信用等级公告

联合〔2019〕1468 号

联合资信评估有限公司通过对常高新集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持常高新集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“13 常高新债/PR 常高新”“15 常高新 MTN001”“17 常高新 MTN001”“19 常高新 MTN001”的信用等级为 AA^+，维持“18 常高新 CP001”“19 常高新 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十八日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

常高新集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
13 常高新债/PR 常高新	3.20 亿元	2020/03/21	AApi	AA+	AA+
*15 常高新 MTN001[1]	6.00 亿元	2020/08/26	--	AA+	AA+
*17 常高新 MTN001	6.00 亿元	2020/04/28	--	AA+	AA+
18 常高新 CP001	5.00 亿元	2019/11/29	--	A-1	A-1
19 常高新 CP001	5.00 亿元	2020/01/23	--	A-1	A-1
19 常高新 MTN001	6.00 亿元	2024/01/31	--	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 18 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	68.06	75.45	58.01	92.85
资产总额(亿元)	542.34	591.51	661.72	710.13
所有者权益(亿元)	197.70	203.11	207.75	210.74
短期债务（亿元）	93.32	65.06	108.98	130.19
长期债务（亿元）	179.00	232.44	198.03	206.12
全部债务(亿元)	272.32	297.50	307.01	336.31
营业收入(亿元)	102.21	105.54	111.60	20.94
利润总额(亿元)	5.72	6.30	8.72	1.55
EBITDA(亿元)	16.69	17.98	22.01	--
经营性净现金流(亿元)	7.18	16.48	15.39	-8.72
应收类款项/资产总额(%)	28.21	31.81	36.00	34.51
营业利润率(%)	11.75	11.97	17.93	20.61
净资产收益率(%)	1.77	1.78	2.28	--
资产负债率(%)	63.55	65.66	68.60	70.32
全部债务资本化比率(%)	57.94	59.43	59.64	61.48
流动比率(%)	265.76	303.90	209.02	198.27
经营现金流动负债比(%)	4.77	11.33	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.31	16.55	13.95	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

评级观点

跟踪期内，常高新集团有限公司（以下简称“公司”）作为常州市新北区重要的基础设施建设主体，持续获得股东的有力支持，公司所在常州市和新北区经济稳步增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收类款项持续增加，债务规模不断增长、债务负担重、存在或有负债风险等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。随着公司多元化经营业务的不断拓展，公司市场竞争力日益增强，未来经营前景良好。

“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，常州投资主体信用等级为AA_{pi}，评级展望为稳定。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+，维持“13常高新债/PR常高新”“15 常高新 MTN001”“17 常高新 MTN001”“19常高新MTN001”的信用等级为AA+，维持“18常高新CP001”“19常高新CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，常州市和新北区经济稳步增长，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 公司作为新北区重要的基础设施建设主体，持续在财政补贴、资产注入等方面获得了有力的外部支持。
3. 跟踪期内，公司收入利润持续上升。公司业务多元化，市场化业务贡献较大。

1 注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，期限为 X+N，N 为续期数，所列到期兑付日为首次赎回权行权日
19 常高新 MTN001 到期兑付日为首次可行权日
pi 表明联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，为主动评级

分析师：黄海伦　邱成
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

关注

1. 跟踪期内，公司资产中应收类款项持续增长，应收类款项和存货在资产中占比较大，对资金形成较大占用，资产流动性一般。
2. 跟踪期内，公司有息债务规模不断增长，债务负担进一步加重。
3. 跟踪期内，公司对外担保余额不断增长，对外担保余额大，担保比率高，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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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（即常州高新技术产业开发区）人民政府。截至2019年3月底，公司注册和实收资本均为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2019年3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；纳入合并范围的全资及控股子公司共114家（一级子公司14家），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2018年底，公司合并资产总额661.72亿元，所有者权益合计207.75亿元（含少数股东权益44.74亿元）；2018年，公司实现营业收入111.60亿元，利润总额8.72亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额710.13亿元，所有者权益合计210.74亿元（含少数股东权益47.03亿元）；2019年1~3月公司实现营业收入20.94亿元，利润总额1.55亿元。

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2019年3月底，联合资信所评公司债券尚需偿还余额31.20亿元，跟踪期内，公司已按期足额支付债券本息。联合资信所评债券募集资金均已使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 常高新债/PR 常高新	16.00	3.20	2013/03/21	7 年
15 常高新 MTN001	6.00	6.00	2015/08/26	5+N
17 常高新 MTN001	6.00	6.00	2017/04/28	3+N
18 常高新 CP001	5.00	5.00	2018/11/29	365 日
19 常高新 CP001	5.00	5.00	2019/01/23	365 日
19 常高新 MTN001	6.00	6.00	2019/01/31	3+2 年
合计	**44.00**	**31.20**	--	--

注：N 为续期数

资料来源：联合资信整理

截至2019年3月底，“13常高新债/PR常高新”募投项目青年公寓二期（公共租赁房）项目和新景花苑（棚户区改造）项目均已完工。“13常高新债/PR常高新”通过政府对募投项目回购以及公司经营性现金流入来保障其按期还本付息。公司对“13常高新债/PR常高新”偿债资金来源系公司开展经营业务筹集的资金。

四、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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。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。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

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	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。

	地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	
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〔2018〕10 号	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。

资源来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》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。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济

公司作为新北区重要的基础设施建设主体，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。

跟踪期内，常州市和新北区经济运稳步增长，产业结构不断优化，固定资产投资稳步增长，房地产市场去库存成果明显，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《2018年常州市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，常州市地区生产总值（GDP）突破7000亿，达到7050.3亿元，按可比价计算增长7%。三次产业增加值比例调整为2.2：46.3：51.5。2018年全市按常住人口计算的人均生产总值达149275元，按平均汇率折算达22558美元。民营经济完成增加值4760亿元，按可比价计算同比增长7.4%，占地区生产总值的比重达到67.5%，提升0.1个百分点。

2018年，常州市固定资产投资同比增长7.5%，其中工业投资增长7.1%，服务业投资增长7.8%。全市房地产开发投资同比增长24.4%，

其中住宅投资同比增长35.7%。全年商品房新开工面积1002.9万平方米，增长7.7%，其中住宅新开工774.8万平方米，增长26.7%。年末商品房待售面积412.9万平方米，下降2.5%，其中住宅待售面积104.6万平方米，下降9.7%。

根据《2018 年常州市高新区（新北区）国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，新北区地区生产总值同比增长 8.1%。其中第一产业增加值同比增长 2.6%；第二产业增加值同比增长 6.6%，其中工业增加值同比增长 6.8%；第三产业增加值同比增长 10.0%。

2018 年，新北区固定资产投资额同比增长 7.8%；其中工业投入同比增长 7.8%，服务业投入同比增长 7.6%。房地产开发投资快速增长，全年完成投资 98.7 亿元，同比增长 21.9%。

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。

2. 外部支持

2018 年，常州市和新北区财政收入不断增长，财政实力较强；跟踪期内，公司持续获得股东有力的外部支持。

2018 年，常州市完成一般公共预算收入 560.3 亿元，同比增长 8%。其中税收收入占比 87.3%。全市一般公共预算支出 589.1 亿元，同比增长 6.8%。其中教育支出 102.4 亿元，增长 4.6%，社会保障和就业支出 66.3 亿元，增长 9.5%，住房保障支出 31.3 亿元，增长 6.1%，上述支出占一般公共预算支出的 33.95%。2018 年常州市财政自给率 95.11%，财政自给能力强。

根据《常州市新北区 2018 年财政预算执行情况和 2019 年财政预算草案的报告》，2018 年，新北区一般预算收入 120.87 亿元，完成预算的 103.34%，同比增长 8.5%，增收 9.48 亿元。其中税收完成 107.2 亿元，同比增长 11.19%，增收 10.79 亿元。全区一般公共预算支出完成 66 亿元，同比增长 7.97%，增支 4.87 亿元，其中区本级一般公共预算支出完成 45.88 亿元，同比增长 11.49%，增支 4.73 亿元。财政自给率 183.14%。截至 2018 年底，新北区地方政府债务余额 61.22 亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，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。2017~2018 年，公司分别获得政府补贴 3.51 亿元和 2.84 亿元（计入“营业外收入”和“其他收益”）；2018 年，常州市新北区政府将将行政服务中心 0.06 亿元划拨至公司（计入“资本公积”）。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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 2019 年 5 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（发生时间较长），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，上述关注类贷款公司均已正常付息。

截至 2018 年 6 月 1 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务构成未发生变化，主

营业务收入有所增长。工程代建业务占比持续下滑。由于毛利率较高的商品房销售业务收入快速增长，带动公司综合毛利率有所提升。

2018 年，公司主营业务收入 111.28 亿元，同比增长 5.67%。公司工程代建业务和商品房销售业务占比变化较大，占比分别为 11.55%和 28.40%。2018 年，公司综合毛利率上升至 25.06%，主要系毛利率较高的商品房销售业务占比快速提升所致。

2019 年 1~3 月，公司实现主营业务 20.82 亿元，相当于 2018 年全年的 18.71%。其中工程代建业务占比持续下降。公司综合毛利率下降至 23.57%。

表3　2017~2019年3月公司主营业务收入（单位：万元、%）

业务板块		2017 年			2018 年			2019 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	109891.91	14.73	10.43	67982.50	17.93	6.11	7772.15	12.24	3.73
	安置房建设	144561.10	13.81	13.72	60549.64	15.94	5.44	5463.88	13.49	2.62
	小计	**254453.01**	**14.21**	**24.15**	**128532.13**	**16.99**	**11.55**	**13236.03**	**12.75**	**6.36**
纺织服装（自营）		107716.88	18.75	10.22	110821.00	18.17	9.96	25319.88	16.10	12.16
商品房销售		104769.36	32.94	9.94	316047.10	54.31	28.40	40675.37	62.86	19.54
商品销售		492265.81	1.45	46.72	434589.03	1.76	39.05	84710.18	1.44	40.69
其他业务	污水处理	10125.05	36.88	0.96	11491.01	44.90	1.03	7363.16	28.18	3.54
	类金融业务	21224.62	60.83	2.81	29632.70	69.28	2.66	4776.11	37.64	2.29
	租赁业务	22574.75	39.93	2.14	25776.59	43.39	2.32	5729.18	43.90	2.75
	其他	40561.04	32.14	3.05	55880.99	37.01	5.02	26359.46	38.45	12.66
合计		**1053690.52**	**12.97**	**100.00**	**1112770.56**	**25.06**	**100.00**	**208169.36**	**23.57**	**100.00**

注：公司除上述经营板块外，还包含少量利息收入；2018 年公司将纺织服装中贸易业务调整至商品销售业务中，并对 2017 年相关板块进行追溯调整

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司工程代建业务中传统委托代建模式业务量持续减少，PPP 业务模式投资规模占比不断上升，在建的 PPP 项目存在一定的资金需求。

公司工程代建业务包括市政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；安置房项目为竣工结算后按照成本加成约15%的利润确认收入，竣工结算时新北区政府支付工程款。

2018年和2019年1~3月，公司实现工程施工收入分别为6.80亿元和0.78亿元。2018年公司工程施工收入同比快速下降38.14%，主要系近年来代建工程业务量持续减少所致。截至2019年3月底，公司主要市政工程施工在建项目总投资6.61亿元，已投资4.31亿元，尚无新增市政工程施工业务，公司市政工程业务持续性一般。

近年来，公司为响应国家政策对原有代建模式进行转型，积极推进PPP模式等多元化经营模式。公司参与的PPP项目均为与新北区政府签订，项目将在竣工验收后确认收入，收入回款按审定的下一年度起分10年等额收回，由常州新北区城市管理与建设局负责回购。截至2019年3月底，公司主要在建PPP项目总投资42.10亿元，已投资13.09亿元，未来三年分别计划投资4.97亿元、6.47亿元和5.50亿元。

2018年，安置房开工建设总面积19.37万平方米，同比下降65.09%；实现收入6.05亿元，同比下降58.12%，主要系在手项目持续减少所致。2019年1~3月，该业务实现收入0.55亿元，毛利率13.49%。根据目前已完工正在审定的项目推算，预计2019~2021年政府回款分别为5.87亿元、5.66亿元和6.99亿元。截至2019年3月底，

公司无在建和拟建的安置房项目，业务稳定性差。

表4　安置房建设销售情况（单位：万元、万平方米）

年度	开工面积	完工面积	回购面积	销售收入
2016 年	59.02	3.35	27.18	111209.85
2017 年	55.49	45.33	36.41	144561.10
2018 年	19.37	19.37	13.45	60549.64
2019 年 1~3 月	--	--	1.24	5464.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要代建的一级开发及良田工程项目进展较缓慢，项目确认收入少，政府回购情况差。

除市政工程及安置房建设业务外，公司还承担了“新北区万顷良田工程建设项目”和“常州市新北区北部新城高铁片区的土地前期开发项目”，项目代建利润确认为收入（计入“其他业务收入”），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，截至2019年3月底，项目已累计投资23.53亿元（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，主要系开发范围内的工作量和拆迁成本增加所致。目前基础设施建设项目全面完成，安置工作也基本完成），累计确认收入1.98亿元，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14.61亿元(含收益1.98亿元)。2018年和2019年1~3月分别确认收入0.09亿元和0亿元（计入工程施工业务中）。

“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，另一部分是子公司黑牡丹建设投资有限公司与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2019年3月底，项目已累计投资54.01元，累计确认收入4.86亿元，累计获得回购款38.77亿元（含收益4.86亿元）。2018年，公司确认收入1547.67万元（计入工程施工业务中），公司确认收入较少系政府土地规划调整导致确认收入时点存在滞后所致，未来项目进度及内容存在不确定性。

跟踪期内，公司自营纺织服装收入持续增长，但纺织贸易业务有所下降。公司服装纺织业务产能利用率仍不高，毛利率有所下降。

服装纺织业务收入主要包括牛仔布、服装收入和色织布生产加工收入，由黑牡丹公司负责经营。公司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。公司供应商和客户比较分散。

2017~2018 年和 2019 年 1~3 月，纺织服装业务实现营业收入分别为 25.03 亿元、22.74 亿元和 6.18 亿元。其中自营纺织服装实现收入分别为 10.77 亿元、11.08 亿元和 2.53 亿元（公司于 2018 年将纺织品贸易业务产生的收入计入商品销售板块中）。自营纺织服装业务毛利率有所下降，2018 年为 18.17%。

表5　纺织服装业务主要产品销售情况（单位：万元、%）

产品	2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
牛仔布	91055.95	36.38	94755.85	41.68	19547.71	31.61
服装	14202.55	5.67	14602.40	6.42	5772.17	9.34
色织布	2458.38	0.98	1462.74	0.64	-	-
纺织品贸易	142595.15	56.97	116530.98	51.26	36513.19	59.05

合计	250312.03	100.00	227351.98	100.00	61833.07	100.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司服装纺织业务产能无变化。产能利用率虽有所提升，但仍不高。一方面受宏观经济下行，终端需求不振以及生产成本上涨等不利因素影响，行业整体产销增速放缓；另一方面，公司近年来企业招工困难，存在人员不足的情况，出于稳妥经营的理念，维持了较低的开工率和产能利用率。2018 年来由于公司主动调整产品结构，牛仔布产能利用率有所提升，但负债和色织布产能利用率均有所下滑。

表 6　2017~2019 年 3 月公司纺织服装业务生产情况

（万米、吨、万件、%）

主要指标	产品类别	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
产能	牛仔布	6000.00	6000.00	6000.00
	纺	21000.00	21000.00	21000.00
	服装	800.00	800.00	800.00
	色织布	600.00	600.00	600.00
产量	牛仔布	5404.76	6259.00	983.57
	纺纱	9932.12	13161.27	2986.85
	服装	242.23	214.89	53.18
	色织布	138.94	4.99	--
产能利用率	牛仔布	90.08	104.32	16.39
	纺纱	47.30	62.67	14.22
	服装	30.28	26.86	6.65
	色织布	23.16	0.83	0.00

注：公司纺纱均用于自用，未用于生产出售
资料来源：公司提供

公司地产项目主要集中在常州市区，由于项目所在区域房地产市场向好以及公司加大了去化力度，2018 年商品房销售收入快速增长，毛利率显著提升；目前在建和拟建项目剩余投资规模较大，存在一定的资金需求。

公司从事商品房开发业务的主体主要是子公司常州绿都房地产有限公司、苏州丹华君都房地产开发有限公司和常州牡丹景都置业有限公司，均具备房地产开发二级资质。公司房地产项目主要集中在常州市，以商业住宅项目为主。

跟踪期内，由于公司在建项目所在区域房地产市场向好，房价持续上涨，同时公司加大了对商品房销售的去化力度。2018 年公司商品房销售收入和毛利率均快速上涨，营业收入同比上升 201.53%至 31.60 亿元，毛利率由 2017 年的 32.94 上升至 54.31%。

表7　房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
开发面积	123.71	195.22	170.24
完工面积	5.06	40.62	0.00
销售面积	12.67	29.99	3.57

资料来源：公司提供

公司在建地产项目包括绿都01地块、绿都10地块、牡丹三江公园（龙虎塘）和黑牡丹常州科技园一期等，项目主要集中在常州市范围内。2018年公司新增土地28万平方米，目前土地储备较充裕。截至2019年3月底，公司在建项目总投资122.30亿元，累计完成投资64.34亿元，待售面积38.01万平方米。2019~2021年，在建项目计划投资额分别为21.12亿元、9.16亿元和6.15亿元。

截至2019年3月底，公司拟建项目2个，为牡丹和府（项目总投资额8.29亿元）和绿都万和城（项目总投资额24.66亿元），2019~2021年计划投资额分别为3.65亿元和8.59亿元。

表 8　截至 2019 年 3 月底公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	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	2020 年	2021 年
绿都 01 地块	2019.09	59.53	50.05	48.45	234071.00	196614.50	5178.57	3000.00	3000.00

绿都 10 地块	2020.09	14.61	10.46	2.36	77500.00	17943.82	14226.02	15000.00	5000.00
绿都 12 地块	2021.09	3.90	2.70	0.60	23000.00	8034.93	4485.63	6000.00	4479.44
黑牡丹常州科技园一期	2021.10	31.16	6.28	4.75	122257.00	24630.00	35618.00	20000.00	15000.00
黑牡丹常州科技园二期	2019.10	15.61	--	--	60475.90	13567.00	16411.00	10000.00	10000.00
牡丹三江公园（龙虎塘）	2021.12	40.30	15.38	8.41	349602.00	191729.64	62831.22	27000.00	20000.00
太湖天地（星月湾）	2019.11	16.24	13.08	11.78	90000.00	70437.34	16412.79	2149.87	1000.00
枫丹壹号（望月湾）	2020.11	11.22	--	--	85000.00	53678.76	19902.07	8419.17	3000.00
牡丹学府	2021.05	22.76	16.41	--	181129.00	66783.07	36116.79	39220.00	18560.00
合计	**--**	**215.33**	**114.36**	**76.35**	**1223034.90**	**643419.06**	**211182.09**	**130789.04**	**80039.44**

注：黑牡丹常州科技园二期和枫丹壹号（望月湾）刚开工，尚未达到可售状态
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司商品销售收入有所下降，毛利率很低，对公司利润贡献很小。

公司商品销售业务包括电力、机械、电子产品、通讯设备等产品贸易。商品销售业务模式主要采用现款结算和银行授信相结合的结算方式，现款结算方式占比较高，目前使用银行授信产品，如银票、信用证等结算方式相对占比较低。2017~2018 年和 2019 年 1~3 月公司分别实现商品销售收入 49.23 亿元、43.46 亿元和 8.47 亿元，毛利率持续维持在较低水平，分别为 1.45%、1.76%和 1.44%。

供应商方面，公司 2018 年前五大供应商采购额占比 89.57%；下游客户方面，2018 年前五大客户销售额占比 90.68%。总体看，上下游集中度高。

公司其他业务主要是租赁业务、污水处理、类金融业务等，收入占比相对较小，但毛利率较高，对公司利润形成重要补充。

（1）污水处理板块业务

公司污水处理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。跟踪期内，每日污水处理能力达到7万吨，化工污水处理费均价为8.63元/吨，纺织印染污水处理费6.80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。2017~2018年和2019年1~3月，公司实现的污水处理收入分别为1.01亿元、1.15亿元和0.74亿元，同期累计处理污水分别为900万吨、979.68万吨和230.94万吨。

（2）类金融板块

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，业务涉及担保、小额贷款、融资租赁和投资业务（主要投资方向为新能源、高科技、生物医药等成长性高的公司）。

2018年和2019年1~3月，公司类金融板块收入分别为2.96亿元和0.48亿元，毛利率分别为69.28%和37.64%，2019年一季度毛利率快速下降主要系毛利率较高的融资租赁业务收入水平下降导致毛利下降所致。其中担保业务收入965.44万元和262.28万元，代偿余额由2017年的7997.69万元下降至6748.07万元，累计代偿率（累计代偿额/累计的解除担保额）为1.63%；小额贷款业务利息收入分别为3221.32万元和1218.66万元，不良贷款余额由2017年的2.11亿元下降至0.76亿元，贷款不良率由2017年的48.96%下降至10.73%，公司不良率往年偏高主要系历史原因形成，2018年来公司对历史不良已基本清收且今年以来未产生不良，故贷款不良率快速下降；同期，融资租赁业务收入分别为21343.41万元和3852.81万元。总体看，由于公司类金融板块毛利率较高，对公司整体盈利形成一定补充，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。

公司对外投资业务主要由常州和泰股权投资有限公司、黑牡丹公司开展，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。2018年，公司实际出资4.71亿元。截至2019年3月底，公司累计实际出资达26.08亿元，主要投资企业包括新材料、医疗生物等，随着被投资企业有序发展，对外投资业务有望为公司带来可观的利润贡献。同时近年来公司对不良债权进行了投资，截至2019年3月底，公司不良债权投资额共计0.67亿元。

此外，2018年公司其他收入5.59亿元，同比增长37.68%，其他收入包括拆迁服务、仓储物流业务、教学业务等收入。

八、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审计结论。公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。

2018年底，公司新纳入合并报表2家一级子公司，其中1家为投资设立，1家为分立新设；无一级子公司减少。2019年1~3月，公司新设1家子公司（为4级子公司）。考虑到新增和减少的子公司规模均较小，合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，应收类款项和存货增长明显且对资金形成较大占用，资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额661.72亿元，同比增长11.87%，主要系其他应收款、存货和其他流动资产增长所致。公司资产以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	71.09	12.02	56.32	8.51	91.63	12.90
应收票据及应收账款	63.10	10.67	61.92	9.36	61.94	8.72
其他应收款	110.97	18.76	159.83	24.15	164.25	23.13
存货	169.32	28.63	196.03	29.62	201.85	28.42
流动资产	**441.85**	**74.70**	**512.06**	**77.38**	**556.08**	**78.31**
可供出售金融资产	31.97	5.40	28.53	4.31	27.70	3.90
其他非流动资产	24.78	4.19	16.06	2.43	20.04	2.82
非流动资产	**149.67**	**25.30**	**149.66**	**22.62**	**154.05**	**21.69**
资产总额	**591.51**	**100.00**	**661.72**	**100.00**	**710.13**	**100.00**

注：由于2018年会计政策调整，将应收票据与应收账款合并，同时将应收股利和应收利息并入其他应收款，故对2017年数据追溯调整；流动资产和非流动资产总和与资产总额不一致系四舍五入所致
资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动资产512.06亿元，同比增长15.89%。公司货币资金56.32亿元，同比下降20.77%，绝大部分为银行存款，此外还包括9.63亿元其他货币资金（保证金、专户受限资金等，使用受限），受限比率17.10%；应收票据及应收账款61.92亿元，同比略有下降，其中应收票据1.69亿元、应收账款60.23亿元。应收账款中绝大部分是为应收政府及下属部门款项（为51.05亿元，系工程代建款），前五名欠款方占应收账款余额的78.20%，集中度高，公司累计计提坏账准备0.50亿元。其他应收款159.83亿元（含应收利息1.17亿元、应收股利0.05亿元和其他应收款158.60亿元），同比增长44.02%，主要是与政府单位往来款增加所致（较

2017年底的102.64亿元增加至145.05亿元），应收前五名欠款方占其他应收款余额的88.57%，集中度高，公司累计计提坏账准备0.81亿元；存货196.03亿元，同比增长15.77%，主要系商品房开发相关的开发成本和开发产品（房地产项目结转）增加所致，公司存货主要由开发成本（包括商品房和工程代建成本）和开发产品构成，分别占84.90%和9.50%，此外还包含少量纺织品存货等。其他流动资产20.22亿元，同比增长104.19%，系常州市新北区北部新城高铁片区的土地前期开发项目（由2017年底的1.77亿元增加至6.31亿元，主要系部分投入由其他非流动资产结转至该科目所致）、委托贷款（小额贷款业务相关由2017年底的2.16亿元增加至6.12亿元）和预缴税金和待抵扣税金（由2017年底的1.86亿元增加至4.90亿元）增加所致。

截至2018年底，公司非流动资产149.66亿元，同比保持稳定。其中可供出售金融资产28.53亿元，同比下降10.76%，主要系部分股权投资转入长期股权投资，同时江苏银行权益法核算减少1.50亿元所致，可供出售金融资产中被投资单位较为分散，主要涉及银行、创投基金等股权；长期应收款19.38亿元，同比略有增长，主要由公司融资租赁业务应收的融资租赁款构成。长期股权投资17.11亿元，同比增长27.90%，主要是对股权投资类基金公司追加投资所致。其他非流动资产16.06亿元，同比下降35.21%，主要系新北区万顷良田工程建设项目（由2017年底的9.51亿元下降至7.05亿元）和常州市新北区北部新城高铁片区的土地前期开发项目（由2017年底12.12亿元下降至8.85亿元）将一年内的重分类至其他流动资产。

截至2019年3月底，公司资产总额710.13亿元，较上年底增长7.32%，主要是货币资金快速增长所致，公司资产构成较2018年底变化不大。公司货币资金91.63亿元，较2018年底增长62.68%，系公司一季度加大了筹资力度所致，使用受限资金9.62亿元。公司其他流动资产16.98亿元，较上年底下降16.06%，主要系部分常州市新北区北部新城高铁片区的土地前期开发项目重分类至其他非流动资产所致；其他非流动资产20.04亿元，较上年底增长24.77%。

截至2019年3月底，公司受限资产账面价值92.17亿元（不含黑牡丹公司质押的股权）。公司用于抵押的资产71.55亿元，为存货中用于抵押的土地使用权58.95亿元、投资性房地产中用于抵押的资产7.49亿元和固定资产中房产5.11亿元。受限资产中还包括货币资金9.62亿元（用于保证金）、其他应收款0.17亿元（资管计划专项资金）以及长期应收款10.83亿元（用于保理、质押及资产证券化的基础资产）。受限资产占总资产的12.98%，占净资产的43.74%，受限比例占净资产比率较高。此外，公司质押黑牡丹公司股权7861.64万股，占公司持有黑牡丹股份的15.04%。

3. 资本结构

跟踪期内，所有者权益略有增长；所有者权益构成保持稳定。

截至2018年底，公司所有者权益合计（含少数股东权益44.74亿元）207.75亿元，较上年底略有上涨，主要是少数股东权益增加，系黑牡丹公司本期持股较低的子公司盈利情况较好所致。公司资本公积增加0.05亿元，主要是新北区政府将行政服务中心C馆无偿划转至公司，此外少量资产调整减少所致。

截至2019年3月底，所有者权益构成较2018年底变化不大。

跟踪期内，公司有息债务规模不断增长，债务结构依然以长期债务为主，整体债务重；未来随着在建PPP项目和地产项目的持续投入以及其他业务拓展的需要，预计债务负担将进一步加重。

截至2018年底，公司负债总额453.97亿元，同比增长16.88%，主要是应付票据及应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债增长所致。公司负债以流动负债为主。

表10 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	16.82	4.33	25.80	5.68	23.39	4.68
预收款项	25.47	6.56	57.39	12.64	61.97	12.41
一年内到期的非流动负债	49.76	12.81	78.86	17.37	89.81	17.98
其他流动负债	22.84	5.88	41.57	9.16	49.05	9.82
流动负债	**145.39**	**37.43**	**244.99**	**53.97**	**280.47**	**56.16**
长期借款	113.50	29.22	81.16	17.88	81.59	16.34
应付债券	118.94	30.62	116.86	25.74	124.53	24.94
非流动负债	**243.01**	**62.57**	**208.98**	**46.03**	**218.92**	**43.84**
负债总额	**388.40**	**100.00**	**453.97**	**100.00**	**499.39**	**100.00**

注：由于2018年会计政策调整，将应付票据和应付账款合并为应付票据及应付账款，故对2017年数据进行追溯调整
资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债 244.99 亿元，同比增长 68.50%。短期借款 19.42 亿元，同比增加 8.07 亿元，主要是保证借款（2018 年底为 18.30 亿元）增加所致。应付票据及应付账款 25.80 亿元，同比增长 53.40%，其中应付票据 10.70 亿元（同比增长 170.42%）、应付票据 15.10 亿元（同比增长 17.41%），公司应付票据大幅增长主要系年底应付工程款和贸易款开具银行承兑汇票较多所致，应付账款以应付工程款为主（2018 年底为 13.26 亿元）。预收款项 57.39 亿元，同比增加 31.92 亿元，主要系预收部分地产项目购房款所致，预收款项中预收房款 55.35 亿元，其他为少量预收货款和工程款等。一年内到期的非流动负债 78.86 亿元，主要是较大规模的长期借款转入所致。其他流动负债 41.57 亿元，同比增长 82.00%，主要由 22.00 亿元短期融资券和超短期融资券以及 12.57 亿元预提费用（系预提的暂估应付工程款）构成。

截至2018年底，公司非流动负债208.98亿元，同比下降14.00%。公司长期借款81.16亿元，同比下降28.49%，其中保证借款49.98亿元、保证+抵（质）押借款17.38亿元；应付债券116.86亿元，同比略有下降；其他非流动负债7.00亿元，主要是理财直融，为有息债务。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 499.39 亿元，较上年底增长 10.01%。公司短期借款 34.81 亿元，同比增长 79.27%。一年内到期的非流动负债 89.81 亿元，同比增长 13.88%。其他流动负债 49.05 亿元，同比增长 17.98%，其中短期融资券 30.00 亿元。其他非流动负债 9.00 亿元，其中理财直融 8.00 亿元，债券融资计划 1.00 亿元，均为有息债务。

截至 2018 年底，公司全部债务 307.01 亿元，同比增长 3.20%，以长期债务为主（占比由 2017 年的 78.13%下降至 64.50%）。若将其他流动负债和其他非流动负债有息债务纳入核算，公司 2018 年底调整后全部债务 336.01 亿元，同比增长 5.50%，其中调整后长期债务占比 61.02%。2019~2021 年，公司将要到期的刚性债务分别为 100 亿元、164 亿元和 64 亿元，债务分布均匀。截至 2018 年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 68.60%、49.67%和 61.79%，其中资产负债率和全部债务资本化比率较上年底均有所上升。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务 375.31 亿元，较上年底增长 11.70%，资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别上升至 70.32%、50.51%和 64.04%。总体看，跟踪期内公司债务负担进一步加重。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，期间费用对利润侵蚀较大，公司利润总额对财政补贴有一定依赖。

2018年，公司营业收入111.60亿元，同比增长5.74%；同期，公司营业成本下降2.67%。营业利润率上升至17.93%。2018年，公司税金及附加由2017年的1.21亿元上升至8.19亿元，主要系预交的土地增值税较多所致。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2018 年期间费用（含研发费用）13.10 亿元，同比增长 24.33%，主要是有息债务增加产生的相关财务费用增加所致。期间费用率由 2017 年的 9.98%上升至 11.74%。

2018 年，公司收到的政府补贴收入 2.84 亿元（分别计入其他收益和营业外收入）。利润总额 8.72 亿元，公司利润对政府补贴有一定依赖。

2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.84%和 2.28%，较上年有所增长。

2019年1~3月，公司实现营业收入20.94亿元，相当于2018年的18.76%，营业利润率上升至20.61%。利润总额1.55亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量好，经营性现金流持续为正；投资活动以金融业务为主；筹资活动以借新还旧为主。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与政府部门的往来款等。2018年，公司经营活动现金流入177.57亿元，同比增长25.81%，主要系除正常业务回款外，当年新楼盘开盘产生大量预收款所致。由于公司收到的收入回款和往来款高于其同期支出，经营活动现金持续净流入，为15.39亿元。公司现金收入比由2017年的110.31%上升至128.16%，公司收入实现质量好。

公司投资活动主要涉及类金融业务以及对理财产品的购买和赎回。2018 年，投资活动现金流入 56.99 亿元，同比增长 28.71%。收回投资收到的现金 51.25 亿，主要包括理财产品收回 33.50 亿元和收回融资租赁本金 12.97 亿元；公司收到其他与投资活动有关的现金 4.63 亿元，主要是收回委托贷款本金；投资活动现金流出 62.71 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 4.28 亿元，主要是自建项目工程建设支出；投资支付的现金 56.54 亿元，包括购买理财产品 35.00 亿元；公司投资活动现金流量净额-5.72 亿元。

2018年，公司筹资活动以借新还旧以及往来款收支为主。筹资活动现金流入主要是发行债券和取得银行借款，筹资活动现金流出主要是偿还债务本息；此外，收到和支付其他与筹资活动有关的现金系与非关联单位的资金往来、委托贷款等（与经营活动无关，向非关联单位往来的无息款项）。2018年，公司筹资活动现金流量净额-25.19亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金以经营业务收支为主，经营活动现金流量净额-8.72亿元；公司投资活动主要是理财产品的购买和赎回，投资活动现金流量净额-2.42亿元；筹资活动以取得银行借款和偿还债务本息为主，筹资活动现金流量净额44.86亿元。

6. 母公司财务分析

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 333.80 亿元，同比增长 7.02%。其中流动资产占 59.84%、非流动资产占 40.16%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 50.44%，占比一般。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 115.72 亿元，较上年保持稳定。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和其他权益工具构成，占合并报表所有者权益的 99.97%，占比高。

截至 2018 年底，母公司负债合计 218.09 亿元，同比增长 11.19%。其中流动负债占 35.15%、非流动负债占 64.85%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的 48.04%，占比高。

2018 年，母公司实现营业收入 1.40 亿元，同比下降 3.12%，占合并报表营业收入的 1.25%；

母公司利润总额为0.86亿元，较上年由负转正，占合并报表利润总额的9.85%，母公司利润总额占合并报表比重偏低主要系利润主要由子公司产生所致。

7. 偿债能力

跟踪期内，相对于大规模的短期债务，公司现金类资产规模较大且直接和间接融资渠道畅通，短期偿债能力一般；公司有息债务规模大，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的持续有力支持，公司整体偿债风险较小。

由于公司流动负债增速大于流动资产和存货增速，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别下降至209.02%和129.00%；2019年3月底上述指标分别下降至198.27%和126.30%。2018年，公司经营现金流动负债比下降至6.28%。截至2018年底和2019年3月底，现金类资产分别为58.01亿元和92.85亿元，分别为2019年3月底调整后短期债务的0.38倍和0.60倍。公司短期偿债能力一般。

2018年，公司EBITDA为22.01亿元，同比增长22.42%；调整后全部债务/EBITDA下降至15.27倍。公司长期偿债能力弱。

截至2019年3月底，公司获得银行授信额度共计239.80亿元，未使用授信额度81.60亿元，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2019年3月底，公司合并口径下对外担保余额158.20亿元（不包含类金融板块中的经营性担保业务），较2018年3月底的147.17亿元有所增长，担保比率上升至75.07%。被担保企业包括龙城旅游控股集团有限公司、常州市城市建设（集团）有限公司（以下简称“常州城建”）、常州龙城生态建设有限公司和常州新港经济发展有限公司等，均为常州市国有企业，被担保企业经营情况正常。公司担保比率高，存在一定的或有负债风险。

九、存续期内债券偿债能力

截至2019年5月底，公司存续债券余额148.50亿元（含永续中票），其中一年内到期的应付债券34.20亿元，公司存续债券短期兑付压力小，2020年偿债集中度相对较高。

截至2019年5月底，公司一年内到期的应付债券34.20亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值78.50亿元（假定永续中票和可行权债权于首次可赎回日行权）。

截至2019年3月底，公司现金类资产92.85亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为177.57亿元、15.39亿元和22.01亿元，对公司存续债券保障情况如下表，总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障能力强。

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
2019 年 5 月底一年内到期债券余额	34.20
未来待偿债券本金峰值	78.50
2019 年 3 月底现金类资产/2019 年 5 月底一年内到期债券余额	2.71
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.26
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.19
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.28

资料来源：联合资信整理

担保方担保能力分析

“13常高新债/13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2019年3月底，常州投资注册资本12.00亿元。截至2018年底，常州投资资产总额266.36亿元，所有者权益合计

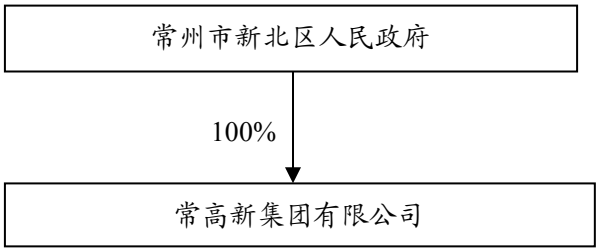
141.40亿元，2018年实现营业收入37.90亿元，利润总额4.70亿元。截至2019年3月底，常州投资资产总额286.38亿元，所有者权益合计144.23亿元。

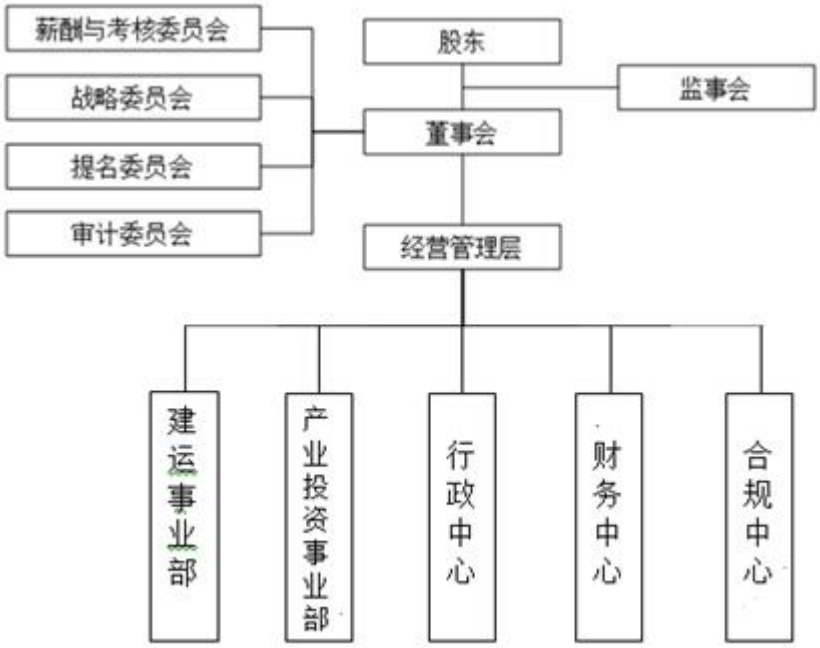
常州投资包括化工贸易业务、房地产开发、混凝土销售、机动车驾驶员培训、投资业务和常州国际创新基地建设六大核心业务板块，是常州市唯一一家集金融、投资、实业为一体的国有投资集团。常州投资的六大核心业务板块均能通过市场化运作获得较为稳定的经营性收入。2018年常州投资实现营业收入37.90亿元，主要由内燃机行业、贸易收入构成，上述板块占比87.41%。综合毛利率13.59%，较上年有所增长。2019年1~3月，常州投资实现营业收入10.62亿元，相当于2018年的28.02%，综合毛利率8.76%。

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^{+}，维持“13常高新债/PR常高新”“15常高新MTN001”“17常高新MTN001”“19常高新MTN001”的信用等级为AA^{+}，维持“18常高新CP001”“19常高新CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图





附件 2　截至 2019 年 3 月底对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保金额
常州滨江环保产业发展有限公司	18000.00
常州春江新农村建设有限公司	19000.00
常州高新纺织工业园发展有限公司	3950.00
常州国际机场集团有限公司	10000.00
常州恐龙园股份有限公司	12000.00
常州龙城生态建设有限公司	370550.00
常州齐梁建设发展有限公司	146333.00
常州生命健康建设发展有限公司	9500.00
常州市城市建设（集团）有限公司	125650.00
常州市东港港口投资发展有限公司	40000.00
常州市交通产业集团有限公司	10000.00
常州市新郭生态农业发展有限公司	2100.00
常州市新嘉建设发展有限公司	116000.00
常州投资集团有限公司	97800.00
常州文化科技创意发展有限公司	25000.00
常州新北现代农业产业园区商贸有限公司	8000.00
常州新奔建设发展有限公司	5000.00
常州新港经济发展有限公司	123600.00
常州新航动力装备开发有限公司	14375.00
常州新航建设发展集团有限公司	68430.00
常州新航贸易有限公司	10000.00
常州新龙电子商务产业园发展有限公司	9562.50
龙城旅游控股集团有限公司	337143.72
合计	**1581994.22**

资料来源：企业提供

附件 3　主要财务数据指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	68.06	75.45	58.01	92.85
资产总额(亿元)	542.34	591.51	661.72	710.13
所有者权益(亿元)	197.70	203.11	207.75	210.74
短期债务(亿元)	93.32	65.06	108.98	130.19
调整后短期债务(亿元)	103.32	81.06	130.98	160.19
长期债务(亿元)	179.00	232.44	198.03	206.12
调整后长期债务(亿元)	186.01	237.44	205.03	215.12
全部债务(亿元)	272.32	297.50	307.01	336.31
调整后全部债务(亿元)	289.32	318.50	336.01	375.31
营业收入(亿元)	102.21	105.54	111.60	20.94
利润总额(亿元)	5.72	6.30	8.72	1.55
EBITDA(亿元)	16.69	17.98	22.01	--
经营性净现金流(亿元)	7.18	16.48	15.39	-8.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.18	1.85	1.79	--
存货周转次数(次)	0.52	0.55	0.46	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.19	0.18	--
现金收入比(%)	98.02	110.31	128.16	129.59
应收类款项/资产总额(%)	28.21	31.81	36.00	34.51
营业利润率(%)	11.75	11.97	17.93	20.61
总资本收益率(%)	2.42	2.39	2.84	--
净资产收益率(%)	1.77	1.78	2.28	--
长期债务资本化比率(%)	47.52	53.37	48.80	49.45
调整后长期债务资本化比率(%)	48.48	53.90	49.67	50.51
全部债务资本化比率(%)	57.94	59.43	59.64	61.48
调整后全部债务资本化比率(%)	59.41	61.06	61.79	64.04
资产负债率(%)	63.55	65.66	68.60	70.32
流动比率(%)	265.76	303.90	209.02	198.27
速动比率(%)	156.08	187.44	129.00	126.30
经营现金流动负债比(%)	4.77	11.33	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.31	16.55	13.95	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	17.33	17.72	15.27	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2.调整后全部债务=短期债务+长期债务+其他流动负债中有息部分+其他非流动负债中有息部分

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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 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 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 5-3 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 5-4　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

附件 5-5　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