# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1080 号

常高新集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**常高新集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**常高新集团有限公司公开发行的“16 常高新”的债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

# 常高新集团有限公司

# 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券余额 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 16 常高新 | 10 亿元 | 5 年 | AA+ | AA+ | 2017 年 6 月 22 日 |

跟踪评级时间：2018 年 6 月 20 日

主要财务数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 542.34 | 591.51 | 614.63 |
| 所有者权益（亿元） | 197.70 | 203.11 | 204.51 |
| 长期债务（亿元） | 190.14 | 239.86 | 222.10 |
| 全部债务（亿元） | 293.45 | 320.92 | 295.79 |
| 营业总收入（亿元） | 102.21 | 105.54 | 22.10 |
| 净利润（亿元） | 3.51 | 3.62 | 0.89 |
| EBITDA（亿元） | 16.69 | 17.98 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 7.18 | 16.48 | -0.07 |
| 营业利润率（%） | 11.75 | 11.97 | 12.83 |
| 净资产收益率（%） | 1.86 | 1.81 | -- |
| 资产负债率（%） | 63.55 | 65.66 | 66.73 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.75 | 61.24 | 59.12 |
| 流动比率（倍） | 2.66 | 3.04 | 2.62 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.06 | 0.06 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.52 | 1.52 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.67 | 1.80 | -- |

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；3、2016~2017 年短期融资融券金额已调整至短期债务及其相关计算指标，2018 年一季报未披露短期融资券金额，因此未计算短期债务及其相关计算指标；4、2016~2017 年公司长期应付款及其他非流动负债中股权信托融资、理财直接融资工具已调整至长期债务及其相关计算指标，2018 年一季报未披露相关金额金额，因此未计算长期债务及其相关计算指标；5、EBITDA/待偿本金合计（倍）=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对常高新集团有限公司（以下简称“常高新”或“公司”）的跟踪评级反映了公司作为常州市新北区建设的核心主体，继续在外部经营环境等方面具有明显优势，2017 年公司纺织品贸易业务规模进扩大，带动营业收入小幅提升。同时，联合评级也关注到公司经营性业务盈利能力有所减弱，在建、拟建项目后续资金支出压力较大，资产流动性较弱，债务负担较重且存在一定的集中偿付压力以及担保比率较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着商品销售业务的稳步发展，公司经营性业务收入有望扩张；同时，随着区域经济的发展，常州市新北区财政实力有望进一步充实，对公司准经营性业务将提供更多支持，将进一步提升公司整体偿债能力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 常高新”债项信用等级为“AA+”。

## 优势

1．2017年，常州市新北区经济实力进一步提升，为公司发展提供良好的外部环境。

2．2017年公司运营稳定，经营性业务收入占比进一步提高，对营业利润贡献较大，代建业务收入增加且回款情况较好，公司经营性现金流状况良好。

3．2017年，公司作为新北区基础设施建设核心主体和重要国有资产经营主体公司，继续获得较大的外部支持。

## 关注

1．公司纺织服装业务产能利用率较低，商品销售毛利率水平低，房地产开发和安置房销售业务可持续性一般，经营性业务总体利润空间下滑，

盈利能力有所减弱。

2．2017 年公司债务规模进一步扩大，债务负担较重，且长期债务主要集中于未来三年，加之对外担保规模较大，或有一定代偿风险，公司未来偿债压力较大。

3. 公司应收款项和存货占比较大，对营运资金形成较大占用，公司资产流动性较弱。

4．公司在建、拟建项目后续投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

**分析师**

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

**传真**：010-85171273

**地址**：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

# 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

常高新集团有限公司（以下简称“公司”或“常高新”）前身为“常州经济技术开发区经济发展（集团）总公司”，是经常州市人民政府批准设立的全民所有制集团公司企业（常政复[1992]33 号文），并于 1992 年 9 月经常州市工商行政管理局注册登记，注册资本 0.80 亿元。2013 年 11 月，根据常州高新区（新北区）国有资产管理委员会批复（常新国资委[2013]9 号文），整体改制为国有独资有限责任公司，并变更企业法人名称为“常高新集团有限公司”。历经数次增资后，截至 2017 年底，公司注册资本为 10.05 亿元，常州市新北区国有资产管理委员会为公司唯一股东和实际控制人。

截至 2017 年底，公司经营范围、组织结构较上年无变化；公司拥有 97 家全资及控股子公司，较上年增加 2 家，其中包括 A 股上市公司黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”，股票代码：600510.SH），公司对其直接持股比例为 49.92%，并通过子公司常州国有资产投资经营有限公司间接持有其 9.21%股权。截至 2017 年底，公司拥有在职员工 3,169 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总计 591.51 亿元，负债合计 388.40 亿元，所有者权益 203.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 163.16 亿元。2017 年，公司实现营业收入 105.54 亿元，净利润 3.62 亿元，归属于母公司净利润 1.80 亿元；经营活动现金流量净额为 16.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.59 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总计 614.63 亿元，负债合计 410.12 亿元，所有者权益 204.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 163.69 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.10 亿元，净利润 0.89 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.63 亿元；经营活动现金流量净额为-0.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.40 亿元。

公司注册地址：江苏省常州市新北区高新科技园 6 号楼；法定代表人：盛新。

## 二、债券概况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]2860 号”文核准批复，公司于 2016 年 1 月 13 日发行“常高新集团有限公司 2016 年公司债券”，本次公司债已于 2016 年 1 月 29 日在上海证券交易所上市（债券简称：“16 常高新”，证券代码：136138.SH），实际发行规模 10.00 亿元，5 年期，固定票面利率 3.58%，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2016 年 1 月 15 日，“16 常高新”扣除发行费用后募集资金到位 9.92 亿元；按照募集说明书约定，“16 常高新”募集资金使用用途为用于偿还公司债务；债券募集资金已全部按募集说明书约定用途使用完毕。

“16 常高新”起息日为 2016 年 1 月 13 日，公司已于 2018 年 1 月 10 日足额支付了 2017 年 1 月 13 日至 2018 年 1 月 12 日期间的利息。

## 三、行业分析

1. 房地产行业

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，较上年增长7.04%，增速较上年回升0.16个百分点；其中，住宅投资75,148亿元，较上年增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，较上年增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发投资比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，较上年减少1.26%，占房地产开发投资比重为

14.24%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率较上年下降。除二线城市土地推出面积较上年增加 8%外，一线城市和三线城市较上年分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市较上年微增 3%，二线和三线城市较上年分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均较上年增加，其中一线和三线的土地出让金较上年增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，较上年增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，较上年增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，较上年增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，较上年增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，较上年增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，较上年增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，较上年下降 2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，较上年增长 7.70%。其中，住宅销售面积较上年增长 5.30%，办公楼销售面积较上年增长 24.30%，商业营业用房销售面积较上年增长 18.70%；住宅销售额较上年增长 11.30%，办公楼销售额较上年增长 17.50%，商业营业用房销售额较上年增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，较上年增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，较上年减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，较上年减少 15.30%，其中住宅待售面积较上年减少 25.10%，办公楼待售面积较上年增加 0.90%，商业营业用房待售面积较上年减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市较上年增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市较上年增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2. 基础设施建设行业

（1）行业概况

2017 年，我国政府以供给侧结构性改革为主线，以“三去一降一补”五大重点任务为抓手，出台一系列政策措施，经济稳健发展；全年实现国内生产总值 82.71 万亿元，较上年增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来经济增速首次回升。

2017 年，全社会固定资产投资总额继续增长，但投资增速放缓。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，较上年增长 7.0%，增速较上年下降 0.90 个百分点。2017 年固定资产投资额（不

含农户）完成 63.17 万亿元，较上年增长 7.2%；其中，第一产业投资 2.09 万亿元，较上年增长 11.8%，增速较上年下降 9.3 个百分点；第二产业投资 23.58 万亿元，较上年增长 3.2%，增速较上年下降 0.3 个百分点；第三产业投资 37.50 万亿元，较上年增长 9.5%，增速较上年下降 1.4 个百分点。2017 年，全国基础设施建设投资继续高位运行，较上年增长 14.93%，但增速较上年继续下降 0.78 个百分点。

总体看，2017 年我国经济整体企稳向好，基础设施建设投资仍保持高位，但增速较上年进一步回落，在融资环境趋严的形势下，基础设施建设投资增速或将继续面临下行压力。

（2）行业政策

2017年以来，国家政策对于政府及政府投融资主体的融资行为进一步规范。

2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号），要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。

2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号），要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设、农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；还规定严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号，以下简称“194 号文”），对企业债的申报进行了规范，要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度；严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资；稳步推动融资平台公司市场化转型等。“194 号文”的规定进一步强调将城投公司信用与政府信用相隔离，并对城投企业的资产范围进行严格界定，并进一步禁止其变相违规融资，或将增加城投公司发行企业债融资的难度。

2018 年 3 月 30 日，财政部刊发《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号），要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务、参与 PPP 项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。

总体看，2017 年以来，政府密集出台规范基础设施建设投融资的相关政策，行业监管明显趋严；政府投融资平台公司的政府融资职能将逐渐剥离、企业债务与地方政府性债务逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。

（3）行业关注

**代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，城投公司流动资金压力大**

代理政府建设的基础设施项目受到当地政府财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，而政府支付资金的进度往往滞后，城投公司面临较大的流动资金压力。

**经济效益不显著**

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地

区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

**2017 年以来行业监管日益趋严，城投公司的融资环境趋于紧张**

2017 年以来，关于基础设施建设投融资的监管政策密集发布，过去地方利用当地政府投融资平台公司违规融资的行为将得到规范和遏制；此外，在金融机构资金监管加强、银行资金加速回归表内、表外融资收紧的形势下，城投公司的面临的融资环境较以往更为紧张。

3. 区域经济

常州市新北区，即常州国家高新技术产业开发区（以下简称“常州高新区”），于 1992 年 11 月经国务院批准成立，行政级别为副厅级。2017 年，新北区实现地区生产总值 1,340.2 亿元，较上年增长 9.1%，增速较上年下滑 0.4 个百分点；按常住人口（68.98 万人）计算的人均地区生产总值为 194,288 元。2017 年，新北区完成规模以上工业总产值 3,004.3 亿元，较上年增长 16.1%，增速较上年的 7.8%大幅提高；新兴产业集聚壮大，新材料、光伏新能源、生命健康、通用航空、传感器等战略性新兴产业占规模以上工业产值比重达到 52%；2017 年全区实现高新技术产业产值 1,820 亿元，较上年增长 16%，占规模以上工业比重达 59%。2017 年，新北区现代服务业快速发展，三次产业结构比重从上年的 1.5∶52.9∶45.6 调整为 1.4∶52.0∶46.6。

2017 年，新北区综合财力 247.98 亿元，较上年大幅增长 35.61%，主要系国有土地使用权出让收入增长所致；其中，一般公共预算收入、转移支付及返还性收入、国有土地使用权出让收入分别占 44.92%、39.62%和 15.46%。

2017 年，新北区实现地方一般公共预算收入 111.39 亿元，较上年增长 8.59%，主要来自税收收入的增长；其中，非税收入为 14.98 亿元，与上年基本持平；税收收入为 96.41 亿元，较上年增长 9.96%，继续保持平稳增长。从纳税行业来看，新北区主要纳税企业分布于化工新材料、动力装备、通用航空、光伏新能源、生命健康、文化创意、智慧科创和现代农业等行业，相关产业发展带动税收收入增长，新北区税收增长具有一定可持续性。2016~2017 年，税收收入占公共预算收入的比重分别为 85.47%和 86.55%，新北区公共财政预算收入的质量较高。

2017 年，新北区转移支付及返还性收入为 38.35 亿元，较上年小幅增长 1.48%，但结构有所变动，返还性收入较上年大幅提升，一般性转移支付收入和专项转移支付收入较上年大幅减少；转移支付及返还性收入占新北区综合财力的比重为 15.46%，新北区财政收入对上级补助的依赖程度不高。

2017 年，新北区国有土地使用权出让收入为 98.24 亿元，较上年的 42.59 亿元大幅增长，占地方综合财力的比重较上年大幅提升，但土地出让价格和出让规模易受国家房地产市场调控政策、土地出让计划等因素影响，未来增长面临一定不确定性。

支出方面，2017 年，新北区一般公共预算支出 61.13 亿元，较上年增长 5.00%；地方财政自给率为 182.22%，新北区地方财政自给程度仍很高。

从政府债务情况看，截至 2017 年底，新北区政府直接债务余额 51.78 亿元，较上年底的 44.88 亿元有所提高；担保债务余额 56.17 亿元，较上年底的 77.43 亿元大幅下降；政府债务余额（直接债务余额+担保债务余额×50%）79.86 亿元，较上年底的 83.60 亿元有所减轻；政府债务率为 32.21%，较上年底下降 13.51 个百分点，债务负担适中。

2017 年，公司收到财政拨款、奖励款 3.46 亿元，计入营业外收入和其他收益中；收到项目补助资金合计 1,839.83 万元，计入递延收益中。

总体看，2017 年常州市及新北区经济规模及财政收入继续保持增长，经济、财政实力较强，继续为公司发展提供良好的外部环境和外部支持。

## 四、管理分析

2017 年以来，公司经营管理、财务管理等制度无重大变化。2017 年，公司董事会、监事会进行了换届，具体变动情况见下表。

表 1　2017 年公司董事、监事、高管变动情况

| 姓名 | 担任职务 | 是否变动 | 变动原因 |
|---|---|---|---|
| 都战平 | 董事、副总经理 | 是 | 换届新委任 |
| 马国平 | 董事、副总经理 | 是 | 换届新委任 |
| 吴亚东 | 董事 | 是 | 换届新委任 |
| 顾正义 | 职工董事 | 是 | 换届新选举 |
| 王立 | 监事会主席 | 是 | 换届新委任 |
| 陈卓成 | 监事 | 是 | 换届新委任 |
| 赵文琴 | 监事 | 是 | 换届新委任 |
| 林琦 | 职工监事 | 是 | 换届新选举 |

资料来源：公司年报

公司副总经理都战平，男，1970 年生，函授本科学历，历任常州市常青粮油市场财务科科长，常州宝祥油脂有限公司财务部经理，常州中商会计师事务所项目经理，常州新港经济发展有限公司总经理助理、兼财务部经理，常州高新区（新北区）园区办财务处处长、财务总监，常州高新区发展（集团）总公司财务总监，常州新铁投资发展有限公司总经理；现任公司副总经理。

总体看，公司董事会、监事会进行了换届，公司人员变动对日常经营活动影响不大，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

## 五、经营分析

1. 经营概况

公司作为常州市新北区的重要投融资主体，其业务范围涵盖区内基础设施代建和产业化经营业务，营业收入主要来源于工程施工、安置房项目及纺织服装产品的生产与销售、房地产开发与经营、商品销售等经营性板块。

2017 年，公司营业收入、净利润均有所增长。2017 年，公司营业收入 105.54 亿元，较上年增加 3.33%，主要系代建业务收入和纺织服装业务收入增加所致；收入带动下实现净利润较上年增加 3.24%，为 3.62 亿元。2017 年，公司主营业务收入 100.46 亿元，占营业收入比重为 95.34%，公司主营业务收入突出。

从收入构成看，公司工程代建、纺织服装收入和占比均有所提高，商品房销售收入和占比有所下滑。公司主业较多、收入构成较为复杂，分业务板块来看：纺织服装是公司的核心业务之一，2017 年实现收入 25.03 亿元，较上年增长 75.65%，占营业收入比重较上年上升 9.78 个百分点至 23.75%，主要系期内纺织品贸易收入大幅增长所致。2017 年公司工程代建业务收入合计 24.76 亿元，较上年增长 16.74%，占营业收入比重较上年上升 2.70 个百分点至 23.50%，主要系当年结算代建项目较多所致。2017 年商品房销售收入 10.48 亿元，较上年减少 53.75%，收入占比较上年下降 12.28 个百分点至 9.95%，主要系 2017 年无新的商品房交付所致。公司商品销售业务相对稳定，2017 年实现收入 34.97 亿元，占营业收入比重为 33.19%，较上年变化不大。公司其他产业类业务收入规模较小，对营

业收入波动影响不大。

表2 公司2016~2018年一季度营业收入[1]构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | | 2016 年 | | | 2017 年 | | | 2018 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 |
| 工程代建 | 工程施工 | 10.10 | 9.90 | 10.16 | 10.31 | 9.78 | 9.10 | 1.66 | 7.83 | 16.17 |
| | 安置房项目 | 11.11 | 10.90 | 12.58 | 14.46 | 13.72 | 13.81 | 3.38 | 15.93 | 17.60 |
| **小计** | | **21.21** | **20.80** | **11.43** | **24.76** | **23.50** | **11.85** | **5.04** | **23.76** | **17.13** |
| 纺织服装业务 | | 14.25 | 13.98 | 15.97 | 25.03 | 23.76 | 8.84 | 5.03 | 23.72 | 9.77 |
| 污水处理业务 | | 0.53 | 0.52 | 44.88 | 1.01 | 0.96 | 36.88 | 0.24 | 1.14 | 36.92 |
| 商品房销售业务 | | 22.66 | 22.22 | 26.50 | 10.48 | 9.94 | 32.94 | 0.88 | 4.15 | 29.32 |
| 类金融业务 | | 1.33 | 1.31 | 49.37 | 1.95 | 1.85 | 57.48 | 0.43 | 2.00 | 18.18 |
| 商品销售业务 | | 35.69 | 35.00 | 1.87 | 34.97 | 33.19 | 1.50 | 8.27 | 38.98 | 1.26 |
| 租赁业务 | | 2.22 | 2.18 | 44.08 | 2.26 | 2.14 | 39.93 | 0.54 | 2.55 | 54.03 |
| 其他业务 | | 4.07 | 3.99 | 22.01 | 4.91 | 4.66 | 43.81 | 0.79 | 3.70 | 74.93 |
| **总计** | | **101.97** | **100.00** | **13.87** | **105.37** | **100.00** | **12.97** | **21.21** | **100.0** | **17.10** |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从毛利率看，受纺织服装毛利率下滑影响，公司综合毛利率有所下降。2017 年公司综合毛利率为 12.97%，较上年下滑 0.90 个百分点，分业务板块看，公司纺织服装业务毛利率下滑 7.13 个百分点至 8.84%，其中纺织品贸易收入较上年大幅增加，但其利润空间较小，受此影响当期纺服装业务毛利率水平大幅下滑。工程代建业务毛利率为 11.85%，较上年变化不大。商品房销售业务毛利率为 32.94%，受商品房销售价格上涨、拉动毛利率较上年提高 6.44 个百分点。公司商品销售业务毛利率较低，2017 年毛利率较上年下滑 0.37 个百分点至 1.50%。

2018 年 1~3 月，公司营业收入 22.10 亿元，较上年同期下降 26.36%，实现净利润 0.87 亿元，较上年同期下滑 3.26%。

总体看，公司收入结构较上年变化不大，得益于代建项目结转收入的增加和纺织服装贸易规模扩大，公司营业收入和净利润小幅增加，但毛利率小幅下滑。

2. 经营性板块

（1）纺织服装

公司纺织服装业务收入主要包括牛仔布收入、服装收入、色织布及加工收入和纺织品贸易收入，主要经营主体为黑牡丹，目前该公司已形成了从纺纱、染色、织造、整理一条龙配套的生产体系。

2017 年公司纺织品贸易规模扩大，带动纺织服装业务板块收入增加。2017 年纺织品贸易收入较上年大幅增长 224.37%，收入占比较上年提高 26.30 个百分点；在纺织品贸易收入带动下，公司纺织服装业务收入较上年增加 75.62%；但纺织品贸易业务毛利率水平较低且 2017 年小幅下滑，受此影响，公司纺织服装业务毛利率较上年下滑 7.13 个百分点。

[1] 不包含利息收入。

表3 公司2016~2018年一季度纺织服装业务收入构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016 年 | | | 2017 年 | | | 2018 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 |
| 牛仔布 | 8.07 | 56.63 | 20.06 | 9.11 | 36.38 | 19.18 | 2.46 | 48.93 | 16.46 |
| 服装 | 1.44 | 10.11 | 20.71 | 1.42 | 5.67 | 17.67 | 0.32 | 6.43 | 17.05 |
| 色织布 | 0.33 | 2.32 | 1.43 | 0.25 | 0.98 | 9.43 | 0.05 | 0.98 | 4.87 |
| 纺织品贸易 | 4.37 | 30.67 | 1.67 | 14.26 | 56.97 | 1.35 | 2.20 | 43.66 | 1.31 |
| **总计** | **14.25** | **100.00** | **15.97** | **25.03** | **100.00** | **8.84** | **5.03** | **100.00** | **9.77** |

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：纺纱是牛仔布工艺的一道程序，只涉及产能，不涉及销售及收入。

**纺织品贸易**

公司在原有纺织品生产的基础上，对业务链条进行了延伸，依托黑牡丹集团进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）、黑牡丹（香港）有限公司（以下简称“香港公司”）、常州库鲁布旦有限公司，开拓各类贸易业务，形成一体化的“大经营平台”，完成了从传统的生产商向集生产与贸易为一体的综合供应商的转变。

2017 年，公司完善纺织业务产业链，进出口公司及香港公司的贸易业务大幅增长，纺织品贸易实现贸易收入 14.26 亿元，占纺织服装业务收入 56.97%，毛利率为 1.35%，收入占比较大、毛利率水平低，对利润贡献有限。

**纺织服装加工销售**

2017 年，公司纺织服装加工销售收入 10.78 亿元，较上年增长 9.55%，主要系牛仔布销量增加，收入增长所致。受纺织品贸易收入扩大影响，纺织服装加工销售收入占比下降至 43.03%。

从产品销售来看，公司仍以直销为主，在香港、日本设有专门的分公司和办事处，销售价格结合公司成本和市场及订单量等情况综合确定。公司产品销售政策、结算方式、账期等较上年均无重大变化。

2017 年，公司牛仔布、纺纱销量较上年均有所增长，服装和色织布销量有所下滑。2017 年，公司牛仔布和纺纱的销量较上年分别提高 8.25%和 40.48%；受东南亚地区劳动力成本低廉，服装订单向其转移、同时公司对承接的订单进行了梳理，主动削减小订单，加强与优质成熟客户的合作影响，公司服装销量较上年减少 12.05%，；受厂房搬迁停产影响，色织布销量较上年下降 16.02%。公司主要产品的产销率仍维持在较高水平，其中公司代销部分色织布，故色织布产销率超过 100.00%。

表4 2016~2017年公司纺织服装业务生产、销售情况

| 主要指标 | 产品类别 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 产量 | 牛仔布（万米） | 5,000.25 | 5,404.76 |
| | 纺纱（吨） | 7,070.20 | 9,932.12 |
| | 服装（万件） | 272.28 | 272.28 |
| | 色织布（万米） | 255.50 | 138.94 |
| 销售量 | 牛仔布（万米） | 4,886.24 | 5,289.37 |
| | 纺纱（吨） | 7,070.20 | 9,932.12 |
| | 服装（万件） | 279.04 | 245.41 |
| | 色织布（万米） | 279.68 | 234.88 |
| 产销率 | 牛仔布（%） | 97.72 | 97.87 |
| | 纺纱（%） | 100.00 | 100.00 |
| | 服装（%） | 102.48 | 90.13 |
| | 色织布（%） | 109.46 | 169.05 |

资料来源：公司提供、联合评级整理

从产品生产来看，公司生产主要采用“订单生产”，色织布及加工业务主要由子公司常州大德纺织有限公司（以下简称“大德纺织”）负责，公司服装业务的加工与生产为外包生产和自主生产相结合的方式。

2017 年公司主要产品产能维持不变，除牛仔布外其他产品产能利用率仍较低。2017 年公司主要产品产能维持不变。产量方面，受需求扩大、销售量增加带动，2017 年公司牛仔布、纺纱的产量较上年分别提高 8.09%和 40.48%；受产房搬迁停产影响，色织布产量较上年减少 45.62%。产能利用率方面，公司牛仔布产能利用率较上年有所下滑，但仍处于较高水平，纺纱、服装和色织布产能利用率仍较低，受产量下滑的影响，色织布产能利用率较上年下滑 33.62 个百分点。鉴于我国现行棉花流通体制对于棉质产品的出口影响较大，且近年来行业总体呈现招工困难，人员不足的局面，公司出于稳妥经营的理念，维持了较低的开工率和产能利用率所致。

表5　2016~2017年公司产能及产能利用率情况

| 主要指标 | 产品类别 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 产能 | 牛仔布（万米） | 6,000 | 6,000 | 6,000 |
| | 纺纱（吨） | 21,000 | 21,000 | 21,000 |
| | 服装（万件） | 800 | 800 | 800 |
| | 色织布（万米） | 600 | 600 | 6,000 |
| 产能利用率 | 牛仔布（%） | 83.34 | 90.08 | 95.03 |
| | 纺纱（%） | 33.67 | 47.30 | 61.04 |
| | 服装（%） | 34.04 | 30.28 | 23.14 |
| | 色织布（%） | 42.58 | 23.16 | 22.99 |

资料来源：公司提供
注：服装产能含代工企业产能。

公司纺织服装业务原材料仍主要为棉花和原纱，采购政策、结算方式及账期较上年均未发生重大变化。市场棉花价格的波动对公司生产成本产生了较大的影响，针对棉价波动，公司一方面保证 2 个月的棉花库存，另一方面尽量利用进口配额，保证原材料的供应。公司棉纱的采购主要来自江苏、山东和浙江的供应商，为长期合作关系；同时，为满足布料的工艺要求，公司部分棉纱从美国、巴基斯坦等国家采购。

2017 年棉花采购总量 15,559.06 吨，较上年增长 93.35%，随着生产推进，公司前期储备棉花消耗减少，本期公司增加采购量以储备库存；2017 年原纱采购总量为 25,229.20 吨，较上年增长 7.23%。棉花及原纱采购价格主要随市场价格波动而变动，2017 年，上述原材料采购价格较上年有不同程度的上升。

表6　2016~2017年公司纺织服装业务原材料采购量和采购价格情况（单位：吨、元/吨）

| 原材料 | | 2016 年度 | | 2017 年度 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 采购量 | 采购价格 | 采购量 | 采购价格 |
| 棉花 | 国内采购 | 4,462.62 | 13,346.17 | 2,630.60 | 16,287.81 |
| | 国外采购 | 3,584.42 | 11,934.06 | 12,928.46 | 13,467.82 |
| **合计** | | **8,047.04** | -- | **15,559.06** | -- |
| 原纱 | 国内采购 | 15,499.70 | 20,060.05 | 17,578.11 | 21,563.27 |
| | 国外采购 | 8,028.02 | 14,824.89 | 7,651.09 | 17,375.63 |
| **合计** | | **23,527.72** | -- | **25,229.20** | -- |

资料来源：公司提供、联合评级整理

总体看，2017 年公司纺织服装业务板块产能维持不变，主要产品产量有所增加，但常能利用率人处于较低水平；在纺织品贸易带动下纺织服装业务板块收入大幅增加，但毛利率有所下滑。

（2）商品销售业务

商品销售业务运营主体为子公司常州嘉迅物流有限公司（以下简称“嘉讯公司”）、常州奥埠贸易有限公司（以下简称“奥埠公司”）和常州瑞腾供应链管理有限公司（以下简称“瑞腾公司”），主要业务为电子产品、通讯设备等产品贸易，主要客户为北京大唐高鸿科技发展有限公司。

嘉迅公司主营贸易、仓储等业务，主要贸易产品有笔记本电脑、手机、相机、电子通讯设备等；此外，嘉迅公司经海关总署批准设有“直通式海关监管点”、“公共型报税仓库”、“海关监管仓库”，具备“报关、查验、三检、货物交付”等陆路口岸清关功能，对外承接专业的仓储、中转、集装箱拼装拆箱、保险、报关、清关和国际货运的代理及咨询业务。嘉迅公司依托公司的综合优势，与苏宁控股集团等上游企业、北京大唐高鸿科技发展有限公司等下游企业建立了良好稳定的上下游关系；2017 年嘉迅公司实现贸易收入 6.38 亿元。

瑞腾公司以提供供应链管理中相应的配套金融服务为核心业务，主要贸易产品有笔记本电脑、手机、相机、电子通讯设备等，2017 年实现贸易收入 15.79 亿元，较上年减少 12.75 亿元。

奥埠公司主要从事电子产品、通讯设备等产品贸易，2017 年实现营业收入 13.12 亿元。

总体看，2017 年公司商品销售收入是主营业务收入的最大来源，但毛利率水平极低，对整体盈利状况影响不大。

（3）房地产业务

公司房地产业务运营主体是公司控股子公司常州绿都房地产有限公司以及苏州丹华君都房地产开发有限公司。

从结转情况看，2016 年公司集中交付了绿都万和城 01 地块、月亮湾以及怡景湾（商品房部分）等商品房项目，2017 年公司无新的商品房项目交付，相较之下 2017 年房地产结转收入和结转面积下降较多。但受销售均价提升影响，结转均价较上年提高 29.68%，价格带动下房地产销售毛利率较上年提高 6.44 个百分点。

从签约销售情况看，2017 年公司合约销售面积 37.59 万平方米，较上年增加 9.64 万平方米；从销售价格看，2017 年合约销售均价 1.00 万元/平方米，较上年上涨 26.58%，主要系常州市房地产市场上行所致。

表7　2016~2017年公司房地产销售情况

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 签约销售面积（万平方米） | 27.95 | 37.59 |
| 签约销售金额（亿元） | 22.17 | 37.68 |
| 签约销售均价（万元/平方米） | 0.79 | 1.00 |
| 结转面积（万平方米） | 35.15 | 12.67 |
| 结转收入（亿元） | 22.66 | 10.48 |
| 结转均价（万元/平方米） | 0.64 | 0.83 |

资料来源：公司提供

从可售情况看，公司房地产项目剩余可售规模不大。截至 2018 年 3 月底，公司在建及完工可售房地产项目 12 个，总可售面积 181.65 万平方米，已售 141.22 万平方米，剩余可售面积 40.44 万平方米。

公司房地产在建、拟建项目未来投资金额较大，未来面临一定投资压力。截至 2018 年 3 月底，

公司在建项目包括绿都 01、02 地块，牡丹欣悦湾（新龙 C 地块），以及黑牡丹常州科技园一期、二期，在建项目总投资金额 56.28 亿元，已完成投资 29.04 亿元，预计仍需要投资 27.27 亿元；公司房地产拟建项目包括绿都万和城和牡丹三江公园（龙虎塘），预计总投资金额 69.67 亿元，计划于 2018 年开工建设。总体看，公司在建、拟建项目未来投资金额仍较大，面临一定资金支出压力。

表 8　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目名称 | 建筑面积 | 总投资 | 已投资 | 完工时间 | 未来预计投资金额 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 绿都 01 地块 | 60.21 | 23.41 | 16.23 | 2020.2 | 1.62 | 3.50 | 2.00 |
| 绿都 02 地块 | 18.94 | 6.01 | 6.52 | 2019.1 | 1.07 | 1.00 | 0.40 |
| 牡丹欣悦湾（新龙 C 地块） | 22.32 | 8.59 | 3.47 | 2019.4 | 1.06 | 1.38 | 0.58 |
| 黑牡丹常州科技园一期 | 31.16 | 12.23 | 2.33 | 2021.1 | 1.52 | 3.60 | 2.00 |
| 黑牡丹常州科技园二期 | 15.61 | 6.05 | 0.49 | 2019.1 | 2.43 | 2.00 | 1.00 |
| **合计** | **148.23** | **56.28** | **29.04** | **--** | **7.71** | **11.48** | **5.98** |

资料来源：公司提供
注：上述 2018 年投资金额不含 2018 年 1~3 月已投资额。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司主要拟建项目情况（单位：平方米、万元）

| 项目名称 | 投资总额 | 预计开工时间 | 预计完工时间 | 未来预计投资金额 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 绿都万和城 | 34.71 | 2018.10 | 2021.3 | 2.00 | 13.00 | 9.00 |
| 牡丹三江公园（龙虎塘） | 34.96 | 2018.5 | 2021.12 | 4.23 | 4.20 | 4.50 |
| **合计** | **69.67** | **--** | **--** | **6.23** | **17.20** | **13.50** |

资料来源：公司提供
注：上述 2018 年投资金额不含 2018 年 1~3 月已投资额。

公司房地产土地储备较少，未来可持续性一般。截至 2018 年 3 月底，公司仅有一块储备土地，为黑牡丹常州科技园地块，占地面积 17.30 万平方米，土地性质为住宅和商业用地。

总体看，公司房地产项目剩余可售规模不大，土地储备较少，房地产业务未来收入及盈利的持续性一般。

3. 准经营性板块

公司准经营性板块由控股子公司黑牡丹集团及其下属子公司，以及公司其他子公司负责经营，主要涉及业务领域包括城市基础设施建设业务、安置房建设业务、污水处理业务、教学业务等；以下主要分析收入占比较大的基础设施建设业务及安置房业务。

（1）工程施工业务

公司工程施工业务主要是为政府代建的道路、绿化工程和安置房等项目，主要由公司子公司黑牡丹建设经营。公司工程施工类业务收入主要是通过完成区政府下达的基础设施建设指标，由区政府按照工程实际的成本加约定的利润率进行出资回购实现。

具体模式为：黑牡丹建设负责前期筹措建设资金，项目完工后由新北区政府或其下设机构回购，回购毛利率为 10.00%左右（根据具体项目情况确定），收入确认方面，公司市政项目按照完工百分比确认收入，即按照工程实际的成本加约定的利润率确认收入，同时区政府按照当年应支付成本加利润支付工程款。

2017 年，黑牡丹建设实施的项目新增市政道路 7.30 公里、新增绿化面积达 20.10 万平方米，河

道工程 2.10 公里；主要建设的项目有北海中路（龙江路-通江路）、嫩江路（龙江路-春江路）、西海路（S239-X214）、乐山路（辽河路-嫩江路）和三江口公园配套道路等项目。2016~2017 年，公司工程施工业务分别确认收入 10.10 亿元和 10.31 亿元。

回款方面，根据常州市新北区财政局的批复文件（常新财经[2015]5 号）《关于将黑牡丹应收政府款项纳入新北区未来年度财政预算的函》，常州市新北区财政局同意对黑牡丹集团及下属公司开发建设的政府性投资项目，截至 2014 年底已形成的应收账款纳入未来年度财政预算，于 2015~2018 年四年内等额支付；2015 年后黑牡丹集团及下属公司采用同类模式实施的政府性投资项目，形成应收款项的参照上述办法，自确认之日起纳入财政预算，四年内等额支付。2016~2017 年，公司工程施工收到回款分别为 5.79 亿元和 12.78 亿元，综合近两年看，工程施工回款状况较好。

在建项目方面，截至 2018 年 3 月底，公司主要市政工程施工在建项目总投资 49.56 亿元，已投资 8.83 亿元，未来资金需求较大，其中 PPP 项目建设周期及回收期较长，公司作为社会资本方完全出资，前期资金投入较多。公司在建施工的市政工程情况如下表所示：

表 10　截至 2018 年 3 月底公司主要在建市政工程项目情况表（单位：万元）

| 项目名称 | 项目批文 | 总投资 | 已投资 | 预计完工时间 | 未来预计投资金额 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
| 北海中路（龙江路-通江路） | 常发改[2012]118 号 | 18,736.00 | 11,182.00 | 2018.6 | 3,971.00 | 1,000.00 | -- |
| 嫩江路（龙江路-春江路） | 常发改[2012]54 号 | 19,676.35 | 19,528.00 | 2018.12 | 2,892.54 | 2,000.00 | -- |
| 西海路（S239-X214） | 常开经计[2012]078 号、常开经计[2015]93 号 | 10,706.33 | 2,057.00 | 2019.12 | 995.08 | 700.00 | 700.00 |
| 乐山路（辽河路-嫩江路） | 常开经计[2010]139 | 17,592.00 | 11,131.00 | 2018.12 | 3,997.48 | -- | -- |
| 三江口公园配套道路 | 常开经计[2013]343 号 | 7,887.35 | 890.00 | 2019.12 | 3,000.00 | 1,000.00 | -- |
| **小计** | -- | **74,598.03** | **44,788.00** | -- | **14,856.10** | **4,700.00** | **700.00** |
| PPP 一期 | -- | 122,209.19 | 20,844.00 | 2016.7~2019.6 | 15,426.03 | 23,068.00 | 3,420.00 |
| PPP 二期 | -- | 170,128.00 | 12,023.00 | 2017.1~2020.6 | 15,134.65 | 30,000.00 | 2,177.00 |
| PPP 三期 | -- | 59,260.92 | 10,450.00 | 2017.6~2019.6 | 6,350.00 | 12,000.00 | |
| 新北区两馆两中心 PPP 项目 | -- | 69,413.00 | 218.96 | 2017.9~2020.9 | 5,281.31 | 30,750.00 | 24,000.00 |
| **合计** | -- | **495,609.14** | **88,323.96** | -- | **57,048.09** | **100,518.00** | **30,297.00** |

资料来源：公司提供

总体看，公司市政工程施工收入相对稳定，近两年回款质量较好，但公司在建项目较多，未来仍有一定投资需求。

（2）定向安置房销售业务

公司定向安置房销售业务主要由公司子公司常州黑牡丹置业有限公司（以下简称“黑牡丹置业”）开发经营。黑牡丹置业根据新北区政府下达的建设项目计划投资建设安置房及配套设施等工程项目，建成后由项目拆迁主体回购，安置房回购价格采取成本（经审定的工程总造价）加成的方式确定。根据常新财经[2008]005 号政府文件，公司安置房回购毛利率一般为 15%。

2017 年，公司安置房开发面积 55.49 万平方米，完工面积 45.33 万平方米；2016~2017 年分别实现销售收入 11.11 亿元和 14.46 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司无在建安置房项目。

表11　2016~2017年公司销售情况（单位：万平方米、元/平方米）

| 年份 | 开发面积 | 完工面积 | 销售面积 | 回购均价 | 销售收入 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2016 年 | 59.02 | 3.35 | 27.18 | 4,092.10 | 11.12 |
| 2017 年 | 55.49 | 45.33 | 36.41 | 3,970.71 | 14.46 |

资料来源：公司提供

已完工安置房回购情况方面，截至 2018 年 3 月底，公司安置房项目均处于完工回购状态，已完工安置房总拟回购金额为 114.62 亿元，已回购金额 61.96 亿元，剩余回购金额 52.66 亿元；2016~2017 年回购金额分别为为 6.42 亿元和 4.92 亿元，2018~2020 年计划回购金额分别为 21.1 亿元、15.84 亿元和 9.24 亿元。

表12　截至2018年3月底公司安置房已完工项目预计回购计划（单位：亿元）

| 项目名称 | 建设期间 | 回购期间 | 总投资额 | 已投资额 | 拟回购金额 | 已回购金额 | 未来回购计划 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
| 富民景园 | 2010.08~2014.07 | 2011~2015 | 7.69 | 7.48 | 8.45 | 8.45 | -- | -- | -- |
| 祥龙苑 | 2009.01~2015.02 | 2010~2016 | 6.17 | 6.72 | 8.28 | 8.28 | -- | -- | -- |
| 百馨西苑（续建） | 2013.07~2015.01 | 2015~2019 | 11.04 | 9.43 | 12.19 | 2.85 | 3.44 | 4.58 | 1.32 |
| 香山欣园（续建） | 2012.03~2014.01 | 2014~2018 | 3.86 | 2.84 | 3.35 | 2.53 | 0.82 | -- | -- |
| 新桥商业街 | 2011.08~2014.07 | 2014~2018 | 6.27 | 6.65 | 4.31 | 4.27 | 0.04 | -- | -- |
| 怡景湾（安置房部分） | 2014.06~2016.06 | 2016~2018 | 2.09 | 1.71 | 2.15 | 2.00 | 0.15 | -- | -- |
| 新景花苑四期 | 2015.03~201803 | 2018~2021 | 3.91 | 1.91 | 3.52 | - | 2.96 | 0.2 | 0.16 |
| 百馨西苑四期 | 2014.02~2017.06 | 2017~2019 | 14.83 | 12.78 | 15.06 | 2.6 | 3.14 | 3.14 | 3.14 |
| 富民景园 | 2010.08~2014.07 | 2011~2015 | 7.69 | 7.48 | 8.45 | 8.45 | - | -- | -- |
| 祥龙苑 | 2009.01~2015.02 | 2010~2016 | 6.17 | 6.72 | 8.28 | 8.28 | - | -- | -- |
| 百馨西苑（续建） | 2013.07~2015.01 | 2015~2019 | 11.04 | 9.43 | 12.19 | 2.85 | 3.44 | 4.58 | 1.32 |
| 香山欣园（续建） | 2012.03~2014.01 | 2014~2018 | 3.86 | 2.84 | 3.35 | 2.53 | 0.82 | -- | -- |
| 新桥商业街 | 2011.08~2014.07 | 2014~2018 | 6.27 | 6.65 | 4.31 | 4.27 | 0.04 | -- | -- |
| 怡景湾（安置房部分） | 2014.06~2016.06 | 2016~2018 | 2.09 | 1.71 | 2.15 | 2.00 | 0.15 | -- | -- |
| 新景花苑四期 | 2015.03~2018.03 | 2018~2021 | 3.91 | 1.91 | 3.52 | - | 2.96 | 0.20 | 0.16 |
| 百馨西苑四期 | 2014.02~2017.06 | 2017~2019 | 14.83 | 12.78 | 15.06 | 2.60 | 3.14 | 3.14 | 3.14 |
| **合计** | -- | -- | **111.72** | **99.04** | **114.62** | **61.96** | **21.10** | **15.84** | **9.24** |

资料来源：公司提供

总体看，2017 年安置房销售情况良好，公司无在建安置房项目，未来资金投入规模较小，未来拟回购计划较为明确，该业务后续持续性有待观察。

4. 经营关注

（1）纺织板块产能闲置风险

目前公司具有年产牛仔布 6,000 万米、服装 800 万件、各类色织布 600 万米、纺纱 2.10 万吨的产能，而 2017 年公司牛仔布、纺纱、服装、色织布产能利用不足。

（2）工程施工业务受政府基建需求及调控影响较大

公司主营业务收入中工程代建（主要包括新北区市政道路、管道、桥梁等基础设施以及安置房和保障房建设）收入占比较大，如果政府基建需求及调控发生不利变化，将对公司主营业务收入产生一定影响，回款效率受业主方影响较大，最终也会对公司的偿债能力造成影响。

（3）多元化经营管理风险

公司子公司众多，业务涉及纺织服装、房地产、工程代建、物流、仓储等多个产业，产品和服务品种较多。面对不同行业、市场及地区的业务、面临市场及监管风险，提高了公司的管理难度，对公司的管理水平和人才储备提出了挑战。

（4）在建项目未来投资规模较大，面临一定资金支出压力

截至 2018 年 3 月底，公司主要市政工程施工在建项目总投资 49.56 亿元，已投资 8.83 亿元；在建房地产项目预计总投资金额 56.28 亿元，已完成投资 29.04 亿元，预计仍需要投资 27.27 亿元；房地产拟建项目预计总投资金额 69.67 亿元。综合看，公司在建项、拟建目投资规模较大，未来面临一定资金支出压力。

5. 未来发展

未来发展方面，公司主要采取四项措施：一是投资精细化，并购基金、PPP 基金、小微创投三足鼎立；二是建设专业化，以海绵城市为契机，从水务基建领域着手，创建常高新建设核心团队；三是试水破局大项目建设难题，设立 PPP 专项建设基金；四是以推动“大金融”建设为突破点，打造金融服务新名片；此外，公司还将密切关注支付、互联网金融、信托、证券类资产的并购机会，融合现有资源，拓展金融板块。

总体看，公司未来发展将在继续保持现有优势产业的同时，通过不断提升类金融和现代服务业的市场地位，有利于分散经营风险、调整与优化产业结构，进而提升整体经济效益。

## 六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年财务报告，华普天健会计师事务所（普通特殊合伙）对其进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2018 年一季度的合并财务报表未经审计。公司提供的合并报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》和最新的经修订和新发布的企业会计准则编制。

合并范围方面，2017 年，公司合并范围内新增 8 家子公司，注销、处置子公司 6 家，纳入合并范围子公司共 97 家。

会计政策和会计估计方面，公司根据财政部 2017 年 04 月 28 日发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（以下简称“42 号准则”）以及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知（财会（2017）30 号）的规定，在利润表中新增了“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报。根据财会（2017）30 号的规定，公司将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失变更为在“资产处置收益”中列报；并相应追溯重述了比较报表。根据财政部 2017 年 5 月 10 日颁布的修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》的相关规定，将与企业日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益或冲减相关成本费用，并在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目，计

入其他收益的政府补助在该项目中反映；将与企业日常活动无关的政府补助，计入“营业外收入”。上述规定涉及的会计政策变更对公司 2017 年财务报表无实质性影响，仅对财务报表项目列示产生影响，不会对公司的当期损益、总资产和净资产产生影响。

总体看，公司合并范围内新增子公司资产和权益规模较小，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 591.51 亿元，较年初增长 9.07%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 74.70%，较年初提高 0.95 个百分点，流动资产占比仍较大。

**流动资产**

截至 2017 年底，公司流动资产 441.85 亿元，较年初增长 10.48%，主要系应收账款和其他应收款增加所致。流动资产主要由货币资金（占 16.09%）、应收账款（占 13.29%）、其他应收款（占 24.99%）和存货（占 38.32%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 71.09 亿元，较年初增长 9.27%，主要系公司扩大融资规模，借款和发行债券增加所致，公司货币资金主要为银行存款（占 87.66%）和其他货币资金（占 12.33%），其中其他货币资金 8.76 亿元，主要为各种保证金，受限比例一般。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 58.74 亿元，其中应收政府及下属部门款项 51.04 亿元（占 86.89%），主要为应收安置房回购款和代建款，应收北京大唐高鸿科技发展有限公司贸易货款 5.00 亿元（占 8.51%，账龄在 1 年以内）；公司应收账款较年初增长 22.54%，主要系当年安置房交付、对常州龙城生态建设有限公司应收款较上年增加 7.20 亿元所致；从账龄看，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 2.66 亿元（占 4.53%），其中 1 年以内占 90.61%；公司共计提坏账准备 0.31 亿元，计提比例 0.53%；从集中度看，期末余额前五名应收账款总金额 17.75 亿元，占应收账款期末余额合计数的 30.01%，集中度尚可；总体看，应收账款欠款单位主要为政府部门，回收风险较小，但是规模较大，对公司营运资金形成一定占用。截至 2017 年底，公司其他应收款 110.41 亿元，其中应收政府及下属部门款项 102.64 亿元（占 92.96%）主要为与常州市新北区财政局之间的往来款及代垫款；当年新增对浙江港达置业有限公司（合营企业）其他应收款 3.7 亿元，国土收储款及保证金增加 8.00 亿元；政府往来增加 7.00 亿元，公司其他应收款较年初增长 23.46%；其他应收款中按账龄分析法计提坏账准备的账面余额 0.88 亿元，其中 1 年以内占 35.72%，1~2 年占 7.89%，2~3 年占 21.76%，3 年以上占 34.63%；共计提坏账准备 0.43 亿元，其余 109.50 亿元属于政府单位款项性质组合，未计提坏账准备；从集中度看，期末余额前五名其他应收款总金额 107.53 亿元，占其他应收款期末余额的 96.71%，集中度较高；总体看，公司其他应收款主要为应收政府及下属部门的往来款，回收风险较小，但对公司营运资金形成大量占用。截至 2017 年底，公司存货净值 169.32 亿元，较年初变化不大，主要为开发成本（占 89.15%）和房地产业务形成的开发产品（占 5.98%）；公司共计提存货跌价准备 0.52 亿元。

表 13　截至 2017 年底公司开开发成本明细：万元）

| 项目 | 账面余额 |
|---|---|
| 安置房开发 | 23,481.55 |
| 商品房开发[2] | 400,340.72 |
| 土地开发[3] | 683,612.06 |

[2] 包含房地产在建项目投入和拟建项目土地成本。
[3] 土地开发是通过招拍挂程序获取得存储待开发但尚未开发的土地。

| | |
|---|---|
| 基础设施建设 | 36,765.85 |
| 征地拆迁[4] | 295,496.34 |
| 标准厂房 | 74,013.77 |
| **合计** | **1,513,710.29** |

资料来源：公司提供，联合评级整理

**非流动资产**

截至 2017 年底，公司非流动资产 149.67 亿元，较年初增长 5.10%，主要系公司可供出售金融资产、和长期股权投资增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 21.36%）、长期股权投资（占 8.94%）、长期应收款（占 12.70%）、投资性房地产（占 15.02%）、固定资产（占 21.13%）和其他非流动资产（占 16.56%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 31.97 亿元，较年初增加 18.82%，主要系公司追加投资所致；其中债务投资 3.36 亿元（占 10.42%），权益投资 28.92 亿元（占 89.58%）；按公允价值计量的 20.08 亿元，按成本计量的 8.84 亿元。截至 2017 年底，公司长期应收款账面价值 19.00 亿元，主要为应收融资租赁款，当年融资租赁业务规模扩大，长期应收款较年初增长 21.46%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 13.37 亿元，较年初增长 43.54%，主要系公司追加投资所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 22.47 亿元，较年初变化不大，以房屋和建筑物为主（占 90.50%），采用成本模式计量。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 31.62 亿元，较年初减少 7.20%；公司固定资产累计计提折旧 11.94 亿元，固定资产成新率为 72.62%，成新率尚可。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 24.78 亿元，较年初变化不大，主要为北部新城高铁片区土地前期开发项目[5]及万顷良田委托项目[6]。

截至 2017 年底，公司受限资产规模 43.89 亿元（不含黑牡丹受限股权），占资产总额的 7.42%，占净资产的 21.61%，公司受限资产规模较大。

表 14　截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：万元）

| 项目 | 受限金额 | 受限原因 |
|---|---|---|
| 货币资金 | 87,585.84 | 保证金/受限专户资金 |
| 存货 | 159,334.47 | 贷款抵押 |
| 投资性房地产 | 396.09 | 贷款抵押 |
| 在建工程 | 32,548.34 | 贷款抵押 |
| 其他应收款 | 63,211.90 | 资管计划专项资金/贷款抵押 |
| 长期应收款 | 95,816.01 | 保理、质押及实施资产证券化的基础资产 |
| 黑牡丹股权（万股） | 7,861.64 | 贷款质押 |
| **合计** | **438,892.65** | **--** |

资料来源：公司提供，联合评级整理

[4] 征地拆迁是对地块的拆迁补偿及安置、服务费等成本。

[5] 根据常州市新北国土储备中心与黑牡丹签订的《常州北部新城高铁片区土地前期开发委托合同》，黑牡丹负责高铁片区土地开发，并按照前期开发总成本的 10.00%取得工程收益，对于一级开发土地公司并无产权且不属于建造合同，因此不在存货中列报，同时为了避免在其他应收款中列报引起误导，公司根据流动性将账龄在一年以内的垫付资金计入其他流动资产中列示，超过一年的在其他非流动资产中列示。

[6] 根据常州市新北区人民政府与黑牡丹签定的《新北区万顷良田工程建设委托协议》，黑牡丹负责万顷良田建设工程（试点）所涉及的拆迁、安置、拆迁后的土地整理和基础设施建设等。公司在履行上述义务后可以获得本项目建设成本 10%的工程收益，由于公司的支出实际上是一种垫付行为，应作为债权列示，鉴于其具有收益性，为避免在其他应收款列示引起的误导，公司根据其流动性将账龄一年内的在其他流动资产中列示，账龄超过一年的在其他非流动资产中列示。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 614.63 亿元，较年初小幅增长 3.91%，资产规模变化较小；公司资产结构中流动资产占 73.48%，公司资产结构较年初变化不大。

总体看，2017年底公司资产规模进一步扩大，以流动资产为主，其中存货占比较高，应收款项规模较大，对公司营运资金形成较大占用，整体流动性较弱。

3. 负债和所有者权益

**负债**

截至 2017 年底，公司负债总额 388.40 亿元，较年初增长 12.70%，主要系非流动负债所致，受此影响，公司非流动负债占 62.57%，较年初提高 6.23 个百分点。

截至 2017 年底，公司流动负债 145.39 亿元，较年初小幅下降 3.39%；公司流动负债主要为短期借款（占 7.81%）、应付账款（占 8.85%）、预收账款（占 17.52%）、一年内到期的非流动负债（占 34.22%）和其他流动负债（占 15.71%）。

截至2017年底，公司短期借款11.35亿元，较年初减少58.61%，主要系公司前期质押借款到期偿还所致；公司应付账款12.86亿元，较年初减少32.96%，主要系应付工程款结算减少所致；公司预收账款25.47亿元，主要为预收房款，较年初增加17.25亿元，主要系2017年水岸国际和绿都02地块开盘所致。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债49.76亿元，较年初减少12.22%，主要系一年内到期的长期借款到期偿还所致。截至2017年底，公司其他流动负债22.84亿元，较年初增加30.98%，主要系年内公司发行短期融资券、超短期融资券所致；其他流动负债中短期融资券已计入短期债务及其相关计算指标。

截至 2017 年底，公司非流动负债 243.01 亿元，较年初增长 25.17%，主要系期内公司增加银行长期借款和发行债券所致。公司非流动负债主要为长期借款（占 46.71%）和应付债券（占 48.94%）。

截至 2017 年底，公司长期借款 113.50 亿元，较年初增长 46.40%，长期借款中质押借款占 9.97%、保证借款占 67.64%、保证+抵（质）押借款占 14.86%。截至 2017 年底，公司应付债券 118.94 亿元，2017 年公司发行“17 常高新 PPN001”14 亿元、“17 常高新 PPN002”14 亿元、“17 常高新 PPN003”10 亿元、黑牡丹境外债券 6.53 亿元，带动公司应付债券较年初增加 17.21%。

截至 2017 年底，公司全部债务 320.92 亿元，较年初增长 9.36%，主要系长期借款和发行债券增加所致；其中短期债务 81.06 亿元（占 25.26%），长期债务 239.86 亿元（占 74.74%），公司长期债务主要集中于未来 3 年。偿债指标方面，截至 2017 年底，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分别为 65.66%、61.24%和 54.15%，分别较年初提高 2.12 个百分点、1.49 个百分点和 5.12 个百分点，公司债务负担有所加重。

如将永续债调整至长期债务后，截至 2017 年年底，公司全部债务总额分为 332.86 亿元，；其中短期债务 81.06 亿元（占 24.35%），长期债务 251.80 亿元（占比 75.65%），债务结构较为合理。偿债指标方面，截至 2017 年底，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分别为 67.68%、63.52%和 56.84%，分别较年初提高 3.03 个百分点、2.55 个百分点和 6.28 个百分点，公司债务负担较重。

表 15　截至 2017 年底公司长期债务到期期限分布情况（单位：亿元）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2020 年后 | 合计 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 短期债务 | 81.06 | -- | -- | -- | -- | -- | 81.06 |
| 长期借款 | -- | 37.00 | 46.00 | 22.50 | **6.00** | 2.00 | 113.50 |
| 应付债券 | -- | 18.00 | 22.94 | 38.00 | 40.00 | -- | 118.94 |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 长期应付款 | -- | 1.50 | 0.92 | -- | -- | -- | 2.42 |
| 其他非流动负债 | -- | 3.00 | 2.00 | -- | -- | -- | 5.00 |
| **合计** | **81.06** | **59.50** | **71.86** | **60.50** | **46.00** | **2.00** | 320.92 |

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 401.12 亿元，较年初增长 4.94%；其中流动负债 172.36 亿元（占 42.03%），较年初增长 18.55%，非流动负债 237.76 亿元（占 57.97%），较年初下降 3.12%，流动负债占比有所上升，但仍以非流动负债为主。

总体看，2017 年底公司债务融资规模继续扩大，债务负担加重，公司未来 3 年偿债压力较大。

**所有者权益**

截至 2017 年底，公司所有者权益 203.11 亿元，较年初变化不大；其中归属于母公司所有者权益合计 163.16 亿元，主要由实收资本（占 6.16%）、其他权益工具（占 7.31%）、资本公积（占 75.63%）和未分配利润（占 7.33%）构成。年内公司发行永续债“17 常高新 MTN001”，计入其他权益工具。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 204.51 亿元，所有者权益和结构较年初变化不大。

总体看，公司权益规模较年初略有增长，权益结构较年初变化不大，稳定性仍较好。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 105.54 亿元，较上年小幅增长 3.26%，主要系公司纺织服装业务收入增加带动；公司营业成本 91.79 亿元，较上年增加 4.42%；同期，公司实现净利润 3.62 亿元，较上年增加 3.24%，其中归属于母公司净利润 1.80 亿元。

期间费用方面，2017 年公司期间费用总额 10.53 亿元，相对稳定。费用构成方面，销售费用、管理费用和财务费用占费用总额比重分别为 11.24%、36.78%和 51.98%，较上年变化不大。同期，公司费用收入比为 9.98%，较上年下降 0.34 个百分点，公司费用控制能力较好。

利润构成方面，2017 年公司营业利润 5.64 亿元，较上年增加 5.23 亿元，其中投资收益 0.65 亿元，较上年增加 0.71 亿元，主要是可供出售金融资产在持有期间的投资收益；此外由于会计政策变更，原计入“营业外收入”中的部分政府补助 3.07 亿元在“其他收益”列示。计入其他收益和营业外收入在内的政府补助等合计 3.80 亿元，占利润总额的 60.32%，政府补助对公司利润总额的贡献仍属较大。

盈利指标方面，2017 年，公司营业利润率为 11.97%，较上年提高 0.21 个百分点，主要部分政府补助在“其他收益”中列示所致；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.35%、2.58%和 1.81%，较上年分别下降了 0.15 个百分点、0.06 个百分点和 0.05 个百分点，公司盈利能力仍较弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.10 亿元，较上年同期下滑 26.35%，实现净利润 0.89 亿元，较上年同期下滑 5.20%。

总体看，2017 年公司收入规模有所增长，但费用控制能力较好，利润总额对政府补助依赖程度较高。

5. 现金流

经营活动方面，2017年公司经营活动现金流入141.15亿元，较上年增加14.03%；其中销售商品提供劳务收到现金116.42亿元，较上年增加17.53%，主要系当期工程施工回款增加及纺织品贸易规模扩大所致；公司收到其他与经营活动有关现金24.05亿元，较上年变化不大，主要为政府补助、利息收

入、保证金及万顷良田工程财政拨款等。2017年公司经营活动现金流出124.67亿元，较上年增长6.92%；其中购买商品支付劳务收到现金103.26亿元，较上年增加16.24%，主要系工程投入增加及纺织品贸易规模扩大所致；支付其他与经营活动有关现金流12.01亿元，主要为北部新城项目代付款、保证金及子公司常州和泰股权投资有限公司[7]代垫股权投资款等。同期公司经营活动现金净流16.48亿元，较上年增长129.47%；公司现金收入比为110.31%，较上年提高13.39个百分点，公司收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入44.28亿元，较上年增加25.76亿元，主要系收回投资活动现金增加所致；投资活动现金流出62.83亿元，较上年增加41.27%，主要系投资活动支付现金增加所致；公司当期理财产品的购买与赎回业务增加，收回和支付投资活动有关现金流规模较上年增加较多。同期公司投资活动现金流量净额为-18.55亿元，流出规模较上年有所收窄。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入203.45亿元，较上年变化不大，主要为新增银行借款和发行债券收到资金；收到其他与筹资活动有关现金65.63亿元，较上年增长93.73%，主要系收回非关联单位的借款。2017年公司筹资活动现金流出191.48亿元，较上年变化不大；支付其他与筹资活动给有关现金88.49亿元，较上年增长142.73%，主要系支付非关联单位的借款。同期公司筹资活动现金净流入11.98亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金净流出0.07亿元，投资活动现金净流出10.78亿元，筹资活动现金净流入12.36亿元，现金及现金等价物增加1.40亿元。

总体看，2017年，公司经营活动现金流入规模扩大，收入实现质量较好；投资支付的现金规模较大，投资活动现金呈净流出状态，公司经营活动产生的现金流不能满足投资需求，仍存在较大外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的2.66倍和1.56倍上升至3.04倍和1.87倍；同期，公司现金短期债务比为0.93倍，较上年有所提高。公司短期债务和流动负债有所下降，短期偿债能力有所提高。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为17.98亿元，较上年增长7.68%，主要系公司营业收入扩大，利润总额增加所致。公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占46.34%）和利润总额（占35.04%）构成，构成较上年变化不大。2017年公司EBITDA利息倍数为1.52倍，与上年持平，EBITDA对利息的覆盖程度较好；EBITDA全部债务比为0.06倍，对债务的保障程度较低。同时考虑到公司长期债务主要集中于未来3年偿还，公司长期偿债能力一般。

银行授信方面，截至2018年3月底，公司获得各银行授信合计203.21亿元，已使用130.24亿元，未使用额度72.97亿元，同时考虑到子公司黑牡丹为上市公司，公司整体融资渠道畅通。

对外担保方面，截至2017年3月底，公司合并口径下对外担保余额为137.16亿元，占净资产总额的67.53%，对外担保比例较高。公司对外担保单位主要为常州城市建设集团有限公司、龙城旅游控股集团有限公司、常州环球恐龙城实业有限公司等单位；目前被担保单位均正常运作。但被担保企业的区域和行业集中度较高。公司对外担保的担保对象主要为当地的国有企业，但区域集中度较高，且担保规模较大，存在一定代偿风险。

过往债务履约方面，根据中国人民银行企业征信报告（机构信用代码G10320411004659406），截至2018年5月10日，公司已结清贷款中不良关注类贷款11笔，主要系银行操作问题导致，不属于不

[7] 主营业务为创业投资、实业投资、股权投资、资产管理、对外投资管理等。

良贷款；无未结清不良及关注类信贷。

截至2018年3月底，公司不存在未决重大诉讼及其他或有事项。

总体看，公司债务规模持续增加，对外担保规模较大，存在一定代偿风险，但考虑到公司作为常州市新北区人民政府下属的国有独资公司和区内最主要的建设主体，在新北区基础设施建设方面拥有垄断地位，其收到外部支持力度较大，公司整体偿债能力仍属很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产[8]75.45亿元，约为“16常高新”待偿本金（10.00亿元）的7.55倍，公司现金类资产对“16常高新”待偿本金的覆盖程度较高；净资产203.11亿元，约为“16常高新”待偿本金（10.00亿元）的20.31倍，公司较大规模的净资产能够对“16常高新”按期偿付起到很强保障作用。

从盈利情况看，2017年公司EBITDA为17.98亿元，约为“16常高新”待偿本金（10.00亿元）的1.80倍，公司EBITDA对“16常高新”待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 141.15 亿元，约为“16 常高新”待偿本金（10.00 亿元）的 14.12 倍，公司经营活动现金流入量“16 常高新”的覆盖程度较高；经营活动产生的现金流量净额为 16.48 亿元，为“16 常高新”待偿本金（10.00 亿元）的 1.65 倍，对债券本金的覆盖程度较强。

总体看，公司作为常州市新北区人民政府直属的国有独资公司以及区内主要建设主体，在基础建设项目获取上具有绝对垄断优势，公司对“16常高新”的偿还能力很强。

## 八、综合评价

2017 年，公司作为常州市新北区建设的核心主体，继续在外部经营环境等方面具有明显优势，公司纺织品贸易业务规模进扩大，带动营业收入大幅提高。同时，联合评级也关注到公司经营性业务盈利能力有所减弱，债务负担较重，在建、拟建项目后续资金支出压力较大，资产流动性较弱；担保比率较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着商品销售业务的稳步发展，公司经营性业务收入有望扩张；同时，随着区域经济的发展，常州市新北区财政实力有望进一步充实，对公司准经营性业务将提供更多支持，将进一步提升公司整体偿债能力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16常高新”债项信用等级为“AA+”。

[8] 现金类资产：货币资金、以公允价值变动且其变动计入当期损益资产、应收票据。

# 附件 1　常高新集团有限公司

# 主要计算指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 542.34 | 591.51 | 614.63 |
| 所有者权益（亿元） | 197.70 | 203.11 | 204.51 |
| 短期债务（亿元） | 103.32 | 81.06 | 73.69 |
| 长期债务（亿元） | 190.14 | 239.86 | 222.10 |
| 全部债务（亿元） | 293.45 | 320.92 | 295.79 |
| 营业总收入（亿元） | 102.21 | 105.54 | 22.10 |
| 净利润（亿元） | 3.51 | 3.62 | 0.89 |
| EBITDA（亿元） | 16.69 | 17.98 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 7.18 | 16.48 | -0.07 |
| 应收账款周转次数（次） | 2.24 | 1.97 | -- |
| 存货周转次数（次） | 0.52 | 0.55 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.20 | 0.19 | 0.04 |
| 现金收入比率（%） | 96.91 | 110.31 | 163.16 |
| 总资本收益率（%） | 2.50 | 2.35 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 2.65 | 2.58 | -- |
| 净资产收益率（%） | 1.86 | 1.81 | -- |
| 营业利润率（%） | 11.75 | 11.97 | 12.83 |
| 费用收入比（%） | 10.32 | 9.98 | 13.84 |
| 资产负债率（%） | 63.55 | 65.66 | 66.73 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.75 | 61.24 | 59.12 |
| 长期债务资本化比率（%） | 49.02 | 54.15 | 52.06 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.52 | 1.52 | -- |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.06 | 0.06 | -- |
| 流动比率（倍） | 2.66 | 3.04 | 2.62 |
| 速动比率（倍） | 1.56 | 1.87 | 1.60 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.66 | 0.93 | 0.99 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 4.77 | 11.33 | -0.04 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.67 | 1.80 | -- |

注：1、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；2、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2016~2017 年短期融资融券金额已调整至短期债务及其相关计算指标，2018 年一季报未披露短期融资券金额，因此未计算短期债务及其相关计算指标；4、2016~2017 年公司长期应付款及其他非流动负债中股权信托融资、理财直接融资工具已调整至长期债务及其相关计算指标，2018 年一季报未披露相关金额金额，因此未计算短期债务及其相关计算指标；5、EBITDA/待偿本金合计（倍）=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

# 附件 2　有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 年均增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100% |
| **经营效率指标** | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转次数 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| **盈利指标** | |
| 总资本收益率 | （净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100% |
| 总资产报酬率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | （主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | （营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100% |
| **财务构成指标** | |
| 资产负债率 | 自由负债/自有资产×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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| **短期偿债能力指标** | |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| **本期公司债券偿债能力** | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额 |

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。