



昆山高新集团有限公司 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 1013 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）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 06 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	昆山高新集团有限公司	AA ⁺ /稳定
---------------------	------------	---------------------

本次跟踪债项及评级结果	“20 昆高新债/20 昆高新”、“20 昆山高新 MTN001”、“21 昆山高新 MTN001（权益出资）”	AA ⁺
--------------------	--	-----------------

评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为昆山国家高新技术产业开发区（以下简称“昆山高新区”）的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力较好，潜在的支持能力很强；昆山高新集团有限公司（以下简称“昆山高新”或“公司”）在推进昆山高新区城市建设和国有资本运营中发挥重要作用，对昆山市政府及昆山高新技术产业园区管理委员会的重要性高，与政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，昆山高新区业务布局趋于稳定，资产规模将保持增长，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；同时，需关注债务增长、资产流动性弱及后续资本支出压力较大对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>
-------------	--

评级展望	中诚信国际认为，昆山高新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	<p>可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升等。</p> <p>可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，备用流动性减少等。</p>
-------------	--

正面

- **昆山市及昆山高新区区域经济实力不断增强。** 昆山高新区系昆山市内唯一的国家级高新区，2022年实现地区生产总值1,040.2亿元，增长2.6%，持续增强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司区域地位较高，持续得到政府的有力支持。** 公司作为昆山高新区基础设施建设的重要主体，承担区域内基础设施、安置房建设以及国有资产经营等职能，2022年，昆山市政府国有资产监督管理办公室将昆山阳澄湖科技园有限公司（以下简称“阳科园公司”）50.01%的股权划转至公司，并向公司增资1.50亿元，得到当地政府的有力支持。

关注

- **有息债务偿债压力进一步增加。** 随着政府类项目建设的推进，以及基金、股权等对外投资规模的增加，公司外部融资规模持续增长。截至2023年3月末，总债务规模增至248.77亿元，未来三年均面临较大的债务偿还压力。
- **资产流动性较弱。** 截至2023年3月末，公司存货和其他应收款合计220.14亿元，占期末资产的45.64%，其中存货主要为待开发土地和未结转的开发成本，其他应收款主要为与区域国有企业之间的往来款，整体资产流动性较弱。
- **未来资本支出压力较大。** 公司自营项目及定销安置房项目面临一定的资金缺口，加之公司拟参与的基金出资计划，其面临较大的资本支出压力。

项目负责人：刘冠如 grliu@ccxi.com.cn

项目组成员：唐 晨 chtang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

昆山高新（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	337.43	369.92	452.63	482.30
经调整的所有者权益合计（亿元）	159.50	157.99	196.16	196.34
负债合计（亿元）	177.93	211.93	256.47	275.98
总债务（亿元）	171.81	205.79	223.75	258.74
营业总收入（亿元）	9.35	10.81	9.79	2.35
经营性业务利润（亿元）	1.06	0.69	-0.23	0.19
净利润（亿元）	1.25	1.12	1.04	0.18
EBITDA（亿元）	3.39	3.16	3.73	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.67	3.23	4.33	3.70
总资本化比率（%）	51.86	56.57	53.29	56.86
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.45	1.17	1.22	--

注：1、中诚信国际根据昆山高新提供的其经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据均采用了 2021 年审计报告中相关年度的财务数据，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告中数据；2、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

昆山高新集团有限公司					
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	21 昆山高新 MTN001 (权益出资) (AA+)	2022/06/27	刘冠如、田聪	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000_2019_02	阅读全文
	20 昆山高新 MTN001 (AA+)				
	20 昆高新债/20 昆高新 (AA+)				
AA+/稳定	21 昆山高新 MTN001 (权益出资) (AA+)	2021/03/18	郭世瑶、毛巧巧	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000_2019_02	--
AA+/稳定	20 昆山高新 MTN001 (AA+)	2020/11/19	郭世瑶、邓晓洁	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 昆高新债/20 昆高新 (AA+)	2019/08/06	晏逸鸣、陶雨	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000_2019_02	阅读全文

注：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	昆山高新	张经开控股	吴中经发	南通高新
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
地区	苏州市-昆山市-高新区	张家港经济技术开发区	苏州市-吴中区-经开区	南通高新技术产业开发区
GDP（亿元）	1,040.2	1,250.69	1,145.79	1,283.22
一般公共预算收入（亿元）	89.68	81.67	105.26	52.73
经调整的所有者权益合计（亿元）	196.16	141.65	218.08	173.69
总资本化比率（%）	53.29	55.67	69.99	58.42
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.22	1.31	0.35	1.09

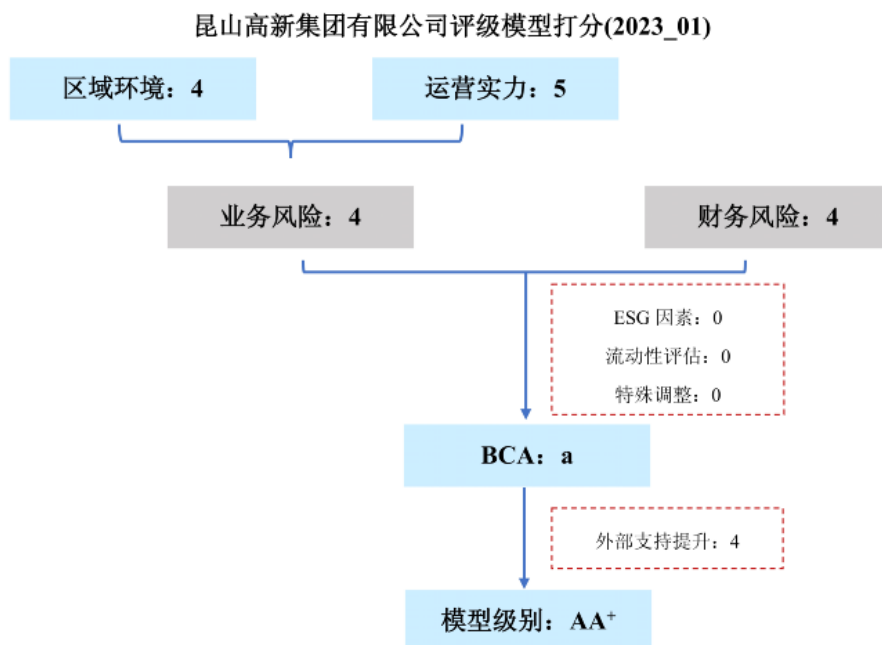
注：“张经开控股”系“张家港经开区控股集团有限公司”的简称；“吴中经发”系“江苏省吴中经济技术发展集团有限公司”简称；“南通高新”系“南通高新控股集团有限公司”的简称。

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	本次债项信用等级	上次债项信用等级	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
20 昆高新债/20 昆高新	AA+	AA+	2022/06/27	18.00	14.40	2020/04/13~2027/04/13	提前偿还
20 昆山高新 MTN001	AA+	AA+	2022/06/27	1.00	1.00	2020/12/15~2023/12/15	-
21 昆山高新 MTN001 (权益出资)	AA+	AA+	2022/06/27	8.00	8.00	2021/03/25~2026/03/25	回售，票面利率选择权

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，昆山高新业务多样性程度较高且安置房建设业务重要性突出，具备较高的业务稳定性和持续性，同时公司政府类建设业务、自营的载体租赁项目等能够为公司提供较好的收入及现金流。但是，随着区域内基建逐步完善，公司以收取代建管理费为主的基础设施建设业务量较少；且公司在建租赁资产及基金业务后续投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，昆山高新所有者权益规模较大，具备较好的资本实力，同时 EBITDA 能够有效覆盖债务利息。但是，昆山高新安置房建设业务沉淀资金较多，同时存货中大规模的土地暂无开发计划，整体资产流动性较弱，随着载体建设等项目持续推进，公司债务增速较快，债务规模较大。

■ 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高新个体基础信用等级无影响，昆山高新具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，昆山市政府及昆山高新技术产业园区管理委员会有强的支持能力，对公司有强的支持意愿，主要体现在昆山市高新区的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；昆山高新系昆山高新区最重要的地方投融资平台，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，区域重要性高且和政府的关联性很高。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

“20 昆高新债/20 昆高新”募集资金 18 亿元，其中 8.15 亿元拟用于高新区茗景苑九期动迁安置小区项目，2.65 亿元拟用于昆山高新科技服务有限公司工业厂房建设项目，7.20 亿元拟用于补充流动资金。根据《昆山高新集团有限公司 2022 年年度报告》显示，截至 2022 年末，募集资金已全部按计划使用完毕，并正常付息。

重大事项关注

根据昆山创业控股集团有限公司（以下简称“昆山创控”）于 2022 年 4 月 25 日发布了《昆山创业控股集团有限公司关于资产划转的公告》称：根据昆山市国资办出具的通知，将昆山创控持有的阳科园公司 50.01% 股权（不包括杜克大学一期资产）无偿划给昆山高新。根据昆山市政府国有资产监督管理委员会发出的昆国资办[2022]24 号《关于将创控集团持有的阳科园公司 50.01% 股权无偿划转至高新集团的通知》，决定以 2022 年 1 月 31 日为基准日，将昆山创控持有的阳科园公司 50.01% 股权无偿划转至昆山高新。截至 2022 年底，上述股权划转已完成，阳科园公司已完成工商变更。

由于昆山高新和阳科园公司在合并前后均受同一控制人昆山市政府国有资产监督管理委员会控制，且控制非暂时性，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）认定该合并为同一控制下企业合并，并相应追溯调整 2021 年昆山高新合并口径财务数据。经追溯调整后，2021 年昆山高新资产合计数增加 61.93 亿元，负债合计数增加 28.34 亿元，所有者权益合计数增加 33.59 亿元，营业收入增加 13.85 亿元，净利润增加 3.51 亿元。其中营业收入增加的金额中 13.23 亿元来自于阳科园公司商品房销售收入，2021 年该商品房项目已销售完毕，相关收入不具可持续性，由于该项收入同步影响净利润增加值，采用追溯调整后的数字与其他数据期不可比，故本报告所用 2021 年数据采用 2021 年末追溯调整数据。

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继续提升，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 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

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¹。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。

¹ 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。

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	-
昆山市	5,006.66	1	23.71	2	430.18	1
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	1,100.00	9	12.24	8	145.68	9
姑苏区	917.68	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

昆山高新区于 2010 年经国务院批准，成为全国首家县域国家级高新区。2014 年，入围苏南国家自主创新示范区核心区阵营，同时区域规划面积增至 118 平方公里。昆山高新区是昆山市大力实施对外开放和自主创新战略下的高新技术产业集聚地和昆山市经济发展方式转变重要载体。昆山高新区自成立以来，围绕“打造国内一流、世界先进的高新技术产业开发区”目标，已初步形成三大主导产业集群，包括以模具为特色的精密机械产业、以太阳能和风能为特色的可再生能源产

业及以新型平板显示为特色的电子信息产业，其中模具和可再生能源产业先后建成国家级特色产业基地。同时，昆山高新区积极培育以机器人为特色的数字装备产业和以小核酸为特色的生物医药产业两大新兴产业。近年来，昆山高新区先后被列为国家科技服务体系试点园区、国家知识产权示范园区、国家海外高层次人才创新创业基地、国家创新人才培养示范基地、国家生态工业示范园区。随着经济稳步增长，昆山高新区一般公共预算收入逐年增长，税收收入占比维持在较高水平，对财政收入起到了较强的支撑作用。

表 3：近年来昆山高新区地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP（亿元）	900.2	968.48	1,040.2	241.7
GDP 增速（%）	4.3	7.6	2.6	2.4
一般公共预算收入（亿元）	100.40	107.38	89.68	33.49
政府性基金收入（亿元）	44.82	36.14	50.24	17.29
税收收入占比（%）	--	89.74	88.37	87.07
公共财政平衡率（%）	242.10	239.63	195.04	235.85

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，昆山高新的业务状况较好，公司仍作为昆山高新区重要的基础设施及安置房业务的建设经营主体，具有较强的业务竞争力；同时，除政府类项目外，公司持续在市场化领域进行了多元化探索，逐渐形成以租赁物业、科技金融等为主的业务布局；公司利润来源仍以安置房销售和租赁物业等为主，业务毛利率较高，业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，随着区域内建设的逐步完善，公司以收取代建管理费为主的基础设施建设业务量较少；且公司租赁业务后续仍面临较大的投资需求，亦需关注公司载体租赁业务的招商进展。

表 4：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	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
代建管理费收入	0.59	6.34	100.00	0.42	3.85	100.00	0.27	2.79	100.00	--	--	--
代建收入	2.84	30.35	9.46	3.64	33.67	6.65	2.15	21.94	9.23	0.20	8.45	8.85
安置房销售收入	3.31	35.37	21.97	3.59	33.20	25.26	3.12	31.86	24.76	0.90	38.29	22.65
物业服务收入	0.47	5.00	27.93	0.73	6.76	50.09	1.00	10.31	19.10	0.26	11.03	23.38
租赁收入	1.57	16.85	60.30	1.82	16.85	75.05	1.98	20.26	74.63	0.42	17.83	39.56
其他	0.57	6.09	--	0.61	5.67	--	0.18	12.84	24.36	0.57	24.39	33.36
营业收入/毛利率合计	9.35	100.00	30.58	10.81	100.00	27.05	8.71	100.00	32.92	2.35	100.00	27.19

注：其他业务中含担保业务收入，亦含公司出售的少量厂房及商铺，相关房产出售亦不具可持续性

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础建设业务板块

跟踪期内，公司在昆山高新区基础建设领域仍占据主导地位，维持原有的职能定位及业务模式，业务竞争力及稳定性较强；由于区域内建设逐步完善，跟踪期内基础设施建设业务量有所下滑，

安置房业务受政府调控影响较大，需关注回款及销售进度。

跟踪期内，公司基础设施建设管理业务模式保持不变，昆山高新区基础设施、环境改造类工程建设资金仍由财政局直接支付给施工单位，公司负责招投标及现场管理等，财政按项目投资总额的一定比例支付给公司管理费。金额较小的项目在完工后当年支付，部分金额较大的项目采用分期支付管理费，分期期限一般不超过五年，公司根据工程进度确认管理费收入，昆山高新区财政局在项目完工验收合格后当年年底确认支付管理费，已确认收入但未收到的管理费计入“应收账款”，2020 年~2022 年，公司已完工大型基础设施建设项目合计 6.12 亿元，截至 2022 年末，公司尚未收到的代建管理费收入合计 0.26 亿元。截至 2022 年末，公司无在建及拟建的基础设施建设项目。

跟踪期内，公司安置房建设业务主体和业务模式保持不变，该业务仍由子公司城乡一体化负责，根据昆山高新技术产业园区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）与公司签订的《昆山高新区安置房委托代建协议书》及其《补充协议》，公司已完工的茗景苑八期（A、B 地块）和南星渚七期项目仍采用代建模式，由高新区管委会按审计成本加成一定比例支付工程款；已完工的茗景苑八期（C 地块）、陆杨五期和万和苑项目以及在建的高新区茗景苑九期动迁安置小区项目不再采用代建模式，改为建成后定向销售给拆迁户的模式，公司系按照高新区的安置进度进行建设，采用政府指导价进行相关房源销售，政府定价时给予公司一定利润。公司将采用代建模式确认的安置房建设收入计入代建收入，并将采用定向销售模式确认的安置房收入确认为安置房销售收入。受区域内安置规划影响，跟踪期内，两种模式下的安置房业务收入均有不同程度的下降。

表 5：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司已完工安置房代建项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	建筑面积	总投资	拟回购总额	2023 年 3 月末 累计确认收入	2023 年 3 月末 累计收到回款
茗景苑八期（A、B 地块）	53.14	21.92	23.67	14.75	13.16
南星渚七期	5.60	2.50	2.60	2.60	2.60
合计	58.74	24.42	26.27	17.35	15.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司已完工定向销售安置房项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	总投资	总可销售面积	截至 2023 年 3 月末累计销售 面积	截至 2023 年 3 月末累计确 认销售收入	截至 2023 年 3 月 末累计收到回款
茗景苑八期（C 地块）	8.02	16.87	14.36	8.44	7.18
陆杨五期	9.46	18.41	15.69	9.97	8.35
万和苑	7.31	16.03	5.38	3.13	1.8
合计	24.79	51.31	35.43	21.54	17.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建的定销安置房项目仍为高新区茗景苑九期动迁安置小区，该项目规划建筑面积 56.46 万平方米，计划总投资 20.27 亿元，预计建设周期为 2016~2024 年，期末已完成投资 16.69 亿元。目前，公司暂无拟建的定向销售安置房项目。

总体来看，跟踪期内，公司在基础设施建设方面的职能定位及业务模式未发生变化，业务稳定性较好。但随着高新区开发程度逐步提升，基础设施建设管理业务收入逐年下降；且安置房结转进度受区域安置规划影响，需对已完工安置房代建项目回款情况及定向销售安置房项目销售进度予

以关注。

租赁物业板块及商业房地产板块

跟踪期内，随着对外租赁资产规模的不断提升，公司租赁物业收入持续增长；公司于 2022 年开展商业房地产项目，该项目投资体量较大，暂未开启预售，整体看，公司在建及拟建项目面临较大的投资压力。

租赁业务方面，该业务主要由子公司高科服务、商贸物流公司和公司本部负责运营，对外租赁资产包括华润国际底商、西城后街、创业中心 A 楼、厂房和人才公寓等。截至 2023 年 3 月末，公司主要租赁物业综合可出租面积 112 万平方米，已出租面积合计 89 万平方米。

跟踪期内，公司租赁业务运营模式保持不变，主要由负责运营的各子公司与租赁方签订租赁合同并按照协议收取物业租金，截至 2023 年 3 月末，公司对外租赁资产合同年限大部分集中在 3 年，平均租金价格为每天每平方米 0.79 元。

得益于租赁资产规模增加，跟踪期内公司租赁业务收入保持增长，公司将相关租赁资产列示于投资性房地产并按公允价值计量不进行折旧，毛利率保持较高水平。但受宏观环境及区域政策影响，公司于跟踪期内对符合条件的租户实行一定的减免政策，需关注相关政策对板块盈利影响。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要对外租赁资产情况（万平方米、%、元/平方米/天）

项目名称	已出租面积	出租率	平均租金价格
华润国际底商	1.28	89	1.98
西城后街	4.78	88	1.01
创业中心 A 楼	5.98	100	1.08
厂房	30.26	82.69	0.64
人才公寓	16.20	70.41	0.68
其他	30.50	77.36	0.66
合计	89.00	79.55	0.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2023 年 3 月末在建对外租赁资产情况（亿元、万平方米）

项目名称	建设期	建筑面积	总投资	已投资
世纪大厦	2022.12-2027.06	13.72	19.82	0.23
工研院四期	2021.05-2025.06	17.27	19.29	2.44
南星渎商业三期商业综合体	2022.10-2025.06	6.20	7.00	0.43
铜仁高端装备制造产业园	2020.11-2023.11	13.76	5.97	0.57
青淞租赁住房	2018.12-2023.09	5.00	3.93	2.80
合计	--	55.95	56.01	6.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建及拟建租赁资产方面，截至 2023 年 3 月末，公司主要投资在建的项目为世纪大厦和工研院四期，项目资本金比例均为 30%，后期拟通过租售结合的方式实现收益。此外，公司拟建项目为中强宝龙地块，该项目计划总投资 4.28 亿元，拟建设 2 年。总体来看，公司目前在建及拟建项目投资规模较大，项目资金均由公司自筹，后续面临较大的投融资压力。

此外，公司于 2022 年新增江浦路前进路商业房地产项目，该项目建筑面积 20.53 万平方米，计划

于 2025 年完工，位于前进路江浦路交叉口，临近苏州轨交 11 号线地铁口，项目计划总投资 31.50 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 11.99 亿元，以土地款及缴纳的税金为主，该项目为公司自主开发，计划于 2023 年 10 月开盘，后期拟通过预收房款进行资金平衡。

物业服务方面，公司物业服务业务主要由孙公司昆山高新物业管理有限公司（以下简称“高新物业”，公司子公司昆山高新置业发展有限公司持股 60%）负责运营，高新物业另一股东是当地行业龙头苏州苏港物业管理有限公司，高新物业提供智能监控、供电供暖、给排水、空调电梯、保洁保安、绿化养护、会务管理等综合性物业服务。得益于高新区不断发展建设，公司物业服务收入稳步提升。

科技金融板块

跟踪期内，公司科技金融业务投资效益逐步体现，当期实现较好的投资收益，考虑到高新区内产业基础较好，该业务具有良好的发展前景。

跟踪期内，公司科技金融业务仍由公司本部及高新创投负责运营。高新创投成立于 2012 年 5 月 24 日，注册资本 3 亿元，致力于投资昆山地区“两高六新”²的企业，实现国有资产的保值、增值。

截至 2023 年 3 月末，公司参与基金投资 21 家，均以 LP 形式参与，公司参与投资的基金总规模合计 311.81 亿元，公司累计出资 22.47 亿元，未来均以合作到期清算的方式退出。基金主要投资方向为智能制造、生物制药、科技创新等方面。拟参与基金方面，公司拟参与基金 6 家，基金规模合计 37.74 亿元，公司拟出资 2.32 亿元，未来仍均以合作到期清算的方式退出。

对外投资方面，公司继续发挥国有资本引导功能，通过债权投资、股权投资、项目合作等方式，培育一批具有自主知识产权、高端、高效、低能耗的企业（平台）。截至 2023 年 3 月末，公司累计对外投资企业 118 家，主要涉及集成电路产业、医药产业、电子信息产业等领域，2022 年公司实现投资收益 0.51 亿元。

担保业务板块

跟踪期内，公司仍对区域内高新技术企业开展经营性担保业务，目前暂未有风险事件发生。

此外，公司子公司创业担保公司仍对区内高新技术民营企业开展经营性担保业务，截至 2023 年 3 月末，创业担保公司对外担保金额合计 1.32 亿元，该经营性担保抵质押反担保措施使用较少，主要由受担保企业实际控制人提供信用反担保，需关注或有负债风险。

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，受益于政府的大力支持，公司所有者权益持续增长，具备一定的资本实力，且得益于政府贴息及补助，公司 EBITDA 及经营活动净现金流对于利息的保障能力有所提升；但受业务扩张及对外投资等影响，公司债务规模增长较快。

资本实力与结构

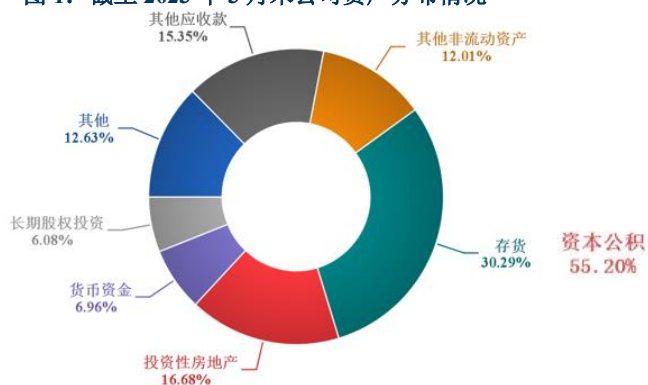
² “两高”为成长性高、科技含量高；“六新”为新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式。

公司的平台地位突出，跟踪期内，公司持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，公司对外投资规模较大，但投资回报率较低，流动性不足，整体资产质量一般；公司外部融资规模持续攀升，债务规模有所增加。

跟踪期内，公司仍作为昆山高新区最重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体，维持地位重要性。公司匹配政府战略，服务于区内国企改革和实业发展，跟踪期内随着业务的发展和阳科园的并表，截至 2023 年 3 月末，公司总资产较 2021 年末增长 30.38%。

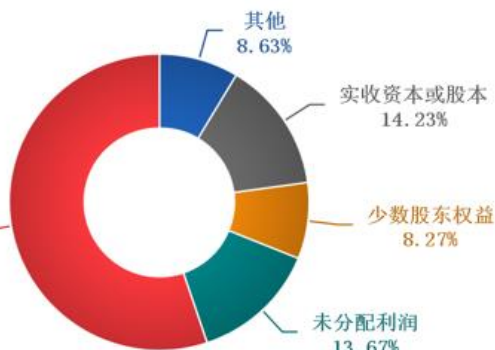
跟踪期内，公司业务仍以基础建设、租赁物业和科技金融业务为主，资产仍主要由上述业务形成的存货、长期投资、投资性房地产及与昆山市内企业的往来款构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，占其总资产的比重超过 50%。预期公司未来仍将保持该业务布局，但随着公司所持物业资产规模增长，资产结构将逐步转变为以长期资产为主。公司存货主要由待开发土地资产（截至 2023 年 3 月末，金额合计 93.26 亿元，暂无明确的开发计划）、未结转的安置房代建业务成本及定销房业务成本和商住项目成本构成。跟踪期内，公司持续增加对科技金融业务的投资，长期投资类资产占比不断提高，但相关投资暂未到达回收期，整体投资回报率较低。同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，且受限规模较小。但公司基建业务暂未结转金额较大且公司保有大量土地（来源多为政府授权经营），同时公司与同区域内国有企业形成往来款计入其他应收款，对公司的资产变现能力产生一定的影响。总体来看，公司资产具备一定的收益性，但流动性不足，且需关注较大规模基建业务的结转进度及往来款的回收情况。

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 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府支持，公司资本公积³持续增长，2022 年公司获得阳科园公司 50.01% 的股权并将其纳入合并范围，阳科园公司 49.99% 的股权计入公司少数股东权益，当期公司少数股东权益大幅增长约 17 亿元。预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转资产，公司经调整的所有者权益⁴将进一步增厚。

随着业务不断发展，公司外部融资规模亦有所扩大，得益于政府资产注入，跟踪期内公司资产负债率波动下降，但总资本化比率波动增长。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于

³ 公司资本公积主要由货币出资 17.61 亿元，土地资产注入 78.20 亿元和股权资产注入 5.80 亿元构成。

⁴ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2023 年 3 月末上述调整项金额为 9.974 亿元。

外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，财务杠杆率预期有所增长。

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	337.43	369.92	452.63	482.30
流动资产占比	71.19	62.50	58.35	56.04
经调整的所有者权益合计	159.50	157.99	196.16	196.34
资产负债率	52.73	57.29	56.66	57.22
总资本化比率	51.86	56.57	53.29	56.86

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司经营活动贡献的现金净流入规模较小但保持稳定，经营获现能力较为一般，且持续大规模的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，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

跟踪期内，受区域安置规划等因素影响，公司收入有所下降，且安置房业务回款进度存在一定滞后，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，跟踪期内，收现比进一步下降，且比率小于 1，公司收入质量一般。

公司经营活动净现金流受主营业务回款与支出、政府补助、往来款等影响较大。近年来公司经营活动现金流均呈净流入状态，整体经营活动净现金流保持稳定。

公司投资业务的发展、租赁物业建设等致使其投资活动现金流出规模较大，且科技金融等基金及股权投资尚未进入回报周期，投资活动现金流入规模依然较小，跟踪期内公司投资活动现金流仍呈现大幅净流出状态。根据自身发展计划及投资业务的定位，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，公司投资活动的资金缺口较大，经营活动净现金流较小，加之债务偿还金额逐年快速增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。同时，受益于股东的持续支持，跟踪期内公司吸收投资收到的现金合计 11.47 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等股权融资方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口，并基本保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 10：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	2.67	3.23	4.33	3.70
投资活动产生的现金流量净额	-36.86	-24.92	-27.23	-22.10
筹资活动产生的现金流量净额	38.18	24.17	25.84	27.10
现金及现金等价物净增加额	3.99	2.47	2.94	8.69
收现比	0.99	0.89	0.81	0.71

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，公司债务规模增长，债务结构仍以长期为主，与其业务特征相匹配，但短期债务规模较大，面临一定的即期偿债压力；跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平有所提升，能够对利息形成一定覆盖，但整体保障能力依然有限。

随着经营业务的持续发展、投资支出的增加，公司外部债务融资需求不断推升，公司债务规模保持快速增长，公司债务集中于银行借款和债券发行，且银行借款多有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较多元；公司债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理，但公司短期债务规模较大，面临一定的即期偿债压力。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

类型		金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
银行借款	抵押借款、保证借款、信用借款等	143.94	48.55	26.92	45.72	5.87	3.87	13.01
债券融资	债权融资计划、企业债、公司债、中期票据、超短融等	113.00	45.60	46.60	13.60	3.60	3.60	--
合计	-	256.94	94.15	73.52	59.32	9.47	7.47	13.01

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着公司借款的不断增加，费用化利息支出金额随之增长，EBITDA 构成中费用化利息支出系其主要构成之一，且占比不断提高；2022 年公司 EBITDA 有所增长。得益于政府贴息，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力有所增强，且能够对利息支出形成有效覆盖。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
总债务	171.81	205.79	223.75	248.77
短期债务占比	35.19	33.59	36.80	37.85
EBITDA	3.39	3.16	3.73	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.45	1.17	1.22	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.14	1.20	1.41	--

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，公司有一定的受限资产，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产占当期末总资产的 10.23%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，除公司经营性担保业务外，公司对外担保金额为 5.15 亿元，占同期末净资产的比例为 2.49%，除民营企业昆山协鑫蓝天分布式能源有限公司（以下简称“昆山协鑫”，公司对其担保余额为 2.06 亿元）外，其余被担保对象均为国有企业。昆山协鑫为子公司高新创投所投资企业，根据持股比例（25%）进行担保，2022 年昆山协鑫实现收入 3.99 元，净利润 0.14 亿元。经公开信息查询，昆山协鑫经营状况正常，无重大风险事项，但该担保事项无反担保措施，仍需关注或有负债风险。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	昆山协鑫蓝天分布式能源有限公司	民企	2.06
2	昆山市萧林开发建设有限公司	国企	0.63
3	昆山高新区创业投资有限公司	国企	0.62
4	昆山民营投资创业有限公司	国企	0.59
5	昆山高科技有限公司	国企	0.44

6	昆山商贸物流园投资开发有限公司	国企	0.42
7	昆山市玉山资产经营有限责任公司	国企	0.39
合计		-	5.15

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《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 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⁵

假设

——2023 年，公司仍作为昆山市高新区重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，合并范围保持稳定。

——2023 年，公司整体运营良好，收入中政府类业务随结转进度加快有一定程度的增长，产业园租赁及物业收入亦随在管租赁资产/物业资产增长有所增加，盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 5~15 亿元左右，股权类投资规模在 5 亿元左右。

——2023 年，公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增权益类融资规模约 10 亿元（永续债），债务类净融资约 3~13 亿元。

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（%）	56.57	53.29	48.93~59.81
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.17	1.22	1.03~1.55

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。

近年来公司经营活动净现金流保持小幅净流入状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 33.25 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 270.48 亿元，尚未使用授信额度为 61.64 亿元，备用流动性较为充足。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；作为昆山高新区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；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，截至 2023 年 3 月，公司已获批待发

⁵ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对受评对象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。

行的债券额度 34 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

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。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于安置房建设、租赁物业建设及基金投资，资金需求量较高。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约 94.15 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 3 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。

ESG 分析⁶

中诚信国际认为，公司承担昆山高新区内基础设施及安置房开发建设职能，同时对区域内国有资本进行运作，战略定位清晰，公司在社会责任方面表现较好，ESG 对持续经营和信用风险基本无负面影响。

环境方面，公司的安置房建设、租赁载体建设等建筑业务可能会面临碳排放等环境风险，目前尚未受到监管处罚，在环境管理、资源管理、可持续发展和排放物管理等方面表现有待观察。

社会方面，公司作为昆山高新区国有资本运营主体，承担了昆山高新区的基础设施建设及安置房建设等业务，同时为促进区内企业发展、引进优质企业进行厂房建设及物业管理，对社会发展具有正面影响。

治理方面，昆山高新战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。但公司对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进一步优化。

外部支持

中诚信国际认为，昆山高新区管委会的支持能力强，主要体现在以下方面：

昆山高新区作为昆山市的重要发展板块，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑，近年来昆山高新区 GDP、地方一般预算收入在昆山市占比约为 1/4，财政平衡率维持在较高水平，经济地位强劲。城市更新及对外投资等项目拉动了政府的资金需求，除政府债务余额外，仍存在区域内融资平台未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务，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，昆山高新区管委会会对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性高：公司在昆山高新区基础设施建设及安置房建设领域处于领导地位，代表政府参与区域内的基础建设项目，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，公司系昆山高新区内唯一的基础设施建设主体及发债主体，区域重要性高。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由昆山市国资委直接控股，根据昆山市政府及昆山高新区管委会规划承担区域内基础设施及保障房建设业务、同时承担了区域内重大项目投融资任务，股权结构和

⁶ 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。

业务开展均与市政府具有高度的关联性，与昆山高新区管委会业务高度关联。

3) 过往支持力度大：公司在获得资本金拨付、财政贴息、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外，昆山市、昆山高新区管委会还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，比如向公司注入土地、无偿划转阳科园公司等国有股权。2022 年，昆山市政府国有资产监督管理办公室将昆山阳澄湖科技园有限公司（以下简称“阳科园公司”）50.01%的股权划转至公司，并向公司增资 1.50 亿元。

表 15：2022 年末昆山高新区平台比较（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
昆山高新集团有限公司	昆山市人民政府 100%	昆山高新区开发运营商、科技产业投资商和创新服务集成商	452.63	196.16	56.66	9.79	1.04	98.35
昆山市吴淞江创业投资发展有限公司	昆山高新技术产业园区管理委员会 80%	园区配套服务	--	--	--	--	--	--
昆山科创投资管理有限公司	昆山高新技术产业园区管理委员会 80%	园区配套服务	--	--	--	--	--	--
昆山高科技有限公司	昆山高新技术产业园区管理委员会 60%	园区配套服务	--	--	--	--	--	--

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，昆山高新区管委会强的支持能力和对公司很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，昆山高新与张家港经开控股、吴中经发、南通高新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强，并对上述公司均具有很强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，昆山高新区与张家港经济技术开发区、吴中经济技术开发区、南通高新区区等的行政地位、经济财政实力相当，市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。昆山高新与上述平台均为区域内最重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有很强支持意愿。

其次，昆山高新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。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为元化，同时公司的租赁业务、安置房建设业务等核心业务发展突出，但也存在投资业务尚处于前期投入期，投资回报率较低等问题。

然后，昆山高新的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产规模虽略低于比较组平均水平，但权益规模略高于比较组平均水平；公司财务杠杆持续攀升，但仍处于行业适中水平，同时公司债务结构合理，得益于政府贴息，公司 EBITDA 对利息覆盖能力处于中上水平；公司近年债券市场

认可度较高，可用银行授信较为充足，再融资能力较强。

表 16：2022 年同行业对比表

	昆山高新	张经开控股	吴中经发	南通高新
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	昆山市-高新区	张家港市-经开区	吴中区-经开区	南通高新技术产业开发区
GDP（亿元）	1040.2	1,250.69	1,590.17	1,283.22
GDP 增速（%）	2.6	2.0	1.8	3.2
一般公共预算收入（亿元）	89.68	81.67	210.39	52.73
公共财政平衡率（%）	195.04	81.67	95.22	100.00
控股股东及持股比例	昆山市人民政府/100%	张家港经开区国有资本投资运营集团有限公司 100.00%	苏州吴中经开国有资本投资控股集团有限公司 100.00%	南通市人民政府（南通高新技术产业开发区管理委员会履行出资人职责）100.00%
职能及地位	昆山高新区基础设施建设的重要主体，承担区域内基础设施、安置房建设以及国有资产经营等职能	作为张家港经开区唯一的土地开发和基础设施建设主体，主要负责经开区范围内土地开发整理、安置房建设以及基础设施建设等业务。	吴中经开区主要的资产管理运营平台和项目投资建设主体	公司作为南通高新区最重要的开发建设和投融资主体，负责南通高新区内的土地综合开发、基础设施建设、安置房开发建设等业务。
核心业务及收入占比	安置房销售收入 24.76%、代建收入 15.09%、租赁业务收入 20.26%	安置房建设 39.40%、工程施工 19.70%	现代市政服务业务 64.31%、房地产开发 22.05%、园区项目建设 13.64%	土地整理 41.78%、基础设施建设 40.19%、不动产租赁 8.64%、贸易业务 8.06%、安置房销售 0.47%
总资产（亿元）	452.63	407.60	780.84	445.79
经调整的所有者权益合计（亿元）	196.16	141.65	218.08	173.69
总债务（亿元）	223.75	177.85	508.70	244.51
总资本化比率（%）	53.29	55.67	69.99	58.54
营业总收入（亿元）	9.79	13.66	39.52	20.38
净利润（亿元）	1.04	1.06	1.25	2.01
EBITDA（亿元）	3.73	5.20	7.34	8.12
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.22	1.31	0.35	1.09
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	4.33	11.90	-10.66	-11.44
可用银行授信余额（亿元）	61.64	78.03	61.98	103.53
债券融资余额（亿元）	98.35	98.70	239.37	116.33

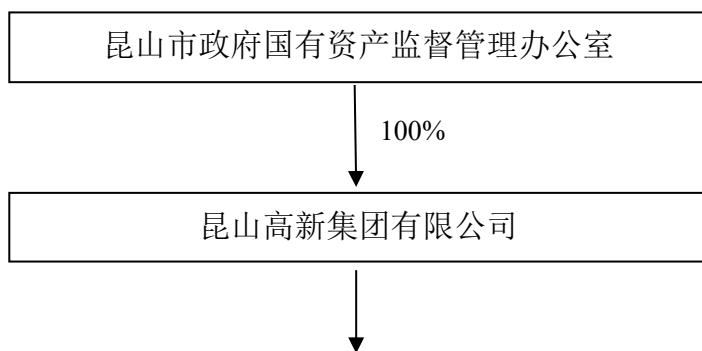
注：昆山高新、吴中经发可用银行授信余额为 2023 年 3 月末数据，其余各数据均为截至到 2022 年年末数。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

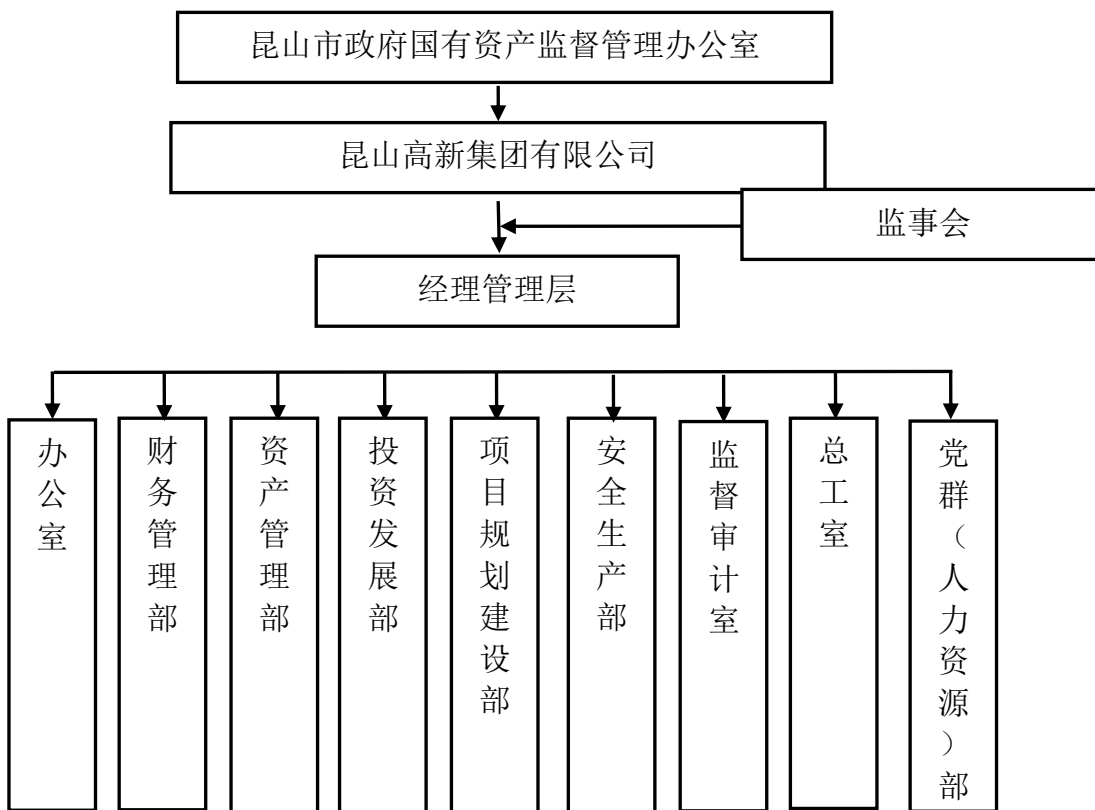
评级结论

综上所述，中诚信国际维持昆山高新集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 昆高新债/20 昆高新”、“20 昆山高新 MTN001”、“21 昆山高新 MTN001（权益出资）”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：昆山高新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	昆山高新区城乡一体化建设有限公司	118,000	100.00
2	昆山高新科技服务有限公司	97,839	100.00
3	昆山市工业技术研究院有限责任公司	84,480	100.00
4	昆山高新商贸物流有限公司	55,000	100.00
5	昆山高新创业投资有限公司	30,000	100.00
6	昆山嘉航资产管理有限公司	30,000	100.00
7	昆山高新创业融资担保有限公司	20,000	100.00
8	昆山高新置业发展有限公司	10,000	100.00
9	昆山南淞湖科技园发展有限公司	10,000	100.00
10	铜仁锦峰开发有限公司	10,000	100.00
11	昆山嘉翔市政工程有限公司	1,000	100.00
12	昆山瑞融商业管理咨询有限公司	500	100.00



资料来源：公司提供

附二：昆山高新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	164,197.43	188,735.62	248,619.92	335,561.40
非受限货币资金	163,907.43	188,655.62	248,494.92	332,466.40
应收账款	62,804.37	49,550.92	75,742.14	80,305.16
其他应收款	635,779.19	608,314.82	753,080.77	740,297.91
存货	1,435,556.88	1,352,749.91	1,471,556.46	1,461,099.41
长期投资	270,898.53	343,626.67	477,670.82	485,737.70
在建工程	115,240.33	105,880.98	130,375.27	146,266.51
无形资产	21,805.06	52,744.29	21,531.26	43,450.38
资产总计	3,374,300.22	3,699,195.25	4,526,270.02	4,822,973.70
其他应付款	21,593.40	14,968.40	215,634.71	162,534.23
短期债务	604,595.00	691,170.00	823,315.00	941,541.00
长期债务	1,113,491.32	1,366,681.49	1,414,192.01	1,546,128.11
总债务	1,718,086.32	2,057,851.49	2,237,507.01	2,487,669.11
负债合计	1,779,339.14	2,119,335.57	2,564,667.20	2,759,806.85
利息支出	23,417.08	27,000.33	30,664.91	--
经调整的所有者权益合计	1,594,961.08	1,579,859.69	1,961,602.82	2,063,166.85
营业总收入	93,454.72	108,099.52	97,882.89	23,468.78
经营性业务利润	10,561.61	6,914.86	-2,296.27	1,882.85
其他收益	17,605.78	21,298.28	18,632.64	550.05
投资收益	2,475.48	-492.00	5,119.40	22.00
营业外收入	108.91	357.80	873.91	0.10
净利润	12,492.28	11,166.93	10,383.59	1,824.03
EBIT	30,660.97	29,880.62	31,967.09	--
EBITDA	33,893.48	31,608.62	37,297.20	--
销售商品、提供劳务收到的现金	92,631.00	96,604.41	79,338.23	16,752.95
收到其他与经营活动有关的现金	33,820.30	58,255.48	109,155.30	57,805.29
购买商品、接受劳务支付的现金	66,851.86	65,172.08	54,006.04	16,668.37
支付其他与经营活动有关的现金	19,164.99	39,871.78	46,504.48	9,319.13
吸收投资收到的现金	106,301.03	0.00	15,000.00	99,740.00
资本支出	79,391.98	69,088.35	231,385.66	20,523.97
经营活动产生的现金流量净额	26,710.22	32,319.29	43,319.28	36,976.66
投资活动产生的现金流量净额	-368,649.58	-249,246.77	-272,328.46	-221,041.04
筹资活动产生的现金流量净额	381,823.80	241,675.67	258,370.21	271,005.86
现金及现金等价物净增加额	39,884.43	24,748.19	29,361.03	86,941.48
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	30.58	27.05	32.92	27.19
期间费用率（%）	33.03	35.93	46.10	14.63
应收类款项占比（%）	20.70	17.78	18.31	17.01
收现比（X）	0.99	0.89	0.81	0.71
资产负债率（%）	52.73	57.29	56.66	57.22
总资本化比率（%）	51.86	56.57	53.29	54.66
短期债务/总债务（%）	35.19	33.59	36.80	37.85
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.14	1.20	1.41	--
总债务/EBITDA（X）	50.69	65.10	59.99	--
EBITDA/短期债务（X）	0.06	0.05	0.05	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.45	1.17	1.22	--

注：1、中诚信国际根据昆山高新提供的其经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据均采用了 2021 年审计报告中相关年度的财务数据，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告中数据；2、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。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
盈利能力	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	
现金流	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
偿债能力	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：1、“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；2、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”；3、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，影响报表使用者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