为 2023 年至 2026 年。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司在建保障房项目情况（亿元）

商品房名称	总投资	已投资	建设周期
江南吉祥里（N-13）一期	4.84	3.72	2018.06-2023.02
江南吉祥里（N-13）二期	5.45	2.61	2022.05-2024.09
朝阳荟生活广场	11.93	9.34	2018.12-2022.12
江南云锦雅筑二期	14.26	8.36	2021.09-2024.05
江南未来生活广场	7.11	2.16	2022.03-2025.06
花忆江南苑	24.68	12.88	2022.05-2025.05
合计	68.27	39.07	-

注：江南云锦雅筑和江南未来生活广场分为安置房和商品房，安置比例待定。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司商品房业务运作模式没有发生变化，以自营开发为主。截至 2023 年 3 月末，公司在建商品房项目 4 个，总投资 68.82 亿元，已投资 25.89 亿元，尚需投入 42.93 亿元，拟建商品房项目 2 个，总投资约 30 亿元，资金来源为自筹和融资。总体来看，公司的房地产业务开发具备一定的品牌效应，但目前房地产正处于调控期，未来房价走势主要受政策调控影响，需关注该部分业务后期盈利的稳定性。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司在建商品房项目情况（亿元）

商品房名称	总投资	已投资	建设周期
江南云锦雅筑一期	12.14	7.12	2021-2024
江南未来生活广场（住宅部分）	9.06	1.84	2022-2026
菰城江南苑	17.32	8.75	2022-2026
薛赵路地块	30.30	8.18	2023-2026
合计	68.82	25.89	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，作为昆山市最重要的保障房建设主体，伴随昆山市区域发展的稳中向好，公司保障房业务能够实现良性循环，且公司安置房均为定向安置，收入来源保障较好；但公司承担的建设任务较重，存在资本支出压力，此外受房地产周期影响，公司商品房销售情况具有一定的不确定性，亦面临资金平衡压力。

## 其他业务板块

**跟踪期内，公司仍保持多元化发展，棚改转贷、物业管理和酒店运营等业务丰富了公司收入来源。**

跟踪期内，公司仍作为昆山市棚改转贷业务的主体，业务具有区域专营性，乐建住房为棚户区改造服务的承接主体，昆山市住建局为购买方，购买资金纳入政府财政预算和采购服务资金预算管理。该项目纳入江苏省和昆山市 2013~2017 年棚户区改造规划，总投资额 283.96 亿元，国开行批复贷款总额约 220 亿元，期限为自 2015 年起 25 年，截至 2023 年 3 月末已提 151.98 亿元。乐建住房将棚改资金转贷给各区镇保障房融资平台，由区镇平台公司进行房屋建设并承担国开行棚改项目贷款利息，区镇平台每年根据国开行的实际贷款利率将利息和支付利息产生的税金支付给乐建住房，乐建住房将利息支付给国开行用于偿还贷款利息，税金用于支付税款。此外，公司与区镇签订《资金使用协议》规定棚改资金专款用于区镇的棚改项目建设。2022 年，公司实现棚改资金利息收入 5.90 亿元。

公司物业管理业务主要由全资子公司昆山乐成置业有限公司（以下简称“乐成置业”）负责，跟踪期内乐成置业仍负责江南理想、新江南、金谷园、珠江新村、金塘园、柏盛园、漠和苑、娄汀苑、万和苑、江南境秀和江南平安里等 11 个小区的物业，此外还有市民文化广场、文化艺术中心等物业项目，物业管理费由乐成置业代为支付，结算后再向财政申请拨款。收费标准方面，商品房江南境秀物业管理费标准为 2.66 元/平方米/月，江南理想物业管理费标准为 2.14 元/平方米/月，其余小区均按照多层 0.8 元/平方米/月，高层 1.5 元/平方米/月的标准收取，收缴率可达到 90%以上。2022 年，公司物业管理业务收入为 0.76 亿元，与上年相比略有增长。

跟踪期内，公司酒店业务经营保持平稳，经营阳澄湖费尔蒙酒店 1 家，由全资子公司昆山阳澄湖滨商务度假酒店有限公司运营管理，经营模式未发生重大变化。2022 年该酒店全年入住率达 35.9%，分别实现餐饮房费收入和酒店等服务收入 0.60 亿元和 0.01 亿元，较 2021 年有所下降。未来公司将新开 3 家酒店，分别是与万科合作的“正仪粮库—阳澄湖有熊酒店”、桔子酒店以及你好酒店，这 3 家酒店运营将主要采用委托运营模式，委托给酒店品牌方全权运营。

跟踪期内，公司实现商品销售收入 0.27 亿元，主要是由销售子公司城建绿和生产销售的侧平石，道板砖等再生建筑材料形成。此外，2016 年公司新增工程施工业务，主要涉及安置房周边绿化设



施的施工和建造，截至 2022 年末，公司实现工程施工业务收入 0.05 亿元。门票收入主要来自于亭林园风景区，跟踪期内未发生重大变化，2022 年公司实现门票收入 0.08 亿元。

整体上看，多元化业务的发展丰富了公司的经营板块，为公司提供了收入补充，有利于公司未来业务拓展。

## 财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。跟踪期内，公司所有者权益持续增长，资本实力得以充实；但随着各项业务的稳步推进，公司债务规模也相应保持增长，资本结构有待优化；同时公司经营获现能力一般，经营活动净现金流持续流出，EBITDA 对利息的保障能力仍有待提升。

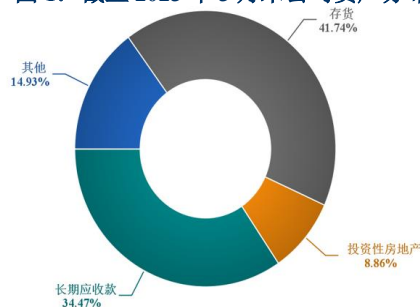
## 资本实力与结构

跟踪期内，公司保持突出的平台地位，政府资金的持续注入提升了公司的资本实力，资产规模保持快速增长趋势，并在昆山市级平台中位居前列；但公司资产流动性不足和收益性一般，同时公司财务杠杆较高，资本结构仍有待优化。

作为昆山市最重要的基础设施和保障房建设主体，公司地位突出，资产规模位居昆山市级平台前列，2022 年末资产总额同比增长 8.10%。

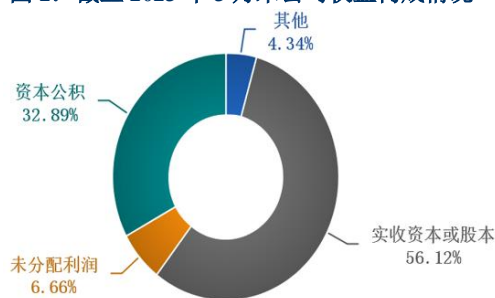
公司目前形成了基础设施建设、房地产开发（保障房及商品房）、物业管理、餐饮服务、转贷等业务板块，资产主要由上述业务形成的应收类款项、存货、投资性房地产等构成，流动资产和非流动资产占比较均衡，预计其资产结构将保持相对稳定。截至 2022 年末，公司流动资产主要由货币资金和存货构成。其中，货币资金共 15.29 亿元，无受限货币资金；存货共 69.14 亿元，主要由开发成本和开发产品构成，开发产品为公司及其下属子公司已建成的安置房、商品房及基础设施项目，开发成本主要为在建项目。公司非流动资产主要由长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程等项目构成。其中长期应收款共 177.08 亿元，全部为与棚户区改造项目专项资金使用单位的往来款，相关还款来源纳入政府财政预算和采购服务资金预算管理；投资性房地产包括房屋、建筑物（37.73 亿元）和土地使用权（7.76 亿元），采用公允价值模式计量；其他非流动资产主要包括道路、学校等资产以及委托贷款等。整体来看，公司资产中基建及房地产开发业务形成的资产占比较多，受结转进度影响，资金有一定沉淀，整体资产的流动性不足且收益性一般。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司权益构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理



受益于政府资本金的拨付和经营利润的留存，公司经调整的所有者权益增长<sup>2</sup>，跟踪期内，公司保持较高的区域重要性，并于 2023 年一季度得到政府的资本金注入 4.92 亿元，预期政府将持续向公司拨付资金及划转资产，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

近年来公司资产负债率在 60%以上，且随着业务的逐步发展，公司通过债务融资的方式获取项目资金，2022 年公司财务杠杆水平有所上升，总资本化比率亦有所提高，2022 年末增至 63.89%。随着项目建设的逐步推进，预期未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	439.19	475.22	513.70	539.06
非流动资产占比	61.13	57.17	52.74	50.57
经调整的所有者权益合计	148.98	159.71	160.08	166.46
资产负债率	66.08	66.39	68.84	69.12
总资本化比率	59.81	61.09	63.89	64.51

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**公司收入质量一般，经营活动产生的现金流量净额持续为负，且持续对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性，债务规模仍处于扩张状态。**

公司收入主要由安置房及商品房销售、工程施工、代建费、棚改资金利息等构成。跟踪期内公司收入规模有所下滑，主要系安置房及商品房销售收入减少影响。2022 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅度增长，与营业收入较为匹配，收现比保持在 1 左右，但需关注现金流入的可持续性。

2022 年，公司经营活动现金流受购买商品、接受劳务支出现金规模增加的影响，经营活动净现金流相较于往年有所降低。总体来看，公司经营活动获现能力表现一般。

投资活动现金流主要反映与公司承担的工程项目建设、房地产开发、安置房建设项目以及股权投资及收益相关的现金流，近年来公司每年均保持一定规模的支出，投资活动现金流持续呈现净流出状态，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动面临一定的资金缺口，经营活动净现金流持续为负，进一步加剧了公司对外部融资的需求。整体来看，公司经营活动和对外投资的资金缺口主要依赖于银行借款和债券发行等融资渠道，考虑公司目前在手债券批文及可使用银行授信额度均充足，再融资能力强，能为公司提供持续的融资活动现金净流入。

表 10：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-46.91	-13.66	-28.16	-17.35
投资活动产生的现金流量净额	-6.24	-10.19	-3.37	-2.38
筹资活动产生的现金流量净额	30.67	30.67	31.22	23.26

<sup>2</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

现金及现金等价物净增加额	-5.55	6.82	-0.33	3.53
收现比	0.88	0.62	1.25	1.50

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担相对较重，偿债压力较大；2022 年公司 EBITDA 略有下降，且由于债务利息支出的增加，EBITDA 对债务利息的覆盖倍数有所下降，整体偿债指标有待改善。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务类型以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵押及担保措施，债务类型及渠道多元；从期限结构来看，公司短期债务占比有所提高，但仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	类型	余额	1 年以内到期	1-3 年到期	3 年以上到期
银行贷款	保证借款/信用借款/质押借款	208.36	25.47	30.87	152.02
债券融资	超短期融资券/中期票据/公司债券/企业债/信贷资产支持证券	90.00	30.60	52.00	7.40
其他	融资租赁款	1.92	1.39	0.53	0
合计	--	300.28	57.47	83.40	159.42

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，利润总额仍是公司 EBITDA 的主要构成部分。2022 年，受到保障房及商品房销售收入降低和转贷资金收入减少的影响，公司利润总额呈下降趋势。同时，债务规模的增加导致公司利息支出有所上升，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下降。此外，公司经营活动净现金流持续呈现净流出，无法对利息形成有效覆盖，整体偿债指标有待改善。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总债务	221.73	250.80	283.28	302.57
短期债务占比	11.44	15.01	19.02	19.03
EBITDA	8.69	5.45	5.10	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.23	1.24	0.96	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-17.47	-3.10	-5.32	-8.65

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产规模 164.70 亿元，占总资产比重为 30.55%。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 2 亿元，占同期末净资产的比例为 1.20%，被担保企业系区域内国有企业。

表 13：截至 2023 年 3 月末，公司对外担保情况（万元）

被担保对象	企业性质	担保金额
张浦城乡一体化建设有限责任公司	国企	20,000.00
合计	-	20,000.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为昆山市最重要的基础设施建设及保障房建设主体，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围预计不发生变化。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入水平预计小幅上涨，毛利率水平将保持稳定。

——2023 年，公司在建项目投资支出将集中于保障房及商品房开发。

——2023 年，公司债务融资规模将匹配经营活动和投资活动的资金需求，保持增长。

### 预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	61.09	63.89	56.32~68.84
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.24	0.96	1.09~1.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 15.29 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。截至 2023 年 3 月末，公司在手债券及银行间批文共 5 支，共计 60 亿元，待发行金额 50 亿元，且获批银行授信总额 336.65 亿元，其中未使用金额 240.92 亿元，备用流动性充足。此外，昆山市经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为昆山市最重要的国有资产管理及基础设施投资运营主体，可持续获得政府的资金支持。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于保障房及商品房开发，投资规模预计约 40 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务规模约 57.47 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

## ESG 分析<sup>4</sup>

**中诚信国际认为，公司注重内控完善，积极履行国有企业责任，但需关注环境方面的隐含风险。目前公司 ESG 综合表现优于行业内平均水平，对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，公司主营业务为基础设施建设、安置房和商品房开发业务等，可能会面临粉尘、污水排放等环境风险。截至目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现良好。

社会方面，作为国有企业承担了一系列城市基础设施在内的项目，与城市运转密不可分，社会贡献度较高；近三年未发生过一般事故以上的安全生产事故，同时，能够较好的保障员工、客户及投资者权益。总体来看，社会因素表现较好。

治理方面，公司信息披露及时，内部控制体系健全，发展战略及目标清晰，运行情况良好，获评昆山市综合考核第一等次，没有对公司生产经营、财务状况及偿债能力造成实质性不利影响的因素。

## 外部支持

**中诚信国际认为，昆山市政府对公司的支持能力很强，主要体现在以下方面：**

昆山市国际化程度高、创新能力强，依托上海和苏州地区、对接长三角和台湾地区，是以高新技术产业为核心的工商业现代化城市。近年来，伴随着产业密度的不断增强，经济的持续增长，昆山市 GDP、地方一般预算收入稳居全国百强县（市）首位。同时，固定资产投资及城市更新等推升了昆山市政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年政府债务余额 256.56 亿元，政府债务率（40.94%）低于国际 100%警戒标准。但考虑到区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

**同时，昆山市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性强：公司在昆山市基础设施建设及保障房建设领域地位突出，同时聚焦城市总体规划和区域发展大局，参与城市更新、片区开发等建设，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，资产规模在昆山国资委管理资产中占比较大，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由昆山市国资委直接控股，根据市政府意图承担产城开发及重大项目投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司曾在获得项目建设补贴、房产税退回等方面有良好记录，近几年，公司都持续得到当地政府在资金注入和政府补助等方面的有力支持。其中：2020 年、2021 年和 2023 年一季度昆山市国资委分别向公司注资 15.09 亿元、12.38 亿元和 4.92 亿元，公司资本实力得到有效夯实。

<sup>4</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

表 15：昆山市级平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
昆山城市建设投资发展集团有限公司	昆山市国资委 100%	昆山市城区基础设施建设重要主体，承担重点实施工程、重大民生项目的建设任务	513.70	160.08	68.84	22.78	1.65	82.00
昆山交通发展控股集团有限公司	昆山市国资委 100%	昆山市最重要的交通基础设施投资建设及运营主体	448.96	198.58	55.77	32.83	1.43	27.00
昆山银桥控股集团有限公司	昆山市国资委 100%	主要负责花桥经开区内基础设施建设和安置房建设等业务	219.22	96.00	56.21	12.03	0.89	72.34
昆山文商旅集团有限公司	昆山市国资委 100%	昆山市文化、商业、旅游及相关产业的项目投资、建设、开发主体	214.23	46.11	78.48	11.82	0.29	35.00
昆山高新集团有限公司	昆山市国资委 100%	主要负责昆山高新技术产业园区（昆山高新区）内的基础设施、安置房的建设工作和自有物业建设及运营	452.63	196.16	56.66	9.79	1.04	99.40
昆山创业控股集团有限公司	昆山市国资委 100%	业务涵盖燃气、水务、类金融等板块，燃气和水务业务具有区域垄断性	442.40	176.24	60.16	45.75	1.95	65.00
昆山乡村振兴建设有限公司	昆山市国资委 100%	昆山市乡村基础设施建设、住宅配套设施建设主体	-	-	-	-	-	-
昆山国创投资集团有限公司	昆山市国资委 100%	昆山经济技术开发区最重要的基础设施投资建设主体，主营基础设施建设、土地开发、电子产品生产与销售等业务	981.76	329.29	66.46	52.83	2.93	263.50
昆山市水务集团有限公司	昆山创业控股集团有限公司 100%	昆山市水务、环保、海绵城市基础设施项目投资、建设、经营和管理主体	-	-	-	-	-	-
昆山市工业技术研究院有限责任公司	昆山高新集团有限公司 100%	昆山市创新和研究主体，主要科技成果的转化，项目的开发和引进等	-	-	-	-	-	-

注：债券余额为截至 2023 年 6 月 16 日数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，昆山市政府有很强的支持能力，对公司有强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，昆山城投与苏高新集团、江宁经开等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。



首先，昆山市区域经济实力强于苏州高新区（虎丘区）、江宁经开区，市场融资环境接近，能够给予当地平台企业很强的支持能力。昆山城投与上述平台均为区域最重要的基础设施建设运营主体，当地政府对它们有相近的支持意愿。

其次，昆山城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化。

然后，昆山城投的财务风险在同业中处于适中水平。公司权益规模处于比较组较低水平，但财务杠杆率亦相对较低，其债务规模相对较小，备用流动性充足，再融资能力较好。

表 16：2022 年同行业对比表

	昆山城投	苏高新集团	江宁经开
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	江苏省-苏州市-昆山市	江苏省-苏州市-苏州高新区（虎丘区）	南京市-江宁经开区
GDP（亿元）	5,006.66	1,766.17	1,900.00
GDP 增速（%）	1.8	3.00	2.00
人均 GDP（万元）	23.93	21.03	15.35
一般公共预算收入（亿元）	430.18	182.06	168.90
公共财政平衡率（%）	113.51	136.94	259.01
政府债务余额（亿元）	256.56	86.52	141.34
控股股东及持股比例	江苏省昆山市人民政府国有资产监督管理委员会 100.00%	苏州国家高新技术产业开发区管理委员会（苏州市虎丘区人民政府）90.34%	南京江宁经济技术开发区管理委员会 93.88%
职能及地位	昆山市重要的基础设施建设和保障房建设运营主体，同时承担了昆山市的棚改转贷业务	苏州高新区内最重要的城市基础设施建设主体和唯一的水务运营主体，同时拓展房地产开发、旅游服务、产品销售、产业投资等业务	江宁经开区最大的开发及投融资主体，工程代建业务区域进一步扩张至空港经济区江宁片区、软件园片区、空港新城片区和综合保税区
核心业务及收入占比	安置房及商品房销售 55.69%、利息收入 25.90%	商品房销售 60.01%、产品销售 8.47%、公用事业 7.46%、基础设施开发 7.37%、其他 16.69%	工程代建 75.35%、租赁及物业 5.94%、城市绿化及基础设施管养 5.19%、其他 13.52%
总资产（亿元）	513.70	1,466.45	1,173.65
经调整的所有者权益合计（亿元）	160.08	283.45	264.84
总负债（亿元）	353.62	939.21	835.04
总资本化比率（%）	63.89	76.82	75.92
营业总收入（亿元）	22.78	143.99	59.05
净利润（亿元）	1.65	10.24	1.11
EBITDA（亿元）	0.51	39.35	4.28
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.96	1.08	0.57
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-28.16	-54.61	-22.54
可用银行授信余额（亿元）	240.92	346.86	361.20
债券融资余额（亿元）	82.00	269.50	232.75

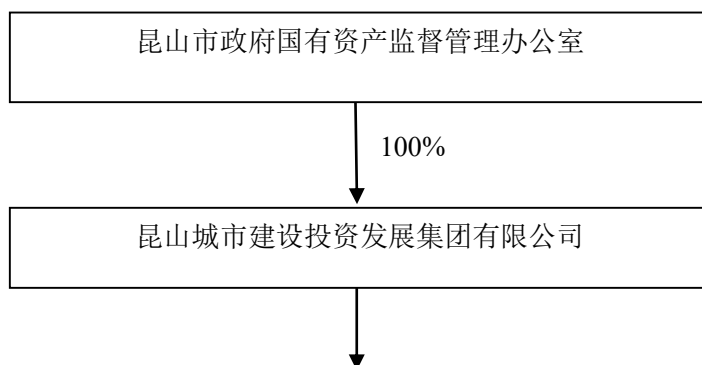
注：1、可用银行授信余额方面，昆山城投的统计口径为截至 2023 年 3 月末；2、债券融资余额方面，苏高新集团为 2023 年 5 月 29 日数据，江宁经开为截至 2023 年 5 月末数据，昆山城投为截至 2023 年 6 月 16 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

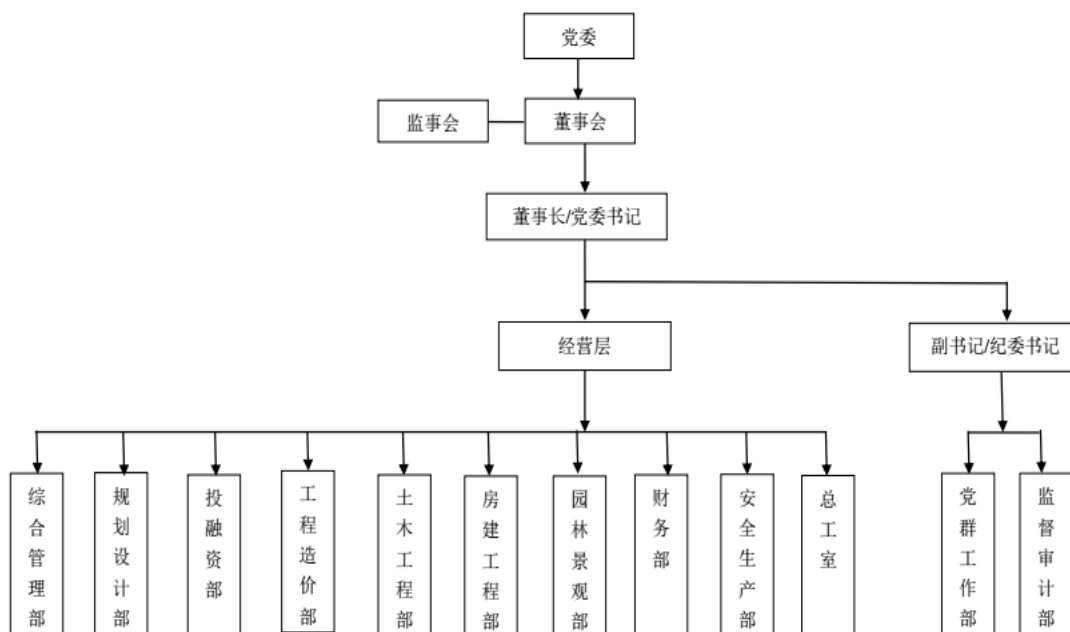
## 评级结论

综上所述，中诚信国际将昆山城市建设投资发展集团有限公司主体信用等级由 **AA<sup>+</sup>** 调整至 **AAA**，评级展望为稳定；将“18 昆城投债 01”的债项信用等级由 **AA<sup>+</sup>** 调整至 **AAA**。

## 附一：昆山城市建设投资发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	昆山文化艺术中心开发有限公司	230,571.54	100
2	昆山阳澄湖滨商务度假酒店有限公司	155,000.00	100
3	昆山乐创城市更新建设发展有限公司	100,000.00	100
4	昆山乐新建设发展有限公司	100,000.00	100
5	昆山市城市生态森林公园有限公司	40,880.74	100
6	昆山乐成置业有限公司	13,500.00	100
7	昆山城投资产管理有限公司	3,400.00	100
8	昆山亭林园绿化建设管理有限公司	1,200.00	100
9	昆山市建设工程管理有限公司	1,000.00	100
10	昆山城投房产管理有限公司	300.00	100
11	昆山乐建住房开发有限公司	103,795.00	97.08
12	昆山城投古镇保护发展有限公司	50,000.00	80
13	昆山城建绿和环境科技有限公司	14,100.00	61
14	昆山乐通商业贸易有限公司	20.00	100
15	昆山久安机电科技有限公司	1,000.00	100
16	昆山悦丰岛有机农副产品基地有限公司	700.00	100
17	昆山西部新城建设发展有限公司	13,000.00	51
18	昆山乐通数字科技有限公司	100.00	100
19	昆山乐周建设发展有限公司	10,000.00	100
20	昆山乐兆建设发展有限公司	26,769.00	97.08
21	昆山乐悦置业有限公司	50,000.00	100



资料来源：公司提供

## 附二：昆山城市建设投资发展集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	88,045.25	156,270.57	152,933.80	188,200.69
非受限货币资金	88,045.25	156,270.57	152,933.80	188,200.69
应收账款	6,786.09	68,248.16	9,033.00	7,102.79
其他应收款	8,318.82	9,768.32	43,271.30	40,362.34
存货	1,508,937.74	1,647,625.27	2,144,314.89	2,356,597.65
长期投资	7,864.28	16,175.79	24,176.47	24,176.47
在建工程	140,387.48	143,597.32	109,858.39	111,722.72
无形资产	35,209.27	35,108.44	46,210.39	46,103.37
资产总计	4,391,937.54	4,752,238.79	5,137,026.87	5,390,586.52
其他应付款	185,910.20	257,003.33	324,917.40	327,971.95
短期债务	253,704.40	376,510.70	538,687.71	575,775.72
长期债务	1,963,578.97	2,131,453.54	2,294,151.98	2,449,930.91
总债务	2,217,283.37	2,507,964.24	2,832,839.69	3,025,706.63
负债合计	2,902,128.41	3,155,103.35	3,536,236.36	3,726,034.32
利息支出	26,857.56	44,033.66	52,966.23	--
经调整的所有者权益合计	1,489,809.13	1,597,135.44	1,600,790.51	1,664,552.20
营业总收入	320,082.55	234,631.00	227,846.64	76,520.91
经营性业务利润	105,257.97	21,098.94	10,049.35	-960.03
其他收益	31,760.57	13,131.94	16,322.16	107.28
投资收益	-121.97	71.50	0.68	102.21
营业外收入	292.64	639.55	323.01	229.79
净利润	42,938.82	15,005.93	16,502.20	-1,438.31
EBIT	79,137.59	45,824.97	40,293.66	--
EBITDA	86,850.18	54,536.88	50,993.07	--
销售商品、提供劳务收到的现金	280,441.46	144,863.10	283,828.18	115,127.75
收到其他与经营活动有关的现金	102,176.18	60,701.04	168,898.47	24,420.61
购买商品、接受劳务支付的现金	736,939.50	269,037.50	547,391.70	252,750.89
支付其他与经营活动有关的现金	11,653.19	21,271.35	113,219.41	45,575.61
吸收投资收到的现金	2,500.00	10,500.00	4,420.00	65,200.00
资本支出	33,917.25	30,639.33	16,457.08	3,842.45
经营活动产生的现金流量净额	-469,070.44	-136,623.10	-281,647.76	-173,476.55
投资活动产生的现金流量净额	-62,413.99	-101,899.86	-33,867.72	-23,839.47
筹资活动产生的现金流量净额	475,936.42	306,748.29	312,178.72	232,582.91
现金及现金等价物净增加额	-55,548.01	68,225.33	-3,336.77	35,266.89
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	46.38	31.69	24.51	27.83
期间费用率（%）	10.14	18.70	22.61	24.88
应收类款项占比（%）	43.23	40.27	35.49	33.68
收现比（X）	0.88	0.62	1.25	1.50
资产负债率（%）	66.08	66.39	68.84	69.12
总资本化比率（%）	59.81	61.09	63.89	64.51
短期债务/总债务（%）	11.44	15.01	19.02	19.03
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-17.47	-3.10	-5.32	--
总债务/EBITDA（X）	25.53	45.99	55.55	--
EBITDA/短期债务（X）	0.34	0.14	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.23	1.24	0.96	--

注：中诚信国际根据 2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，交易性金融负债不带息部分调出短期债务，租赁负债、长期应付款中的带息债务调入长期债务。



### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn