

昆山国创投资集团有限公司

2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100884】

评级对象: 昆山国创投资集团有限公司 2017 年度第一期短期融资券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺	稳定	A-1	2018 年 7 月 20 日
前次跟踪:	AA ⁺	稳定	A-1	2018 年 3 月 22 日
首次评级:	AA ⁺	稳定	A-1	2017 年 5 月 26 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	7.09	9.00	2.70	14.29
短期刚性债务	90.44	86.98	84.73	109.86
所有者权益	179.51	166.89	170.13	166.62
现金类资产/短期刚性 债务[倍]	0.08	0.10	0.03	0.13
合并数据及指标:				
流动资产	454.57	502.12	531.39	577.39
货币资金	55.26	46.02	17.63	31.05
流动负债	263.59	228.25	234.53	271.70
短期刚性债务	188.45	148.29	136.16	175.14
所有者权益	211.90	197.94	203.23	205.00
营业收入	47.26	57.36	60.09	10.63
净利润	-1.02	-4.79	6.05	12.76
经营性现金净流入量	3.58	-20.45	23.78	-29.96
EBITDA	17.05	13.03	22.09	—
资产负债率[%]	67.31	71.42	71.04	71.20
长短期债务比[%]	65.52	116.69	112.54	86.52
流动比率[%]	172.45	219.99	226.58	212.51
现金比率[%]	21.03	20.42	7.71	11.51
利息保障倍数[倍]	0.43	0.02	0.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.25	0.64	1.17	—
EBITDA/短期刚性债务 [倍]	0.10	0.08	0.16	—

注: 根据昆山国创经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王静茹 wjr@shxsj.com
滕冕 tm@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对昆山国创投资集团有限公司(简称“昆山国创”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了 2017 年以来昆山国创在外部环境、业务地位、业务结构、可变现资产等方面保持优势,同时也反映了公司在业绩波动、债务偿付、期间费用、担保代偿等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部发展环境。**跟踪期内,昆山市及昆山开发区综合经济实力在全国各县(市)及国家级开发区中保持前列,为昆山国创业务开展提供了良好的外部环境。
- **业务地位突出。**昆山国创是昆山开发区重要的基础设施投资建设主体,且发挥着重要的产业引导作用。跟踪期内,公司能够在财政补贴等方面持续得到地方政府支持。
- **多元化的业务结构。**跟踪期内,得益于电子产品销售收入大幅增长,昆山国创收入实现增长。公司业务保持多元化发展格局,有助于提升业务抗风险能力。
- **较大规模的可变现资产。**昆山国创拥有大规模可供出让的土地资产,并持有有一定数量上市公司股权,上述资产可在必要时变现,为债务偿付提供一定保障。

主要风险:

- **昆山开发区产业集中度偏高。**昆山开发区以光电产业为主导产业,园区产业集中度高,园区经济及财政状况易受行业周期性影响。
- **业绩波动风险。**昆山国创收入主要来源于以液

晶面板为主的电子产品销售业务，该业务投资回报期偏长，且行业具有较强的周期性；公司面临因行业景气度变化所带来的收入及利润波动风险。

- **债务偿付压力大。**跟踪期内，昆山国创刚性债务规模仍较大，负债经营程度处于偏高水平，且债务期限结构趋于中短期，债务负担较重，存在较大的集中偿付压力。
- **期间费用高企。**跟踪期内，昆山国创研发费用、机器设备折旧等规模大，期间费用规模仍高企，对盈利形成较大吞噬。
- **担保代偿风险。**昆山国创对外担保规模偏大，担保对象为友达昆山及当地国有企业，存在一定的担保代偿风险。

评级关注：

- 昆山国创拟于 2018 年底协议转让所持参股公司友达昆山全部股权，目前该事项已获得股东核准，并经过债券持有人大会审议通过。新世纪评级将持续关注上述事项进展及其对公司信用质量的影响。

➤ 未来展望

通过对昆山国创及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，新世纪评级决定维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期短券还本付息安全性最高，并维持本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



昆山国创投资集团有限公司 2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照昆山国创投资集团有限公司 2017 年度第一期短期融资券（简称“17 昆山国创 CP001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据昆山国创提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对昆山国创的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2017 年 9 月 21 日发行了 17 昆山国创 CP001，发行规模 6.00 亿元，票面利率 4.97%，募集资金用于偿还公司下属子公司的金融机构借款，截至 2018 年 4 月末，募集资金已使用完毕。

近年来，该公司不断拓展融资渠道，加大直接债务融资力度，截至 2018 年 7 月 17 日，公司待偿债券本金余额为 106.00 亿元，已发行的债券本息兑付情况均正常。

图表 1. 公司本部存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	期限	发行利率	到期日	待偿金额
14 昆山经技 MTN001	20.00	5 年	6.00%	2019/6/9	20.00
15 昆经 01	6.00	5 年(3+2)	5.29%	2020/12/11	6.00
15 昆经开	10.00	5 年(3+2)	5.20%	2020/12/25	10.00
16 昆经 01	10.00	5 年(3+2)	4.87%	2021/1/26	10.00
16 昆经 02	4.00	5 年(3+2)	4.13%	2021/3/24	4.00
16 昆经 03	10.00	5 年(3+2)	4.13%	2021/9/28	10.00
16 昆投 01	10.00	5 年(3+2)	4.14%	2021/3/14	10.00
16 昆投 02	5.00	5 年(3+2)	4.20%	2021/4/1	5.00
16 昆投 03	5.00	5 年(3+2)	4.08%	2021/11/21	5.00
17 昆山国创 CP001	6.00	1 年	4.97%	2018/9/22	6.00
18 昆山国创 CP001	5.00	0.33 年	5.68%	2018/9/26	5.00
18 昆山国创 SCP001	5.00	0.49 年	5.65%	2018/8/12	5.00
18 昆山国创 SCP004	10.00	0.74 年	6.30%	2019/3/24	10.00
合计	106.00	—	—	—	106.00

资料来源：昆山国创（截至 2018 年 7 月 17 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房

地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频

出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型

发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017年以来，行业监管力度进一步加大。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

跟踪期内，昆山市经济保持稳步增长，城市综合实力仍居于全国百强县之首，且地区产业结构升级转型取得一定成效。昆山开发区经济稳步增长，园区综合发展水平处于全国开发区前列，园区产业仍以光电产业为主导，已形成良好的产业集聚效应，且产业升级转型不断推进。

跟踪期内，昆山市经济保持平稳增长，经济实力稳步提升。2017年，昆山市位列全国中小城市综合实力百强县市、投资潜力百强县市、创新创业百强县

市、新型城镇化质量百强县市“四个第一”；并蝉联福布斯中国“最佳县级城市 30 强”第一。2017 年全市实现地区生产总值 3520.35 亿元，同比增长 7.0%。分产业看，2017 年，全市完成第一产业增加值 30.75 亿元，同比增长 2.6%；第二产业增加值 1916.89 亿元，同比增长 5.7%；第三产业增加值 1572.71 亿元，同比增长 8.6%，第三产业增加值占地区生产总值比重为 44.7%，与上年基本持平。

图表 2. 2015 年以来昆山市主要经济指标

指标	2015年	2016年	2017年
地区生产总值（亿元）	3080.01	3160.29	3520.35
地区生产总值增速（%）	7.5	7.4	7.0
人均地区生产总值（万元）	18.66	19.11	--
工业总产值（亿元）	9000.28	9093.53	--
全社会固定资产投资（亿元）	810.61	757.42	758.34
进出口总额（亿美元）	834.53	722.66	827.72
三次产业结构	0.9:55.1:44.0	10.:54.1:45.0	0.9:54.5:44.7

资料来源：昆山市 2015-2016 年统计公报及昆山市经济社会发展数据中心

2017 年，昆山市工业生产呈低走高开态势，主导产业不断长大，产业转型升级取得一定成效。全年昆山市高新技术产业、新兴产业产值占规模以上工业产值的比重分别为 46.0%和 46.3%。此外，全市完成“机器换人”及自动化生产项目投资 123 亿元，当年机器人及智能制造产业实现主营业务收入 365 亿元，同比增长 19.3%。2017 年昆山市成功引进中科曙光、澜起科技、富士康一揽子投资计划、京东二期等一批标杆项目；纬创、世硕、丘钛、捷安特增资约 15 亿美元；小核酸及生物医药产业基地获批国家火炬计划特色产业基地；华为中软国际智能制造生态智能中心启动建设。

跟踪期内，受市场整体环境偏紧等影响，企业投资观望情绪仍较重；加之友达光电、华电热电等龙头型工业项目阶段性竣工，昆山市工业投资增速放缓，全市固定投资压力犹存。2017 年，全市完成全社会固定资产投资 758.34 亿元，同比增长 0.1%。跟踪期内，在国际市场需求回升、外贸稳增长政策落地等诸多利好因素之下，昆山市进出口持续回暖。当年，全市实现进出口总额 827.72 亿美元，同比增长 14.7%。同时，在互联网零售额大幅提升的带动下，全市消费市场保持高速增长。全市完成社会消费品零售总额为 945.85 亿元，同比增长 16.1%。

跟踪期内，昆山经济技术开发区（以下简称“昆山开发区”或“开发区”）经济保持稳步增长，并在 2017 年国家商务部开展的国家级开发区综合发展水平考核评价中排名第四，在江苏省开发区科学发展综合评价中位列第二。2017 年，昆山开发区实现地区生产总值 1600 亿元，占全市地区生产总值的比重为 45.7%，在全市经济发展中保持重要地位。

图表 3. 2015 年以来昆山开发区主要经济指标

指标	2015年	2016年	2017年
地区生产总值（亿元）	1420.0	1451.0	1600.0
工业总产值（亿元）	5217.0	5255.0	5183.0
全社会固定资产投资（亿元）	277.8	273.4	291.0
进出口总额（亿美元）	676.0	575.0	657.0

资料来源：昆山国创

昆山开发区支柱产业以光电、电子信息、精密机械、装备制造等为主。跟踪期内，昆山开发区成功举办 2017 中国集成电路产业促进大会暨第一届中国芯企业家峰会。澜起新型可控数据中心平台新项目落户开发区并完成注册，之奇美高端偏光片生产线实现量产，全国首条超宽幅高速偏光片生产线启动建设。出口光电信息产业质量安全示范区获省级认定，并成功申报国家级示范区。此外，昆山开发区产业转型升级纵深推进，创新产业加快聚集。2017 年，昆山开发区完成高新技术产业产值 1600 亿元，完成 18 项技改投入 54 亿元。科森科技成为昆山首家在上交所主板上市的科技型民营企业，荣邦科技成为昆山第 100 家上市挂牌企业。清陶新材料众创公社、哈工大机器人众创空间启动运营，东创蒲公英、萤火虫众创空间获 2017 年首批省级众创空间。

（4）显示面板行业

显示面板行业属于高资本投入、高技术行业，下游应用领域的电视、手机等终端产品需求受经济波动影响较大，行业周期性较强。同时，面板行业技术更新迭代较快，目前主要面板厂商纷纷布局 OLED 产线，未来下游客户需求的变动，对面板生产商的技术创新不断提出新要求。

目前，平板显示技术主要的下游应用领域包括智能手机、平板电脑、笔记本电脑、电视、显示器等。随着互联网的普及，智能化趋势的不断推进，显示屏作为人机交互的界面，其市场规模随着智能手机等终端设备数量的增加而扩大，面板需求量和出货面积逐年攀升。在各种显示器件中，LCD 技术作为目前平板显示领域的主流技术，占据了显示领域大部分市场份额，但由于 OLED 的特性，全球面板厂商纷纷布局 OLED 产线。全球面板产能主要集中在韩国、台湾地区、日本和中国大陆，且近年来随着国产终端品牌的逐渐崛起，大陆厂商不断发力提速，全球液晶面板产能持续从日本、韩国、台湾地区向中国大陆转移。

液晶面板行业属于高投入、高技术行业，具有明显的重资产特征，每条产线的投建都需要数十亿、上百亿资金，高世代线的投资花费更多，若遇到景气度下降等环境不利因素，将给面板生产企业带来巨大的财力压力；同时作为高技术产业，显示面板行业技术更新换代较快，若面板生产企业不能及时响应新技术的发展趋势，将面临被淘汰的风险。

根据 NDP Display Search 研究数据,2014 年全球面板需求量同比增长 11%,产能同比增长 5%,面板行业供需关系仍较为紧张。但自 2014 年下半年开始面板价格下滑,同时 2015 年国内面板产能快速扩张造成短期产能过剩局面使得液晶面板价格大幅下挫,以韩日为代表的厂商纷纷亏损,液晶面板价格处于历史低位,行业进入周期底部。2016 年 2 月以来,由于台湾地震导致群创、友达产能受到影响,同时三星、乐金显示等关闭部分产线,行业产能出现缩减;加之下游厂商担心价格进一步上涨,加大备货力度,全球面板市场供需关系逐步改善,显示面板价格回升,行业得到复苏。2017 年,全球低世代线面板产能供应紧缩,同时终端产品与技术升级对高端面板需求增加,使得中小尺寸面板市场供应结构性趋紧。目前,面板行业新产能扩张主要集中在与高世代线的 LCD 产能及 AMOLED 等新一代显示产品产能;未来随着全面屏渗透率快速提升等,有望对小尺寸面板需求形成有力提振。

在行业政策方面,近年来政府出台多项政策支持液晶面板产业发展。2014 年 10 月,国家发改委、工信部联合颁布的《2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划》,强调新型显示是信息产业重要的战略性和基础性产业,推动新型显示成为新一代信息技术产业创新发展的重要支撑。2016 年,国家发改委和工信部联合发布《实施制造业升级改造重大工程包》,提出重点发展低温多晶硅、氧化物、有机发光半导体显示等新一代显示量产技术,建设高世代生产线。2016 年 12 月,国务院发布《“十三五”国家战略性新兴产业规划》再次指出“实现主动矩阵有机发光二极管(AMOLED),超高清(4k/8k)量子点液晶显示,柔性显示等技术国产化突破及规模应用”。国家出台的一系列政策措施为我国显示面板产业发展奠定了政策基础。

2. 业务运营

跟踪期内,该公司业务仍以电子产品销售为主,基础设施代建、房地产开发、房屋租赁等业务为辅。因转让开发区水务,公司其他业务收入同比下滑,但得益于电子产品销售业务收入大幅增长,公司营业收入保持增长。作为开发区重要的投资建设主体,公司仍承担较多的基础设施建设项目,目前该类项目资金回笼情况较好;房地产开发项目大部分均已开发完成,公司总体面临的资本支出压力尚可。截至目前,公司已完成国显光电股权处置,并与维信诺等设立了合资公司;后续拟协议转让所持友达昆山全部股权,本评级机构将持续关注该事项进展。

跟踪期内,该公司仍是昆山开发区重要的投资建设主体,已形成以电子产品销售为主,基础设施代建、房地产开发、房屋租赁等为辅的业务格局。2017 年,公司实现主营业务收入 56.98 亿元,同比增长 4.12%,2016 年以来得益于面板行业景气度持续走高,公司营业收入保持增长。从构成看,公司主营业务收入仍主要来源于电子产品销售业务,当年该业务收入占比为

92.07%亿元，较上年上升 9.12 个百分点，受代建业务量缩减以及房地产销售进入尾声影响，上述两项业务对收入的贡献程度减弱。当年，公司主营业务毛利为 14.40 亿元，同比增长 8.17%；主营业务毛利率为 25.27%，与 2016 年水平基本相当。

2018 年第一季度，该公司实现主营业务收入 9.91 亿元，较上年同期下降 30.84%，主要是国显光电、昆山经济技术开发区水务有限公司（以下简称“开发区水务”）等公司不再并表等所致；当期电子产品销售收入占比为 92.20%。同期，公司主营业务毛利为 2.68 亿元，主营业务毛利率为 27.05%。

图表 4. 2015 年以来公司主营业务收入及毛利情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	44.71	100.00	54.73	100.00	56.98	100.00	9.91	100.00
电子产品销售	36.35	81.31	45.40	82.95	52.46	92.07	9.13	92.20
代建业务	4.26	9.52	3.02	5.52	0.66	1.15	0.41	4.15
房地产开发	0.65	1.45	2.61	4.77	0.96	1.68	0.17	1.69
房屋租赁及相关业务	1.27	2.84	1.19	2.17	1.44	2.53	0.19	1.93
其它业务 ¹	2.18	4.88	2.51	4.59	1.46	2.56	0.00	0.04
主营业务毛利	2.50	100.00	14.33	100.00	14.40	100.00	2.68	100.00
电子产品销售	1.56	62.36	12.69	88.54	13.72	95.31	2.41	89.94
代建业务	0.53	21.04	0.10	0.67	0.32	2.21	0.20	7.62
房地产开发、销售	0.37	14.85	1.36	9.49	0.44	3.06	0.04	1.47
房屋租赁及相关业务	-0.09	-3.72	0.16	1.13	0.17	1.17	0.06	2.08
其它业务	0.14	5.47	0.02	0.17	-0.25	-1.76	-0.03	-1.11
主营业务毛利率		5.59		26.18		25.27		27.05
电子产品销售		4.28		27.94		26.16		26.39
代建业务		12.35		3.20		48.46		49.67
房地产开发、销售		57.36		52.11		45.92		23.45
房屋租赁及相关业务		-7.33		13.59		11.73		29.29
其它业务		6.42		0.98		-17.34		-795.01

资料来源：根据昆山国创提供的资料整理、计算

（1）电子产品销售业务

该公司电子产品销售业务板块运营主体主要为龙腾光电及国显光电。2017 年，公司电子产品销售业务收入为 52.46 亿元，同比增长 15.57%，当年业务毛利率为 26.16%，较上年微幅下降 1.78 个百分点，2016 年以来因液晶面板供求关系改善，以及公司自身产品转型策略取得成效，该业务毛利维持在较高水平。2018 年第一季度，公司实现电子产品销售业务收入 9.13 亿元，业务毛利率为 26.39%。

作为该公司电子产品销售业务板块的重要运营主体，龙腾光电主要从事五代线液晶面板产品的研发、生产和销售的高新技术企业。截至 2017 年末，

¹ 2018 年第一季度，该公司实现其他业务（交通、物流）收入 37.51 万元。

龙腾光电合并口径资产总额为 56.77 亿元，所有者权益为 26.56 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 26.53 亿元）；当年实现营业收入 45.57 亿元，营业利润为 11.53 亿元，净利润为 10.20 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 10.26 亿元）。

跟踪期内，龙腾光电采购的原材料仍主要包括背光源、散射膜、增亮膜、玻璃基板、彩色滤光片、偏光片、液晶、驱动 IC 等。2016 年以来由于调高生产较高阶产品的比例，相应对原材料品质的要求有所提高，故彩色滤光片、背光源等原材料采购价格呈走高趋势。2017 年，龙腾光电前五大供应商分别为上海仪电显示材料有限公司、TOMI International Co., Ltd、崧虹科技股份有限公司、苏州京东方信息科技有限公司和苏州璨鸿光电有限公司，采购额合计为 10.46 亿元，占采购总额的比重为 50.71%。2018 年第一季度，龙腾光电前五大供应商采购金额合计为 2.51 亿元，占采购总额的比重为 50.01%。龙腾光电原材料采购结算方式按照国内采购与国外采购划分为 2 种：国内采购部分集中在长三角地区，主要采取验货后 60-120 天月结的结算方式；国外采购部分主要采取 60-90 天信用证的结算方式。

图表 5. 2015 年以来龙腾光电原材料采购情况（单位：万片，元/片，亿元）

采购种类	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年第一季度		
	采购量	单价	金额	采购量	单价	金额	采购量	单价	金额	采购量	单价	金额
彩色滤光片	119.99	512.51	6.15	128.12	593.55	7.60	118.49	603.06	7.15	26.44	592.89	1.57
玻璃基板	89.07	122.36	1.09	122.52	119.55	1.46	119.01	116.27	1.38	28.69	109.48	0.31
背光源	645.63	44.96	2.90	428.34	46.61	2.00	572.49	59.22	3.39	162.39	69.73	1.13
偏光片	1872.71	7.77	1.46	1152.73	7.72	0.89	1470.80	7.71	1.13	379.82	7.84	0.30
集成电路	3836.63	2.73	1.05	2005.72	3.14	0.63	2302.10	3.61	0.83	602.01	4.04	0.24
印制电路板	755.47	21.47	1.62	370.34	22.61	0.84	506.90	29.91	1.52	147.26	35.31	0.52
液晶	490.04	17.84	0.87	526.41	22.10	1.16	472.52	21.50	1.02	108.32	22.37	0.24

资料来源：昆山国创

跟踪期内，龙腾光电产品应用仍主要涵盖智能手机、平板电脑、车载显示器、工业控制显示器、笔记本电脑（含超极本）、台式显示器等，同时积极导入新技术产品开发，主要包括广视角(PET/IPS)、GIA 窄边框技术、ON-CELL 触控技术和 IGZO（铟镓锌氧化物）技术等。2017 年及 2018 年第一季度，龙腾光电产能利用率分别 91.70%和 76.49%，2018 年第一季度产能利用率大幅下降主要系生产高阶产品比例增加所致²。

² 高阶产品在 Array 制程中的光罩次数达到 8-12 道，而普通产品的光罩次数只要 5-6 道，故高阶产品的生产势必占用设备生产的时间相对较长，牺牲了生产低阶产品的产量利用率。

图表 6. 2015 年以来龙腾光电产销情况（单位：万片/年）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年第一季度		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
Module		21.30	20.31		11.91	11.90		18.99	17.57		5.49	5.46
O/C	139.20	14.18	13.57	139.20	6.23	6.47	139.20	2.78	2.23	34.80	0.39	0.28
CELL		84.11	81.09		108.51	109.20		105.88	92.43		20.74	19.04
合计	139.20	119.59	114.97	139.20	126.65	127.57	139.20	127.65	112.23	34.80	26.62	24.78

资料来源：昆山国创

跟踪期内，龙腾光电的产品产销仍主要采取以销定产的方针，以市场化的方式进行定价，由专职部门通过对产品的生产成本和产品市价及客户历史合作程度等确定销售价格。产品销售结算采用预付账款和货到付款 60 天以内一次性付完的销售结算方式。2017 年及 2018 年第一季度，龙腾光电产销率分别为 87.92%和 93.09%，2017 年因新增 HVA 及 ONCEL 产品在初始阶段产成品中符合客户需求的产品良率较低，不良品部分仍以库存方式存在，故产销率较上年下降 12.81 个百分点。2017 年，龙腾光电前五大客户分别为深圳传音控股有限公司、LENOVO PC HK LIMITED、贵州财富之舟科技有限公司、深圳市天珑移动技术有限公司和深圳市唯时信电子有限公司，前五大客户销售金额合计占比为 39.20%。2018 年第一季度，龙腾光电前五大客户分别为 LENOVO PC HK LIMITED、惠普全球科技股份有限公司、深圳传音控股有限公司、贵州财富之舟科技有限公司和深圳市天珑移动技术有限公司，前五大客户销售额合计为 4.55 亿元，占总销售金额的比重为 52.32%。

从产品销售区域看，2017 年及 2018 年第一季度，龙腾光电内销收入占比分别为 68.04%和 51.04%，自 2017 年第三季度开始，龙腾光电加大对品牌笔记本电脑的生产及销售，向惠普、联想、戴尔的出货量逐渐增加，上述客户皆为外销客户，故 2018 年一季度内销占比下降至 51.04%。

图表 7. 2015 年以来龙腾光电产品分区域销售情况（单位：亿元，%）

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
内销	13.07	44.74	29.54	72.99	29.91	68.04	4.43	51.04
外销	16.14	55.26	10.93	27.01	14.05	31.96	4.25	48.96
合计	29.21	100.00	40.47	100.00	43.96	100.00	8.68	100.00

资料来源：昆山国创

国显光电于 2012 年 11 月由该公司出资组建；后经增资及引入新股东昆山阳澄湖文商旅集团有限责任公司（以下简称“阳澄湖文商旅”）和昆山创业控股集团有限公司（“昆山创控”）。国显光电是新型平板显示产品生产企业，其主要产品为第 5.5 代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）。截至 2017 年末，国显光电资产总额为 72.92 亿元，所有者权益为 17.67 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 14.41 亿元）。2017 年，国显光电实现营业总收入 8.85 亿元，实现净利润-6.74 亿元（其中归属于母公司股东的净利润为-7.07 亿元），

当年经营活动活动产生的现金流量金额为-8.37 亿元。

跟踪期内，该公司与上市公司维信诺科技股份有限公司（简称“维信诺”，原名为黑牛食品股份有限公司）设立合资公司事项不断推进。2018 年 1 月 19 日，合资公司江苏维信诺显示科技有限公司（以下简称“江苏维信诺”）已办理完毕工商设立登记手续，取得了昆山市市场监督管理局颁发的《营业执照》，合资公司正式成立。根据维信诺 2018 年 4 月 11 日的公告，维信诺已完成了对江苏维信诺的实缴出资，为推进募集资金使用计划的实施，江苏维信诺拟使用该 32 亿元募集资金增资实施主体国显光电，用于投资第 5.5 代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）扩产项目，32 亿元全部计入国显光电注册资本，增资完成后，维信诺控股子公司江苏维信诺持有国显光电 92.88%的股份，国开发展基金有限公司持国显光电 7.12%股份。

图表 8. 江苏维信诺股权结构情况

股东名称	出资金额（万元）	出资方式	持股比例
黑牛食品股份有限公司	320,000.00	货币	55.20%
昆山国创投资集团有限公司	179,144.19	股权	30.90%
昆山阳澄湖文旅集团有限责任公司	64,184.54	股权	11.07%
昆山创业控股集团有限公司	16,396.83	股权	2.83%
合计	579,725.57	--	100.00%

资料来源：根据昆山国创公告整理、绘制（截至 2018 年 3 月末）

该公司参股公司友达光电（昆山）有限公司（以下简称“友达昆山”）亦从属于液晶面板行业，主要从事薄膜晶体管液晶显示面板（LTPS TFT-LCD）及其相关产品及零组件的研发、设计、生产、并销售自产产品等。公司持有友达昆山 49%的股权，实际出资金额为 29.15 亿元。根据 2017 年 12 月 28 日公司专项董事会会议纪要以及公司于 2018 年 1 月 18 日、2 月 7 日披露的《关于昆山国创投资集团有限公司拟转让参股公司全部股权的公告》、《昆山国创投资集团有限公司 2017 年度第一期短期融资券持有人会议决议公告》，为避免同业竞争，减少不确定性因素，公司拟于 2018 年底向江苏昆山开发区建设集团公司（以下简称“开发区建设集团”）协议转让所持友达昆山全部股权，转让价款 36.57 亿元（暂估价），采取分期支付方式。本次股权转让已经履行了公司董事会决议、出资人昆山市国资办核准程序，并经过相关债券持有人审议通过。新世纪评级将持续关注该事项后续进展及其对公司和相关债券信用质量的影响。

（2）代建业务

该公司主要承担昆山开发区内的基础设施项目建设。跟踪期内，公司承揽开发区基础设施项目的方式仍主要采取两种：一是 BT 模式，由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”）直接与开发区财政分局签订框架性的《代建工程回购协议》；二是代建模式，公司仅负责项目建设，建设资金来自委托方，公司收取项目代建管理费。2017 年及 2018 年第一季度，

公司分别实现代建业务收入 0.66 亿元和 0.41 亿元，收入规模逐步缩减。

BT 业务模式下，项目投资建设资金由该公司自行筹措，待项目建设完成后由开发区财政分局在一定年限内进行回购，回购期一般在 3 年左右，不超过 5 年。公司 BT 业务模式下承建的项目主要为动迁房、道路工程等，开发区财政分局的回购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%。公司代建回购协议均于 2009-2011 年间签订，并于 2012-2013 年间相继启动建设，到 2015 年底陆续投入使用。截至 2018 年 3 月末，公司签订 BT 回购协议的项目投资总额为 39.62 亿元，已完成投资 29.09 亿元，未来尚需投入资金 10.53 亿元。同期末，已完成回购金额为 29.09 亿元，实际已收到的回购款金额 29.09 亿元。

图表 9. 截至 2018 年 3 月末公司 BT 项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	总投资	已完成投资	2018 年投资计划
星辉路工程	道路工程	3696.50	2634.43	1062.07
光电产业园配套桥梁工程	道路工程	1060.00	985.97	74.03
山茶路新建工程	道路工程	2105.00	1612.56	492.44
晨曦园动迁房	动迁房	17500.00	11704.78	5795.22
蓬曦园 C5	动迁房	48000.00	41232.30	6767.70
蓬曦园 C4	动迁房	36000.00	31454.80	4545.20
2#地块沿街商业	动迁房	827.89	827.89	0.00
蓬朗东城三期动迁房	动迁房	77707.08	54624.70	23082.38
东新街滨江景观及地库	动迁房	21000.00	21000.00	0.00
蓬朗社区服务中心	动迁房	6065.68	6065.68	0.00
兵希社区服务中心	动迁房	2544.04	1781.38	762.66
孔巷五期动迁房	动迁房	23912.00	23912.00	0.00
蓬朗东城一期动迁房	动迁房	36600.00	25723.20	10876.80
蓬朗东城二期动迁房	动迁房	45700.00	14350.00	31350.00
蓬曦园 C7 组团	动迁房	23700.00	8696.60	15003.40
蓬曦园 C8 组团	动迁房	23800.00	18629.68	5170.32
青阳港学校	学校	26000.00	25650.61	349.39
合计	—	396218.19	290886.58	105331.61

资料来源：昆山国创

代建模式下，根据该公司与开发区财政分局签订的代建合同：签订施工合同后进场一周内，按合同工程造价 10%协商支付预付款；施工期间，于单月上旬协商支付工程进度款，付款比例按实际完成工程造价的 50%；竣工验收后，剩余工程款待决算评审报告出具后二年内分期支付；工程报建、土地、各项手续申报及其他大宗设备等相关费用，按实际进度协商支付。代建管理费由基准费用和奖惩费用两部分组成，建设期间按完成代建工程量比例协商分期支付，余款在项目结算后付清。跟踪期内，公司承接的基础设施建设项目仍仅为由子公司昆山市新城发展建设有限公司（以下简称“新城发展”）承建的新城天地一期、新城天地二期两个项目。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末公司代建业务项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	建设内容	概算投资总额	建设期	已投资额	2018 年投资计划
新城天地一期	动迁房	3.80	4 年	3.80	—
新城天地二期	动迁房	6.18	4 年	4.69	1.49
合计	—	9.98	—	8.49	1.49

资料来源: 昆山国创

(3) 房地产开发业务

跟踪期内, 该公司房地产开发业务主要由新城发展、昆山开发区大成房产有限公司 (以下简称“大成房产”)、东城建设承担。目前, 房地产开发业务收入在公司主营业务收入中占比较小, 主要为大成房产、新城发展自行开发的商业住房项目, 且目前无未开发的土地储备项目。2017 年, 公司房地产开发业务收入为 0.96 亿元, 同比下降 63.22%, 2017 年因无新开发楼盘, 而原楼盘销售进入尾声, 该业务收入大幅缩减。当年, 该业务毛利率为 45.92%, 较上年下降 6.19 个百分点。2018 年第一季度, 公司实现房地产开发业务收入 0.17 亿元。

图表 11. 公司房地产销售情况 (单位: 平方米, 元/平方米, 亿元)

年份	销售面积	销售单价	当期销售金额
2015 年	4711.94	5696.00	0.27
2016 年	19416.44	7707.00	1.50
2017 年	10800.62	3956.36	0.33
2018 年第一季度	281.55	8573.33	0.02

资料来源: 昆山国创

目前, 该公司已完工的房产项目分别为景秀丽都广场、宝领家园和大成商务楼、人才公寓、夏驾河休闲中心等项目, 截至 2018 年 3 月末, 累计销售金额为 6.38 亿元。公司在建的房地产项目主要为创业园大厦项目, 该项目总投资额 12.98 亿元, 截至 2018 年 3 月末累计投入资金 3.75 亿元, 未来尚需投入 9.23 亿元。

图表 12. 截至 2018 年 3 月末公司完工房地产情况 (单位: 亿元)

项目主体	项目名称	项目类别	地理位置	总投资额	已销售额	销售进度
大成房产	景秀丽都广场	商业	长江南路、庆丰西路交界处	2.90	4.25	93.07%
新城发展	宝领家园	住宅	开发区衡山路北侧、峨眉山东侧	0.65	1.07	86.00%
大成房产	大成商务楼前进东路 707 号	商业	前进东路 707 号	0.68	1.06	100.00%
大成房产	人才公寓	住宅	夏驾河东侧、企业科技园北侧	2.80	—	—
大成房产	夏驾河休闲中心	商业	南滨路南侧、夏东街西侧	2.60	—	—

资料来源: 昆山国创

图表 13. 截至 2018 年 3 月末公司在建房地产情况（单位：平方米，亿元）

项目名称	建筑面积	开工日期	概算投资	已投资	资本金到位情况	项目进度
创业园大厦	168624.30	2014.2	12.98	3.75	2.80	44.66%

资料来源：昆山国创

（4）房地产租赁及相关业务

该公司房屋租赁及相关业务的运营主体主要为昆山综合保税区投资开发有限公司（以下简称“综保区开发公司”）、昆山开发区国投控股有限公司（以下简称“国投公司”）、新城发展、大成房产、东城建设及公司本部。公司租赁物业主要包括厂房、公寓、办公楼、商铺、打工楼等，租金水平因物业位置及具体业态而不同，截至 2018 年 3 月末公司物业总体出租率约 75%。2017 年，公司房地产租赁及相关业务收入为 1.44 亿元，同比增长 21.29%；业务毛利率分别为 11.73%，较上年下降 1.86 个百分点。2018 年第一季度，公司房地产租赁及相关业务实现收入 0.19 元，业务毛利率为 29.29%³。

（5）其他业务

该公司主要负责昆山开发区范围内的生活饮用水、工业供水、城市污水处理、管道安装等项目建设、经营和统筹管理以及开发区公交客运业务等。2017 年，其他主营业务收入为 1.46 亿元，同比下降 41.90%，主要系因整体转出开发区水务⁴，公司污水处理、管道安装等水务板块收入缩减。当年，其他主营业务毛利率为-17.34%，因 2017 年年中划出开发区水务以及受周边公共自行车及市区公交线路不断加密导致开发区公交流量下降等影响，该板块业务呈现亏损状态。2018 年第一季度，公司实现其他主营业务收入 37.51 万元，主要系公交运营收入。

管理

跟踪期内，该公司在产权状况、组织架构和管理制度等方面均未发生重大变化。

该公司是昆山市政府国有资产监督管理办公室（以下简称“昆山市国资办”）出资成立的国有独资公司。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本及实收资本仍为 17.30 亿元，昆山市国资办为公司唯一股东及实际控制人。

跟踪期内，该公司以其所持开发区水务 100%股权⁵对昆山市自来水集团有

³ 2018 年第一季度，该公司房屋租赁毛利率较高，主要系收入成本确认进度有所差异所致。

⁴ 2017 年 7 月，开发区水务完成股权变更手续。

⁵ 根据昆山众信资产评估事务所出具的评估报告书（昆众信评报（2017）第 009 号），该公司所持开发区水务全部股权评估价值为 17757.60 万元，评估基准日为 2016 年 11 月 30 日，具体评估范围包括开发区下设分公司及合并子公司。

限公司（以下简称“自来水集团”）进行增资；增资后取得自来水集团 13.94% 的股权。公司收购了昆山开发区慧聚寺重建项目管理有限公司⁶并将其更名为昆山开发区旅游发展有限公司（以下简称“开发区旅游发展公司”）。此外，公司增设了纪检监察室，组织机构图见附录三。除上述事项外，跟踪期内，公司在产权状况、法人治理结构、管理制度等方面未发生重大变化。

根据该公司 2018 年 5 月 8 日的《企业信息报告》，公司本部已结清贷款中存在 10 笔关注类不良贷款记录，主要是因为龙腾光电历史财务状况原因，相应贷款行信贷系统自动将上述贷款列入关注类。总体看，公司历史偿债记录良好，无欠息欠贷记录。截至 2018 年 7 月 17 日，公司已发行债券本息兑付情况均正常。

根据国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2018 年 6 月末，该公司未存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司刚性债务规模总体呈扩张趋势，负债经营程度升至较高水平，加之债务期限结构趋于中短期，面临较大的中短期债务偿付压力。公司期间费用高企，对盈利形成较大吞噬。2017 年得益于拟协议转让友达昆山全部股权及期间费用水平下降等，当年公司扭亏为盈。公司拥有较大规模的可变现土地资产及上市公司股份，可在必要时予以变现，能够为到期债务偿付提供一定保障。

1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年度合并及母公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2017 年度，该公司合并范围的子公司新增 2 家，分别为昆山集成电路检测中心有限公司、开发区旅游发展公司；减少 1 家，为开发区水务。此外，自 2018 年 1 月 19 日，国显光电不再纳入公司合并范围。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司负债总额分别为 498.45 亿元和 506.79

⁶ 原股东为昆山经济技术开发区集体资产经营有限公司，收购价格为 1005.41 万元。

亿元；同期末，资产负债率分别为 71.04%和 71.20%，负债经营程度处于较高水平；长短期债务比分别为 112.54%和 86.52%，由于原中长期债务逐渐将于一年内到期，2018 年 3 月末公司债务结期限结构呈现短期化特征。

2017 年末，该公司流动负债余额为 234.53 亿元，主要由短期刚性债务、应付账款和其他应付款构成。当年末，短期刚性债务余额为 136.16 亿元，较上年末下降 8.18%，主要系应付票据因到期兑付、短期融资券（含超短期融资券）规模下降所致。应付账款余额为 27.02 亿元，主要系应付昆山开发区规划建设局代付的基建项目工程款以及供货材料采购款等。其他应付款余额为 67.56 亿元，较上年末增长 34.76%，主要系开发区财政分局（金额为 17.90 亿元，占比 26.50%）、昆山中荣金属制品有限公司、开发区水务、昆山创控、知合控股有限公司⁷等往来款。2018 年 3 月末，公司流动负债余额较年初增加 37.18 亿元至 271.70 亿元，其中，短期刚性债余额较年初增加 38.99 亿元至 175.14 亿元，主要系一年内到期的长期借款和债券增加以及加大短期借款融资力度所致。当期末，其他应付款余额较年初小幅增长至 70.02 亿元，仍主要是与开发区财政分局等往来款；应付账款余额较年初下降 26.87%至 19.76 亿元，主要系因支付了供货商材料采购款所致。

该公司非流动负债主要由中长期刚性债务、递延收益和其他非流动负债构成。2017 年末，非流动负债余额为 263.93 亿元，较上年末略有下降。当年末，中长期刚性债务余额为 252.04 亿元，余额较上年末变化不大；其中因增加债券、银行理财直融等融资力度，当年末应付债券余额较上年末增长 35.88%至 110.80 亿元；当年金融机构长期借款相应地有所下降，长期借款余额较上年末下降 11.76%至 137.04 亿元，长期应付款余额较上年末下降 60.46%至 4.20 亿元，主要是国显光电应付光大金融租赁股份有限公司款项 3.77 亿元以及其应付国家开发基金有限公司 0.43 亿元。递延收益余额较上年末下降 60.70%至 3.68 亿元，主要系因处置开发区水务相应的政府补助余额下降所致。其他非流动负债余额为 7.41 亿元，主要是公司本部收到的财政项目拨款。2018 年 3 月末，非流动负债余额较年初下降 10.93%至 235.08 亿元。当期末，中长期刚性债务余额较年初下降 10.24%至 226.24 亿元，其中长期借款、应付债券余额分别较年初下降 12.53%、3.99%，同时因处置国显光电，长期应付款余额减至零，递延收益余额较年初下降 93.92%至 0.22 亿元。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 388.20 亿元和 401.39 亿元，刚性债务总体呈扩张趋势。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 52.35%和 51.07%，随着刚性债务规模扩张，净资产对刚性债务的覆盖程度较低，债务偿付压力较大。从刚性债务结构看，同期末，短期刚性债务占比分别为 35.07%和 43.63%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 13.28%和 17.86%。总体看，公司刚性债务中短期债务占比较高，现金类资产对短期

⁷ 该应付款项系根据知合控股有限公司与该公司等签订的国显光电投资框架协议所约定支付的履约定金。

债务的保障程度较低，即期债务偿付压力大。

2017年末和2018年3月末，该公司借款余额⁸合计分别为244.63亿元和258.17亿元，占负债总额的比重分别为49.08%和50.94%。截至2018年3月末，公司存量借款中公司本部借款占比约61%，子公司中东城建设、综保区开发公司、龙腾光电借款合计占比约24%；从借款方式看，公司借款以抵押借款为主，抵押物主要为土地使用权和房产；从存量借款到期年度看，公司存量借款中103.99亿元将于2018年到期，债务集中偿付压力大。

图表 14. 截至 2018 年 3 月末公司借款结构情况（单位：亿元）

项目	信用	保证	抵押	质押	其他 ⁹	合计
短期借款	10.69	30.08	17.25	1.91	10.45	70.39
长期借款(含1年内到期)	26.00	37.04	124.74	—	—	187.78
合计	36.69	67.12	141.99	1.91	10.45	258.17

资料来源：昆山国创

图表 15. 截至 2018 年 3 月末公司借款到期分布情况（单位：亿元）

项目	2018年 4-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年 及以后
到期规模	103.99	54.16	36.15	17.78	3.92	13.52	21.62	7.06

资料来源：昆山国创

截至2018年3月末，该公司对外担保余额为53.18亿元，担保比率为25.94%，担保对象为友达昆山、昆山经济技术开发区集体资产经营有限公司（以下简称“集体资产经营公司”）、阳澄湖文商旅、昆山开发区昆硕投资管理有限公司¹⁰（以下简称“昆硕投资”）和开发区水务及其子公司。其中，集体资产经营公司、阳澄湖文商旅等分别由昆山开发区管委会和昆山国资办全资控股。总体看，公司对外担保规模较大，面临一定的担保代偿风险。

图表 16. 截至 2018 年 3 月末公司对外担保明细

担保对象	借款银行	担保余额（亿元）	担保期间
友达光电（昆山）有限公司	中行等银团	29.40	2015/5/26--2023/5/25
	工商银行	4.00	2012/12/24--2019/12/23
昆山经济技术开发区集体资产经营有限公司	浦发银行	0.60	2015/4/24--2018/4/24
	上海银行	0.70	2018/1/4--2021/1/4
昆山阳澄湖文商旅集团有限责任公司 ¹¹	公司债	5.00	2016/4/22--2021/4/21
	公司债	5.00	2016/8/1--2021/8/1
昆山开发区昆硕投资管理有限公司	光大银行	3.00	2016/1/19--2026/1/18

⁸ 此处指短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款三个科目余额。

⁹ 全部为商业承兑汇票贴现。

¹⁰ 该公司为昆山经济技术开发区集体资产经营有限公司的全资子公司。

¹¹ 阳澄湖文商旅于2016年发行两期私募债（“16昆旅01”、“16昆旅02”），两只债券发行金额均为5亿元，期限均为5年，且附第3年末投资者回售选择权和发行人调整票面利率选择权。该公司为上述两只债券提供不可撤连带责任担保。

担保对象	借款银行	担保余额 (亿元)	担保期间
昆山经济技术开发区水务有限公司及其子公司	华夏银行	0.70	2017/2/21--2020/2/21
	浦发银行	1.00	2017/3--2018/12/21
	交通银行	2.78	2016/10/19--2019/10/18
	江苏银行	1.00	2017/1/3--2019/1/2
合计	—	53.18	—

资料来源：昆山国创

(2) 现金流分析

经营活动现金流入方面，该公司经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金构成。其中销售商品、提供劳务收到的现金主要为龙腾光电产品销售收入；收到其他与经营活动有关的现金主要与公司对授权区域内的土地进行开发整理，收到昆山开发区财政返还的土地出让收益等相关，以及关联企业往来款等。2017年，公司营业收入现金率为102.90%，主营业务现金回笼情况仍良好。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为23.78亿元，因资金往来款支出减少，当年经营性现金流呈现大额流入状态。2018年第一季度，公司经营活动产生的现金流量金额为-29.96亿元，当期营业收入现金率为97.74%。

该公司投资活动现金流入主要由收回投资收到的现金构成，投资活动现金流出主要由购建固定资产及其他长期资产所支付的现金、投资支付的现金构成。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-22.39亿元，由于国显国电AMOLED项目建设投资规模较大，公司投资性现金流持续大额净流出。2018年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.32亿元，净流出额较上年同期大幅缩减，主要系处置国显光电相应资本支出减少所致。

该公司主要通过银行借款以及发行债券等渠道进行融资，以满足自身资金需求。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-24.93亿元，由于当年债务还本付息支出规模大于融资规模，当年筹资性现金流呈现大额净流出状态。2018年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额为46.72亿元，当期取得借款及发行债券收到的现金为115.45亿元。

2017年，该公司EBITDA为22.09亿元，主要由固定资产折旧、列入财务费用的利息支出以及利润总额等构成，对利息支出的保障程度较好。2017年，公司经营性现金流呈现大额净流入，其对负债的覆盖程度显著改善。

图表 17. 2015-2017 年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.25	0.64	1.17
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.04	0.06
经营性现金流净额(亿元)	3.58	-20.45	23.78

指标名称	2015年	2016年	2017年
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	1.44	-8.31	10.28
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	0.87	-4.39	4.79

资料来源：昆山国创

(3) 资产质量分析

2017年末，该公司所有者权益为203.23亿元，较上年末增长2.68%。从构成看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，2017年末上述两科目合计占所有者权益的比重为91.05%，资本结构稳定较好。其中资本公积余额为167.73亿元，主要是昆山市政府注入公司的授权经营土地。2018年3月末，公司所有者权益为205.00亿元，余额较上年末变动不大。

2017年末及2018年3月末，该公司资产总额分别为701.69亿元和711.78亿元，呈逐步增长态势。公司资产以流动资产为主，同期末流动资产占比分别为75.73%和81.12%。2017年末，公司流动资产余额为531.39亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和持有待售资产构成。当年末，存货余额为391.47亿元，主要以开发成本为主，当年末开发成本为379.53亿元¹²。其他应收款余额53.50亿元，主要是应收开发区财政分局（余额30.71亿元）、开发区规划建设局（余额5.64亿元）、中粮信托有限责任公司¹³相关款项，总体看应收欠款方集中度较高。持有待售资产余额29.15亿元，系拟处置友达昆山的投资成本。预付款项余额为18.98亿元，主要系预付的工程款和进口设备采购款。货币资金余额为17.63亿元，较上年末下降61.68%，其中受限资金规模为4.17亿元。应收账款余额为13.15亿元，主要是龙腾光电收入大幅增加，相应应收款项增加所致。2018年3月末，公司流动资产余额较年初增长8.66%至577.39亿元。当期末，货币资金余额较年初增长76.11%至31.05亿元，主要系因当期融入资金暂未使用，其中受限资金规模为2.18亿元。其他应收款余额较年初增长56.57%至83.76亿元，主要系新增与开发区建设集团往来款26.35亿元以及浙商银行保证金2亿元。其他非流动资产余额较年初下降59.77%至2.82亿元，主要系处置国显光电相应地银行理财产品及待抵扣增值税减少所致。其余主要流动资产科目较年初变化不大。

¹² 开发成本主要包括代建项目成本和土地开发成本。土地开发成本包含授权经营土地金额、公司的增值开发投入成本以及资本化利息，2018年3月末土地开发成本为300.72亿元。公司土地开发业务的具体运营流程可分为：政府完成土地的前期征收工作——公司对土地进行前期开发，使其达到“五通一平”状态——昆山市政府将平整后的土地注入公司，并计入资本公积——土地增值开发——挂牌出让。公司根据经营管理的需要及市场情况择机将开发完成后的土地转入土地储备中心名下进行“招、拍、挂”，拍卖土地金额首先计入昆山市财政专户，待扣除相关成本费用后划至昆山市财政局开发区分局，再由昆山市财政局开发区分局按一定比例返还给公司。公司土地出让金返还不通过收入核算，而是直接冲减存货。自成立以来，昆山市国资办先后以资产注入的方式对其注入土地15次，累计面积达10431.82亩，累计授权金额为149.72亿元。截至2018年3月末，公司累计出让已开发完成的土地3829.18亩，累计确认应结算的出让金金额为98.13亿元，累计已收到的出让金金额为58.08亿元，尚余6602.64亩土地可供出让。

¹³ 2017年末，该公司应收中粮信托有限责任公司款项2.56亿元，实际为公司向中粮信托支付的相关利息，但因中粮信托未能提供合规有效的开票凭证，故财务作往来款处理。

2017 年末，该公司非流动资产余额为 170.29 亿元，主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。当年末，固定资产余额为 66.05 亿元，较上年末下降 23.80%，主要系处置开发区水务所致。在建工程余额较上年末增长 111.04%至 37.60 亿元，主要是 5.5 代 AMOLED 项目成本增加所致等。投资性房地产余额为 29.32 亿元，较上年末增长 50.41%，主要系公司本部新购入新兴路及净网路 430 余套房产（账面价值 4.77 亿元）以及综保区开发公司在建工程转入所致。可供出售金融资产余额为 18.53 亿元，主要为所持有的神州数码信息服务股份有限公司（以下简称“神州信息”）、东旭光电科技股份有限公司（以下简称“东旭光电”）的股份以及对国创开元股权投资基金（有限合伙）、自来水集团等股权投资款，当年末余额较上年末下降 16.47%，主要系当年神州信息及东旭光电股价下跌所致。长期股权投资余额为 4.84 亿元，较上年末下降 83.86%，主要系公司拟处置友达昆山相应地投资成本进行重分类所致。2018 年 3 月末，公司非流动资产余额较年初下降 21.08%至 134.39 亿元，主要系处置国显光电所致。当期末，固定资产余额较年初下降 32.68%至 44.46 亿元，在建工程较年初下降 71.17%至 10.84 亿元。长期股权投资余额较年初增长 369.35%至 22.74 亿元，主要系新增对江苏维信诺的投资 17.91 亿元。

（4）流动性/短期因素

截至 2018 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 182.36 亿元，占资产总额的比重为 25.99%，占净资产的比重为 89.73%。其中，已用于抵押的土地使用权及房产账面价值合计为 180.18 亿元。同期末，公司流动比率、速动比率分别为 212.51%、58.82%。公司流动资产中存货占比大，而该部分存货变现能力受土地出让规划等影响较大，存在一定不确定性。

3. 公司盈利能力

2017 年，该公司实现营业收入 60.09 亿元，同比增长 4.75%，2016 年以来受益于面板市场回暖，营业收入保持增长态势。当年，公司实现营业毛利 15.59 亿元，同比增长 5.23%，综合毛利率为 25.94%，与上年基本持平。2018 年第一季度，公司实现营业收入 10.63 亿元，同比下降 27.94%，主要系合并范围内变化等因素所致；当期公司营业毛利为 2.66 亿元，综合毛利率为 25.05%。

2017 年，该公司期间费用为 13.15 亿元，同比下降 15.77%，当年期间费用率分别为 21.88%，较上年下降 5.33 个百分点。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，当年公司管理费用 9.66 亿元，仍主要是国显光电及龙腾光电研发费用、土地使用权的摊销、固定资产折旧以及人员工资福利等支出；财务费用为 2.18 亿元，同比下降 54.44%，主要系产生汇兑收益及国显光电利息支出减少所致。2018 年第一季度，公司期间费用为 1.61 亿元，其中管理费用、财务费用分别为 1.02 亿元、0.36 亿元，同比分别下降 67.04%、58.78%，主要系

处置国显光电后相应的研发支出、利息支出规模下降；受此影响，公司期间费用率较上年同期下降 13.52 个百分点至 15.13%，但仍处于较高水平。

2017 年，得益于友达昆山划入持有待售资产以及期间费用水平下降等因素影响，该公司扭亏为盈。当年，公司实现净利润为 6.05 亿元，当年营业外收入为 1.13 亿元，同比下降 72.48%，其中政府补助收入分别为 0.39 亿元。因会计准则变化影响，2017 年公司收到的与日常活动相关的政府补助计入其他收益科目，该类政府补助金额为 0.75 亿元。当年，公司实现投资净收益 3.56 亿元，因拟协议转出友达昆山全部股权，当年末对友达昆山的投资成本转入持有待售资产科目，相应确认了投资收益 2.65 亿元。2017 年，公司总资产报酬率、净资产收益率分别为 1.23% 和 3.01%，资产获利能力仍有待提高。

2018 年第一季度，主要受处置国显光电影响，该公司确认投资收益 11.92 亿元，当期公司实现营业利润 12.80 亿元，较上年同期增加 11.69 亿元，实现净利润 12.76 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

目前，该公司已形成以电子产品销售为主，基础设施代建、房地产开发、房屋租赁等业务为辅的业务格局。作为昆山开发区基础设施项目的建设投融资主体，公司业务来源较为稳定，且多元化的业务结构有助于提升公司自身抗风险能力。

截至 2018 年 3 月末，该公司尚余 6602.64 亩土地可供出让；同期末，子公司昆山市申昌科技有限公司（以下简称“申昌科技”）持有神州信息 4970.83 万股，占已发行股份的 5.16%，账面价值 8.23 亿元。公司子公司国投公司持有东旭光电股份 4398.83 万股，账面价值 3.40 亿元。上述资产可在必要时进行转让以补充公司流动性，为债务偿付提供一定保障。

2. 外部支持因素

该公司与多家商业银行存在长期合作关系，近年来整体信用状况良好。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径获得银行授信总额度为 323.46 亿元，其中尚未使用额度为 69.03 亿元，为公司提供了较大的融资弹性空间。

该公司是昆山开发区重要的基础设施建设主体，并在产业引导方面发挥重要作用。自成立以来，公司得到了昆山市政府和昆山开发区管委会在土地资产注入、资产划拨和政府补助等多方面的支持。土地注入方面，昆山市国资办先后以资产注入的方式对其注入土地 15 次，累计面积达 10431.82 亩，累计账面价值为 149.72 亿元，全部用于补充公司资本金。政府补助方面，2015-2017 年，

公司获得的政府补助分别为 2.39 亿元、2.11 亿元、1.14 亿元。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司在产权状况、组织架构和管理制度等方面均未发生重大变化。公司业务仍以电子产品销售为主，基础设施代建、房地产开发、房屋租赁等业务为辅。因转让开发区水务，公司其他业务收入同比下滑，但得益于电子产品销售业务收入大幅增长，公司营业收入保持增长。作为开发区重要的投资建设主体，公司仍承担较多的基础设施建设项目，目前该类项目资金回笼情况较好；房地产开发项目大部分均已开发完成，公司总体面临的资本支出压力尚可。截至目前，公司已完成国显光电股权处置，并与维信诺等设立了合资公司；后续拟协议转让所持友达昆山全部股权，本评级机构将持续关注该事项进展。

跟踪期内，该公司刚性债务规模总体呈扩张趋势，负债经营程度升至较高水平，加之债务期限结构趋于中短期，面临较大的中短期债务偿付压力。公司期间费用高企，对盈利形成较大吞噬。2017 年得益于拟协议转让友达昆山全部股权及期间费用水平下降等，当年公司扭亏为盈。公司拥有较大规模的可变现土地资产及上市公司股份，可在必要时予以变现，能够为到期债务偿付提供一定保障。此外，公司银行授信较为充足，且作为昆山开发区主要的投资建设主体，近年来公司获得土地资产注入、政府补助等方面的政府支持，总体看公司获得政府支持的持续性可期。

附录一：

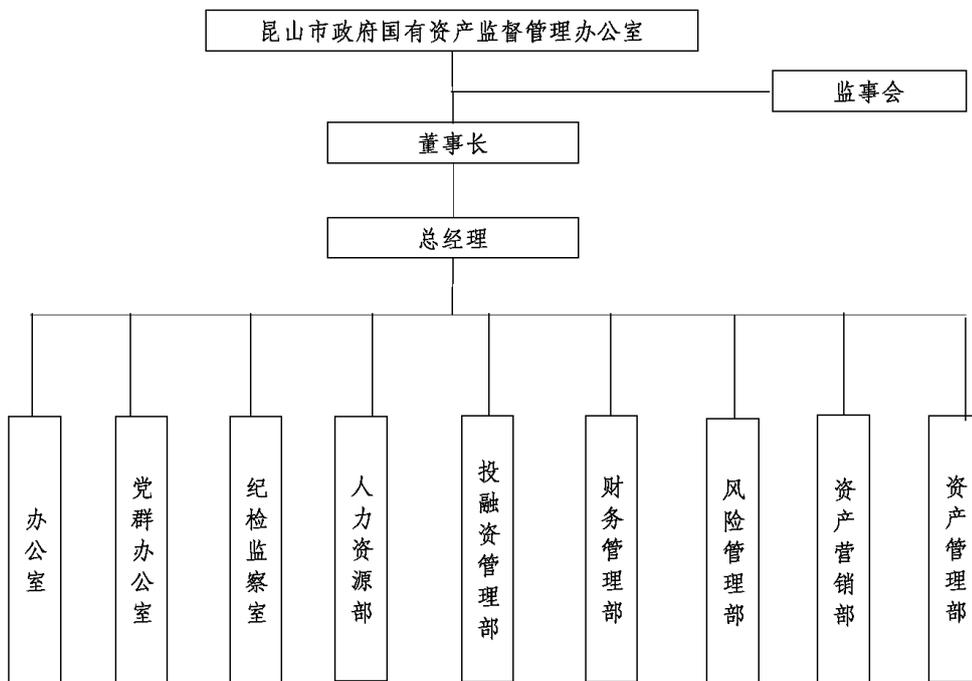
公司与实际控制人关系图



注：根据昆山国创提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据昆山国创提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：
主要财务数据及指标表

主要财务指标	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计	454.57	502.12	531.39	577.39
货币资金	55.26	46.02	17.63	31.05
流动负债合计	263.59	228.25	234.53	271.70
短期刚性债务	188.45	148.29	136.16	175.14
所有者权益合计	211.90	197.94	203.23	205.00
营业收入	47.26	57.36	60.09	10.63
净利润	-1.02	-4.79	6.05	12.76
EBITDA	17.05	13.03	22.09	—
经营性现金净流入量	3.58	-20.45	23.78	-29.96
投资性现金净流入量	-27.38	-22.30	-22.39	-1.32
资产负债率[%]	67.31	71.42	71.04	71.20
长短期债务比[%]	65.52	116.69	112.54	86.52
权益资本与刚性债务比率[%]	61.60	50.02	52.35	51.07
流动比率[%]	172.45	219.99	226.58	212.51
速动比率[%]	33.05	48.13	51.57	58.82
现金比率[%]	21.03	20.42	7.71	11.51
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.29	0.31	0.13	0.18
毛利率[%]	6.48	25.82	25.94	25.05
营业利润率[%]	-1.04	-11.69	8.48	120.35
利息保障倍数[倍]	0.43	0.02	0.45	—
总资产报酬率[%]	0.94	0.07	1.23	—
净资产收益率[%]	-0.48	-2.34	3.01	—
营业收入现金率[%]	105.49	118.62	102.90	97.74
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	1.44	-8.31	10.28	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-9.58	-17.38	0.60	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.25	0.64	1.17	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.10	0.08	0.16	—

注：表中数据依据昆山国创经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
长短期债务比	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录五：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除AAA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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。