



常熟市城市经营投资有限公司 2021 年 公开发行人公司债券（面向专业投资者）（第一期）、（第二期）2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1067 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	常熟市城市经营投资有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 常熟 01”、“21 常熟 02”	AA+

评级观点

本次跟踪维持债项上次评级结论。中诚信国际认为常熟市的经济财政实力很强，产业结构不断优化，潜在的支持能力很强；常熟市城市经营投资有限公司（以下简称“常熟城投”或“公司”）在推进常熟城市建设和公共事业运营中发挥重要作用，对常熟市政府的重要性较高，与常熟市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，常熟城投多元化业务布局趋于稳定，经营性业务盈利能力强，资产规模将保持增长，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；同时，需关注资本支出压力、部分业务可持续性不足及或有负债风险对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

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

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。

可能触发评级下调因素：区域经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；重要子公司股权划出；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。

正面

- **区域经济实力持续增长，为公司发展营造良好的外部环境。**2022年，常熟市完成地区生产总值2,773.97亿元，同比增长2%，居全国百强县第四位，持续增强的区域经济实力和完善的工业基础利于公司业务的稳步发展。
- **公司职能定位重要，专营优势显著。**在常熟市政府授权和批准范围内，公司主要从事燃气销售、自来水供给和污水处理业务。公司在燃气销售领域占有率均在90%以上，自来水供应业务具备唯一性，专营优势显著。
- **经营性业务盈利能力强。**公司业务结构多元，主要板块运营情况稳健，经营性业务利润对净利润贡献显著。公司近三年一期经营性业务利润分别为6.36亿元、5.42亿元、4.27亿元和1.03亿元，盈利能力较强。

关注

- **资本支出压力。**公司片区开发业务和产业园建设仍处密集投资期，后续仍存在一定的资本支出压力。
- **动迁房项目可持续性不足。**根据政府规划调整，自2014年起公司逐步将动迁房的建设职能剥离，转为仅负责项目管理。目前在手项目后续可售面积有限，随着销售逐步完结，该业务收入的可持续性需关注。
- **对外担保或面临一定或有负债风险。**截至2023年3月末，公司对外担保余额为24.08亿元，占同期末净资产的比例为18.12%，担保对象均为常熟市国有企业，面临一定或有负债风险。

项目负责人：刘冠如 grlu@ccxi.com.cn

项目组成员：华志鹏 zhphua@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

常熟城投(合并口径)	2020	2021	2022	2023.3
总资产(亿元)	261.97	279.20	317.82	325.37
经调整的所有者权益合计(亿元)	120.50	125.68	127.90	132.82
总负债(亿元)	141.46	151.52	184.93	187.56
总债务(亿元)	97.36	112.28	131.65	136.28
营业总收入(亿元)	46.31	58.21	64.48	15.04
经营性业务利润(亿元)	6.36	5.42	4.27	1.03
净利润(亿元)	5.16	4.26	3.47	0.93
EBITDA(亿元)	10.97	10.18	9.73	--
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	8.18	9.23	3.40	1.38
总资本化比率(%)	44.69	47.18	50.72	50.64
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.43	2.57	2.26	--

注: 1、中诚信国际根据常熟城投提供的其经中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中, 2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数, 2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数, 2023 年一季度财务数据采用了未经审计的 2023 年一季度财务报表期末数; 2、中诚信国际债务统计口径包括公司少数股东权益中需支付固定股息部分; 3、本报告中所引用数据除特别说明外, 均为中诚信国际统计口径, 其中“--”表示不适用或数据不可比。

同行业比较(2022 年数据)

项目	常熟城投	吴江城投	太仓城投	金城投资
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
地区	苏州市-常熟市	苏州市-吴江区	苏州市-太仓市	苏州市-张家港市
GDP(亿元)	2,773.97	2,331.97	1,653.57	3,302.40
一般公共预算收入(亿元)	220.00	226.06	177.80	219.07
经调整的所有者权益合计(亿元)	127.90	343.31	111.56	281.50
总资本化比率(%)	50.72	55.58	46.00	57.15
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.26	0.50	0.98	0.72

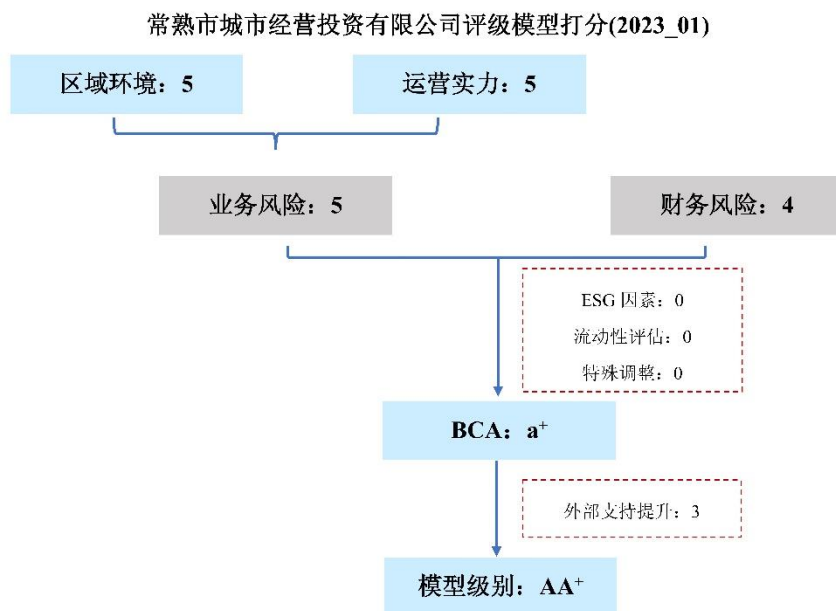
注: “吴江城投”系“吴江城市投资发展集团有限公司”的简称; “太仓城投”系“太仓市城市建设投资集团有限公司”简称; “金城投资”系“张家港市金城投资发展有限公司”简称。

资料来源: 公司提供及公开信息, 中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额(亿元)	债项余额(亿元)	存续期	特殊条款
21 常熟 01	AA+	AA+	2022/06/27	5.00	5.00	2021/04/23~2026/04/23 (3+2)	回售, 票面利率选择权
21 常熟 02	AA+	AA+	2022/06/27	6.00	6.00	2021/09/17~2026/09/17 (3+2)	回售, 票面利率选择权

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,常熟城投基础设施业务和公用事业业务竞争力较强,同时主营业务经营情况良好,能持续带来经营活动净现金流入,具备较高的业务稳定性和持续性。但常熟城投的保障房建设职能已被剥离,轮渡业务出现亏损,需关注相关业务可持续性 & 盈利修复情况,此外,公司片区开发尚需投资规模较大,面临一定的资本支出压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,常熟城投所有者权益持续增长,具备较强的资本实力。但是,常熟城投债务规模增长较快,经营活动现金流有所波动,偿债指标表现有待提高。

■ 个体信用状况(BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对常熟城投个体基础信用等级无影响,常熟城投具有 a⁺ 的个体基础信用等级,反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,常熟市政府有很强的支持能力,对公司有较强的支持意愿,主要体现在常熟市的区域地位,以及较强劲的经济财政实力和增长能力;常熟城投系常熟市重要的基础设施建设主体和公共事业运营主体,成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持,具备较高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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进行跟踪评级，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

“21 常熟 01”募集资金 5.00 亿元，扣除发行费用后拟全部用于偿还到期公司债券。根据《常熟市城市经营投资有限公司公司债券年度报告（2022 年）》显示，截至 2022 年末，公司已按照募集说明书的约定履行资金使用程序，募集资金已使用完毕，并做到了专款专用。

“21 常熟 02”募集资金 6.00 亿元，扣除发行费用后拟全部用于偿还到期公司债券。根据《常熟市城市经营投资有限公司公司债券年度报告（2022 年）》显示，截至 2022 年末，公司已按照募集说明书的约定履行资金使用程序，募集资金已全部用于偿还到期公司债券。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续，城投发行审核并未明显放松，叠加到期及回售规模较大，城投债发行规模、净融资额同比大幅下降，且募集资金用于借新还旧的比例进一步提高。展望 2023 年，隐性债务严监管下城投“紧融资”环境难有较大转变，但考虑到基建仍是经济稳增长的重要着力点，城投融资情况或有边际改善。风险关注方面，在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

区域环境

区域环境方面，常熟市是由苏州市代管的县级市，地处上海经济圈，东倚上海、南接苏州、西邻无锡、北与南通隔江，区位优势较强。截至 2021 年末，常熟市拥有建制镇 8 个，街道办事处 6 个，林场 1 个；另有国家级开发区 2 个，省级开发区和旅游度假区各 1 个，国家级专业市场 1 个；2020 年末常住人口为 167.72 万人，常住人口城镇化比例达到 73.37%。

近年来，常熟市依托较好的区位优势和良好的营商环境，加快产业转型升级，全力构筑产业发展新优势，形成汽车及零部件、装备制造、纺织服装等三大千亿级产业和电子信息、新材料、新能源、冶金、轻工等五大百亿级产业，综合实力保持全国百强县（市）前列。2022 年，常熟市实现地区生产总值 2,773.97 亿元，按可比价格计算较上年增长 2.0%，位于苏州市下属区县前列，区域经济实力较强。

表 1：2022 年苏州市下辖区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
苏州全市	23,958.34	-	18.65	-	2,329.18	-
昆山市	5,006.66	1	23.71	2	430.18	1
工业园区	3,515.61	2	30.56	1	387.40	2
张家港市	3,302.40	3	22.93	3	219.07	3
常熟市	2,773.97	4	16.45	6	220.00	5
吴江区	2,331.97	5	14.96	7	226.06	4
苏州高新区（虎丘区）	1,766.17	6	21.03	4	182.06	7
太仓市	1,653.57	7	19.71	5	177.80	8
吴中区	1,590.17	8	11.35	9	210.39	6
相城区	1,105.32	9	12.24	8	145.68	9
姑苏区	912.50	10	9.58	10	61.84	10

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和合理的产业结构为常熟市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升。2022 年，常熟市实现一般公共预算收入 220.00 亿元，税收收入占比有所下降，但整体维持在较高水平；政府性基金收入是常熟市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情遇冷影响，收入规模呈现下降趋势。再融资环境方面，常熟市广义债务率处于苏州市中上游水平，区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标融资占比较小，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来常熟市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	2,365.43	2,672.04	2,773.97
GDP 增速（%）	4.5	9.2	2.0
人均 GDP（万元）	14.13	15.89	16.45
固定资产投资增速（%）	20.8	11.6	3.8
一般公共预算收入（亿元）	213.66	230.75	220.00
政府性基金收入（亿元）	235.88	183.81	115.27
税收收入占比（%）	86.20	85.88	77.57
公共财政平衡率（%）	92.99	84.40	76.44

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：常熟市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，常熟城投的业务状况较好。跟踪期内，公司仍作为常熟市重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，以及区域内最重要的自来水供应、燃气销售、污水处理等公用事业运营主体，专营优势明显，具有较强的业务竞争力；同时，燃气销售和水务业务是公司收入的主要来源，业务覆盖区域稳定，业务稳定性和可持续性较好。

值得注意的是，公司自 2014 年起不再承接新的动迁房建设项目，跟踪期内房屋销售收入主要来源于已完工项目的销售，该业务销售收入未来可持续性不足；轮渡业务受沪通大桥分流的影响，后续经营情况均需持续关注。

表 3：2020 年~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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
燃气销售板块	24.88	53.73	20.38	28.87	49.60	16.48	34.45	53.43	9.35	8.40	55.85	--
其中:天然气	24.66	53.25	20.24	28.73	49.36	16.39	34.15	52.96	9.14	8.06	53.59	--
液化气	0.22	0.48	36.36	0.14	0.24	35.71	0.30	0.47	33.33	0.34	2.26	--
水务板块	8.19	17.69	32.11	13.70	23.54	30.22	10.89	16.89	31.31	2.61	17.36	--
其中:自来水及污水处理	5.75	12.42	34.61	6.53	11.22	32.16	9.36	14.52	32.26	2.20	14.63	--
水务工程	2.44	5.27	26.23	2.97	5.10	21.55	1.53	2.37	25.49	0.41	2.73	--
房屋销售板块	2.48	5.36	34.68	4.20	7.22	33.33	4.42	6.85	63.80	0.95	6.32	--
基础设施板块	6.40	13.83	12.19	9.39	16.13	6.92	11.64	18.06	6.96	2.46	16.36	--
其中:路桥建造	1.86	4.02	12.90	2.80	4.81	10.00	3.15	4.89	9.21	1.67	11.10	--
路灯安装	1.24	2.68	19.35	0.73	1.25	23.29	0.78	1.21	25.64	0.07	0.47	--
片区开发	3.30	7.13	9.09	5.86	10.07	3.41	7.71	11.96	4.15	0.72	4.79	--
轮渡运输	0.27	0.58	18.52	0.29	0.50	10.34	0.14	0.22	-64.29	0.04	0.27	--
其他	1.19	2.57	39.50	1.43	2.46	36.36	0.61	0.95	16.39	0.18	1.20	--
其他业务收入	2.91	6.28	41.24	4.54	7.80	19.38	2.34	3.63	23.93	0.40	2.64	--
营业收入/毛利率合计	46.31	100.00	23.86	58.21	100.00	25.25	64.48	100.00	16.76	15.04	100.00	16.67
投资收益		1.00			0.64			0.26			0.05	

注：1、2022 年末，公司主营业务收入中其他业务收入为 0.61 亿元，主要是物业管理和技术服务收入；其他业务收入为 2.34 亿元，主要是天然气改管安装收入和租金收入等；2、公司未提供 2023 年一季报成本明细，故未列示当期各业务毛利率。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

燃气销售板块

跟踪期内，公司维持天然气供给领域专营地位，保持较高的市场占有率；业务规模随着“煤改气”的推进以及覆盖面积的扩张持续提升，但毛利率受采购价格上升影响有所下滑。

公司燃气销售业务包括天然气和液化气的供应等，其中天然气业务是主要的收入来源，运营主体为子公司常熟市天然气有限公司（以下简称“天然气公司”），截至 2023 年 3 月末，公司持有天然气公司 60% 的股权。跟踪期内，公司燃气销售业务收入保持增长。

跟踪期内，公司供气范围稳定，供气能力不断提升，调压分输站数量、管网长度、覆盖人口等随着“煤改气”政策的落实有所增长。截至 2023 年 3 月末，公司天然气业务供气范围涵盖常熟市除常熟经济开发区以外的行政区域，在常熟市的市场占有率维持在 90% 以上，业务稳定性良好。

表 4：近年来公司天然气供气能力

项目	2020	2021	2022	2023.3
供气能力（亿立方米/年）	42.49	42.49	42.49	42.49
门站（座）	5	5	5	5
调压分输站（座）	10	10	10	10
现有管网长度（公里）	2,633.00	2,972.76	3,335.63	3,415.93
居民用户（万户）	32.11	35.85	39.08	39.34
工商企事业单位用户（户）	1,404	1,612	1,902	1,948

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，跟踪期内，公司天然气供应商仍为江苏省天然气有限公司、苏州天然气管网有限公司和太仓天然气公司等，公司与江苏省天然气有限公司签订了“川气”供气合同，合同期限为 2010 年 5 月 25 日至 2030 年 12 月 31 日；与苏州天然气管网有限公司签订了“西气”供气合同，合同期限为 2004 年 8 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，公司的气源供应有较好的保障。随着“煤改气”项目的持续推进，公司天然气采购量逐年增加，同时采购均价受宏观因素影响呈上升趋势。

表 5：近年来公司天然气采购情况

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
采购量（亿立方米）	8.55	9.59	9.30	2.10
采购金额（亿元）	17.69	23.82	29.06	7.48
采购均价（元/立方米）	2.07	2.48	3.12	3.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司 2022 年天然气销售量与上年基本持平。价格方面，公司天然气销售价格严格执行国家价格政策，居民生活用气阶梯价格制度计量周期及其他相关规定等执行《关于调整居民生活用天然气销售价格并实行阶梯式气价的通知》（常发改价【2014】78 号）。2018 年 11 月 1 日起，居民生活用气收费价格基本稳定；根据《关于调整优化常熟市居民燃气阶梯气价政策的通知》（常发改价[2021]39 号），2022 年 1 月 1 日开始，居民生活用气阶梯价格制度规定区域内气价不变，但收费价格阶梯区间有所放宽，有利于居民用气量进一步提升。非居民用气价格受季节及政策影响较大。2022 年以来，常熟市发改委陆续出台《关于疏导常熟市非居民用管道天然气非采暖季销售价格的通知》（常发改价[2022]26 号）、《关于疏导常熟市非居民用管道天然气采暖季销售价格的通知》（常发改价[2022]39 号），对工商业用气和特种用气（学校/公共服务用气）价格进行调整。2020 年 11 月以来，各阶段居民及非居民用气价格具体如下表所示：

表 6：2020.11~2023.03 公司天然气销售价格情况（元/立方米）

项目	2020.11~2021.03	2021.04~10	2021.11~2022.03	2022.04~2022.06	2022.07~2022.10	2022.11~2023.3
居民生活用气	第一阶梯（1-400 立方）：2.75（2022.1.1 开始执行）		第一阶梯（1-400 立方）：2.75			
	第二阶梯（401-1,000 立方）：3.3（2022.1.1 开始执行）		第二阶梯（401-1,000 立方）：3.3			
	第三阶梯（1,000 立方以上）：4.125（2022.1.1 开始执行）		第三阶梯（1,000 立方以上）：4.125			
工商业用气	3.479（11~12 月）	3.197	3.753	3.753	3.892	4.387
	3.294（1~3 月）					
特种用气（学校/公服）	3.025/3.299（11~12 月）	3.025/3.197	3.025/3.753	3.025/3.753	3.025/3.892	3.025/4.387
	3.025/3.294（1~3 月）					

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据相关价格政策，2020 年 11 月以来，居民生活用气价格保持稳定，非居民用管道天然气销售价格调整较为频繁，工商业用气价格和公共服务用气呈上升趋势，但整体采购成本的增加对板块的盈利造成一定不利影响，跟踪期内公司天然气业务毛利率持续下降。

公司液化气业务包括液化石油气销售、燃气设备维修和液化气管道安装等，目前公司销售价格维持在 4,500 元/吨至 6,000 元/吨。2022 年公司液化气业务收入较 2021 年大幅增加，主要系管道维保等工程收入增加。

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建项目为杨园调压站、福山调压站、六房巷互通站新建及谢桥门站改扩建工程，计划总投资额 0.9 亿元，已投资 0.21 亿元，资本支出压力相对较小。公司暂无拟建项目。

总体来看，公司燃气销售业务覆盖区域广，业务模式稳定，但毛利率持续下降，需关注燃气采购成本上升对该板块盈利能力的削弱。

水务板块

跟踪期内，公司自来水业务保持区域内垄断优势，且随着污水处理能力提升，板块业务规模保持增长，整体经营情况良好。

跟踪期内，公司水务板块业务仍包括自来水业务、污水处理业务和水务工程业务，运营主体为二级子公司江苏中法水务股份有限公司（以下简称“中法水务”）。其中，自来水业务收入来源为中法水务自营的污水处理和自来水供应等；污水处理收入来源为中法水务受托运营的污水处理厂；水务工程为中法水务负责的常熟市区及各乡镇供水项目建设，近年收入主要来源为管网安装及二次供水泵房施工项目。

自来水业务：公司拥有自来水供给业务特许权，供水区域为常熟市域，覆盖人口 180 万人，业务服务覆盖面较为稳定。

表 7：近三年一期公司自来水业务供水情况

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
供水面积（平方公里）	1,264	1,264	1,264	1,264
日供水能力（万立方米/日）	87.5	87.5	87.5	87.5
原水采购量（亿立方米/年）	2.09	2.28	2.20	0.49
供水量（亿立方米/年）	2.03	2.20	2.13	0.47
售水量（亿立方米/年）	1.72	1.90	1.85	0.41

漏损率（%）	15.13	13.46	13.56	12.39
管网长度（公里）	8,998	9,425	9,848	10,061

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

供水能力方面，公司共拥有 3 个供水厂和 2 个增压站，日供水能力均为 87.5 万立方米，年供水量维持在 2.10 亿立方米左右，但受漏损率偏高因素影响，公司年售水量规模相比供水量规模较低。2022 年，受宏观形势及外贸订单减少影响，工商业企业用水量有所降低。

销售价格方面，公司自来水售价参照常熟市政府物价部门核定标准，截至 2023 年 3 月末，公司仍执行常熟市发展和改革委员会于 2017 年发布的《关于将水资源费纳入基本水价的通知》和《关于取消自来水价格中的城市公用事业附加费有关问题的通知》，水价未发生调整。

表 8：常熟市自来水价格情况（元/吨）

项目	总水价
居民生活用水	
年用水量≤216 吨	2.91
216 吨<年用水量≤300 吨	3.71
年用水量>300 吨	6.11
执行生活用水价格的非居民用户	3.11
尚未实施一户一表居民用户	2.91
非居民生活用水	4.21
特种用水	5.86

注：总水价包括基本水价、城市附加费和污水处理费

截至 2023 年 3 月末，公司自来水业务在建项目主要包括 3 个给水管道及配套工程，目前已基本完建。

表 9：2023 年 3 月末公司自来水业务在建工程情况

项目	长度（公里）	计划总投资额（亿元）	已投资金额（亿元）
524 国道（南三环一规划羊辛线）DN1000-800 给水管道工程	15.50	0.70	0.70
白鹤滩-江苏±800 千伏特高压直流输电工程虞城换流站给水管道配套改造工程	8.00	0.26	0.26
新世纪大道北延二期（常昭路-向阳西路）DN800-600 给水管道工程	3.70	0.16	0.16
总计	--	1.12	1.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理业务：公司主要为常熟市乡镇提供污水处理服务。截至 2023 年 3 月末，中法水务自营的污水处理厂共 5 家，分别为：辛庄污水处理厂、周行污水处理厂、八字桥污水处理厂、虞山污水处理厂和城东水质净化厂，受地方政府委托管理污水厂 3 座，分别为董浜厂、滨江厂、滨江二厂。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司已完工污水处理厂情况

污水厂	服务区域	指标	
周行污水处理厂	古里镇、海虞镇、梅李镇 3 个镇 6 个片区	日处理能力	2 万吨/日
		年污水处理量	162.26 万吨
		污水处理费	4.37 元/每吨
虞山污水处理厂	大义、谢桥集镇区、常熟高新产业园	日处理能力	4.5 万吨/日
		年污水处理量	278.26 万吨
		污水处理费	4.37 元/每吨
八字桥污水处理厂	支塘镇区、何市、任阳办事处、古里白茆、梅李珍门片区	日处理能力	3 万吨/日
		年污水处理量	241.51 万吨
		污水处理费	4.37 元/每吨
辛庄污水处理厂	辛庄中心镇、杨园片区、张桥片区	日处理能力	3 万吨/日

城东水质净化厂	白茆塘以南、锡太公路以北、昆承湖以东区域及青墩塘以南、东环河西、横泾塘以东的区域	年污水处理量	206.64 万吨
		污水处理费	4.37 元/每吨
		日处理能力	12 万吨/日
		年污水处理量	908.64 万吨
		污水处理费	3.4 元/每吨

注：上表不含中法水务受托管理的污水处理厂。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理费方面，中法水务受托运营的污水处理厂取得的污水处理费直接计入收入；公司自营的污水处理由常熟市水利局、财政局按照核定的预算逐月拨付给公司，公司按照实际处理量确认污水处理收入（计入自来水业务）。此外，常熟市政府还通过补贴和税费返还等政策对公司承担的污水处理运营和建设任务给予一定支持。

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建项目为常熟经济技术开发区工业污水处理厂建设工程，该工程建设规模为 15,000m³/d，地块总面积约为 20,065m²，工程建设投资总额约为 2.58 亿元，已于 2022 年 7 月 8 日正式开工，现阶段正在进行市政工程施工（总体完成率达 81%），预计 2023 年 12 月底通水。

2021 年以来，公司自有污水厂完成提标改造及城东厂投入使用令公司污水处理能力提升，自来水及污水处理业务规模保持增长，收入亦实现同步增加。

房屋销售板块

公司动迁安置房的建设职能已剥离，不再承接新的项目建设，转为仅负责项目管理，后续可售房源有限，该业务可持续性 & 稳定性不足。

根据政府相关规划，常熟市动迁房由常熟市保障房开发建设有限公司（以下简称“保障房公司”）承接，保障房公司委托公司对安置房进行项目管理，按月向公司支付管理费，管理费为工程建设总投资额的 2%。自 2014 年起公司便不再承接新的动迁房建设项目，在售项目仍按原模式执行，新项目所确认代建管理费收入记入公司其他业务收入。

在售项目原模式为根据常熟市政府及常熟市财政局与公司签订的协议书，公司负责常熟市城区内所有动迁安置房的建设，以政府定价方式销售，项目利润率不低于 8%。常熟市政府对销售价格低于市场价的差额部分进行补贴，确认为房产销售收入，未收到的差额部分计入“其他应收款”。公司动迁房项目资金主要通过项目自身贷款和财政资金获得，土地获取方式为招拍挂。

截至 2023 年 3 月末，公司动迁房项目已全部完工，累计完成城市房屋拆迁项目 58 个，拆除总计 72.86 万平方米的建筑物，已建成动迁房项目 34 个，总投资为 67.46 亿元，规划总面积 173.21 万平方米。在售项目包括金桂家园二期、衡丰家园、琴湖家园和金山苑三区等，总投资合计 52.16 亿元，建筑面积 123.10 万平方米。当期末，公司在售动迁房项目累计已销售 115.66 万平方米，实现销售收入 59.69 亿元。

表 11：截至 2023 年 3 月末，公司已完工动迁房销售情况（万元）

项目	总投资	累计销售收入	2022 年确认收入	2023.1-3 确认收入
金桂家园二期	90,315.74	102,610.03	5,913.7	3,927.33
衡丰家园	80,037.03	104,379.84	12,222.91	2,123.87

琴湖家园	76,836.28	95,035.10	6,935.65	35.38
金山苑四区	37,284.12	31,020.99	905.05	0.00
金山苑三区等	237,094.44	263,809.31	13,280.98	3,420.68
合计	521,567.61	596,855.27	39,258.29	9,507.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司目前在售动迁房项目已大规模销售完毕，后续可售面积较少，未来该业务收入规模有限。

基础设施建设板块

跟踪期内，常熟城投仍作为常熟市重要的基础设施建设主体，片区内开发项目数量较多，推动收入增长明显；但在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

跟踪期内，公司基建板块收入仍包括片区开发、路桥建设和路灯安装等业务，其中片区开发的运营主体包括常熟市城北投资经营有限公司（以下简称“城北公司”）、常熟市城铁投资经营有限公司（以下简称“城铁公司”）和常熟市城南投资经营有限公司（以下简称“城南公司”），其中城北公司和城铁公司共同负责城铁片区基础设施建设，城南公司负责城南片区基础设施建设。业务模式上，原模式为公司接受常熟市土地储备中心委托，签订委托代建协议，项目完工后，按照经审计确定的建设项目竣工决算价（含建设期贷款利息）加成 10% 左右确认为最终金额，现所有项目作为代建项目按照代建管理费的模式结算。公司根据常熟市审计局或常熟市财政局批复的工程竣工决算审计报告确认收入，常熟市土地储备中心分次支付建设款项，在竣工验收后 3-5 年内将逐步予以全部回款。从 2020 年起，为支持片区开发项目建设，常熟市土储中心已陆续对部分项目拨付资金，但公司整体回款进度仍较缓慢，截至 2023 年 3 月末，累计回款 6.73 亿元，应收款中仍有 8.71 亿元尚未回款。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司主要已建片区开发项目情况（亿元）

项目名称	委托方	总投资额	已投资额	已确认收入金额	已回款金额
红梅路	常熟市土储中心	0.30	0.30	0.33	0.33
昆承南路	常熟市土储中心	0.19	0.19	0.21	0.21
香山中路（竞文路-昭文路）	常熟市土储中心	0.35	0.35	0.41	0.41
昆承南路支二路	常熟市土储中心	0.39	0.39	0.43	0.43
开元大道南路	常熟市土储中心	0.25	0.25	0.28	0.28
开元大道北路	常熟市土储中心	0.25	0.25	0.27	0.27
昆承南路支路	常熟市土储中心	0.12	0.12	0.12	0.12
泰山路北延（衡山路-泰山路）	常熟市土储中心	0.20	0.20	0.20	0.20
冬青路工程	常熟市土储中心	0.61	0.47	0.36	0.10
文化片区绿化慢行二期	常熟市建设局	0.37	0.29	0.20	0.15
泰山路北延二期	常熟市土储中心	0.21	0.15	0.11	0.11
新沈路	常熟市土储中心	0.26	0.26	0.15	--
金湾路	常熟市土储中心	0.36	0.36	0.28	--
庙港路	常熟市土储中心	0.68	0.68	0.52	--
沈青路东环河大桥	常熟市土储中心	0.84	0.84	0.69	--
湖苑路	常熟市土储中心	0.31	0.31	0.18	--
胜湖北路	常熟市土储中心	0.07	0.07	0.05	--
秋穗路	常熟市土储中心	0.05	0.05	--	0.03
酌波路	常熟市土储中心	0.04	0.04	--	0.06
应雷路	常熟市土储中心	0.09	0.09	--	0.12
丹光路	常熟市土储中心	0.06	0.06	--	0.10

建华路	常熟市土储中心	0.17	0.17	--	0.10
文化片区东部地块河道整治工程	常熟市土储中心	1.23	0.39	0.43	0.39
碧云路*	常熟市住建局	0.41	0.12	0.11	0.11
沪通铁路交通枢纽工程*	常熟市交通局	8.92	5.93	3.7	--
碧海路*	常熟市土储中心	0.35	0.22	0.20	0.15
龙腾路	常熟市土储中心	0.40	0.28	0.25	--
永青路*	常熟市土储中心	0.32	0.18	0.18	--
沈青路*	常熟市土储中心	0.78	0.45	0.43	--
香江路*	常熟市土储中心	0.33	0.17	0.16	--
凯文小学西侧道路*	常熟市土储中心	0.13	0.08	0.08	--
龙腾片区涉铁通道	常熟市土储中心	0.67	0.64	0.62	--
泰山路北延	常熟市土储中心	1.07	0.97	0.88	1.23
常昭路一期	常熟市交通局	0.89	0.88	0.73	0.79
汇龙路	常熟市交通局	0.37	0.36	0.31	0.34
金达路	常熟市交通局	0.31	0.30	0.26	0.27
云海路	常熟市土储中心	0.64	0.58	0.53	0.43
金湾路	常熟市土储中心	0.10	0.09	0.08	--
银湾路	常熟市土储中心	0.14	0.14	0.13	--
全港路	常熟市土储中心	0.24	0.23	0.20	--
南部新城北区水系整治	常熟市土储中心	0.80	0.76	0.66	--
文化片区慢行系统三期	常熟市土储中心	0.86	0.81	0.71	--
合计		25.13	19.47	15.44	6.73

注：1、上表中昆承南路支路、泰山路北延（衡山路-泰山路）、冬青路工程、文化片区绿化慢行二期及泰山路北延二期项目，已投资金额小于计划总投资额，项目已完工且后期不会增加投资。文化片区东部地块河道整治工程和沪通铁路交通枢纽工程等项目为阶段或部分完工确认收入，项目仍为在建状态；2、秋穗路、酌波路等项目尚未确认收入，所统计回款额为预收款项。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司于 2019 年开始确认片区开发业务收入，除上述片区开发业务实现的收入外，公司亦将子公司常熟市美绿园林绿化工程有限责任公司和常熟市盛通交通设施工程有限公司所承接的绿化养护、交通工程施工等业务实现的收入计入该板块。截至 2023 年 3 月末，公司片区开发在建项目包括城南道路、城北道路、城铁片区交通枢纽配套工程等 5 个，总投资合计 26.99 亿元，已完成投资 17.43 亿元，后续仍存在一定的资本支出压力。公司拟建项目包括渠中路、春和路和瞿公路共 3 个道路建设工程，计划总投资 0.52 亿元，并预计于 2023 年完成投资。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司片区开发业务在建项目情况（亿元）

在建项目名称	建设周期	总投资	已投资
城南道路	2017.6-2021.7	5.45	3.15
城北道路	2018.3-2022.12	11.46	7.06
城铁片区交通枢纽工程	2018.3-2022.6	8.92	7.11
花溪片区渠中路（香山南路-金山路）	2022.10-2023.12	0.43	0.07
花溪东片区水系整治一期	2022.10-2024.10	0.73	0.04
合计	--	26.99	17.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司路桥建设和路灯安装业务分别由常熟市鑫达市政路桥工程有限公司（以下简称“鑫达路桥”）和常熟市路灯安装工程有限公司（以下简称“路灯安装公司”）负责。

鑫达路桥具有市政公用工程施工总承包二级、土石方工程专业承包二级、房屋建筑工程施工总承包三级等资质，施工资质较为齐全。公司路桥建设项目主要来源于常熟市市政公用事业管理处承接的当地政府年度城建计划中涉及道路、桥梁的建设、维护部分的项目，由鑫达路桥向当地建设

局招投标领导小组采取竞标方式取得，同时，鑫达路桥亦通过直接招投标的方式取得源于路桥建设发包方的路桥建设项目。结算方面，对于来源于政府的路桥建设项目，由鑫达路桥根据签订的《建设工程施工合同》进行施工，财政部门在竣工验收后逐年按比例付清工程款；来源于招投标的项目则根据与项目发包方签订的施工合同，依照合同规定结算工程款。

路灯安装公司主要承接本市辖区工程，拥有城市及道路照明工程专业承包二级资质、电子与智能化工程专业承包二级资质，从原有单一的承建道路照明亮化工程及城区外养护项目，向智能化、节能租赁及广告安装等多领域拓展。路灯安装公司项目主要来源于常熟市市政公用事业管理处承接的当地政府年度城建计划中涉及道路照明及景观亮化的项目，主要由路灯安装公司向当地建设局招投标领导小组采取竞标方式取得。路灯安装公司亦通过直接招投标的方式从工程发包方取得路灯建设项目。结算方面，路灯安装公司根据签订的《建设工程施工合同》进行施工，财政部门在竣工验收后逐年按比例付清工程款；来源于招投标的项目则依照与项目发包方签订的施工合同规定结算工程款。

整体来看，公司路桥建设和路灯安装业务资质齐全，依托自身片区开发的的优势，对公司收入形成了有效补充。

其他业务板块

受沪通大桥分流影响，公司轮渡业务收入下降且面临亏损；公司积极参与产业园提质增效建设，但后续面临较大的资本支出压力，且资金回报周期长，需对未来招商及运营保持关注。

公司的交通运输业务主要为轮渡业务，受沪通大桥分流影响，轮渡运输量下降，2022 年收入大幅下降，无法对成本进行覆盖，且该影响长存，需对轮渡业务后续的盈利情况予以关注。

产业园开发业务主要是由子公司常熟市恒信智地产业园开发有限公司¹（以下简称“恒信智地”）参与建设，主要围绕老旧城区改造、产业园提档升级、高能级载体业务的招商运营服务等开展业务。公司主要通过和街道合作的方式进行产业园的开发运营，运营模式为租售结合，目前仍以租赁为主。截至 2022 年末，公司在手运营的产业园 5 个，产业园总建筑面积约 30 万平方米，项目分布在董浜街道、支塘街道和莫城街道。2022 年，公司租赁业务收入为 0.32 亿元，由于规模较小，公司暂将该部分收入记入房屋销售收入中。目前公司在建及拟建的产业园项目包括 UWC+创新岛项目、常春藤人才港项目、支塘恒智思成路二期项目等，计划在 2023 年对产业园开发业务投资 10 亿元左右。整体来看，公司产业园开发项目量储备充足，但由于产业园项目开发系重资产开发，回报周期较长，需对资本支出压力、未来招商及运营情况保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。受益于政府的支持和利润留存，跟踪期内公司所有者权益保持稳定增长，具备较强的资本实力；但受业务扩张等影响，公司财务杠杆有所上升，经营活动净现金流受

¹ 系 2020 年由公司、常熟市发展投资有限公司、江苏江南商贸集团有限责任公司合资成立，原名常熟市乡村振兴产业园开发有限公司，2021 年 6 月，常熟市乡村振兴产业园开发有限公司更名为恒信智地，股东新增常熟东吴恒智产业投资合伙企业（有限合伙），截至 2022 年末，恒信智地注册资本为 15.4 亿元，实收资本 10.16 亿元，公司持股比例为 41.87%。

主营收支的影响，对利息的保障有所波动。

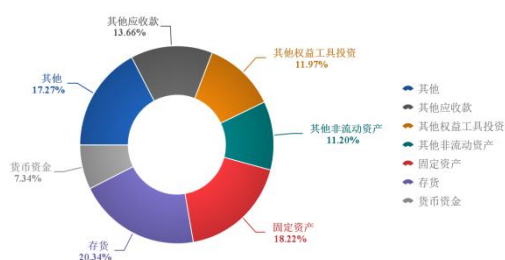
资本实力与结构

利润留存提升了公司的资本实力，但受债务规模扩张影响，财务杠杆率随之上升且处于较高水平；公司资产中存货和往来款规模较大，资产收益性一般，流动性不足，整体资产质量一般。

作为常熟市最重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体，公司参与了一系列重大项目投资开发、动迁房安置及城市基础设施配套等市政工程，推动资产总额持续增加，2022 年同比增长 13.83%，达到 317.82 亿元。

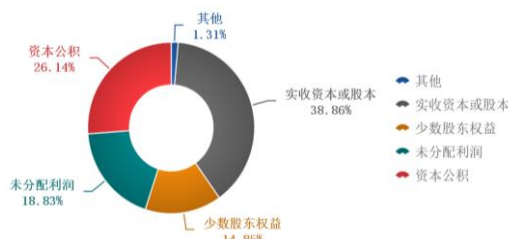
公司目前形成了以“基础设施建设、水务、燃气、房屋销售”为主的业务板块，同时积极参与港口、新能源等战略性股权投资，资产主要由上述业务形成的存货、其他应收款、其他权益工具投资、固定资产和其他非流动资产等构成，其中流动资产和非流动资产占比较均衡，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。流动资产方面，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，且受限金额较少；同时因承接政府拨款的基础设施建设业务、其他企业委托代建的片区开发、水务工程等配套市政工程，公司其他应收款规模呈增长趋势；伴随着公司保障房职能的剥离、已完工保障房项目的结转，2022 年末存货中的开发产品较 2021 年大幅降低，因新增琴川街道片区工程，开发成本较上年末有所上升。非流动资产方面，出于战略投资目的，公司新增对江南中电（苏州）新能源产业发展有限公司的股权投资，其他权益工具投资收益稳定且各项投资公允价值未发生较大波动；公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备及运输设备等；其他非流动资产为公司土地预付款项。总体来看，公司资产收益性一般，流动性不足，资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，利润留存带动公司经调整的所有者权益²保持增长。预计未来公司业务结构将保持稳定，政府将持续向公司进行财政补助，且二级子公司中法水务有上市计划，若成功上市将进一步增厚公司的所有者权益，资本实力将保持强劲。

伴随业务板块的扩张，公司的外部资金需求逐渐扩大，财务杠杆水平有所上升。随着后续项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率或将进一步增加。

²经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 5 亿元公司具有支付固定股息义务的少数股东权益。

表 14：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	261.97	279.20	317.82	325.37
非流动资产占比	45.40	49.63	55.49	54.71
经调整的所有者权益合计	120.50	125.68	127.90	132.82
资产负债率	54.00	54.27	58.19	57.64
总资本化比率	44.69	47.18	50.72	50.64

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量尚可，获现能力表现较好，但持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性，债务规模持续扩张，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

受益于业务的扩张及多元化发展，跟踪期内公司收入规模保持增长，其中水务板块、天然气销售板块及基础设施建设板块构成了利润的主要来源。同时，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入相匹配，业务收现比较为稳定。

2022 年，公司经营活动现金流受购买商品、接受劳务支出现金规模增加的影响，经营活动净现金流相较于往年有所降低。总体来看，公司获现能力表现尚可，但仍需关注宏观环境变化对天然气等采购成本及结算频率的影响。

近年来，公司投资活动产生的现金流量净额持续为负，2022 年因投资产业园、污水处理厂及管网建设，投资活动现金流呈现大幅流出状态，同时，投资收益收到的现金较为稳定且规模偏小，处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金不具备可持续性，预计公司短期内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动的资金缺口逐年增加，经营活动净现金流较小且存在一定波动，进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，受益于所处区域良好的融资环境和公司自身良好的信用资质，公司筹资活动产生的现金流量净额逐年增加，但通过外部融资叠加股权融资等方式筹集的资金无法完全覆盖资金缺口，公司仍动用了一定规模的账面资金，导致 2020 年~2022 年各期末公司货币资金余额均有所下降。

表 15：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	8.18	9.23	3.40	1.38
投资活动产生的现金流量净额	-9.93	-11.80	-32.71	-3.42
筹资活动产生的现金流量净额	-11.54	1.53	23.75	6.52
现金及现金等价物净增加额	-13.29	-1.04	-5.56	4.48
收现比	1.01	1.14	1.06	1.12

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，2022 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖能力减弱，偿债指标表现欠佳。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，近年来债务规模增长较快，2022 年末债务的同比增长 17.25%。公司债务以银行借款、债券发行为主，存在少量非标借款，且银行借款多有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较多元且保持稳定；公司债务以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 16：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	成本	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	4.55%	59.74	14.68	12.45	7.02	25.59
债券融资	3.72%	67.15	15.00	5.00	9.50	37.65
非标融资	4.79%	3.14	--	0.14	3.00	--
合计	-	130.03	29.68	17.59	19.52	63.24

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年以来公司 EBITDA 构成中来自折旧和摊销的规模上升，但利润总额依然是其主要构成。公司营业收入保持稳定增长，但营业成本上涨导致利润总额下降，跟踪期内 EBITDA 规模小幅下降。同时，债务规模的增长导致公司利息支出上升，公司 EBITDA 对利息的覆盖水平较为一般且跟踪期内有所下降。此外，公司经营活动净现金流对利息的保障能力总体较弱，且跟踪期内经营活动净现金流规模的下降令其无法对利息形成有效覆盖。

表 17：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	97.36	112.28	131.65	136.28
短期债务占比	33.29	35.80	12.60	22.76
EBITDA	10.97	10.18	9.73	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.43	2.57	2.26	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.81	2.33	0.79	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产 21.12 亿元，占当期末总资产的 4.52%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 24.08 亿元，占同期末净资产的比例为 18.12%，被担保单位主要系常熟市国有企业，或有负债风险相对可控。

表 18：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	常熟市发展投资有限公司	国企	9.26
2	常熟市交通公有资产经营有限公司	国企	1.00
3	常熟市环境保护科技有限公司	国企	13.83
合计			24.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的企业信用报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测³

³ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑

假设

- 2023 年，公司仍作为常熟市重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各业务板块预计稳步推进，整体收入和毛利率水平基本保持稳定。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 12~20 亿元，股权类投资规模在 0.5~3 亿元。
- 公司融资将匹配经营性业务及项目投资开展，债务规模将呈增长态势。

预测

表 19：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	47.18	50.72	48.48~59.26
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.57	2.26	1.37~1.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动净现金流保持净流入状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 27.82 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 164.25 亿元，尚未使用授信额度为 102.48 亿元，备用流动性较为充足。此外，常熟市经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为常熟市重要的国有资产管理和基础设施投资运营主体，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，截至 2023 年 3 月末，在上交所注册 15 亿元私募债尚未发行，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于产业园投资、天然气管网及站场建设、污水厂及管网改造等项目建设，资金需求约 20 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 29.68 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁴

与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

中诚信国际认为，作为地方重要的基础设施建设主体和公用事业运营主体，公司坚持社会效益与经济效益并重，积极履行国有企业的社会责任；公司治理结构清晰，内控制度完善，公司 ESG 表现较好，基本对持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，作为基础设施建设主体和公用事业主体，公司面临着生产经营可能发生的安全事故，以及粉尘等排放物对生态环境产生损害的问题，但公司自身的污水处理业务能够有效的降低污水排放问题。截至目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司作为公用事业主体，较好的承担了供水、供气等社会责任，社会贡献度较高，同时，公司注重安全生产管理，近三年未发生一般事故以上的安全事故。

治理方面，常熟城投战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时，其中 2022 年公司董事、董事长和总经理因正常调任发生变动，未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全、发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

中诚信国际认为，常熟市政府对公司的支持能力很强，主要体现在以下方面：

常熟市作为苏州市代管的县级市，目前已经形成了汽车及零部件、装备制造、纺织服装三大千亿级支柱产业，同时打造汽车、新能源和声学三大产业创新集群，产业结构不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑，近年来常熟市 GDP、地方一般公共预算收入在全国百强县（市）中排名前列。同时，近年来固定资产投资及城市更新等推升了常熟市政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年末政府债务余额达 247.46 亿元，政府债务率（47.43%）低于国际 100%警戒标准。但区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，常熟市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司是常熟市政府授权和批准的负责常熟市基础设施建设以及公用事业的运营主体，经营的燃气供应、自来水供应等公用事业具有特许经营权，经营优势明显。公司供气业务覆盖常熟市大部分区域，在常熟市的市场占有率超过 90%；自来水供应业务特许经营期 30 年，职能地位稳固。
- 2) 与政府的关联度高：公司由常熟市国资委直接控股，根据市政府意图承担片区开发、重大项目投融资及公用事业，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在享有自来水、污水管网迁移、水厂建设等与资产相关的专项财政补贴方面具有持续性。除直接的资金支持外，常熟市政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，如将善祥商厦、城中商苑等不动产、苗木资产以及常熟市教育产业发展有限责任公司等国有股权无偿划入公司。

表 20：常熟市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者 权益	资产负 债率	营业总 收入	净利 润	债券 余额
常熟市国有资本投资运营集团有限公司	常熟市国资办 100.00%	常熟市国有资本投资运营、产业布局和国有股权管理的核心平台	--	--	--	--	--	--
子公司：常熟城投	常熟国投 100.00%	从事常熟市内天然气（除常熟经开区）、水务、全市动迁房开发、片区基建等业务	317.82	132.90	58.19	64.48	3.47	75.15
子公司：常熟市发展投资有限公司	常熟国投 100.00%	常熟市国有资产管理主体，实施市政府提出的国有资产和资源战略投资	271.07	88.34	67.41	14.31	0.41	89.00
子公司：常熟文旅发展有限责任公司	常熟国投 100.00%	承担常熟市文化、旅游、教育、医疗、养老等产业资源整合、建设、运营等职能	--	--	--	--	--	--
常熟市交通公有资产经营有限公司	常熟市国资办 41.84%	常熟市重要的交通基础设施建设主体和唯一公交客运主体	228.72	160.25	29.94	8.39	1.11	20.00
江苏江南商贸集团有限责任公司	常熟市国资办 77.36%	从事酒店运营、商品销售等业务	--	--	--	--	--	--

注：1、常熟市国资办为“常熟市人民政府国有资产监督管理委员会”简称，常熟国投为“常熟市国有资本投资运营集团有限公司”简称；2、债券余额为截至 2023 年 6 月 21 日数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，常熟市政府具有很强的支持能力，对公司有较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，常熟城投与吴江城投、太仓城投和金城投资等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险整体上无显著差异，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司具有强或较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，常熟市与吴江区、太仓市和张家港市均作为苏州市代管的县级市，行政地位相当，经济财政实力处于可比区间，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。常熟城投与上述平台均为市国资委实际控制的重要城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们具有强或较强的支持意愿。

其次，常熟城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化，但也存在部分业务自我造血能力不足、历史包袱较重等问题。

然后，常熟城投的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模位于比较组的较低水平，财务杠杆水平处于可比企业的平均水平，EBITDA 对利息覆盖能力处于较高水平。此外，常熟城

投目前可用银行授信较为充足，资产受限比例较低，再融资能力较强。

表 21：2022 年同行业对比表

	常熟城投	吴江城投	太仓城投	金城投资
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	江苏省-苏州市-常熟市	江苏省-苏州市-吴江区	苏州市-太仓市	江苏省-苏州市-张家港市
GDP (亿元)	2,773.97	2,331.97	1,653.57	3,302.40
GDP 增速 (%)	2.0	2.3	2.2	1.3
人均 GDP (元)	164,520.00	150,934	19.65	228,129.32
一般公共预算收入 (亿元)	220.00	226.06	177.80	219.07
公共财政平衡率 (%)	76.44	65.16	99.37	95.19
政府债务余额 (亿元)	247.46	224.19	168.32	213.88
控股股东及持股比例	常熟市国有资本投资运营集团有限公司 100.00%	吴江区国资办 100%	太仓市太詠控股集团有限公司 100.00%	张家港市国有资本投资集团有限公司 100.00%
职能及地位	常熟市重要的基础设施建设投融资及公用事业运营主体	吴江区最重要的基础设施建设及投融资主体	太仓市重要的城市基础设施建设主体	张家港市重要的基础设施开发建设及公用事业运营主体
核心业务及收入占比	天然气销售 52.96%、自来水及污水处理 14.52%、基础设施建设 18.06%	土地整理 17.55%、基础设施建设 23.83%、安置房 0.42%	工程项目建设 23.98%、租赁及物业 6.90%、交通运输 1.08%、商品销售 54.57%	公用事业 55.99%、安置房开发 17.52%
总资产 (亿元)	317.82	949.03	341.10	781.70
经调整的所有者权益合计 (亿元)	127.90	343.31	111.56	281.50
总负债 (亿元)	184.93	605.72	95.02	500.20
总资本化比率 (%)	50.72	55.58	46.00	57.15
营业总收入 (亿元)	64.48	31.23	10.23	50.41
净利润 (亿元)	3.47	2.46	0.73	2.33
EBITDA (亿元)	9.73	7.13	3.31	11.62
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	2.26	0.50	0.98	0.72
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	3.40	1.57	-13.79	6.45
可用银行授信余额 (亿元)	102.48	218.58	46.06	96.01
债券融资余额 (亿元)	75.15	204.25	61.40	46.83

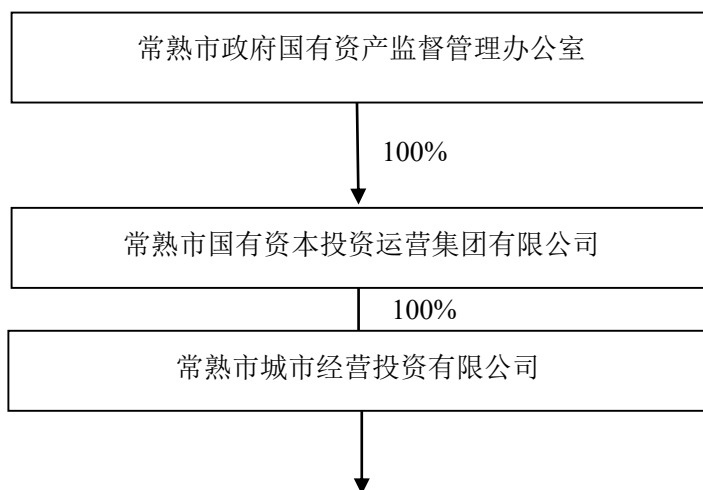
注：1、可用银行授信余额方面，常熟城投、金城投资、太仓城投的统计口径为截至 2023 年 3 月末；3、债券融资余额方面、吴江城投、金城投资为截至 2023 年 5 月 22 日数据，太仓城投为截至 6 月 15 日数据，常熟城投为截至 2023 年 6 月 16 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

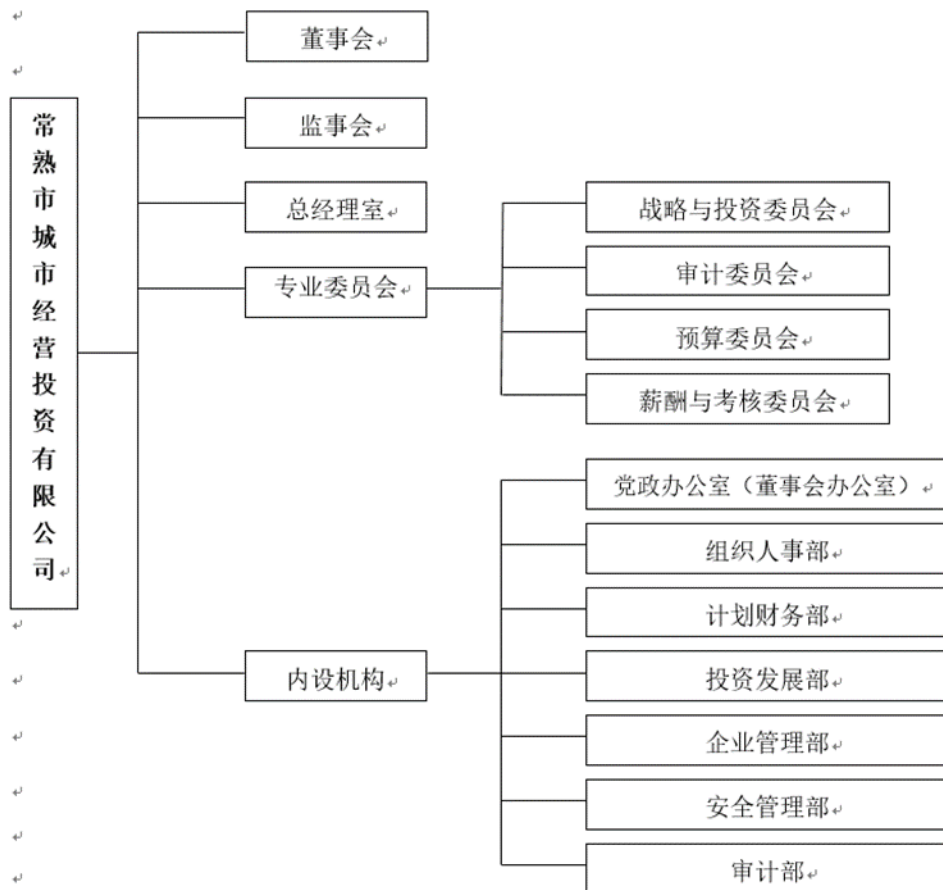
评级结论

综上所述，中诚信国际维持常熟市城市经营投资有限公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，维持“21 常熟 01”、“21 常熟 02”的债项信用等级为 AA⁺。

附一：常熟市城市经营投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	常熟市建安房屋拆迁有限公司	1050.00	73.33
2	常熟市金诚物业管理有限公司	600.00	100
3	常熟市海虞油料供应有限公司	25.00	100
4	常熟市路灯安装工程有限公司	2000.00	100
5	常熟市城建国有资产经营有限公司	33200.00	100
6	常熟市天然气有限公司	8000.00	60
7	常熟市恒达能源科技有限公司	340.00	100
8	常熟市江南水务有限公司	128100.00	100
9	常熟通达长江汽渡有限公司	1697.61	100
10	常熟市城北投资经营有限公司	5300.00	100
11	常熟市城铁投资经营有限公司	8800.00	100
12	常熟市城南投资经营有限公司	2800.00	100
13	常熟市盛通交通设施工程有限公司（注销）	-	-
14	常熟市恒翔建设有限公司	2800.00	100
15	常熟市美绿园林绿化工程有限责任公司	1200.00	100
16	常熟市恒信智地产业园开发有限公司	154000	41.87
17	常熟市教育产业发展有限责任公司	600.00	-
18	常熟市常绿园林绿化工程监理有限公司（注销）	-	-
19	常熟市恒铭房地产开发有限公司	4900.00	100
20	常熟市恒基开发建设有限公司	1000.00	80



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：常熟市城市经营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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	303,674.47	292,272.95	233,406.07	278,217.74
非受限货币资金	303,674.47	292,272.95	233,401.07	275,617.74
应收账款	33,783.16	45,085.20	75,296.72	57,390.50
其他应收款	235,031.90	363,811.85	434,076.00	453,246.67
存货	801,925.05	673,984.53	646,597.30	665,684.56
长期投资	382,736.00	415,386.40	534,826.71	544,937.53
在建工程	283,320.89	171,291.26	95,492.94	108,682.65
无形资产	30,356.88	99,000.63	139,639.66	134,481.08
总资产	2,619,665.79	2,792,025.01	3,178,225.57	3,253,732.60
其他应付款	170,841.92	209,838.13	289,769.04	312,343.62
短期债务	324,120.01	401,950.74	165,869.14	310,182.59
长期债务	649,502.55	720,801.79	1,150,584.45	1,052,635.05
总债务	973,622.55	1,122,752.53	1,316,453.58	1,362,817.63
总负债	1,414,622.05	1,515,181.36	1,849,274.18	1,875,565.19
利息支出	45,179.22	39,620.67	43,055.37	19,115.71
经调整的所有者权益合计	1,205,043.74	1,256,843.65	1,278,951.39	1,328,167.41
营业总收入	463,082.84	582,072.19	644,831.68	150,357.60
经营性业务利润	63,558.89	54,187.22	42,650.36	10,269.53
其他收益	2,166.30	2,602.82	2,753.74	638.32
投资收益	10,029.97	6,425.77	2,615.26	477.19
营业外收入	2,106.49	1,415.49	853.80	90.27
净利润	51,647.85	42,633.65	34,728.45	9,282.29
EBIT	82,021.38	70,301.30	53,501.90	14,475.86
EBITDA	109,699.87	101,802.22	97,300.02	14,475.86
销售商品、提供劳务收到的现金	468,141.13	661,941.13	682,102.30	168,162.26
收到其他与经营活动有关的现金	21,138.92	24,846.17	23,462.99	40,577.61
购买商品、接受劳务支付的现金	336,938.82	491,683.08	590,117.84	95,351.07
支付其他与经营活动有关的现金	8,581.41	9,698.01	17,354.25	60,694.57
吸收投资收到的现金	-	36,158.64	-	40,000.00
资本支出	116,197.89	109,065.98	379,723.53	24,542.18
经营活动产生的现金流量净额	81,798.26	92,290.32	33,992.91	13,752.75
投资活动产生的现金流量净额	-99,341.30	-118,020.93	-327,051.93	-34,168.38
筹资活动产生的现金流量净额	-115,375.50	15,297.39	237,495.85	65,232.29
现金及现金等价物净增加额	-132,918.54	-10,433.22	-55,563.18	44,816.66
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	23.86	18.85	16.77	17.17
期间费用率(%)	8.89	7.88	8.57	9.21
应收类款项/总资产(%)	10.26	14.71	16.06	15.72
收现比(X)	1.01	1.14	1.06	1.12
资产负债率(%)	54.00	54.27	58.19	57.64
总资本化比率(%)	44.69	47.18	50.72	50.64
短期债务/总债务(%)	33.29	35.80	12.60	22.76
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.81	2.33	0.79	0.72
总债务/EBITDA(X)	8.88	11.03	13.53	23.54
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.25	0.59	0.19
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.43	2.57	2.26	0.76

注：中诚信国际根据 2020 年、2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	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	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益（不含计入非经常性损益的其他收益）
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
	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
现金流	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn