

跟踪评级公告

联合[2018] 691 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持常高新集团有限公司的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“17常高新CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

常高新集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 常高新 CP001	10.00	2018/10/27	A-1	A-1

评级时间: 2018 年 4 月 23 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	71.26	58.58	68.06	66.04
资产总额(亿元)	448.23	486.70	542.34	570.49
所有者权益(亿元)	151.31	179.27	197.70	203.11
短期债务(亿元)	95.81	77.12	93.32	72.90
长期债务(亿元)	139.94	155.86	179.00	213.99
全部债务(亿元)	235.75	232.98	272.32	286.89
营业收入(亿元)	60.19	75.04	102.21	75.18
利润总额(亿元)	5.83	5.64	5.72	3.27
EBITDA(亿元)	12.35	15.10	16.69	--
经营性净现金流(亿元)	-2.92	6.89	7.18	20.52
营业利润率(%)	16.88	12.46	11.75	11.79
净资产收益率(%)	2.88	2.44	1.77	--
资产负债率(%)	66.24	63.17	63.55	64.40
全部债务资本化比率(%)	60.91	56.51	57.94	58.55
流动比率(%)	238.58	258.49	265.76	298.84
经营现金流动负债比(%)	-1.87	4.79	4.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.09	15.43	16.31	--

注: 2017 年 1-9 月财务数据未经审计。

分析师

黄海伦 姚 玥

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

常高新集团有限公司(以下简称“公司”),是常州市新北区重要的基础设施建设的主体。跟踪期内,常州市及新北区经济保持稳步增长,公司持续获得政府的支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司对外担保规模大、应收类款项持续增加、债务负担偏重等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

跟踪期内,常州市及新北区经济持续增长,为公司发展提供了良好的外部环境。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定,维持“17 常高新 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司市场化业务收入整体规模较为稳定,盈利能力较好。
2. 公司作为新北区基础设施建设主体,持续得到区政府在财政补贴方面的持续支持。

关注

1. 公司资产中应收类款项持续增加,在资产中占比较大,对公司资金形成占用,公司资产流动性一般。
2. 跟踪期内,公司对外担保金额规模大,担保比率进一步上升,存在一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由常高新集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

常高新集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于常高新集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，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。截至2017年9月底，公司注册资本和实收资本均为10.05亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2017年9月底，公司内设建运事业部、产业投资事业部、行政中心、财务中心和合规中心5个部门。拥有92家全资及控股子公司，其中包括持有的A股上市公司黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹公司”，股票代码600510）49.92%的股份，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2016年底，公司合并资产总额542.34亿元，所有者权益197.70亿元；2016年公司实现营业收入102.21亿元，利润总额5.72亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额570.49亿元，所有者权益203.11亿元；2017年1~9月实现营业收入75.18亿元，利润总额3.27亿元。

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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪日，联合资信所评“17常高新CP001”（以下简称“本期短期融资券”）尚需偿还债券余额10.00亿元。跟踪期内，本期短期融资券募集资金已全部按用途使用完毕。

表1 本期短期融资券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
17常高新CP001	10.00	10.00	2017/10/27	2018/10/27

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业发展

2017年以来，中央不断重申国发《43号文》精神，坚决执行地方政府“建立以政府债券为主的地方政府举债融资机制，剥离融资平台政府融资职能”为主基调的改革方向，进一步规范地方政府融资行为，切实加强地方政府债务管理，并定调遏制地方隐性债务增量，积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，城投公司整体融资环境呈现收紧趋势。进入2018年以后，中共中央办公厅及财政部通过发文，多次强调“硬化地方政府预算约束，坚决制止无序举债搞建设，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务”，城投公司债务与地方政府性债务进一步分离。

中国政府在颁布了一系列规范地方政府融资相关政策的同时，对于重点领域投资项目通过债券市场筹措资金给予了支持，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 区域经济

公司作为常州市新北区的主要的基础设施建设主体，业务范围涉及新北区基础设施和公益事业以及重大项目的开发建设，同时通过股权纽带，进行产业投资和管理。常州市及新

北区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

常州市经济概况

常州市地处江苏省南部，位于沪宁铁路干线和沪宁高速公路的中段，与国际大都市上海和江苏省省会南京等距相望，有着十分优越的区位条件和便捷的水陆空交通条件。近年来常州市经济发展迅速。

根据《2017年常州市国民经济和社会发展统计公报》，2017年，常州市实现地区生产总值6622.3亿元，按可比价格计算同比增长8.1%，其中第一产业增加值157.1亿元，同比增长1%；第二产业增加值3081.2亿元，同比增长6.7%；第三产业增加值3384亿元，同比增长9.8%。全市按常住人口计算的人均生产总值达140517元，按平均汇率折算达20812美元。全市三次产业增加值比例调整为2.4:46.5:51.1，全年服务业增加值占GDP比重提高0.5个百分点。

2017年，常州市完成固定资产投资3896.3亿元，增长8.1%，其中工业投资2079.7亿元，增长8.4%，服务业投资1812.2亿元，增长7.8%。全年高新技术产业投资851.9亿元，比上年增长10.5%，占工业投资完成额的比重达到41%。民间投资完成2860.4亿，增长10.8%，占全市固定资产投资比重达到73.4%。

常州市新北区(常州国家高新技术产业开发区)经济概况

根据常州市新北区政府网站公示信息，2016年，新北区实现地区生产总值1155亿元，同比增长9.5%；完成规模以上工业总产值2866亿元，同比增长7.8%，规模以上销售收入2825亿元，同比增长7.9%。现代服务业快速发展，占GDP比重年均提高2.6个百分点，三次产业结构比重从2011年的1.8:65.9:32.3调整为1.7:52.8:45.5。

2017年1~9月，常州市新北区地区生产总值同比增长9.0%；固定资产投资完成额同比增长7.20%。

总体来看，跟踪期内，常州市及新北区经

济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，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。截至2017年9月底，公司注册资本和实收资本均为10.05亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，根据《关于同意常高新集团有限公司董（监）事会换届的批复》（常新国资【2017】16号），对公司现有部分董事、监事成员进行了换届选举，重新选举了董事长、监事会主席、部分董事和监事成员，并对现有副总经理进行了调整。截至2017年9月底，公司拥有高级管理人员包括总经理1名，副总经理3名。

盛新先生，1965年7月出生，本科学历，高级经济师，历任常州新区旅游发展总公司投资部经理、常州中华恐龙园有限公司管理部部长、办公室主任、常州新区旅游发展总公司总经理助理、常州中华恐龙园有限公司总经理助理、常州飞宏育乐（香树湾花园酒店）副总经理、龙城旅游控股集团有限公司董事、总经理助理、副总裁、常州市创意产业基地管委会副主任、常州文化创意发展有限公司董事、总经理、常州环球恐龙城实业有限公司总经理、东方盐湖城置业有限公司总经理；2017年5月至今任公司董事长、总经理及法定代表人。

都战平先生，1970年2月出生，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；2017年11月至今任公司副总经理、党委委员。

截至2017年9月底，公司有在职员工3212人。按教育程度分类，大专及以上学历占28.16%、中专学历占4.19%，高中及高中以下学历占67.64%。按业务岗位划分，公司员工中生产及管理人员占77.67%、销售人员占3.50%、技术人员占15.96%、财务人员2.87%。按年龄结构分类，30周岁以下占39.64%，31~50周岁占39.74%，50周岁以上占20.62%。

总体来看，跟踪期内，公司高管的文化程度较高，员工平均年纪较轻，人员整体素质符合所在行业特点。

3. 外部支持

2017年，常州市完成一般公共预算收入518.8亿元，增长8%。其中税收收入431.4亿元，增长12.6%，税收占比83.1%。全年一般公共预算支出551.7亿元，增长8.6%。

2016年，常州市新北区地方综合财力182.86亿元，同比增长1.39%。其中地方一般公共预算收入102.58亿元，增长5.11%；国有土地使用权出让收入42.49亿元，增长19.09%。全市财政总支出95.1亿元。截至2016年底，常州市新北区债务余额83.60亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为45.72%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）。2017年1~9月，常州市新北区地方一般公共预算收入同比增长11.28%。

总体看，常州市财政收入不断增长，政府债务水平适中。

外部支持

新北区政府在补贴方面给予了公司持续支持。2016年和2017年1~9月，公司分别获得政府补贴收入5.35亿元和2.74亿元。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用

报告（银行版）》（机构信用代码：G10320411004659406），截至2018年4月8日，公司无未结清的不良信贷信息记录，公司已结清不良关注类贷款11笔，关注类贷款系中国农业银行股份有限公司常州新北支行、中国建设银行股份有限公司常州新北支行和中国工商银行常州新北支行按照国际标准，采用五级分类标准，对五级分类为正常的信贷客户要求较高，致使公司分类为关注，公司已正常付息。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和部门设置无重大变动。公司法人治理结构较完善，人员构成合理，能满足公司的日常运营。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入构成未发生变化，业务范围既涉及新北区内公益类基础设施项目建设，又涉及参与区政府授权范围内经营性国有资产的运营，其经营模式分为市政建设和多元化经营业务两种。

2016年，公司营业收入102.21亿元，同比增长36.21%，综合毛利率为14.08%，较上年略有下降，主要系占比较大的工程代建、纺织服装和商品房销售业务毛利率下滑所致。

2017年1~9月，公司实现营业收入75.18亿元，相当于2016年全年营业收入的73.55%，营业收入主要由工程代建、纺织服装、商品房销售和商品销售构成，占比分别为25.19%、24.48%、10.56%和31.07%，其中工程代建和纺织服装较2016年占比明显提升。公司综合毛利率为12.75%，较2016年有所下降，主要是纺织服装占比增加且该业务毛利率快速下降所致。

表2 2015~2017年9月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2015 年度			2016 年度			2017 年 1-9 月			
	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比	
工程 代建	工程施工	141143.70	10.84	18.81	100979.58	10.16	9.88	88479.03	8.28	11.77
	安置房建设	112127.02	14.44	14.94	111104.12	12.58	10.87	100920.25	13.53	13.42
	小计	253270.72	12.43	33.75	212083.70	11.43	20.75	189399.28	11.08	25.19
纺织服装	124025.26	17.74	16.53	142529.62	15.97	13.94	184042.34	8.82	24.48	
污水处理	5199.69	44.57	0.69	5323.88	44.88	0.52	7832.43	39.92	1.04	
租赁业务	24182.01	58.80	3.22	22243.66	44.08	2.18	16577.35	44.03	2.21	
商品房销售	39461.68	34.22	5.26	226569.00	26.50	22.17	79400.83	37.63	10.56	
类金融业务	16507.83	71.27	2.20	17011.26	58.06	1.66	14653.13	42.52	1.95	
商品销售	264387.76	0.75	35.23	356893.41	1.87	34.92	233580.46	1.97	31.07	
其他业务	23346.87	58.68	3.11	39459.17	20.56	3.86	26290.51	28.63	3.50	
合计	750381.81	14.79	100.00	1022113.70	14.08	100.00	751776.33	12.75	100.00	

注：收入合计数与求和数不等系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

工程代建

公司工程代建业务主要由下属子公司常州黑牡丹建设投资有限公司（以下简称“黑牡丹建设公司”）经营。

公司工程代建业务包括工程施工和安置房建设业务，跟踪期内，公司工程代建业务模式未发生变化，其中市政工程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约为10%确认收入，区政府按照当年应支付成本加利润支付工程款；安置房项目为竣工结算后按照成本加成本约15%利润确认收入，竣工结算时政府支付工程款。

自成立以来至2017年9月底，公司累计完成市政道路、河道、桥梁370.56公里；累计完成市政绿化659.4公顷。其中有代表性的工程有：贯穿整个新北区南北向的主干道通江大道（10.76公里）、长江路（12.93公里）、龙江路（15.6公里）等园区道路。

2017年1~9月，黑牡丹建设公司在建项目新增市政道路7.3公里、新增绿化面积达20.1公顷，新增河道工程2.1公里。2017年9月底，公司主要市政工程施工在建项目总投资8.25亿元，已投资3.02亿元。主要在建PPP项目总投资35.16亿元，2017年9月底已投资2.61亿元。

2017年1~9月，安置房开工建设总面积55.49亿元，销售面积26.40万平方米，实现收入10.09亿。截至2017年9月底，公司在建安置房总投资3.91亿元，已投资2.55亿元。

土地一级开发及良田工程（代建）

公司目前主要代建项目包括“新北区万顷良田工程建设项目”和“常州市新北区高铁片区的土地前期开发项目”，项目签订主体为常州黑牡丹建设公司，项目代建利润确认为收入，项目成本及成本返还实际金额之差根据账龄情况体现在“其他流动资产”和“其他非流动资产”科目中，回购直接冲抵相关科目，在现金流中体现为“收到及支付其他与经营活动有关的现金”。

“新北区万顷良田工程建设项目”总投资19.89亿元，项目回购款由政府按实际支出成本加10%的利润率确认。截至2017年9月底，项目已累计投资24.39亿元，累计确认收入1.61亿元，收入确认较少系部分工程未经审定，无法计入收入所致，项目累计获得回购款11.21亿元（含收益1.61亿元）。2017年1~9月未确认收入。该工程目前实际投资金额超过了可研报告的预计总投资额，主要系开发范围内的工作量和拆迁成本增加所致。项目于2013年6月已基本完工，但安置工作尚未完成，后续投入主要是

安置费及工程尾款。

“常州市新北区高铁片区的土地前期开发项目”总投资94.7亿元(其中核心地块前期开发投资总额55.02亿元,第二阶段39.68亿元),项目收益分两部分,一部分是地块土地前期开发总成本10%的工程收益,另一部分是黑牡丹建设与常州市新北区政府对该地块土地出让净收益按照50%:50%的比例进行分成。截至2017年9月底,项目已累计投资46.73亿元,累计确认收入4.38亿元,累计获得回购款38.16亿元(含收益4.38亿元)。2017年1~9月,公司未确认收入,系政府土地规划调整所致,未来项目进度及内容存在不确定性。

服装纺织业务

服装纺织业务收入主要包括牛仔布收入、服装收入和色织布及加工收入,主要由公司下属的黑牡丹(集团)股份公司(股票代码:600510)。

目前,公司已形成了从纺纱、染色、织造、后整理一条龙配套的生产体系,具有年产牛仔布5000万米、牛仔服装600万件、各类色织布450万米的产能。公司主要供货商有常州科腾纺织品有限公司、江苏舒逸纺织有限公司、常州市联源纺织原料有限公司、常州新区紫金纺织品有限公司和常州棉麻有限公司等,采购比较分散,集中度不高。销售模式以直销为主,并在香港、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,主要客户包括东阳市牡丹经济贸易有限公司、常州市新发展实业公司和上海欣锋纺织品有限公司等,其中XG黑牡丹(香港)公司销售比例占比较高,其它客户集中度不高。

2016年,纺织服装业务实现收入14.25亿元,同比增长14.92%,毛利率为15.97%。2017年1~9月,服装纺织业务实现收入18.40亿元,相当于2016年的129.13%,毛利率为8.82%,较2016年下降7.15个百分点,主要系纺织业务中毛利率较低的纺织品贸易业务占比较大所致。

租赁板块业务

租赁板块业务收入主要来源于公司本部绿化资产租赁及常州国展资产经营有限公司和常州高新区出口加工区投资开发有限公司等公司的房产租赁业务。2016年,公司分别实现租赁收入2.22亿元,同比下降8.26%,毛利率为44.08%。2017年1~9月,实现租赁收入1.66亿元,相当于2016年的74.53%,毛利率44.03%。跟踪期内,租赁板块收入及毛利率保持稳定。

类金融板块业务

公司的类金融业务,重在为区域内企业提供企业投融资公共服务平台,同时通过有效运营,最终形成集团重要的利润来源。

目前类金融业务主要通过子公司常州常高新金隆控股有限公司来运作。具体有:常州市恒泰投资担保有限公司(简称“恒泰担保公司”)、常州市鸿泰科技小额贷款有限公司(简称“鸿泰科贷公司”)、常州和泰股权投资有限公司(简称“常州和泰”)、顺泰融资租赁(常州)有限公司(简称“顺泰融资”)等和相关公司合作成立的常州赛富高新创业投资中心、常州德丰杰清洁技术创业投资中心、常州常以股权投资中心等多个产业基金。

截至2017年9月底,恒泰担保公司累计担保发生额6.90亿元,在保余额6.61亿元,应收代偿余额为8615.2万元。2017年1~9月实现担保收入687.59万元,累收回代偿资金115万元。截至2017年9月底,恒泰担保公司总资产4.28亿元,所有者权益3.28亿元;2017年1~9月,实现营业收入1057.13万元。

截至2017年9月底,鸿泰科贷公司累计发放贷款36.65亿元,贷款余额4.37亿元,其中不良贷款余额2.30亿元,贷款不良率52.63%。2017年1~9月发放贷款总额1.51亿元,实现贷款利息收入1105.28万元。鸿泰科贷公司按照银行贷款五级分类管理办法,制定公司贷款资产损失准备计提办法,已按照规定足额计提。

2017年1~9月,顺泰融资实现收入1.09亿元。截至2017年9月底,顺泰融资产总额30.28

亿元，所有者权益4.23亿元。

对外投资业务主要由常州和泰和黑牡丹(集团)股份公司开展，投资目的是通过持股获取高额收益，主要投资方向是新能源、高科技、生物医药等成长性高的公司。截至2017年9月底，公司累计实际出资21.38亿元，其中2017年1~9月，公司实际出资1.34亿元。主要投资方向为新能源、高科技、生物医药等行业成长性较好的企业，有望为公司带来可观的利润贡献。

2015~2016年及2017年1~9月，公司类金融板块收入分别为1.65亿元、1.70亿元和1.47亿元。总体看，公司类金融板块业务收入对公司整体营业收入形成一定补充，但考虑到对外担保及贷款行业的特殊性，相关业务对公司造成一定的或有负债风险。

污水处理板块业务

公司污水处理主要由常州民生环保科技有限公司、常州西源污水处理有限公司经营。其业务范围包括滨江化工园区化工的污水处理及西夏墅纺织工业园的印染污水及周边孟河、西夏墅等乡镇生活污水的处理。每日污水处理能力达到7万吨，目前化工污水处理费均价为8.5元/吨，纺织印染污水处理费4.95元/吨。每月初，根据客户上月排水量和水质超标情况计算污水处理费和水质超标处理费并开具增值税发票，发票交客户签收后收款，年资金回笼率达到95%以上。

2016年和2017年1~9月，公司实现的污水处理板块收入0.53亿元和0.78亿元，同年处理污水分别为749.71万吨和668.88万吨，其中2017年污水处理收入增加主要系生活污水处理费价格提高，同时相关托管收入提高所致。

商品房销售

公司从事商品房开发业务的主体主要是常州市牡丹广景投资有限公司（以下简称“牡丹广景”）和常州绿都房地产有限公司（以下简称“绿都房地产”）。

公司在建项目包括“绿都01地块”、“绿都02地块”、“牡丹欣悦湾（新龙C地块）”和“黑牡丹常州科技园一期”等项目。项目总投资50.48亿元，截至2017年9月底已完成投资24.18亿元，2017~2019年，计划投资分别为3.00亿元、6.91亿元和7.09亿元。截至2017年9月底，公司仅有土地储备1块，为黑牡丹常州科技园地块，土地面积17.34万平方米，公司土地储备量较小。

2016年和2017年1~9月，公司实现商品房销售收入分别为22.66亿元和7.94亿元，毛利率分别为26.50%和37.63%，其中2017年1~9月公司商品房销售收入较2016年明显减少主要系2016年当年完成销售并结转项目明显高于往年所致。房地产行业受国家宏观调控影响较大，未来公司投资项目盈利情况有待进一步观察。

表3 房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2015年	2016年	2017年1-9月
开发面积	32.16	34.18	107.39
完工面积	3.56	44.42	--
销售面积	4.87	34.60	9.73

资料来源：公司提供

商品销售业务

公司商品销售业务为子公司常州高新区出口加工区投资开发有限公司所从事的电力、机械、化工等商品销售业务，以及子公司常州嘉迅物流有限公司（简称“嘉讯公司”）、常州瑞腾供应链管理有限公司（简称“瑞腾公司”）和常州奥埠贸易有限公司（简称“奥埠公司”）负责运营的电子产品、通讯设备等产品贸易。

2016年和2017年1~9月公司分别实现商品销售收入35.69亿元和23.36亿元，毛利率分别为1.87%和1.97%，整体毛利率较低。2017年1~9月，嘉讯公司、瑞腾公司和奥埠公司分别实现收入6.35亿元、6.98亿元和9.98亿元。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016年合并财务报表，经华普天建会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并且出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年1~9月财务数据未经审计。

从财务报表合并范围来看，2016年，公司新纳入合并报表13家子公司，均为投资设立；2017年1~9月合并范围新设立2家子公司，减少5家子公司。公司合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2016年底，公司合并资产总额542.34亿元，所有者权益197.70亿元；2016年公司实现营业收入102.21亿元，利润总额5.72亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额570.49亿元，所有者权益203.11亿元；2017年1~9月实现营业收入75.18亿元，利润总额3.27亿元。

2. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额542.34亿元，同比增长11.43%，公司资产以流动资产为主，2016年底占比73.74%。

2016年底，公司流动资产399.94亿元，较2015年底增长7.45%，其中货币资金、应收账款、其他应收款和存货占比较大，分别占流动资产比为16.27%、11.98%、22.36%和41.27%。公司非流动资产142.40亿元，同比增长24.38%，主要是长期应收款的增长。公司存货165.05亿元，以开发成本（139.08亿元）、开发产品（14.77亿元）、库存商品（2.54亿元）和工程施工（6.68亿元）为主，包括代建项目建设成本、房地产开发成本和纺织品存货等。

截至2017年9月底，公司资产总额570.49亿元，较2016年底小幅上涨5.19%，其中流动资产占比73.78%，资产结构与2016年底基本一致。

2017年9月底，公司应收账款60.44亿元，较2016年底增长26.10%，主要系应收工程款增

加所致；其他应收款99.39亿元，较2016年底增长11.13%，主要系应收常州市新北区财政局代垫资金及往来款增加所致；公司可供出售金融资产32.39亿元，较2016年底增长20.41%，主要系对原有投资追加投资所致，其中包括对光大兴陇信托有限公司追加投资3.00亿元、对长兴启赋宏联投资管理合伙企业（有限合伙）追加投资0.50亿元和对常州天崑股权投资中心（有限合伙）追加投资0.69亿元；公司长期股权投资10.56亿元，2016年底增长13.29%，其中主要包括对江苏港达置业有限公司追加投资0.47亿元、光大常高新环保能源（常州）有限公司追加投资0.42亿元和常州天融股权投资中心（有限合伙）追加投资0.40亿元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模保持相对稳定，但应收类款项及存货占比较大，流动性较弱，公司资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计197.70亿元，较上年同期增长10.28%，其中资本公积占比62.62%、实收资本占5.08%、未分配利润占比5.34%，其他权益工具占比3.03%，少数股东占比20.11%。

截至2017年9月底，公司所有者权益203.11亿元，其中资本公积占60.66%、实收资本占4.95%，未分配利润占5.50%。2017年9月底，公司其他权益工具较2016年底增长5.95亿元，系2017年4月公司新发行的永续中票；公司资本公积较2016年底减少0.60亿元系公司无偿划出下属子公司常州黄海汽车有限公司所致。

跟踪期内，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至2016年底，公司负债总额344.64亿元，较2015年底增长12.10%，其中流动负债占比43.67%，较2015年底下降3.17个百分点。

2016 年底，公司流动负债 150.49 亿元，其中短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债占比较大，分别在流动负债占比 18.22%、12.75%、37.67%和 11.59%。公司非流动负债 194.15 亿元，较 2015 年底增长 18.79%，主要构成为长期借款（占比 39.93%）和应付债券（占比 52.27%）。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额 367.38 亿元，较 2016 年底增长 6.60%，其中流动负债与非流动负债分别占比 38.34%与 61.66%。

2017 年 9 月底，公司流动负债 140.84 亿元，较 2016 年底下降 6.41%，主要是短期借款下降。2017 年 9 月底，公司短期借款 16.00 亿元，较 2016 年底下降 41.65%，主要系质押借款大幅下降所致；公司应付票据 3.02 亿元，较 2016 年底下降 67.24%，主要系部分汇票到期，公司支付工程和贸易款所致；应付账款 15.75 亿元，较上年底下降 17.89%，主要系支付部分工程款；公司预收款项 17.47 亿元，较上年底增长 112.48%，主要系贸易业务预收款增加所致；其他应付款 9.08 亿元，较上年底增长 52.59%，主要是 2017 年 9 月增加部分租赁转租款项所致；公司其他流动负债 19.87 亿元，较上年底增长 13.96%，主要系公司新增 12 亿元超短期融资券“17 常高新 SCP001”和“17 常高新 SCP002”，同时当期归还“16 常高新 SCP001”和“16 黑牡丹 SCP001”共计 10.00 亿元所致。

2017 年 9 月底，公司非流动负债 226.54 亿元，较 2016 年底增长 16.69%，主要是长期借款增长。公司长期借款 106.60 亿元，较 2016 年底增长 37.49%，主要是保证借款增长所致。公司其他非流动负债 5.00 亿元，主要由股权信托融资和理财直融工具构成。

截至 2017 年 9 月底，公司短期债务和长期债务分别为 72.90 亿元和 213.99 亿元，其中短期债务较 2016 年底减少 20.42 亿元，长期债务较 2016 年底增加 34.99 亿元，若将其他流动负债和其他非流动负债中有息债务调整至全

部债务核算，公司调整后全部债务为 323.76 亿元，较 2016 年底增加 34.44 亿元。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.40%、61.45%和 51.30%，较上年底均略有增长。考虑到公司“其他权益工具”科目中含 12.00 亿元永续中票“15 常高新 MTN001”和“17 常高新 MTN001”，公司实际债务负担可能高于上述指标值。

总体看，跟踪期内，公司债务结构以长期债务为主，债务规模有所扩大，但整体债务水平尚处于可控范围内。

4. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 102.21 亿元，同比增长 36.21%，公司获得的政府补贴收入 5.35 亿元，利润总额 5.72 亿元。公司营业利润率 11.79%。

2017 年 1~9 月，公司营业收入 75.18 亿元，相当于 2016 年的 73.55%，收入构成以工程代建、纺织服装、商品房销售和商品销售为主；2017 年 1~9 月，公司营业利润率为 11.79%，较 2016 年保持稳定。

2017 年 1~9 月，公司期间费用 9.03 亿元，期间费用率为 12.02%，较 2016 年增加 1.70 个百分点，主要系公司债务规模增加导致财务费用增加所致，公司期间费用控制能力有待提高。

2017 年 1~9 月，公司获得的政府补贴收入 2.74 亿元，利润总额 3.27 亿元。

总体看，跟踪期内，公司盈利能力较好，利润总额对补贴收入的依赖程度较高。

5. 现金流分析

2016 年，公司经营活动现金流量净额 7.18 亿元，主要是业务收支以及与新北区政府往来款、政府补贴等，公司 2016 年现金收入比 98.02%；投资活动现金流量净额 -25.95 亿元，主要是对银行理财产品、融资租赁本金的投资

和收回；筹资活动现金流量净额18.39亿元，主要是债务融资以及还本付息。

2017年1~9月，公司经营活动现金流入为91.77亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金77.95亿元，收到其他与经营活动有关的现金13.50亿元（主要是公司和新北区政府发生的代垫业务往来款、政府补贴款等）；公司经营活动产生的现金流出为71.25亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金为主（系公司经营投入）。2017年1~9月，公司现金收入比103.69%，较2016年增长5.67个百分点，公司收入实现质量有所提升。

2017年1~9月，公司投资活动产生的现金流量净额为-20.86亿元，主要为收回投资收到的现金（银行理财产品到期赎回、融资租赁本金收回或投资退出）、投资支付的现金（购买理财产品支付的现金）和购建固定资产、无形资产等支付的现金（系融资租赁投放款）。

2017年1~9月，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动产生的现金流量净额3.20亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流快速增长，投资活动支出仍处于较大规模，公司以借款和发行债券为主要的融资手段对筹资活动现金流的依赖程度高。

6. 偿债能力

2016年底，公司流动比率和速动比率持续增长，分别为265.76%和156.08%。2017年9月底，公司流动比率和速动比率分别上升至298.84%和183.09%。2017年9月底，公司现金类资产66.04亿元，考虑到公司短期债务规模较大，公司存在一定的短期支付压力。

2016年，公司债务规模有所增长，公司全部债务/EBITDA指标有所上升，2016年为16.31倍，调整后全部债务/EBITDA为17.33倍。公司长期偿债能力弱。

截至2017年9月底，公司获得银行授信额

度共计215.77亿元，未使用额度69.36亿元。同时，公司控股子公司黑牡丹公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

截至2017年9月底，公司合并口径下对外担保余额126.48亿元（不包含类金融板块中的经营性担保业务），担保比率为62.27%，担保比率较2017年6月底进一步上升，目前被担保企业均正常运营，但公司对外担保规模大，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

公司担保企业全部为国有企业，担保额较大的有常州市城市建设（集团）有限公司（以下简称“常州城建”）15.25亿元和龙城旅游控股集团有限公司32.44亿元。前五大被担保企业担保额合计82.81亿元，占公司担保余额的65.47%，公司对外担保集中度高。

常州城建的前身为常州市城市建设投资有限公司，成立于2002年11月，由常州投资集团有限公司投资组建，初始注册资本为人民币5000.00万元。截至2017年9月底实收资本10.00亿元，常州市人民政府持有100%股份。截至2017年9月底，常州城建合并资产总额1240.31亿元，所有者权益合计356.28亿元，2017年1~9月实现主营业务收入17.62亿元，利润总额2.26亿元，目前经营正常。

龙城旅游控股集团有限公司前身为常州高新技术产业开发区联西物资公司，成立于1994年6月29日。截至2017年9月底，公司实收资本10.00亿元，全部由常州市人民政府出资，公司实际控制人为常州市人民政府。截至2017年9月底，公司（合并）资产总额135.18亿元，所有者权益合计50.75亿元。2017年1~9月，公司合并口径实现营业收入15.55亿元，利润总额0.42亿元，目前正常经营。

九、存续债券偿还能力分析

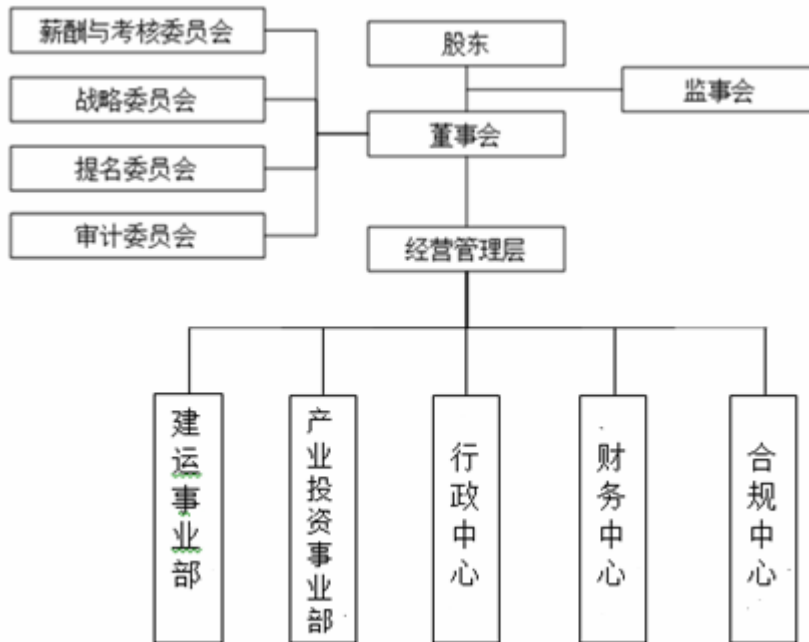
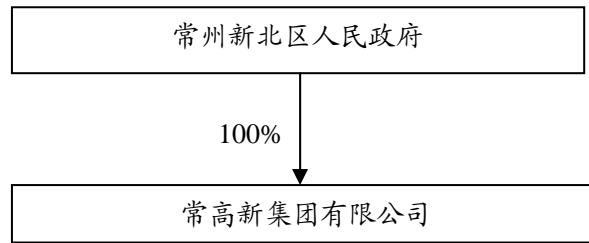
2017年9月底，公司存续债券余额148.60亿元，其中一年内到期的债券余额35.00亿元。2016年底和2017年9月底，公司现金类资产分

别为68.06亿元和66.04亿元，分别为一年内到期债券余额的1.94倍和1.89倍。总体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力尚可。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“17常高新CP001”的信用等级为A-1。

附件 1 公司股权架构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	71.26	58.58	68.06	66.04
资产总额(亿元)	448.23	486.70	542.34	570.49
所有者权益(亿元)	151.31	179.27	197.70	203.11
短期债务(亿元)	95.81	77.12	93.32	72.90
长期债务(亿元)	139.94	155.86	179.00	213.99
全部债务(亿元)	235.75	232.98	272.32	286.89
调整后全部债务(亿元)	245.75	257.98	289.32	323.76
营业收入(亿元)	60.19	75.04	102.21	75.18
利润总额(亿元)	5.83	5.64	5.72	3.27
EBITDA(亿元)	12.35	15.10	16.69	--
经营性净现金流(亿元)	-2.92	6.89	7.18	20.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.27	2.17	2.18	--
存货周转次数(次)	0.29	0.38	0.52	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.16	0.20	--
现金收入比(%)	68.34	89.29	98.02	103.69
营业利润率(%)	16.88	12.46	11.75	11.79
总资本收益率(%)	2.32	2.81	2.42	--
净资产收益率(%)	2.88	2.44	1.77	--
长期债务资本化比率(%)	48.05	46.51	47.52	51.30
全部债务资本化比率(%)	60.91	56.51	57.94	58.55
调整后全部债务资本化比率(%)	61.89	59.00	59.41	61.45
资产负债率(%)	66.24	63.17	63.55	64.40
流动比率(%)	238.58	258.49	265.76	298.84
速动比率(%)	132.26	140.69	156.08	183.09
经营现金流动负债比(%)	-1.87	4.79	4.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.09	15.43	16.31	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	19.90	17.09	17.33	--

注：1. 2017 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 调整后全部债务=全部债务+其他流动负债和其他非流动负债中有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息