

常熟市发展投资有限公司 2019 年度第一期短期融 资券跟踪评级报告

项目负责人：张晨奕 cyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：芦婷婷 ttl@ccxi.com.cn

刘婉茹 wrlu@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 03 月 23 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪0055号

常熟市发展投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 常熟发投 CP001”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月二十三日

评级观点：中诚信国际维持常熟市发展投资有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 常熟发投 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了常熟市较强的经济实力，良好的股权投资资产质量以及备用流动性充足等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司保障房业务可持续性不明朗，营业收入不稳定以及其他应收款规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

常熟发投（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	265.64	249.14	250.02	255.27
所有者权益合计（亿元）	98.47	93.40	91.17	93.09
总负债（亿元）	167.17	155.74	158.86	162.18
总债务（亿元）	130.53	116.68	122.90	128.24
营业总收入（亿元）	11.71	9.69	19.85	7.00
经营性业务利润（亿元）	-5.13	-2.96	-4.68	-2.39
净利润（亿元）	0.87	-1.52	1.83	0.41
EBITDA（亿元）	8.16	4.08	11.60	--
经营活动净现金流（亿元）	-29.48	21.01	11.21	-11.38
收现比(X)	1.02	1.02	0.96	0.89
营业毛利率(%)	38.21	49.44	39.37	49.34
应收类款项/总资产(%)	47.50	41.76	36.74	43.92
资产负债率(%)	62.93	62.51	63.54	63.53
总资本化比率(%)	57.00	55.54	57.41	57.94
总债务/EBITDA(X)	15.99	28.58	10.59	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.71	1.35	1.75	--

注：中诚信国际根据 2016 年~2018 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(140000_2019_02)

常熟市发展投资有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	-4.25	3
	收现比(X)*	0.99	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.96	7
	受限资产占总资产的比重(X)	0.09	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	91.17	7
	总资本化比率(X)	0.57	7
	资产质量	8	8
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	6	6
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			4
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用近三年平均值

正面

■ **常熟市较强的经济实力，为公司业务发展创造了良好的外部环境。**常熟市经济实力较强，2019 年全国县域经济竞争力排名中位于第四位，综合实力较强，能够为公司的业务发展创造良好的外部环境。

■ **良好的股权投资资产质量。**公司股权投资主要包括常熟开关制造有限公司、江苏常熟发电有限公司等，同时公司持有华泰证券股份有限公司、东吴证券股份有限公司、江苏常熟农村商业银行股份有限公司等上市公司股权，上述资产均具有良好的经营业绩和投资回报，2016~2019 年 9 月末公司投资收益分别为 2.65 亿元、2.65 亿元、2.93 亿元和 2.37 亿元。

■ **备用流动性充足。**截至 2019 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 90.70 亿元，其中未使用额度为 44.87 亿元，备用流动性充足。

关注

■ **保障房业务可持续性有待关注。**公司保障房未来销售潜力不足，且业务发展受政府规划影响，目前公司无在建及拟建项目，业务的可持续性有待关注。

■ **营业收入不稳定。**2019 年前三季度，公司保障房销售基本停滞，粮油销售受下游需求影响销量下降，使得营业收入同比大幅下滑 56.39%。

■ **其他应收款规模较大。**公司其他应收款主要为往来款，2019 年 9 月末其他应收款占总资产的比重为 42.54%，对资金形成一定的占用，在一定程度上影响公司资产的流动性。

评级展望

中诚信国际认为，常熟市发展投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**常熟市经济实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境恶化；公司地位下降，股东及各方支持意愿减弱等；重要子公司股权划出或其财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，导致流动性紧张等。

同行业比较
同区域基础设施投融资企业 2018 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
常熟城投	284.73	122.22	57.07	116.07	39.19	4.70	14.49
常熟发投	250.02	91.17	63.54	122.90	19.85	1.83	11.21

注：“常熟城投”为“常熟市城市经营投资有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

评级历史关键信息 1
常熟市发展投资有限公司

历史评级情况	主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
最近一次	AA+/稳定	A-1	2019/06/25	杨晨晖、刘婉茹	--	阅读全文
级别变化	AA+/稳定	AA+	2015/6/10	王娟、林晗	--	阅读全文
首次评级	AA/稳定	AA	2013/07/16	王立、毛菲菲	--	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2
常熟市发展投资有限公司

主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2019/06/28	翟贾筠、郑豆豆	--	阅读全文
AA+/稳定	AA+	2015/06/12	许家能、张一弛、崔启芸	--	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

存续债务融资工具情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
20 常熟发投 SCP001	--	--	1.20	2020/01/09~2020/07/07
19 常熟发投 CP001	A-1	A-1	6.00	2019/09/24~2020/09/24
19 常熟 01	--	--	12.00	2019/04/15~2024/04/15
18 常熟 03	--	--	4.20	2018/07/30~2023/07/30
18 常熟 02	--	--	6.00	2018/06/14~2023/06/14
18 常熟 01	--	--	4.80	2018/05/28~2023/05/28
18 常熟发投 MTN001	AA+	AA+	7.00	2018/03/09~2023/03/09
17 常熟发投 MTN001	AA+	AA+	1.00	2017/08/15~2022/08/15
16 常熟 01	--	--	10.00	2016/03/17~2021/03/16
15 常发投	AA+	AA+	10.00	2015/11/11~2020/11/11
14 常熟发投 MTN001	AA+	AA+	9.00	2014/04/29~2021/04/29
13 常熟发投债/PR 常熟发	AA+	AA+	10.00	2013/04/19~2020/04/19

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券每年或每半年进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据公司提供资料，本期短期融资券募集资金为 6.00 亿元，已全部用于偿还公司存量债务融资工具。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在基建投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆

发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济

的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

区域经济环境

2019年常熟市经济和财政实力仍保持在较强水平，全市综合实力保持在全国百强县前列

常熟市位于上海经济圈中心，东倚上海，南接苏州，西邻无锡，北枕长江与南通隔江相望，具有得天独厚的区位优势。常熟市作为中国百强县之一，经济实力在全国县级市名列前茅，在2019年全国县域经济竞争力排名中位于第四位。

2019年常熟市地区生产总值（GDP）继续保持增长态势，当年预计完成地区生产总值2,470亿元，同比增长5.3%，完成规上工业产值3,671亿元，规上工业增加值率22%。当年，常熟市全社会固定资产投资522亿元，增长15.9%；完成工业投资209亿元，增长18.5%，总量位居苏州首位¹，发展后劲持续增强。

2019年以来，由于减税降费等一系列措施的推行，加上宏观经济形式整体下行、中美贸易摩擦冲击以及常熟市区域内汽车等重点产业滑坡等内外因素叠加，全市税收出现负增长，全市一般公共预算收入微降至203亿元，结束多年连涨的局面，同时税收占比略有下降，为84.7%。根据常熟市2019年预算调整方案，全年政府性基金预算收入相较于上一年度有所降低。此外，根据实际的预算执行情况，常熟市将市级一般公共预算支出拟调减支出4.5亿元，由140.39亿元调整为135.89亿元。

¹ 数据来源：常熟市2020年政府工作报告。

表1：2017年~2019年常熟市财政收支情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
一般公共预算收入	191.81	211.06	203.02
其中：税收收入	165.02	184.32	--
政府性基金收入	153.52	194.15	152.70
一般公共预算支出	165.80	183.13	135.89
财政平衡率	115.69	115.25	149.39

注：1. 财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；2. 2019年财政数据来源于常熟市2020年政府工作报告及关于常熟市2019年预算调整方案的报告。

资料来源：常熟市财政局

总体来看，常熟市2019年经济发展依然强劲，虽然财政收入规模受减税降费等因素的影响有所缩减，但财政实力仍较强，能够为区域内企业的发展提供良好的外部经济发展环境。

近期关注

2019年小麦市场整体供应充足，出货量增多，受市场供需的影响，小麦最低收购价格下行，全年小麦收购市场整体偏弱

2019年小麦市场整体偏弱运行，价格重心较去年小幅下降。从全年情况来看，1~2月下游面粉需求温和，市场供需较为匹配，小麦价格运行平稳。3月份面粉需求降低，麸皮受非洲猪瘟影响价格大跌，期间各地粮库轮换小麦集中出库，小麦供需较为充裕，价格弱势缓跌。5月初轮换粮出库收尾，市场余粮见底，小麦市场价格出现小幅反弹。但5月21日起全国开始执行小麦最低收购价格，较2018年下降60元/吨至2,290元/吨（三等），政策性小麦出库节奏加快，小麦市场再次转弱。6月新小麦陆续上市，市场供应充裕，托市收购价较去年下调0.03元/斤，小麦低位区间内偏弱运行。江苏、安徽等5省陆续启动托市，对小麦价格底部起到一定支撑。8月面粉转旺，厂家开工提升，小麦价格小幅上升。10~11月期间小麦价格大幅上涨0.05元/斤，11月中旬之时达到上市以来的最高，厂家主流收购价1.21~1.22元/斤，但比年初仍低0.01元/斤左右。新陈粮源溢价出现，小麦出货增多，价格小幅回落。12月面粉偏淡，年底备货不旺，小麦整体在高位区间内偏弱运行。

中诚信国际关注到，小麦价格受政策指导影响，2019 年价格较去年小幅下降，对粮油购销企业的运营产生一定影响。

公司市场经营业务运作良好，出租率高，商铺拍卖收入和租金收入整体稳步增长，在建项目完工后将进一步增加出租商铺储备，促进业务进一步发展

常熟服装城作为全国最大的服装服饰专业市场，地处常熟古城南端，与城区连成一体，地理位置优越。近年来，常熟服装城各片区市场一直保持较高的出租率水平，同时，基于常熟服装城的发展规划，公司通过不断建设开发，对原有片区市场进行扩建，扩大常熟服装城的可租赁市场规模。近年来，常熟服装城租金收入相对稳定，2016 年~2018

年分别为 3.32 亿元、3.29 亿元和 3.57 亿元。

除此之外，公司通过挂牌拍卖商铺“40 年优先承租权”的方式招募承租人，扩大公司的营业收入，截至 2019 年 9 月末，通过出让商铺优先承租权获得收益余额 13.37 亿元，该项收益将约定的期间内分期计入营业收入。2016 年~2018 年，公司对“40 年优先承租权摊销”确认的收入分别为 8,139.84 万元、8,436.00 万元和 9,771.28 万元。

表 2：截至 2019 年 9 月末常熟服装城租赁情况

(平方米、个、%)				
可租面积	已租面积	可租商铺	已租商铺	出租率
425,698	417,184	19,648	19,173	97

资料来源：公司提供

表 3：截至 2019 年 9 月末公司在建项目情况 (亿元、平方米、套)

项目名称	项目类型	总投资	已投资	总占地面积	总建筑面积	店铺数量
常熟服装城外贸城商业房项目及地下人防工程	商业	2.90	1.49	15,709	22,700	446

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，常熟服装城地理位置优越、市场交易活跃，具有很强的人流集聚效应；同时随着服装城市场容量的快速扩充，该业务将为公司带来稳定增长的租金、拍卖收入。

公司粮油购销业务受市场供求状况影响较大，该业务板块盈利能力较弱

2019 年，粮食最低收购价继 2018 年下降之后再次下调，公司政策粮市场成交价格受国家物价局等相关部门调控政策的影响较大，加之粮油市场低迷，2019 年 1~9 月公司政策粮销售均价继续下滑；公司对商品粮销售自主调节性较强，当期销售均价较 2018 年度销售均价略有上涨。同时，粮油市场供过于求导致公司政策粮和商品粮业务销量均出现下滑。考虑到 2019 年第四季度常熟市调控粮食市场供求、稳定粮食市场价格的整体政策不变，2019 年公司粮油销量将同比下滑。

表 4：2016~2019 年 9 月粮油购销业务经营情况

		(吨、元/吨)			
		2016	2017	2018	2019.9
政策粮	销量	57,672	49,562	55,524	37,456
	销售均价	2,630	2,874	2,744	2,446
商品粮	销量	118,219	59,288	66,473	15,876
	销售均价	2,426	2,868	2,504	2,601

资料来源：公司提供

公司粮油购销业务受市场供求状况影响较大，且承担了较多的政策性职能，该业务盈利水平较低。但公司从事政策性粮油购销业务可获得一定的政府补贴，2019 年 1~9 月获得的政府补贴为 1,167.23 万元。

中诚信国际认为，粮油购销业务受市场供求及政策变动影响较大，2019 年粮食流通市场需求不足，影响当年公司粮食购销业务表现。

公司保障房项目未来销售潜力不足，且无在建及拟建项目，业务的可持续性有待关注

公司保障性住房业务主要由子公司常熟市国兴置业有限公司（以下简称“国兴置业”）及服装城

公司下属全资子公司常熟中服房地产有限公司（以下简称“中服房地产”）负责，根据常熟市政府规划展业。截至 2019 年 9 月末，公司开发完成的在售保障房项目共计 5 个，其中，虞枫家园和金枫家园已处于尾盘销售阶段；晨枫家园（景龙村项目）仍在销售阶段，但在货币化安置政策下，项目竞争力

一般，销售进程缓慢，2019 年前三季度晨枫家园（景龙村项目）销售基本停滞，公司于第四季度对未售部分采用公开拍卖的方式进行销售；截至 2019 年 9 月末，莲花小区安置房项目已完工，当期末暂未实现销售。此外，公司目前无拟建项目计划，未来业务可持续性有待关注。

表 5：截至 2019 年 9 月末公司完工在销售保障性住房情况（亿元、万平方米、套、亿元）

项目名称	项目类型	总投资	总面积	套数	累计实现销售总额	销售进度
虞枫家园	经适房	5.00	10.15	1,028	4.15	96.98%
金枫家园	经适房	2.60	10.86	1,396	3.55	98.00%
永济家园	拆迁安置房	1.60	2.51	245	0.63	40.43%
晨枫家园（景龙村项目）	安居工程	5.00	9.39	1,017	8.22	61.95%
莲花小区	安置房	1.90	1.70	71	--	--
合计	--	14.20	43.43	3,757	16.55	--

资料来源：公司提供

公司其他业务涵盖广泛，2019 年前三季度收入增长较快，对营业收入贡献提升；同时，公司持有优质国有股权能够贡献稳定的投资收益；创业投资目前尚处初始阶段，实现的投资收益有限

公司业务除主营业务外还从事的物流运输、商检托管、旅游、场地租赁、跨境贸易、工程收入等业务，该部分业务收入在发行人主营业务收入中占比较小。2019 年以来，公司跨境贸易收入大幅提升，同时新增优租房装修工程业务，因此 2019 年前三季度其他业务收入快速增长，对营业收入贡献提升。

另外，公司积极参与对外投资，主要参股公司有常熟开关制造有限公司（以下简称“常熟开关公司”）、江苏常熟农村商业银行股份有限公司（以下简称“常熟农商行”）和江苏常熟发电有限公司（以

下简称“常熟发电”），近年来，参股公司运营良好，公司可获得稳定的现金分红及投资收益。另外，公司还持有华泰证券股份有限公司（股票代码：601688）2,186.60 股、东吴证券股份有限公司（股票代码：601555）2,391.80 股股票，均为流通股。通过股权投资的运作，公司近年来实现了较为稳定的现金流入。除上述投资之外，公司搭建了常熟市国发创业投资有限公司（以下简称“国发创投”）这一国有创业投资平台，以电子信息、现代生物与医药、新能源、新材料等新兴产业的中小企业为主。截至 2019 年 9 月末，国发创投注册资本 50,860.00 万元，直接对外投资企业 14 家，投资有限合伙企业（基金）15 家，投资可转债企业 1 家，认缴投资金额合计 6.52 亿元，已投资金额 5.46 亿元。但因被投资企业大多处于初创阶段，实现的投资收益有限。

表 6：2016 年~2019 年 9 月公司主要投资收益、现金分红情况（%、万元）

名称	2018 年末持股比例	2016		2017		2018		2019.9	
		投资收益	现金分红	投资收益	现金分红	投资收益	现金分红	投资收益	现金分红
苏州沿江高速公路有限公司	36.66	991.25	654.58	216.51	857.84	1,051.38	0	2.38	0
常熟开关制造有限公司	30.00	15,294.65	11,175.26	17,354.81	12,198.01	18,827.40	12,820.76	14,147.34	0
江苏白雪电器股份有限公司	20.00	-314.06	300	35.31	150	-272.01	150.00	258.70	150.00
江苏常熟农村商业银行股份有限公司	3.66	0	0	1,464.88	1,464.88	1,464.88	1,464.88	1,519.77	1,519.77
江苏常熟发电有限公司	3.33	4,117.18	4,117.18	3,086.68	3,086.68	1,105.29	1,105.29	871.3	871.35
合计		20,089.02	16,247.02	22,158.19	17,757.41	22,176.94	15,540.93	16,799.49	2,541.12

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告和未经审计的 2019 年三季度，公司财务报表均采用新会计准则编制。评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

2019 年前三季度由于保障房销售进度缓慢，公司业务收入出现大幅下滑，加之期间费用规模高企，大幅侵蚀利润所得，利润总额对投资收益及政府补贴的依赖性较强

2019 年前三季度，由于保障房销售进度缓慢，公司营业收入大幅下滑，同比下降 56.39%。从毛利率来看，作为全国最大的服装服饰专业批发市场，常熟服装城各片区市场保持较高的出租率，租赁业务毛利率保持在较高水平；保障房业务销售进度缓慢，毛利率水平下降；同期，商品粮油销售均价上升，带动粮油销售业务毛利率的提升。整体看，由于毛利率较高的租赁业务收入占比由 2018 年末的 24.69% 快速提升至 51.86%，公司营业务毛利率有所回升。

表 7：2016~2019 年 9 月公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2016	2017	2018	2019.9
租赁	69.84	66.67	64.82	62.20
保障性住房	8.72	38.78	31.17	24.21
粮油销售	0.34	6.78	1.81	3.71
其他	35.37	31.73	46.16	38.85
主营业务	31.55	41.18	35.26	44.58
其他业务	96.17	95.80	89.61	88.50
营业毛利率	38.21	49.44	39.37	49.34

资料来源：公司提供

公司期间费用主要为财务费用，银行借款逐年增长使得利息支出增大。2019 年前三季度，公司营业收入大幅下滑，期间费用占比大幅提升，对利润造成较大规模的侵蚀。

公司利润主要来源于投资收益和政府补贴。由于期间费用高企，对经营性业务利润造成大规模侵蚀，2019 年 1~9 月，公司经营性业务利润处于较大规模的亏损状态。公司参股常熟开关公司、常熟发电和常熟农商行等企业，其业务的稳定发展使得公

司近期仍可获得稳定的投资收益，此外，2019 年近期公司处置部分土地资产，对利润形成一定补充。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2016	2017	2018	2019.1-9
期间费用合计	9.01	7.38	11.22	5.68
期间费用率	76.89	76.22	56.53	81.15
经营性业务利润	-5.13	-2.96	-4.68	-2.39
资产减值损失	0.00	-0.48	-0.14	0.07
公允价值变动收益	-	0.00	-0.11	0.12
投资收益	2.65	2.65	2.93	2.37
资产处置收益	0.00	0.27	4.45	0.23
营业外损益	3.43	-0.80	0.06	0.10
利润总额	0.96	-1.32	2.51	0.50
EBITDA 利润率	69.70	42.14	58.47	--
总资产收益率	2.14	0.58	3.60	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产以流动资产为主，但往来款占比较大，资产流动性欠佳；大量资金被占用导致公司债务融资需求较高，财务杠杆处于较高水平

近年来公司资产总额保持增长态势，截至 2019 年 9 月末总资产规模为 255.27 亿元，流动资产占比 57.13%。其中，公司货币资金 25.38 亿元，2019 年 9 月末受限资金占比为 3.77%，受限规模较小；其他应收款 108.60 亿元（已计提坏账准备 1.16 亿元）主要为公司与常熟市财政局、常熟市交通工程管理处和常熟服装城管委会之间的往来款。公司大量资金常年被政府部门及区域内国有企业占用，2019 年 9 月末其他应收款占总资产的比重为 42.54%，一定程度上影响了公司资产的流动性。非流动资产方面，公司近年来规模基本保持稳定。截至 2019 年 9 月末，公司非流动资产合计 109.44 亿元，主要由可供出售金融资产、投资性房地产和无形资产构成。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	17.58	22.93	42.20	25.38
其他应收款	126.14	103.24	89.31	108.60
可供出售金融资产	31.21	29.94	27.63	31.35
投资性房地产	25.18	28.93	28.80	27.71
无形资产	29.86	24.34	19.98	19.19
资本公积	2.14	1.78	1.76	1.72
其他综合收益	12.51	8.74	5.34	7.51
少数股东权益	0.75	1.87	2.01	2.04
所有者权益	98.47	93.40	91.17	93.09

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

大量资金被占用的情况下，公司维持较高的债务融资需求，整体负债规模较大。截至 2019 年 9 月末，公司负债总额为 162.18 亿元，以非流动负债为主，当期末非流动负债合计 99.97 亿元，占总负债比重为 61.64%，主要为长期借款和应付债券。截至 2019 年 9 月末，流动负债合计 62.21 亿元，主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成，其中后者主要为一年内到期的长期借款及应付债券。

表 10：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019.9
短期借款	21.61	29.38	26.53	28.41
一年内到期的非流动负债	4.00	25.87	7.34	11.84
长期借款	27.46	17.73	15.21	10.57
应付债券	56.97	38.98	58.89	62.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司获利能力弱，利润留存规模有限，近年来所有者权益规模整体保持稳定，截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益规模为 93.09 亿元。

公司财务杠杆处于较高水平，截至 2019 年 9 月末资产负债率为 63.53%，总资本化比率为 57.94%。

2019 年前三季度公司经营活动净现金流处于净流出状态，同时债务规模维持高位，偿债能力较弱

公司大量资金被关联方占用，经营活动净现金流处于经常性净流出状态，2019 年前三季度经营活动净现金流为-11.38 亿元。2018 年公司安置房进入密集销售期，当年大量资金回笼，年内投资活动净现金流为 6.57 亿元；2019 年安置房销售进度缓慢，售房资金回笼规模较小，前三季度投资活动现金流为净流出，规模为-0.66 亿元。

近年来公司债务维持在高位，整体呈扩张态势，截至 2019 年 9 月末总债务规模达到 128.24 亿元。当期，公司大规模长期借款及债券面临到期，短期债务规模快速扩张，期末长短期债务比升至 0.70 倍，但仍以长期债务为主，债务结构较为合理。

2019 年前三季度，公司经营性现金流呈净流出状态，经营活动净现金流无法对债务本息提供保

障。

表 11：近年来公司短期偿债能力指标（亿元、X）

	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	17.58	22.93	42.20	25.38
EBITDA	8.16	4.08	11.60	--
短期债务	44.11	58.97	43.82	52.93
经营活动净现金流	-29.48	21.01	11.21	-11.38
经营活动净现金流/短期债务	-0.67	0.36	0.26	-0.29*
经营活动净现金流/利息支出	-6.18	6.93	1.69	--
EBITDA/短期债务	0.19	0.07	0.26	--
EBITDA 利息倍数	1.71	1.35	1.75	--
货币资金/短期债务	0.40	0.39	0.96	0.48

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司外部授信余额充足，对外担保规模较大，需持续关注或有负债风险

截至 2019 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 90.70 亿元，其中未使用额度为 44.87 亿元，备用流动性充足。

截至 2019 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计为 23.25 亿元，占当期末总资产的 9.11%，净资产的 24.98%。公司受限资产包括货币资金（0.96 亿元，主要为保证金）和投资性房地产（22.29 亿元，主要为常熟服装城）。

截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额为 42.76 亿元，占所有者权益的比重为 45.93%，对外担保规模较大，被担保主体主要为常熟市国资委下属企业、事业单位。中诚信国际将对公司的或有负债风险保持关注。

表 12：截至 2019 年 9 月末公司主要对外担保情况（亿元）

担保人	被担保人	担保额度
常熟发投	常熟科技发展投资有限公司(东南开发区)	2.30
	常熟市交通公有资产经营有限公司	11.67
	常熟市交通投资发展有限公司	5.70
	常熟市交通物流产业发展有限公司	2.00
	常熟市污水处理厂	2.88
	常熟市支塘镇城乡综合发展有限公司	0.60
	常熟市水利建设发展有限公司	0.30
	常熟市历史文化街区保护发展有限公司	2.92
	常熟市城市经营投资有限公司	0.74
	常熟市农业基础设施开发建设有限公司	1.80
	常熟市虞山尚湖旅游发展有限责任公司	2.00
	常熟路桥工程有限公司	0.90

服装城	常熟市虞山镇城乡一体化建设有限公司	0.10
	常熟市虞山镇城乡综合发展有限公司	0.10
	常熟市福地农业发展有限公司	0.20
	常熟市莫城开发建设有限公司	5.71
	江苏江南商贸集团有限责任公司	2.77
合计		42.76

资料来源：公司提供

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2019 年 6 月 13 日，公司近三年一期未发生债务违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的债务违约事件。

外部支持

常熟市经济财政实力雄厚，能为公司业务发展提供良好的外部条件，同时，公司股东实力强劲，可在政策、资金等多方面给予公司一定的支持

公司的控股股东是常熟市政府国有资产监督管理委员会办公室，拥有雄厚的资金实力，庞大的资产规模和良好的市场信誉。公司股东实力强劲，能够在政策、资金等多方面给予公司业务发展有力的支持。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司获得的政府补贴分别为 3.41 亿元、0.08 亿元、0.29 亿元和 0.14 亿元²。此外，常熟市位居全国百强县第四位，强大的财政实力将为公司业务发展提供有力的政策和资金支撑，为公司的业务发展提供良好的外部条件。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持常熟市发展投资有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 常熟发投 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。

² 2016~2018 年政府补贴数据均来自于审计报告，2016 年政府补贴取自“营业外收入”，2017~2018 年政府补贴取自“其他收益”，2019 年 1~9 月取自于公司财务报表“其他收益”。

附一：评级报告相关图表

表 1：截至 2019 年 9 月末公司募集资金使用情况（万元）

募集资金用途	拟用募集资金	已使用募集资金
偿还公司存量债务融资工具（19 常熟发投 SCP001）	60,000.00	60,000.00
合计	60,000.00	60,000.00

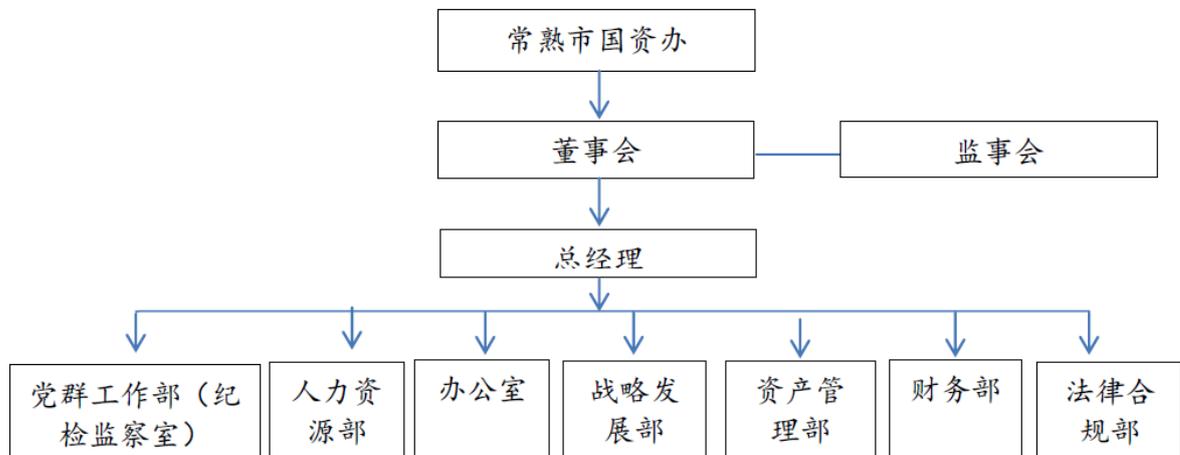
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：2016 年~2019 年 9 月公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2016		2017		2018		2019.1~9	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
租赁	4.39	37.49	4.39	45.30	4.90	24.69	3.63	51.86
保障性住房	1.42	12.13	0.34	3.51	9.75	49.12	0.04	0.57
粮油销售	4.38	37.40	3.13	32.30	3.27	16.47	1.38	19.71
其他	0.31	2.65	0.37	3.82	0.43	2.17	1.18	16.86
主营业务合计	10.51	89.75	8.22	84.83	18.35	92.44	6.24	89.14
其他业务	1.21	10.33	1.46	15.07	1.50	7.56	0.76	10.86
合计	11.71	100.00	9.69	100.00	19.85	100.00	7.00	100.00

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

附二：常熟市发展投资有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2019 年 9 月末)



资料来源：公司提供

附三：常熟市发展投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	175,765.46	229,326.22	422,025.64	253,756.74
应收账款	471.16	8,064.38	25,412.62	35,153.09
其他应收款	1,261,376.85	1,032,365.20	893,065.38	1,086,044.30
存货	93,523.15	98,903.32	74,126.97	73,278.78
长期投资	393,459.10	407,437.44	390,313.57	464,602.19
在建工程	19,052.80	2,464.52	5,559.22	5,772.48
无形资产	298,610.44	243,360.93	199,829.46	191,908.51
总资产	2,656,369.85	2,491,384.85	2,500,236.26	2,552,717.96
其他应付款	53,115.51	77,196.00	48,504.76	72,862.70
短期债务	441,119.13	589,668.15	438,206.66	529,254.35
长期债务	864,216.58	577,111.33	790,772.01	753,157.53
总债务	1,305,335.71	1,166,779.48	1,228,978.67	1,282,411.88
总负债	1,671,714.95	1,557,365.84	1,588,552.70	1,621,835.40
费用化利息支出	45,643.24	28,230.91	64,841.03	--
资本化利息支出	2,021.84	2,095.43	1,463.61	--
实收资本	787,476.30	788,336.30	788,336.30	788,381.30
少数股东权益	7,484.57	18,696.70	20,132.03	20,402.77
所有者权益合计	984,654.90	934,019.01	911,683.56	930,882.56
营业总收入	117,125.75	96,874.33	198,469.39	69,951.91
经营性业务利润	-51,255.09	-29,595.43	-46,817.79	-23,899.74
投资收益	26,548.83	26,464.69	29,250.55	23,690.46
净利润	8,705.84	-15,230.55	18,279.53	4,110.65
EBIT	55,272.45	14,984.23	89,901.76	--
EBITDA	81,634.23	40,822.53	116,044.92	--
销售商品、提供劳务收到的现金	118,934.68	98,926.10	189,954.85	62,419.63
收到其他与经营活动有关的现金	140,623.16	358,514.68	248,022.69	311,916.66
购买商品、接受劳务支付的现金	58,028.05	45,218.52	90,282.49	28,547.05
支付其他与经营活动有关的现金	471,083.21	169,040.96	188,414.65	431,875.48
吸收投资收到的现金	0.00	11,285.40	1,600.00	--
资本支出	16,497.45	8,667.48	6,577.89	21,436.08
经营活动产生现金净流量	-294,752.90	210,103.34	112,148.56	-113,799.83
投资活动产生现金净流量	-464.76	-27,249.71	65,663.35	-6,596.18
筹资活动产生现金净流量	52,256.21	-133,236.73	-7,750.26	-8,649.23
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	38.21	49.44	39.37	49.34
期间费用率(%)	76.89	76.22	56.53	81.15
应收类款项/总资产(%)	47.50	41.76	36.74	43.92
收现比(%)	1.02	1.02	0.96	0.89
总资产收益率(%)	2.14	0.58	3.60	--
资产负债率(%)	62.93	62.51	63.54	63.53
总资本化比率(%)	57.00	55.54	57.41	57.94
短期债务/总债务(%)	33.79	50.54	35.66	41.27*
FFO/总债务(X)	0.04	0.01	0.03	0.02*
FFO 利息倍数(X)	1.14	0.48	0.57	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-6.18	6.93	1.69	--
总债务/EBITDA(X)	15.99	28.58	10.59	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.07	0.26	--
货币资金/短期债务(X)	0.40	0.39	0.96	0.48
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.71	1.35	1.75	--

注：1、2019年三季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期应付债券调整至短期债务，计入其他非流动负债科目的直接融资工具和债券融资计划调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入	
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。