



昆山国创投资集团有限公司2024年主体信用评级报告

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員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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

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

昆山国创投资集团有限公司2024年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
评级日期	2024-09-12

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到昆山市位于长三角核心地带，区位优势显著，作为全国百强县（市）排名第一县（市），昆山市工业基础较好，战略新兴产业和高新技术产业发展较快，经济实力雄厚。昆山国创投资集团有限公司（以下简称“昆山国创”或“公司”）作为昆山市重要的基础设施开发建设主体与产业引导投资主体之一，主业涉及显示面板销售、房地产开发、基础设施代建、租赁与物业管理、股权投资等众多板块，各主业可持续性均较好，其中基础设施代建业务具备一定区域专营属性，且多元化业务布局亦可在一定程度上分散经营风险，同时公司持续获得较大力度的政府注资与财政补贴等外部支持。但中证鹏元也关注到，公司主营显示面板行业周期属性强，2021年下半年以来下游需求低迷，同时随着业务规模扩大，公司债务规模持续攀升，财务杠杆水平较高，且现金类资产对短期债务保障程度较弱，公司面临一定债务偿付压力；公司对外担保规模较大，且对民营企业担保余额较大，总体面临一定或有负债风险。此外，需关注公司对外股权与基金投资回收风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为昆山市重要的基础设施开发建设主体与产业引导投资主体，基础设施代建业务具备一定专营性与持续性，且可持续获得昆山市政府有关部门给予的较大力度的外部支持。

联系方式

项目负责人：王致中
wangzhz@cspengyuan.com

项目组成员：关耀达
guanyd@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.7	2023	2022	2021
总资产	1,093.09	1,052.13	981.76	971.58
所有者权益	350.30	341.74	329.29	285.96
总债务	671.79	644.23	583.40	571.18
资产负债率	67.95%	67.52%	66.46%	70.57%
现金短期债务比	0.17	0.22	0.23	0.45
营业收入	30.27	50.58	52.83	75.78
其他收益	0.37	0.89	1.24	0.79
利润总额	0.12	3.10	6.55	14.28
销售毛利率	17.80%	17.44%	26.21%	35.06%
EBITDA	--	7.78	10.61	18.13
EBITDA 利息保障倍数	--	0.36	0.44	0.94
经营活动现金流净额	-10.26	0.98	-7.60	-3.86

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-7 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **昆山市工业基础较好，电子信息产业、光电半导体、智能装备等主导产业带动经济保持稳定增长。**昆山市地处苏锡常都市圈与上海都市圈连线中心位置，区位优势显著，区域内工业基础较好，战略新兴产业和高新技术产业占比较高，目前已形成电子信息产业、光电半导体、智能装备等主导产业，工业经济带动区域经济保持持续发展，综合经济实力雄厚，已连续多年位居全国百强县（市）首位。
- **公司业务布局较为多元，基础设施代建业务具备区域专营属性，且同步开展股权与基金投资，各主业可持续性均较好。**公司为昆山市重要的基础设施开发建设主体与产业引导投资主体之一，主业涉及显示面板销售、房地产开发、基础设施代建、租赁与物业管理、股权投资等众多板块，业务可持续性较好，其中基础设施代建业务具备较强区域专营属性，且 2024 年以来承接较多基础设施代建管理业务，且多元化业务布局亦可分散公司经营风险，提升自身抗风险能力。
- **公司持续获得昆山市政府有关部门给予的较大力度外部支持。**2023 年 5 月与 12 月，公司先后获得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”）增资 5.15 亿元与 5.59 亿元；2024 年 7 月，公司获得昆山市国资办增资 11.00 亿元，带动公司资本实力不断增强。同时，公司主营电子面板生产销售业务近年来可持续获得相关研发与技术补贴，可对公司盈利提供有益补充。

关注

- **面板业务受宏观经济波动影响较大，面临一定的收入与盈利能力下滑风险。**公司面板生产销售业务受宏观经济波动影响较大，行业周期属性较强，2021 年下半年受全球经济增长乏力等因素影响，下游终端需求被抑制，产品价格逐步下行；2023 年以来，面板行业整体仍处于周期底部盘整期，终端消费电子需求反弹动力不足，行业利润率仍处于低位，但 2024 年以来产品价格企稳呈现温和复苏态势。受此影响，近年来公司电子产品销售收入规模持续减少，且 2021-2023 年盈利能力持续下滑。
- **公司债务规模持续上升，面临一定债务偿付压力。**随着业务规模持续扩张，近年来公司债务规模快速增长，截至 2024 年 7 月末，公司资产负债率已上升至 67.95%，同期末公司现金短期债务比降至 0.17，现金类资产难以对短期债务形成有效覆盖，整体面临一定债务偿付压力。
- **公司整体资产流动性一般。**公司资产构成中存货与其他应收款占比较大，截至 2024 年 7 月末上述两项资产占总资产比重超过六成，其中存货主要为授权经营性土地、地产与基础设施项目投入成本等，即时变现能力较弱，且因面板价格下降公司持续计提存货跌价损失；其他应收款主要为授权经营性土地回收补偿款与往来款项，回款时间具有不确定性，对公司营运资金形成一定占用，公司整体资产流动性一般。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2024 年 7 月末，公司对外担保余额合计 19.35 亿元，担保余额占同期末公司所有者权益比重为 5.52%，其中对民营企业担保余额合计 14.21 亿元。整体来看，公司对外担保规模较大，且存在一定规模对民营企业担保，面临一定或有负债风险。
- **公司对外股权与基金投资标的主要为初创型企业，需关注投资回收风险。**作为昆山市重要的产业引导投资主体之一，公司通过直投与基金方式开展股权投资业务，投资标的主要为初创型企业，未来发展不确定性较大，其中下属基金投资标的威马智慧出行科技（上海）股份有限公司（以下简称“威马股份”）已被法院列为失信被执行人并已被申请破产，存在较大资产损失风险，需关注后续破产案件进度以及未来公司投资项目资金回收风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
昆山国创	昆山开发区重要的基础设施建设和产业引导平台	1,052.13	341.74	50.58
昆山城投	昆山市城市基础设施的建设主体	555.74	174.53	25.42
昆山创控	昆山市重要的国有资产投资与运营主体	502.06	181.43	45.21
昆山交发	昆山市交通基础设施的建设主体	463.62	207.71	35.84

注：（1）昆山城投为昆山城市建设投资发展集团有限公司的简称、昆山创控为昆山创业控股集团有限公司的简称、昆山交发为昆山交通发展控股集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年（末）数据。
 资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx 2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx 2022V1.0

注：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
区域状况	区域状况评分	7/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	5/7
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				-1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					2
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

- 公司为昆山市重要的基础设施开发建设平台与产业引导投资平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，昆山市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：一方面，公司由昆山市国资办直接持有 100.00% 股权，昆山市政府在公司人事任免、业务开展等方面对公司有绝对控制权，且公司可持续获得昆山市政府有关部门给予的较大力度外部支持，与昆山市政府联系非常紧密；另一方面，公司产业引导投资职能对昆山市招商引资意义重大，公司基础设施代建业务亦有助于提升昆山经济技术开发区（以下简称“昆山开发区”）整体基础设施建设水平，且公司作为发债主体，违约会对昆山市金融生态环境和融资成本产生实质性的影响，对昆山市政府非常重要。
- 同时，中证鹏元认为昆山市政府提供支持的能力极强，主要体现为昆山市地处长三角苏锡常都市圈与上海都市圈连线中心位置，区位优势显著，工业基础较好，近年来产业密集度不断加强，目前已拥有 1 个千亿级产业集群和 13 个百亿级产业集群，经济实力雄厚，连续多年位居全国百强县（市）首位，且财政收入质量较好，财政自给水平较高，整体债务压力不大。

一、主体概况

公司由昆山市计划委员会于1992年8月批复设立，设立时公司名为昆山市九龙时装公司，初始注册资本为30.00万元，由昆山三方工贸公司100.00%持股；2000年4月，公司100.00%股权被转让至江苏昆山经济技术开发区管理委员会（以下简称“昆山开发区管委会”），2000-2002年间，昆山开发区管委会多次通过货币与股权注入等形式对公司增资，截至2002年2月末，公司注册资本增至2.19亿元。2002年4月，苏州市人民政府授予公司国有资产投资主体资格，公司组织形式变更为国有独资公司，公司名称变更为昆山经济技术开发区资产经营有限公司，股东变更为昆山市国资办。2005年9月，昆山市国资办对公司货币增资15.11亿元，增资完成后公司注册资本增至17.30亿元。2016年1月，公司名称变更为现名。2020年10月，昆山市国资办将拨付公司的4.56亿元专项应付款转增资本，公司注册资本增至21.86亿元；2023年5月与12月，公司先后获得股东昆山市国资办货币增资合计10.74亿元，2024年7月，公司获得昆山市国资办货币增资11.00亿元。截至2024年7月末，公司实收资本增至43.60亿元¹，昆山市国资办持有公司100.00%股权，为公司唯一股东与实际控制人。

公司为昆山市重要的基础设施开发建设主体与产业引导投资主体之一，主要承担昆山开发区范围内市政道路与安置房等基础设施建设、园区开发建设、国有资产投资经营与管理等职能，主营业务涉及电子产品生产销售、基础设施代建、房地产开发以及租赁等众多板块，业务布局呈现多元化，其中电子产品销售由子公司昆山龙腾光电股份有限公司²（以下简称“龙腾光电”，证券代码：688055.SH）负责运营，主要产品为TFT-LCD（薄膜晶体管）液晶显示器，目前主要聚焦以笔记本电脑与手机为代表的消费显示市场，并积极布局以车载、工控等为代表的专业显示市场。截至2024年7月末，公司纳入合并报表的一级子公司共8家，一级子公司明细详见附录四。

表1 公司下属重要子公司 2023 年（末）主要财务指标（单位：亿元）

子公司名称	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润
昆山龙腾光电股份有限公司	73.68	44.93	37.83	-2.78

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

二、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策 and 稳健的货币政策，同时储备增量举措

¹ 公司注册资本于 2024 年 8 月 6 日增至 43.60 亿元并完成工商变更登记。

² 截至 2023 年末，公司持有龙腾光电 45.90%股权。

2024年上半年，国内经济运行整体平稳，转型升级稳中有进。上半年实际GDP同比增长5.0%，结构有所分化，出口和制造业投资成为主要拉动力，消费和基建投资平稳，房地产投资维持低位；城镇调查失业率平均值为5.1%，稳中有降；CPI同比上涨0.1%，物价水平小幅回升；货物进出口总额达21.2万亿元，创历史同期新高。

展望下半年，稳增长诉求提升，以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险。宏观政策预计加大逆周期调节力度，大力扩内需尤其是提振消费，因地制宜发展新质生产力，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策保持支持性，维持流动性合理充裕，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币政策继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步疏通利率传导机制，加强预期引导，保持汇率的均衡稳定，将二级市场买卖国债纳入新的政策工具箱，完善货币政策新框架。财政政策把握节奏，加快专项债发行使用进度，合理扩大地方政府专项债券支持范围，持续用好超长期特别国债，推进财税体制改革。完善和落实一揽子化债方案，创造条件加快化解基础设施投资类企业债务风险，市场化转型提速。房地产领域聚焦因城施策、各地自主决策，消化存量和优化增量，继续去库存，进一步防范风险，加大保交房力度；完善“市场+保障”的住房双轨制目标，深入推进房地产改革，促进房地产市场高质量发展。

当前中国正处在新旧动能转换的关键期，进一步全面深化改革，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，海外主要发达经济体增速有所放缓，美国降息有望开启，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性上升。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足，需要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动能。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，短期波动不会改变长期向好大势，不断培育壮大新质生产力，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构

对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

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2023年末，昆山市常住人口为214.85万人，较上年末增加2.33万人。

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23.93万元，系全国人均地区生产总值的2.68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2 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%	23.93	456.59	148.41
张家港市	3,365.80	3.70%	23.31	237.07	109.28
常熟市	2,884.93	4.00%	16.59	237.39	83.88
吴江区	2,377.28	4.20%	15.39	239.90	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	64.60	35.05

注：相城区与昆山市人均 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，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、财政预决算报告、政府工作报告等与中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表3 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）	23.93		23.63		22.59	
人均 GDP/全国人均 GDP	2.68		2.76		2.79	

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，拥有大型工业企业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4 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

投融资平台：截至2023年末，昆山市主要投融资平台主要包括昆山交通发展控股集团有限公司（以下简称“昆山交发”）、昆山城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“昆山城投”）、昆山银桥控股集团有限公司（以下简称“昆山银桥”）、昆山创业控股集团有限公司（以下简称“昆山创控”）、昆山高新集团有限公司（以下简称“昆山高新”）、昆山文商旅集团有限公司（以下简称“昆山文商旅”）与昆山国创，具体职能分工定位详见下表。整体来看，昆山市投融资平台均由昆山市国资办全资持股，但各平台职能分工明确。

表5 昆山市主要投融资平台（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
昆山国创	昆山市国资办	341.74	67.52%	50.58	644.23	昆山开发区重要的基础设施建设和产业引导平台
昆山高新	昆山市国资办	217.42	55.00%	10.96	234.65	昆山高新区基础设施建设的重要主体
昆山交发	昆山市国资办	207.71	55.20%	35.84	133.96	昆山市交通基础设施的建设主体
昆山创控	昆山市国资办	181.43	63.86%	45.21	188.01	昆山市重要的国有资产投资与运营主体
昆山城投	昆山市国资办	174.53	68.59%	25.42	312.81	昆山市城市基础设施的建设主体
昆山银桥	昆山市国资办	102.00	56.93%	12.61	114.84	花桥经开区内基础设施建设的投融资和建设主体
昆山文商旅	昆山市国资办	45.30	79.96%	11.39	107.59	昆山市重要的国有资产保值增值平台

注：（1）财务数据均为 2023 年（末）数据；（2）总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+其他长短期债务调整项。

资料来源：同花顺 iFinD 与各公司公开评级报告，中证鹏元整理

昆山开发区交通便捷，区位优势显著，整体经济实力强劲，工业基础较为扎实，目前已形成显示面板、电子信息、智能装备等主导产业，为我国重要对外贸易基地与海峡两岸产业合作集聚区

昆山开发区成立于1984年，1991年经江苏省人民政府批准为省级经济技术开发区，1992年8月正式升级为国家级经济技术开发区，辖区面积约108平方公里，总人口约68万人，区域内主次干道线合计超过200公里，与312国道、沪宁高速公路、虹桥国际机场路、沪宁铁路线相连，交通条件便捷，区位优势显著。目前，昆山开发区已形成昆山综合保税区、光电产业园与留学生创业园三大功能园区，形成以光电产业为主导，电子信息、智能装备、新能源汽车、现代服务等为支柱的产业格局，其中光电产业园为昆山开发区最大的功能园区，规划总面积为32平方公里，主导区面积约12平方公里，园区用于集中发展光电显示产业，目前已形成原材料、面板、模组与整机等完整产业链，拥有全球第三条、国内首条6代LTPS（低温多晶硅）显示面板生产线与国内首条5.5代AMOLED（有源矩阵有机发光二极管）显示面板生产线。

经济发展方面，昆山开发区综合实力连续多年位列国家级经济技术开发区前列，在商务部2022年国家级经开区综合考评中，昆山开发区超越北京经济技术开发区升至全国第四位，已连续20年位列全国前

五；同年昆山开发区进出口总额位列国家级经济技术开发区第二名，仅次于苏州工业园区。2023年，昆山开发区完成规模以上工业总产值6,197.00亿元，完成固定资产投资330.00亿元，经济水平保持稳定发展态势，产业质量持续提高。截至2023年末，昆山开发区累计引进欧美、日韩与港澳台等51个国家和地区客商投资项目超过2,850个，投资总额已超过440亿美元，注册外资超250亿美元，注册内资企业数量超4万家，注册资本接近2,000亿元，已成为国内重要的对外贸易基地与海峡两岸产业合作的集聚区。

显示面板行业环境

显示面板行业周期属性较强，2021年下半年以来受地缘政治冲突、海外货币政策紧缩、全球经济增长乏力等因素影响，消费电子等终端市场需求持续低迷，产品出货量与价格持续走弱，但随着库存消纳与消费电子行业回暖影响，2024年以来产品价格企稳呈现温和复苏态势；且在汽车电动化与智能化趋势以及智慧互联等新兴应用场景兴起带动下，显示面板领域未来或将诞生更多新兴应用场景

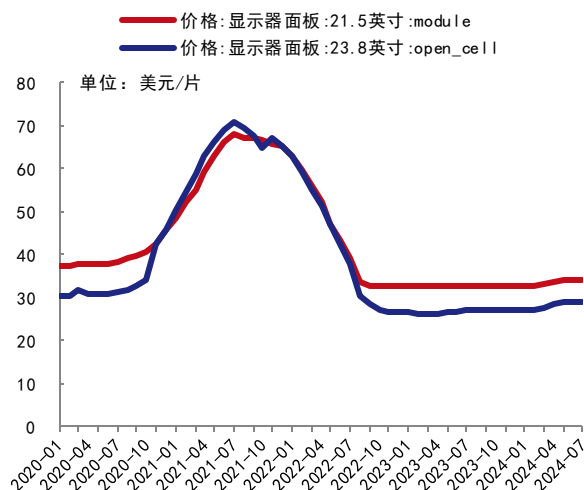
显示面板为电子设备中用于显示图像与文本的组件，主要由玻璃基板、显示单元与驱动电路三部分组成，其广泛应用于电视、笔记本及平板电脑、手机、智能汽车等显示终端，是日常生活和现代电子信息产业的重要基础设施。

显示面板行业起步于20世纪50年代，由美国无线电公司发布全球第一台彩色CRT（阴极射线管）电视，人类正式进入彩色电视时代；70-80年代日本在显示面板行业垄断全球，日本精工（Seiko）推出TFT-LCD（薄膜晶体管）彩色显示器，东芝、日立等知名品牌亦纷纷跟进投入TFT-LCD研发，1992-1994年，日本TFT-LCD面板产能占全球产能比重已超过90%；90年代中后期，受互联网泡沫与亚洲金融危机影响，财务压力较高的日本面板企业被迫放弃对LCD产线的投资，而LG、三星集团等韩国企业开始反周期投资，1999年韩国面板企业市场份额已逐步超过夏普，我国台湾地区的友达光电等企业也开始通过转让日本产线技术投入4代线，显示面板行业呈现日、韩、台三足鼎立之势；2008年全球金融危机后，面板行业再次进入衰退周期，而我国逆周期推出家电下乡等刺激内需的支持政策有力支持了国内显示面板企业发展，京东方（000725.SZ）于2009年通过融资大举投资280亿元投建北京亦庄8.5代线，并于2011年正式量产，打破了外资显示面板厂商的技术封锁和价格垄断，2015年京东方开设合肥10.5代线，次年华星光电11代线开工，叠加国内多条8.5代线量产，促使我国显示面板产能在液晶面板领域全面领跑，2022年我国面板出货量占全球比重已超过60%，2023年我国显示面板出货面积已突破全球70%。

经过数十年发展，全球面板行业已达到千亿美元规模，但面板行业也具有周期波动性特征。2020年受全球居家办公与远程教育趋势影响，智能手机与平板电脑出货量快速上行，带动面板行业需求与价格迅速抬升，但2021年下半年起，行业需求增速放缓，价格逐步回调；2022年受全球经济增长乏力等因素影响，下游终端需求被抑制，智能手机与PC出货量同比降幅均超过10%，智能手机出货量创2013年以来的最低值，面板制造厂商库存压力加大，产品价格进一步下行。2023年显示面板行业整体处于周期底部盘整期，终端消费电子需求反弹动力不足，行业利润率仍处于低位，面板厂商生产与盈利均承压，

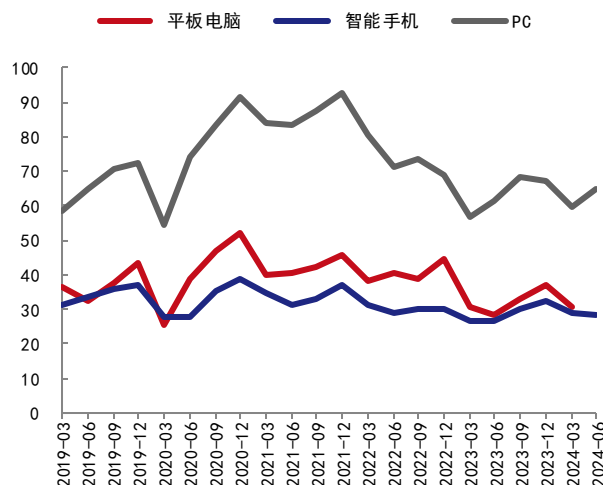
但当年四季度随库存逐步消化以及消费电子行业有所回暖影响，中小尺寸显示面板产品价格企稳止跌，且2024年以来呈温和复苏态势。

图2 显示面板价格自 2021 年下半年起开始回落



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图3 2021 年下半年以来全球 PC、智能手机与平板电脑出货量波动下行³

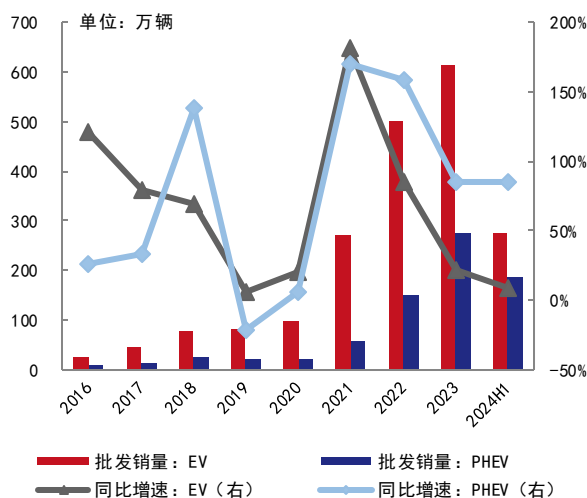


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

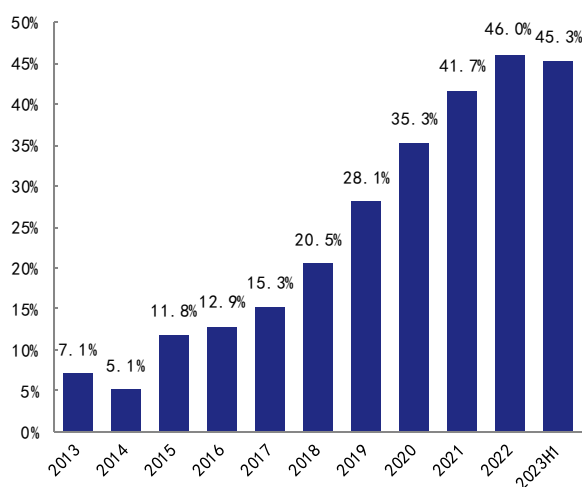
近年来，在汽车电动化与智能化趋势带动下，车载显示面板的需求量有所上行。车载显示面板主要包括仪表盘、中控屏与流媒体后视镜等部分，由于车载显示的特殊应用环境，车载显示面板往往需要寿命长、良品率高、画质优与能耗低等特质。根据市场调研机构Omdia预测，车载显示面板出货量将从2022年1.94亿片增长至2028年的2.46亿片，未来5年复合增长率将达到4.50%左右，车载显示面板将成为面板行业新蓝海，而我国车载面板市场份额近年来总体保持增长态势，2023年上半年⁴国内企业占据全车载面板市场份额达45.3%，其中京东方与深天马（000050.SZ）两家厂商合计贡献份额达30.7%，进一步扩大了我国在车载面板领域的领先地位。

³ 平板电脑 2024 年第二季度出货量数据尚未公布。

⁴ Omdia 尚未披露 2023 年全球车载面板市场份额数据。

图4 近年来我国新能源乘用车销量保持增长


资料来源：乘联会，中证鹏元整理

图5 近年来我国车载面板市场份额总体保持上涨


资料来源：Omdia 与公开资料，中证鹏元整理

展望未来，在智慧互联等新兴应用场景方面，大数据、云计算、物联网技术的不断迭代更新，极大地拓宽了智慧互联设备的发展空间，消费电子行业增长点正从笔记本电脑、智能手机、电视等传统应用领域向VR/AR、智能手表等新兴细分领域转移，显示技术也向以LCD为主，OLED（有机电激光显示）、MiniLED、AMOLED等多类型技术并存格局转变，随着显示技术与5G、人工智能、元宇宙等新兴技术相互交融，未来显示面板领域将诞生更多个性化与智能化的新兴应用场景。

三、经营与竞争

公司为昆山市重要的基础设施开发建设与产业引导投资主体，主营业务涵盖显示面板销售、代建管理、房地产开发、租赁与物业等众多板块，业务布局较为多元，近年来受显示面板下游需求疲软与在售地产项目进入尾期影响，公司收入规模与盈利水平持续下行，2024年新增较多基础设施代建管理项目，且持续增长的出租物业规模带动租赁与物业业务收入保持增长，可对营收与盈利提供较好补充，同时需关注公司产业投资业务的投资回收风险

公司为昆山市重要的基础设施投资建设主体与产业引导投资主体，业务构成较为多元化，主营业务涉及电子产品销售、基础设施代建、房地产开发与租赁与物业等众多板块，其中电子产品销售为公司近年来营收主要来源，受行业景气度下行等因素影响，2021-2023年电子产品销售收入呈下降态势，但2024年以来产品价格企稳且有所回暖；基础设施建设业务收入规模近年来总体保持稳定，但由于公司采用净额法仅确认管理费收入，故收入规模相对较小；房地产开发、租赁与物业等业务可对营收与盈利提供有益补充。

盈利水平方面，近年来公司销售毛利率持续下滑，一方面系显示面板行业受下游消费需求下滑影响，市场价格总体持续下行，致使电子产品销售业务板块毛利率持续下探，另一方面系盈利水平较高的房地

产开发业务受新城天地花园项目去化进入尾声致使业务收入减少所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年			2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电子产品销售	35.73	70.64	6.25	41.00	77.61	18.74	55.37	73.07	28.25
房地产开发	4.63	9.16	47.88	3.69	6.99	44.96	9.89	13.06	65.60
租赁与物业	3.43	6.78	56.84	2.64	4.99	71.41	2.20	2.91	71.95
代建管理费	0.14	0.28	99.99	0.14	0.27	98.07	0.15	0.20	97.55
其他	6.64	13.13	34.28	5.35	10.13	46.29	8.16	10.77	33.08
合计	50.58	100.00	17.44	52.83	100.00	26.21	75.78	100.00	35.06

注：公司其他业务主要包括绿化、会展、物流等业务
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）电子产品销售业务

公司电子产品销售业务依托龙腾光电开展，为当前公司最主要收入来源，主要产品为TFT-LCD（薄膜晶体管）液晶显示器，产品涉及消费电子、车载、工控等应用场景，在行业中具备一定的技术优势；2021年下半年以来下游需求受限且产品单价下行，公司电子产品销售业务收入与盈利能力持续下滑，但2024年以来产品价格企稳且有所回暖，2024年上半年龙腾光电亏损规模同比已有所减少

公司电子产品销售业务主要由下属子公司龙腾光电负责运营，龙腾光电为国内第一批投资建设TFT-LCD生产线的企业之一，主要产品为薄膜晶体管液晶显示面板，其成立以来主要聚焦于笔记本电脑与手机等中小尺寸消费显示领域，其中笔记本电脑显示面板主要合作方包括戴尔、联想与惠普三大知名品牌笔记本生产商，产品包括防窥面板、On-cell触控面板与超级省功耗面板，尺寸为12.50-15.60英寸；手机显示面板主要为功能机面板与智能机面板，其中功能机显示面板主要合作厂商包括传音与TCL等品牌，主要销往东南亚与非洲等新兴市场，尺寸涵盖 1.77-2.80英寸，智能机显示面板主要为3.50-7.00英寸，屏幕尺寸比例18：9及以上的刘海屏和水滴屏产品均已实现量产。同时，龙腾光电近年来积极布局车载、工控等专业显示市场，车载市场主要包括中控及仪表面板与后视镜面板，目前已成功进入凯迪拉克、沃尔沃等汽车品牌；工控面板应用范围较广，下游涵盖医疗、工业人机交互、智能家居、多功能打印机等众多领域。

受下游需求疲软致使产品价格下行影响，2021-2023年公司电子产品销售业务收入规模持续减少，2023年显示面板行业延续需求疲软态势，龙腾光电业务盈利能力进一步下滑，叠加龙腾光电当年计提存货跌价损失2.56亿元，致使2023年出现经营亏损，对公司整体盈利水平形成一定负面影响。2024年以来中小尺寸显示面板产品价格企稳且呈温和回暖态势，2024年上半年龙腾光电营收规模同比增长1.80%，且亏损规模同比已有所减少。

技术方面，龙腾光电在显示面板领域已积累一定的技术沉淀，主要包括动态隐私防窥显示技术

（HVA）、金属网格On-cell触控技术、负性IPS液晶面板技术等，其中动态隐私防窥显示技术（HVA）主要应用于高端商务防窥笔记本市场；金属网格On-cell触控技术可达到低阻抗、低噪音与穿透率高等效果，亦可解决触控一体化面板无法大型化的问题；负性IPS液晶面板技术通过优化设计和工艺参数来进一步降低显示面板的功耗。总体来看，龙腾光电通过持续的研发投入与产品创新，在面板行业部分技术领域领先优势，截至2023年末，龙腾光电累计申请专利、实用新型等知识产权合计3,482项，累计获得知识产权合计3,298项。

受下游消费需求下行影响，2022年公司电子产品产量同比有所下滑，较低的产能利用会对公司盈利造成一定侵蚀，且2023年显示面板产品价格处于低位，需关注子公司龙腾光电IPO募投项目新增产能完工投产后能否顺利消化

生产模式方面，公司主要采用以销定产的模式，在接到下游客户需求订单后进行销售预测分析，而后由生产制造中心根据产能情况，优先排产市场供给相对紧缺以及毛利相对较高的产品，同时综合考虑与客户的长期合作关系、产品生产周期以及原材料供应等因素，确定最终排产计划。此外，公司对部分非核心生产工序采用外协加工或外包方式委托专业公司加工，具体包括薄化、异形切割与贴合等简单生产流程，以提高整体生产效率，且公司外包与外协加工规模相对较小，近年来占营业成本比重均未达1%。

表7 近年来公司薄膜晶体管液晶显示器产销情况（单位：千大板）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
生产量	877.00	729.97	889.63
销售量	914.02	681.03	884.17
库存量	147.67	200.11	153.71
销售均价（万元/千大板）	390.74	601.68	626.02
产销率	104.22%	93.30%	99.39%

注：销售均价采用龙腾光电主营业务收入与当年销售量计算所得
 资料来源：龙腾光电 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

当前公司电子产品产能集中于龙腾光电。从产量来看，近年来公司液晶显示面板产量有所变动，受以销定产生产模式影响，2022年公司液晶显示面板产量同比下滑17.95%，系自2021年下半年起显示面板行业受下游终端需求减少影响订单量有所下降。2023年显示面板行业延续下行整理趋势，公司所处小尺寸显示领域的笔记本电脑与手机面板产品均价大幅低于去年同期，需关注需求下行导致对原材料及产成品计提减值将对盈利产生侵蚀以及未来短期内中小尺寸显示面板行业整体恢复进度。

近年来，受下游终端客户对显示面板的分辨率、对比度、饱和度、拟真性以及功耗等性能指标要求进一步提升影响，公司拟对现有产线进行改造升级，将现有部分a-Si TFT-LCD生产线改建为金属氧化物TFT-LCD生产线，该项目计划总投资为6.30亿元，截至2023年末累计已投资约3.67亿元，建设周期约为4年，建设资金来源主要为龙腾光电IPO募集资金与自有资金。该项目完工后公司显示面板产品将具备高

分辨率、低功耗与窄边框等优势，且结合HVA宽窄视角防窥技术与金属网格On-cell触控技术等先进技术，公司面板产品竞争实力或将进一步提升，但需关注若新增产能受市场供需状况等因素影响不达预期，叠加项目建成转固将导致折旧摊销费用大幅增加，公司或将面临盈利能力下滑与亏损风险。

表8 截至 2023 年末公司电子产品新建产能情况（单位：亿元）

项目名称	资金来源	计划总投资	累计已投资	建设内容
金属氧化物面板生产线技改项目	龙腾光电 IPO 募集资金与自有资金	6.30	3.67	将公司部分现有 a-Si TFT-LCD 生产线改造成金属氧化物 TFT-LCD 生产线，项目建设后，将形成年产 216 千大板玻璃基板的金属氧化物生产规模。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司电子产品下游客户主要为联想、惠普与松下等国际知名品牌，客户资质较好，但集中度较高，且境外销售占比较大，需关注主要客户需求、采购策略发生重大变化与结算币种汇率波动或将对公司业绩产生不利影响

销售方面，主要由子公司龙腾光电下设行销业务中心负责具体销售事宜，其销售模式采用直销为主、经销为辅的模式，其中经销模式下均为买断式销售，公司将产品出售给经销商后所有权随之转移，其主要针对部分车载、工控与手机面板产品，其中2023年以来，为应对下游需求不利变化，公司动态调整产品结构，手机面板产品出货量有所增长，经销模式占比有所上升，2021-2023年公司经销模式销售占比分别为15.33%、20.78%与32.18%。

信用政策方面，对于直销客户，公司依据客户规模与历史合作情况等判断商业信用，给予部分商业信用优良的重点客户适当的信用期，信用期通常介于30-90日，对于经销商客户则采用“先款后货”方式结算，近年来龙腾光电应收账款周转天数变化不大。

从销售区域来看，公司电子产品以境外销售为主，2023年因手机产品出货量增加，使得境内销售占比有所提升。公司境外销售地区主要集中于新加坡、香港与台湾地区等地区，外销产品主要为笔记本电脑显示面板，主要客户为惠普、联想、戴尔等知名笔记本制造商，境内销售区域则主要集中于手机面板模组加工聚集的华南地区。整体来看，公司海外销售规模占比较大，需关注若人民币兑美元等主要结算货币明显升值时公司将出现外销毛利率下行与汇兑损失风险。

表9 公司 2021-2023 年电子产品销售区域情况（单位：亿元）

销售区域	2023 年			2022 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境内销售	14.86	41.62%	4.41%	12.26	29.91%	28.34%	18.20	32.87%	46.52%
境外销售	20.85	58.38%	8.48%	28.72	70.09%	15.29%	37.15	67.13%	19.84%
合计	35.71	100.00%	6.79%	40.98	100.00%	19.19%	55.35	100.00%	28.62%

注：销售金额来自龙腾光电 2021-2023 年年度报告，与公司合并口径电子产品销售业务收入与毛利率有所差异。

资料来源：龙腾光电 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

下游客户方面，公司在不同显示领域均积累了丰富的客户资源。消费显示领域，公司已与惠普、联

想、戴尔、宏碁与传音等知名品牌客户建立合作关系；车载显示领域，公司与松下、JVCK、华阳与德赛等系统集成商形成稳定的合作关系；医疗工控领域合作伙伴则主要包括迈瑞、京瓷、STS与日本精机等厂商。2021-2023年，公司电子产品销售前五大客户销售金额占比接近七成，整体客户集中度较高。总体来看，公司下游主要客户资质较好，且较为稳定的合作关系为公司电子产品销售业务发展提供一定保障，但需关注未来若主要客户需求或采购策略发生重大变化，将对业务经营造成不利影响。

表10 公司 2021-2023 年前五大下游客户销售明细（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	销售金额占比
2023 年	客户一	97,825.70	27.39%
	客户二	55,977.52	15.67%
	客户三	40,044.28	11.21%
	客户四	18,506.68	5.18%
	客户五	16,847.22	4.72%
	合计	229,201.40	64.18%
2022 年	客户一	148,462.54	36.23%
	客户二	82,989.23	20.25%
	客户三	23,658.95	5.77%
	客户四	14,027.91	3.42%
	客户五	13,796.39	3.37%
	合计	282,935.02	69.05%
2021 年	客户一	158,440.29	28.62%
	客户二	119,714.09	21.63%
	客户三	60,095.24	10.86%
	客户四	22,908.06	4.14%
	客户五	21,243.97	3.84%
	合计	382,401.66	69.09%

资料来源：龙腾光电 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司电子产品采取以产（销）定采的采购模式，与主要供应商建立稳定的合作关系，近年来采购集中度呈小幅下降趋势，不存在集中依赖少数供应商的情况

采购模式方面，公司主要根据订单的排产情况安排原材料采购，具体可分为一般材料采购与策略材料采购，其中一般材料主要根据产品生产需求、安全库存量及当前库存量逐月向上游供应商下单，策略材料为关键性材料，其采购主要根据近期公司当前生产订单需求为基础，结合交货期情况进行采购。公司策略原材料主要为玻璃基板、彩色滤光片、偏光片、液晶、背光源等。龙腾光电采购结算方式根据国内采购与国外采购分为两类，其中国内采购主要集中于长三角区域，主要采取验货后电汇月结方式，结算周期介于60-120天；国外采购主要采用信用证方式结算，结算周期介于60-90日。

供应商方面，公司与上海仪电显示材料有限公司、东旭光电（000413.SZ）、Stanley Electric（Asia

Pacific) Ltd.等供应商已建立稳定的合作关系，可对公司背光源、彩色滤光片与液晶等原材料供应提供一定保障。2021-2023年，公司前五大原材料供应商总体保持稳定，采购集中度呈小幅下降趋势，且不存在集中依赖少数或个别供应商的情况。

表11 公司 2021-2023 年前五大供应商采购明细（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	采购金额占比
2023 年	供应商一	33,569.15	12.79%
	供应商二	28,837.61	10.98%
	供应商三	21,504.22	8.19%
	供应商四	20,434.05	7.78%
	供应商五	13,091.82	4.99%
	合计	117,436.85	44.73%
2022 年	供应商一	41,810.63	15.24%
	供应商二	31,541.94	11.50%
	供应商三	21,195.98	7.73%
	供应商四	15,704.78	5.73%
	供应商五	12,890.93	4.70%
	合计	123,144.27	44.90%
2021 年	供应商一	48,725.31	13.85%
	供应商二	35,808.77	10.18%
	供应商三	33,477.89	9.51%
	供应商四	24,698.23	7.02%
	供应商五	22,875.64	6.50%
	合计	165,585.83	47.06%

资料来源：龙腾光电 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

（二）基础设施代建业务

公司为昆山市重要的基础设施开发建设主体之一，主要承担昆山开发区范围内基础设施投资建设职能，代建业务在区域内具备专营属性，目前存量在建与待结算项目规模较大，且2024年以来新增较大规模拟建项目，均可为未来业务持续性提供较好保障

公司是昆山市重要的基础设施投资建设主体之一，主要承担昆山开发区范围内园区、市政道路与安置房等基础设施开发建设职能，其基础设施代建业务主要由下属子公司昆山开发区东城建设开发有限公司（以下简称“东城建设”）与昆山市新城发展建设有限公司（以下简称“新城发展”）负责运营。

从业务模式来看，公司基础设施代建业务分为两种模式，一是委托代建模式，由子公司东城建设直接与昆山市经济技术开发区规划建设局（以下简称“昆山开发区规建局”）等政府部门签订《昆山开发区项目代建合同》或《建设工程代建合同》，该业务模式下承建的项目主要为动迁房、道路工程等，项目投资建设资金由公司自行筹措，待项目建设完成后由昆山市财政局开发区分局（以下简称“开发区财

政分局”）在一定年限内进行结算，结算期一般介于3-5年，结算资金包括实施项目建设投入成本、项目相关融资资金成本和代建管理费，代建管理费一般为项目总金额的3%；二是仅提供代建服务收取代建管理费模式，该业务模式下由子公司新城发展、东城建设与昆山市相关政府部门以及开发区财政分局三方签订《委托代建合同》，项目建设资金由委托方根据项目进度支付进度款，公司仅负责建设并收取项目代建管理费，代建管理费通常按工程建设投入的0.3%-3.0%收取。两种模式下，资金结算均需待工程竣工验收后公司将其移交至委托方，再以总费用的决算审计报告进行最终的决算。目前，公司代建业务以仅收取代建管理费模式为主，自2012年以后已无新增委托代建模式项目，该模式下存量在建项目系开工较晚的早期遗留项目，尚需投资规模较小。

截至2024年6月末，公司基础设施代建业务中委托代建模式下在建基础设施项目主要包括蓬朗东城、蓬曦园、青阳港学校等项目，项目计划总投资约31.75亿元，累计已投资31.06亿元，尚需投资规模较小，且主要在建项目已基本完成投资，目前处于待结算状态。同期末，公司代建管理费模式下主要在建项目包括高铁广场、南浜路初中、昆山自行车展示及运动中心工程等项目，计划总投资为30.04亿元，截至同期末累计已投资额合计27.86亿元，尚需投资资金规模不大。此外，2024年7月，公司与昆山开发区规建局新签订部分拟建项目《集中建设委托服务合同》，主要拟建项目包括西河圩雨污水设施共治工程（二、三期）、垃圾中转站工程以及西湖路、中央大道改造工程等，均采用代建管理费模式开展，计划总投资合计51.11亿元，在建与拟建项目可为公司代建业务收入持续性提供较好保障。

表12 截至 2024 年 6 月末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	累计已投资
蓬朗东城	委托代建模式	16.24	15.55
蓬曦园 C5		5.97	5.97
青阳港学校		2.73	2.73
孔巷五期		2.73	2.73
晨曦园五期		1.27	1.27
蓬曦小学		1.25	1.25
体育公园道路		0.87	0.87
星辉路工程		0.37	0.37
山茶路新建工程		0.21	0.21
光电产业园配套桥梁工程		0.11	0.11
合计		31.75	31.06
高铁广场	代建管理费模式	6.63	6.63
南浜路初中		4.06	4.06
昆山自行车展示及运动中心工程		2.99	2.99
震川路跨夏驾河大桥新建工程		2.28	2.00
思源水厂地块提升改造工程		2.00	1.50
中华园小学及中华园街道文体中心项目		1.45	1.45

景王路(青阳路-黄浦江路)改造工程	1.38	1.18
兵希小学	1.27	1.27
东部核心功能区市政基础设施提升工程	1.20	--
汛塘路	1.04	1.04
景王路夏驾河桥	1.01	1.01
长江路公园及民防工程	0.97	0.97
洪湖路区域道路（医疗产业园配套道路）	0.87	0.87
绣衣幼儿园	0.85	0.85
钱塘江路幼儿园	0.73	0.73
福利院二期	0.66	0.66
富春江幼儿园	0.65	0.65
合计	30.04	27.86

注：表中部分项目累计已投资额与计划总投资相等，系项目已完工处于待结算状态。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13截至 2024 年 7 月末公司主要拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	项目委托方	计划开工时间	计划总投资
西河圩雨污水设施共治工程（二、三期）	昆山市经济技术开发区 规划建设局	2025.06	99,000.00
垃圾中转站新建工程		2025.08	90,000.00
中央大道改造工程（南科路-玫瑰路）		2025.07	45,000.00
2025 年管线配套工程		2025.01	30,000.00
西湖路改造工程		2025.09	24,000.00
玉龙东村小区改造工程		2025.06	22,500.00
2025 年雨污水管网缺陷改造工程		2025.03	18,000.00
2025 年雨污水管网改造工程		2025.03	16,800.00
郭泽塘沿线道路及桥梁改扩建工程		2025.08	14,400.00
2025 年幸福河湖建设工程		2025.05	12,300.00
保通路大修提升工程（郁金香路-玫瑰路）		2025.07	12,000.00
桃花江路改造工程		2025.07	10,500.00
慧聚路、支十七路新建工程		2025.06	10,200.00
爱华园小区改造工程		2025.06	8,199.00
桂花路延伸及半幅新建工程（百灵路-天鹅路）		2025.06	8,400.00
洞庭湖路（同丰路-杨树路）两侧开挖恢复工程		2025.10	6,600.00
其他项目		--	83,238.00
合计	--	--	511,137.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于公司采用净额法确认基础设施代建业务收入，故该业务收入规模较小，但业务毛利率很高。2021-2023年，公司分别实现代建业务收入0.15亿元、0.14亿元与0.14亿元，业务收入规模较为稳定，同期业务毛利率分别为97.55%、98.07%与99.99%。

此外，除上述基础设施在建业务外，公司本部还负责昆山开发区范围内土地开发工作。具体来看，主要由昆山市国资办将土地注入公司账面后，由公司对征收土地进行前期整理，使其达到“五通一平”状态，后续根据昆山市政府未来土地出让规划，由昆山市自然资源和规划局开发区分局向公司出具《退地告知函》并由公司办理相应退地手续，出让后由开发区财政分局根据《征收昆山国创投资集团有限公司土地补偿业务流程表》与公司进行资金结算。结算方面，公司被回收土地按照账面价值与开发区财政分局结算，公司收到结算款后直接冲减存货中授权经营性土地账面价值。截至2024年6月末，公司存货中授权经营性土地账面余额为240.15亿元，剩余授权经营土地面积约229.69万平方米。

（三）房地产开发业务

受存量项目销售步入尾期影响，2022年以来公司房地产开发业务收入规模较2021年整体有所减少，但公司尚有较大规模在建与拟建地产项目持续推进，可对未来收入持续性提供一定保障，但需关注项目建设资金平衡压力以及当前房地产市场景气度下行背景下在建与拟建项目未来去化进度

公司房地产开发业务主要由下属子公司新城发展、东城建设与昆山开发区大成房产有限公司（以下简称“大成房产”）负责经营，其中新城发展和东城建设均拥有房地产开发二级资质，大成房产拥有房地产开发暂定三级资质，目前在售与在建项目主要为自建开发的商业与住宅项目，项目均位于昆山开发区范围内。

目前公司已完工在售房产项目主要包括新城天地、景秀丽都广场、宝领家园等项目，其中新城天地项目原为委托代建项目，2021年调整为自营项目，截至2024年6月末，公司已完工在售项目总投资合计29.06亿元，累计已实现销售额30.76亿元。同期末公司尚处于在建状态的房产项目主要包括新城酒店、新城公寓、宝昆邻里中心等项目，并新增拟建项目琨悦里（暂定名），该项目位于昆山开发区金沙江路东侧与娄东路南侧，建筑面积约6.78万平方米，其中包括住宅面积4.01万平方米、地下车库2.00万平方米与储藏室面积0.66万平方米，项目已于2024年7月开工，计划2026年底前完工；截至2024年6月末，公司在建与拟建房产项目计划总投资合计29.96亿元，截至2024年6月末尚需投资20.88亿元，尚需投资规模较大，需关注未来建设资金平衡压力以及当前房地产市场景气度下行背景下在建与拟建项目未来去化进度。

表14截至 2024 年 6 月末公司已完工在售地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目区位	项目性质	总投资额	累计销售额
宝领家园 ⁵	衡山路北侧、峨眉山路东侧	住宅	0.65	1.28
景秀丽都广场	长江南路、庆丰西路交界	商业	2.90	4.26
大成商务楼	前进东路 707 号	商业	0.68	1.06
夏驾河休闲中心	南浜路南侧、夏东街西侧	商业	2.60	1.08
新城天地	柏庐路东侧、朝阳路南侧	住宅	9.98	21.72

⁵ 截至 2024 年 6 月末，宝领家园销售进度达 92.00%，剩余未售属于安居房性质，需有关部门批准后方可对外销售。

新城云天	合兴路南侧、珠江路西侧	住宅	12.25	1.36
合计	--	--	29.06	30.76

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15截至 2024 年 6 月末公司在建与拟建地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目区位	开工时间	建筑面积	计划总投资	累计已投资
新城酒店	腊梅路北侧、夏东路东侧	2021.09	4.28	4.99	2.38
新城公寓	芦莺路北侧、金菊路西侧	2021.11	10.32	10.20	5.58
宝昆邻里中心	景王路南侧、蓬溪路西侧	2023.06	2.55	2.47	1.12
琨悦里（暂定名）	金沙江路东侧、娄东路南侧	2024.07	6.78	12.30	--
合计	--	--	23.93	29.96	9.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021-2023年，公司分别实现房地产开发业务收入9.89亿元、3.69亿元与4.63亿元，其中2021年业务收入规模较大，系当年新城天地项目由代建项目调整为自营项目后公司于当年一并确认以前年度销售收入所致；同期业务毛利率分别为65.60%、44.96%与47.88%，2022年毛利率降幅系新城天地与宝领家园项目土地增值税清算缴纳所致。综合来看，随着新城天地项目销售进入尾期，2022年以来公司房地产开发业务收入规模有所减少，但公司存量在建与拟建地产项目投资规模较大且仍在有序推进，仍可对未来业务收入持续性提供一定保障。

（四）租赁与物业业务

公司租赁与物业业务可供出租业态种类较多，近年来业务收入保持增长态势，且业务毛利率水平较高，可对公司营收与盈利提供较好补充

公司租赁与物业业务主要由下属子公司昆山开发区国投控股有限公司（以下简称“国投公司”）、昆山昆开创越资产管理有限公司（以下简称“昆开创越”）以及大成房产等负责运营，用于对外出租物业主要包括厂房与仓库、公寓、办公楼与商铺等多种业态，租金水平因区位与业态种类而有所差异。截至2024年6月末，公司可供出租房产与厂房面积合计195.15万平方米，以厂房、仓库与办公楼为主，其中厂房与仓库主要为国投公司与昆开创越下属自建标准化或定制化厂房与仓库，办公楼主要为公司本部与子公司昆山金融产业园投资开发有限公司自持办公楼，同期末平均出租率为67.20%，其中集宿区与办公楼出租率相对较低，办公楼出租率较低主要系新增金融街办公楼尚处于即将完工招商状态。

近年来，公司租赁与物业业务收入保持增长态势，2021-2023年，公司分别实现租赁与物业业务收入2.20亿元、2.64亿元和3.43亿元；因公司对投资性房地产采用公允价值模式计量，未计提相关折旧与摊销，致使该业务毛利率相对较高，2021-2023年业务毛利率分别为71.95%、71.41%与56.84%，2023年受维护成本上升影响毛利率有所减少，但仍可对公司营收与盈利提供较好补充。

表16截至 2024 年 6 月末公司主要对外出租资产情况（单位：万平方米、元/平方米/年）

类型	可租赁面积	已出租面积	出租率	平均租金
----	-------	-------	-----	------

厂房与仓库	88.56	71.69	80.95%	371.00
办公楼	58.48	27.37	46.80%	842.82
商铺	12.29	7.84	63.79%	694.28
集宿区	25.85	15.83	61.24%	300.00
酒店式公寓	0.38	0.37	97.37%	348.50
人才公寓	3.81	2.38	62.37%	296.99
其他	5.79	5.69	98.27%	65.91
合计	195.15	131.15	67.20%	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）股权与基金投资

公司股权与基金投资可为公司带来一定规模投资与分红收益，但部分基金投资标的资产为初创型企业，需关注未来投资回收风险

作为昆山市重要的产业引导投资主体之一，除上述业务外，公司还通过直投与基金方式开展股权投资业务，其中直投主要通过长期股权投资与其他权益工具投资科目核算，基金类投资主要为以LP的身份投资于有限合伙型基金，于其他非流动金融资产核算，被投资对象主要包括昆山昆开新鹏投资发展有限公司、昆山国杏东方医疗管理有限公司、恒美光电股份有限公司（以下简称“恒美光电”）、神州信息（000555.SZ）与东吴人寿保险股份有限公司（以下简称“东吴人寿”）等企业，涉及房地产开发、医疗、金融、光学器材、信息技术、汽车制造等众多行业。截至2024年7月末，公司长期股权投资、其他权益工具投资与其他非流动金融资产科目余额合计67.77亿元，股权投资所获投资收益与分红收益可对公司盈利提供一定补充，但部分基金投资标的资产为初创型企业，未来发展不确定性较大，需关注未来投资回收风险。

此外，公司于2019年出资7.00亿元投资昆山创威新能源产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“创威新能源基金”），投资标的为威马股份，主营新能源汽车研发、生产与销售业务。2023年以来，威马股份受宏观经济下行、原材料价格上涨以及融资渠道受限等多重因素影响经营陷入困境，与其子公司威马汽车科技集团有限公司（以下简称“威马汽车”）于2023年9月以来先后被法院多次列为失信被执行人；2023年10月，上海市第三中级人民法院已受理威马汽车破产申请。截至2024年7月末，公司对创威新能源基金投资账面余额为6.95亿元，存在较大资产损失风险，需关注后续威马汽车破产案件进度以及未来公司对其投资回收情况。

表17 截至 2024 年 7 月末公司主要对外投资情况（单位：万元）

被投资企业	核算科目	持股比例	期末余额
昆山创威新能源产业投资基金合伙企业（有限合伙）	长期股权投资	46.36%	69,493.52
昆山国杏东方医疗管理有限公司		49.00%	68,861.13
昆山昆开新鹏投资发展有限公司		46.67%	66,759.85
昆山开发区光控数字产业母基金合伙企业（有限合伙）		48.15%	14,274.95

闪耀创视（昆山）科技有限公司		49.00%	13,965.00
恒美光电股份有限公司		10.00%	120,000.00
东吴人寿保险股份有限公司		7.50%	51,000.00
神州数码信息服务集团股份有限公司		--	44,190.66
维信诺科技股份有限公司	其他权益工具投资	--	23,411.15
昆山市自来水集团有限公司		13.94%	17,757.60
亮风台（上海）信息科技有限公司		4.63%	15,000.00
苏州市港航投资发展集团有限公司		0.90%	10,822.87
苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）		1.61%	16,814.86
昆山华创毅达股权投资企业（有限合伙企业）		19.90%	14,028.17
东旭（昆山）显示材料有限公司	其他非流动金融资产	7.69%	10,000.00
昆山市产业发展投资母基金合伙企业（有限合伙）		30.00%	9,600.00
国创开元股权投资基金（有限合伙）		2.00%	9,426.08

注：“--”表示未能从公开渠道获取持股比例
 资料来源：公司提供与公开资料，中证鹏元整理

作为昆山市重要的基础设施投资建设主体与产业引导投资主体之一，公司持续获得昆山市政府有关部门给予的较大力度外部支持

公司为昆山市重要的基础设施投资建设主体与产业引导投资主体，持续获得昆山市政府部门给予的较大力度外部支持。2023年5月与12月，公司先后获得股东昆山市国资办给予的货币资金增资5.15亿元与5.59亿元；2024年7月，公司获得昆山市国资办给予的专项建设资金与货币注资合计11.00亿元，进一步提升公司资本实力。此外，2021-2023年，公司分别获得财政补贴0.78亿元、1.21亿元与0.84亿元并计入其他收益，可对公司盈利提供有益补充。

表18 近年来公司所获外部支持情况（单位：万元）

增资支持情况

时间	增资来源	增资形式	依据文件	增资金额
2023年05月	昆山市国资办	货币增资	昆国资办[2023]19号	51,497.64
2023年12月	昆山市国资办	货币增资	昆国资办[2023]54号	55,852.50
2024年07月	昆山市国资办	货币增资	昆国资办[2024]48号	110,000.00
合计	--	--	--	217,350.14

补贴支持情况

时间	补贴内容	入账科目	补贴金额
2021年	新能源汽车推广应用补贴、会展LED财政补助等	其他收益	7,821.08
2022年	会展LED财政补助、液晶显示视角可控技术专项资金等	其他收益	12,134.44
2023年	会展LED财政补助、2022-2023年工业区项目升级专项资金等	其他收益	8,361.55

资料来源：公司2021-2023年审计报告与公司提供，中证鹏元整理

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及公司提供的2024年1-7月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司以5.40亿元对价收购万俊科技（昆山）有限公司，同年以对价2.39亿元收购昆山华东国际物流服务有限公司；2022年公司以0.84亿元对价购入昆山苏瑞园区管理服务有限公司；2023年3月公司处置子公司新世纪光电（昆山）有限公司。截至2024年7月末，公司合并范围一级子公司合计8家，一级子公司明细详见附录四。

表19 2021-2023 年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

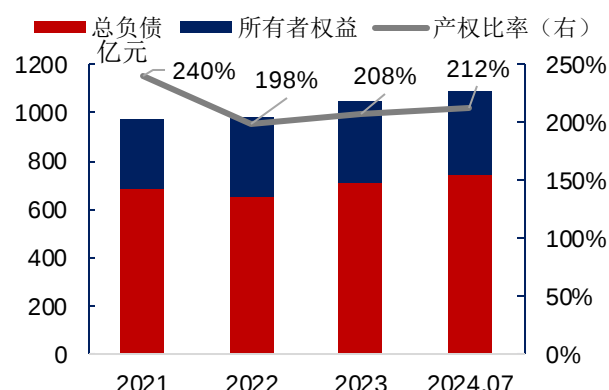
2021 年合并范围变化情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
万俊科技（昆山）有限公司	100.00%	3.50	电子元器件的研发、生产与销售	并购
昆山华东国际物流服务有限公司	100.00%	1.20	商务服务业	并购
2022 年合并范围变化情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
昆山苏瑞园区管理服务有限公司	100.00%	0.84	园区管理服务	并购
2023 年合并范围变化情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再合并原因
新世纪光电（昆山）有限公司	100.00%	2.32	商务服务业	出售

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告与公开资料，中证鹏元整理

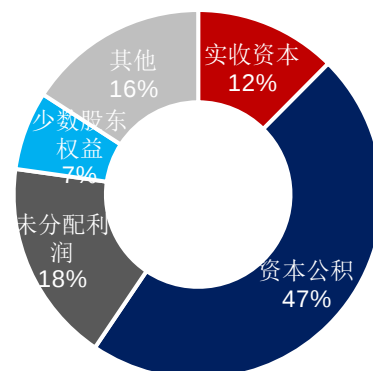
资本实力与资产质量

近年来公司资产与所有者权益规模持续增长，但所有者权益对负债实际保障程度趋弱；公司资产主要由存货、土地补偿款、出租房产与物业以及股权与基金类投资等构成，其中土地补偿款回收时间不确定，对公司营运资金形成一定占用，存货与出租房产及物业短期内难以集中变现，但考虑到公司持有一定数量上市公司股权，可对公司提供一定流动性支持

受益于股东增资、永续中票的发行与自身盈余积累，近年来公司所有者权益规模持续增长，以股东货币注资与授权经营性土地等形成的实收资本与资本公积为主，未分配利润规模较大但近年来余额有所波动。同时，近年来公司产权比率呈波动态势，所有者权益对负债的实际保障程度较弱且持续下降。

图6 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-7 月财务报表，中证鹏元整理

图7 2024 年 7 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-7 月财务报表，中证鹏元整理

受项目建设持续推进与各项业务持续开展影响，近年来公司资产规模持续上升，截至2024年7月末公司资产总额增至1,093.09亿元，主要由存货、应收类款项与投资性房地产构成，资产结构始终以流动资产为主。

存货为公司资产最主要构成部分，截至2024年7月末占公司资产总额比重超过三成，主要由高铁广场、蓬朗东城等代建项目与房地产项目开发成本、授权经营性土地以及子公司龙腾光电生产所需原材料与库存商品构成，因部分授权经营性土地受政府部门后续开发需求影响而回购，2023年末余额较上年末大幅减少。此外，2022-2023年公司因显示面板行业需求下行以及产品售价下降影响分别计提存货跌价损失1.90亿元与2.56亿元。

公司应收类款项包括应收账款与其他应收款，其中应收账款主要为应收自来水、污水管网转让款项以及子公司龙腾光电销售电子产品形成的销售应收款，应收对象主要为昆山经济技术开发区水务有限公司、昆山市财政局开发区分局等政府部门与国有企业以及惠普集团、联想集团等知名消费显示品牌客户；其他应收款主要为应收开发区财政分局的授权经营性土地回收补偿款、往来款项以及对参股房地产项目公司的暂借款，其中对开发区财政分局土地补偿款规模较大，该类款项回收风险较小，但回款时间具有不确定性，对公司营运资金形成一定占用。公司投资性房地产主要为公司用于对外出租的厂房与仓库、公寓以及办公楼等，采用公允价值模式计量，近年来其规模受可供出租物业数量增加以及公允价值上升影响持续上升。

除上述资产外，货币资金、预付款项、固定资产以及股权与基金类投资亦占据公司资产一定比例。截至2024年7月末，公司货币资金中因担保的定期存款以及保证金而受限比重为1.37%，受限比例较小。预付款项主要为预先支付的拆迁款与工程项目建设款项，近年来规模持续上升。固定资产主要为公司办公相关房屋建筑物以及子公司龙腾光电的生产设备，近年来规模总体保持稳定。公司股权与基金类投资分散于长期股权投资、其他权益工具投资与其他非流动金融资产科目，其中长期股权投资与其他权益工具投资主要以直投方式为主，被投资主体包括神州信息（000555.SZ）、泰凌微（688591.SH）与东吴人

寿等企业，2023年公司出资12.00亿元新增对恒美光电投资致使其他权益工具投资余额大幅增长；其他非流动金融资产主要为基金类投资，需关注上市公司市值与基金净值波动对公司净资产造成的不利影响。此外，2023年末公司其他非流动资产余额大幅增长，主要系对区域内其他国有企业委托贷款规模增长所致。

表20 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 7 月		2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.84	3.65%	57.13	5.43%	38.97	3.97%	92.89	9.56%
应收账款	16.81	1.54%	18.60	1.77%	16.61	1.69%	19.89	2.05%
预付款项	28.76	2.63%	20.69	1.97%	17.17	1.75%	14.32	1.47%
其他应收款	321.36	29.40%	286.68	27.25%	218.92	22.30%	160.26	16.49%
存货	342.05	31.29%	343.44	32.64%	441.11	44.93%	454.73	46.80%
流动资产合计	761.81	69.69%	729.71	69.36%	735.82	74.95%	751.39	77.34%
固定资产	30.02	2.75%	30.78	2.93%	31.85	3.24%	32.15	3.31%
在建工程	19.34	1.77%	20.44	1.94%	18.95	1.93%	17.32	1.78%
其他非流动金融资产	8.39	0.77%	8.19	0.78%	8.41	0.86%	9.78	1.01%
其他权益工具投资	32.29	2.95%	34.15	3.25%	19.48	1.98%	20.47	2.11%
长期股权投资	27.08	2.48%	25.26	2.40%	24.03	2.45%	22.83	2.35%
投资性房地产	180.63	16.53%	176.22	16.75%	129.00	13.14%	110.24	11.35%
其他非流动资产	25.63	2.34%	20.57	1.95%	8.34	0.85%	0.92	0.09%
非流动资产合计	331.28	30.31%	322.42	30.64%	245.94	25.05%	220.19	22.66%
资产总计	1,093.09	100.00%	1,052.13	100.00%	981.76	100.00%	971.58	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-7 月财务报表，中证鹏元整理

受限资产方面，截至2024年7月末，公司受限资产合计96.07亿元，包括因票据保证金与定期存款担保受限货币资金0.55亿元以及因借款抵押受限投资性房地产83.53亿元与存货12.00亿元，同期末受限资产占资产总额比重为8.79%，整体受限比例不高。

表21 截至 2024 年 7 月末公司受限资产明细（单位：万元）

受限科目	受限原因	受限金额	受限金额占科目余额比重
货币资金	用于担保的定期存款与保证金	5,465.52	1.37%
存货	用于借款抵押与担保	119,968.17	3.51%
投资性房地产	用于借款抵押与担保	835,313.45	46.24%
合计	--	960,747.14	8.79%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务收入来源较为多元化，但2021年以来受显示行业景气度下行与在售房地产项目进入尾期影响，公司营收规模与盈利能力持续下降，但股权与基金投资收益以及政府补贴可对公司盈利提供一

定补充

公司营收主要来自显示器等电子产品销售板块，近年来该业务收入占比均达七成以上，自2021年下半年以来受显示面板行业景气度下行影响业务收入规模持续下滑，但公司业务板块较为多元，房地产开发、租赁与物业以及基础设施代建等业务均可对营收提供有益补充，随着可供出租物业规模上升，近年来公司租赁与业务收入持续增长，同时，多元化的业务布局亦有助于分散公司经营风险，保障业务平稳。

盈利能力方面，公司销售毛利率自2021年以来持续下降，一方面系显示面板行业高景气后自2021年下半年起开始回落致使市场价格整体下行，导致面板销售毛利率大幅下滑，另一方面系毛利率相对较高的房地产开发业务受新城天地去化步入尾期。从期间费用来看，公司期间费用主要由管理费用与研发费用构成，近年来期间费用规模有所下降，但期间费用率自2021年以来持续上升，对公司利润产生一定侵蚀。

非经营性损益方面，受存在较大规模股权与基金投资影响，公司每年可获得一定规模的投资收益，同时子公司龙腾光电可持续获得一定规模的研发及技术补贴，均可对公司盈利提供有益补充。资产减值损失方面，受显示行业下游需求下行影响，近年来子公司龙腾光电对库存与发出显示器均计提一定规模的减值损失，进一步削弱公司整体盈利能力。此外，公司对外出租物业采用公允价值模式计量，需关注评估价值或公允价值波动对公司盈利造成的影响。

表22 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024 年 1-7 月	2023 年	2022 年	2021 年
营业收入	30.27	50.58	52.83	75.78
营业利润	-0.01	2.14	6.25	14.76
其他收益	0.37	0.89	1.24	0.79
投资收益	0.12	1.67	0.30	0.98
资产减值损失	-0.91	-2.56	-1.90	-1.07
利润总额	0.12	3.10	6.55	14.28
销售毛利率	17.80%	17.44%	26.21%	35.06%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-7 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

随着业务持续扩张与项目建设持续投入，近年来公司债务规模增长较快，债务期限结构虽以中长期为主，融资成本较低，但整体债务规模较大，公司面临一定即期偿付压力

随着业务的开展与项目建设的持续推进，近年来公司债务规模持续上升，从期限结构来看，公司负债与债务均以中长期为主，截至2024年7月末非流动负债占负债总额比重为53.18%。

公司负债构成以债务为主，近年来债务规模持续攀升，截至2024年7月末，公司总债务规模已升至671.79亿元，债务期限结构以中长期为主，但2023年短期债务规模与占比有所上升，且账面现金类资产

无法完全覆盖短期债务，面临一定即期偿债压力。从融资渠道来看，公司债务以银行借款与债券直融为主，整体融资成本较低，银行借款方面，公司合作的银行机构较为广泛，借款方式以保证与信用方式为主，2023年末上述借款类型占比分别为42.30%与32.63%，剩余借款余额主要为抵质押借款，抵押物主要为用于对外出租的厂房与写字楼以及存货中的授权经营性土地；债券直融方面，公司以本部为主体对外债券融资，发债成本相对较低，截至2024年7月末存续债券（含计入其他权益工具的永续中票）票面利率介于2.15%-4.60%，发行债券品种丰富。

公司经营性负债主要由应付账款、其他应付款与递延所得税负债构成。公司应付账款主要为子公司龙腾光电的应付材料与设备采购款项，账期主要为一年以内，2022年受下游客户需求下行影响，龙腾光电材料采购规模有所下滑，2023年以来受应付项目建设工程款增加以及子公司龙腾光电材料采购增加影响余额有所增长；公司其他应付款主要为往来款项、代建项目代收款项以及押金保证金。此外，公司递延所得税负债主要系用于出租的厂房与办公楼等投资性房地产公允价值上升形成的应纳税暂时性差异。

表23 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 7 月		2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	64.24	8.65%	47.99	6.76%	39.13	6.00%	87.42	12.75%
应付账款	24.37	3.28%	20.65	2.91%	11.65	1.79%	14.73	2.15%
其他应付款	81.15	10.93%	79.86	11.24%	90.60	13.89%	91.96	13.41%
一年内到期的非流动负债	143.90	19.37%	180.35	25.39%	130.84	20.05%	116.11	16.93%
其他流动负债	30.33	4.08%	25.23	3.55%	0.01	0.00%	0.06	0.01%
流动负债合计	347.80	46.82%	357.94	50.39%	275.54	42.23%	320.05	46.68%
长期借款	192.36	25.90%	196.55	27.67%	169.97	26.05%	164.82	24.04%
应付债券	189.05	25.45%	142.24	20.02%	191.30	29.32%	185.82	27.10%
递延所得税负债	11.59	1.56%	11.87	1.67%	11.05	1.69%	9.88	1.44%
非流动负债合计	394.99	53.18%	352.45	49.61%	376.92	57.77%	365.56	53.32%
负债合计	742.79	100.00%	710.39	100.00%	652.46	100.00%	685.61	100.00%
总债务	671.79	90.44%	644.23	90.69%	583.40	89.42%	571.18	83.31%
其中：短期债务	240.60	32.39%	255.82	36.01%	172.47	26.43%	210.43	30.69%
长期债务	431.20	58.05%	388.42	54.68%	410.93	62.98%	360.75	52.62%

注：四舍五入存在尾差

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-7 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年来公司财务杠杆水平总体呈波动态势，财务杠杆水平较高。短期偿债水平方面，近年来公司现金短期债务比持续下滑，截至2024年7月末现金短期债务比降至0.17，现金类资产对短期债务保障水平很弱，同时公司EBITDA亦未能对利息支出形成有效覆盖，整体面临一定即期偿付压力。

备用流动性方面，截至2024年7月末，公司已获得银行授信额度606.88亿元，其中尚未使用银行授

信额度287.37亿元，未使用授信余额可对公司短期资金周转提供一定支持。

表24 公司偿债能力指标

指标名称	2024年7月	2023年	2022年	2021年
资产负债率	67.95%	67.52%	66.46%	70.57%
现金短期债务比	0.17	0.22	0.23	0.45
EBITDA 利息保障倍数	--	0.36	0.44	0.94

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-7 月财务报表，中证鹏元整理

五、其他事项分析

ESG 风险因素

公司下属子公司曾因违规行为受到政府部门处罚，但公司ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

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》，公司本部过去一年未因环境因素收到相关部门的处罚。根据公开信息，2023年4月，子公司龙腾光电因违反《中华人民共和国水污染防治法》而被苏州市生态环境局罚款2.00万元，公司已清缴上述罚款，对公司整体影响较小。

社会责任，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》，过去一年公司本部不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。根据公开信息，2023年8月，子公司龙腾光电因疏散楼梯间堆放杂物占用疏散通道以及办公楼3处防火门被拆除，被昆山市消防救援大队分别处以行政罚款1.00万元与1.50万元，公司已清缴上述罚款，对公司整体影响较小。

治理方面，公司相关法律法规的要求制定了公司章程，并建立了现代法人治理结构。根据公司章程约定，公司不设股东会，由昆山市国资办作为唯一股东行使出资人权利；公司董事会由7名董事组成，其中6名董事由昆山市国资办委派，另1名职工董事由职工代表大会选举产生；公司监事会由5名监事组成，其中3名监事由昆山市国资办委派，2名监事由职工代表大会选举产生。截至2024年7月末，公司实际到位董事4人，实际到位监事3人，到位人数未达公司章程规定人数，近年来公司董事与监事均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。

部门设置方面，公司本部下设综合办公室、党群办公室、投融资管理部、财务管理部等10个职能部门，组织结构图见附录三。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（2024年7月16日）与子

公司龙腾光电（2024年7月18日）均不存在未结清不良类信贷记录，公司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。

或有事项分析

截至2024年7月末，公司对外担保余额合计19.35亿元，占同期末公司所有者权益比重为5.52%，担保对象包括昆山经济技术开发区集体资产经营有限公司、江苏昆山开发区建设集团公司等区域内国有企业与部分民营企业，其中对民营企业担保余额合计14.21亿元，包括公司原下属子公司昆山国显光电有限公司（以下简称“国显光电”）以及公司参股企业昆山邦新国际教育投资有限公司（以下简称“邦新投资”），对国显光电与邦新投资的担保均已签订反担保合同。整体来看，公司对外担保规模较大，且存在一定规模对民营企业担保，面临一定或有负债风险。

表25 截至 2024 年 7 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
昆山经济技术开发区集体资产经营有限公司	国有企业	15,000.00	2027.12.15	无
昆山邦新国际教育投资有限公司	民营企业	19,355.00	2034.01.02	有
江苏昆山开发区建设集团公司	国有企业	14,960.00	2025.08.25	无
		21,500.00	2025.11.27	无
		29,900.00	2025.02.12	有
昆山国显光电有限公司	民营企业	19,900.00	2025.01.18	有
		49,900.00	2025.03.20	有
		6,000.00	2024.09.29	有
		17,000.00	2025.12.21	有
合计	--	193,515.00	--	--

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

其他

公司评级模型中补充调整项调减1个级别，主要系考虑到公司作为昆山市重要的基础设施开发建设主体与国有资产投资运营主体之一，主要承担昆山开发区范围内市政道路、安置房与产业园区等基础设施投资建设职能，故采用昆山开发区财政与经济数据进行测试打分，使得公司评级模型补充调整项有所下调。

六、外部特殊支持分析

公司是昆山市政府下属重要企业，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）公司与昆山市政府的联系非常紧密。昆山市国资办直接持有公司100%股权，昆山市政府对公

部支持。展望未来，公司与昆山市政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对昆山市政府非常重要。公司为昆山市重要的基础设施开发建设主体与产业引导投资主体之一，承担昆山开发区范围内市政道路与安置房等基础设施建设、园区开发建设、国有资产投资经营与管理等职能，昆山开发区为昆山市重要的产业聚集地，其基础设施代建管理业务对昆山市整体经济发展贡献较大，同时，公司为发债主体，违约会对昆山市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

七、结论

昆山市位于长三角核心地带，区位优势显著，作为全国百强县（市）排名第一县级（市），昆山市工业基础较好，战略新兴产业和高新技术产业发展较快，经济实力雄厚，公司作为昆山市重要的基础设施开发建设主体与产业引导投资主体之一，主业涉及显示面板销售、房地产开发、基础设施代建、租赁与物业管理、股权投资等众多板块，各主业可持续性均较好，其中基础设施代建业务具备一定区域专营属性，且多元化业务布局亦可在一定程度分散经营风险。但中证鹏元也关注到，公司主营显示面板行业周期属性强，2021年下半年以来下游需求低迷，同时随着业务规模扩大，公司债务规模持续攀升，财务杠杆水平较高，且现金类资产对短期债务保障程度较弱，公司面临一定债务偿付压力；公司对外担保规模较大，且对民营企业担保余额较大，总体面临一定或有负债风险。此外，需关注公司对外股权与基金投资回收风险。综合来看，公司抗风险能力极强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

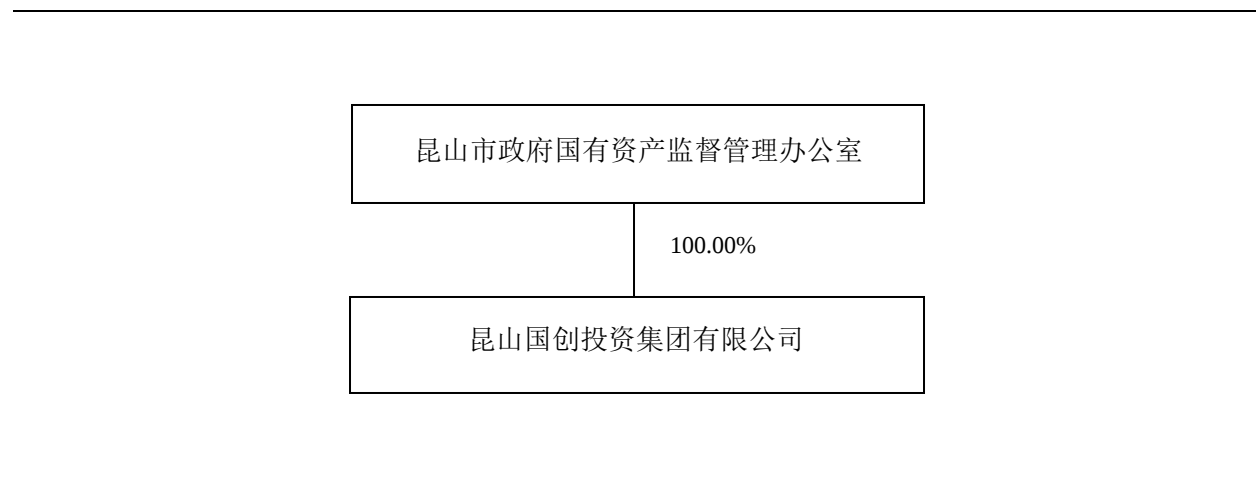
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年 7 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	39.84	57.13	38.97	92.89
其他应收款	321.36	286.68	218.92	160.26
存货	342.05	343.44	441.11	454.73
流动资产合计	761.81	729.71	735.82	751.39
固定资产	30.02	30.78	31.85	32.15
其他权益工具投资	32.29	34.15	19.48	20.47
投资性房地产	180.63	176.22	129.00	110.24
非流动资产合计	331.28	322.42	245.94	220.19
资产总计	1,093.09	1,052.13	981.76	971.58
短期借款	64.24	47.99	39.13	87.42
应付账款	24.37	20.65	11.65	14.73
其他应付款	81.15	79.86	90.60	91.96
一年内到期的非流动负债	143.90	180.35	130.84	116.11
其他流动负债	30.33	25.23	0.01	0.06
流动负债合计	347.80	357.94	275.54	320.05
长期借款	192.36	196.55	169.97	164.82
应付债券	189.05	142.24	191.30	185.82
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	394.99	352.45	376.92	365.56
负债合计	742.79	710.39	652.46	685.61
总债务	671.79	644.23	583.40	571.18
短期债务	240.60	255.82	172.47	210.43
所有者权益	350.30	341.74	329.29	285.96
营业收入	30.27	50.58	52.83	75.78
营业利润	-0.01	2.14	6.25	14.76
其他收益	0.37	0.89	1.24	0.79
投资收益	0.12	1.67	0.30	0.98
利润总额	0.12	3.10	6.55	14.28
经营活动产生的现金流量净额	-10.26	0.98	-7.60	-3.86
投资活动产生的现金流量净额	-31.83	-21.91	-37.54	12.58
筹资活动产生的现金流量净额	24.74	40.31	-10.22	43.99
财务指标	2024 年 7 月	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	17.80%	17.44%	26.21%	35.06%
资产负债率	67.95%	67.52%	66.46%	70.57%
短期债务/总债务	35.81%	39.71%	29.56%	36.84%
现金短期债务比	0.17	0.22	0.23	0.45

EBITDA（亿元）	--	7.78	10.61	18.13
EBITDA 利息保障倍数	--	0.36	0.44	0.94

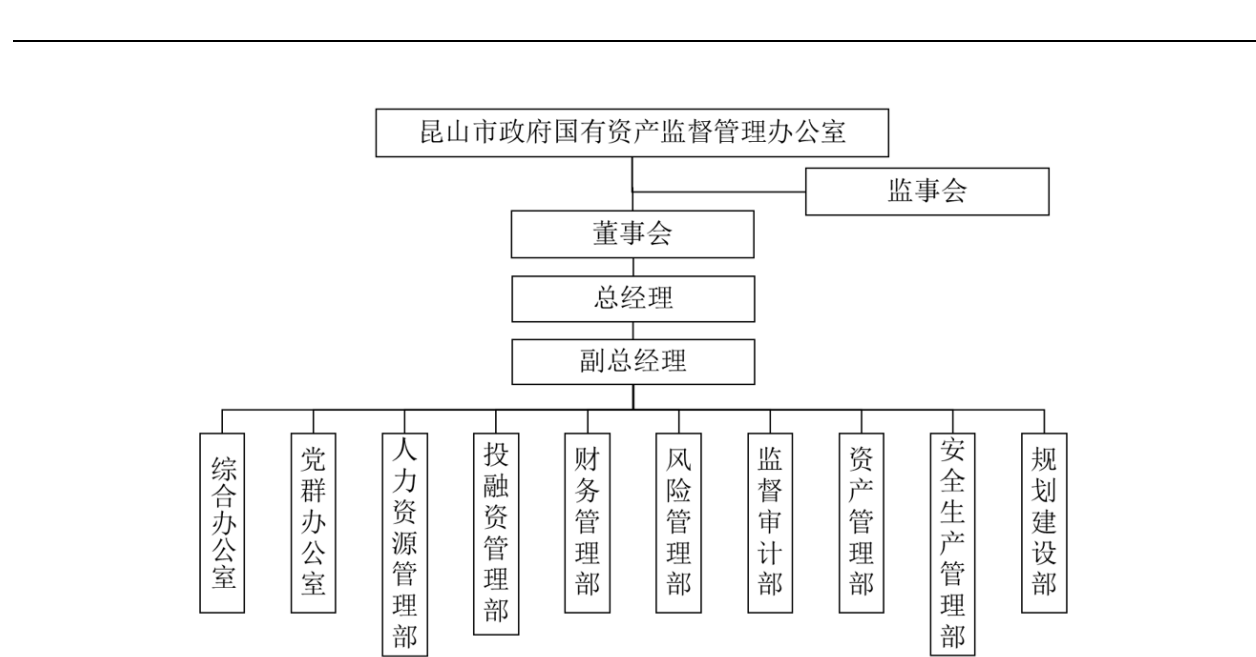
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-7 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 7 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 7 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2024年7月末纳入公司合并报表范围一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
昆山市新城发展建设有限公司	1.00	100.00%	房地产开发
昆山开发区大成房产有限公司	3.39	100.00%	房地产开发
昆山开发区国投控股有限公司	10.23	100.00%	投资与资产管理
昆山市申昌科技有限公司	0.60	100.00%	电子产品购销
昆山开发区东城建设开发有限公司	2.00	100.00%	房地产开发
昆山开发区旅游发展有限公司	6.46	100.00%	旅游开发
昆山昆开创越资产管理有限公司	32.15	100.00%	投资与资产管理
昆山龙腾光电股份有限公司	33.33	45.90%	光电产品生产销售

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+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
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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

附录六 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

三、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。