



内部编号:2023050053

昆山银桥控股集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

分析师: 陆奕璇  luyx@shxsj.com
吴梦琦  wmq@shxsj.com

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.

评级声明

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。

本报告并非是某种决策的结论、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、出售或以任何方式外传。

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。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100017】

评级对象：	昆山银桥控股集团有限公司及其发行的公开发行债券	
	PR 昆银桥	21 昆山银桥 MTN001
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2023年5月17日	AA+/稳定/AA+/2023年5月17日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2022年6月24日	AA+/稳定/AA+/2022年6月24日
首次评级：	AA+/稳定/AA+/2017年8月21日	AA+/稳定/AA+/2020年6月3日

跟踪评级观点

主要优势：

- 外部环境良好。昆山市经济实力很强，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。昆山银桥是花桥经开区基础设施投建主体，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，主业在花桥经开区具备区域专营优势，可获昆山市政府支持。

主要风险：

- 即期债务偿付压力。跟踪期内，昆山银桥刚性债务保持在相对较大规模，随着长期债务逐步进入偿付阶段，公司将持续面临一定的债务集中偿付压力。
- 资本支出压力。跟踪期内，昆山银桥工程项目建设投资规模仍较大，结算进度偏慢，公司后续在基础设施及自营项目方面仍有较大规模投资安排，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，盈利的实现仍对政府补助、投资收益及资产公允价值变动等的依赖度较高。
- 资产流动性一般。昆山银桥资产以安居房及基础设施建设成本、土地资产和投资性房地产为主，且受限资产规模较大，整体资产流动性一般。

未来展望

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

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
母公司口径数据:			
货币资金[亿元]	3.93	2.16	2.25
刚性债务[亿元]	102.48	101.42	99.02
所有者权益[亿元]	92.17	93.77	95.05
经营性现金净流入量[亿元]	-2.98	4.48	2.74
合并口径数据及指标:			
总资产[亿元]	208.01	216.81	219.22
总负债[亿元]	115.73	122.28	123.21
刚性债务[亿元]	109.05	111.00	111.51
所有者权益[亿元]	92.28	94.53	96.00
营业收入[亿元]	11.13	11.19	12.01
净利润[亿元]	0.93	0.52	0.89
经营性现金净流入量[亿元]	0.52	4.11	3.42
EBITDA[亿元]	1.94	2.24	2.10
资产负债率[%]	55.64	56.40	56.21
长短期债务比[%]	140.94	149.73	139.14
短期刚性债务现金覆盖率[%]	14.32	12.29	19.96
EBITDA/利息支出[倍]	0.39	0.64	0.54
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02

注：发行人数据系根据昆山银桥经审计的 2020-2022 年财务数据整理、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	4	
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
	调整理由： 无。		
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素	+2	
	支持理由： 公司作为花桥经开区基础设施投建主体，可获昆山市政府支持。		
主体信用级别		AA ⁺	

同类企业比较表

企业名称	2022 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 净流入量 (亿元)
上海嘉定工业区开发（集团）有限公司	272.01	106.16	60.97	2.29	1.29	15.80
宁波滨江新城开发投资有限公司	239.73	121.06	49.50	10.85	1.77	-17.36
上海嘉定新城发展有限公司	222.38	86.49	61.11	5.16	0.98	-23.00
昆山银桥控股集团有限公司	219.22	96.00	56.21	12.01	0.89	3.42

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年昆山银桥控股集团有限公司公司债券、昆山银桥控股集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）及昆山银桥控股集团有限公司 2021 年度第一期中期票据（分别简称“PR 昆银桥”、“PR 银桥 01”及“21 昆山银桥 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据昆山银桥控股集团有限公司（简称“昆山银桥”、“发行人”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2022 年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 2022 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 2022 年末，募集资金已全部使用完毕。

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

截至 2023 年 4 月末，该公司待偿还的标准债本金余额为 72.34 亿元，公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息情况。

图表 1. 截至 2023 年 4 月末公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行金额	期限	起息日	票面利率	债券余额	兑付情况
PR 昆银桥	7.60	7	2017-10-18	5.50	3.04	正常
19 银桥 01	10.00	3+2	2019-09-11	4.20/2.90 ¹	5.70	正常
20 昆山银桥 PPN001	10.00	3+2	2020-07-13	4.20	10.00	正常
PR 银桥 01	10.00	3+2	2021-03-08	4.08	9.00	正常
21 昆山银桥 MTN001	10.00	3	2021-06-09	3.70	10.00	正常
21 昆山银桥 PPN001	6.00	3	2021-11-05	3.74	6.00	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	--
22 银桥 02	4.30	3	2022-08-26	2.88	4.30	--
23 银桥 D1	5.70	1	2023-04-11	3.07	5.70	--
合计	82.20	--	--	--	72.34	--

资料来源：昆山银桥、Wind

¹ 发行票面利率为 4.20%；最新票面利率为 2.90%。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

近年来，随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化，城投企业融资重点受控，区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用，中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压，自身市场化转型也将加速推进，期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施

不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021年，国发[2021]5号文、沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策相继发布；2022年5月和7月，财政部先后通报和问责了16个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022年6月，国务院办公厅下发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022年4月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；要在风险可控、依法依规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

（3）区域因素

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、专用设备制造、汽车制造等支柱产业，区域经济实力雄厚。2022年面对复杂严峻的外部环境和多重超预期困难挑战，昆山市经济增速放缓，叠加退税缓税减税等政策性减收因素及土地市场成交情况波动，地方综合财力有所下滑。

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；2021年末，昆山市常住人口211.18万人，常住人口城镇化率为79.15%。

昆山市经济实力较强，连续多年位居全国百强县市首位、蝉联全国中小城市综合实力、绿色发展、投资潜力、科技创新、新型城镇化质量百强县市“五个第一”。2022年面对复杂严峻的外部环境和多重超预期困难挑战，昆山市经济增速放缓，全年全市实现地区生产总值5006.70亿元，同比增长1.8%。分产业看，第一产业增加值31.00亿元，同比增长2.2%；第二产业增加值2614.40亿元，同比增长1.7%；第三产业增加值2361.30亿元，同比增长1.9%；三次产业比重为0.6:52.2:47.2。

图表 2. 2020 年以来昆山市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

指标名称	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	4276.76	4.0	4748.06	7.8	5006.70	1.8
三次产业比例	0.7:50.3:49.0		0.7:51.8:47.5		0.6:52.2:47.2	
人均地区生产总值（万元）	20.47		22.59		--	
人均地区生产总值倍数（倍）	2.85		2.78		--	
规上工业总产值	9000.84	7.0	10284.48	12.8	10810.98	4.1
固定资产投资	743.05	3.3	747.50	0.6	786.32	5.2
社会消费品零售总额	1398.08	0.5	1625.68	16.3	1638.11	0.8
进出口总额（亿美元）	868.40	5.0	1066.10	22.8	1033.09	-3.1

资料来源：昆山市国民经济与社会发展统计公报、统计年鉴、昆山市人民政府网站

昆山市工业基础良好，目前已形成 1 个千亿级电子信息（计算机、通信和其他电子设备制造业）产业集群和 12 个百亿级产业集群²。2022 年，全市完成规模以上工业总产值 10810.98 亿元，同比增长 4.1%。其中，高新技术产业产值 4854.56 亿元，同比下降 2.5%；战略性新兴产业产值 6189.38 亿元，同比增长 8.8%；计算机、通信和其他电子设备制造业产值 6015.46 亿元，同比增长 7%，占全市规上工业产值比重较同期提升 1.7 个百分点至 55.6%，拉动全市规上工业产值增长 4.0 个百分点。此外，昆山市不断推进产业结构调整和产业转型升级，积极实施服务业跨越发展战略，通过发挥紧邻上海的区位优势、江苏的政策优势和昆山的成本优势，加快以花桥经开区为重点的服务业集聚区建设。近年来昆山市重点发展服务外包、休闲旅游、金融服务外包等产业，实现了服务业的较快发展。2022 年全市金融业实现增加值 412.84 亿元，占 GDP 和第三产业的比重分别为 8.2%和 17.5%，按可比价格计算，较上年增长 12.1%，拉动 GDP 增长 0.9 个百分点；规上服务业企业实现营业收入 507.80 亿元，较上年增长 3.6%，其中交通运输仓储和邮政业、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四大支柱行业合计实现营业收入 431.28 亿元，较上年增长 5.9%。

昆山市外向型经济特征较明显，2022 年完成进出口总额 1033.09 亿美元，同比下降 3.1%，其中出口总额 702.22 亿美元，下降 1.0%。2022 年，全市完成固定资产投资总额 786.32 亿元，同比增长 5.2%。其中，工业投资 246.67 亿元，同比增长 7.0%；房地产开发投资 327.97 亿元，同比下降 3.8%。同期，全市实现社会消费品零售总额 1638.11 亿元，同比增长 0.8%。

土地市场方面，2022 年昆山市土地出让总面积 196.82 万平方米，以住宅用地和工业用地为主；住宅用地成交均价为 1.84 万元/平方米，较 2021 年增长 26.32%，受其拉动，当年土地出让总价同比小幅增长至 183.20 亿元。2023 年第一季度，全市土地出让总面积为 56.75 万平方米，土地出让总价为 7.62 亿元。

图表 3. 2020 年以来昆山市土地市场交易情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
土地成交总面积（万平方米）	272.22	294.16	196.82	56.75
其中：住宅用地	87.65	58.41	57.82	--
综合用地（含住宅）	33.65	40.68	37.19	5.29
商业/办公用地	8.69	25.32	23.7	4.94
工业用地	142.22	157.47	74.06	46.52
其他用地	--	12.28	4.05	--
土地成交总价（亿元）	211.15	177.01	183.20	7.62
其中：住宅用地	135.75	84.89	106.15	--
综合用地（含住宅）	69.88	79.47	65.19	4.76
商业/办公用地	1.31	7.52	8.68	1.10

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

项目	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
工业用地	4.21	4.61	2.48	1.76
其他用地	--	0.51	0.70	--
土地成交均价（万元/平方米）	0.78	0.60	0.93	0.13
其中：住宅用地	1.55	1.45	1.84	--
综合用地（含住宅）	2.08	1.95	1.75	0.90
商业/办公用地	0.15	0.30	0.37	0.22
工业用地	0.03	0.03	0.03	0.04
其他用地	--	0.04	0.17	--

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，2022 年全市实现一般公共预算收入 430.18 亿元，较上年下降 7.9%；税收比率³为 86.39%，较上年下降 1.74 个百分点。从税收构成看，增值税、企业所得税、土地增值税、房产税、个人所得税和契税仍为昆山市主要税种，2022 年受不可抗力冲击、宏观经济下行、退税缓税减税等政策性减收因素叠加影响，增值税及企业所得税均出现减收，而与土地、房地产市场相关的税种收入贡献度有所增长。2022 年，昆山市增值税、企业所得税和个人所得税合计 231.51 亿元，占税收收入的比重较上年下降 3.7 个百分点至 62.3%；土地增值税、房产税和契税合计 108.43 亿元，占税收收入的比重较上年上升 4.0 个百分点至 29.2%。同期，昆山市一般公共预算支出为 396.53 亿元，主要用于教育、社会保障和就业、城乡社区和卫生健康等方面；一般公共预算自给率⁴为 108.49%，财政自给能力较好。

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，近年受土地出让波动影响，全市政府性基金收入呈较大幅波动。2022 年，昆山市实现政府性基金收入 194.56 亿元，较上年下降 23.5%，为一般公共预算收入的 0.45 倍，对地方综合财力的贡献度较高。同期，昆山市政府性基金预算支出为 210.60 亿元。

政府债务方面，近年昆山市政府债务持续增长，但受益于财政实力较强，区域债务负担可控。2022 年末昆山市政府债务余额为 256.56 亿元，其中一般债务余额 106.11 亿元，是其 2022 年一般公共预算收入的 0.25 倍；专项债务余额为 150.45 亿元，是其 2022 年政府性基金预算收入的 0.77 倍。

图表 4. 昆山市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2020年	2021年	2022年
一般公共预算收入	428.00	466.88	430.18
其中：税收收入	373.03	411.48	371.65
一般公共预算支出	365.67	399.11	396.53
政府性基金预算收入	196.83	254.26	194.56
其中：国有土地使用权出让收入	177.25	233.23	174.17
政府性基金预算支出	238.75	255.94	210.60
政府债务余额	212.63	221.07	256.56

资料来源：昆山市财政局

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，区域发展面临长三角一体化、虹桥国际开放枢纽建设、苏州市域一体化等多重战略机遇，花桥经开区发展前景向好。

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 32.3 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轨交 11 号线已于 2013 年开通，并在花桥经开区设有 3 站，沪昆同城效应进一步放大；即将投运的苏州轨交 11 号线将与上海轨交 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

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%。

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家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；近年来区域发展面临长三角一体化、虹桥国际开放枢纽建设、苏州市域一体化等多重战略机遇，花桥经开区发展前景向好。近年来花桥经开区持续推动数字经济、总部经济、研发经济等领域发展，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，2022 年实现销售额 550 亿元；在研发经济方面，依托超 100 万平方米科创空间、21 个高端科创平台，深化与航天九院、哈工大等合作，打造汽车、时尚、航空航天、机器人、半导体设备、软件等六大研发产业，引进海内外院士项目 9 个、国家级创新创业领军人才 30 人、昆山市级以上“双创”人才 172 人，实现昆山市“头雁人才”零突破。同时，花桥经开区结合 8 平方公里工业区改造升级，大力推动制造业数字化改造，2022 年规上工业总产值 212.2 亿元，增长 11.6%；积极培育金融服务、电商、文化创意等特色产业，引进了诺亚财富、歌斐资产等金融投资机构 776 家，管理资本 1005.98 亿元。

2022 年，花桥经开区实现地区生产总值 401.32 亿元，同比增长 0.6%；第二产业及第三产业增加值分别为 85.86 亿元和 314.92 亿元，同比增速分别为 11.0%和-1.5%。同期，花桥经开区一般公共预算收入为 54.18 亿元，税收收入占比在 90.00%以上。

图表 5. 花桥经济开发区主要经济及财政数据（单位：亿元、%）

指标	2020 年	2021 年	2022 年
地区生产总值	351.13	395.72	401.32
占昆山市比重	8.2	8.3	8.0
一般公共预算收入	47.59	51.53	54.18
占昆山市比重	11.1	11.0	12.6

资料来源：昆山银桥

2. 业务运营

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，营收主要来源于工程项目建设、代建基础设施业务、房产租赁及物业管理业务等。2022 年，主要得益于动迁房定向销售规模上升拉动，公司营业收入保持增长，但盈利空间有所收缩。公司工程项目建设投资规模较大，结算进度偏慢，在基础设施及自营项目方面仍有较大规模投资安排，公司面临一定资本支出压力；自营项目后续运营受区域房地产及土地市场行情影响较大，资金回笼情况存在一定不确定性。

该公司主要负责花桥经开区基础设施及安居房等项目开发建设，营收主要来源于工程项目建设、代建基础设施业务、房产租赁及物业管理业务等。2022 年公司实现营业收入 12.01 亿元，同比增长 7.31%。其中，工程项目建设业务受毛利率相对较低的动迁房定向销售规模上升拉动，2022 年该业务收入规模保持增长，但毛利率大幅下滑；代建基础设施业务受政府结算进度影响，2022 年业务收入进一步下滑，毛利率水平基本保持稳定。此外，2022 年公司其他业务中包括公司土地收入 1.58 亿元，系花桥经开区管委会收回土地所形成。

图表 6. 2020 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	11.13	100.00	11.19	100.00	12.01	100.00
工程项目建设	3.49	31.31	5.98	53.40	8.03	66.81
代建基础设施	2.21	19.83	1.19	10.64	0.93	7.78
房产租赁及物业管理	1.46	13.09	1.40	12.47	1.01	8.44
其他	3.98	35.76	2.63	23.49	2.04	16.97
毛利率		13.08		16.30		7.12

项目	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
工程项目建设		19.72		21.57		9.66
代建基础设施		4.78		4.89		4.77
房产租赁及物业管理		49.30		40.76		33.21
其他		-1.40		-3.50		-14.79

资料来源：昆山银桥

(1) 主业运营状况/竞争地位

A. 工程项目代建

该公司的工程项目建设主要为花桥经开区安居房等项目建设，其中安居房建设主要由公司下属全资子公司昆山花桥国际商务城置业有限公司（以下简称“置业公司”）负责。公司安居房项目按动迁安置价格向拆迁对象进行销售（定向销售），安居房项目按照“拆一还一”的原则，首先对拆迁对象进行评估，并按照评估后的动迁安置价格将安居房出售给动迁户。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。

2022年，该公司实现工程项目建设收入8.03亿元，同比增加2.05亿元；毛利率为9.66%，同比下降11.91个百分点。其中，动迁房定向销售收入为6.69亿元，同比增加3.94亿元，定向销售毛利率为3.27%，与上年基本持平；同期动迁房市场化销售收入为1.34亿元，同比减少1.81亿元，市场化销售毛利率为41.63%，同比上升3.79个百分点。受动迁房定向销售规模增长影响，2022年公司工程项目建设业务收入规模保持增长，但毛利率大幅下滑。目前，公司安居房项目大多已完工，后续投资规模不大，截至2022年末，公司安居房项目待结转成本约为24.21亿元，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。由于2022年公司竣工交付项目规模下降，导致当年公司确认的代建基础设施收入降至0.93亿元；加成比例基本保持稳定，当年代建基础设施业务毛利率为4.77%，业务整体盈利空间仍较小。截至2022年末，公司应收城乡一体化公司代建基础设施款12.02亿元。

截至2022年末，该公司主要在建基础设施项目计划总投资为26.34亿元，已完成投资20.29亿元；主要拟建项目包括花桥胜巷新村老小区综合改造工程、花桥金城花园老小区改造工程等，计划总投资为1.41亿元。

图表7. 截至2022年末公司主要在建基础设施项目情况⁶（单位：亿元）

项目名称	工程项目总投资额	已投资
花桥污水处理厂迁址新建（一期）	3.58	0.71
光明路项目	2.60	3.16
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	3.61
吴淞江滨江景观带一期	2.00	2.22
花桥污水处理厂收集系统三期	1.61	0.39
远政路（绿地大道-金融大道）工程	1.59	0.60
花桥花苑新村综合改造工程（二期）	1.29	0.59

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建设投资，不包含动迁费用及资本化利息支出；部分项目建设已完成，但由于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	工程项目总投资额	已投资
海峡两岸商贸合作区展览馆(二期)	1.02	5.09
蓬青路(沿沪大道-徐公河,张泾河-外青松公路)改造工程	0.96	0.36
远园路(金中路-金融大道)道路工程	0.96	0.12
中轴路东延工程	0.94	0.60
花桥黄墅江区域湿地公园工程	0.80	0.35
2019年水环境整治工程	0.72	0.71
薛赵路工程	0.69	0.65
顺高路东延工程	0.65	0.37
远政路(金融大道-金淞路)新建工程	0.59	0.22
花桥花苑新村综合改造工程(一期)	0.59	0.37
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	0.16
合计	26.34	20.29

资料来源:昆山银桥

自营项目方面,截至2022年末,该公司主要自营项目包括商吉路南侧、丹桥路西侧地块商业用房项目、花桥艺体馆等,计划总投资合计为25.15亿元,已完成投资9.31亿元,上述项目建成后拟通过租售形式回笼资金。截至2022年末,公司无拟建自营项目。

图表8.截至2022年末公司主要自营项目情况(单位:亿元)

项目名称	工程项目总投资额	已投资
先导区中心公园	0.25	0.49
花桥艺体馆	4.00	2.73
昆山市中西医结合医院	3.20	2.82
商吉路南侧、丹桥路西侧地块商业用房项目	11.76	1.51
光明路北侧、曹浦路西侧地块商业用房项目	2.99	1.19
花溪路北侧、小瓦浦河西侧地块商业用房项目	2.95	0.57
合计	25.15	9.31

资料来源:昆山银桥

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

C. 房产租赁及物业管理

该公司房产租赁业务主要是通过建设或购买等方式获得相关办公、厂房、商业和住宅用房,并以较低的租金价格出租给园区内企业,以配合花桥经开区招商引资,完善基础设施与投资环境,推动花桥经开区的产业升级和人才聚集。截至2022年末,公司主要租赁资产面积合计为94.57万平方米,平均出租率约58.29%。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。2022年,公司实现房产租赁及物业管理收入1.01亿元,业务毛利率为33.21%,主要因公司执行租金减免政策,当期营收规模及毛利率同比均有所下降。

图表9.截至2022年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
纯住宅类	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/香逸尚城/花苑新村	9.97	1.76	17.64
办公类	国际金融大厦/中茵智汇谷/亚太智汇谷/国际创新港A、B区/爱知商务大厦	20.50	14.72	71.79
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/中宇花苑商铺/花桥国际采购中心	11.01	3.15	28.65
园区综合类	花溪人才公寓/徐公桥人才公寓/华道园区/领创智汇谷/安博一期园区/安博二期园区	49.75	32.16	64.65

业态	资产内容	可供出租面积	已出租面积	出租率
其他类	地下空间车库	3.33	3.33	100.00
合计	--	94.57	55.12	58.29

资料来源：昆山银桥

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。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。2022年公司实现其他业务收入2.04亿元，其中土地业务收入为1.58亿元；因土地业务毛利率为零，而典当、会展等业务多处于起步阶段，规模较小，公司其他业务总体呈亏损状态，2022年其他业务毛利率为-14.79%。

(2) 运营规划/经营战略

该公司将致力于将花桥经开区打造成转型升级创新发展的先锋区、沿沪对台的先行区和现代国际商务城市的先导区，将逐步完善企业总部园、游戏产业孵化园、跨境电子商务产业园、花桥国际博览中心等特色产业平台功能；利用11号线花桥段优势，启动巷浦城市商业中心等配套建设，促进楼宇经济发展。此外，公司还将进一步完善花桥经开区公共基础设施建设，建设幼儿园、邻里中心等项目以扩大公共服务供给，推进城市功能建设和城市环境营造，实现产业与城市融合发展，强化民生保障。

在经营性业务方面，该公司不断创新资产运营管理模式，逐步开始多元化经营发展战略。目前公司逐步开始整合盘活资产资源，扩大资产经营范围，利用公司的区域优势、资源优势开展股权投资、建设管理、广告传媒、旅游发展、跨境电商等业务，以增加现金流，提高自身实力，实现业务滚动发展及资产保值增值。

管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，昆山市国资办仍为公司唯一股东及实际控制人；公司对章程及部分管理制度进行修订，董事会及监事会成员发生变动。公司历史偿债记录良好，根据公开信息查询，未发现公司本部存在重大异常情况。

截至2022年末，昆山市政府国有资产监督管理办公室（以下简称“昆山市国资办”）仍为该公司唯一股东及实际控制人，股权结构未发生变化。截至2022年末，公司注册资本及实收资本均为36.00亿元，较上年末无变化。

跟踪期内，该公司对章程及部分管理制度进行修订，董事会及监事会成员发生变动。根据最新章程约定，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，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。

根据该公司提供的 2023 年 4 月 28 日的《企业信用报告》，公司已结清信贷信息中存在一个关注类账户（系 2008 年固定资产借款，已于 2009 年正常还款），无未结清欠息记录，目前信贷情况正常。根据 2023 年 4 月 20 日查询国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

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

1. 数据与调整

公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 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。

该公司对出资比例低于 20% 的合伙企业投资账务处理上有误，2022 年对上述前期会计差错进行更正，对可比期间 2021 年 12 月 31 日/2021 年度相关财务报表项目的影响主要为：调增其他非流动金融资产 3.13 亿元，相应调减其他权益工具投资；调增公允价值变动收益 0.37 亿元、所得税费用 0.09 亿元、年初未分配利润 0.07 亿元，调减其他综合收益 0.34 亿元。本评级报告未对 2021 年（末）财务数据做相应调整。

2022 年，该公司注销子公司昆山市银丰酒店管理有限公司。截至 2022 年末，纳入公司合并报表范围的子公司共 15 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

跟踪期内，该公司负债总额小幅增长，刚性债务保持在相对较大规模，负债经营程度仍处于较合理水平。2022 年末，公司负债总额为 123.21 亿元，较上年末增长 0.76%，其中刚性债务为 111.51 亿元，较上年末增长 0.46%。同期末资产负债率为 56.21%，较上年末下降 0.19 个百分点；股东权益与刚性债务比率为 86.09%，较上年末提升 0.93 个百分点。

受益于政府本金的注入及经营积累，近年来该公司资本实力平稳增长。2022 末，公司所有者权益为 96.00 亿元，较 2021 年末增长 1.56%。其中，实收资本仍为 36.00 亿元；资本公积 39.16 亿元，较 2021 年末增长 0.60%，主要系当期昆山市国资办将财政拨付的 0.24 亿元授权给公司，作为资本金计入资本公积；期末实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 78.29%，公司资本结构稳定性较好。

（2）债务结构

2022 年末，该公司长短期债务比为 139.14%，负债仍以非流动负债为主。从具体构成看，2022 年末公司流动负债为 51.52 亿元，较 2021 年末增长 5.23%，以短期刚性债务、应付账款、其他应付款为主。其中短期刚性债务余额为 41.41 亿元⁷，较 2021 年末增长 5.57%；应付账款余额 2.84 亿元，较 2021

⁷ 包含其他应付款中的借款。

年末下降 19.51%，主要为暂估应付工程款、货款、购房款、物业费；其他应付款（不含应付利息）余额 12.49 亿元，较 2021 年末增长 12.07%，主要为应付昆山乐建住房开发有限公司（以下简称“昆山乐建”）的社会服务项目合作资金 6.17 亿元⁸、应付昆山花桥财政分局、江苏大上海国际商务中心开发有限公司往来款余额 3.00 亿元和 0.88 亿元。2022 年末公司非流动负债为 71.69 亿元，较 2021 年末下降 2.22%，主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款余额 12.98 亿元，较 2021 年末下降 39.43%；应付债券余额 57.12 亿元，主要为公司已发行待偿还的债券及其他债务融资工具，较 2021 年末增长 13.47%，主要系公司当期发行 22.90 亿元标准化债券，同时部分债券转入一年内到期的非流动负债所致。

刚性债务方面，该公司主要通过发行债券及银行借款的方式筹集资金，2022 年末公司刚性债务余额为 111.51 亿元，较上年末增加 0.51 亿元。其中，应付债券余额 78.64 亿元，较上年末增加 9.38 亿元，占刚性债务的 70.52%；银行借款余额 22.88 亿元，较上年末减少 10.41 亿元，占刚性债务的 20.51%；应付票据和应付昆山乐建国开行转贷余额分别为 2.10 亿元和 6.17 亿元。银行借款方面，2022 年末公司银行借款中信用借款、保证借款、抵押借款和质押借款余额分别为 6.13 亿元、8.17 亿元、5.37 亿元和 3.21 亿元，占银行借款的比重分别为 26.80%、35.72%、23.45%和 14.03%，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、浦发银行等；短期借款利率主要在 3.20%-3.50%区间，长期借款利率在 3.60%-4.70%之间。此外，近年来公司加大债券融资力度，截至 2023 年 4 月末，公司待偿还的标准债本金余额为 72.34 亿元，详见图表 1。从债务到期分布看，公司于 2023-2025 年到期的银行借款本金分别为 9.90 亿元、4.78 亿元和 5.38 亿元；以行权计，公司于 2023 年 5-12 月及 2024-2025 年到期的标准化债券本金分别为 11.52 亿元、37.92 亿元和 22.90 亿元；2022 年末，公司短期刚性债务余额为 41.41 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 19.96%，现金类资产对即期债务的保障程度仍不足。整体看，公司将持续面临一定的债务集中偿付压力。

3. 现金流量

该公司销售商品、提供劳务收到的现金主要反映了基础设施及安居房等工程项目的回款，2022 年为 12.34 亿元，较上年增长 34.87%，当期营业收入现金率为 102.70%。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金为 2.55 亿元，主要反映了公司收到的政府补助及其他企事业单位的往来款；公司经营活动产生的现金流量净额为 3.42 亿元。2022 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 2.29 亿元，转为净流入，主要系当期公司退出昆山盛世银桥汽车产业投资中心（有限合伙）（简称“盛世银桥”）等产业基金收回投资本金及收益，以及购建长期资产支付资金较少综合影响所致。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.30 亿元，主要系当期公司还本付息规模大于融资规模所致。

4. 资产质量

2022 年末，该公司资产总额为 219.22 亿元，较 2021 年末增长 1.11%；以流动资产为主，2022 年末流动资产为 140.72 亿元，较 2021 年末增长 2.81%，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 8.27 亿元，较 2021 年末增长 71.43%，受限 376.48 万元；应收账款余额 14.34 亿元，较 2021 年末增长 0.12%，其中应收城乡一体化公司工程款余额 12.02 亿元，账龄在 2 年以上的占比 82.08%，应收花桥经开区管委会工程款余额 2.16 亿元，账龄均在 1 年以内；其他应收款余额 7.10 亿元，较 2021 年末增长 18.15%，主要为应收城乡一体化公司往来款 6.08 亿元和昆山市土地储备中心保证金 0.54 亿元，账龄集中在 2 年以内；存货余额为 109.80 亿元，较 2021 年末下降 0.75%，主要包括待开发土地、安居房及基础设施建设成本等，以及昆山花桥展览中心有限公司⁹（简称“展览中心公司”）的展览中心工程开发成本，期末待开发土地账面价值 28.66 亿元、市政工程开发成本 38.14 亿元、安居

⁸ 实际为该公司子公司置业公司通过昆山乐建国开行借入的棚改资金贷款，已纳入短期刚性债务计算。

⁹ 该公司于 2018 年 6 月与展览中心公司原股东签订股权转让框架协议，约定公司分期付款以受让展览中心公司 100%股权，股权转让最终价格为 13.60 亿元。公司于 2021 年 4 月 30 日取得展览中心公司的资产经营权和财务管理权，将展览中心公司纳入公司合并报表范围。

房开发成本 24.21 亿元、展览中心工程开发成本 12.29 亿元。

2022 年末，该公司非流动资产为 78.50 亿元，较 2021 年末下降 1.79%，主要由其他权益工具投资、其他非流动金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。其中，其他权益工具投资余额为 5.22 亿元，主要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 1.71 亿元和 1.66 亿元；其他非流动金融资产余额为 5.74 亿元，主要为公司对昆山市巴城镇澄源水务建设有限公司¹⁰委托贷款余额 2.00 亿元，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 1.98 亿元和 1.01 亿元；长期股权投资余额为 5.53 亿元，较 2021 年末下降 40.51%，主要系当期退出盛世银桥等产业基金导致股权投资减少，以及对昆山复茂创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“复茂创业”）、银桥泰越（昆山）人工智能产业投资中心（有限合伙）追加投资综合影响所致，期末对昆山盛世创氦投资中心（有限合伙）、昆山银时股权投资合伙企业（有限合伙）、中投中财（苏州）游戏产业投资管理中心（有限合伙）、昆山憧憬时代产业投资管理中心（有限合伙）和复茂创业投资余额分别为 1.25 亿元、0.81 亿元、0.80 亿元、0.78 亿元和 0.77 亿元；投资性房地产余额 44.42 亿元，主要为租赁物业，均采用公允价值计量，较 2021 年末增长 7.89%，主要系将自有物业从固定资产转入增加 3.22 亿元，以及公允价值变动增加 0.03 亿元所致，受此影响，固定资产余额较 2021 年末下降 35.24%至 6.21 亿元，主要为房屋建筑物；在建工程余额为 9.83 亿元，较 2021 年末增长 27.63%，主要系对自营项目的持续投入所致。

5. 盈利能力

2022 年，该公司营业毛利为 0.86 亿元，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；综合毛利率为 7.12%，同比下降 9.18 个百分点，主要受当期安居房市场化销售规模下滑叠加执行租金减免政策影响。整体看，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，受业务性质限制，公司盈利能力较弱。

2022 年，该公司期间费用及期间费用率分别为 1.21 亿元和 10.08%。同期，公司公允价值变动收益为 0.56 亿元，主要为其他非流动金融资产的公允价值变动损益；实现投资净收益 0.96 亿元，主要系对盛世银桥长期股权投资权益法下确认的投资收益和长期股权投资处置收益等；其他收益为 0.82 亿元，主要系政府补助。整体看，公司盈利的实现对政府补助、投资收益及资产公允价值变动等的依赖度较高，总体资产获利能力偏弱。2022 年公司实现净利润 0.89 亿元；同期公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.82%和 0.93%。

6. 偿债能力与流动性

2022 年该公司 EBITDA 为 2.10 亿元，主要由利润总额、列入财务费用的利息支出构成。由于公司刚性债务规模较大，而利润规模有限，EBITDA 对利息支出的保障程度较弱。2022 年主要得益于工程建设项目回款增加、收回产业基金投资本金及收益等，公司非筹资性现金流转为净流入，但近年间波动较大，无法对公司债务提供稳定保障。

2022 年末，该公司现金比率为 16.04%，短期刚性债务现金覆盖率为 19.96%，货币资金对即期债务的保障程度不足，短期刚性债务偿还压力较大。同期末流动比率为 273.11%，但公司资产以安居房及基础设施建设成本、土地资产和投资性房地产为主，整体资产流动性一般。

图表 10. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
EBITDA/利息支出(倍)	0.39	0.64	0.54
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	1.28	8.47	6.81
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	0.54	3.73	3.07

¹⁰ 昆山市巴城镇澄源水务建设有限公司，为昆山市巴城镇人民政府下辖企业。

指标名称	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-45.99	-3.50	11.37
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-19.53	-1.54	5.13
流动比率(%)	259.83	279.54	273.11
现金比率(%)	12.68	9.85	16.04
短期刚性债务现金覆盖率(%)	14.32	12.29	19.96

资料来源：昆山银桥

截至 2022 年末，该公司受限资产主要包括作为工程竣工保证金和贷款保证金而受限的货币资金、因抵押借款而受限的存货、投资性房地产和在建工程合计 15.49 亿元，占资产总额的 7.07%。此外，公司将子公司昆山市银桥领创时代有限公司及展览中心公司 100.00%股权质押以获取融资，公司对上述子公司的长期股权投资账面价值分别为 5.14 亿元和 13.60 亿元。整体看，公司受限资产规模较大。

图表 11. 截至 2022 年末公司受限资产情况

名称	受限金额(万元)	占该科目的比例(%)	受限原因
货币资金	376.48	0.46	工程竣工保证金和贷款保证金
存货-待开发土地	15108.76	1.38	抵押借款
投资性房地产	112140.82	25.24	抵押借款
在建工程	27323.52	27.80	抵押借款
合计	154949.58	7.07	--

资料来源：昆山银桥

7. 表外事项

截至 2022 年末，该公司无对外担保。

外部支持

该公司是花桥经开区基础设施投建主体，主要在花桥经开区范围内从事基础设施、安居房等项目的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本注入和资金、业务等方面的支持。公司成立之初注册资本为 0.50 亿元，昆山市国资办先后多次以土地资产、土地出让金专项拨款、财政专项拨款等形式对公司进行增资，截至 2022 年末，公司注册资本增至 36.00 亿元，资本公积增至 39.16 亿元。2022 年公司收到政府补助 0.82 亿元，为盈利的实现提供有益支持。

此外，该公司与多家银行建立了较紧密的合作关系，获得资金周转与补充的能力较强。截至 2022 年末，公司共获得银行授信总额为 73.34 亿元，未使用授信额度为 25.55 亿元。

跟踪评级结论

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、专用设备制造、汽车制造等支柱产业，区域经济实力雄厚。2022 年面对复杂严峻的外部环境和多重超预期困难挑战，昆山市经济增速放缓，叠加退税缓税减税等政策性减收因素及土地市场成交情况波动，地方综合财力有所下滑。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，区域发展面临长三角一体化、虹桥国际开放枢纽建设、苏州市域一体化等多重战略机遇，花桥经开区发展前景向好。

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，营收主要来源于工程项目建设、代建基础设施业务、房产租赁及物业管理业务等。2022 年，主要得益于动迁房定向销售规模上升拉动，公司营业收入保持增长，但盈利空间有所收缩。公司工程项目建设投资规模较大，结算进度偏慢，在基础设施及自营项目方面仍有较大规模投资安排，公司面临一定资本支出压力；自营项目后续运营受区

域房地产及土地市场行情影响较大，资金回笼情况存在一定不确定性。

受自身业务性质限制，该公司盈利能力仍较弱，盈利对政府补助、投资收益及资产公允价值变动等的依赖度较高。跟踪期内，公司刚性债务保持在相对较大规模，随着长期债务逐步进入偿付阶段，公司将持续面临一定的债务集中偿付压力。公司资产以安居房及基础设施建设成本、土地资产和投资性房地产为主，且受限资产规模较大，整体资产流动性一般。

附录一：

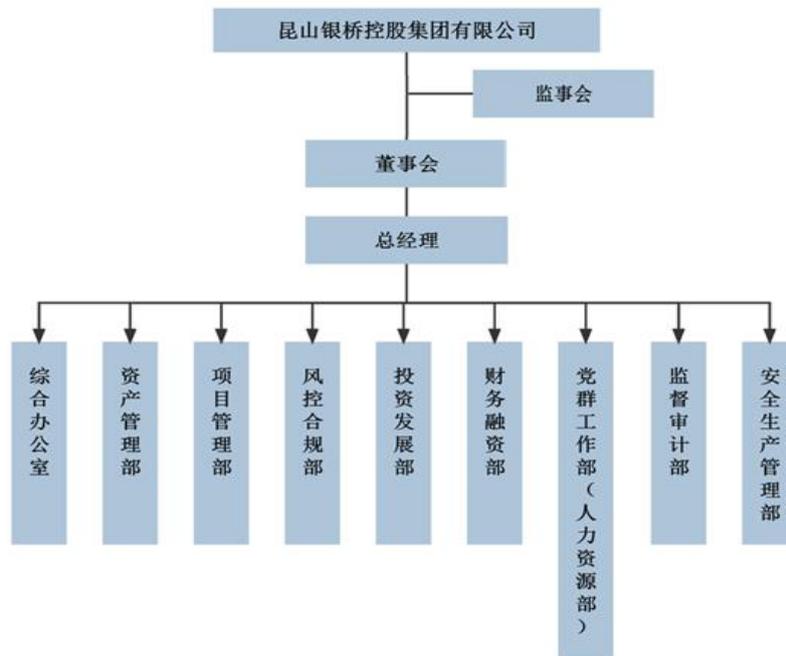
公司股权结构图



注：根据昆山银桥提供的资料绘制（截至 2022 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据昆山银桥提供的资料绘制（截至 2022 年末）

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	2022年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量(亿元)	
昆山银桥控股集团有限公司	昆山银桥	--	基础设施建设	99.02	95.05	3.45	0.78	2.74	公司本部
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;	6.17	12.54	8.13	0.32	2.61	--
昆山市银桥科创发展有限公司	银桥科创	100.00	房屋租赁	1.70	0.81	0.35	-0.09	-0.54	--
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	1.35	0.28	0.10	-31.69万元	0.07	--
昆山市银桥物业管理有限公司	银桥物业	100.00	物业管理	0.95	-0.04	0.03	-0.10	0.16	--
昆山市银桥领创时代有限公司	银桥领创	100.00	房屋租赁	1.68	3.93	0.00	-0.14	-2.35	--

注：根据昆山银桥提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2020年	2021年	2022年
资产总额[亿元]	208.01	216.81	219.22
货币资金[亿元]	6.09	4.82	8.27
刚性债务[亿元]	109.05	111.00	111.51
所有者权益[亿元]	92.28	94.53	96.00
营业收入[亿元]	11.13	11.19	12.01
净利润[亿元]	0.93	0.52	0.89
EBITDA[亿元]	1.94	2.24	2.10
经营性现金净流入量[亿元]	0.52	4.11	3.42
投资性现金净流入量[亿元]	-19.36	-5.81	2.29
资产负债率[%]	55.64	56.40	56.21
长短期债务比[%]	140.94	149.73	139.14
权益资本与刚性债务比率[%]	84.62	85.16	86.09
流动比率[%]	259.83	279.54	273.11
速动比率[%]	59.92	53.03	59.46
现金比率[%]	12.68	9.85	16.04
短期刚性债务现金覆盖率[%]	14.32	12.29	19.96
利息保障倍数[倍]	0.36	0.52	0.46
有形净值债务率[%]	126.90	130.77	129.65
担保比率[%]	—	—	—
毛利率[%]	13.08	16.30	7.12
营业利润率[%]	10.12	10.93	11.39
总资产报酬率[%]	0.90	0.85	0.82
净资产收益率[%]	1.01	0.55	0.93
净资产收益率*[%]	1.01	0.55	0.94
营业收入现金率[%]	66.27	81.72	102.70
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.28	8.47	6.81
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.54	3.73	3.07
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-45.99	-3.50	11.37
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.53	-1.54	5.13
EBITDA/利息支出[倍]	0.39	0.64	0.54
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02

注：表中数据依据昆山银桥经审计的2020-2022年度财务数据整理、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

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

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

附录五：

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。

附录六：

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	2022年6月24日	AA+/稳定	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	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）	-
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	2022年6月24日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	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）	-
债项评级 (PR 银桥 01)	历史首次评级	2021年2月1日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月24日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	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）	-
债项评级 (21 昆山银桥 MTN001)	历史首次评级	2020年6月3日	AA+	钟士芹、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月24日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	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）	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。