跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1601 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”和“19 常高 01”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：

二〇一九年六月二十一日

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 2019 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	10.00 亿元	5 年	AA+	AA+	2018/6/20
19 常高 01	5.00 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2019/3/15

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	591.51	661.72	710.13
所有者权益（亿元）	203.11	207.75	210.74
长期债务（亿元）	239.86	205.03	215.12
全部债务（亿元）	320.92	336.01	375.31
营业总收入（亿元）	105.37	111.28	20.82
净利润（亿元）	3.62	4.74	0.82
EBITDA（亿元）	17.98	22.01	--
经营性净现金流（亿元）	16.48	15.39	-8.72
营业利润率（%）	11.82	17.70	20.14
净资产收益率（%）	1.81	2.31	--
资产负债率（%）	65.66	68.60	70.32
全部债务资本化比率（%）	61.24	61.79	64.04
流动比率（倍）	3.04	2.09	1.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.59	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.20	1.47	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数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. 本报告将其他流动负债中刚性债务纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中刚性债务纳入长期债务核算；4. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，常高新集团有限公司（以下简称“公司”）作为常州市新北区基础设施建设的核心主体，继续获得一定外部支持，盈利能力有所提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司安置房业务持续性较弱，基础设施建设业务资金周转压力较大，应收类款项持续增加，债务规模进一步扩大，面临一定集中偿付压力，存在一定代偿风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司市场化经营业务规模的扩大，公司经营有望保持稳定。

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”和“19常高01”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司作为常州市新北区基础设施建设的重要主体，继续在政府补贴方面获得一定支持。

2. 跟踪期内，随着常州市地产市场回暖，公司商品房销售量价齐升，带动公司营业收入和利润进一步提高。

关注

1. 公司安置房业务项目减少，业务持续性较弱，基础设施建设业务投融资模式逐步转变，公司资金周转压力加大。

2. 公司应收类款项持续增加，对公司资金占用规模进一步扩大。

3. 公司债务规模进一步扩大，债务负担较重，面临一定集中偿付压力。

4. 公司对外担保规模较大，担保对象主要为区域内城投企业，风险集中，面临一定或有负债风险。

分析师

张　蔚
电话：010-85172818
邮箱：zhangw@unitedratings.com.cn

张婧茜
电话：010-85172818
邮箱：zhangjx@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

跟踪期内，常高新集团有限公司（以下简称“公司”）股东及实际控制人未发生变化，仍为常州市新北区人民政府（以下简称“新北区政府”）。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 10.05 亿元，较上次跟踪无变化。

跟踪期内，公司仍主要从事工程建设、安置房建设销售、纺织服装、商品房销售、商品销售、租赁业务等业务，主营业务未发生变化。

截至 2019 年 3 月末，公司组织结构较 2018 年初无变化；合并范围内子公司共 115 家，较 2018 年年初新增 18 家。子公司中包括 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 49.92%，通过子公司常州国有资产投资经营有限公司间接持股 9.21%，合计持股比例 59.13%（合计持股 619,120,498 股）。截至 2019 年 3 月末，公司持有的黑牡丹股份质押 78,616,352 股，占其持股数量的 12.70%，质押比例较低。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 661.72 亿元，负债合计 453.97 亿元，所有者权益 207.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 163.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 111.28 亿元，净利润 4.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 15.39 亿元，现金及现金等价物净增加额-15.55 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 710.13 亿元，负债合计 499.39 亿元，所有者权益 210.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益 163.71 亿元。2019 年 1－3 月，公司实现营业收入 20.82 亿元，净利润 0.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.72 亿元，现金及现金等价物净增加额 33.63 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、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2016 年 1 月 14 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）。“16 常高新”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。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；截至 2019 年 3 月底，债券募集资金已全部按募集说明书约定用途使用完毕。公司已支付了 2018 年 1 月 13 日至 2019 年 1 月 12 日期间的利息。

公司于 2019 年 3 月 27 日发行“常高新集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）品种一”，本期公司债已于 2019 年 4 月 4 日在上海证券交易所上市（债券简称：“19 常高 01”，证券代码：155283.SH）。“19 常高 01”发行规模 5.00 亿元，5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，固定票面利率为 4.65%，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。“19 常高 01”扣除发行费用后募集资金到位 4.99 亿元；按照募集说明书约定，“19 常高 01”募集资金使用用途为用于偿还公司债务；截至 2019 年 3 月底，债券募集资金尚未使用，债券账户资金余额 4.99 亿元。

三、行业及外部环境分析

1．基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 1　2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金〔2019〕	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合

	10 号）	同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2．纺织服装行业

纺织行业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业，在繁荣市场、扩大出口、吸纳就业、增加农民收入、促进城镇化发展等方面发挥着重要作用。

2018 年，我国纺织行业生产缓中有进，内销快速增长，出口回暖。2018 年，我国规模以上纺织企业 3.70 万户，实现工业增加值较上年增长 2.90%，增速放缓 1.90 个百分点。2018 年，我国限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额较上年增长 8.00%，增速较上年提高 0.2 个百分点。网上零售继续保持快速增长，2018 年全国网上穿着类商品零售额同比增长 22%，增速高于上年 1.7 个百分点。2018 年我国纺织品服装出口总额为 2,767.3 亿美元，较上年增长 3.50%，增速较上年提高 2.00 个百分点。其中，纺织品国际竞争力稳定，出口额增长 8.10%，增速高于上年 3.60 个百分点，占纺织品服装出口总额的比重由上年的 41.12%提高到 43%。

2018 年，我国纺织行业生投资稳中有增。2018 年，我国纺织全行业固定资产投资完成额较上年增长 5.00%，增速较降 0.20 个百分点。分行业来看，纺织业固定资产投资完成额增长 5.10%；化纤业固定资产投资完成额增长 29.0%，连续 8 个月保持高速增长；服装业固定资产投资完成额较上年减少 1.5%，但同比降幅呈现整体收窄走势。

总体看，我国纺织行业坚持深化供给侧结构性改革，总体上保持了稳中有进、稳中提质的发展态势，行业处于振荡上行的复苏通道；但原材料价格上升、用工成本提高，以及人民币升值压力，对行业的复苏造成一定的不利影响

3．区域经济

（1）常州市

2018 年，常州市实现地区生产总值（GDP）7,050.30 亿元，较上年增长 7.00%，增速较上年下降 1.10 个百分点，GDP 总量在江苏省 13 个地级市中排名第 5 位，较上年持平，GDP 增速与苏州市、泰州市并列第 2 位。三次产业增加值比例由上年的 2.4:46.5:51.1 调整为 2.2:46.3:51.5。

2018 年，常州市完成固定资产投资 4,188.52 亿元，较上年增长 7.50%。2018 年，常州市房地产开发投资较上年增长 24.40%，其中住宅投资增长 35.70%。全年商品房新开工面积 1,002.90 万平方米，较上年增长 7.70%，其中住宅新开工 774.80 万平方米，增长 26.70%。年末商品房待售面积 412.9 万平方米，较上年下降 2.50%，其中住宅待售面积 104.60 万平方米，下降 9.70%，房地产去库存持续推进。

财政收支方面，2018 年，常州市实现一般公共预算收入 560.03 亿元，较上年增长 8.00%；其中，税收收入为 489.38 亿元，增长 13.40%，非税收入 70.95 亿元，下滑 18.90%，税收收入占很一般公共预算比重为 87.38%。2018 年，常州市政府性基金收入为 974.17 亿元，较上年增长 33.72%。2018 年，常州市一般公共预算支出 598.48 亿元，较上年增长 8.50%，地方财政自给率为 93.58%，常州市地方财政自给程度较高。政府债务方面，2018 年，常州市地方政府债务限额为 723.80 亿元，截至 2018 年末，常州市地方政府债务余额为 713.16 亿元。

总体看，跟踪期内，常州市地区经济发展稳定，产业结构不断优化，固定资产投资稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

（2）新北区

2018 年，新北区实现地区生产总值 1,458.30 亿元，较上年增长 8.10%；规模以上工业总产值较上年增长 9.00%，规模以上工业产品销售收入较上年增长 7.90%；固定资产投资较上年增长 7.80%。

2018 年，新北区一般公共预算收入完成 120.87 亿元，较上年增长 8.50%，增速与 2017 年的 8.59%

基本持平；其中税收完成 107.20 亿元，较上年增长 11.19%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 88.69%；全区一般公共预算支出完成 66 亿元，较上年增长 7.97%。2018 年全区政府性基金预算收入完成 85.11 亿元，较上年下降 14.60%（2017 年全年增速为 94.26%）。

债务方面，2018 年经省政府同意，转贷新北区新增债券 10 亿元，全部用于民生事业和必需的基础设施建设。2018 年新北区地方政府债务限额 63.07 亿元，截至 2018 年底，地方政府债务余额为 61.22 亿元。

总体看，跟踪期内常州市新北区区域经济、政府财政实力进一步增强，为公司发展提供良好的外部环境。

四、外部支持

2018 年，公司获得政府补贴 2.80 亿元（上年为 3.80 亿元），随着公司业务拓展和经营稳定，政府财政补贴力度有所减弱。

五、管理分析

截至 2019 年 3 月末，公司法人治理结构、组织架构较上年无变化。公司核心管理人员稳定，主要管理制度延续，管理运作正常。

六、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司主营业务无变化，在商品房销售收入增加带动下，公司营业收入较上年增长 5.61%。

2018 年，公司工程施工业务收入较上年下降 38.14%，系公司逐步转变基础设施建设投融资模式，代建模式项目减少、PPP 项目增加所致，而 PPP 项目收益回收期较长。安置房销售收入较上年下降 58.11%，系安置房开发面积的减少和存量项目减少所致。公司纺织服装业务稳步发展，收入小幅提升。商品房销售收入较上年大幅增长 201.66%，主要系年内商品房集中交付所致。公司主动控制贸易业务规模，商品销售收入较上小幅下降。公司融资租赁、股权投资等类金融业务稳步发展，营业收入较上年有所提升。公司其他业务规模较小，对收入影响不大。

表 2　2017－2019 年 3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 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
工程施工业务	10.99	10.43	14.73	6.80	6.11	17.93	0.78	3.73	12.24
安置房销售业务	14.46	13.72	13.81	6.05	5.44	15.94	0.55	2.62	13.49
纺织服装业务	10.77	10.22	18.75	11.08	9.96	18.17	2.53	12.16	16.10
商品房销售业务	10.48	9.94	32.94	31.60	28.40	54.31	4.07	19.54	62.86
商品贸易业务	49.23	46.72	1.45	43.46	39.05	1.76	8.47	40.69	1.44
类金融业务	2.12	2.81	60.83	2.96	2.66	69.28	0.48	2.29	37.64
租赁业务	2.26	2.14	39.93	2.58	2.32	43.39	0.57	2.75	43.90
环保工程业务	1.01	0.96	36.88	1.15	1.03	44.90	0.74	3.54	28.18

其他	4.06	3.05	32.14	5.59	5.02	37.01	2.64	12.66	38.45
合计	**105.37**	**100.00**	**12.97**	**111.28**	**100.00**	**25.06**	**20.82**	**100.00**	**23.57**

资料来源：公司提供

在商品房销售业务收入及毛利增长带动下，公司综合毛利率较上年提升12.09个百分点。工程施工业务毛利率较上年小幅提升，系PPP模式基建项目增加所致；安置房销售业务毛利率较年提升2.13个百分点，主要系主要系前期误结转成本较多，后期冲回所致。公司纺织服装业务毛利率相对稳定。随着常州市房地产市场回暖，商品房价格提升，商品房销售业务毛利率较上年提高21.37个百分点。公司商品销售业务利润空间较小，毛利率水平低。公司加大风险控制力度，担保业务提取赔偿准备减少，金融类业务毛利率有所提升。公司其他业务对利润贡献较小。

2019 年 1－3 月，公司营业收入较上年同期下降 5.63%，主要系工程施工结转收入较少所致；综合毛利率为 23.57%，较上年同期提高 9.84 个百分点，主要系毛利率水平较低的工程施工收入占比下降所致。

总体看，2018 年，公司商品房销售量价齐升，带动公司营业收入继续增长，毛利率大幅提升。

2．基础设施建设

跟踪期内，子公司常州黑牡丹建设投资有限公司（以下简称“黑牡丹建设”）继续从事市政道路、管道、桥梁等基础设施及商业配套设施的建设开发业务，但代建模式项目逐步减少，公司积极推进以 PPP 投融资模式开展基础设施建设。

代建模式项目仍按照当年认定的工程实际成本加成约 10%的利润确认收入，由新北区政府支付工程款。2017－2018 年，公司基础设施建设业务收入分别为 10.99 亿元和 6.80 亿元，受代建项目减少影响，2018 年收入有所下降；同期，公司分别收到政府回款 13.04 亿元和 7.44 亿元，近两年回款质量尚可。

截至 2019 年 3 月末，公司代建模式下在建基础设施项目总投资 6.61 亿元，已投资 4.30 亿元，尚需投资 2.31 亿元。公司代建形式的基础设施项目减少，后续基础设施建设业务主要以 PPP 模式开展。

表 3　截至 2019 年 3 月末公司主要基础设施代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计完工时间	计划总投	累计资额	未来投资
北海中路（龙江路-通江路）	2019.12	1.87	1.39	0.48
嫩江路（龙江路-春江路）	2018.12	1.97	2.02	-0.05
西海路（S239-X214）	2019.12	1.07	0.24	0.83
赣江路（春江路-龙江路)	2019.06	0.91	0.56	0.35
三江口公园配套道路	2019.12	0.79	0.09	0.7
合计	--	**6.61**	**4.30**	**2.31**

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司积极推进以 PPP 投融资模式开展基础设施建设，由黑牡丹建设作为社会资本方，负责项目的投资、建设、运营、维护和移交，黑牡丹建设不另行设立项目公司[1]，公司 PPP 项目已取得了《常

[1] 鉴于签署协议的子公司注册地为新北区，且子公司本身愿承担所有项目职责和风险，并简化外资流转程序，新北区政府同意签约的子公司不再设立项目公司，以签约的子公司作为项目公司承担 PPP 项目所有职责和经营制度。

州市政府采购成交通知书》。项目竣工验收进入运营期后，新北区城建局根据项目工程的竣工决算审计价和双方约定的投资回报率支付费用，包括可用性服务费和运维绩效服务费，运营期内逐年确认收入、结转成本，鉴于 PPP 项目收益回收期较长，故项目收益及整体毛利率水平较高。以“常州市新北区 2015~2016 年重点基础设施一期项目”为例，项目共包括兴奔路改造在内等共 23 个子项目，各子项目建设期在 1~3 年不等，运营期均为 10 年，各子项目分别实施、单独结算；项目总投资金额为 12.22 亿元，可用性服务费收益约为 16.00 亿元。2017－2018 年，PPP 项目分别确认收入 447.92 万元和 0.65 亿元，项目整体毛利率在 30%左右。

表 4　截至 2019 年 3 月末公司主要在建 PPP 项目情况（单位：亿元、年）

项目名称	业主单位	入库情况	是否签订协议	建设期	运营期限	计划总投	已投资额	未来投资计划		
								2019 年 3~12 月	2020 年	2021 年
常州市新北区 2015~2016 年重点基础设施一期项目	新北区城建局	财政部项目储备库	是	2016.7-2019.6	10	12.22	4.04	1.97	1.80	0.60
常州市新北区 2015~2016 年重点基础设施二期项目	新北区城建局	财政部项目管理库	是	2017.1-2020.6	10	17.01	7.52	2.40	2.14	2.04
常州市新北区 2015~2016 年重点基础设施三期项目	新北区城建局	江苏省 PPP 项目库	是	2017.6-2019.6	8	5.93	1.24	0.15	0.22	0.34
常州高新区（新北区）“两馆两中心”项目	新北区城建局	财政部项目管理库	是	2017.9-2020.9	15	6.94	0.29	0.46	2.30	2.52
合计	--	--	--	--	--	**42.10**	**13.09**	**4.97**	**6.47**	**5.50**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司代建模式下基础设施项目逐步减少，收入有所下降；未来公司逐步以PPP模式开展基础设施建设业务，但PPP项目收益回收期较长，加大公司资金周转压力。

3．安置房建设销售

子公司常州黑牡丹置业有限公司（以下简称“黑牡丹置业”）继续负责新北区安置房建设，业务模式无变化，安置房项目竣工结算后按照成本加成约 15%的利润确认收入，竣工结算后由新北区政府支付工程款。

跟踪期内，公司在建安置房项目减少，开发面积大幅减低；随着存量部分的持续销售，销售面积大幅下降。受此影响，2018 年安置房销售收入较上年下降 58.11%。由于祥龙苑及新桥商业街项目前期预估确认的成本较大，今年回冲成本，故安置房销售业务毛利率较上年提高 2.13 个百分点。

表 5　2017－2019 年 3 月公司安置房建设及销售情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

年份	开发面积	完工面积	销售面积	销售均价	销售收入
2017 年	554,920.00	453,257.00	364,068.86	3,970.71	144,561.10
2018 年	193,704.83	193,704.83	134,480.00	4,502.50	60,549.64
2019 年 1－3 月	--	--	12,403.00	4,405.29	5,463.88

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司已完工安置房项目包括祥龙苑、百馨西苑（续建）等项目，累计确认收入 61.02 亿元，累计已回款金额 32.53 亿元，其中 2017－2018，回款金额分别为 4.92 亿元和 2.06 亿元，剩余回款金额 28.49 亿元，整体回款情况较差。

表 6　截至 2019 年 3 月末已完工保障房项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	完工时间	累计投资额	累计确认收入	累计回款金额	未来回款计划		
						2019 年 3~12 月	2020 年	2021 年
富民景园	2008.08	2014.07	7.48	8.45	8.45	--	--	--
祥龙苑	2009.01	2015.02	6.72	8.38	8.38	--	--	--
百馨西苑（续建）	2013.07	2015.01	9.43	12.19	4.05	6.82	1.32	--
香山欣园（续建）	2012.03	2014.01	2.84	3.35	2.63	0.72	--	--
新桥商业街	2011.08	2014.07	6.65	4.31	4.27	0.04	--	--
怡景湾（安置房部分）	2014.06	2016.06	1.71	2.15	2.15	--	--	--
新景花苑四期	2015.03	2017.12	1.94	3.52		2.98	0.16	0.38
百馨西苑四期	2014.02	2017.06	12.78	15.06	2.6	6.28	3.14	3.04
香山福园	2016.12	2018.12	2.00	3.61		1.08	1.08	1.44
合计	--	--	**51.55**	**61.02**	**32.53**	**17.92**	**5.70**	**4.86**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司无在建、拟建安置房项目。

总体看，跟踪期内，安置房销售收入大幅下降，整体回款情况较差，后续无在建、拟建项目，业务持续性较弱。

4．纺织服装

公司纺织服装业务收入主要包括牛仔布、服装、色织布加工销售收入，由黑牡丹负责经营。

跟踪期内，公司纺织服装主要原材料棉花、棉纱采购均价变化较小，主要产品产能稳定。公司主动调整产品结构，结合自身牛仔布竞争优势，色织布产品将逐渐向牛仔化发展，减少色织布的生产，增加牛仔布的生产销售。除牛仔布外，公司其他产品产能利用率均维持较低水平。

表 7　2017－2019 年 3 月公司纺织服装业务生产及产能利用率情况

主要指标	产品类别	2017 年	2018 年	2019 年 1－3 月
产能	牛仔布（万米）	6,000.00	6,000.00	1,500.00
	纺纱（吨）	21,000.00	21,000.00	5,250.00
	服装（万件）	800.00	800.00	200.00
	色织布（万米）	600.00	600.00	150.00
产量	牛仔布（万米）	5,404.76	6,259.00	983.57
	纺纱（吨）	9,932.12	13,161.27	2,986.85
	服装（万件）	242.23	214.89	53.18
	色织布（万米）	138.94	4.99	--
产能利用率	牛仔布（%）	90.08	104.32	65.57
	纺纱（%）	47.30	62.67	56.89
	服装（%）	30.28	26.86	26.59
	色织布（%）	23.16	0.83	--

资料来源：公司提供

牛仔布销售增长带动下，2018 年公司纺织服装业务收入较上年小幅增长；棉花、原纱构成牛仔布主要生产成本，2018 年棉花、原纱市场价格平稳，公司纺织服装业务毛利率相对稳定。

表 8　2017－2019 年 3 月公司纺织服装业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 1－3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
牛仔布	91,055.95	84.53	94,755.85	85.50	19,547.71	77.20
服装	14,202.55	13.19	14,602.40	13.18	5,772.17	22.80
色织布	2,458.38	2.28	1,462.74	1.32	--	--
总计	**107,716.88**	**100.00**	**110,820.99**	**100.00**	**25,319.88**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主动调整产品结构，加大牛仔布生产销售，带动纺织服装收入平稳增长，但公司其他产品产能利用率不高，效益有待提升。

5．商品房销售

公司房地产业务主要运营主体为黑牡丹置业，其开发的房地产项目主要集中在常州市，以商业住宅项目为主。

2018 年，随着绿都 02 地块、牡丹欣悦湾项目竣工交付，公司商品房结转面积较上年大幅提升；得益于常州市房地产市场的回暖，结转均价逐步提升，公司商品房销售收入较上年增长 201.53%，毛利率较上年提升 21.37 个百分点。

表 9　2017－2018 年公司房地产项目销售情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

年份	销售面积	销售均价	销售金额	结转面积	结转均价	结转收入
2017 年	37.59	1.00	37.68	12.67	0.83	10.48
2018 年	48.28	1.23	59.16	29.99	1.05	31.60

注：以上销售面积、均价、金额，均为签约销售情况
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司已完工房地产项目总可售面积 95.68 万平方米，累计销售面积 81.90 万平方米，剩余可售面积 13.78 万平方米。按照历史销售均价粗略估计，剩余部分预计可产生销售收入约 16 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司在建房地产项目包括绿都万和城地块项目等，在建项目总建筑面积 215.33 万平方米，总可售面积超 112.53 万平方米（仅包括取得预售许可证的项目），累计销售面积 76.35 万平方米，剩余可售面积超 36.18 万平方米。在建项目计划总投资金额 122.31 亿元，累计完成投资 64.33 亿元，预计仍需投资 57.98 亿元。

表 10　截至 2019 年 3 月末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	预售时间	预计/完工时间	建筑面积	总可售面积	已售面积	项目总投	累计投资	未来投资计划		
								2019 年 3－12 月	2020 年	2021 年
绿都 01 地块	2014.10	2019.09	59.53	50.05	48.45	23.41	19.66	0.52	0.30	0.30
绿都 10 地块	2018.11	2020.09	14.61	10.46	2.36	7.75	1.79	1.42	1.50	0.50
绿都 12 地块	2018.12	2021.09	3.90	2.70	0.60	2.30	0.80	0.45	0.60	0.45
黑牡丹常州科技园一期	2015.08	2021.1	31.16	6.28	4.75	12.23	2.46	3.56	2.00	1.50
黑牡丹常州科技园二期	未取得预售	2019.1	15.61	--	--	6.05	1.36	1.64	1.00	1.00
牡丹君港	2018.07	2021.12	40.30	13.74	8.41	34.96	19.17	6.28	2.70	2.00

太湖天地（星月湾）	2017.11	2019.11	16.24	12.89	11.78	9.00	7.04	1.64	0.21	0.10
枫丹壹号（望月湾）	未取得预售	2020.11	11.22	--	--	8.50	5.37	1.99	0.84	0.30
牡丹学府	2019.03	2021.05	22.76	16.41	--	18.11	6.68	3.61	3.92	1.86
合计	--	--	**215.33**	**112.53**	**76.35**	**122.31**	**64.33**	**21.11**	**13.07**	**8.01**

注：黑牡丹常州科技园分为 1.1 期和 1.2 期，目前只有 1.1.1 和 1.1.2 建设完成，剩余部分未规划，故当前可售面积较小
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司拟建项目包括牡丹和府及绿都万和城项目，全部为商业住宅，计划于 2019 年上半年开工。项目总投资金额 32.95 亿元，总建筑面积约 57.56 万平方米。公司拟建项目规模尚可，但后续投资压力较大。公司未开工的权益土地面积约 43.50 万平方米，全部位于常州市，权益计容面积约 111.66 万平方米，土地储备规模较大，为后续收入提供支撑。

跟踪期内，公司商品房项目相继交付，销售收入和毛利率水平大幅提升。公司在建、拟建项目及土地储备规模较大，收入具备一定持续性，但投资规模较大，面临一定资金支出压力。

6．商品销售

公司商品销售业务主要商品为纺织品和笔记本等电子产品，2017－2018 年，商品销售收入分别为 49.23 亿元和 43.46 亿元，公司主动控制贸易业务规模，商品销售收入有所下降。

公司在原有纺织品生产的基础上，对业务链条进行了延伸，开展棉花、纺纱等纺织品贸易业务，2017－2018 年，纺织品贸易分别实现收入 14.26 亿元和 11.65 亿元。纺织品贸易前五大客户销售收入占比为 79.74%，较上年提升 12.98 个百分点，集中度进一步提高。

公司电子产品贸易业务为订单驱动型业务，通过为下游客户垫资采购获取差价收益，垫资时间在 3~6 个月。电子产品第一大供应商采购金额占比为 62.48%，第一大客户销售金额占比为 62.75%，对单一供应商及客户依赖较大。

总体看，公司商品销售收入规模有所下滑，毛利率很低，对公司利润贡献较小。

7．其他业务

公司其他业务包括租赁业务、类金融业务、环保工程业务等，对营业收入形成一定补充。

公司租赁业务主要包括房产租赁和绿化资产租赁。租赁的房产主要为所持有的物业及出口加工区标准厂房，租赁的绿化资产主要为道路周边花卉、树木等绿化资产。2017－2019 年 3 月，公司租赁业务收入分别为 2.26 亿元、2.58 亿元和 0.57 亿元，回款正常。

公司类金融业务主要包括融资租赁、担保、股权投资、小贷业务等，由常州常高新金隆控股有限公司（以下简称“金控公司”）经营，2017－2019 年 3 月，公司类金融类业务收入分别为 2.12 亿元、2.96 亿元和 0.48 亿元，随着业务稳步发展，营业收入有所提升。

公司继续推进“新北区万顷良田工程建设项目”（以下简称“万顷良田项目”）和“常州北部新城高铁片区土地前期开发项目”（以下简称“北部新城项目”）土地一级开发项目。开发过程中，公司可获得前期开发总成本 10%的工程收益，并确认为收入（计入“其他业务收入”）；待项目项下土地出让后，公司与新北区政府对土地出让净收益（扣除税费和公司收入部分）按照 50%的比例进行分成。项目建设投入在“其他流动资产”和“其他非流动资产”科目反应，净收益返还直接冲减相关科目，现金流体现在“收到/支付其他与经营活动有关现金”。截至 2019 年 3 月底，北部新城项目和万顷良田项目计划总投资金额 114.59 亿元，累计投资 77.54 亿元，累计收到收益返还 59.98 亿元（包含收入和土地出让收益两部分）收益返还情况尚可，但后续仍面临一定投资压力。

总体看，公司其他业务发展平稳，毛利率水平较高，对公司利润形成重要补充。

8．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，创建公司设核心团队；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。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，华普天建会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2019 年 1－3 月合并财务报表未经审计。公司及其子公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

合并范围方面，2018 年，公司并购子公司 6 家，新设子公司 12 家，处置子公司 1 家，合并范围内子公司 114 家，较上年新增 17 家。2019 年 1－3 月，公司新设子公司 1 家，合并范围子公司 115 家。公司合并范围内新增子公司较多，但多为投资设立，规模较小，对财务数据影响较小。

因会计准则及其他法律法规修订，公司部分会计政策变更，报表项目列报有所调整，但对公司的当期损益、总资产和净资产无影响。

总体看，公司合并范围的变化以及会计政策变更对财务数据影响较小，公司财务数据可比性强。

2．资产质量

截至 2018 年末，公司资产总额 661.72 亿元，较年初增长 11.87%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产占比为 77.38%，占比进一步提高。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产 512.06 亿元，较年初增长 15.89%，主要系其他应收款和存货增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 11.00%）、应收票据及应收账款（占 12.09%）、其他应收款（占 30.97%）和存货（占 38.28%）构成。

截至 2018 年末，货币资金 56.32 亿元，较年初下降 20.77%。其中，其他货币资金 9.63 亿元（占 17.10%），主要为银行承兑汇票保证金、信用保证金等受限资金，受限比例一般。应收账款账面价值 60.23 亿元，较年初变化不大，其中应收政府及下属部门款项 51.05 亿元（占 84.05%），主要为应收安置房回款和代建工程款和应收北京大唐高鸿科技发展有限公司贸易货款 4.98 亿元（占 8.21%）。应收账款计提坏账准备 0.50 亿元，计提比例 0.83%。其他应收款 158.60 亿元，较年初增长 43.64%，主要系应收新北国土储备中心土地收储款[2]和应收新北区财政局往来款增加所致。其他应收累计计提坏账 0.77 亿元，计提比例 0.69%。其他应收款欠款单位主要是新北区政府及相关单位，回款受政府财政状况和相关政策影响较大，对公司营运资金形成较大占用。

[2] 根据常州市及新北区的区域规划调整，新北区国土储备中心对公司持有的部分产业园区房屋及地块进行收储，由于收储的土地尚未上市交易，公司尚未收到新北区国土储备中心的土地补偿款，故根据会计准则的要求将应收土地收储款项计入“其他应收款”。

表 11　截至 2018 年末公司其他应收款欠款金额前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质/形成的原因
常州市新北区财政局	845,082.92	53.01	代垫资金及往来款
常州市新北国土储备中心	391,472.11	24.56	土地收储款及保证金
常州君德投资有限公司	101,621.99	6.37	暂付款
常州市新北区城市管理与建设局	45,753.99	2.87	暂付款
常州正泰房产居间服务有限公司	28,086.86	1.76	暂存款
合计	**1,412,017.87**	**88.57**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年末，公司存货账面价值 196.03 亿元，较年初增长 15.77%，主要系开发成本和开发产品增加所致。其中，开发成本 166.75 亿元（占 89.40%），较年初增长 10.16%，主要系商品房建设投入增加所致；开发产品 18.50 亿元（占 5.88%），较年初增长 82.28%。公司开发成本中，土地资产 57.09 亿元（占 34.24%），以商住用地及商办用地为主，均通过“招拍挂”程序获得，并已足额缴纳土地出让金，以历史成本入账。公司存货计提跌价准备 0.44 亿元，计提比例较低。

表 12　截至 2018 年末公司开发成本明细（单位：万元、%）

项目	账面余额	占比
安置房开发	5,246.74	0.31
商品房开发	845,281.62	50.69
两馆两中心（ppp 项目）	1,845.19	0.11
土地开发	570,888.65	34.24
基础设施建设	63,696.00	3.82
征地拆迁	142,902.88	8.57
标准厂房	37,623.33	2.26
合计	**1,667,484.41**	**100.00**

资料来源：公司提供

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产 149.66 亿元，较年初变化较小，主要由可供出售金融资产（19.06%）、长期应收款（占 13.04%）、长期股权投资（占 11.08%）、投资性房地产（占 14.68%）、固定资产（占 19.95%）和其他非流动资产（占 13.01%）构成。

截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 28.53 亿元，较年初降低 10.76%，主要系金控公司减少对外股权投资所致。其中，债权投资 3.36 亿元（占 11.79%），股权投资 25.17 亿元（占 88.21%）。长期应收款 19.38 亿元，较年初变化不大，主要为公司融资租赁业务产生的应收租赁款。长期股权投资 17.11 亿元，较年初增长 27.90%，公司长期股权投资主要为对产业基金投资，2018 年权益法下确认投资收益 0.34 亿元。投资性房地产账面价值 22.95 亿元，较年初变化较小，以成本模式计量，主要为青年公寓、软件园 E 座等房产以及标准厂房，累计计提折和摊销旧 4.67 亿元。固定资产 30.75 亿元，主要为房屋建筑物（占 38.08%）和其他设备（占 56.68%），其他设备主要为绿化资产。固定资产累计计提折旧 13.08 亿元，成新率 82.60%。其他非流动资产 16.60 亿元，较年初降低 35.21%，主要系北部新城和万顷良田项目部分结转所致。

截至 2018 末，公司受限资产账面价值 68.53 亿元（不含黑牡丹质押的股权），占总资产的 10.36%，主要用于抵押贷款，主要包括货币资金 9.55 亿元，存货 40.52 亿元，长期应收款 10.83 亿元，投资性房地产 7.46 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 710.13 亿元，较年初增长 7.32%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产 556.08 亿元（占 78.31%），较年初增长 8.60%，主要系货币资金增加所致；非流动资产 154.05 亿元，较年初小幅增长。

跟踪期内，公司资产规模进一步扩大，仍以流动资产为主，但应收类款项对公司资金占用进一步增加，回款受政府财政状况和相关政策影响较大，公司整体资产质量一般。

3．负债和所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债总额 453.97 亿元，较年初增长 16.88%，主要系流动负债增加所致。其中流动负债占比为 53.97%，较上年提高 16.53 个百分点。

截至 2018 年末，公司流动负债 244.99 亿元，较年初增长 68.50%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。流动负债主要由短期借款（7.93%）、预收款项（占 22.43%）、应付账款（占 6.17%）、一年内到期的非流动负债（占 32.19%）和其他流动负债（占 16.97%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款 19.42 亿元，较年初增长 71.12%；短期借款主要是保证借款。应付账款 15.10 亿元，较年初增长 17.41%，主要系应付工程款增加所致。预收款项 57.39 亿元，较年初大幅增长 125.28%，主要系房地产项目预收购房款增加所致。一年内到期的非流动负债 78.86 亿元，较年初增长 58.50%。其中，一年内到期的长期借款 48.55 亿元（占 61.58%）、一年内到期的应付债券 25.75 亿元（占 32.66%）、一年内到期的长期应付款 4.55 亿元（占 5.77%）。一年内到期的应付债券包括“09 常高新”14.98 亿元（已正常兑付）、“13 常高新”3.2 亿元（发行总额的 20%，已正常兑付）和“13 黑牡丹 01”7.57 亿元（2019 年 10 月 19 日到期）。其他流动负债 41.57 亿元，较年初增长 82.00%，主要系短期融资券发行和预提费用增加所致。其中短期融资债券 22.00 亿元已纳入短期债务核算。

截至 2018 年末，公司非流动负债 208.98 亿元，较年初下降 14.00%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要为长期借款（占 38.84%）和应付债券（占 55.92%）。

截至 2018 年末，长期借款 81.16 亿元，较年初下降 28.49%，主要系新增借款减少，存量到期重分类所致。应付债券账面价值 116.86 亿元，较年初小幅下降。公司应付债券明细见附件 3。

截至 2018 年末，公司债务总额 336.01 亿元，较年初增长 4.70%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务 130.98 亿元，较年初增长 61.58%；长期债务 205.03 亿元，较年初下降 14.52%。短期债务占比自年初 25.26%上升至 38.98%。截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.60%、61.79%和 49.67%，较年初分别提高 2.94 个百分点、0.55 个百分点和下降 4.48 个百分点，公司债务负担有所加重，其中 2019－2020 年债务到期规模较大。

表 13　截至 2018 年末公司债务到期期限分布情况（单位：亿元）

到期年份	短期债务				长期债务			合计
	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	其他流动负债	长期借款	应付债券	其他非流动负债	
2019 年	19.42	10.70	78.86	22.00	--	--	--	**130.98**
2020 年	--	--	--	--	51.63	57.36	5.00	**113.99**
2021 年	--	--	--	--	18.18	39.50	2.00	**59.68**
2022 年	--	--	--	--	4.48	--	--	**4.48**
2023 年	--	--	--	--	6.87	20.00	--	**26.87**

及以后								
合计	**19.42**	**10.70**	**78.86**	**22.00**	**81.16**	**116.86**	**7.00**	**336.00**

资料来源：公司提供，联合评级整理

如将永续债调整至长期债务核算，截至 2018 年末，公司全部债务总额为 347.91 亿元，其中短期债务 130.98 亿元（占 37.65%），长期债务 216.93 亿元（占 62.35%）。截至 2018 年末，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 70.40%、63.98%和 52.55%，分别较调整前提高 1.90 个百分点、2.19 个百分点和 2.88 个百分点，公司债务负担加重。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额 499.39 亿元，较年初增长 10.01%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债 280.47 亿元（占 56.16%），较年初增长 14.48%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。非流动负债 218.92 亿元（占 43.84%），较年初小幅增长。公司债务总额 375.31 亿元，较年初增长 11.70%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务 160.19 亿元（占 42.68%），较年初增长 22.30%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务 215.12 亿元（占 57.32%），较年初增长 4.92%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.32%、64.04%和 50.51%，较年初分别提高 1.72 个百分点、提高 2.25 个百分点和提高 0.84 个百分点。公司债务负担较重。

跟踪期内，公司债务融资规模继续扩大，债务负担加重，2019－2020 年偿债压力较大。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益 207.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 163.31 亿元（占 78.46%）。归属母公司所有者权益中，实收资本占 6.17%、其他权益工具占 7.30%、资本公积占 75.72%、未分配利润占 7.45%，所有者权益结构稳定性较好。

截至 2018 年末，公司资本公积 123.43 亿元，较年初基本持平。其他权益工具为 11.90 亿元，较年初无变化。其他权益工具为公司发行的“15 常高新 MTN001”和“17 常高新 MTN002”两期永续中期票据，期限为 5+N。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 210.74 亿元，规模和结构较年初保持稳定。

总体看，得益于盈利积累，公司所有者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

2018 年，公司营业收入较上年增长 5.61%，主要系商品房销售收入带动；营业成本较上年下降。同期，公司营业利润率为 17.70%，较上年提高 5.88 个百分点。

2018 年，公司期间费用总额为 13.10 亿元，较上年增长 24.33%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 11.82%、31.51%、2.81%和 53.86%，以财务费用为主。2018 年，财务费用为 7.05 亿元，较上年增长 28.84%，主要系债务规模扩大所致。2017－2018 年，公司费用收入比分别为 9.66%和 11.44%，公司费用控制能力尚可。

2017－2018 年，公司实现投资收益 0.65 亿元和 1.44 亿元，主要为可供出售金融资产产生的投资收益，占营业利润的比重分别为 11.54%和 16.31%，对营业利润影响不大。同期，公司营业外收入及其他收益合计分别为 3.80 亿元和 3.14 亿元，以政府补助为主，占利润总额的比重分别为 60.39%和 36.04%，随着公司经营性业务发展稳定，政府补贴逐步减少，利润实现对政府补助依赖逐步降低。

盈利指标方面，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.74%、2.97%和 2.31%，较年初分别提升 0.39 个百分点、0.39 个百分点和 0.50 个百分点。公司盈利能力仍较弱。

2019 年 1－3 月，公司实现营业收入 20.82 亿元，较上年同期下降 5.63%，主要系工程施工结转收入规模较少所致。实现营业利润 1.50 亿元，较上年同期上升 34.17%，主要系商品房销售收入及利润空间扩大所致。实现净利润 0.82 亿元，较上年同期下降 7.65%，主要系期内所得税费用较大所致。

跟踪期内，商品房销售收入带动下，公司收入规模有所增长，利润实现对政府补助依赖逐步降低，但整体盈利能力仍较弱。

5．现金流

2018年，公司经营活动金净流入15.39亿元，较上年变化不大。公司销售商品提供劳务收到现金143.02亿元，较上年增长22.85%，主要系商品房销售业务规模扩大，预收购房款增加所致。收到其他与经营活动有关现金29.53亿元，较上年增长22.78%，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。公司购买商品、接受劳务支付的现金128.13亿元，较上年增长24.08%，系房地产项目开发投入增加所致。支付其他与经营活动有关的现金17.42亿元，较上年增长45.09%，主要为往来款、北部新城项目代付款、保证金等。2017－2018年，公司现金收入比分别为110.49和128.53%，收入实现质量较好。

2018年，公司投资活动现金净流出5.72亿元，净流出较上年减少12.83亿元。2018年，公司收回投资收到的现金51.25亿元，主要为收回理财投资及融资租赁等金融业务回款；投资支付的现金56.54亿元，主要为公司购买理财产品及融资租赁等类金融业务投入。

2018年，公司筹资活动现金由净流入转为净流出，净流出规模为25.19亿元，主要系偿还债务资金流出扩大所致。2018年，公司筹资活动现金流入152.13亿元，较上年下降25.23%，主要系往来款流入减少所致。公司筹资活动现金流出为177.32亿元，其中偿还债务支付的现金123.32亿元，较上年增加44.55%；支付其他与筹资活动有关的现金34.07亿元，较上年减少61.49%，主要为对其他单位的借款。

2019 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 8.72 亿元，投资活动净流出 2.42 亿元，筹资活动净流入 44.86 亿元。

总体看，跟踪期内，受房地产销售规模扩大影响，公司收入实现质量较好，经营活动现金净流入规模扩大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年末，公司流动比率、速动比率分别为2.09倍和1.29倍，较年初的3.04倍和1.87倍有所上升；现金短期债务比为0.44倍，较年初的0.93倍有所下降；截至2019年3月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分比为1.98倍、1.26倍和0.58倍，较年初有所下滑。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 22.01 亿元，较上年增长 22.42%。其中，折旧占 11.17%、计入财务费用的利息支出占 44.93%、利润总额占 39.62%。公司 EBITDA 利息倍数为 1.59 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。EBITDA 全部债务比为 0.07 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额 158.20 亿元，担保比率为 75.07%，公司对外担保对象主要为常州市及新北区下辖的市级、区级城投企业，与公司存在较大规模的互保情况。此外，公司对新北区下辖乡镇平台公司担保规模较大。总体看，公司对外担保规模较大，区域集中，存在一定代偿风险。担保情况具体见附件 4。

截至 2019 年 3 月末，公司共获银行授信额度 239.80 亿元，尚有 81.60 亿元未使用，间接融资渠道较为通畅。

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 2019 年 5 月 8 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，不属于不良贷款所致；无未结清不良及关注类信贷。

跟踪期内，公司债务规模持续扩大，短期债务占比提高，面临一定集中偿付压力。但考虑到公司作为新北区基础设施建设的核心主体，获得外部支持力度较大，经营性业务发展稳定，公司整体偿债能力仍属很强。

7．母公司财务情况

截至 2018 年末，母公司资产总额 333.80 亿元，所有者权益 115.72 亿元，负债 218.09 亿元，全部债务 190.99 亿元，其中应付债券 96.50 亿元；母公司资产负债率 65.33%，全部债务资本化比率 62.27%。2018 年母公司实现营业收入 1.40 亿元，利润总额 0.86 亿元。

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月末，公司现金类资产92.85亿元，为跟踪债项待偿本金（合计15.00亿元）的6.19倍，公司现金类资产对待偿本金合计的覆盖程度较高。

从盈利情况看，2018年，公司EBITDA为22.01亿元，为跟踪债项待偿本金（合计15.00亿元）的1.47倍，公司EBITDA对跟踪债项待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 177.57 亿元，为跟踪债项待偿本金（合计 15.00 亿元）的 11.84 倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金覆盖程度较高；经营活动产生的现金流量净额为 15.39 亿元，为跟踪债项待偿本金的 1.03 倍，对债券本金的覆盖程度较高。

总体看，公司作为新北区基础设施建设核心主体，获得外部支持力度较大，经营性业务发展稳定，公司对跟踪债项的偿还能力很强。

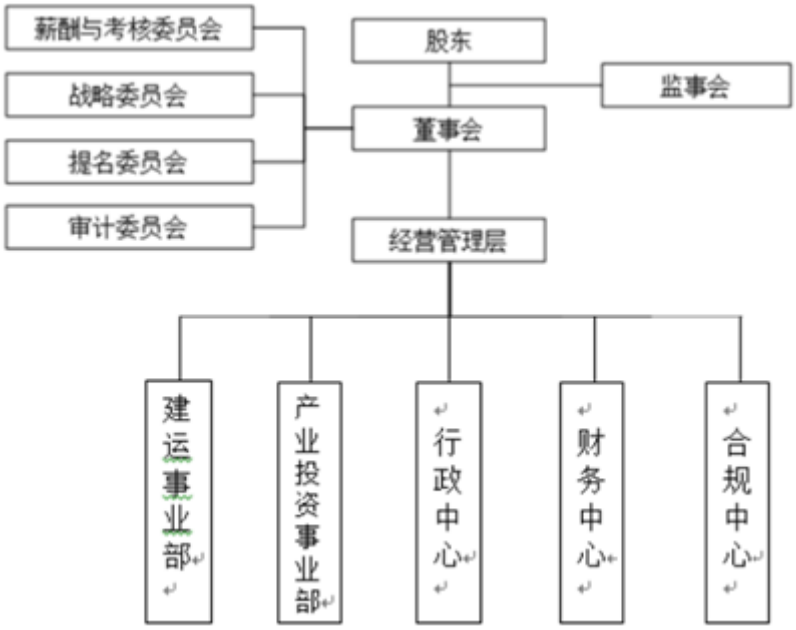
九、综合评价

公司作为常州市新北区基础设施建设的核心主体，继续获得一定外部支持；营业收入和毛利率进一步提高，盈利能力有所提升。同时，联合评级也关注到公司安置房业务收入持续性较弱，基础设施建设业务资金压力较大；应收类款项持续增加；债务规模持续扩大，且面临一定集中偿付压力；面临一定代偿风险等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司市场化经营业务规模的扩大，公司经营有望保持稳定。

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”和“19常高01”债项信用等级为“AA+”。

附件 1　常高新集团有限公司
组织架构图



附件 2　截至 2019 年 3 月末常高新集团有限公司下属一级子公司情况

子公司名称	主营业务	注册资本（亿元）	持股比例（%）	取得方式
常高新金隆控股有限公司	股权投资、投资管理	12.02	100.00	投资设立
常州国有资产投资经营有限公司	国有资产的投资与管理；咨询服务	2.50	100.00	投资设立
常州新铁投资发展有限公司	基础设施及房地产项目的投资，物业管理房屋租赁等	1.00	100.00	投资设立
常州市滨江房屋拆迁有限公司	房屋拆迁、房屋中介等	0.03	100.00	股权划转
常高新（香港）投资有限公司	投资控股	0.99	100.00	投资设立
常州生物医药孵化器有限公司	研发生产场地和设施、标准试验室租赁；仪器设备租用；专业技术检测服务	0.31	100.00	股权收购
常州市新北区建设发展有限公司	地基及基础工程、市政工程、管道安装工程、道路工程、绿化工程的施工	6.00	100.00	投资设立
常州常高新实业投资有限公司	实业投资；投资管理及咨询	2.00	100.00	投资设立
黑牡丹（集团）股份有限公司	牛仔面料生产	10.47	59.13	股权收购
新苏环保产业集团有限公司	环保项目和其他市政基础设施项目的投资、设计、建设、运营管理及相关的咨询服务	10.00	100.00	投资设立
常州众新生物医药科技有限公司	研发生产场地和设施、标准实验室的租赁、仪器设备租用、专业技术检测服务	0.77	100.00	分立新设
常州锐景环保有限公司	沿江范围的环境治理、土地综合整治、拆迁安置、基础设施建设	5.00	100.00	投资设立
常州综合港务区投资建设有限公司	综合港务区基础设施建设、运营管理，实业投资	3.00	100.00	投资设立

附件 3　截至 2018 年末常高新集团有限公司应付债券情况

债券简称	发行日	到期日	发行金额（亿元）	期末余额（亿元）
13 常高新债	2013.3.21	2020.3.21	16.00	3.20
15 常高新 PPN001	2015.11.19	2020.11.20	6.00	4.30
16 常高新	2016.1.12	2021.1.13	10.00	10.00
16 常高新 PPN001	2016.1.21	2021.1.25	6.00	6.00
13 牡丹 02	2016.7.7	2021.7.8	8.50	8.50
16 常高 01	2016.9.20	2021.9.20	15.00	15.00
17 常高新 PPN001	2017.6.22	2022.6.23	14.00	14.00
17 常高新 PPN002	2017.7.11	2022.7.13	14.00	14.00
17 常高新 PPN003	2017.12.7	2020.12.8	10.00	10.00
黑牡丹境外债券	2017.10.24	2020.10.24	6.53（1 亿美元）	6.86
18 常新 01	2018.4.12	2023.4.16	6.00	6.00
18 常新 02	2018.4.12	2023.4.16	4.00	4.00
18 常新 03	2018.7.23	2023.7.26	10.00	10.00
18 牡丹 01	2018.11.9	2020.11.13	5.00	5.00
合计	--	--	**131.03**	**116.86**

附件 4　截至 2019 年 3 月末常高新集团有限公司对外担保情况

被担保人	担保余额（亿元）	占比（%）	企业性质
常州市城市建设（集团）有限公司	125,650.00	7.94	城投企业
龙城旅游控股集团有限公司	349,143.72	22.07	城投企业
常州龙城生态建设有限公司	370,550.00	23.42	城投企业
常州新港经济发展有限公司	160,600.00	10.15	城投企业
常州投资集团有限公司	97,800.00	6.18	城投企业
常州市交通产业集团有限公司	60,000.00	3.79	城投企业
乡镇平台公司	418,250.50	26.44	城投企业
合计	**1,581,994.22**	**100.00**	--

附件 5　常高新集团有限公司

主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	591.51	661.72	710.13
所有者权益（亿元）	203.11	207.75	210.74
短期债务（亿元）	81.06	130.98	160.19
长期债务（亿元）	239.86	205.03	215.12
全部债务（亿元）	320.92	336.01	375.31
营业总收入（亿元）	105.37	111.28	20.82
净利润（亿元）	3.62	4.74	0.82
EBITDA（亿元）	17.98	22.01	--
经营性净现金流（亿元）	16.48	15.39	-8.72
应收账款周转次数（次）	1.97	1.87	--
存货周转次数（次）	0.55	0.46	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.18	--
现金收入比率（%）	110.49	128.53	130.35
总资本收益率（%）	2.35	2.74	--
总资产报酬率（%）	2.58	2.97	--
净资产收益率（%）	1.81	2.31	--
营业利润率（%）	11.82	17.70	20.14
费用收入比（%）	9.66	11.44	16.96
资产负债率（%）	65.66	68.60	70.32
全部债务资本化比率（%）	61.24	61.79	64.04
长期债务资本化比率（%）	54.15	49.67	50.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.59	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.07	--
流动比率（倍）	3.04	2.09	1.98
速动比率（倍）	1.87	1.29	1.26
现金短期债务比（倍）	0.93	0.44	0.58
经营现金流动负债比率（%）	11.33	6.28	-3.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.20	1.47	--

注：1．本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2．本报告中部分合计数与各相加数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．本报告将其他流动负债中刚性债务纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中刚性债务纳入长期债务核算；4．2019 年前一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；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 6　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% （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）
本期公司债券偿还能力	
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 7　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。