

信用等级公告

联合〔2020〕242号

联合资信评估有限公司通过对常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年八月二十日



常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5—8 亿元

本期中期票据期限：3+2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司债务

评级时间：2020 年 8 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		a		评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果		
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2		
			行业风险	3		
		自身竞争力	基础素质	2		
			企业管理	2		
			经营分析	2		
财务风险	F4	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	4		
			现金流量	2		
		资本结构			3	
		偿债能力			4	
		调整因素和理由				调整子级
政府支持				2		
股东支持				2		

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司（以下简称“公司”）是江苏省常熟市经济技术开发区（以下简称“常熟经开区”）主要的基础设施投资建设和公用事业运营主体，具有较强的区域地位和业务专营优势，并持续得到当地政府的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司基建、土地整理业务待结算规模较大，资产流动性较弱，房地产项目存在一定的去化压力，短期偿债压力较大，对外担保存在或有负债风险等对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着常熟经开区经济的持续发展，公司的主营业务将呈稳步增长态势，公司目前在手项目规模较大，可对未来营业收入形成支撑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来，常熟市经济稳步增长，财政实力较强；常熟经开区作为国家级常熟经开区，工业基础及增长性较好，2019 年实现地区生产总值 934.33 亿元，一般公共预算收入 74.11 亿元。
2. 区域地位突出，业务具有专营优势。公司是常熟市主要的基础设施投资建设和公用事业运营主体，区域地位突出。公司的污水处理、工业供热等业务具有较强的专营性，能为公司带来较为稳定的收入和现金流。
3. 持续得到政府的有力支持。近年来，公司持续得到常熟市政府在资本金注入、股权划拨和财政补贴等方面的大力支持。

关注

1. 资产流动性弱。公司整理待出让土地及待结算的基建项目投资规模大，未来投资回收有待政府安排，整体

分析师：郝一哲 徐玲晏

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

周转效率较低；公司其他应收款对资金占用明显，整体资产流动性较弱。

2. **股权投资规模大，存在减值风险。**2019 年底，公司可供出售金融资产 77.56 亿元，主要投资汽车企业 2020 年一季度受汽车行业景气度不高影响持续亏损，存在一定的资产减值风险。
3. **债务负担较重，短期偿债压力较大。**公司债务负担较重，短期偿债压力持续上升，2020 年和 2021 年存在集中兑付压力；公司经营活动现金流出规模较大，随着项目的持续投入和债务偿还，公司存在一定的对外筹资压力。
4. **对外担保规模较大，存在或有负债风险。**截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 69.24 亿元，担保比率为 56.28%，存在或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	39.13	25.90	23.15	17.73
资产总额（亿元）	318.13	321.13	343.99	348.18
所有者权益（亿元）	120.51	121.83	122.80	123.01
短期债务（亿元）	40.97	44.64	72.65	57.83
长期债务（亿元）	148.55	151.67	144.99	163.47
全部债务（亿元）	189.52	196.31	217.64	221.30
营业收入（亿元）	12.31	14.77	14.81	3.67
利润总额（亿元）	1.00	1.39	0.88	0.23
EBITDA（亿元）	6.14	7.80	8.55	--
经营性净现金流（亿元）	0.20	-13.60	-14.55	-0.98
现金收入比（%）	90.20	98.77	77.12	101.20
营业利润率（%）	16.46	18.22	16.42	20.47
净资产收益率（%）	0.75	1.08	0.66	--
资产负债率（%）	62.12	62.06	64.30	64.67
全部债务资本化比率（%）	61.13	61.71	63.93	64.27
现金短期债务比（倍）	0.96	0.58	0.32	0.31
流动比率（%）	450.16	465.47	406.66	374.47
速动比率（%）	219.11	194.04	185.50	165.71
经营现金流流动负债比（%）	0.41	-28.56	-25.61	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.65	0.75	0.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	30.85	25.17	25.45	--

公司本部				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	190.74	207.92	239.25	244.95
所有者权益 (亿元)	88.28	89.18	89.62	89.67
全部债务 (亿元)	84.18	88.10	114.42	118.88
营业收入 (亿元)	5.98	7.99	5.48	1.41
利润总额 (亿元)	0.91	0.90	0.45	0.05
资产负债率 (%)	53.72	57.11	62.54	63.39
全部债务资本化比率 (%)	48.81	49.70	56.08	57.00
现金短期债务比 (倍)	2.35	2.40	0.83	0.46
流动比率 (%)	454.79	359.79	290.97	273.65
经营现金流动负债比 (%)	22.05	-10.15	-34.13	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/01/10	郝一哲 徐聆晏	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司（以下简称“公司”）由江苏省常熟经济开发区集团（以下简称“开发集团”）与常熟市经济开发集团有限公司（以下简称“常熟经开”）于 2004 年 6 月共同出资组建，初始注册资本为 3.00 亿元，开发集团和常熟经开分别持股 90.00% 和 10.00%。历经多次增资和股权变更，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 57.00 亿元，开发集团、常熟市城市经营投资有限公司（以下简称“常熟城投”）、常熟市发展投资有限公司（以下简称“常熟发投”）和常熟经开分别持股 68.77%、21.93%、8.77% 和 0.53%。开发集团、常熟经开实际控制人均为常熟经济技术开发区管理委员会（以下简称“常熟经开区管委会”），公司的实际控制人为常熟经开区管委会。

公司经营范围：房地产开发；经营管理授权范围内的国有资产及实现保值增值；承担规划区域内政府确定的基础设施建设投资；投资和经营授权范围内的城市资源；市政公用事业的经营和运作；日杂用品销售；污水处理服务；土地整理和环境整治。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设投资发展部、资产管理部、工程管理部、综合管理部和财务管理部共 5 个职能部门，拥有合并范围内子公司 7 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 343.99 亿元，所有者权益 122.80 亿元（含少数股东权益 26.48 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 14.81 亿元，利润总额 0.88 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 348.18 亿元，所有者权益 123.01 亿元（含少数股东权益 26.45 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营

业收入 3.67 亿元，利润总额 0.23 亿元。

公司住所：江苏省常熟经济开发区沿江工业区内常熟市滨江国际大厦；法定代表人：周杨。

二、本期中期票据概况

公司于 2020 年注册了总额度为 25 亿元的中期票据（中市协注（2020）MTN335 号），本期拟在注册额度内发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模 5.00 亿元，发行规模上限 8.00 亿元，期限为 3+2 年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金用于偿还公司债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长 -1.6%，其中一季度同比增长 -6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美

国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数

(CPI) 累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比下降 1.9%，比上季度 (-0.6%) 降幅继续扩大，较上年同期 (0.3%) 转升为降。工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 累计同比下降 2.6%，降幅比一季度 (-0.8%) 继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅 (10.7%) 显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087% 和 4.0410%，较上年同期 (分别为 4.5173%、5.2572% 和 4.5264%) 均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长 -10.8%，降幅较一季度 (-14.3%) 有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长 -11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长 -8.0%。一般公共预算收入总体大幅下

降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长 -1.0%，较一季度 (-12.0%) 降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长 -5.8%，降幅比一季度 (-5.7%) 略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期 (6.7%) 相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出 (除债务利息支出之外)，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出 (下降 30.0%)、节能环保支出 (下降 15.4%)、交通运输支出 (下降 13.3%)、科学技术支出 (下降 12.2%)、教育支出 (下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口 (0.93 万亿元) 大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月 (5.9%) 略有回落，但较上年同期 (5.1%) 仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元 (较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%)，并加快发行使用进度和使用范围，

支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大

力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以**投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长**。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居

环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中

在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）

融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套基础设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权

类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造

2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值

得关注。

2. 区域经济环境

公司是常熟经济技术开发区（以下简称“常熟经开区”）主要的基础设施建设及公用事业运营主体，近年来常熟市及常熟经开区经济稳定增长，财政实力较强；常熟经开区基础设施配套逐步完善，工业基础及增长性较好，但2019年受汽车行业景气度下行影响，一般预算收入有所下降。

（1）常熟市

常熟市为苏州市代管县级市，位于江苏省的南部，北濒长江并与南通市隔江相望，东南邻太仓市，南接昆山市和苏州市相城区，西连江阴市和无锡市锡山区，西北与张家港市接壤，是上海经济圈和长三角一体化重要节点之一，具有较为优越的区位条件。截至2019年底，常熟市总面积1276.32平方千米（含所属长江水域面积），城镇化率68.9%，下辖8个镇，6个街道、1个国家级经济技术开发区（常熟经开区）和1个国家级高新区（常熟高新技术产业开发区）。

根据2017—2018年《常熟市国民经济和社会发展统计公报》和2019年《常熟市人民政府工作报告》，常熟市地区生产总值分别为2279.55亿元、2400.23亿元和2470亿元（预计数），按可比价格计算，同比分别增长7.2%、6.8%和5.3%。

2017—2019年，常熟市分别实现规模以上工业总产值3548.28亿元、3759.31亿元和3671亿元。其中2019年规模以上工业增加值率为22%，完成工业投资209亿元，增长18.5%，总

量位居苏州市首位。

2017—2019 年，常熟市分别完成全社会固定资产投资 550.25 亿元、450.44 亿元和 522 亿元，按可比价格计算，分别较上年变动 1.0%、-18.14%和 15.9%，2019 年常熟市固定资产投资规模有所回升。

近年来，常熟市财政实力持续增强。根据常熟市财政局公开数据，2017—2019 年，常熟市分别实现一般公共预算收入 191.81 亿元、211.06 亿元和 203 亿元。其中，税收收入在一般公共预算收入中占比分别为 86.03%、87.33%和 84.70%。截至 2019 年底，常熟市地方政府债务余额 199.32 亿元。

2020 年 1—2 月，常熟市实现规模以上工业总产值 349.21 亿元，同比下降 24.9%；固定资产投资 51.27 亿元，同比下降 2.4%。同期，常熟市一般公共预算收入 39.27 亿元，同比下降 8.2%，其中税收收入 35.76 亿元，同比下降 6.8%，占比为 91.06%；一般公共预算支出 39.62 亿元，财政自给率为 99.12%。

（2）常熟经开区

常熟经开区成立于 1992 年 8 月，1993 年 11 月被江苏省政府批准为首批 11 个省级开发区之一，2010 年 11 月升级为国家级经济技术开发区。

常熟经开区管辖范围 156 平方公里，依托濒江临港和“二路一桥”（苏嘉杭高速、沿江高速、苏通长江大桥）的交通条件，在辖区范围内开发建设沿江工业区、国际化工园、通港工业园、高新技术园为主的工业板块及综合配套服务沿江发展的滨江新市区。近年来，常熟经开区围绕汽车及零部件、装备制造、新能源、创新创业、现代物流等五大产业招商引资，先后引进了总投资 150 亿元的观致汽车、总投资 175 亿元的奇瑞捷豹路虎汽车等一大批项目，目前形成了高档造纸、电力能源、精细化工、汽车零部件、新型建材及特殊钢铁为主导的产业群。常熟经开区吸引了包括美国杜邦、瑞士诺华制药、日本住友轮胎、华润电力等在内的

55 家世界 500 强企业投资入驻，常熟经开区外资企业较多，利用外资情况较好。

根据常熟经济技术开发区财政局（以下简称“常熟经开区财政局”）提供资料，2017—2019 年，常熟经开区地区生产总值分别为 835.92 亿元、927.03 亿元和 934.33 亿元，其中工业增加值分别为 573.49 亿元、626.45 亿元和 627.02 亿元。2019 年，常熟经开区完成固定资产投资 219.50 亿元，其中基础设施投入为 15.64 亿元，其余均为工业项目投入。经过多年建设，常熟经开区主要区域内市政配套基础设施基本建设完成，相关产业配套设施齐全，固定资产投资以工业项目投入为主。

2017—2019 年，常熟经开区一般公共预算收入分别为 75.60 亿元、87.08 亿元和 74.11 亿元，其中税收收入分别为 73.17 亿元、84.14 亿元和 71.80 亿元，其中 2019 年受汽车行业景气度下行，区域内汽车制造商及上下游产业链税收贡献下降，导致当年一般公共预算收入有所下降；收到上级补助分别为 1.95 亿元、10.76 亿元和 13.17 亿元；政府性基金收入主要来自于土地使用权出让收入，分别为 21.96 亿元、32.49 亿元和 32.27 亿元。2017—2019 年，常熟经开区一般公共预算支出分别为 63.14 亿元、64.63 亿元和 61.37 亿元，财政自给率分别为 119.73%、134.74%和 120.76%，地方财政自给能力强。

2020 年 1—3 月，常熟经开区实现地区生产总值 199.99 亿元；财政总收入 41.58 亿元，其中一般公共预算收入 20.86 亿元。

五、基础素质分析

公司实际控制人是常熟经开区管委会，在常熟经开区的基础设施建设和公用事业运营等方面具有较强的竞争优势，并持续得到常熟经开区政府在资本金注入、股权划拨和财政补贴等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 57.00

亿元，开发集团、常熟城投、常熟发投和常熟经开对其分别持股 68.77%、21.93%、8.77%和 0.53%，常熟经开区管委会为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是常熟经开区主要的基础设施建设和公用事业运营主体，公司本部承担了区域内基础设施建设及土地整理任务，并分别通过下属子公司常熟市滨江新市区污水处理有限责任公司（以下简称“滨江污水”）及控股子公司常熟滨江热力有限公司（以下简称“滨江热力”）开展污水处理和工业供热业务，该业务具有较强的专营优势，同时，公司依据常熟经开区需求进行房地产开发和股权投资。

公司控股股东开发集团为非独立法人主体，负责统筹常熟经开区的开发建设，不开展实质业务，具体业务主要由公司承担。开发集团下属其他主要子公司还包括：常熟市滨江农业科技有限公司，注册资本 3.20 亿元，主要从事农业相关业务；常熟出口加工区开发建设有限公司，注册资本 4.00 亿元，主要负责出口加工区相关业务，两家企业规模体量均较小。

总体看，公司作为常熟经开区主要基础设施建设主体和公用事业运营主体，具有较强的区域专营优势。

3. 人员素质

截至 2020 年 3 月底，公司高级管理人员 3 人，其中董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 1 人。

周杨先生，1980 年生，历任常熟市城市经营投资有限公司团委书记、常熟经济技术开发区规划建设局副局长，2018 年 10 月至今任公司董事长、法定代表人。

孙珏先生，1981 年生，历任常熟经济技术开发区经济发展局审批服务科副科长、常熟经济技术开发区经济发展局综合科科长，2018 年至今任公司董事、总经理。

截至 2020 年 3 月底，公司本部在职员工 58

人。从学历结构来看，大专学历 2 人，本科学历占 53 人，硕士研究生学历以上 3 人；从职称构成看，初级职称 8 人，中级职称 48 人，高级职称 2 人；从年龄结构来看，30—40 岁 10 人，40—50 岁 44 人，50 岁以上 4 人。

总体看，公司高层管理人员相关管理经验丰富，人员素质能满足公司目前运营管理需要。

4. 外部支持

资本金注入

2008 年，根据常熟经开区管委会下发的常开管〔2008〕102 号文，开发集团无偿划拨资金 11.00 亿元至公司，计入公司“资本公积”科目。

自公司成立以来，历经股东多次注资，截至 2020 年 3 月底，公司实收资本 57.00 亿元，均为货币方式出资，其中开发集团、常熟城投、常熟发投和常熟经开分别出资 39.20 亿元、12.50 亿元、5.00 亿元和 0.30 亿元。

股权划拨

2010 年，根据常国资本办〔2010〕25 号文，开发集团将持有常熟市滨江新市区污水处理有限责任公司 96.15% 股权无偿划拨给公司，增加公司资本公积 3.32 亿元。

财政补贴

2017—2019 年，公司分别获得政府补助 3.67 亿元、4.28 亿元和 5.31 亿元，主要为公用事业运营补贴，计入公司“营业外收入”或“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1032058100050910I），截至 2020 年 7 月 31 日，公司本部无未结清不良和关注类信贷记录，存在已结清关注类贷款 2 笔（最近一次结清日期为 2012 年 12 月 20 日），无其他已结清不良信贷记录。根据相关银行提供说明，2 笔贷款被归为关注类贷款主要系当时公司尚未退出地方政府融资平台名单所致（公司已于

2013 年 6 月退出银监会政府融资平台名单), 均已正常收回。

根据常熟港口开发建设有限公司(以下简称“常熟港发”)提供的《企业信用报告》(机构信用代码: G10320581002685702), 截至 2020 年 7 月 31 日, 常熟港发无未结清不良和关注类信贷记录, 存在已结清关注类贷款 3 笔(最近一次结清日期为 2017 年 12 月 25 日), 无其他已结清不良信贷记录。根据相关银行提供说明, 3 笔贷款被归为关注类贷款主要系银行系统自动分类, 均已正常收回。

六、管理分析

公司法人治理结构和管理制度较为完善, 现行管理制度能够满足现阶段经营发展需要。

1. 法人治理结构

根据《中华人民共和国公司法》《公司登记管理条例》及国家有关法律、法规的规定, 公司制定了公司章程。设立了包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。

公司设股东会, 是公司的权力机构。股东会依法享有决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事和监事(职工代表除外)、审核批准公司的年度财务预决算方案、修改公司章程等权利。

公司设董事会, 由 5 人组成, 设董事长 1 名。董事长由董事会选举产生。董事由股东会选举和更换。董事每届任期三年, 任期届满连选可以连任。董事会行使向股东会报告工作并执行其决定、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的基本管理制度等职权。

公司设监事会, 由 3 人组成。其中, 由股东会委派 2 名, 职工代表推荐 1 名。监事会设主席 1 人, 由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届三年, 任期届满, 选举可以连任。监事会行使的职权主要包括: 检查公司的财务; 对董事、经理执行公司职务的行为进行监督, 对违反法律法规、公司章程或者股东会议决议

的董事、经理提出罢免的建议; 提议召开临时股东大会; 向股东会会议提出议案。

公司设经理 1 名, 由董事会聘任或解聘。经理对董事会负责, 主要行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施股东会决议等职权。

2. 管理水平

截至 2020 年 3 月底, 公司本部内设投资发展部、资产管理部、工程管理部、综合管理部和财务管理部共 5 个职能部门。

从内部管理来看, 公司制定了财务管理、投资管理、工程招投标管理、子公司管理、对外担保等一系列内控管理制度及办法。

财务管理方面, 公司根据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》及国家统一的会计制度精神, 结合公司具体情况, 制定了财务管理制度, 适用于公司及所属子公司。公司财务应当制订有效的预算制度, 合理筹集资金, 加强成本费用的管理, 规范财务会计报告和对外财务信息披露。财务管理制度对货币资金等项目管理、会计报告的编制、财务预算与控制、资金的使用和审批以及会计档案管理等做出了详尽的规定。

投资管理方面, 为保障公司国有资产保值增值, 促进企业投资决策的科学化和民主化, 公司制定了投资管理办法。公司投资决策委员会是投资决策的最高权力机构, 在投资决策委员会的领导和授权下, 公司依据投资管理办法对公司及其所属企业的长期投资及短期投资行为进行规范管理。

工程招投标管理方面, 为规范公司工程建设招标、材料设备设施采购活动, 加强监督管理, 维护公司的利益, 公司制定了工程招投标管理办法。办法的适用范围包括公司投资建设的工程项目的施工单位选择, 批量工程材料、设备设施等的供应商的选择, 以及建设项目的设计、测绘、勘察、保险、招标代理(造价咨询)、监理等内容的服务商的选择。

子公司管理方面, 子公司包括全资子公司

和控股子公司。母公司在对子公司管理过程中，实施的管理措施包括：对子公司的组织及人员的管理，通过选任董事、经理、财务负责人等方式，行使出资人权力；对子公司业务层面的管理。

对外担保方面，公司执行常熟经开区管委会制定的《常熟经济技术开发区国有企业担保事项管理暂行方法》。方法规定公司提供担保应由董事会或股东会进行决议，同时抄报监事会。常熟经开区国有资产监督管理办公室对担保事项进行初审，并出具初步审核意见，提交常熟经开区党工委会议或常熟经开区管委会主任办公会议研究决定。担保事项应当报市国资委核准的，按照规定程序上报。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责常熟经开区的土地开发整理、基础设施建设、污水处理、工业供热等业务，兼营房地产开发、房屋租赁业务。近年来公司营业收入稳中有增，毛利率有所下降。

从收入构成来看，公司收入来源相对均衡，以工程项目建设、工业供热和房屋销售收入为主，2017—2019年公司主营业务收入分别为

12.29亿元、14.77亿元和14.72亿元，收入呈增长趋势。工程项目建设收入受工程进度及工程量影响波动增长，2019年为3.77亿元。随着服务企业数量增长、产能提升，公司工业供热收入持续增长，2019年为4.87亿元，成为公司收入最大构成。受土地出让进度影响，公司土地开发整理收入规模有所波动，2019年为1.10亿元。2017—2019年，公司实现房屋销售收入分别为3.27亿元、2.83亿元和3.37亿元，来自公司自主开发的商品房。公司污水处理收入相对稳定，2019年实现收入1.20亿元。

毛利率方面，受占比较大的房屋销售毛利率下滑影响，公司综合毛利率有所下降，2017—2019年分别为23.00%、20.42%和18.40%。其中土地开发整理和工程项目建设毛利率相对稳定，污水处理业务毛利率水平较高，2019年为73.45%，较上年下降8.83个百分点。2019年房屋销售毛利率继续下降至4.63%，系受市场行情及政策影响销售价格下降所致。工业供热毛利率波动下降至6.82%，主要受采购蒸汽热源价格增长影响。

2020年1—3月，公司实现主营业务收入3.66亿元，相当于2019年全年的24.84%，主营业务综合毛利率为21.64%，较2019年略有提升。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理	1.00	8.14	20.00	1.20	8.13	20.00	1.10	7.48	20.00	0.34	9.44	20.00
工程项目建设	2.53	20.61	24.01	4.77	32.28	25.00	3.77	25.60	25.00	1.05	28.59	25.00
污水处理	1.12	9.12	81.78	1.12	7.59	82.28	1.20	8.19	73.45	0.40	11.01	82.82
工业供热	3.98	32.35	10.76	4.41	29.85	5.01	4.87	33.10	6.82	0.93	25.38	6.80
房屋销售	3.27	26.64	18.07	2.83	19.20	13.12	3.37	22.89	4.63	0.88	24.07	2.73
房屋租赁	0.39	3.14	21.42	0.44	2.96	15.74	0.40	2.75	24.44	0.06	1.51	72.73
合计	12.29	100.00	23.00	14.77	100.00	20.42	14.72	100.00	18.40	3.66	100.00	21.64

注：合计数出现尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据审计报告及公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司受常熟经开区管委会委托承担了区域内基础设施建设任务。常熟经开区开发建设起

步早，道路管网等市政基础设施建设基本完成，目前公司在建项目以医院等功能性配套设施为主，未来投资压力尚可，但部分项目结算有待政府安排，未来投资回收时点及规模存在一定

不确定性。

公司基础设施建设业务具体由公司本部实施。常熟经开区管委会按开发区块与公司签订《委托代建项目合同书》，并在合同中列示具体项目清单，主要涵盖待开发区块内征地、拆迁、配套基础设施建设等工程，公司需筹措资金并推动项目建设、管理工作，待项目建成交付后，工程竣工结算资料经第三方机构及常熟经开区财政局审核认定，公司按照竣工结算价加成

10%—25%的收益比例确认工程项目建设收入，不同项目加成收益比例有所浮动，常熟经开区管委会在五年内支付代建款项。

2017—2019年及2020年1—3月，公司分别实现工程项目建设收入2.53亿元、4.77亿元和3.77亿元和1.05亿元，均于当年年底或次年初实现回款，整体上公司基础设施建设项目回款情况良好。

表 4 近年来公司代建项目收入确认情况（单位：亿元）

年份	项目名称	总投资	累计投资	确认收入
2017 年	绿化工程	0.83	0.62	0.83
	地块整治工程	0.70	0.53	0.70
	滨江国际社区土建工程	0.24	0.24	0.31
	“森林花苑”配套工程	0.15	0.15	0.19
	碧浒路浒浦大桥工程	0.12	0.12	0.16
	碧浒路（浦江路-通港路）道路工程	0.17	0.17	0.22
	江南大道（汽渡路~碧浒路）道路改造工程	0.07	0.07	0.08
	第二污水处理厂一期（市政）工程	0.03	0.03	0.04
2018 年	道路	4.80	3.57	4.77
2019 年	兴港大道工程	1.75	1.75	1.54
	南五路延伸工程（含白茆塘桥）	1.31	1.31	0.77
	南六路道路工程（含白茆塘大桥）	0.97	0.97	0.68
	捷豹二路（暂名）一期道路工程项目	0.65	0.65	0.78

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，除滨江国贸中心、道路整治项目外，公司在建基础设施项目总投资71.27亿元，累计完成投资61.67亿元，尚需投入9.60亿元。公司在建基础设施项目中，滨江国贸中心为公司通过法院判决拍卖获得楼盘，公司对其进行续建并维护，目前尚待常熟经开区管委会验收，未来公司将项目移交后可实现收入，已投入6.38亿元；滨江医院项目已投入使用，公司对其仍有少量的建设维护支出，相关

投入计入投资款项，后续待常熟经开区管委会安排一并结算，目前投入已超过预算总投资；道路整治和白茆小沙边滩整治的工程建设已基本完成，公司目前进行日常养护维护工作，已投入6.22亿元；白茆小沙边滩整治为长期系统性工程（涉及扩垦），主体工程完工后需定期堤防清基、围堤、抛石等日常维护工作，仍需投入一定资金。

表 5 截至 2020 年 3 月底公司在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	建设期	回款期	已投资	预计投资额		
					2020 年	2021 年	2022 年
汽车产业园基础设施项目	19.75	2013-2020	2021-2025	15.16	4.59	--	--
国际物流园	13.40	2011-2022	2021-2025	9.66	1.00	2.74	--
铁黄沙项目	19.73	2013-2021	2021-2025	14.73	3.00	2.00	--

白茆小沙边滩整治	4.16	2011-2021	2021-2025	6.11	/	/	/
福山水道	9.83	2013-2021	2021-2025	7.50	2.00	0.33	--
新城幼儿园项目	0.68	2019-2021	2021-2025	0.31	0.30	0.07	--
滨江医院	3.72	2009-2011	2021-2025	8.20	/	/	/
小计	71.27	--	--	61.67	10.89	5.14	--
滨江国贸中心	--	2009-2011	2021-2025	6.38	/	/	/
道路整治	--	2018-2020	2020-2025	6.22	/	/	/
合计	71.27	--	--	74.27	10.89	5.14	--

资料来源：公司提供

(2) 土地开发整理

公司在常熟经开区管委会的授权下在常熟经开区内开展土地开发整理业务。公司待出让土地规模较大，并以住宅用地为主，仍可支撑未来收入规模，但出让情况及回款安排不确定性较大。

公司土地开发整理业务由公司本部实施，业务主要集中在常熟经开区内综合配套服务区滨江新市区。公司每年根据常熟经开区规划和自身资金、人力情况制定土地开发计划，并上报常熟经开区管委会，经批准后进行土地开发整理。公司负责土地开发、平整等工作，常熟经开区管委会负责支付拆迁费用，具体拆迁工作由常熟经开区拆迁办实施。公司完成地块开发整理后交由常熟市土地储备中心出让，常熟市财政局收到土地出让金扣除相关规费后将住宅商业用地出让收益的70%、工业用地出让收益的80%拨付至常熟经开区财政局，常熟经

开区财政局统筹安排拨付公司的土地出让收益规模和时点，一般加成收益不低于土地出让收益的10%，公司据此确认收入。

目前区域内前期拆迁工作基本完成，相应支出由财政负担，公司仅承担土地平整工作，单位整理成本较低，2018年公司主要进行对已开发道路的绿化、路面坑洼的硬化处理等维护工作，当年单位成本仅为11万元/亩。近年来，在常熟经开区的总体要求和部署下，为配合引进企业落地，土地出让规模逐年提升。2017—2019年，公司通过常熟市土地储备中心出让的所整理地块面积分别为520亩、892亩和1175.18亩，出让规模持续提升，主要为工业用地。出让价格方面，常熟经开区工业用地出让均价较为稳定，住宅商业用地出让价格易受市场行情及政策影响，近年来有所下滑，主要系房地产政策收紧及开发区距离市区较远所致。

表6 近年来公司土地开发整理投资及出让情况（单位：万元、亩、万元/亩）

项目	2017年	2018年	2019年
当期投入金额	900	9600	18100
开发整理面积	42	841	1008
整理单位成本	21	11	17.96
出让地块面积	520	892	1175.18
工业用地	338	705	736.61
住宅、商业	183	187	131.24
仓储	--	--	307.33
出让地块均价	349	208	68.05
工业用地	21	28	21.34
住宅、商业	954	887	417.55
仓储	--	--	30.75
地块出让金额	181395	185246	79971.59
工业用地	7090	19506	15720.64

项目	2017 年	2018 年	2019 年
住宅、商业	174305	165740	54800.00
仓储	--	--	9450.95

资料来源：公司提供

公司目前主要开发区域集中在滨江新市区及周边两镇（东张镇和吴市镇），经规划调整，原浒浦、碧溪两镇中心镇区于2010年正式纳入滨江新市区的预留开发区域，滨江新市区规划面积由4.30平方公里扩展至6.60平方公里（约9900亩），截至2020年3月底，公司土地开发整理业务累计投入20.88亿元，累计完成土地开发11086亩，累计出让土地8907亩，累计收到土地项目回款14.56亿元。公司基本完成滨江新市区的土地开发工作，后续向周边乡镇延伸。

表7 截至2020年3月底公司土地开发整理情况
(单位：亩)

土地类型	已整理面积	已出让面积	剩余面积
住宅	3778	1849	1929
商业	927	912	15
绿化及道路	2569	2443	126
其他	3812	3703	109
合计	11086	8907	2179

注：其他主要是仓储用地、教育用地等
资料来源：公司提供

(3) 工业供热

公司工业供热业务主要为常熟经开区集中工业供热管网建设及运营，区域专营性较强。近年来，随着供热范围扩大、产能逐步提升，工业供热收入有所增加，为公司贡献了稳定的收入及现金流。

公司工业供热业务由控股子公司滨江热力负责，滨江热力由公司和江苏常熟发电有限公司（以下简称“常熟发电”）分别持股51%和49%。

公司共有4条供热管线，其中常熟经开区东线于2011年建成并运营，起点为星海北侧，终点为长宏路北侧，全长8.57公里；梅李线于2016年开始运营，全长62.80公里，起点为常熟发电，管线延伸至梅李镇、古里镇淼泉管理区；董浜线于2016年开始运营，全长39.35公里，起点为常熟发电，管线送至董浜镇、徐市管理区、支塘镇及何市管理区；2019年公司新建并投产常

熟经开区四期复线，始于常熟发电，全长约5公里。

采购方面，公司向常熟发电和华润电力（常熟）有限公司购买热源蒸汽，实际使用量经双方核对确认后作为月度结算的依据。采购价格则根据煤炭价格、发供热市场、政府供热定价变动情况，由双方每季度协商确定。公司每月按双方核定的供气量和单价进行结算，于次月支付购汽费用。受煤炭市场价格波动等因素影响，2017—2019年及2020年3月底，公司单位热源蒸汽采购均价波动增长至149.65元/吨。随着供热户数的增加，公司热源采购量持续增长，2019年增至287.40万吨。

表8 近年来公司购热情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
采购蒸汽（万吨）	246.93	260.51	287.40	54.67
采购均价（元/吨）	142.82	154.62	149.36	149.65
采购金额（亿元）	3.54	4.03	4.29	0.82

资料来源：公司提供

销售方面，公司与区域内工业企业签订供热合同，依据其实际使用量及核定价格收取供热费，其中热源蒸汽的销售单价根据常熟市发改委、常熟市物价局相关文件执行，公司具有一定上浮权限。受煤炭市场价格波动等因素影响，公司蒸汽售价经过多次调整，根据苏州市物价局出具的《关于调整混合蒸汽试行销售价格的通知》（苏价环字〔2018〕43号）以及常熟市发改委出具的《关于调整蒸汽销售价格的通知》（常发改价〔2018〕11号），自2018年4月起，常熟市集中供热经营单位蒸汽价格由原来的201元/吨上调至214元/吨，允许上浮6%—10%，下浮不限，具体由双方协商确定。近三年，公司供热均价持续小幅增长，随着管线扩容、供热管网接入企业增加，公司供热户数较上年有所增加，供热量有所增长。

表9 近年来公司供热情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
管线条数(条)	3	3	4	4
管网总长度(公里)	237.17	241.87	241.57	241.57
供热户数(户)	315	324	336	328
年供热量(万吨)	220.23	232.57	260.85	50.77
供热均价(元/吨)	202.48	206.56	203.01	199.16
供热收入(亿元)	3.98	4.41	4.87	0.93

资料来源:公司提供

2017—2019年及2020年1—3月,公司分别实现工业供热收入3.98亿元、4.41亿元、4.87亿元和0.93亿元,呈增长趋势,主要得益于供热单价调升及供热量逐年增长,同期毛利率水平波动下降,2019年和2020年1—3月分别为6.82%和6.80%。

(4) 污水处理

公司是常熟经开区唯一从事污水处理的主体,在常熟经开区具有垄断优势。污水处理收入及现金流较为稳定,利润空间较大,为公司收入及盈利提供有益补充。

公司污水处理业务由子公司滨江污水负责,主要负责常熟经开区工业废水收集和处理工作,兼顾部分民用废水处理。截至2020年3月底,公司下辖2家污水处理厂,设计日处理能力为7.5万吨/日,所服务的区域总面积126.40平方公里(其中城市建设用地面积92.4平方公里)、人口30万人、企业2400多家。

运营模式方面,公司与专业的污水处理厂运营管理服务公司签订合同,将污水处理工作外包,由其负责污水处理厂的日常运营、维护

保养等工作,公司则按合同支付相应的运营管理费。2018年8月,公司与常熟市中法污水处理有限公司(以下简称“中法水务”)签订委托管理合同,合同周期为1年,目前尚待续签。

公司收取的污水处理费包括三部分:一般污水处理费、公共排污设施有偿使用费和超标污水处理费。其中,一般污水处理费在污水处理收入中占比一般超过50%,包含在自来水到户价中,与实际污水处理量无关,计费方式为“污水处理单价×自来水售水量”。收费标准为:非居民生活用水1.70元/吨,特种行业用水2.00元/吨。一般污水处理费由运营管理方中法水务在售水价格中代为征收,经常熟市财政扣除相关规费后拨付至滨江污水账户。公共排污设施有偿使用费系企业因使用公共排污设施需承担排污费等有偿使用费,滨江污水于企业排水口安装流量计以计算排污量,并据此收取排污费。超标污水处理费系对于向公共排污设施排放超过标准污水的企业额外收取的费用。

2017—2019年及2020年一季度,常熟经开区自来水销售量分别为3570万吨、3594万吨、3607万吨和811万吨,大于当年污水处理量,主要是出于环保要求,常熟经开区鼓励部分重污染行业(化工、造纸、医药、钢铁、造纸)企业技改,以及自配污水处理设施,若通过污水管道、流量计及第三方检测达标则无需处理,同期,常熟经开区内经入驻企业自备污水处理装置处理的污水量分别为1951万吨、1987万吨、1972万吨和303万吨。

表10 近年来公司污水处理业务成本构成(单位:万元)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
外包管理运营费	844.84	856.11	1296.17	324.04
折旧费	519.61	522.96	522.34	131.09
电费	432.82	394.26	326.61	82.89
其他费用	244.94	212.52	613.66	153.63
合计	2042.21	1985.85	3198.53	691.65

资料来源:公司提供

表11 近年来公司污水处理业务运营情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
服务企业数量(家)	2402	2415	2416	
污水处理总量(万吨)	2750	2773	2781	593.00

污水处理均价（元/吨）	2.62	2.62	2.62	
污水处理收入（亿元）	1.12	1.12	1.20	0.40

资料来源：公司提供

近年来，随着常熟经开区落户企业增长，公司污水处理业务服务企业数量稳步增长，2017—2019 年及 2020 年 1—3 月，公司分别实现污水处理收入 1.12 亿元、1.12 亿元、1.20 亿元和 0.40 亿元；公司污水处理业务成本主要为委托管理费、折旧费、电费等，毛利率水平高，分别为 81.78%、82.28%、73.45%和 82.82%。

（5）房地产开发

公司已完工房地产项目仍存在一定去化压力，尚林花苑项目收益不及预期，安置房待销售规模大，收益及销售进度存在一定不确定性，商品房项目剩余部分或改为自持出租。

公司在基础设施建设和公用事业运营主业之外，依据区域内企业职工及高端人才住房需求，以及自身资源和实力，自 2014 年以来逐步进行商品房开发。

截至 2020 年 3 月底，公司主要开发了尚林花苑和公园道一号两个商品房项目，于 2017 年上市预售，并于 2017 年底竣工。其中，尚林花苑项目位于滨江新市区，占地 31 亩，建有 3 栋

30 层高层住宅，总可售面积 4.94 万平方米，其中住宅面积 4.89 万平方米，商业面积 648.30 平方米。截至 2020 年 3 月底，项目累计销售金额 2.42 亿元。鉴于项目销售备案登记时间较早，销售均价较低，若按照原备案价格销售，则项目总销售收入不能覆盖项目总投资金额，尚林花苑项目剩余可售面积为 0.98 万平方米，公司计划暂时自持对外出租。公园道一号项目为住宅项目，并配套相应的道路、场地、绿化等设施，总可售面积 4.32 万平方米，剩余可售面积为 0.87 万平方米，公司计划自持出租。此外，滨江海外大厦系公司通过市场化收购的房产，总投资 3.36 亿元，主要为收购款项及后续内装、改造投入，该项目于 2019 年确认房产销售收入 0.36 亿元，剩余部分拟自持对外出租。

截至 2020 年 3 月底，公司商品房项目剩余可售面积 6.79 万平方米，拟改为自持出租实现租赁收入，投资回收实现周期较长且租金实现受市场行情影响具有一定不确定性。

表 12 截至 2020 年 3 月底公司房地产项目情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目名称	项目状态	总投资额	预售时间	总可售面积	已售面积	已销售金额	结转收入
尚林花苑	完工	4.00	2017.1	4.94	3.96	2.42	2.42
公园道一号	完工	3.58	2017.1	4.32	3.45	3.69	3.69
滨江海外大厦	完工	3.36	2019.1	5.40	0.46	0.53	0.36
聚和佳苑二期	完工	25.00	2018.3	30.51	13.19	3.89	3.01
聚和佳苑三期	在建	20.60	2019.12	39.44	0.00	0.00	0.00
合计	--	56.54	--	84.61	21.06	10.53	9.48

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司开发了聚和佳苑二期和三期两个安置房项目，聚和佳苑三期项目处于在建阶段，该项目总投资 20.60 亿元，累计完成投资 19.12 亿元。聚和佳苑三期采用货币化安置方式，安置款由常熟经开区管委会支付给居民，项目建成后向安置居民定向销售，在成本的基础上加成一定收益比例（待定）确定销售价格。目前聚和佳苑三期项目已完成预

售证的办理，总可售面积 39.44 万平方米，其中计划用于居民安置部分 26.30 万平方米，市场化销售部分 13.14 万平方米。联合资信注意到，公司安置房建设规模大，销售进度受当地安置需求和政府安排影响具有一定不确定性，当前待售规模大，存在一定的去化压力。

（6）股权投资

为促进常熟经开区招商引资以及税收收

入提升，公司受常熟市常熟经开区委托对区域内汽车制造企业进行股权投资，但联合资信关注到公司对奇瑞汽车存在高溢价收购，同时被投资对象受市场行情影响实际产能释放情况一般，公司股权投资存在一定减值风险。

公司根据常熟经开区的产业发展政策进行股权投资，通过下属子公司常熟港发参股投资奇瑞汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞汽车”）及芜湖奇瑞汽车投资有限公司（以下简称“芜湖奇瑞”），资金主要来源于常熟经开区财政局，以注资形式将资金拨付公司。截至2020年3月底，公司对奇瑞汽车投资59.00亿元，资金投向路虎汽车项目。根据2012年双方签订协议，公司对奇瑞汽车股权收购价为20元/股，2014年底收购完成后公司对其持股比例为7.16%，当期奇瑞汽车注册资本为41.20亿元，存在高溢价收购现象；截至报告出具日，奇瑞汽车注册资本增至54.70亿元，公司持股比例进一步稀释至2.51%，联合资信关注到公司对奇瑞汽车股权投资存在高溢价收购及股权被稀释的情况。截至2020年3月底，公司对芜湖奇瑞投资17.60亿元，持股比例为46.52%，资金投向观致汽车项目。资金投入均以成本入账，体现在可供出售金融资产。

奇瑞汽车

奇瑞汽车前身为成立于1997年的安徽汽车零部件有限公司，实际控制人为芜湖市国有资产监督管理委员会（以下简称“芜湖市国资委”）。奇瑞汽车是国内大型整车生产企业之一，目前产品主要集中于中低端乘用车市场。截至2019年底，奇瑞汽车资产规模938.38亿元，负债总额682.49亿元，所有者权益255.88亿元；2019年实现营业收入321.48亿元，营业利润-4.69亿元，利润总额1.07亿元（主要来源于对供应商罚款）。

2012年，奇瑞汽车与英国捷豹路虎公司在常熟经开区合资成立奇瑞捷豹路虎汽车有限公司（以下简称“奇瑞捷豹路虎”），路虎项目一期总投资109亿元，形成年产13万辆乘用车

车和配套13万台发动机生产能力，于2015年初上市销售。2017年3月，奇瑞捷豹路虎获股东增资24.00亿元，用于路虎二期建设，二期总投资55.60亿元，形成产能年产20万辆乘用车和配套20万台发动机生产能力。受经济下行、汽车行业遇冷等市场因素影响，奇瑞汽车投资的奇瑞捷豹路虎汽车产能释放及销售不理想，2017—2019年，奇瑞捷豹路虎整车销量分别为8.30万台、6.80万台和5.30万，逐年下降。

芜湖奇瑞

芜湖奇瑞注册成立于2007年，注册资本为37.40亿元，截至报告出具日公司子公司常熟港发持有其46.52%股权，奇瑞汽车间接持有其53.48%股权，为芜湖奇瑞实际控制人。截至2019年底，芜湖奇瑞资产总额21.75亿元，负债合计15.81亿元，所有者权益5.94亿元；2019年实现营业收入0.00亿元，利润总额5.18亿元，主要为股权转让获得的资产处置损益。

2007年，芜湖奇瑞同以色列集团Quantum在常熟经开区内共同投资成立观致汽车有限公司（以下简称“观致汽车”），项目一期总投资70亿元，形成年产15万辆乘用车生产能力，于2013年实现首款车型交付。2017—2019年，观致汽车销售量分别为1.57万台、6.23万台和2.60万台，其中2018年宝能汽车发展共享汽车规模化采购带动当年销量上升，观致汽车整体销量欠佳。由于近年来持续亏损，2019年芜湖奇瑞将其持有的观致汽车12.50%的股权以16.25亿元的价格转让给宝能汽车，芜湖奇瑞当年确认股权处置收益11.43亿元。此前宝能汽车于2017年收购了芜湖奇瑞和外资方持有的观致汽车51%的股权，宝能汽车成为观致汽车的实际控制人。本次股权转让后，芜湖奇瑞仍持有观致汽车12.50%的股权。

3. 未来发展

公司未来将围绕高质量建设常熟经开区、服务区域内落地企业的宗旨，按照常熟经开区

总体规划，继续推动现有的基础设施及配套建设、公用事业服务的核心业务，配合政府土地出让计划进行土地整理，并适时及适量发展房地产，合理配置自持物业。同时，公司还将利用自身优势资源以合作开发、参股等形式开拓新业务，总体上将经营性业务收益占比保持在50%以上，不断优化收入结构，做大做强公司业务，增强公司可持续发展能力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司有纳入合并范围的子公司 7 家。2017 年，公司将持有常熟新泰港务有限公司 51% 股权无偿划出，不再纳入合并范围；2019 年，公司投资新设苏州常润智慧能源有限公司；2018 年及 2020 年一季度，公司合并范围无变化。上述合并范围变化对公

司整体经营、财务影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 343.99 亿元，所有者权益 122.80 亿元（含少数股东权益 26.48 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 14.81 亿元，利润总额 0.88 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 348.18 亿元，所有者权益 123.01 亿元（含少数股东权益 26.45 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.67 亿元，利润总额 0.23 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，以存货、其他应收款和股权投资为主，存货中已投资待结算基建项目及待出让土地整理规模大，其他应收款规模大且存在关联方占款，股权投资规模大且部分被投资企业出现亏损，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 3.99%，主要来自其他应收款和投资性房地产的增加。2019 年底，公司资产规模较上年底增长 7.12% 至 343.99 亿元，结构以流动资产为主，占比为 67.19%。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	219.44	68.98	221.67	69.03	231.12	67.19	230.99	66.34
货币资金	39.09	12.29	25.77	8.03	22.91	6.66	17.51	5.03
其他应收款	66.26	20.83	65.36	20.35	77.96	22.66	80.05	22.99
存货	112.63	35.40	129.26	40.25	125.70	36.54	128.78	36.99
非流动资产	98.69	31.02	99.47	30.97	112.87	32.81	117.19	33.66
可供出售金融资产	77.57	24.38	77.57	24.15	77.56	22.55	77.56	22.28
投资性房地产	5.34	1.68	6.11	1.90	25.35	7.37	25.48	7.32
固定资产	3.88	1.22	10.34	3.22	5.36	1.56	5.24	1.51
资产总计	318.13	100.00	321.13	100.00	343.99	100.00	348.18	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2017—2019 年，公司流动资产小幅增长，年均复合增长 2.63%。2019 年底，公司流动资产 231.12 亿元，较上年底增长 4.27%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017—2019 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 23.45%。2019 年底，公司货币资金较上年底下降 11.11% 至 22.91 亿元，主要系支付往来款所致。公司货币资金主要由银行存

款（占 89.18%）和其他货币资金（占 10.82%）构成，其中其他货币资金为银行承兑汇票保证金和贷款保证金。

公司其他应收款主要为与常熟市政府单位、国有企业等的拆借款、往来款。2017—2019 年，公司其他应收款波动增长，分别为 66.26 亿元、65.36 亿元和 77.96 亿元，2019 年底增长主要系支出拆借款增加。公司其他应收款采用个别认定法计提坏账准备，考虑到款项性质及借款主体，回收风险不大，未计提坏账准备。公司其他应收款前五大单位合计欠款 69.96 亿元，占比为 89.73%，集中度很高，其中股东开发集团和常熟经开分别占款 22.24 亿元和 7.92 亿元，对公司资金占用明显。

表 14 2019 年底公司其他应收款前 5 名明细
(单位: 亿元、%)

单位名称	款项性质	金额	占比	是否为关联方
常熟经济技术开发区财政局	拆借款	30.63	39.29	否
江苏省常熟经济开发集团	拆借款	22.24	28.53	是
常熟市经济开发集团有限公司	拆借款	7.92	10.16	是
常熟市滨江农业科技有限公司	拆借款	7.10	9.11	是
常熟市碧溪资产经营投资公司	拆借款	2.06	2.65	是
合计	--	69.96	89.73	--

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司存货波动增长，分别为 112.63 亿元、129.26 亿元和 125.70 亿元，主要来自工程施工投入增加。2019 年底，公司存货中工程施工 83.48 亿元，主要为公司负责开发建设的基础设施项目及土地整理投入；开发产品 27.17 亿元，主要为聚合佳苑二期、尚林花苑和公园道等项目的建设投入；开发成本 15.05 亿元，为聚合佳苑三期建设投入。公司未对存货计提跌价准备。

2017—2019 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 6.94%。2019 年底，公司非流动资产 112.87 亿元，较上年底增长 13.48%，主要来自投资性房地产的增加。2019 年底，公司非

流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产和固定资产构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产保持相对稳定，分别为 77.57 亿元、77.57 亿元和 77.56 亿元。公司可供出售金融资产由按成本计量的权益工具构成，被投资单位主要为区域内国企及引进企业，其中公司对奇瑞汽车投资 59.00 亿元（持股比例 2.51%），对芜湖奇瑞投资 17.60 亿元（持股 46.52%，但无法实质控制，因此计入本科目），联合资信注意到上述两家被投资单位 2018 年经营业绩下滑出现亏损，2019 年实现盈利较小，2020 年一季度受汽车行业景气度不高影响持续亏损，存在一定的资产减值风险，联合资信将对此持续关注。公司对其他企业投资实现分红收入 10.30 万元。

公司投资性房地产主要为房屋建筑物和土地使用权，采用成本模式进行后续计量。2017—2019 年分别为 5.34 亿元、6.11 亿元和 25.35 亿元，2019 年底增长主要系科创园、滨江国贸和国际大厦等自存货、固定资产和无形资产转入所致。

2017—2019 年，公司固定资产波动较大，分别为 3.88 亿元、10.34 亿元和 5.36 亿元；2018 年底增长主要系科创园由在建工程转入所致，2019 年底减少主要系转入投资性房地产所致。2019 年底，公司固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成。

2020 年 3 月底，公司资产总额 348.18 亿元，较上年底增长 1.22%，资产构成仍以流动资产为主（占 66.34%）。2020 年 3 月底，公司流动资产 230.99 亿元，较上年底变化不大；非流动资产 117.19 亿元，较上年底增长 3.82%，主要来自长期股权投资的增加。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产合计 34.92 亿元，占资产总额的 10.03%，受限比例一般。此外，公司以土地开发整理项目形成的未来土地收益权为质押物借款，2020 年 3 月底质押借款余额 8.03 亿元；以滨江热力供热收益权为质押物，于 2019 年 4 月 10 日发行常熟市

滨江城市建设经营投资有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据，合计发行规模 10.00 亿元。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司受限资产明细
(单位: 万元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	8964.51	贷款保证金
其他应收款	140000.00	贷款质押
存货	60320.00	贷款抵押
可供出售金融资产	63955.12	贷款质押
长期股权投资	1971.74	贷款质押
投资性房地产	74006.31	贷款抵押
合计	349217.68	--

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益构成以实收资本和资本公积为主，均用于股权投资，权益质量一般；少数股东权益规模较大。近年来，公司债务规模持续上升，整体债务负担较重，2020年和2021年存在集中偿付压力。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益保持相对稳定，分别为 120.51 亿元、121.83 亿元和 122.80 亿元。2019 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 46.42%）、资本公积（占 11.66%）、未分配利润（占 18.12%）和少数股东权益（占 21.56%）构成。

2017—2019 年，公司实收资本和资本公积均未发生变化，2019 年底分别为 57.00 亿元和 14.32 亿元。其中，资本公积主要为股东无偿划转的资金，定向用于对奇瑞汽车和芜湖奇瑞进行股权投资。同期，公司未分配利润不断增长，年均复合增长 5.26%。2019 年底，公司未分配利润 22.26 亿元，较上年底增长 4.03%，主要来自利润的累积。

2017—2019 年，公司少数股东权益保持相对稳定，分别为 26.57 亿元、26.44 亿元和 26.48 亿元。公司少数股东权益主要来自公司控股子公司常熟港发。截至 2020 年 3 月底，常熟港发注册资本和实收资本均为 76.50 亿元，公司、

常熟城投、工银瑞信投资管理有限公司（以下简称“工银瑞信”）、常熟出口建工区开发建设有限公司和常熟经开分别持股 67.12%、16.34%、14.38%、1.96%、0.20%。其中工银瑞信对常熟港发以货币形式出资 11.00 亿元，全部用于常熟港发认购奇瑞汽车新增股权，并于 2013 年 7 月签订增资协议。同期，工银瑞信与常熟发投签订股权协议，约定工银瑞信将持有常熟港发 14.38%股权转让至常熟发投，常熟发投分期支付资本金及对应的溢价款。2019 年 8 月，工银瑞信 11.00 亿元股权融资全部到期，其中由常熟发投承担 8.00 亿元，公司承担 3 亿元。2019 年 12 月，常熟发投和公司分别受让工银瑞信持有的常熟港发 10.46%股权和 3.92%股权，工商变更已经常熟市行政审批局核准备案。常熟港发其余股东主要为区域内国企，稳定性尚可。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 123.01 亿元，较上年底变化不大。

负债

2017—2019 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 5.80%。2019 年底，公司负债规模较上年底增长 10.99%至 221.20 亿元，主要来自短期借款、长期借款和应付债券的增加；结构以非流动负债为主，占比为 74.31%。

2017—2019 年，公司流动负债波动增长，分别为 48.75 亿元、47.62 亿元和 56.83 亿元。2019 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 43.53%）和一年内到期的非流动负债（占 48.77%）构成。

2017—2019 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 26.74%。2019 年底，公司短期借款为 24.74 亿元，较上年底增长 34.16%，主要由保证借款（占 97.23%）构成。

公司其他应付款主要是往来款和押金保证金。2017—2019 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 26.82%；2019 年底为 2.51 亿元，较上年底增加 0.94 亿元。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，分别为 24.57 亿元、24.49 亿元

和 27.72 亿元。2019 年底，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款构成。

2017—2019 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 5.07%。2019 年底，公司非流动负债 164.36 亿元，较上年底增长 8.36%，主要由长期借款(占 60.65%)和应付债券(占 39.34%)构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动下降，分别为 102.58 亿元、94.07 亿元和 99.68 亿元。2019 年底，公司长期借款主要包括保证借款 46.56 亿元、信用借款 13.36 亿元、抵押借款

11.25 亿元、保证及质押组合借款 15.44 亿元，保证及抵押组合借款 8.58 亿元。

2017—2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 18.60%。2019 年底，公司应付债券 64.66 亿元，较上年底增长 12.27%，系发行“19 滨城 01”“19 滨城 02”和资产支持票据所致。公司存续债券 2020 年到期规模不大，但若“18 滨城 02”“18 滨城 04”的投资人选择回售，则公司面临一定的兑付压力。本报告将 2019 年底应付债券中一年内到期的部分调整至短期债务核算。

表 16 截至 2019 年底公司应付债券明细(单位: 亿元)

债券简称	发行日期	到期日	行权日	发行金额	期末余额
14 滨投债	2014/9/10	2021/9/11	2018—2022 年每年偿付发行总额的 20%	8.00	3.19
17 滨江城建 PPN001	2017/10/12	2020/10/13	--	5.00	4.99
17 苏滨江城投 ZR001	2017/11/20	2020/11/19	--	5.00	4.99
18 滨江城建 PPN001	2018/8/23	2021/8/27	--	7.00	6.96
18 滨城 01	2018/9/18	2023/9/20	2021/9/20	5.60	5.57
18 滨城 02	2018/9/18	2023/9/20	2020/9/21	2.00	2.00
18 滨城 04	2018/11/27	2023/11/29	2020/11/30	8.00	7.98
北金所债权融资计划	2018/12/11	2020/12/21	--	3.10	3.09
19 滨城 01	2019/5/10	2024/5/14	2022/5/14	4.40	4.37
19 苏滨江城投 ZR001	2019/5/31	2020/11/30	--	2.00	2.00
19 苏滨江城投 ZR002	2019/6/27	2020/6/26	--	1.00	1.00
19 滨城 02	2019/7/17	2024/7/19	2022/7/19	10.00	9.92
19 滨江城建 ABN001 优先 A1	2019/4/10	2020/4/8	--	1.65	0.82
19 滨江城建 ABN001 优先 A2	2019/4/10	2021/4/7	--	1.75	1.74
19 滨江城建 ABN001 优先 A3	2019/4/10	2022/4/7	--	1.88	1.86
19 滨江城建 ABN001 优先 A4	2019/4/10	2023/4/7	--	2.03	2.00
19 滨江城建 ABN001 优先 A5	2019/4/10	2024/4/9	--	2.20	2.17
合计	--	--	--	70.61	64.66

注：合计数出现尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年 3 月底，公司负债总额 225.17 亿元，较上年底增长 1.80%，主要来自短期借款的增加。2020 年 3 月底，公司短期借款 27.91 亿元，较上年底增长 12.81%；非流动负债合计 163.48 亿元，较上年底变化不大，占比为 72.60%。

2017—2019 年，公司有息债务不断增长，年均复合增长 7.16%。2019 年底，公司全部债

务 217.64 亿元，较上年底增长 10.87%，构成上看以长期债务为主，占比为 66.62%。近三年，公司资产负债率波动上升，全部债务资本化率持续上升，长期债务资本化率波动下降，2019 年底分别为 64.30%、63.93%和 54.14%。公司整体负债负担较重。

表 17 公司债务情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	40.97	44.64	72.65	57.83
长期债务	148.55	151.67	144.99	163.47
全部债务	189.52	196.31	217.64	221.30
长期债务资本化比率	55.21	55.45	54.14	57.06
全部债务资本化比率	61.13	61.71	63.93	64.27
资产负债率	62.12	62.06	64.30	64.67

资料来源: 联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

2020 年 3 月底, 公司全部债务 221.30 亿元, 较上年底增长 1.68%, 其中长期债务占 73.87%。2020 年 3 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化率较上年底均有所上升, 分别为 64.67%、64.27%和 57.06%。

有息债务的期限分布方面, 公司在 2020 年 4—12 月、2021 年、2022 年和 2023 年将到期的债务规模分别为 65.77 亿元、62.59 亿元、29.04 亿元和 12.35 亿元。2020 年和 2021 年公司的集中偿付压力大。

4. 盈利能力

近年来, 公司营业收入持续增长, 受业务性质影响, 公司主营业务盈利空间有限, 期间费用对利润侵蚀较大, 利润总额主要依靠政府财政补贴。

2017—2019 年, 公司营业收入持续增长, 年均复合增长 9.67%。2019 年, 公司实现营业收入 14.81 亿元, 同比变化不大。同期, 公司营业成本持续增长, 年均复合增长 13.00%, 2019 年为 12.08 亿元, 同比增长 2.83%。受此影响, 公司营业利润率波动下降, 分别为 16.46%、18.22%和 16.42%。

公司期间费用主要由财务费用构成。2017—2019 年, 公司期间费用规模快速增长, 年均复合增长 22.16%。期间费用占营业收入的比例不断增长, 近三年分别为 36.28%、38.42%和 47.25%, 对收入侵蚀明显, 公司费用控制能力有待加强。

2017—2019 年, 公司分别实现投资收益 1.09 亿元、0.12 亿元和 0.07 亿元, 主要为权益

法核算的长期股权投资收益、处置长期股权投资产生的收益以及金融资产持有期间产生的收益等。2017 年投资收益盈利主要来自公司转让苏南重工股权。

2017—2019 年, 公司分别获得政府补助 3.67 亿元、4.28 亿元和 5.31 亿元, 实现利润总额分别为 1.00 亿元、1.39 亿元和 0.88 亿元。

从盈利指标看, 2017—2019 年, 公司总资产收益率分别为 1.75%、2.19%和 2.18%; 净资产收益率分别为 0.75%、1.08%和 0.66%。

表 18 公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	12.31	14.77	14.81
期间费用	4.47	5.67	7.00
投资收益	1.09	0.12	0.07
其他收益	0.00	4.28	5.31
营业外收入	3.67	0.00	0.03
利润总额	1.00	1.39	0.88
营业利润率	16.46	18.22	16.42
总资产收益率	1.75	2.19	2.18
净资产收益率	0.75	1.08	0.66

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—3 月, 公司营业收入为 3.67 亿元, 营业成本 2.86 亿元, 实现利润总额 0.23 亿元。同期, 公司营业利润率为 20.47%, 较上年提高 4.05 个百分点。

5. 现金流

受支出往来款增加影响, 公司经营性现金流出缺口持续扩大; 未来随着项目建设的持续推进, 公司对外的筹资需求仍然很高, 未来面临一定外部融资压力。

从经营活动来看, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入分别为 26.13 亿元、23.94 亿元和 25.90 亿元。同期公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 11.11 亿元、14.59 亿元和 11.42 亿元。近三年公司现金收入比分别为 90.20%、98.77%和 77.12%, 收现质量有所恶化。2019 年, 公司收到其他与经营活动有关的现金 14.48 亿元, 同比增长 54.85%, 构成主要为政府补助 4.71 亿元、往来款及其他 9.50 亿元。

2017—2019 年，公司经营活动现金流出规模快速增长，年均复合增长 24.90%，2019 年同比增长 7.77%至 40.46 亿元。2019 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 18.94 亿元，同比下降 23.59%；支付其他与经营活动有关的现金 20.61 亿元，同比增长 68.45%，构成主要为往来款及其他 20.23 亿元。2017—2019 年公司经营活动现金流净额分别为 0.20 亿元、-13.60 亿元和-14.55 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模小。2017—2019 年公司投资活动现金流入分别为 0.06 亿元、0.16 亿元和 1.28 亿元，其中 2019 年收到定期存款 1.00 亿元。公司支付其他与投资活动有关的现金主要是购建固定资产支付的现金。2017—2019 年，公司投资活动现金净流出 0.96 亿元、1.20 亿元和 2.68 亿元。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入波动增长，2019 年为 100.56 亿元，同比增长 41.34%，融资渠道主要为银行贷款和发行债券。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出不断增长，2019 年为 85.65 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金净流入 2.94 亿元、0.47 亿元和 14.91 亿元。

表 19 2017—2019 年公司现金流情况
(单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	26.13	23.94	25.90
经营活动现金流出量	25.93	37.54	40.46
经营活动净现金流	0.20	-13.60	-14.55
投资活动净现金流	-0.96	-1.20	-2.68
筹资活动净现金流	2.94	0.47	14.91
现金收入比	90.20	98.77	77.12

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.98 亿元，投资活动现金流量净额为-4.60 亿元，筹资活动现金流量净额为 1.77 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较弱，对外担保规模很

大，存在或有负债风险。考虑到公司在常熟经开区基础设施建设及公用事业运营领域的重要地位，以及能持续获得常熟经开区管委会的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率波动下降，速动比率持续下降，2019 年底分别为 406.66%和 185.50%。2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 374.47%和 165.71%，分别较上年底下降 32.19 个百分点和 19.79 个百分点。2017 年，公司经营现金流动负债比为 0.41%；2018—2019 年，公司经营活动现金流量为净流出，对流动债务无保障能力。2019 年底及 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.32 倍和 0.31 倍，公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 分别为 6.14 亿元、7.80 亿元和 8.55 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 30.85 倍、25.17 倍和 25.45 倍，EBITDA 利息倍数分别为 0.65 倍、0.75 倍和 0.81 倍。公司长期偿债指标较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得金融机构授信额度 198.06 亿元，尚未使用额度为 78.66 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 69.24 亿元，担保比率为 56.28%，被担保单位主要为常熟市政府相关单位（见附件 2）。公司子公司常熟港发为观致汽车贷款合同项下 15.00 亿元债务提供保证担保，截至 2020 年 3 月底担保余额 7.84 亿元。观致汽车向常熟港发提供的资产抵押和资质保证包括：评估价值 15 亿元的固定资产（生产用机器设备、模具等）；价值 2.9 亿元的 1800 台商品车；观致汽车抵押的土地、厂房等价值 3.50 亿元资产，公司为第二顺位受益人；价值 4.8—7.0 亿元的整车生产资质；深圳市宝能投资集团有限公司为常熟港发担保 15 亿债务的 63%提供保证。公司担保对象主要为当地政府及相关单位，公司对观致汽车提供的担保采取较为充分的反担保措施，但考虑到对外担保规模很大，观致汽车呈亏损状

态且存在继续恶化的可能性，公司存在一定的或有负债风险。

7. 其他重要事项

公司为区域内部分引进企业进行融资担保，2017年发生代偿，公司承担独自担保及部分股权投资损失，主要代偿损失由其他担保方承担，目前代偿事项已经协调处置完毕，公司对其的代偿风险已解除。

公司为原参股公司苏南重工提供担保。截至2016年底，公司为苏南重工借款提供担保余额19.20亿元，其中公司独自担保本金余额为0.50亿元，与常熟市市属工业国有资产管理公司（以下简称“工业资管公司”）共同担保余额18.70亿元。苏南重工因经营不善、偿债困难，于2017年3月开始出现不良贷款，于2017年6月进入破产清算。

根据《关于苏南重工涉滨江城投信用风险处置的协调会议会议纪要》（纪要〔2017〕21号）和《市政府关于化解苏南重工涉滨江城投信用风险制度安排的意见》（常政发〔2017〕32号），公司与工业资管公司共同为苏南重工担保的18.70亿元担保债权，在扣除土地最高额抵押权利约1.07亿元后剩余约17.64亿元，由工业资管公司提供代偿，代偿资金由常熟经开区筹措解决。截至2019年底，工业资管公司已完成代偿，而公司需承担独自担保部分的本息代偿。

公司于2019年1月完成本息代偿0.53亿元，同时，根据《市政府关于同意江苏苏南重工机械科技有限公司20%国有股股权无偿划转的批复》（常政复〔2017〕46号），公司将所持有的苏南重工20%国有股权，按初始投资额1亿元股权价值全部无偿划转至工业资管公司。后经协调，苏南重工股东之一江苏苏南特种装备集团有限责任公司（以下简称“苏南特种装备”）对公司原投资额1亿元作出补偿，体现在其他应收款，2017年公司确认了处置苏南重工的投资收益1.00亿元，计入当期投资收益。

此外，公司子公司常熟经济开发区高新技术创业投资有限公司（以下简称“高新创投”）于2017年2月10日为苏南特种装备7500.00万元借款提供连带责任保证担保；同年，发生代偿7500.00万元。

2017年，公司因苏南重工和苏南特种装备确认代偿损失1.33亿元，计入营业外支出。

8. 母公司财务分析

母公司资产以存货、其他应收款（主要为与子公司的往来）和长期股权投资为主；收入规模占公司比重一般，债务负担较重。

2019年底，母公司资产总额为239.25亿元，较上年底增长15.07%，主要来自其他应收款、长期股权投资和投资性房地产的增加。其中，流动资产占59.44%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成；非流动资产占40.56%，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

2019年底，母公司所有者权益为89.62亿元，较上年底变化不大，主要由实收资本（占63.60%）、资本公积（占16.02%）和未分配利润（占17.33%）构成。

2019年底，母公司负债总额149.63亿元，较上年底增长26.01%，主要来自长期借款和应付债券的增加。母公司2019年底资产负债率为62.54%，较上年底提高5.43个百分点。

2019年，母公司营业收入5.48亿元，营业成本4.19亿元，利润总额0.45亿元。同期，母公司营业利润率为21.24%。

2020年3月底，母公司资产总额244.95亿元，所有者权益89.67亿元，负债总额155.28亿元；母公司资产负债率63.39%。2020年1—3月，母公司营业收入1.41亿元，利润总额0.05亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据拟发行规模为5.00—

8.00亿元，以发行规模上限8.00亿元计算（下同），分别相当于2020年3月底公司长期债务和全部债务的4.89%和3.61%，对公司债务水平有一定影响。

2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.67%、64.27%和57.06%。以2020年3月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至65.46%、65.08%和58.23%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还公司债务，本期中期票据发行后公司实际债务负担和负债水平或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年公司经营活动现金流入量分别为26.13亿元、23.94亿元和25.90亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的3.27倍、2.99倍和3.24倍，公司经营活动现金流入量对本期中票保障能力较强。公司经营性净现金流为负，对本期中期票据不具备保障能力。

2017—2019年，公司EBITDA分别为6.14亿元、7.80亿元和8.55亿元，分别为本期中期票据拟发行规模上限的0.77倍、0.97倍和1.07倍，公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力较弱。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强，EBITDA对本期中期票据覆盖能力较弱。

十、结论

公司是常熟经开区主要的基础设施投资建设主体和公用事业运营主体，在区域地位、业务专营性和外部支持等方面具有优势。

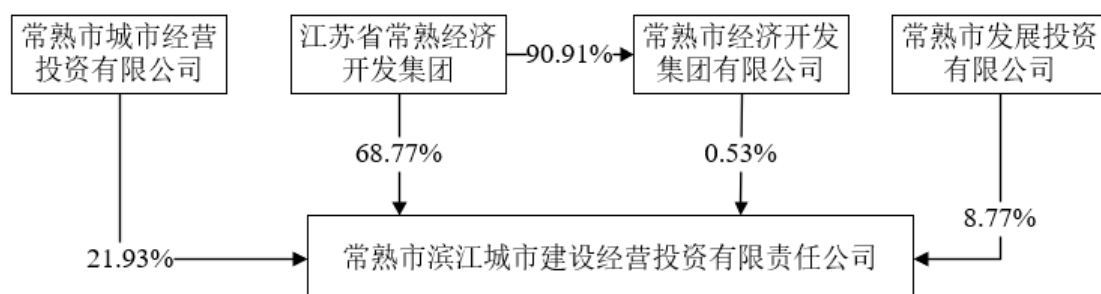
公司持续开展土地整理和推动基础设施建设，污水处理、工业供热业务稳定发展，同时开发房地产项目，整体收入持续增长，但公司已投入项目待结算规模较大，往来款对资金占用明显，资产流动性弱，房地产项目仍存在去化压力，短期偿债压力较大，对外担保存在或

有负债风险。

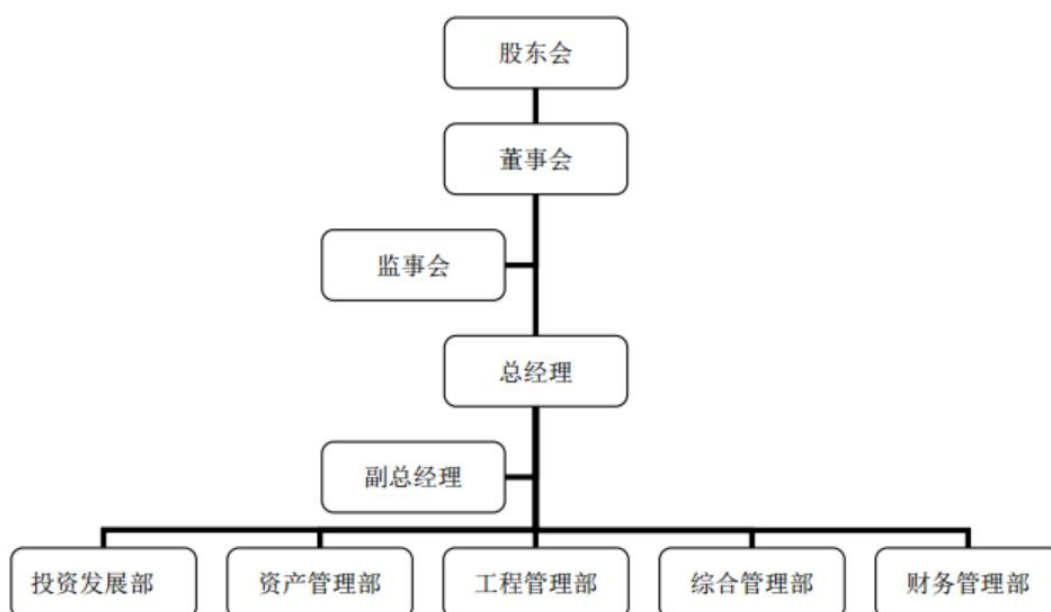
未来，随着常熟经开区的稳定发展，公司业务发展有望保持稳定。考虑到公司区域地位及地区经济的发展，公司有望持续获取外部支持，为公司信用水平提供有效支撑。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	主营业务	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
常熟港口开发建设有限公司	港口经营；标准厂房的建设、经营；房屋租赁；承担规划区域内政府确定的基础设施建设	67.12	--	投资设立
常熟市滨江新市区污水处理有限责任公司	城市污水处理服务	98.78	--	同一控制下企业合并
常熟滨江热力有限公司	工业供热（蒸汽）	51.00	--	投资设立
常熟经济开发区高新技术创业投资有限公司	高新技术创业投资	--	90.00	同一控制下企业合并
常熟市滨江城镇化建设有限公司	房地产开发；城乡一体化项目的投资建设、经营、管理；土地整理开发	90.00	10.00	投资设立
常熟市港区开发建设有限公司	基础设施开发建设	--	60.00	非同一控制下企业合并
苏州常润智慧能源有限公司	能源设施建设	51.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额		担保到期日	担保方式
	小计	明细		
常熟出口加工区开发建设有限公司	121305.00	8405.00	2021/6/30	保证担保
		4500.00	2020/7/14	保证担保
		7500.00	2020/8/14	保证担保
		1000.00	2021/1/23	保证担保
		8700.00	2021/2/3	保证担保
		20000.00	2021/11/18	保证担保
		7000.00	2021/12/14	保证担保
		7000.00	2020/4/23	保证担保
		14700.00	2021/11/10	保证担保
		15000.00	2023/1/7	保证担保
		4500.00	2023/1/14	保证担保
		10000.00	2023/1/20	保证担保
		3000.00	2023/1/14	保证担保
		10000.00	2021/2/20	保证担保
常熟经济开发集团有限公司	124000.00	26200.00	2020/3/23	保证担保
		7800.00	2021/4/10	保证担保
		25000.00	2021/4/13	保证担保
		12000.00	2021/12/2	保证担保
		6800.00	2028/12/20	保证担保
		13000.00	2022/2/18	保证担保
		2000.00	2020/4/12	保证担保
		4000.00	2020/4/29	保证担保
		26200.00	2023/3/18	保证担保
		1000.00	2021/3/11	保证担保
常熟市碧溪城乡一体化建设有限公司	70815.81	28865.81	2021/1/28	保证担保
		7000.00	2020/12/24	保证担保
		12800.00	2023/1/1	保证担保
		7150.00	2022/6/21	保证担保
		15000.00	2021/2/12	保证担保
常熟市碧溪新区观光休闲农业发展有限公司	5600.00	5600.00	2020/10/21	保证担保
常熟市滨江农业科技有限公司	104200.00	14700.00	2020/12/27	保证担保
		9000.00	2021/6/21	保证担保
		6000.00	2021/7/23	保证担保
		8000.00	2022/3/31	保证担保
		13000.00	2020/11/25	保证担保
		13500.00	2020/11/25	保证担保
		13000.00	2020/8/27	保证担保

		7000.00	2021/3/16	保证担保
		20000.00	2022/3/23	保证担保
常熟市董浜农业科技有限公司	2765.22	2765.22	2023/3/8	保证担保
常熟市发展投资有限公司	58000.00	58000.00	2021/9/20	保证担保
常熟市交通物流产业发展有限公司	111710.80	111710.80	2026/12/15	保证担保
常熟市荣恒资产经营有限公司	800.00	800.00	2020/12/30	保证担保
常熟新泰港务有限公司	14739.00	14739.00	2021/9/28	保证担保
观致汽车有限公司	78417.91	78417.91	2022/7/22	保证担保
合计	692353.74	692353.74	--	--

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	39.13	25.90	23.15	17.73
资产总额（亿元）	318.13	321.13	343.99	348.18
所有者权益（亿元）	120.51	121.83	122.80	123.01
短期债务（亿元）	40.97	44.64	72.65	57.83
长期债务（亿元）	148.55	151.67	144.99	163.47
全部债务（亿元）	189.52	196.31	217.64	221.30
营业收入（亿元）	12.31	14.77	14.81	3.67
利润总额（亿元）	1.00	1.39	0.88	0.23
EBITDA（亿元）	6.14	7.80	8.55	--
经营性净现金流（亿元）	0.20	-13.60	-14.55	-0.98
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.77	20.62	6.85	--
存货周转次数（次）	0.09	0.10	0.09	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.04	--
现金收入比（%）	90.20	98.77	77.12	101.20
营业利润率（%）	16.46	18.22	16.42	20.47
总资本收益率（%）	1.75	2.19	2.18	--
净资产收益率（%）	0.75	1.08	0.66	--
长期债务资本化比率（%）	55.21	55.45	54.14	57.06
全部债务资本化比率（%）	61.13	61.71	63.93	64.27
资产负债率（%）	62.12	62.06	64.30	64.67
现金短期债务比（倍）	0.96	0.58	0.32	0.31
流动比率（%）	450.16	465.47	406.66	374.47
速动比率（%）	219.11	194.04	185.50	165.71
经营现金流动负债比（%）	0.41	-28.56	-25.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	30.85	25.17	25.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.65	0.75	0.81	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.40	14.88	11.33	7.48
资产总额（亿元）	190.74	207.92	239.25	244.95
所有者权益（亿元）	88.28	89.18	89.62	89.67
短期债务（亿元）	7.40	6.20	13.67	16.14
长期债务（亿元）	76.77	81.90	100.75	102.74
全部债务（亿元）	84.18	88.10	114.42	118.88
营业收入（亿元）	5.98	7.99	5.48	1.41
利润总额（亿元）	0.91	0.90	0.45	0.05
EBITDA（亿元）	3.00	3.87	3.62	--
经营性净现金流（亿元）	5.61	-3.74	-16.68	-3.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	34.22	61.42	95.34	--
存货周转次数（次）	0.14	0.17	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.02	--
现金收入比（%）	84.16	67.77	91.12	100.75
营业利润率（%）	17.34	19.99	21.24	20.46
总资本收益率（%）	1.58	1.98	1.53	--
净资产收益率（%）	1.02	1.01	0.50	--
长期债务资本化比率（%）	46.52	47.87	52.92	53.40
全部债务资本化比率（%）	48.81	49.70	56.08	57.00
资产负债率（%）	53.72	57.11	62.54	63.39
现金短期债务比（倍）	2.35	2.40	0.83	0.46
流动比率（%）	454.79	359.79	290.97	273.65
速动比率（%）	316.96	259.10	243.64	228.19
经营现金流动负债比（%）	22.05	-10.15	-34.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.08	22.79	31.62	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	0.87	1.31	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。