跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1118 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主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定，并维持“13常高新债/PR常高新”、“09常高新债/09常高新”、“15常高新MTN001”和“17常高新MTN001”的信用等级为AA^{+}，维持“07常高新债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	担保方评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
07 常高新债	10.00 亿元	2007/09/13	10 年	AAA_{pi}	AAA	AAA
09 常高新债/09 常高新	15.00 亿元	2009/06/04	5+5 年	$AA^+{}_{pi}$	AA^+	AA^+
13 常高新债/PR 常高新	9.60 亿元	2013/03/21	7 年	AA_{pi}	AA^+	AA^+
15 常高新 MTN001	6.00 亿元	2015/08/26	5+N 年	--	AA^+	AA^+
17 常高新 MTN001	6.00 亿元	2017/04/28	3+N 年	--	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项　　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	71.26	58.58	68.06	74.66
资产总额(亿元)	448.23	486.70	542.34	550.88
所有者权益(亿元)	151.31	179.27	197.70	198.49
短期债务（亿元）	95.81	77.12	93.32	99.48
长期债务（亿元）	139.94	155.86	179.00	187.76
全部债务(亿元)	235.75	232.98	272.32	287.24
调整后全部债务(亿元)	245.75	257.98	289.32	302.24
营业收入(亿元)	60.19	75.04	102.21	30.01
利润总额(亿元)	5.83	5.64	5.72	1.35
EBITDA(亿元)	12.35	15.10	16.69	--
经营性净现金流（亿元）	-2.92	6.89	7.18	1.29
营业利润率(%)	16.88	12.46	11.75	10.24
净资产收益率(%)	2.88	2.44	1.77	--
资产负债率(%)	66.24	63.17	63.55	63.97
全部债务资本化比率(%)	60.91	56.51	57.94	59.14
调整后全部债务资本化比率(%)	61.89	59.00	59.41	60.36
流动比率(%)	238.58	258.49	265.76	273.48
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 年一季度财务数据未经审计；
2. 公司其他流动负债和其他非流动负债中的有息债务部分已调入全部债务核算。

评级观点

常高新集团有限公司（以下简称“公司”），是常州高新技术产业开发区管理委员会指定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发展，公司在多方面得到了政府的大力支持，资产规模快速增长，经营性业务收入规模稳步提高。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到，跟踪期内，公司对外担保规模大、应收类款项持续增加、营业利润率出现下降、债务规模上升等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

“07常高新债”由中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）授权其江苏省分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，工商银行主体长期信用等级为AAA_{pi}，展望为稳定，工商银行担保实力很强，显著提升了“07常高新债”本息偿还安全性。

“09常高新债/09常高新”由常州市城市建设（集团）有限公司（以下简称“常州城建”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信公开评级，常州城建信用等级为$AA^+{}_{pi}$，展望为稳定。

“13常高新债/PR常高新”由常州投资集团有限公司（以下简称“常州投资”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信公开评级，常州投资信用等级为AA_{pi}，展望为稳定。此外“13常高新债/PR常高新”设置了本金分期偿还条款，有利于降低集中偿付压力。

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“13常高新债/PR常高新”、“09常高新债/09常高新”、“15常高新MTN001”和“17常高新MTN001”的信用等级为AA^+，维持“07常高新债”的信用等级为AAA。

分析师

王宇勍　姚 玥　黄海伦

邮箱：lianhe@lheratings.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

优势

1. 跟踪期内，公司所属地区经济稳步发展，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 跟踪期内，公司继续得到来自高新区政府在项目回购和财政补贴等方面的较大支持。
3. 跟踪期内，公司营业收入持续增长。

关注

1. 跟踪期内，公司营业收入毛利率较低，利润对政府补贴依赖性大。
2. 跟踪期内，公司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，资产流动性一般。
3. 跟踪期内，公司对外担保金额继续保持较大规模，担保比率较高，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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”）主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

公司由常州市人民政府（常政复[1992]33号文）批准组建，出资人为常州市新北区（即常州高新技术产业开发区，以下简称“高新区”或“新北区”）人民政府，跟踪期内，公司注册资本无变化，截至2017年3月底，公司注册资本为10.05亿元。跟踪期内公司经营范围无重大变化。

截至2017年3月底，公司下设建运事业部、产业投资事业部、行政中心、财务中心和合规中心共5个部门。纳入合并范围的全资及控股子公司共95家。

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3月底，公司合并资产总额550.88亿元，所有者权益198.49亿元；2017年1~3月公司实现营业收入30.01亿元，利润总额1.35亿元。

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2017年3月底，联合资信评定公司发行并存续的债券余额合计46.60亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。“13常高新债/PR常高新”于2017年3月兑付债券本金的20%。公司募集资金中除“17常高新MTN001”目前未开始使用外，其他均已使用完毕。

表1　截至2017年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	期限	起息日	债券余额	还本付息方式
07 常高新债	10.00	10 年	2007/09/13	10.00	固定利率，每年付息，到期一次还本
09 常高新债/09 常高新	15.00	5+5 年	2009/06/04	15.00	在第 5 年设定上调票面利率选择权及投资者回售选择权，按年计息
13 常高新债/PR 常高新	16.00	7 年	2013/03/21	9.60	在本期债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度每年分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，按年计息
15 常高新 MTN001	6.00	5+N 年	2015/08/26	6.00	在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
17 常高新 MTN001	6.00	3+N 年	2017/04/28	6.00	在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
合计	53.00	--	--	46.60	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数

（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经

济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设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等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处

置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，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。

4. 区域经济及地方财力情况

公司作为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《2016年常州市国民经济和社会发展统计公报》，常州市全年实现地区生产总值5773.9亿元，按可比价格计算增长8.5%，其中，第一产业增加值152.7亿元，下降0.9%；第二产业增加值2682.3亿元，增长7.4%；第三产业增加值2938.9亿元，增长10.1%。全市按常住人口计算的人均生产总值达122721元，按平均汇率折算达18476美元。全市三次产业增加值比例调整为2.6：46.5：50.9，全年服务业增加值占

GDP比重提高1.4个百分点。

2016年全市完成固定资产投资3605.1亿元，增长6.5%，其中工业投资1918.5亿元，增长9.2%，服务业投资1681.5亿元，增长2.7%。全市高新技术产业完成投资891.2亿元，增长8.8%。全年房地产开发投资446.7亿元，比上年下降12.1%；商品房施工面积3388.9万平方米，比上年下降14.2%，其中新开工面积514.3万平方米，下降19.4%；年末商品房待售面积535.3万平方米，比上年末减少97.5万平方米。

2016 年，常州市全年实现一般公共预算收入 480.3 亿元，增长 3%，其中税收收入 383.2 亿元，增长 2.5%，税收占比 79.8%。主要税种中，增值税及营改增增值税完成 132.5 亿元，营业税完成 55.2 亿元，企业所得税完成 51.3 亿元。全年一般公共预算支出 505.5 亿元，增长 4.2%。

常州市新北区经济概况及财政实力

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。

2016 年，常州市新北区地方综合财力 182.86 亿元，增长 1.39%。其中地方一般预算收入 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，增长 11.7%。

常州市新北区政府债务由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2016 年底，常州市新北区直接债务余额 44.88 亿元，由国内金融机构借款以及债券融资组成；担保债务余额 77.43 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%））。总体看，跟踪期内，常州市新北区地方政府债务负担有所加重（2015 年债务率为 39.51%），但整体处于可控水平。

表 2　截至 2016 年底常州市新北区财力债务构成（单位：亿元）

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	102.58	（一）直接债务余额	44.88
1．税收收入	87.68	1.外国政府贷款	
2．非税收入	14.90	2.国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	37.79	3．国债转贷资金	
1．一般性转移支付收入	24.27	4．解决地方金融风险专项借款	
2．专项转移支付收入	11.98	5．国内金融机构借款	15.60
3．税收返还收入	1.54	（1）政府直接借款	
（三）国有土地使用权出让收入	42.49	（2）由财政承担偿还责任的融资平台中心借款	
1．国有土地使用权出让金	39.29	4．债券融资	29.28
2．国有土地收益基金	2.05	5．其他（村级及其他单位借款）	
3．农业土地开发资金	0.22	（二）担保债务余额	77.43
4．新增建设用地有偿使用费	0.93	1．政府担保的国内金融机构借款	77.43
（四）预算外财政专户收入		2．政府担保的融资平台债券融资	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	182.86	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	83.60
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**45.72%**	

资料来源：新北区财政局

总体来看，跟踪期内，常州市及新北区经济持续增长，地方财政实力较强，为公司发展提供了良好的区域环境。同时，联合资信关注到，新北区地方政府债务负担有所加重，但整体处于可控水平。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 10.05 亿元。控股股东及实际控制人为常州市新北区人民政府。

2. 人员素质

公司原副总经理王立职位变更为监事会主席。截至 2017 年 3 月底，公司本部在职员工 3171 人。

3. 政府支持

跟踪期内，高新区政府在政府注资及政府补助等方面给予公司较大力度的支持。

（1）政府回购

公司工程代建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出资购买。2015~2016 年分别确认收入 25.33 亿元、21.21 亿元。2017 年 1~3 月，公司确认收入 7.63 亿元。

（2）政府增资

公司历年注入较多资产和股权，对于公司持续经营起到较强支撑作用。2016 年新北区政府无偿划入资金 10.10 亿元对公司增资，计入公司“资本公积”科目。

（3）相关补贴收入

为支持公司建设，政府近年来持续给予公司财政补贴，2015~2016 年及 2017 年 1~3 月高新区政府分别给予公司财政补贴 5.74 亿元、5.35 亿元和 0.02 亿元。上述补贴收入计入“营业外收入”科目。

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：G1032041100465940 6），截至 2017 年 6 月 2 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先进标准，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司部门由办公室、投资发展部、审计监察部、财务中心、工程建设部、公司运营部、法务部等 7 个部门变更为建运事业部、产业投资事业部、行政中心、财务中心和合规中心共 5 个部门，公司在法人治理结构和管理体制上无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务既涉及高新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，其业务模式分为市政建设和多元化经营业务两种。2015~2016 年，公司营业收入稳步增长。从各板块来看，工程施工业务收入和租赁业务收入有所下降，而纺织服装业务、商品房销售业务等板块收入均有所增长。2016 年商品房销售收入占比大幅上涨的原因，主要系根据工程进度，当期完成销售结转的收入大幅增加所致。

毛利率方面，租赁业务、商品房销售业务、类金融业务和其他业务有较大波动。租赁业务毛利率呈下降趋势，主要是因为新增租赁资产出租率下降所致；类金融业务毛利率呈波动趋势，主要系受宏观经济变化和市场需求波动的影响。工程施工板块毛利率略有下降主要系营改增的影响。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.01 亿元，占 2016 年全年的 29.36%，毛利率为 10.92%。

表3　2014~2017年3月公司经营情况表（单位：万元、%）

业务板块		2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
		收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	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	75895.32	8.62	25.29
	安置房建设	112127.02	14.44	14.94	111104.12	12.58	10.87	386.39	-7.51	0.13
	小计	**253270.72**	**12.43**	**33.75**	**212083.70**	**11.43**	**20.75**	**76281.70**	**8.54**	**25.42**
纺织服装		124025.26	17.74	16.53	142529.62	15.97	13.94	58063.02	8.72	19.35
污水处理		5199.69	44.57	0.69	5323.88	44.88	0.52	1733.18	42.36	0.58
租赁业务		24182.01	58.80	3.22	22243.66	44.08	2.18	5122.64	47.39	1.71
商品房销售		39461.68	34.22	5.26	226569.00	26.50	22.17	29645.57	40.21	9.88
类金融业务		16507.83	71.27	2.20	17011.26	58.06	1.66	3345.59	32.87	1.11
商品销售		264387.76	0.75	35.23	356893.41	1.87	34.92	119155.27	2.26	39.70
其他业务		23346.87	58.68	3.11	39459.17	20.56	3.86	6766.48	34.19	2.25
合计		**750381.81**	**14.68**	**100.00**	**1022113.70**	**14.08**	**100.00**	**300113.45**	**10.92**	**100.00**

资料来源：公司提供

2.　经营分析

工程代建

公司工程施工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。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。这类业务主要包括公司主营业务中工程施工板块业务和安置房建设业务，其中道路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约为10%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；安置房项目为竣工结算后按照成本加成约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2016年底，公司累计完成市政道路、河道、桥梁361.16公里；累计完成市政绿化636.25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），贯等园区道路。

2016年，黑牡丹建设公司在建项目新增市政道路38.92公里、新增绿化面积达191.53公顷，道路路灯工程1.4公里。截至2017年3月底，公司主要市政工程施工在建项目总投资8.81亿元，已投资3.06亿元。主要在建PPP项目总投资29.23亿元，截至2017年3月底已投资1.55亿元。

2016年安置房开工建设总面积59.02万平方米，同比下降29.55%，销售面积27.18万平方米，同比下降7.05%，实现收入11.11亿元。2017年一季度该业务实现收入较少并且毛利率为负，主要是由于大部分收入在年底结算导致。截至2017年3月底，公司在建安置房总投资18.40亿元，已投资9.64亿元。

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在“其他流动资产”中反映，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”签订于2010年，工程总面积1538.10公顷，公司负责上述区域内的拆迁安置、基础设施建设等工程，双方同意以每年2月、5月、8月及11月的月底作为结算基准日，回购款由政府按照实际支出成本加10%的利润率实施回款，该项目总投资为19.89亿元，截至2017年3月底，已投资23.21亿元，已确认收入1.61亿元，收入确认较少系部分工程未经审定，暂未计收入所致。其中2015

年确认收入0.30亿元，2016年和2017年1~3月均未确认收入。合计获得回购款11.12亿元(含收益1.61亿元)。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，主要是由于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”签订于2010年，项目经常州市政府主管部门批准的面积约17.5平方公里的地块，其中第一阶段开发范围确定为高铁片区中紧邻高铁常州站的高铁核心区（以下称“核心地块”），用地面积约为4.15平方公里，剩余约13.35平方公里地块为第二阶段开发范围，该工程总投资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)，公司负责该地块土地前期开发，包括提供技术支持及资金筹集，土地补偿；拆迁、安置补偿、土地平整及该地块前期道路和市政配套基础设施等工程手续及工程建设，双方同意每年2月、5月、8月及11月的月底作为结算基准日，公司收益分两部分，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公司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3月底，该项目已投资46.01亿元，已确认收入4.38亿元，其中2015年确认收入0.54亿元，2016年和2017年1~3月均未确认收入，回购38.16亿元(含收益4.38亿元)。跟踪期内均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。以上项目的已投资与回款差额部分体现在“其他流动资产”和“其他非流动资产”科目中，回购直接冲抵科目。

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、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。

根据服装纺织板块“大经营平台”战略，公司在原有的牛仔布生产、服装加工和色织布生产的基础上，对业务链条进行了延伸，依托进出口公司、香港公司、库鲁布旦等贸易平台，整合公司的上下游产业链资源，实现集团纺织服装板块内资源共享，完成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。

该板块业务采购的原材料主要为棉花和原纱，棉花的定价方式是：根据对其样品检测，达到使用要求的，按照中国棉花网公布的棉花价格指数为基准，结合检测指标和当时的市场价格，双方进行价格商讨，达成一致后实施采购。原纱的定价方式是：按照双方年初确定的、根据中国棉花网公布的棉花价格指数、纺纱成本、制成率等来确定采购价格并签订采购协议。目前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、常州棉麻有限公司等，采购比较分散，集中度不高。

公司以直销为主，为了更好地为客户提供服务，公司在香港、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、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。2015～2016年，纺织服装业务分别实现收入12.40亿元和14.26亿元。2016年公司纺织服装整体毛利率为15.97%，较上年略有下降。2017年1~3月，服装纺织业务实现收入5.81亿元，毛利率为8.72%。该业务毛利率较低，主要是毛利率较低的纺织品贸易业务金额较大所致。

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、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。公司本部与新北区城市管理与建设局于2010年6月签订绿化租赁协议，租期50年；房产租赁主要租赁场地位于常州高新区及出口加工区。2015～2016年，公司分别实现租赁收入2.42亿元和2.22亿元，毛利率分别为58.80%和44.08%。2017年1~3月实现租赁收入5122.64万元，毛利率47.39%。总体看，公司租赁板块业务板块收入及毛利率均略有下降。

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搭建的子公司常州常高新金隆控股有限公司这一平台来运作。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、顺泰融资租赁（常州）有限公司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。

2014~2016 年恒泰担保公司担保发生额分别为 8.41 亿元、8.53 亿元和 6.9 亿元。截至 2016 年底在保余额 6.38 亿元。2016 年实现担保收入 1111.19 万元。截至 2017 年 3 月底，恒泰担保公司总资产 4.25 亿元，所有者权益 3.24 亿元；2017 年 1~3 月，实现营业收入 349.51 万元。

截至2016年底，鸿泰科贷公司累计发放贷款35.14亿元，其中2016年全年发放贷款总额4.74亿元，2016年底贷款余额5.1亿元。2014~2016年，分别实现贷款利息收入为5810.89亿元、4241.79万元和2552.68万元。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。

顺泰融资租赁（常州）有限公司成立于2012年4月，属经江苏省人民政府批准成立的中外合资企业，主要从事生产设备、医疗设备、通用机械、工程机械设备、建筑设备等的融资租赁业务。2014~2016年，公司分别实现收入0.62亿元、1.13亿元和1.22亿元。截至2017年3月底，顺泰融资租赁（常州）有限公司资产总额22.94亿元，所有者权益4.04亿元；2017年1~3月实现融资租赁业务收入2629.34万元。

对外投资业务主要由常州和泰股权投资有限公司、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，2016年全年，公司实际出资为3.82亿元，到2016年底，公司累计实际出资达20.04亿元。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。

2016年及2017年1~3月，公司类金融板块收入分别为1.70亿元和3345.59万元。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。

2015~2016 年，公司实现的污水处理收入为 0.52 亿元和 0.53 亿元，同年累计处理污水 763.54 万吨和 749.71 万吨。2017 年 1~3 月，公司实现污水处理收入 0.17 亿元，处理污水 188.52 万吨。

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3月底已投资16.99亿元。

2015~2016 年，公司实现商品房销售收入 3.94 亿元和 22.66 亿元，毛利率 34.22%和 26.50%。2017 年 1~3 月，公司实现销售收入 2.96 亿元，毛利率 40.21%。公司商品房销售业务 2016 年确认收入显著高于其他年度，主要系根据工程进度，当期完成销售结转的项目大幅增加所致。

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4 房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
开发面积	36.83	32.16	34.18	8.19
完工面积	4.67	3.56	44.42	--
销售面积	17.9	4.87	34.60	2.76

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（以下简称“嘉讯公司”）和常州瑞腾供应链管理有限公司（以下简称“瑞腾公司”）负责运营的电子产品、通讯设备等产品贸易。

2015～2016 年及 2017 年 1～3 月公司分别实现商品销售收入 26.44 亿元、35.69 亿元和 11.92 亿元，收入增长主要系嘉讯公司和瑞腾公司经营的电子产品和通讯设备等产品贸易收入，公司与上下游企业建立了良好稳定的关系，贸易业务迅速做大。公司商品销售业务毛利率三年分别为 0.75%、1.87%和 2.26%，整体毛利率较低。

嘉迅公司成立于 1996 年 8 月，注册资本 5000 万元。该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”，具有“报关、查验、三检、货物交付”等陆路口岸清关之功能，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。公司主要贸易产品有笔记本电脑、手机、相机、电子通讯设备等，2016 年及 2017 年 1~3 月，嘉迅公司分别实现营业收入 4.82 亿元和 6.36 亿元。

常州瑞腾供应链管理有限公司，成立于 2015 年底，公司注册资本 1 亿元，位于常州高新区科技园内。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，2016 年及 2017 年 1~3 月，分别实现贸易收入 28.54 亿元和 1.28 亿元。

总体来看，公司主营业务营业收入整体规模持续增长，公司主营业务发展向好。

九、财务分析

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年一季度财务数据未经审计。

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1~3月合并范围未发生变化，上述合并范围的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3月底，公司合并资产总额550.88亿元，所有者权益198.49亿元；2017年1~3月实现营业收入30.01亿元，利润总额1.35亿元。

1. 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，占73.74%。

截至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%。

截至2016年底，公司货币资金65.06亿元，同比增长11.49%。截至2016年底，公司货币资金中受限金额为12.66亿元，总体来看，公司货币资金较为充足。

截至2016年底，公司应收账款账面价值47.93亿元，较2015年底增12.86%，主要为应收工程款，其中账龄在一年以内的占应收账款原值比为98.65%，账龄较短。

截至2016年底，公司其他应收款为89.43亿元，同比增长18.11%，主要为应收常州市新北区财政局的往来款和应收常州市新北国土储备中心的土地收储款及代垫款，公司其他应收款共计提0.72亿元坏账准备，其他应收款集中度方面，公司其他应收款前五名合计金额73.87亿元，占其他应收款期末余额合计数的97.38%。账龄方面，账龄在一年以内的占其他应收款原值比为28.57%，账龄在1~2年的占比25.59%。

截至2016年底，公司存货同比下降2.70%，为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，主要是代建项目建设成本、房地产开发成本和纺织品存货等。

截至2016年底，公司预付款项14.27亿元，同比增长27.53%，其中一年以内占比90.42%，账龄较短且集中，主要为预付贸易款。

截至2016年底，公司其他流动资产8.18亿元，同比下降18.93%，主要为北部新城高铁片区土地前期开发项目中账龄一年以内的部分1.34亿元、万顷良田委托项目中一年以内的部分2.45亿元和子公司常州市鸿泰科技小额贷款有限公司对外短期贷款余额2.41亿元。

截至2016年底，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。

截至2016年底，公司长期应收款15.64亿元，同比增长121.24%，公司的长期应收款主要为公司融资租赁业务应收的融资租赁款。

截至2016年底，公司可供出售金融资产26.90亿元，同比增长64.88%，为可供出售权益工具。

截至2016年底，公司投资性房地产22.81亿元，同比增长0.78%，其中房屋建筑物20.61亿元，土地使用权2.20亿元。

截至2016年底，公司其他非流动资产23.83亿元，同比下降6.52%，主要为北部新城高铁片区土地前期开发和万顷良田委托项目中账龄超过一年的部分。

截至2017年3月底，公司资产总额550.88亿元，较2016年底小幅上涨1.57%，其中流动资产占比73.77%，资产结构较2016年底保持相对稳定。

总体来看，公司资产规模稳定增长，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。

2. 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2016年底，公司资本公积123.79亿元，较上一年同期增长6.46%，主要是新北区政府无偿划入资金。截至2016年底，公司少数股东权益39.76亿元，较上一年增长14.33%，占比较高。截至2016年底其他综合收益6.64亿元，同比大幅增长。

截至2017年3月底，公司所有者权益

198.49亿元，其中资本公积占62.36%、实收资本占5.06%，较2016年底变化不大。

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。

截至2016年底，公司流动负债同比增长4.51%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。截至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%。

截至2016年底，公司应付账款19.19亿元，同比增长13.98%，主要为应付工程款，账龄主要集中在1年以内，占比66.55%。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债56.68亿元，较上年增长36.73%，主要由一年内到期的长期借款34.68亿元和一年内到期的应付债券20.20亿元构成。截至2016年底，公司一年内到期的应付债券主要为黑牡丹公司于2014年发行的2亿元和5亿元非公开定向债务融资工具，和公司本部于2007年发行的10亿元企业债。

截至2016年底，公司其他流动负债17.44亿元，较上一年下降38.85%。主要为短期应付债券10.00亿元。本期报告中已将“其他流动负债”中的短期应付债券10.00亿元调整入公司短期债务及相关指标中核算。

截至 2016 年底，公司非流动负债 194.15 亿元，较 2015 年增长 18.79%，主要构成为长期借款（占 39.93%）和应付债券（占 52.27%）。

截至 2016 年底，公司应付债券 101.48 亿元，同比增长 29.57%，为“09 常高新债”、“13 常高新债”、黑牡丹 2013 年公司债第一期、黑牡丹 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具、黑牡丹 2015 年度第三期非公开定向债务融资工具、公司 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具、公司 2016 年公司债券、公司 2016 年度第一期非公开定向债务融资工具、公司 2016 年度第二期非公开定向债务融资工具、黑牡丹 2013 年公司债第二期和公司非公开发行 2016 年公司债券（第一期）。

截至 2016 年底，公司其他非流动负债 7.00 亿元，同比增长 39.98%，主要为股权信托融资和理财产品。

截至 2016 年底，公司短期债务 93.32 亿元，较上年增长 21.00%，公司长期债务为 179.00 亿元，较 2015 年底增长 14.85%，全部债务 272.32 亿元，把其他流动负债和其他非流动负债中有息债务调整至全部负债后，公司全部负债 289.32 亿元，债务规模进一步扩大。

债务指标方面，截至 2016 年底，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较上年底均小幅增长，三项指标分别为 63.55%、57.94%和 47.52%，公司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 59.41%和 48.48%。公司债务水平尚处于可控范围内。考虑到公司“其他权益工具”科目中的 6 亿元永续中票“15 常高新 MTN001”，公司实际债务负担可能高于上述指标值。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 352.39 亿元，较 2016 年底增长 2.25%。负债结构方面，流动负债与非流动负债分别占比 42.17%与 57.83%。

截至 2017 年 3 月底，公司流动负债 148.59 亿元，较 2016 年底下降 1.26%，公司非流动负债 203.80 亿元，较 2016 年底增长 4.97%，主要是长期借款增长。截至 2017 年 3 月底，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 63.97%、59.14%和 48.61%，较上年底均有所增长，调整后的全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.36%和 49.52%。

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。

3. 盈利能力

2016年，在商品房销售收入及商品销售收入增长的带动下，公司营业收入增长较快，同比增长36.21%。收入构成主要以纺织服装、工程施工、商品房销售和商品销售为主。2016年，公司实现营业收入102.21亿元。

2015~2016 年，公司补贴收入分别为 5.74 亿元和 5.35 亿元。2015~2016 年，公司利润总额分别为 5.64 亿元和 5.72 亿元，公司利润总额对于补贴收入的依赖程度高。2016 年公司营业利润率和总资本收益率分别为 11.75%和 2.42%，营业利润率和总资本收益率较 2015 年下降 0.71 个百分点和 0.39 个百分点。

2017年1~3月，公司实现营业收入30.01亿元，相当于2016年的29.36%，营业利润率10.24%，较上年有所下降。

总体看，跟踪期内，公司营业收入持续增长，盈利能力有所下降，公司利润总额对于补贴收入的依赖程度较高。

4. 现金流分析

经营活动现金流方面，2016 年，公司经营活动现金流入 123.78 亿元，同比增加 41.40%，其中销售商品、提供劳务收到的现金增长 49.53%，公司和区政府往来、补贴款等反映在收到其他与经营有关活动现金中，同比增长 16.64%。经营活动的现金流出方面，2016 年经营活动产生的现金流出同比增长 44.58%，主要以购买商品、接受劳务支付的现金 88.83 亿元和支付其他与经营有关的现金 18.06 亿元组成，2016 年经营产生的现金流量净额为 7.18 亿元。从收入实现质量看，2016 年公司现金收入比为 98.02%，较 2015 年上涨 8.73 个百分点。考虑到公司主营业务收入中主要为市场化板块业务，收入实现质量较好。

从投资活动看，2016 年，公司投资活动产生的现金流入较 2015 年增长 10.69%，主要是收回投资收到的现金 14.11 亿元（主要为银行理财产品到期续回、融资租赁本金收回或投资退出）；2016 年公司投资活动现金流出规模有所增长，为 44.47 亿元，同比增长 23.22%，其中投资支付的现金 32.55 亿元，较 2015 年增长 88.18%，为理财产品，2016 年公司投资活动产生的现金流量净额仍为负值，且净流出规模较 2015 年进一步扩大，为-25.95 亿元。

从筹资活动看，2016年公司筹资活动现金流入流出分别为210.95亿元和192.56亿元，分别同比下降2.85%和11.97%，主要为吸收投资收到的现金、取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金，其中公司吸收投资收到的现金主要为公司2016年发行债券收到的现金，收到或支付其他与筹资活动有关的现金主要为公司与新北区财政局、龙城旅游控股集团有限公司等单位的往来款。2016年公司筹资活动现金流量净额为18.39亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流入为62.31亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金21.62亿元，收到其他与经营活动有关的现金40.52亿元；公司经营活动产生的现金流出为61.02亿元，以支付其他与经营有关的现金为主。2017年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.52亿元，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，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13.77亿元。

总体看，2016年及2017年1~3月，公司经营性现金流均实现净流入，投资活动年支出仍处于较大规模，2016年筹资活动现金流入与流出规模均有所缩减，但依然处于较高水平，公司对筹资活动现金流的依赖程度高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016年底公司流动比率和速动比率指标均有所增长，分别为265.76%和156.08%。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为273.48%和165.98%，考虑到其他应收款回款的不确定性，公司实际短期偿债能力低于指标值。2015~2016年，公司经营现

金流动负债比略有下降，2016年为4.77%。截至2017年3月底，公司现金类资产74.66亿元，为当期短期债务的75.05%。考虑到短期债务规模较大，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力看，2016年公司债务规模继续增长，公司全部债务/EBITDA指标为16.31倍，调整后的全部债务/EBITDA为17.33倍，较2015年底有所增长。考虑到政府对公司的支持，公司整体偿债能力一般。

截至2017年3月底，公司获得银行授信额度共计197.68亿元，已使用额度为139.23亿元。公司间接融资渠道畅通。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3月底，公司合并口径下对外担保余额108.29亿元（不包含类金融板块中的经营性担保业务），担保比率为54.56%，目前担保企业均正常运营，公司担保规模大，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

公司担保企业基本为国有企业，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”）17.40亿元和龙城旅游控股集团有限公司25.37亿元。

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 3 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 3 月底，公司（合并）资产总额 134.27 亿元，所有者权益合计 43.36 亿元（其中少数股东权益 2.78 亿元）。2017 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 5.33 亿元，利润总额-1.25 亿元。目前正常经营。

十、存续期内债券偿债能力

1. 存续期债券偿还能力分析

截至2017年3月底，公司已发行并存续的债券余额合计46.60亿元。2016年公司经营活动现金流入量为123.78亿元，为待偿还债券本金合计的2.66倍；公司经营活动现金流量净额为7.18亿元，为待偿还债券本金合计的0.15倍，公司EBITDA为16.69亿元，为待偿还债券本金合计的0.36倍。公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金的保障程度较好。

2017年公司将集中偿付债券金额13.20亿元，2016年公司经营活动现金流入量为123.78亿元，为集中偿付金额的9.38倍；公司经营活动现金流量净额为7.18亿元，为集中偿付金额的0.54倍，公司EBITDA为16.69亿元，为集中偿付金额的1.26倍。公司经营活动现金流入量对集中偿付金额的保障程度好。

公司将于2020年集中偿付到期债券合计达15.20亿元，2016年公司经营活动现金流入量为123.78亿元，为需集中兑付的本金的8.14倍；公司经营活动现金流量净额为7.18亿元，为需集中兑付的本金的0.47倍，公司EBITDA为16.69亿元，为需集中兑付的本金的1.10倍。公司经营活动现金流入量对需集中兑付的本金的保障程度好。

2. 担保能力分析

“07常高新债”由中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）授权其江苏省分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。联合资信确定中国工商银行股份有限公司主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定。

“09 常高新债/09 常高新”2014 年未赎回，该债项由常州城建提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。联合资信确定常州城建主体长期信用等级为 AA^{+}_{pi}，评级展望为稳定。

“13常高新债/PR常高新”由常州投资集团有限公司（以下简称“常州投资”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。联合资信确定常州投资主体长期信用等级为AA_{pi}，评级展望为稳定。

常州城建

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 万元。截至 2017 年 3 月底注册资本 10.00 亿元，常州市人民政府持有 100%股份。截至 2016 年底，常州城建合并资产总额 1106.68 亿元，所有者权益合计 351.52 亿元（其中少数股东权益 21.21 亿元），实现主营业务收入 24.84 亿元，利润总额 6.32 亿元。截至 2017 年 3 月底，常州城建合并资产总额 1199.38 亿元，所有者权益合计 352.18 亿元（其中少数股东权益 21.35 亿元）。

常州城建是常州市主要的基础设施建设投资平台之一。常州城建业务主要以水务、燃气、照明工程和安置房等带有公用事业性质的板块构成。2016 年主营业务收入有所增长，为 24.84 亿元，占比较大的是自来水销售收入和煤气、天然气销售收入。综合毛利率为 22.42%，较上年略有增长。2017 年 1~3 月主营业务收入 5.02 亿元，占 2016 年的 20.21%，毛利率为 22.30%。

表5　常州城建2015~2016年及2017年1~3月主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

主营业务板块	2015 年			2016 年			2017 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
自来水销售	3.39	17.94	9.45	4.19	16.87	19.04	1.01	20.12	24.55
煤气、天然气销售	11.56	61.16	21.86	11.13	44.81	24.77	3.19	63.55	19.29
照明工程收入	0.87	4.60	42.88	0.74	2.98	33.83	0.15	2.99	47.50
设计咨询收入	0.07	0.37	34.20	0.05	0.20	15.12	--	--	--
污水运行收入	2.82	14.92	27.57	2.93	11.80	16.21	0.44	8.76	27.49
安置房销售收入	--	--	--	3.55	14.29	19.21	0.06	1.20	2.81
钢构件、预制混凝土构件销售收入	--	--	--	2.13	8.57	25.22	0.10	1.99	36.53
其他	0.19	1.01	15.08	0.12	0.48	49.44	0.07	1.39	39.49
合计	**18.90**	**100.00**	**21.42**	**24.84**	**100.00**	**22.42**	**5.02**	**100.00**	**22.30**

资料来源：常州城建提供

常州投资

常州投资于2002年6月20日经常州市工商行政管理局注册成立，注册资本为5.00亿元，出资人为常州市人民政府国有资产监督管理委员会，持股比例100%。截至2017年3月底，常州投资注册资本12.00亿元。2016年常州投资法定代表人变更为陈利民先生，此次变更系原法定代表人达到退休年龄所致。截至2016年底常州投资资产总额221.53亿元，所有者权益合计115.14亿元，实现营业收入17.04亿元，利润总额8.00亿元。截至2017年3月底，常州投资资产总额233.95亿元，所有者权益合计115.77亿元。

常州投资包括化工贸易业务、房地产开发、混凝土销售、机动车驾驶员培训、投资业务和常州国际创新基地建设六大核心业务板块，是常州市唯一一家集金融、投资、实业为一体的国有投资集团，综合能力较强。常州投资的六大核心业务板块均能通过市场化运作获得较为稳定的经营性收入。2016年常州投资主营业务收入有所增长，同比增长50.30%，主要是化工贸易和房地产销售收入的增长，2016年主营业务收入16.08亿元，毛利率6.94%，较上年有所下降，主要系毛利率较低的化工贸易占比增长所致。2017年1~3月实现主营业务收入3.44亿

元，为2016年全年的21.39%，毛利率6.27%。

表6　常州投资2015~2016年及2017年1~3月主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

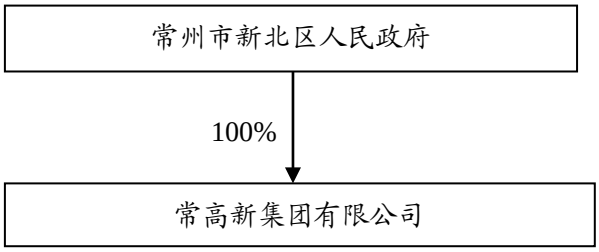
主营业务板块	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产：住宅	20555.03	19.22	4.83	33410.97	20.78	8.00	178.70	0.52	-0.60
商铺	1123.48	1.05	-7.18	1870.30	1.16	-4.65	53.50	0.16	-49.05
常州国际创新基地建设	4610.17	4.31	-1.48	5368.68	3.34	-12.24	1811.42	5.27	-9.70
混凝土	8492.42	7.94	14.39	8711.46	5.42	8.12	1666.30	4.84	5.68
化工贸易	60579.09	56.63	0.13	97888.35	60.88	1.47	23580.62	68.56	-0.08
机动车驾驶员培训	4065.37	3.80	50.63	5924.49	3.68	58.90	2050.88	5.96	29.44
其他	7543.78	7.05	53.63	7603.74	4.73	47.16	5052.71	14.69	33.25
合计	**106969.34**	**100.00**	**7.71**	**160777.99**	**100.00**	**6.94**	**34394.13**	**100.00**	**6.27**

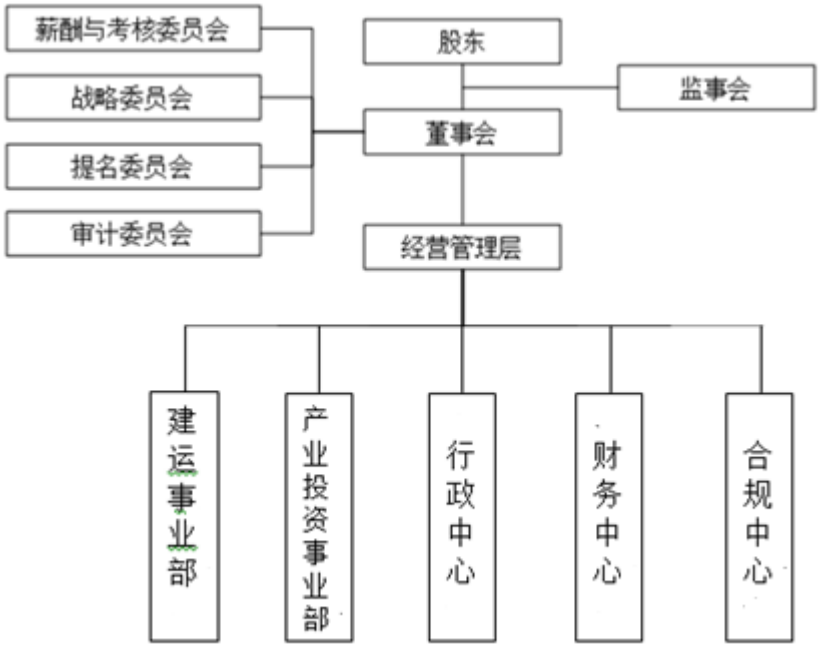
资料来源：常州投资提供

十一、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“13常高新债/PR常高新”、“09常高新债/09常高新”、“15常高新MTN001”和“17常高新MTN001”的信用等级为AA$^+$，维持“07常高新债”的信用等级为AAA。

附件 1　公司股权结构图及组织架构图





附件 2　截至 2017 年 3 月底对外担保明细（单位：万元）

担保单位	被担保单位	担保金额	担保到期时间
常高新集团有限公司	常州市城市建设（集团）有限公司	8750.00	2018-4-1
常高新集团有限公司	常州市城市建设（集团）有限公司	15500.00	2017-10-7
常高新集团有限公司	常州市城市建设（集团）有限公司	11726.00	2018-1-6
常高新集团有限公司	常州市城市建设（集团）有限公司	50000.00	2018-8-3
常高新集团有限公司	常州市城市建设（集团）有限公司	38000.00	2018-12-22
常高新集团有限公司	常州市排水公司	10000.00	2017-10-12
常高新集团有限公司	常州市城市建设（集团）有限公司	50000.00	2018-1-17
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	20000.00	2017-11-15
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	20000.00	2017-12-30
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	15000.00	2017-5-6
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	20000.00	2017-5-25
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	15000.00	2018-5-25
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	15000.00	2017-12-29
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	7000.00	2017-5-5
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	6000.00	2018-7-27
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	8000.00	2017-5-5
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	10000.00	2017-5-18
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	61998.24	2021-3-20
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	10000.00	2019-4-25
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	10000.00	2019-5-3
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	12000.00	2017-6-20
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	9500.00	2018-1-13
常高新集团有限公司	龙城旅游控股集团有限公司	14250.00	2019-10-18
常高新集团有限公司	常州恐龙园股份有限公司	7200.00	2017-12-29
常高新集团有限公司	常州龙城生态建设有限公司	37000.00	2018-1-21
常高新集团有限公司	常州新长江投资有限公司	8000.00	2018-12-3
常高新集团有限公司	常州滨江环保产业发展有限公司	9375.00	2019-12-29
常高新集团有限公司	常州新港经济发展有限公司	50000.00	2017-7-7
常高新集团有限公司	常州春江新农村建设有限公司	30000.00	2021-6-22
常高新集团有限公司	常州投资集团有限公司	2100.00	2017-12-22
常高新集团有限公司	常州投资集团有限公司	5100.00	2017-7-27
常高新集团有限公司	常州投资集团有限公司	15000.00	2017-6-20
常高新集团有限公司	常州投资集团有限公司	23000.00	2018-7-27
常高新集团有限公司	常州投资集团有限公司	20500.00	2017-10-13
常高新集团有限公司	常州清洋港口开发有限公司	3000.00	2017-6-26

常高新集团有限公司	常州清洋港口开发有限公司	5000.00	2017-9-28
常高新集团有限公司	溧阳市城市建设发展有限公司	120000.00	2018-11-7
常高新集团有限公司	常州龙虎塘资产经营有限公司	5000.00	2017-6-11
常高新集团有限公司	常州龙虎综合市场有限公司	5000.00	2017-4-11
常高新集团有限公司	常州新龙安居商贸有限公司	2000.00	2017-7-19
常高新集团有限公司	常州市新郭生态农业发展有限公司	5000.00	2021-6-8
常高新集团有限公司	常州新航建设发展集团有限公司	9815.00	2019-6-16
常高新集团有限公司	常州新航建设发展集团有限公司	6000.00	2017-9-28
常高新集团有限公司	常州新航建设发展集团有限公司	9000.00	2017-9-28
常高新集团有限公司	常州新航建设发展集团有限公司	50000.00	2020-12-1
常高新集团有限公司	常州新航建设发展集团有限公司	24000.00	2018-2-5
常高新集团有限公司	常州新航建设发展集团有限公司	24052.00	2019-12-25
常高新集团有限公司	常州新航建设发展集团有限公司	5000.00	2017-4-13
常高新集团有限公司	常州新航动力装备开发有限公司	10000.00	2017-7-17
常高新集团有限公司	常州新航动力装备开发有限公司	15000.00	2021-5-10
常高新集团有限公司	常州高新纺织工业园发展有限公司	4000.00	2019-4-28
常高新集团有限公司	常州市薛家工业园发展有限公司	2000.00	2017-4-27
常高新集团有限公司	常州市新北区新农村建设发展有限公司	30000.00	2019-4-19
常高新集团有限公司	常州文化科技创意发展有限公司	20000.00	2017-5-12
常高新集团有限公司	常州市新嘉建设发展有限公司	84000.00	2024-12-28
合计		**1082866.24**	

资料来源：企业提供

附件 3　主要财务数据指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	71.26	58.58	68.06	74.66
资产总额(亿元)	448.23	486.70	542.34	550.88
所有者权益(亿元)	151.31	179.27	197.70	198.49
短期债务(亿元)	95.81	77.12	93.32	99.48
长期债务(亿元)	139.94	155.86	179.00	187.76
全部债务(亿元)	235.75	232.98	272.32	287.24
调整后全部债务(亿元)	245.75	257.98	289.32	302.24
营业收入(亿元)	60.19	75.04	102.21	30.01
利润总额(亿元)	5.83	5.64	5.72	1.35
EBITDA(亿元)	12.35	15.10	16.69	--
经营性净现金流(亿元)	-2.92	6.89	7.18	1.29
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	72.05
营业利润率(%)	16.88	12.46	11.75	10.24
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	48.61
全部债务资本化比率(%)	60.91	56.51	57.94	59.14
调整后全部债务资本化比率(%)	61.89	59.00	59.41	60.36
资产负债率(%)	66.24	63.17	63.55	63.97
流动比率(%)	238.58	258.49	265.76	273.48
速动比率(%)	132.26	140.69	156.08	165.98
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 年一季度财务数据未经审计；2. 公司其他流动负债和其他非流动负债中的有息债务部分已调入调整后全部债务核算。

附件 4　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	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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：

级别设置	含义
AAA_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务