

信用等级公告

联合〔2019〕2558号

常高新集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对常高新集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

常高新集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

常高新集团有限责任公司拟公开发行的 2019 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十一月二十二日

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

2019 年公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
发行规模：不超过 10 亿元（含）
债券期限：品种一为 5（3+2）年；品种二为 5 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2019 年 11 月 22 日
主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
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
长期债务（亿元）	190.14	239.86	205.03	215.12
全部债务（亿元）	293.45	320.92	336.01	375.31
营业总收入（亿元）	101.97	105.37	111.28	20.82
净利润（亿元）	3.51	3.62	4.74	0.82
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
营业利润率（%）	11.54	11.82	17.70	20.14
净资产收益率（%）	1.86	1.81	2.31	--
资产负债率（%）	63.55	65.66	68.60	70.32
全部债务资本化比率（%）	59.75	61.24	61.79	64.04
流动比率（倍）	2.66	3.04	2.09	1.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.52	1.59	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.67	1.80	2.20	--

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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对常高新集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为常州市新北区重要的基础设施建设主体，获得的外部支持力度较大，公司市场化业务发展稳定，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司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、面临一定集中偿付压力及或有负债风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司基础设施建设工程的推进和市场化业务规模的扩大，公司营业收入有望进一步提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来，常州市及新北区经济和财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为常州市新北区重要的基础设施建设主体，在资产注入、项目获取和财政补贴等方面获得外部支持力度较大。

3. 公司牛仔布产品行业竞争力较强；商品房销售量价齐升，带动公司营业收入持续增长；工程代建业务由上市子公司黑牡丹（集团）股份有限公司经营，项目回款有保障，经营活动现金流状况良好。

关注

1. 公司安置房开发面积逐年减少，业务持续性较弱；基础设施建设业务转变投融资模式，加大公司资金周转压力。

2. 公司应收类款项持续增加, 对公司资金占用进一步扩大。

3. 公司债务规模持续扩大, 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)

网址: www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：


陈青尚

联合信用评级有限公司

一、主体概况

常高新集团有限公司（以下简称“公司”）前身为“常州经济技术开发区经济发展总公司”，系常州市人民政府于 1992 年 9 月批准设立的全民所有制企业，初始注册资本 0.80 亿元。2013 年 11 月，公司整体改制为国有独资的有限责任公司，并更名为现名。历经多次增资，截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 10.05 亿元，常州市新北区人民政府（以下简称“新北区政府”）为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围包括：国有资产投资经营、资产管理（除金融业）、投资咨询（除证券、期货投资咨询）及投资服务、自有房屋租赁服务，工业生产资料、建筑材料、装饰材料的销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 3 月末，公司本部设建运事业部、产业投资事业部、行政中心、财务中心和合规中心 5 个职能部门；合并范围内子公司 115 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%，间接持股 9.21%，合计持股 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会证监许可〔2018〕1495 号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过人民币 25 亿元（含）的公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券分期发行，其中第一期债券（品种一）于 2019 年 3 月 22 日发行，债券简称“19 常高 01”，发行规模为 5.00 亿元，债券期限为 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；第二期债券（品种一）于 2019 年 7 月 16 日发行，债券简称“19 常高 03”，发行规模 10.00 亿元，债券期限为 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；本期债券名称为“常高新集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第三期）”，本期债券发行规模不超过 10 亿元（含），设两个品种（两个品种之间可全额双向互拨），品种一为 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，品种二为 5 年期。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，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。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还银行借款等有息负债、补充流动资金及其他符合监管规定的用途。

三、行业及区域环境分析

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。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

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

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

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 年以来针对地方政府融资平台的主要监管政策

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〔2018〕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〕10 号）	严格按照要求规范的 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 年末，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. 区域环境

（1）常州市

常州市地处长江三角洲中心地带，与苏州、无锡联袂成片，构成苏锡常都市圈，经济发展区位优势明显。

2016—2018 年，常州市地区生产总值（GDP）分别为 5,773.90 亿元、6,622.30 亿元和 7,050.30 亿元，GDP 增速分别为 8.50%、8.10% 和 7.00%。2018 年，常州市 GDP 总量在江苏省 13 个地级市中排名第 5 位；GDP 增速与苏州市、泰州市并列第 2 位。其中，第一产业实现增加值 156.30 亿元，较上年下降 1.00%；第二产业实现增加值 3,263.30 亿元，增长 6.20%；第三产业实现增加值 3,630.70 亿元，增长 8.10%。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。

2016—2018 年，常州市固定资产投资分别为 3,605.10 亿元、3,896.30 亿元和 4,188.52 亿元，增速分别为 6.5%、8.10% 和 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。

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。截至 2018 年末，常州市地方政府债务余额为 713.16 亿元，地方政府债务水平较高。

总体看，常州市区域经济发展良好，产业结构持续优化，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

常州市新北区，即常州国家高新技术产业开发区（以下简称“常州高新区”），是 1992 年 11 月经国务院批准成立的首批国家级高新区之一。2002 年 4 月，常州市在高新区基础上设立了新北区，实行“两块牌子、一套班子”的管理体制。截至 2018 年末，新北区下辖 7 镇 3 街道，一个省级经济开发区，一个综合保税区，面积 508.94 平方公里，常住人口 68.98 万人，行政级别为副厅级。

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 年全区政府性基金收入完成 85.11 亿元，较上年下降 14.60%。债务方面，2018 年新北区地方政府债务限额 63.07 亿元，截至 2018 年末，新北区地方政府债务余额为 61.22 亿元。

总体看，常州市新北区经济稳定增长，区域经济、政府财政实力较强，为公司发展提供良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为常州市新北区重要的基础设施建设主体，主营业务覆盖基础设施及安置房建设、纺织服装、商品房开发销售、商品销售、类金融等板块。

常州市新北区现有 4 家主要的基础设施建设主体，分别为公司、龙城旅游控股集团有限公司（以下简称“龙控集团”）、常州新港经济发展有限公司（以下简称“常州新港”）和常州新航建设发展有限公司（以下简称“常州新航”）。龙控集团主要负责建设和运营环球恐龙城休闲旅游区，同时参与园区内及周边的土地开发整理及相关基础设施建设；常州新港主要负责新北区内滨江经济开发区¹的基础设施建设以及为区内企业提供贸易服务；常州新航是新北区空港产业园的唯一基础设施建设主体；公司主要负责市政基础设施建设及安置房建设，业务范围覆盖新北区全境，在新北区居主导地位，竞争优势明显。

表 2 2018 年新北区主要基础设施建设主体资产、收入规模（单位：亿元）

名称	资产规模	净资产	营业收入	净利润
公司	661.72	207.75	111.28	4.74
常州新港	213.48	111.10	20.99	1.88
龙控集团	142.04	55.43	27.13	-0.50
常州新航	140.94	65.96	14.51	1.23

资料来源：Wind

公司控股子公司黑牡丹是一家集牛仔面料、服装、色织布等制造业和城市综合功能开发、创新

¹ 常州滨江经济开发区隶属于常州市新北区，其前身为新北工业园区，成立于 2006 年 4 月，为省级经济开发区，正在申请国家级经济开发区。为整合发展资源，2010 年 3 月起常州滨开区和其所在的春江镇合署办公，实行“两块牌子，一套班子”的行政管理体制，形成区镇一体发展。

产业投资新型业务为一体的国有控股型上市公司，“黑牡丹”牌牛仔布已被评为中国名牌产品，并被国家质量监督检验检疫总局批准为国内牛仔布行业第一个出口免验商品。根据中国棉纺织行业协会网站公布的牛仔布主营业务收入排名，2016—2017 年黑牡丹均排名第一、2018 年排名第二，市场排名行业前列。子公司黑牡丹作为牛仔布行业的龙头企业之一，在业内具有较强竞争力。

总体看，公司在新北区基础设施建设及安置房建设领域居主导地位，规模优势明显，牛仔布产品在业内具有很强的竞争力，公司整体竞争力较强。

2. 人员素质

截至 2019 年 3 月末，公司拥有董事 5 名、监事 5 名、总经理 1 名、副总经理 4 名。

盛新先生，1965 年生，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，龙控集团董事、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；现任公司董事长、总经理。

都战平先生，男，1970 年生，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，常州新港总经理助理、兼财务部经理，常州高新区（新北区）园区开发管理办公室财务总监，常州高新区发展（集团）总公司财务总监；现任公司董事、副总经理。

截至 2019 年 3 月末，公司合并口径在职员工 3,250 人。从学历结构来看，大专及以上学历占 39.29%、中专学历占 4.74%、高中及高中以下学历占 55.97%；从岗位构成来看，公司员工中生产及管理人员占 73.18%、销售人员占 5.41%、技术人员占 17.51%、财务人员占 3.90%；从年龄结构来看，30 周岁以下员工占 31.78%、31~50 周岁占 40.71%、50 周岁以上占 27.51%。

总体看，公司高级管理人员相关行业经验丰富，员工整体素质尚可，有利于公司未来稳定发展。

3. 外部支持

（1）财政补贴

为支持公司建设，高新区财政局近年来给予公司持续的财政补贴。2016—2018 年，公司收到计入当期损益的政府补助分别为 5.35 亿元、3.46 亿元和 2.80 亿元，计入“营业外收入”及“其他收益”项目。随着公司业务扩展及经营的稳定，政府补贴规模逐年降低。

（2）资金注入

2016 年 1 月新北区政府无偿划入资金 10.10 亿元以充实资本，公司对应增加“资本公积”。

（3）项目获取

公司旗下子公司黑牡丹主要承担新北区市政道路、安置房、园区开发建设及部分土地一级开发工作，在项目获取方面具有比较优势。除基础设施及安置房建设业务外，公司与新北区国土储备中心签订《常州北部新城高铁片区土地前期开发委托合同》，独家负责常州市北部新城高铁片区的前期开发建设项目，与新北区政府签订了《新北区万顷良田工程建设委托协议》，受托承担万顷良田建设工程（试点）所涉及的拆迁、安置、土地整理及基础设施建设工作。

总体看，公司是新北区基础设施建设的重要主体，新北区政府在财政补贴、资金注入、项目获取等方面给予公司较大的支持。

五、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》及其他有关法律、行政法规规定，制定了公司章程。公司章程明确了股东、董事会、经理层、监事会的权责范围。

公司不设股东会，由新北区国资委行使股东职权。公司设董事会，成员为 5 人，其中 4 名董事由新北区国资委委派，1 名董事由公司职工代表大会选举产生。董事每届任期 3 年，任期届满，经新北区国资委委派和公司职工代表大会选举继任的，可以连任。董事会设董事长一人，由新北区国资委在委派的董事会成员中指定担任。

公司设监事会，成员为 5 人，其中 3 名由新北区国资委委派，2 名监事由公司职工代表大会选举产生。监事任期每届 3 年，任期届满，经新北区国资委委派或公司职工代表大会选举继任的，可以连任。监事会设监事会主席 1 人，由新北区国资委从监事会成员中指定。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总理由董事兼任的，须经股东同意。总经理对董事会负责。

总体看，公司的法人治理结构相对健全清晰，组织机构的设置满足经营与管理需要。

2. 管理体制

公司根据业务需要，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 个职能部门，各部室各司其职。此外，公司建立了《审计管理制度》《财务管理制度》《对外投资管理制度》《对外担保管理制度》《子公司管理制度》等一系列较为完整的内部控制制度。

财务管理方面，公司制订并严格执行《常高新财务制度》《财务预算管理办法》《资金管理办法》等具体制度条例，同时对费用开支、款项收付等方面实行严格的审批制度，在授权、签章等内部控制环节有效执行。

对外投资方面，公司制订了《投资管理制度》，适用于公司对外投资的范围、原则和操作流程，对投资项目建立严格的监管及评价体系。

融资决策方面，公司规定了重大融资的标准，规定了融资方案的拟定与决策、融资合同或协议的审批与订立、筹资有关各种款项偿付的审批和执行职能相互分离。公司董事会应对重大融资方案及可行性报告进行集体决议，书面记录决策过程，规定融资方案发生重大变更的，应重新履行审批程序。

子公司管理方面，公司制定了内部控制规范实施的工作方案，加强对子公司的管理，建立有效的控制机制，对公司的组织、资源、资产、投资等进行风险控制，提高公司整体运作效率和抗风险能力。

对外担保方面，公司就对外担保的对象及担保条件、担保审批权限、担保决策程序、担保合同的订立及担保信息披露、担保的后续管理等内容设置了相应要求；未经董事会批准或控股股东批复，公司不得提供对外担保。

总体看，公司内部管理制度健全，整体管理水平尚可。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于工程施工、安置房销售、纺织服装、商品房销售、商品销售、租赁业务等业务。2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 4.47%，其中 2018 年营业收入较上年增长 5.61%，主要系商品销售收入大幅增加所致。近三年，公司主营业务收入占比均在 95%以上。

从收入构成看，2016—2018 年，随着基础设施建设投融资模式转变，公司工程施工收入波动下降。随着安置房开发面积的减少和存量项目的销售，安置房销售收入波动下降。纺织服装收入逐年增长，年均复合增长 6.03%。商品房销售收入受房屋交付进度影响呈波动增长态势，其中 2018 年较上年大幅增长 201.66%，主要系商品房集中交付所致。公司从事纺织品和电子产品的贸易业务，商品销售收入规模较大，但受贸易量影响有所波动。公司从事融资租赁、股权投资等类金融业务，收入逐年增长；公司租赁业务主要为房产租赁和绿化资产租赁，收入波动较小。公司从事污水处理、污泥处理等环保工程业务，随着业务逐步开展，收入呈上升趋势。公司其他业务规模较小，对收入贡献不大。

表 3 2016—2019 年 3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工业务	10.10	9.90	10.16	10.99	10.43	14.73
安置房销售业务	11.11	10.90	12.58	14.46	13.72	13.81
纺织服装业务	9.86	9.67	22.36	10.77	10.22	18.75
商品房销售业务	22.66	22.22	26.50	10.48	9.94	32.94
商品贸易业务	40.09	39.31	1.85	49.23	46.72	1.45
类金融业务	1.46	1.43	51.00	2.12	2.81	60.83
租赁业务	2.22	2.18	44.08	2.26	2.14	39.93
环保工程业务	0.53	0.52	44.88	1.01	0.96	36.88
其他	3.95	3.87	20.56	4.06	3.05	32.14
合计	101.97	100.00	13.87	105.37	100.00	12.97
业务板块	2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工业务	6.80	6.11	17.93	0.78	3.73	12.24
安置房销售业务	6.05	5.44	15.94	0.55	2.62	13.49
纺织服装业务	11.08	9.96	18.17	2.53	12.16	16.10
商品房销售业务	31.60	28.40	54.31	4.07	19.54	62.86
商品贸易业务	43.46	39.05	1.76	8.47	40.69	1.44
类金融业务	2.96	2.66	69.28	0.48	2.29	37.64
租赁业务	2.58	2.32	43.39	0.57	2.75	43.90
环保工程业务	1.15	1.03	44.90	0.74	3.54	28.18
其他	5.59	5.02	37.01	2.64	12.66	38.45
合计	111.28	100.00	25.06	20.82	100.00	23.57

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

毛利率方面，公司工程施工毛利率逐年增长，主要系 2017 年以来公司逐步改变基建项目投融资

模式所致。安置房销售业务毛利率逐年增长，主要系前期误结转成本较多，后期冲回所致。纺织服装业务毛利率受棉花等原材料采购成本上升影响呈下降趋势。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逐年上升。公司商品销售业务利润空间较小，毛利率水平低。公司类金融业务板块毛利率逐年提升，主要系公司加风险控制力度，担保业务提取赔偿准备减少所致。受资产出租率影响，公司租赁业务毛利率有所波动。受上述因素综合影响，2016—2018 年公司综合毛利率分别为 13.87%、12.97%和 25.06%，2018 年，商品房销售业务收入和毛利率大幅提升，带动公司综合毛利率增长。

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，公司业务板块较多，受商品房销售和商品销售收入影响，2016—2018 年公司营业收入持续增长；受商品房收入规模及占比波动影响，公司综合毛利率波动增长。

2. 基础设施建设

公司基础设施建设业务主要由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”，系黑牡丹的子公司）负责，主要从事市政道路、管道、桥梁等基础设施及商业配套设施的建设开发业务。

业务模式方面，黑牡丹建设与常州市新北区城市建设与管理局（以下简称“新北区城建局”）等政府部门签订《项目建设协议书》，由黑牡丹建设负责项目资金筹措与建设。建设期间，公司按项目进度向施工单位支付工程款，按季度根据已支付工程款加成约定的毛利（合同约定毛利率在 10.00%左右，根据具体项目情况有所变化）与委托单位进行结算，确认营业收入。对于形成的应收账款，新北区财政局分四年等额支付。

根据常州市新北区财政局的批复文件《关于将黑牡丹应收政府款项纳入新北区未来年度财政预算的函》（常新财经〔2015〕5 号），常州市新北区财政局同意对黑牡丹及下属公司开发建设的政府性投资项目（包括基础设施建设、安置房建设等项目），截至 2014 年末已形成的应收账款纳入未来年度财政预算，于 2015—2018 年四年内等额支付。2015 年后黑牡丹集团及下属公司采用同类模式实施的政府性投资项目，形成应收款项的参照上述办法，自确认之日起纳入财政预算，四年内等额支付。

近年来，黑牡丹建设主要完工项目包括 S122 省道、河海路改造（晋陵路-东支路）、新龙湖音乐公园、井冈山路（S338-卫东路延伸段）等项目，主要完工项目累计确认收入 20.81 亿元，累计回款金额 7.00 亿元。

2016—2018 年，公司基础设施建设业务收入分别为 10.10 亿元、10.99 亿元和 6.79 亿元，分别收到政府回款 5.70 亿元、13.04 亿元和 7.44 亿元，近三年回款效率尚可。

截至 2019 年 3 月末，公司在建项目总投资 6.61 亿元，已投资 4.30 亿元，尚需投资 2.31 亿元。公司以代建形式开展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 4 截至 2019 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计完工时间	计划总投资	累计金额	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²，公司 PPP 项目已取得了《常州市政府采购成交通知书》。项目竣工验收进入运营期后，新北区域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。2016—2018 年，PPP 项目分别确认收入 0.00 亿元、447.92 万元和 0.65 亿元，项目整体毛利率在 30%左右。

表 5 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	计划总投资	已投资额	未来投资计划		
								2019 年 4—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	2016.07—2019.06	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	2017.01—2020.06	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	2017.06—2019.06	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	2017.09—2020.09	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，近年来公司基础设施建设项目回款质量尚可，公司逐步改变基础设施项目投融资模式，代建模式项目减少，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

公司安置房销售业务主要由子公司常州黑牡丹置业有限公司（以下简称“黑牡丹置业”）负责，其具备房地产二级开发资质，在新北区安置房建设领域居于垄断地位。

黑牡丹置业根据新北区政府下达的建设项目计划投资建设安置房及配套设施等工程项目，建成后项目拆迁主体回购（政府部门或企业单位），安置房采购价格采用成本（经审定的工程总造价）加成的方式确定。根据常新财经〔2008〕005 号政府文件，公司安置房销售毛利率一般为 15.00%左右，具体根据项目情况而定。收入确认方面，安置房项目在竣工结算后按照成本加成约 15.00%利润

² 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，并简化外流程序，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。

确认收入，移交后拆迁主体根据签订的认购协议进行回购，形成的应收账款分四年等额支付。

建设及销售方面，2016—2018年，公司安置房开发面积逐年减少，年均复合下降42.71%。随着安置房开发面积的减少和存量部分的持续销售，安置房销售面积波动下降，年均复合下降29.66%，受此影响，安置房销售收入年均复合下降26.18%。

表6 2016—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
2016年	590,180.00	33,538.00	271,767.14	4,088.21	111,104.12
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2016—2018年，回款金额分别为6.02亿元、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。公司无在建、拟建安置房项目。

表7 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4—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	--	--	--
新景花园四期	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

总体看，公司安置房开发规模呈下滑趋势，整体回款情况较差，后续无在建、拟建项目开发计划，安置房业务持续性较弱。

4. 纺织服装

公司纺织服装业务的经营主体为黑牡丹，主要从事牛仔布、服装、色织布加工销售，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。

公司纺织服装业务原材料主要为棉花和原纱，棉花为生产原纱的基础材料，占牛仔布生产成本的60%~70%左右，占牛仔服装生产成本的50%左右。棉花及原纱采购价格随行就市，价格市场化程度和透明度较高。2016—2018年，棉花和原纱价格总体呈上升趋势，其中2017年价格提升幅度较大，主要系全球棉花供应不足及国储棉抛储延迟等行业因素影响所致。

采购方面，公司棉花的采购主要有国内采购和进口配额两个渠道，近两年以国外采购为主。公

司一方面保证 2 个月的棉花库存，另一方面尽量利用进口配额，保证原材料的供应。公司原纱采购以国内为主，主要来自江苏、山东和浙江的供应商，为长期合作关系，供应量及品质有保证；同时，为满足布料的工艺要求，公司部分原纱从美国、巴基斯坦等国家采购。公司对外采购原纱的同时，自身亦生产部分原纱，用于牛仔布生产。采购量上看，2017 年棉花采购总量 15,559.06 吨，较上年增长 93.35%，随着生产推进，公司前期储备棉花消耗减少，当期公司增加采购量以储备库存；2018 年，公司棉花采购量较上年增长 31.19%，主要系业务规模扩大所致。

表 8 2016 - 2019 年 3 月公司纺织服装原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料		2016 年		2017 年	
		采购量	采购均价	采购量	采购均价
棉花	国内采购	4,462.62	13,346.17	2,630.60	16,287.81
	国外采购	3,584.42	11,934.06	12,928.46	13,467.82
合计		8,047.04	--	15,559.06	--
原纱	国内采购	15,499.70	20,060.05	17,578.11	21,563.27
	国外采购	8,028.02	14,824.89	7,651.09	17,375.63
合计		23,527.72	--	25,229.20	--
原材料		2018 年		2019 年 1—3 月	
		采购量	采购均价	采购量	采购均价
棉花	国内采购	5,916.91	16,179.92	2,411.32	16,075.55
	国外采购	17,819.73	12,853.35	1,183.04	12,828.90
合计		23,736.64	--	3,594.36	--
原纱	国内采购	16,329.02	21,616.72	2,058.88	20,806.28
	国外采购	8,930.33	18,928.32	1,899.55	18,794.81
合计		25,259.34	--	3,958.43	--

资料来源：公司提供

生产方面，公司主要采用“订单生产”模式进行生产，以外包生产和自主生产相结合。产能方面，近年来公司主要产品产能较为稳定。产量方面，公司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，并减少色织布的生产。近三年公司牛仔布产量持续上升，年均复合增长 11.88%，色织布产量逐年下降，年均复合下降 11.88%。产能利用率方面，公司纺纱产能利用率均处于较低水平，主要系我国现行棉花流通体制对于棉质产品的出口影响较大，且近年来行业总体呈现招工困难，人员不足的局面，公司出于稳妥经营的理念，维持了较低的开工率；色织布产能利用率逐年快速下降，牛仔布的产能利用率持续上升，主要系公司主动调整产品结构所致。

表 9 2016 - 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
产能	牛仔布（万米）	6,000.00	6,000.00	6,000.00	1,500.00
	纺纱（吨）	21,000.00	21,000.00	21,000.00	5,250.00
	服装（万件）	800.00	800.00	800.00	200.00
	色织布（万米）	600.00	600.00	600.00	150.00
产量	牛仔布（万米）	5,000.25	5,404.76	6,259.00	983.57

	纺纱（吨）	7,070.20	9,932.12	13,161.27	2,986.85
	服装（万件）	272.28	242.23	214.89	53.18
	色织布（万米）	255.50	138.94	4.99	--
销量	牛仔布（万米）	4,886.24	5,373.64	6,223.08	527.22
	纺纱（吨）	7,070.20	9,932.12	--	2,986.85
	服装（万件）	279.04	245.41	251.80	102.39
	色织布（万米）	279.68	234.88	94.70	--
产能利用率	牛仔布（%）	83.34	90.08	104.32	65.57
	纺纱（%）	33.67	47.30	62.67	56.89
	服装（%）	34.04	30.28	26.86	26.59
	色织布（%）	42.58	23.16	0.83	--
产销率	牛仔布（%）	97.72	99.42	99.43	53.60
	纺纱（%）	100.00	100.00	--	100.00
	服装（%）	102.48	90.13	117.18	192.53
	色织布（%）	109.46	169.05	1,897.80	--

资料来源：公司提供

销售方面，公司以国内直销为主，2016—2018 年，国内销售收入占比逐年提升，分别为 58.85%、59.60%和 62.25%。国内销售市场以珠三角、长三角和河南省为主，外销则主要出口至东南亚和北美地区。2016—2018 年，公司牛仔布前五大客户销售金额占比分别为 45.93%、40.43%和 34.93%，客户集中度逐年下降。2016—2018 年，公司根据市场情况并结合自身竞争优势，色织布产品将逐渐向牛仔化发展，牛仔布销量年均复合增长 12.85%，产销率逐年提升。

2016—2018 年，公司纺织服装业务收入逐年增长，年均复合增长 5.89%。其中，牛仔布销售收入占比逐年提升。近年，公司结合自身牛仔布的竞争优势，主动调整纺织服装业务产品结构，牛仔布销售收入逐年增长。2017 年以来，棉花采购价格受市场因素影响较 2016 年大幅提升，拉高纺织服装业务成本，毛利率呈下降趋势，分别为 22.36%、18.75%和 18.17%。

表 10 2016—2019 年 3 月公司纺织服装业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
牛仔布	80,708.50	81.67	91,055.95	84.53	94,755.85	85.50	19,547.71	77.20
服装	14,354.35	14.52	14,202.55	13.19	14,602.40	13.18	5,772.17	22.80
色织布	3,764.49	3.81	2,458.38	2.28	1,462.74	1.32	--	--
总计	98,827.34	100.00	107,716.88	100.00	110,820.99	100.00	25,319.88	100.00

资料来源：公司提供

结算方面，国内棉纱采购的结算方式为电汇或支票，账期为一个月，款到发货；国外采购均为 90 天远期信用证方式结算。国内销售主要以现金或银行承兑汇票方式结算，一般为款到发货，无账期；国外销售均为信用证方式结算，账期为 90 天。

总体看，公司结合自身优势加大牛仔布生产销售，带动纺织服装收入逐年增长，但受棉花等原材料价格提升影响，毛利率呈下降趋势。

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。

2016—2018 年，受项目交付进度影响，公司商品房结转面积波动较大，其中 2018 年结转面积较上年增长 136.70%，主要系绿都 02 地块、牡丹欣悦湾项目竣工交付所致；随着常州市房地产市场的回暖，结转均价逐年上涨，年均复合增长 20.76%；商品房销售收入波动增长，其中 2018 年收入较上年增长 201.53%。

表 11 2016—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
2016 年	27.95	0.79	22.17	31.53	0.72	22.67
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 月末，公司已完工房地产项目总可售面积 129.41 万平方米，累计销售面积 109.02 万平方米，累计销售金额 95.55 亿元，已完工项目剩余可售面积 20.39 万平方米。

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。公司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。公司房地产项目剩余可售面积较大，未来收入持续性较好，但在建项目资金压力较大。

表 12 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 4—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	2021.01	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	2019.01	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；枫丹壹号（望月湾）项目暂未取得预售许可，公司无法估计总可售面积

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和绿都万和城项目，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。

总体看，公司商品房销售均价逐年提高，受项目交付进度影响，销售收入波动增长；房地产项目在建、拟建项目及土地储备规模较大，收入具备一定持续性，但项目投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

6. 商品销售

公司商品销售业务主要商品为纺织品和电子产品，2016—2018 年，商品销售收入分别为 40.09 亿元、49.23 亿元和 43.46 亿元，受纺织品贸易规模影响有所波动。公司商品销售业务利润空间较小，毛利率水平较低，分别为 1.85%、1.45%和 1.76%。

（1）纺织品贸易

公司在原有纺织品生产的基础上，对业务链条进行了延伸，依托进黑牡丹集团进出口有限公司、黑牡丹（香港）有限公司、常州库鲁布旦有限公司等贸易平台，开拓纺织品贸易业务。2016—2018 年，纺织品贸易分别实现收入 4.37 亿元、14.26 亿元和 11.65 亿元。

公司纺织品贸易以客户导向型和市场导向型两种销售模式开展。客户导向型模式主要通过参加各类交易会或推荐客户等方式了解客户需求，并据此向供应商询价，在此价格基础上加一定的点数向客户报价；市场导向型模式主要通过市场分析，确定存在盈利空间的商品并进行采购，根据市场价格走势和客户需求确定目标客户，并依此签订销售合同。近三年，公司纺织品贸易业务前五大客户销售收入占比分别为 66.18%、66.76%和 79.74%，客户集中度较高。

结算方面，公司与上游供应商是采用 90 天信用证结算；与下游客户采用 T/T 和 90 天信用证结算，除信用证是 90 天账期外，其他无账期。

（2）电子产品贸易

公司子公司常州嘉迅物流有限公司、常州奥埠贸易有限公司和常州瑞腾供应链管理有限公司主要负责笔记本等和通讯设备等电子产品贸易。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，垫资时间较短。

采购方面，供应商根据采购合同约定在指定日期发货，并运输至销售客户指定地点，公司与供应商现款现货方式进行结算；销售方面，根据销售合同，部分下游客户需支付一定比例的预付款，例如 10%销售合同总金额预付款，客户验收合格开具发票后，经过一定时间的账期（3~6 个月），履行付款责任。2017—2018 年，公司电子产品贸易业务前五大客户销售收入占比分别为 90.68%、93.60%，客户集中度很高。

总体看，商品销售业务显著提升了公司的收入规模，但该板块整体毛利率较低，对利润贡献较弱，客户集中度较高。

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。公司与新北区城建局签订《资产转让协议》，自新北区建设局购入长江路、河海路、龙江路等 36 块道路、区域的绿化资产（花卉、树木等），评估价值 20.42 亿元，计入“固定资产”；公司将获得的绿化资产出租给新北区城建局，

收取租金。2016—2019 年 3 月，公司租赁业务收入分别为 2.22 亿元、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，由子公司常州常高新金隆控股有限公司（以下简称“金控公司”）经营，其中融资租赁业务占比较大。公司融资租赁业务主要为客户提供售后回租、直接租赁服务及与供货商合作进行厂商租赁；公司为新北区中小企业提供融资性担保服务，收取担保服务费；公司还从事股权投资，主要投向为新能源、高科技、生物医药等成长性高的公司。2016—2019 年 3 月，公司类金融类业务收入分别为 1.46 亿元、2.12 亿元、2.96 亿元和 0.48 亿元。

除市政工程及安置房建设业务外，公司还从事土地一级开发业务，项目包括“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”），由子公司黑牡丹建设负责。公司与新北区国土储备中心签订委托合同或协议，负责项目的投融资和开发建设，具体包括拆迁、安置补偿、土地平整及配套基础设施建设，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，现金体现在“支付其他与经营活动有关现金”。截至 2019 年 3 月末，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，公司其他业务规模不大，对公司营业收入形成一定补充。

8. 未来发展

公司未来计划向产业投资控股集团方向发展，加大市场化业务拓展，以此增强自身盈利能力，实现城投企业的转型。未来，公司将努力打造“1+3”的业务架构，并依托该架构展开持续的结构调整、资源配置和业务发展。其中“1”代表公司将打造成为产业投资控股集团，“3”代表公司将形成“城建及运营”“大金融”和“产业投资”三大核心业务板块。

总体看，公司未来发展方向明确，具有一定实施基础，但计划落实及实际运营情况有待进一步观察。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—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结论；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，2016 年公司纳入合并范围子公司共 95 家；2017 年公司新设子公司 8 家，注销、处置子公司 6 家，合并范围子公司共 97 家；2018 年，公司并购新增子公司 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；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。

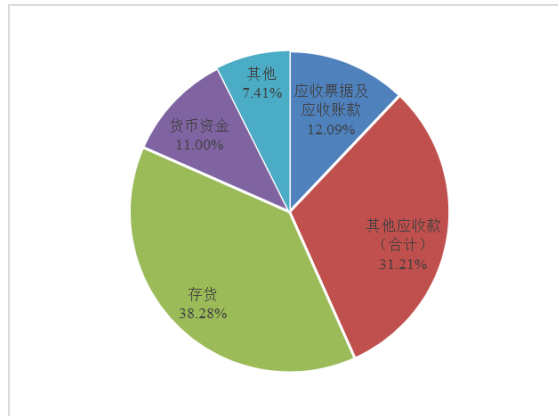
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 10.46%。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。近三年公司流动资产占比分别为 73.74%、74.70%和 77.38%，流动资产占比逐年扩大。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产呈增长趋势，年均复合增长 13.15%。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、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。

图 1 截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015—2018 年，公司货币资金年均复合下降 6.95%。截至 2018 年末，货币资金 56.32 亿元，较年初下降 20.77%。公司货币资金主要为银行存款 46.69 亿元（占 82.90%）和其他货币资金 9.63 亿元（占 17.10%），其他货币资金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。

2016—2018 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 12.10%。截至 2017 末，应收账款账面价值 58.74 亿元，较年初增长 22.54%，主要系当年安置房交付后新增应收回款。截至 2018 年末，应收账款账面价值 60.23 亿元，较年初不大，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，其回收受政府财政状况和相关政策影响较大；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%），二者均未计提坏账准备。公司应收账款计提坏账准备 0.50 亿元，计提比例 0.83%。

2016—2018 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 33.17%。公司其他应收款主要是与常州市新北区财政局及其他政府单位的往来款、资金调拨以及产生的利息，应收新北国土储备中心的土地收储款³及相关款项。截至 2018 年末，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和应收新北区财政局往来款增加所致。其他应收款前五位占比 88.57%，集中度较高。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

³ 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”。

占用。

表 13 截至 2018 年末公司其他应收款欠款金额前五名（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

2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 8.98%。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%）。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 14 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

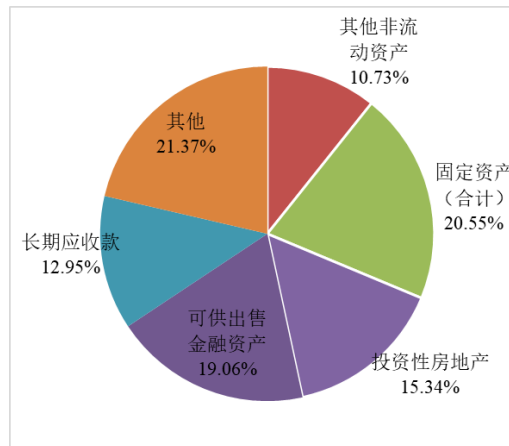
资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 57.21%。截至 2018 年末，公司其他流动资产 20.22 亿元，较年初增长 104.19%，主要系土地开发项目投入增加及对外贷款增加所致。公司其他流动资产主要为北部新城项目投入（6.31 亿元）、万顷良田项目投入（1.29 亿元）及对外短期贷款（6.12 亿元）等。其中，北部新城和万顷良田项目由黑牡丹负责，由于公司对相关土地和设施并无产权且不属于建造合同，因此不在存货中列报，同时为了避免在其他应收款中列报引起误导，公司根据流动性将账龄在一年以内的垫付资金计入“其他流动资产”中列示，超过一年的在“其他非流动资产”中列示。短期贷款主要为科技小额贷款业务发放的贷款。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 2.52%。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、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和其他非流动资产构成。

图 2 截至 2018 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产有所波动。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%）。股权投资中按公允价值计量的 16.69 亿元，按成本计量的 8.47 亿元。可供出售金融资产共计提减值准备 2.00 亿元，均为权益投资项目计提。

2016—2018 年，公司长期应收款逐年增长，年均复合增长 11.30%。截至 2018 年末，公司长期应收款 19.38 亿元，主要为公司融资租赁业务产生的应收租赁款。

2016—2018 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 35.49%。截至 2018 年末，公司长期股权投资 17.11 亿元，较年初增长 27.90%，主要系公司对常州天融股权投资中心（有限合伙）追加投资，新增对新苏融合（常州）环保投资基金（有限合伙）投资所致。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。

2016—2018 年，公司投资性房地产账面价值稳定。截至 2018 年末，公司投资性房地产账面价值 22.95 亿元，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，用于对外租赁，累计计提折和摊销 4.67 亿元。

2016—2018 年，随着折旧计提和部分处置，公司固定资产逐年减少，年均复合降低 5.00%。截至 2018 年末，公司固定资产 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%，成新率尚可。

2016—2018 年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合降低 17.90%。截至 2018 年末，公司其他非流动资产 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。

总体看，公司资产构成以流动资产为主；流动资产中存货规模保持在较高水平，流动性较弱。应收类款项规模较大且逐年增加，对公司资金形成较大占用，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。

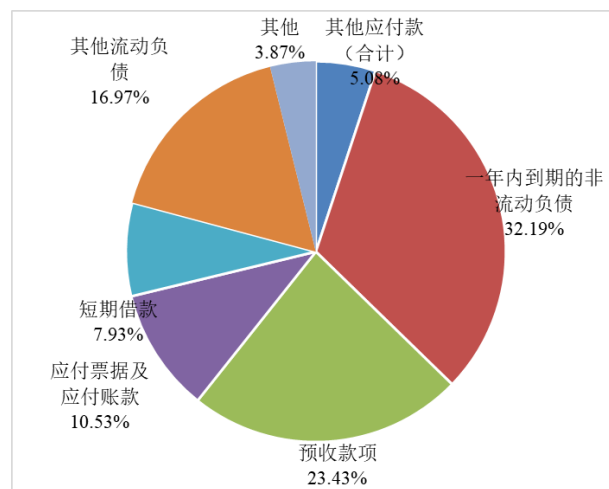
3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债总额逐年增加，年均复合增长 14.77%。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。近三年，公司流动负债占比分别为 43.67%、37.43%和 53.97%，流动负债占比有所提高。

2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 27.59%。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、应付账款、其他应款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图 3 截至 2018 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 15.84%。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。

2016—2018 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 11.28%。公司应付账款主要是应付工程款，截至 2018 年末，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。

2016—2018 年，公司预收款项逐年快速增长，年均复合增长 164.20%。预收账款主要为预售房款。截至 2018 年末，公司预收款项 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。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 16.28%。公司其他应付款为与新北区财政局及其他相关单位往来款，截至 2018 年末为 8.05 亿元。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 17.95%。截至 2018 年末，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）。

2016—2018 年，随着短期融资债券的发行，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 54.40%。

截至 2018 年末，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。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.75%。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%）。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 2.32%。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。

2016—2018 年，公司应付债券波动增长。截至 2018 年末，公司应付债券账面价值 116.86 亿元，较年初小幅下降。公司应付债券明细见附件 3。

2016—2018 年，公司债务规模持续扩大，年均复合增长 7.00%。截至 2018 年末，公司全部债务 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%，短期债务占比有所扩大，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。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 4.29 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 15 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 及以后	--	--	--	--	6.87	20.00	--	26.87
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%）。偿债指标方面，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 2.72 个百分点、0.46 个百分点和下降 4.29 个百分点，公司债务负担较重。

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。截至 2019 年 3 月末，公司全部债务 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。如将永续债调入长期债务，截至 2019 年 3 月末，公司全部债务增至 387.21 亿元；其中，短期债务 160.19 亿元（占 41.37%），长期债务 227.03 亿元（占 58.63%）。截至 2019 年 3 月末，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 72.00%、66.07%和 53.31%，较调整前分别上升 1.68 个百分点、2.03 个百分点和 2.80 个百分点。

总体看，随着在建项目投资规模不断扩大，公司负债水平逐年提高，债务负担较重，短期债务占比扩大，2019—2020 年面临一定集中偿付压力。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 2.51%，主要系盈利积累、留存收益增加所致。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 7.27%、资本公积占 75.72%、未分配利润占 7.75%，所有者权益结构稳定性较好。

2016—2018 年，公司资本公积波动较小。截至 2018 年末，公司资本公积 123.43 亿元，其中资本溢价 107.72 亿元，主要为股东现金注资积累，其他资本公积 15.71 亿元，主要为股权和资产划转形成。

截至 2018 年末，公司其他权益工具为 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，公司所有者权益逐年增加，其中实收资本和资本公积占比较高，资本公积中现金注资比例较高，权益结构较为稳定。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入连续增长，年均复合增长 4.47%；公司营业成本波动下降，年均复合下降 2.55%。2016—2018 年，公司营业利润率呈上升趋势，分别为 11.54%、11.82%和 17.70%。

2016—2018 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 11.44%。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。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 10.34%、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。2016—2018 年，公司营业外收入及其他收益合计分别为 5.38 亿元、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 94.08%、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。

从盈利指标看，2017—2018 年，公司总资本收益率分别为 2.52%、2.35%和 2.74%，总资产报酬率分别为 2.65%、2.58%和 2.97%，净资产收益率分别为 1.86%、1.81%和 2.31%，均呈上升趋势。受毛利较高的商品房销售业务规模增长的影响，2018 年公司盈利能力有所提升。整体盈利能力较弱。

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 1.51 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%，主要系报告期内所得税费用较大

所致。

总体看，公司经营性业务发展稳定，营业收入逐年增长，政府补贴逐步减少，利润实现对政府补助依赖逐步降低，在毛利率水平较高的商品房销售业务带动下，2018 年公司盈利能力有所提升，但整体盈利能力仍偏弱。

5. 现金流

2016—2018 年，公司经营活动现金持续净流入，分别为 7.18 亿元、16.48 亿元和 15.39 亿元。2016—2018 年，公司销售商品提供劳务收到现金分别为 99.06 亿元、116.42 亿元和 143.02 亿元，其中 2018 年商品房销售业务规模扩大带动下，现金流入大幅增长；收到其他与经营活动有关现金分别 23.19 亿元、24.05 亿元和 29.53 亿元，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。2016—2018 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 88.83 亿元、103.26 亿元和 128.13 亿元，随着业务规模扩大逐年增长；支付其他与经营活动有关的现金分别为 18.06 亿元、12.01 亿元和 17.42 亿元，主要为往来款、北部新城项目代付款、保证金等。近三年，公司现金收入比分别为 97.15%、110.49 和 128.53%，收入实现质量逐年提高。

2016—2018 年，公司投资活动现金持续净流出，分别净流出 25.95 亿元、18.55 亿元和 5.72 亿元。2016—2018 年，公司收回投资收到的现金分别为 14.11 亿元、37.81 亿元和 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；投资支付的现金分别为 32.55 亿元、53.90 亿元和 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。

2016—2018 年，公司筹资活动现金由净流入转为净流出，分别为 18.39 亿元、11.98 亿元和 -25.19 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金流入规模呈下滑趋势，分别为 210.95 亿元、203.45 亿元和 152.13 亿元，年均复合降低 15.08%，以取得银行借款为主；其中，收到其他与筹资活动有关现金分别为 33.88 亿元、65.63 亿元和 13.90 亿元，主要为收回非关联单位的借款。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 192.56 亿元、191.48 亿元和 177.32 亿元，年均复合降低 4.04%，以偿还债务支付现金为主；其中支付其他与筹资活动有关现金分别为 36.46 亿元、88.49 亿元和 34.07 亿元，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，公司经营活动现金流入规模逐年扩大，收入质量有所提高，投资活动持续净流出，考虑到公司基建项目收益回收周期较长、房地产项目投资规模较大，公司面临一定外部融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 2.66 倍、3.04 倍和 2.09 倍，波动下降。速动比率分别为 1.56 倍、1.87 倍和 1.29 倍，波动下降。综合考虑到资产中应收类款项的回收情况以及流动负债中预收款项的性质，公司流动资产、可快速变现资产对流动负债的保障程度较强。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.66 倍、0.93 倍和 0.44 倍，随着短期债务规模扩大，现金类资产对短期债务的保障程度有所降低。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别为 1.98 倍、1.26 倍和 0.58 倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 15.10 亿元、16.69 亿元和 17.98 亿元，持续增长。2018 年 EBITDA 构成中，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%。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.52 倍、1.52 倍和 1.59 倍，持续提高，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。EBITDA 全部债务比分别为 0.06 倍、0.06 倍和 0.07 倍，波动增长，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，面临一定或有负债风险。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 11 月 6 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。

截至 2019 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

总体看，公司债务规模持续增长，短期偿债能力较强，长期偿债能力一般；公司对外担保较多，存在与区域内城投企业互保的情况，存在代偿风险。但考虑到公司作为常州市新北区重要的基础设施建设主体，在资产注入，政府补贴和项目获取上受到当地政府大力支持，同时近年来经营性业务发展稳定，收入逐年增长，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

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、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月末，公司全部债务 375.31 亿元，本期债券拟发行债规模不超过 10.00 亿元，相对于目前公司债务水平，本期债券发债额度对公司债务规模影响较小。

以 2019 年 3 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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由 70.32%、64.04%和 50.51%上升至 70.74%、64.64%和 51.65%，债务负担略有加重。考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后，部分用于偿还银行借款等有息负债，公司债务水平或低于测算值。若将永续债调入长期债务，在其他因素不变的情况下，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由 72.00%、66.07%和 53.31%上升至 72.39%、66.64%和 54.38%。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 22.01 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 2.20 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 177.57 亿元，为本期债券发行额度的 17.76 倍；2018 年，公司经营活动现金流量净额为 15.39 亿元，为本期债券发行额度的 1.54 倍。公司经营活动现金流对本期债券发行额度保障程度较高。

总体看，公司作为常州市新北区基础设施投融资建设重要主体，具有较强垄断竞争优势，此外，随着公司业务规模的进一步扩大、经营性业务的稳定发展，营业收入和现金流入规模或将进一步增加，公司对本期债券的偿还能力很强。

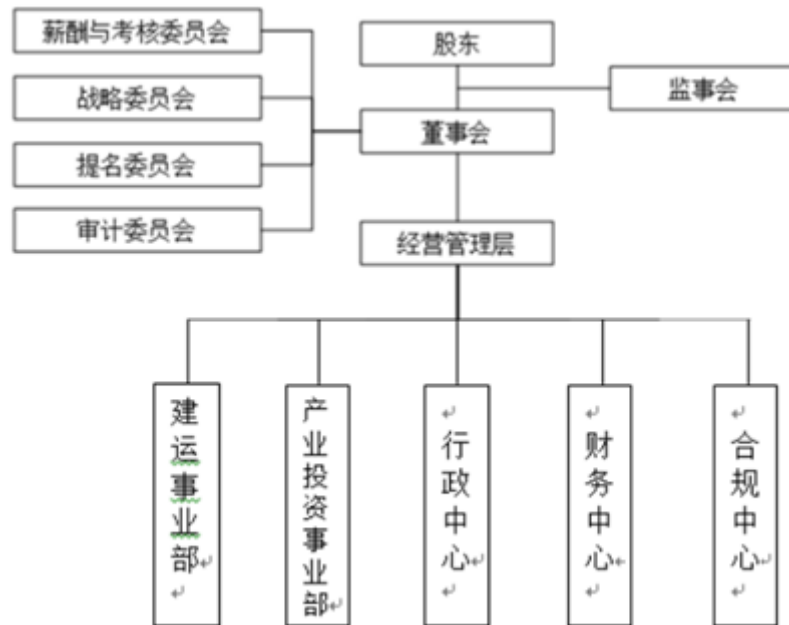
九、综合评价

公司作为常州市新北区基础设施建设重要主体，在资产注入、项目获取和财政补贴等方面获得外部支持力度较大；公司经营性业务发展稳定，经营活动现金流状况良好。同时，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；存在一定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。

未来，随着公司市场化经营业务规模的扩大，公司营业收入有望进一步提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 常高新集团有限公司
组织架构图（截至 2019 年 3 月末）



附件 2 常高新集团有限公司

下属一级子公司情况（截至 2019 年 3 月末）

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、标准实验室租赁；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

资料来源：公司提供

附件 3 常高新集团有限公司 应付债券情况（截至 2018 年末）

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	2013.03.21	2020.03.21	16.00	3.20
15 常高新 PPN001	2015.11.19	2020.11.20	6.00	4.30
16 常高新	2016.01.12	2021.01.13	10.00	10.00
16 常高新 PPN001	2016.01.21	2021.01.25	6.00	6.00
13 牡丹 02	2016.07.07	2021.07.08	8.50	8.50
16 常高 01	2016.09.20	2021.09.20	15.00	15.00
17 常高新 PPN001	2017.06.22	2022.06.23	14.00	14.00
17 常高新 PPN002	2017.07.11	2022.07.13	14.00	14.00
17 常高新 PPN003	2017.12.07	2020.12.08	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	2018.04.12	2023.04.16	6.00	6.00
18 常新 02	2018.04.12	2023.04.16	4.00	4.00
18 常新 03	2018.07.23	2023.07.26	10.00	10.00
18 牡丹 01	2018.11.09	2020.11.13	5.00	5.00
合计	--	--	131.03	116.86

资料来源：公司审计报告

附件 4 常高新集团有限公司
对外担保情况（截至 2019 年 3 月末）

被担保人	担保余 (万元)	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	--

资料来源：公司提供

附件 5 常高新集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
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）	103.32	81.06	130.98	160.19
长期债务（亿元）	190.14	239.86	205.03	215.12
全部债务（亿元）	293.45	320.92	336.01	375.31
营业收入（亿元）	101.97	105.37	111.28	20.82
净利润（亿元）	3.51	3.62	4.74	0.82
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
应收账款周转次数（次）	2.24	1.97	1.87	--
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	--
现金收入比率（%）	97.15	110.49	128.53	130.35
总资本收益率（%）	2.52	2.35	2.74	--
总资产报酬率（%）	2.65	2.58	2.97	--
净资产收益率（%）	1.86	1.81	2.31	--
营业利润率（%）	11.54	11.82	17.70	20.14
费用收入比（%）	10.34	9.66	11.44	16.96
资产负债率（%）	63.55	65.66	68.60	70.32
全部债务资本化比率（%）	59.75	61.24	61.79	64.04
长期债务资本化比率（%）	49.02	54.15	49.67	50.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.52	1.59	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.07	--
流动比率（倍）	2.66	3.04	2.09	1.98
速动比率（倍）	1.56	1.87	1.29	1.26
现金短期债务比（倍）	0.66	0.93	0.44	0.58
经营现金流流动负债比率（%）	4.77	11.33	6.28	-3.11
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.67	1.80	2.20	--

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

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 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 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	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	
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	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
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)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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 + 应付短期债券 + 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。

联合信用评级有限公司关于 常高新集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年常高新集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

常高新集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。常高新集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注常高新集团有限公司的相关状况，如发现常高新集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如常高新集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至常高新集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送常高新集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二〇一九年十一月二十二日

