

昆山国创投资集团有限公司 2025 年度第二期中期票据信用评级报 告

中鹏信评【2025】第 Z【146】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

昆山国创投资集团有限公司2025年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2025-02-17

债券概况

发行规模：10.00 亿元

发行期限：5+N（5）年

偿还方式：除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制，前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为；每个票面利率重置日为公司赎回日，每个赎回日公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债券，若公司不行使赎回选择权，则本期债券将继续存续。

发行目的：偿还到期债务

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

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到昆山市作为全国百强县（市）排名第一县（市），工业基础较好，战略新兴产业和高新技术产业发展较快，经济与财政实力雄厚。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，多元化业务布局亦可在一定程度分散经营风险，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与产业引导投资主体之一，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.9	2023	2022	2021
总资产	1,112.40	1,052.13	981.76	971.58
所有者权益	361.59	341.74	329.29	285.96
总债务	685.93	644.23	583.40	571.18
资产负债率	67.50%	67.52%	66.46%	70.57%
现金短期债务比	0.16	0.22	0.23	0.45
营业收入	47.09	50.58	52.83	75.78
其他收益	0.62	0.89	1.24	0.79
利润总额	1.49	3.10	6.55	14.28
销售毛利率	21.48%	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	-8.81	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 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **昆山市连续多年位居百强县首位，区域工业基础较好，经济与财政实力雄厚。**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，各主营业务板块可持续性均较好。**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，其中基础设施代建业务具备较强区域专营属性，2024年以来承接较多基础设施代建管理项目，且账面待结算土地规模较大，业务可持续性均较好，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。**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，且在基础设施业务上增加对公司的业务委托量。同时，公司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，但2024年以来产品价格企稳呈现温和复苏态势，但需求仍处于低位。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，2024年面板销售板块预计仍呈经营亏损。
- **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9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，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，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9月末，公司现金短期债务比降至0.16，现金类资产难以对短期债务形成有效覆盖。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至2024年末公司对外担保余额合计18.07亿元，其中对民营企业担保余额合计13.48亿元。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，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	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
昆山国创	昆山市国资办	1,052.13	341.74	50.58	昆山开发区重要的基础设施建设和产业引导平台
昆山城投	昆山市国资办	555.74	174.53	25.42	昆山市城市基础设施的建设主体
昆山创控	昆山市国资办	502.06	181.43	45.21	昆山市重要的国有资产投资与运营主体
昆山交发	昆山市国资办	463.62	207.71	35.84	昆山市交通基础设施的建设主体

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：Wind，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

评级要素	指标	评分等级	评级要素	指标	评分等级
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：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）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。

一、 发行主体概况

公司于1992年8月设立，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；2000-2002年间，公司100.00%股权先后被划转至江苏昆山经济技术开发区管理委员会与昆山市国资办，期间多次获得各股东货币与实物增资。2016年1月，公司名称变更为现名，2020年以来，公司多次获得昆山市国资办货币注资，资本实力进一步提升。截至2024年末，公司注册资本与实收资本均增至43.60亿元，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¹（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类显示器市场。截至2024年9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二。

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
昆山昆开创越资产管理有限公司	117.64	34.29	4.75	0.82

资料来源：Wind 与公司提供，中证鹏元整理

二、 本期债券概况及募集资金用途

债券名称： 昆山国创投资集团有限公司2025年度第二期中期票据（以下简称“本期债券”）；

发行规模： 10.00亿元；

债券期限： 5+N（5）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；

还本付息方式： 除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何利息递延支付次数的限制，前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为；每个票面利率重置日为公司赎回日，每个赎回日公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债券，若公司不行使赎回选择权，则本期债券将继续存续。

募集资金用途： 本期债券募集资金10.00亿元用于偿还公司到期债务。

¹截至2024年9月末，公司持有龙腾光电45.90%股权。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年经济修复曲折，结构分化；2025年宏观政策更加积极有为，加大力度扩内需，变局中寻求新突破，推动经济平稳向上、结构向优

2024年国内经济运行有所波动，9月下旬一揽子增量政策主动发力，经济边际改善，全年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，物价低位运行，失业率稳中有降。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险不断下降。2025年内外部环境更加复杂严峻，美国降息预期收敛，大国博弈和地缘政治持续干扰，全球贸易保护主义有所抬头，海外不确定性仍高。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。中央经济工作会议强调“实施更加积极有为的宏观政策”，加大财政货币政策逆周期调节力度，全面扩内需，大力提振消费，因地制宜发展新质生产力。货币政策时隔14年定调为“适度宽松”，将适时降准降息，保持流动性充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境。财政政策持续用力、更加给力，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。房地产市场止跌回稳仍需要出台超常规举措和付出较大努力。新质生产力和高质量发展继续推进，DeepSeek席卷全球，我国新动能正在形成，经济发展的积极因素有望不断累积，预计全年经济总量再上新台阶，GDP增速在5.0%左右，结构进一步优化。

详见《[变中求新，变中突破—2025年宏观经济展望](#)》。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地

政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

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

昆山市交通便利，工业基础较好，连续多年蝉联全国经济百强县榜首，综合经济实力雄厚。昆山市地处江苏省东南部，毗邻上海，区域交通便利，拥有昆山开发区、昆山高新技术产业开发区（以下简称“昆山高新区”）2个国家级开发区。近年来昆山市经济体量保持增长态势，产业结构以二、三产业为主导，2024年地区人均GDP为全国平均水平的2.61倍，经济实力雄厚。工业经济方面，2024年昆山市规上工业总产值同比增长7.6%，增速有所回升，其中高新技术产业产值占比超过四成，战略性新兴产业产值占规上工业比重提高至57.6%；投资方面，2024年昆山市固定资产投资增速放缓，恒美光电、立讯智能声学等旗舰项目带动工业投资同比增长4.6%，消费与进出口亦保持恢复性增长，2024年进出口总额增速进一步提升，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，远高于苏州其他区市。

表2 2024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	5,380.17	6.10%	25.04	458.60	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	1,912.00	6.00%	22.46	193.10	142.74*
太仓市	1,734.94	5.30%	20.51	189.42	100.47

注：（1）昆山市与虎丘区除政府性基金收入数据外其余数据均为2024年度数据，其余区市数据为2023年度数据；（2）人均GDP采用2023年末各区市常住人口计算。

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	2024年		2023年		2022年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,380.17	6.1%	5,140.60	5.0%	5,006.66	1.8%
固定资产投资	852.00	2.0%	835.01	6.2%	786.32	5.2%
社会消费品零售总额	1,770.00	3.1%	1,717.66	4.9%	1,638.11	0.8%
进出口总额（亿美元）	8,147.00*	7.0%	1,078.90	4.4%	1,033.09	-3.1%
人均GDP（万元）		25.04		23.93		23.63
人均GDP/全国人均GDP		2.61		2.68		2.76

注：（1）“-”表明未能获取公开披露数据；（2）2024年昆山市进出口总额单位为亿元人民币；（3）2024年昆山市人均GDP采用2023年末区域常住人口计算。

资料来源：2022-2023年昆山市国民经济和社会发展统计公报、江苏统计年鉴与昆山市人民政府网站，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，产业集聚优势显著。近年昆山市产业密集度不断加强，目前拥有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，产值超亿元企业超过1,000家，其中十亿元以上企业129家、百亿元以上企业11家，电子信息产业、光电半导体、智能装备对区域工业经济形成有效支撑，带动2024年昆山市规上工业增加值同比增长11.5%。目前昆山市形成以昆山开发区为龙头，花桥经开区、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，且2024年以来长三角（昆山）国际低碳产业创新园区、全球数字创新港、绿色航空产业园等人工智能+、低空经济等创新型产业园区先后开园，产业集聚优势显著。

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年以来昆山市一般公共预算收入保持增长态势，其中税收收入占比较高，财政收入质量保持较好水平，且财政自给能力较强，考虑到昆山市工业基础较好，预计未来税收收入持续性仍有较好支撑，但受房地产行业调整影响，近年来昆山市政府性基金收入持续下滑。政府债务方面，近年昆山市地方政府债务余额持续扩张，但综合考虑其财政实力，昆山市整体债务压力不大。

表4 昆山市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024年	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	458.60	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：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；（2）“-”表明未能获取公开披露数据。

资料来源：昆山市统计年鉴、昆山市人民政府网站等，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。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。

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，同年昆山开发区进出口

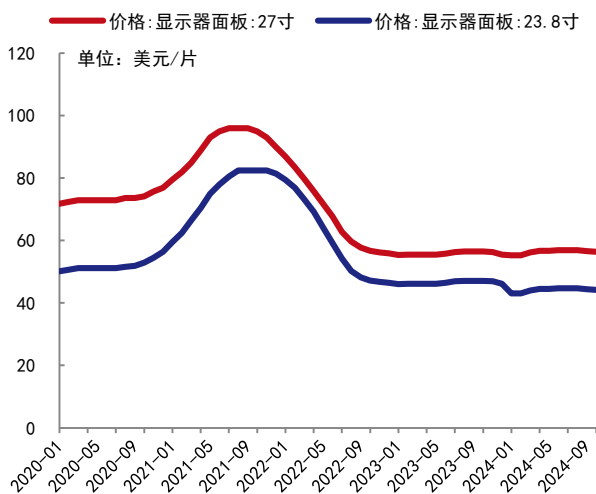
总额位列国家级经济技术开发区第二名，仅次于苏州工业园区。2023年，昆山开发区完成规模以上工业总产值6,197.00亿元，完成固定资产投资330.00亿元，经济水平保持稳定发展态势，产业质量持续提高。截至2023年末，昆山开发区累计引进欧美、日韩与港澳台等51个国家和地区客商投资项目超过2,850个，投资总额已超过440亿美元，注册外资超250亿美元，注册内资企业数量超4万家，注册资本接近2,000亿元，已成为国内重要的对外贸易基地与海峡两岸产业合作的集聚区。

行业环境

显示面板行业周期属性较强，2021年下半年以来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

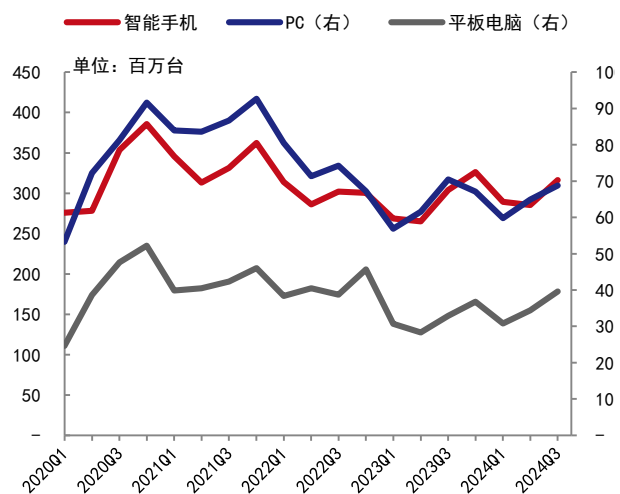
经过数十年发展，全球面板行业已达到千亿美元规模，但面板行业也具有周期波动性特征。2020年受全球居家办公与远程教育趋势影响，智能手机与平板电脑出货量快速上行，带动面板行业需求与价格迅速抬升，但2021年下半年起，行业需求增速放缓，价格逐步回调；2022年受全球经济增长乏力等因素影响，下游终端需求被抑制，智能手机与PC出货量同比降幅均超过10%，智能手机出货量创2013年以来的最低值，面板制造厂商库存压力加大，产品价格进一步下行。2023年显示面板行业整体处于周期底部盘整期，终端消费电子需求反弹动力不足，行业利润率仍处于低位，面板厂商生产与盈利均承压，但当年四季度随库存逐步消化以及消费电子行业有所回暖影响，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1 显示面板价格自2021年下半年起开始回落



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图2 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，2024年出现一定复苏



资料来源: Wind, 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，车载显示面板需要寿命长、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。

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，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。

四、 经营与竞争

公司为昆山市重要的基础设施投资建设与产业引导投资主体，业务构成较为多元化，主营业务涉及众多板块，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，2024年1-9月业务收入同比仍小幅减少；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收入规模下降所致。

此外，公司下属子公司昆山昆开创越资产管理有限公司（以下简称“昆开创越”）还承担昆山开发区范围内未开发及低效运营园区、厂房腾退盘活职能，根据昆山开发区政府部门委托对相关地块及地上附着物进行收购，待委托方确定收购地块后续开发规划后对地块进行回购并支付公司退地款项及相关税费，2024年1-9月公司实现退地补偿业务收入11.09亿元，但该业务受政府部门未来用地规划与财政收支安排影响较大，具有偶发性。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-9月			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电子产品销售	24.95	52.98%	6.46%	35.73	70.64%	6.25%
房地产开发	3.29	6.98%	48.19%	4.63	9.16%	47.88%
租赁与物业	2.68	5.68%	52.92%	3.43	6.78%	56.84%
代建管理费	0.004	0.01%	95.51%	0.14	0.28%	99.99%
其他业务	16.18	34.35%	34.01%	6.64	13.13%	34.28%
合计	47.09	100.00%	21.48%	50.58	100.00%	17.44%

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

电子产品销售	41.00	77.61%	18.74%	55.37	73.07%	28.25%
房地产开发	3.69	6.99%	44.96%	9.89	13.06%	65.60%
租赁与物业	2.64	4.99%	71.41%	2.20	2.91%	71.95%
代建管理费	0.14	0.27%	98.07%	0.15	0.20%	97.55%
其他业务	5.35	10.13%	46.29%	8.16	10.77%	33.08%
合计	52.83	100.00%	26.21%	75.78	100.00%	35.06%

注：公司其他业务主要包括会展、物流、低效园区腾退等业务
 资料来源：公司 2021-2023 年审计报告与公司提供，中证鹏元整理

（一）电子产品销售业务

液晶面板产品销售为当前公司最主要收入来源，下游涉及消费电子、车载、工控等应用场景，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小幅回暖，2024年龙腾光电预计同比减亏

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，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。

受下游需求疲软导致产品价格下行影响，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逐步企稳且呈小幅回暖态势，但行业产能释放使得产品价格回升承压，且终端需求仍未出现明显增长，加之对部分产品计提减值影响，2024年龙腾光电预计仍呈经营亏损，但亏损规模同比或将有所减少。

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。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。

2021-2023年龙腾光电电子产品产量波动下行，较低的产能利用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，确定最终排产计划；同时对薄化、异形切割等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以提高整体生产效率，但外包与外协加工规模相对较小。

表6 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全部集中于龙腾光电。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-SiTFT-LCD生产线改建为金属氧化物TFT-LCD生产线，该项目于2020年开工，建设周期约4年，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，建设资金来源主要为龙腾光电IPO募集资金与自有资金；需关注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，叠加当前显示面板行业恢复尚不明显，公司需关注新增产能受市场供需状况等因素影响不达预期风险。

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

龙腾光电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波动较小。

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。

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，主要使用美元进行结算，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7 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

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）、StanleyElectric（AsiaPacific）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。

（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、

土地开发等职能，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以仅提供代建服务收取代建管理费模式为主，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，收款后通常计入其他应付款或其他非流动负债科目，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。同时尚存在少量委托代建业务，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。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。

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，收入规模相对稳定，但业务毛利率很高。截至2024年9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已基本完工并处于待结算状态，尚需投资规模较小；同期末公司代建管理费模式下主要在建项目尚需投资资金规模不大，同时，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》，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8 截至2024年9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		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	委托代建模式	2.73	2.73
晨曦园五期		1.27	1.27
其他项目		2.81	2.81
合计		31.75	31.06
高铁广场		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	代建管理费模式	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
其他项目		10.63	9.23
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9 截至 2024 年 9 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）		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	昆山市经济技术开发区 规划建设局	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
其他项目		--	165,837.00
合计	--	--	511,137.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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9月末，公司存货中授权经营性土地账面余额为244.97亿元，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，近年来公司房地产开发业务收入规模整体下降，但公司尚有较大规模在建项目持续推进，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位于昆山开发区核心区域，整体去化情况尚可，在建房产项目亦在有序推进过程中，同时公司新增在建项目琨悦里，该项目建筑面积约6.78万平方米，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，该项目已于2024年9月开工，预计2026年底前完工。整体来看，目前公司在建房产项目仍需一定资金投入，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10 截至 2024 年 9 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 ²	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
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11 截至 2024 年 9 月末公司在建地产项目情况（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	2.44
新城公寓	芦莺路北侧、金菊路西侧	2021.11	10.32	10.20	5.81
宝昆邻里中心	景王路南侧、蓬溪路西侧	2023.06	2.55	2.47	1.34
琨悦里	金沙江路东侧、娄东路南侧	2024.07	6.78	12.30	7.10
合计	--	--	23.93	29.96	16.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司房地产开发业务收入与毛利率呈波动态势，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；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9月末，公司可供出租房产与厂房整体出租率尚可，但其中集宿区与办公楼出租率相对较低，其中办公楼出租率较低主要系新增金融街办公楼部分写字楼尚未完成内部装修未进行招租所致，集宿区出租率较低系开心公寓待拆迁以及百灵公寓部分区域待改造，目前尚未对外出租。

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

² 宝领家园剩余未售部分属于安居房性质，需政府有关部门批准后方可对外销售。

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12 截至 2024 年 9 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	88.92	72.08	81.06%	317.55
办公楼	58.21	26.87	46.17%	845.85
商铺	12.52	8.40	67.04%	735.92
集宿区	25.93	15.65	60.37%	302.48
酒店式公寓	0.37	0.37	100.00%	232.34
人才公寓	3.81	2.38	62.58%	435.51
其他	8.33	8.23	98.80%	433.35
合计	198.08	133.98	67.64%	--

注：平均租金依据2024年1-9月租金收入与已出租面积计算所得
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）股权与基金投资及其他

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9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68.97亿元，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，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10月被申请破产重整，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9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。

表13 截至 2024 年 9 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）		46.36%	69,493.52
昆山国杏东方医疗管理有限公司	长期股权投资	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）		48.00%	14,274.95
恒美光电股份有限公司		10.00%	120,000.00

神州数码信息服务集团股份有限公司	--	56,319.48
东吴人寿保险股份有限公司	7.50%	51,000.00
维信诺科技股份有限公司	--	23,411.15
昆山市自来水集团有限公司	13.94%	17,757.60
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

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14 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

五、 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1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资本实力与资产质量

近年来公司总资产与净资产规模保持增长，但净资产对负债实际保障程度趋弱，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，整体资产流动性一般，但考虑到公司仍

持有一定数量上市公司股权，可提供一定程度的流动性支持

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3 公司资本结构

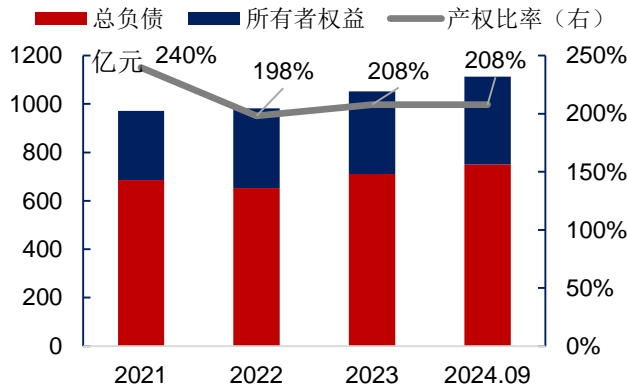
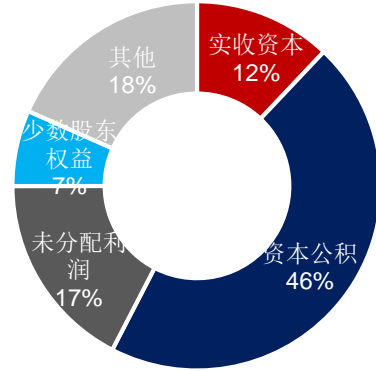


图4 2024年9月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-9月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2024年1-9月财务报表，中证鹏元整理

存货为公司资产最主要构成部分，近年来占公司资产总额比重持续超过三成，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，应收对象主要为区域政府部门与国有企业以及惠普、联想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，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，近年来受出租房产规模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一定比例。截至2024年9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1.11%，货币资金流动性较好。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，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。截至2024年9月末，公司受限资产合计90.57亿元，占同期末资产总额比重为8.14%，整体受限比例不高。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9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	42.44	3.82%	57.13	5.43%	38.97	3.97%	92.89	9.56%
应收账款	16.75	1.51%	18.60	1.77%	16.61	1.69%	19.89	2.05%
预付款项	26.95	2.42%	20.69	1.97%	17.17	1.75%	14.32	1.47%
其他应收款	331.10	29.76%	286.68	27.25%	218.92	22.30%	160.26	16.49%
存货	346.10	31.11%	343.44	32.64%	441.11	44.93%	454.73	46.80%
流动资产合计	776.31	69.79%	729.71	69.36%	735.82	74.95%	751.39	77.34%
固定资产	30.03	2.70%	30.78	2.93%	31.85	3.24%	32.15	3.31%
在建工程	14.50	1.30%	20.44	1.94%	18.95	1.93%	17.32	1.78%
其他权益工具投资	33.53	3.01%	34.15	3.25%	19.48	1.98%	20.47	2.11%
长期股权投资	27.08	2.43%	25.26	2.40%	24.03	2.45%	22.83	2.35%
投资性房地产	184.75	16.61%	176.22	16.75%	129.00	13.14%	110.24	11.35%
其他非流动资产	29.42	2.64%	20.57	1.95%	8.34	0.85%	0.92	0.09%
非流动资产合计	336.09	30.21%	322.42	30.64%	245.94	25.05%	220.19	22.66%
资产总计	1,112.40	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 1-9 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

公司负债主要为刚性债务，近年来规模持续攀升，债务期限结构以中长期为主，但2024年9月末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，抵质押借款的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，且发行债券品种丰富。

公司经营性负债主要由应付账款与其他应付款构成，其中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16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9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	68.56	9.13%	47.99	6.76%	39.13	6.00%	87.42	12.75%
应付账款	24.47	3.26%	20.65	2.91%	11.65	1.79%	14.73	2.15%
其他应付款	83.57	11.13%	79.86	11.24%	90.60	13.89%	91.96	13.41%
一年内到期的非流动负债	163.40	21.76%	180.35	25.39%	130.84	20.05%	116.11	16.93%
其他流动负债	30.28	4.03%	25.23	3.55%	0.01	0.00%	0.06	0.01%
流动负债合计	375.24	49.98%	357.94	50.39%	275.54	42.23%	320.05	46.68%
长期借款	168.42	22.43%	196.55	27.67%	169.97	26.05%	164.82	24.04%
应付债券	192.93	25.70%	142.24	20.02%	191.30	29.32%	185.82	27.10%
非流动负债合计	375.57	50.02%	352.45	49.61%	376.92	57.77%	365.56	53.32%
负债合计	750.81	100.00%	710.39	100.00%	652.46	100.00%	685.61	100.00%
总债务	685.93	91.36%	644.23	90.69%	583.40	89.42%	571.18	83.31%
其中：短期债务	264.92	38.62%	255.82	39.71%	172.47	29.56%	210.43	36.84%
长期债务	421.01	61.38%	388.42	60.29%	410.93	70.44%	360.75	63.16%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年来公司杠杆水平高位波动；短期偿债能力持续下滑，截至2024年9月末现金短期债务比进一步降至0.16，现金类资产对短期债务保障水平很弱，同时EBITDA亦未能对利息支出形成有效覆盖。备用流动性方面，截至2024年末，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280.03亿元，未使用授信余额可对公司短期资金周转提供一定支持。整体来看公司面临一定即期偿付压力。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2024年9月	2023年	2022年	2021年
资产负债率	67.50%	67.52%	66.46%	70.57%
现金短期债务比	0.16	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 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

治理方面，根据公司2024年9月披露的《昆山国创投资集团有限公司关于高级管理人员被有权机关调查的公告》，公告称2024年4月公司副总经理黄吉涉嫌严重违纪违法被昆山市纪委监委进行调查，5月昆山市国资办出具决议解聘黄吉公司副总经理职务，8月黄吉已被开除党籍与公职，正被法院审理中。目前公司已委派其他人员履行相关职责，且该事件为相关人员个人事件，对公司业务经营与偿债能力基本无负面影响。此外，2024年12月，根据公司披露的《昆山国创投资集团有限公司董事发生变动的公告》，公司聘任薛晓雷、史燕婷、李青、陈智海为外部董事，聘期至2027年12月，同时免去周文敏公司董事职务。

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（2025年2月7日）与子公司龙腾光电（2025年2月7日）、昆开创越（2025年2月7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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年2月10日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额合计18.07亿元，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、江苏昆开致信建设集团有限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13.48亿元，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“邦新教授”），对国显光电与邦新教授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。

七、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，昆山市政府对公人事任免、“三重一大”事项等方面有绝对控制权，且近年来公司持续获得昆山市政府部门给予的较大力度外部支持。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。

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，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，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以及偿债保障情况等因素，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。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

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，发行主体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不定期跟踪评级。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。

如发行主体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。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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9月	2023年	2022年	2021年
货币资金	42.44	57.13	38.97	92.89
其他应收款	331.10	286.68	218.92	160.26
存货	346.10	343.44	441.11	454.73
流动资产合计	776.31	729.71	735.82	751.39
投资性房地产	184.75	176.22	129.00	110.24
非流动资产合计	336.09	322.42	245.94	220.19
资产总计	1,112.40	1,052.13	981.76	971.58
短期借款	68.56	47.99	39.13	87.42
其他应付款	83.57	79.86	90.60	91.96
一年内到期的非流动负债	163.40	180.35	130.84	116.11
流动负债合计	375.24	357.94	275.54	320.05
长期借款	168.42	196.55	169.97	164.82
应付债券	192.93	142.24	191.30	185.82
非流动负债合计	375.57	352.45	376.92	365.56
负债合计	750.81	710.39	652.46	685.61
总债务	685.93	644.23	583.40	571.18
所有者权益	361.59	341.74	329.29	285.96
营业收入	47.09	50.58	52.83	75.78
营业利润	1.26	2.14	6.25	14.76
其他收益	0.62	0.89	1.24	0.79
利润总额	1.49	3.10	6.55	14.28
经营活动产生的现金流量净额	-8.81	0.98	-7.60	-3.86
投资活动产生的现金流量净额	-36.89	-21.91	-37.54	12.58
筹资活动产生的现金流量净额	31.74	40.31	-10.22	43.99
财务指标	2024年9月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	21.48%	17.44%	26.21%	35.06%
资产负债率	67.50%	67.52%	66.46%	70.57%
短期债务/总债务	38.62%	39.71%	29.56%	36.84%
现金短期债务比	0.16	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 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 2024年9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

附录三 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	现金类资产 / 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 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

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

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

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号