信 用 等 级 公 告

联合[2019]397 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：

常高新集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

常高新集团有限公司拟公开发行的 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：

二零一九年三月十五日

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（第一期）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3月15日

主要财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
资产总额（亿元）	486.70	542.34	591.51	669.98
所有者权益（亿元）	179.27	197.70	203.11	203.77
长期债务（亿元）	161.98	190.14	239.86	218.52
全部债务（亿元）	241.10	293.45	320.92	344.23
营业收入（亿元）	75.04	102.21	105.54	65.01
净利润（亿元）	4.38	3.51	3.62	0.60
EBITDA（亿元）	15.10	16.69	17.98	--
经营性净现金流（亿元）	6.89	7.18	16.48	22.17
营业利润率（%）	12.46	11.75	11.97	13.35
净资产收益率（%）	2.65	1.86	1.81	--
资产负债率（%）	63.17	63.55	65.66	69.59
全部债务资本化比率（%	57.35	59.75	61.24	62.82
流动比率（倍）	2.58	2.66	3.04	2.10
EBITDA全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.06	--
EBITDA利息倍数（倍）	1.55	1.52	1.52	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.51	1.67	1.80	--

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、公司其他流动负债和其他非流动负债中的计息部分已分别计入短期和长期债务中核算；4、2018年前三季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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（简称“公司”或“常高新”）评级反映了公司作为常州市新北区核心投融资建设主体，在资产注入、项目回款和财政补贴等方面获得外部支持力度较大，经营活动现金流状况良好；新北区经济实力及财政实力较强，为公司发展提供良好的外部环境。同时，联合评级也关注到公司业务板块较多且关联性较弱，对公司专业能力及管理能力构成挑战；公司负债水平较高，债务规模持续扩大，对外担保规模较大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公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债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实力及财政实力持续增强，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核心投融资主体，在新北区基础设施及安置房建设领域居主导地位，持续在资产注入、项目回款和财政补贴等方面获得较大的外部支持。

3．公司牛仔布产品行业竞争力较强；工程代建业务由上市子公司黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”）经营，项目回款有所保障，经营活动现金流状况良好。

关注

1．公司涉足业务领域较多，不同行业领域专业性较强，对公司专业能力、人才储备及管

理能力构成挑战。

2．公司负债水平较高，债务负担较重，面临一定集中偿付压力。

3．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，面临一定代偿风险。

分析师

陈　茵

电话：010-85172818

邮箱：cheny@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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它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：陈茜 [illegible]

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”或“常高新”）前身为“常州经济技术开发区经济发展总公司”，成立于 1992 年 9 月，初始注册资本 0.80 亿元，是经常州市人民政府批准设立的全民所有制集团公司企业（常政复[1992]33 号文）。2013 年 11 月，根据常州高新区（新北区）国有资产管理委员会批复（常新国资委[2013]9 号文），公司整体改制为国有独资有限责任公司，并更名为现名。历经多次增资，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本为 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。（依法需经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年 9 月末，公司本部下设建运事业部、产业投资事业部、行政中心、财务中心和合规中心 5 个职能部门；合并范围内子公司共 110 家，其中包括 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），公司对其直接持股比例为 49.92%，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；公司合并口径在职员工 3,255 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 591.51 亿元，负债合计 388.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）203.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益 163.16 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 105.54 亿元，净利润（含少数股东损益）3.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 16.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.59 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司合并资产总额 669.98 亿元，负债合计 466.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）203.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 161.86 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现合并营业收入 65.01 亿元，净利润（含少数股东损益）0.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.34 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。本次债券拟分期发行，首期债券名称为“常高新集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期发行规模不超过 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。

本期债券无担保。

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、行业分析

公司作为常州市新北区建设的核心主体，主要业务涉及工程代建、纺织服装和房地产开发，故下文行业分析围绕基础设施建设、纺织服装及房地产行业展开；公司工程代建等业务主要集中在常州市，故常州市及新北区经济状况对公司经营发展具有重大影响。

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。

表 1　2017 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
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号）	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范政府与社会资本方合作（PPP）行为，重申 43 号文相关内容。
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）	规范政府购买服务，制止地方政府违法违规举债融资；明确政府购买服务指导性目录的负面清单；明确先预算后购买的原则。
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡	指导地方政府按照本地区政府性基金收入项目分类发行专项债券，着力发展

	的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89 号	实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种，加快建立专项债券与项目资产、收益相对应制度。
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）	对企业债的申报进行了规范，严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产；申报企业应主动声明不承担政府融资职能；不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资等。
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）	国有金融企业不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；严禁与政府信用挂钩的误导性宣传。
2018 年 10 月	《国务院办公厅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）	加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，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。在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，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。
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》（国办发〔2019〕6 号）	明确要求政府性融资担保、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提供增信。

资料来源：联合评级整理

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”。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

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，缺少营利性强

的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 纺织服装行业

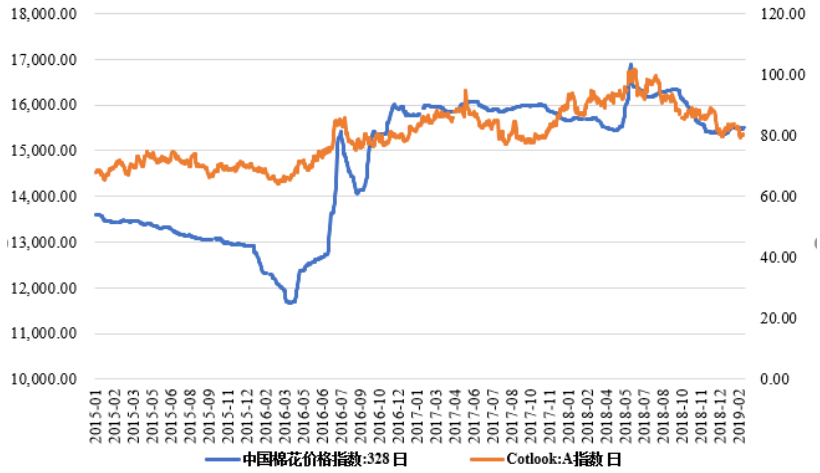
纺织行业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业，在繁荣市场、扩大出口、吸纳就业、增加农民收入、促进城镇化发展等方面发挥着重要作用。

2017 年，我国纺织行业生产增速有所放缓，但国内外两个市场销售情况均有所回暖。2017 年，我国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 4.8%，低于 2016 年同期增速 0.1 个百分点。行业出口呈现企稳回升态势，根据海关数据，2017 年纺织品服装出口总额达 2,745.1 亿美元，同比增长 1.6%，较上年同期回升 8.8 个百分点。国内需市场继续保持平稳增长，网络消费仍增长较快，2017 年全国限额以上服装鞋帽针纺织品零售额同比增长 7.8%，增速较上年同期提高 0.8 个百分点，全国网上穿着类商品零售额同比增长 20.3%，较上年同期提高 2.2 个百分点。

纺织行业运行质效基本良好，转型升级投入持续增加。2017 年，规模以上纺织企业累计实现主营业务收入 68,935.6 亿元，同比增长 4.2%，增速较上年提高 0.1 个百分点；实现利润总额 3,768.8 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年提高 2.4 个百分点。规模以上企业销售利润率为 5.5%，高于上年同期 0.2 个百分点；产成品周转率为 20.8 次/年，总资产周转率为 1.5 次/年，均与上年同期基本持平；三费比例为 6.5%，略高于上年同期 0.1 个百分点。在运行平稳、质效较好好的情况下，纺织企业投资信心总体稳定，2017 年全行业 500 万元以上项目固定资产投资完成额达 13,507.3 亿元，同比增长 5.2%。其中，东部地区投资额同比增长 7.9%，较上年同期提高 2.4 个百分点，占全国投资增量的 87.2%，由于东部新增产能较少，投资增长较快表明企业转型升级投入积极性较高。

原材料方面，受国际油价上涨以及供给侧结构改革初见成效等因素影响，大宗商品价格随之上涨，主要原料棉花和化纤原料价格呈止跌启涨趋势。国内棉价方面，截至 2016 年末，国内 328 棉花价格已 15,798 元/吨，较上年末增长 22.26%；截至 2017 年末，国内 328 棉花价格为 15,699 元/吨，基本与上年持平。国际棉价方面，2016 年受美棉出口情况较好以及印度新棉上市量较少等因素影响，国际市场棉价也呈现上涨趋势，截至 2016 年末，进口棉花 S 到港价由为 83.24 美分/磅，较上年末增长 11.37%；截至 2017 年末，进口棉花 S 到港价由为 92.37 美分/磅，较上年末增长 10.97%。化纤类服装面料价格方面，2016 年化纤产品价格指数较 2015 年呈现普遍上涨趋势，化纤板块的 14 种商品中，较上年上涨的商品共 13 种，涨幅前 3 的商品分别为涤纶 FDY(+44.53%)、涤纶 POY(+42.33%)和涤纶 DTY+(35.52%)，较上年下降的商品仅氨纶(-11.36%)。截至 2016 年末，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的 66.34 上涨至年末的 85.36，截至 2017 年末为 85.06。整体看，主要原材料的价格上涨将加大服装制造企业成本压力。

图 1　近年国内外棉花价格走势（单位：元/吨、美分/磅）



资料来源：Wind

政策方面，2016 年 9 月，工业和信息化部编制发布了《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了政策指导。

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

3. *房地产行业*

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。2018 年 1~9 月，全国房地产开发投资 88,665.04 亿元，同比增长 9.90%，增速从 7 月开始回落，较 1~8 月回落 0.20 个百分点，但在土地购置费和新开工持续高增长下继续维持在高位。

行业政策方面，2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政

策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 2　近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有权产住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

4. 区域经济

（1）常州市

常州市处于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。

常州市经济实力较强，其中民营经济活跃，贡献较大。2017 年常州市实现地区生产总值（GDP）6,622.3 亿元，同比增长 8.1%，GDP 总量在江苏省 13 个城市中排名第 5 位，增速与南京市并列第 2 位。2017 年常州市人均 GDP 为 14.05 万元，为全国平均水平的 2.35 倍，在江苏省排名第 4 位，与上年齐平。2017 年，常州市民营经济完成增加值 4,464.1 亿元，同比增长 8.3%，占 GDP 的比重达到 67.4%。

常州市第二、三产业较为发达，产业结构有所优化。2017 年常州市第一产业增加值 157.1 亿元，同比增长 1%；第二产业增加值 3,081.2 亿元，同比增长 6.7%；第三产业增加值 3,384 亿元，同比增长 9.8%；三次产业结构由 2016 年的 2.6:46.5:50.9 调整为 2.4:46.5:51.1。

常州市固定资产投资稳步增长，其中工业投资规模占比较大、增速较快。2017 年常州市完成固定资产投资 3,896.3 亿元，同比增长 8.1%，其中工业投资 2,079.7 亿元，同比增长 8.4%，服务业投资 1,812.2 亿元，同比增长 7.8%。工业投资中高新技术产业投资 851.9 亿元，同比增长 10.5%。

常州市房地产市场平稳发展，库存去化力度较大。2017 年常州市房地产开发完成投资 479.1 亿

元，同比增长 7.3%，其中住宅投资 339 亿元，增长 7.1%。商品房销售面积 1,030.3 万平方米，同比增长 10.4%，其中住宅销售面积 829.3 万平方米，同比增长 2.3%；年末商品房待售面积 423.7 万平方米，同比下降 20.8%，其中住宅待售面积 115.8 万平方米，同比下降 40.8%。

财政收支方面，2017 年，常州市实现一般公共预算收入 518.81 亿元，同比增长 8.00%；其中，税收收入为 431.36 亿元，同比增长 12.57%，非税收入为 87.44 亿元，同比下滑 9.94%。2017 年，常州市转移支付及返还性收入为 134.94 亿元，同比增长 34.94%。2017 年，常州市国有土地使用权出让收入为 728.53 亿元，同比增长 44.16%，占地方综合财力[1]的比重为 52.70%。支出方面，2017 年，常州市一般公共预算支出 551.55 亿元，同比增长 13.94%；地方财政自给率为 94.06%，常州市地方财政自给程度较高。

政府债务方面，截至 2017 年末，常州市政府一般债务余额 377.79 亿元，专项债务余额 325.22 亿元，政府债务合计 703.01 亿元，较上年末的 563.97 亿元上升 24.65%，政府债务率为 50.86%，常州市政府债务增速较快。

据初步统计，2018 年常州市 GDP 为 7,050.3 亿元，同比增长 7.0%；完成一般公共预算收入 560.3 亿元，同比增长 8%。常州市地方经济和一般公共预算维持较高增速。

总体看，常州市经济实力较强并维持较高增速，政府财政实力强，但其中土地出让金占比较高，受国家房地产市场调控政策及当地土地出让计划影响不确定性较大。

（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，在高新区基础上设立了常州市新北区，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。

新北区经济增速较快，经济实力强。2017 年，新北区实现地区生产总值（GDP）1,340.2 亿元，同比增长 9.1%，增速较上年下滑 0.4 个百分点；人均 GDP 为 19.43 万元，高于常州平均水平。全区 IPO 上市企业累计 11 家，“新三板”挂牌企业累计 50 家。

新北区产业结构不断优化。2017 年，新北区完成规模以上工业总产值 3,004.3 亿元，同比增长 16.1%，增速较上年的 7.8%大幅提高；新兴产业集聚壮大，新材料、光伏新能源、生命健康、通用航空、传感器等战略性新兴产业占规模以上工业产值比重达到 52%。2017 年全区实现高新技术产业产值 1,820 亿元，同比增长 16%，占规模以上工业比重达 59%。2017 年，新北区现代服务业快速发展，三次产业结构比重从上年的 1.5:52.9:45.6 调整为 1.4:52.0:46.6。

财政收支方面，2017 年，新北区实现地方一般公共预算收入 111.39 亿元，同比增长 8.59%；其中，非税收入为 14.98 亿元，与上年基本持平；税收收入为 96.41 亿元，同比增长 9.96%，对一般公共预算增长贡献大。从纳税行业来看，新北区主要纳税企业分布于化工新材料、动力装备、通用航空、光伏新能源、生命健康、文化创意、智慧科创和现代农业等行业，相关产业发展带动税收收入增长，新北区税收增长具有一定可持续性。2016~2017 年，税收收入占一般公共预算收入的比重分别为 85.47%和 86.55%，新北区公共财政预算收入的质量较高。2017 年，新北区转移支付及返还性收入为 38.35 亿元，较上年小幅增长 1.48%，但结构有所变动，返还性收入较上年大幅提升，一般性转移支付收入和专项转移支付收入较上年大幅减少；转移支付及返还性收入占新北区综合财力的比重为 15.46%。2017 年，新北区国有土地使用权出让收入为 98.24 亿元，较上年的 42.59 亿元大幅增

[1] 一般公共预算收入+上级补助+政府性基金收入

长，占地方综合财力的比重较上年大幅提升，但土地出让价格和出让规模易受国家房地产市场调控政策、土地出让计划等因素影响，未来增长面临一定不确定性。支出方面，2017 年，新北区一般公共预算支出 61.13 亿元，较上年增长 5.00%；地方财政自给率为 182.22%，新北区地方财政自给程度很高。

政府债务方面，截至 2017 年末，新北区政府直接债务余额 51.78 亿元，较上年末的 44.88 亿元有所提高；担保债务余额 56.17 亿元，较上年末的 77.43 亿元大幅下降；政府债务余额（直接债务余额+担保债务余额×50%）79.86 亿元，较上年末的 83.60 亿元有所减轻；政府债务率为 32.21%，较上年末下降 13.51 个百分点，债务负担适中。

2018 年，新北区完成一般公共预算收入 120.87 亿元，同比增长 8.5%，其中税收完成 107.2 亿元，同比增长 11.19%；全区一般公共预算支出 66 亿元，同比增长 7.97%。2018 年全区政府性基金预算收入完成 85.11 亿元，同比下降 14.60%，减收 14.55 亿元。截至 2018 年年末，新北区地方政府债务余额 61.22 亿元。

总体看，常州市及新北区经济规模及财政收入继续保持增长，经济、财政实力较强，为公司的经营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基础设施建设的核心主体，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。其中基础设施及安置房建设在新北区居主导地位，牛仔布产品在业内具有较强的竞争力。

常州市新北区现有 4 家主要的基础设施投资建设主体，分别为常高新、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[2]的基础设施建设以及为滨开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；常高新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 3　2017 年新北区主要平台资产、收入规模（单位：亿元）

名称	资产规模	净资产	营业收入	净利润
常高新	**591.51**	**203.11**	**105.54**	**3.62**
常州新港	199.27	99.22	20.61	1.55
龙控集团	141.55	53.04	20.09	2.06
常州新航	140.08	64.73	13.90	1.10

资料来源：Wind

黑牡丹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”）主要从事市政道路、管道、桥梁等基础设施业务，在新北区居主导地位。截至目前，黑牡丹建设完成的有代表性的

[2] 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，是省级经济开发区，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。

工程包括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（15.60 公里），贯穿整个新北区东西向的主干道黄河路（18.80 公里）、河海路（10.00 公里），以及空港产业园、民营工业园、孟河工业园、出口加工区、电子园、环保园、滨江化工区等园区道路。黑牡丹下属子公司常州黑牡丹置业有限公司（以下简称“黑牡丹置业”）主要从事新北区安置房建设，近三年，黑牡丹置业累计开发建设安置房 198.29 万平方米，主要项目包括百草苑、祥龙苑、百馨苑、富民景园、香山欣园、新桥商业街、怡景湾等。

公司控股子公司黑牡丹是牛仔布行业的龙头企业之一，在业内具有较强竞争力。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、创新产业投资新型业务为一体的国有控股型上市公司。目前黑牡丹具有年产牛仔布 6,000 万米、牛仔服装 800 万件、各类色织布 600 万米、纺纱 2.10 万吨的产能；“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，产品销至美国、日本、俄罗斯、香港、澳大利亚等 50 多个国家和地区。

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较高的知名度，整体竞争力较强。

2. 人员素质

截至 2018 年 9 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。

公司董事长、总经理盛新先生，1965 年出生，本科学历，高级经济师；历任常州新区旅游发展总公司投资部经理，常州中华恐龙园有限公司管理部部长、办公室主任，常州新区旅游发展总公司总经理助理，常州中华恐龙园有限公司总经理助理，常州飞宏育乐（香树湾花园酒店）副总经理，龙控集团董事、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。

公司副总经理都战平先生，男，1970 年 2 月出生，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 2018 年 9 月末，公司合并口径在职员工 3,255 人。从学历结构来看，大专及以上学历占 38.00%、中专学历占 5.28%，高中及高中以下学历占 56.71%；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 33.18%，31~50 周岁占 35.94%，50 周岁以上占 30.88%。

总体看，公司高级管理人员相关行业管理经验丰富，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：2015~2017 年公司分别获得政府补贴收入 5.74 亿元、5.35 亿元和 3.80 亿元，随着公司业务扩展及经营的稳定，政府补贴规模逐年降低。上述补贴收入计入“营业外收入”及“其他收益”科目。

（2）资产及资金注入

公司历年获得较多资金和股权注入，有助于公司资本实力的提升。2015 年 3 月新北区政府将常州市新北区建设发展有限公司 100.00%股权无偿划入公司，增加资本公积 1.00 亿元；2015 年 8 月新北区政府将常州高新创业投资有限公司 100%股权无偿划入公司，增加公司资本公积 3.25 亿元。2016 年 1 月新北区政府无偿划入资金 10.10 亿元以充实资本，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。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核心主体，新北区政府在财政补贴、资产及资金注入、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《中华人民共和国公司法》相关规定，制定了《常高新集团有限公司章程》（以下简称《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，由新北区国资委依照《公司法》和《公司章程》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。董事任期三年，任期届满，经新北区国资委继续委派和公司职工代表大会选举继任的，可以连任。董事在任期届满前，股东不得无故解除其职务。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。监事任期每届三年，任期届满，经新北区国资委继续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一人，由新北区国资委从监事会成员中指定。

公司设总经理一名，由董事会聘任或者解聘，总经理由董事兼任的，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。为满足业务发展需要，确保日常经营规范，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、原则和操作程序，

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，公司内部管理制度较健全，整体管理水平尚可。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为常州市新北区的核心投融资主体，收入主要来源于工程代建、纺织服装、商品房销售、商品销售、租赁业务等。2015~2017 年，公司营业收入分别为 75.04 亿元、102.21 亿元和 105.54 亿元，年均复合增长 18.59%，2016 年公司营业收入较上年大幅增长 36.21%，主要系商品房销售和商品销售收入增加所致；公司主营业务收入占营业收入比重均在 95%以上，主营业务突出。

从收入构成看，工程代建和纺织服装为公司核心业务。2015~2017，工程代建收入受当年结算工程量影响小幅波动。纺织服装业务收入逐年增加，年均复合增长 42.06%，其中 2017 年较上年增长 75.65%，主要系纺织品贸易收入增加所致。商品房销售业务受房屋交付进度影响呈波动增长态势，年均复合增长 62.94%，其中 2016 年较上年大幅增长 474.15%，主要系 2016 年商品房集中交付，收入结转较多所致。商品销售为 2015 年新增业务板块，2016 年商品销售板块实现收入 35.69 亿元，较上年增长 34.99%，主要系公司凭借综合优势与上下游建立良好关系，业务发展迅速所致。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；类金融业务主要包括融资租赁、股权投资等，受市场环境及需求影响波动较大。公司其他业务规模较小，对收入影响不大。

表 4　2015~2018 年 9 月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块		2015 年			2016 年		
		营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
工程代建	工程施工	141,143.70	18.81	10.84	114,122.09	11.17	11.26
	安置房建设	112,127.02	14.94	14.44	111,104.12	10.87	12.58
	小计	**253,270.72**	**33.75**	**12.43**	**225,226.21**	**22.04**	**11.91**
纺织服装		124,025.26	16.53	17.74	142,529.62	13.94	15.97
污水处理		5,199.69	0.69	44.57	5,323.88	0.52	44.88
租赁业务		24,182.01	3.22	58.80	22,243.66	2.18	44.08
商品房销售		39,461.68	5.26	34.22	226,569.00	22.17	26.50
类金融业务		16,507.83	2.20	71.27	15,793.59	1.55	57.23
商品销售		264,387.76	35.23	0.75	356,893.41	34.92	1.87

其他业务		23,346.87	3.11	58.68	27,534.34	2.69	23.11
合计		**750,381.81**	**100.00**	**14.79**	**1,022,113.70**	**100.00**	**14.08**
业务板块		**2017 年**			**2018 年 1~9 月**		
		营业收入	**占比**	**毛利率**	**营业收入**	**占比**	**毛利率**
工程代建	工程施工	104,834.82	9.93	10.62	30,616.40	4.71	11.59
	安置房建设	144,561.10	13.70	13.81	34,145.04	5.25	22.47
	小计	**249,395.92**	**23.63**	**12.47**	**64,761.43**	**9.96**	**15.96**
纺织服装		250,312.03	23.72	8.84	174,984.44	26.92	10.58
污水处理		10,125.05	0.96	36.88	8,037.23	1.24	44.56
租赁业务		22,574.75	2.14	39.93	17,589.74	2.71	52.56
商品房销售		104,769.37	9.93	32.94	47,783.53	7.35	36.59
类金融业务		21,224.62	2.01	60.83	12,580.16	1.94	50.45
商品销售		349,682.07	33.13	1.50	278,424.86	42.83	1.34
其他业务		47,306.31	4.48	41.73	45,946.13	7.07	53.32
合计		**1,055,390.11**	**100.00**	**13.11**	**650,107.53**	**100.00**	**14.42**

资料来源：公司提供

毛利率方面，公司工程代建业务毛利率波动较小；纺织服装业务毛利率逐年下降，系纺织品贸易收入占比扩大，但其利润空间较小所致；商品房销售业务毛利率呈波动趋势，主要系商品房销售价格受当年房地产市场波动及结转项目不同所致；商品销售业务开展初期毛利率水平很低，随着业务规模扩大及稳定，近两年毛利率较 2015 年有所提升；类金融业务毛利率呈波动趋势，主要系类金融业务处于起步阶段，受市场需求波动及自身专业性影响较大；租赁业务毛利率呈逐年下降趋势，主要是因为近几年新增的租赁资产出租率下降所致。受上述因素影响，2015~2017 年公司综合毛利率分别为 14.79%、14.08%和 13.11%，呈下滑态势。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 65.01 亿元，较上年同期下降 13.52%，主要系公司工程代建业务集中于四季度确认收入所致。其中工程代建、纺织服装仍为核心业务板块，分别实现收入 6.48 亿元和 17.50 亿元，此外，商品销售业务实现收入 27.84 亿元，当期收入占比较大。公司综合毛利率为 14.42%。

总体看，公司业务板块较多，2015~2017 年，得益于商品房结转收入增长及商品销售规模扩大，公司营业收入增长较快；公司商品销售及纺织服装业务中纺织品贸易利润空间较低，随着收入增加，综合毛利率逐年下滑。2018 年 1~9 月，公司工程代建业务收入确认较少，营业收入较上年同期有所下滑。

2．纺织服装

公司纺织服装业务收入主要包括牛仔布、服装、色织布加工销售和纺织品贸易收入，经营主体为黑牡丹，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。

2015~2017 年，公司纺织服装业务中纺织品贸易收入逐年增加，分别为 2.18 亿元、4.37 亿元和 14.26 亿元，占纺织服装业务收入比重逐年提高，分别为 17.61%、30.66%和 56.97%，由于纺织品贸易业务利润空间较低，随着其收入占比的提高，公司纺织服装业务的毛利率逐年降低；此外纺织产品加工原材料价格上涨也拉低毛利水平。近三年，纺织服装业务的毛利率分别为 17.74%、15.97%和 8.84%。

表 5　2015~2018 年 9 月纺织服装业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
牛仔布	75,015.39	60.48	80,708.50	56.63	91,055.95	36.38	82,990.13	47.43
服装	19,429.63	15.67	14,354.35	10.07	14,202.55	5.67	11,083.31	6.33
色织布	7,742.82	6.24	3,764.49	2.64	2,458.38	0.98	1,415.93	0.81
纺织品贸易	21,837.41	17.61	43,702.29	30.66	142,595.15	56.97	79,495.07	45.43
总计	**124,025.26**	**100.00**	**142,529.62**	**100.00**	**250,312.03**	**100.00**	**174,984.45**	**100.00**

资料来源：公司提供

（1）纺织服装加工销售

原材料方面，公司纺织服装业务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。

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。棉花及原纱采购价格主要随市场价格波动而变动，受行业景气度影响，棉纱价格波动影响了公司生产成本，针对价格波动，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。从采购量看，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；2017 年原纱采购总量为 25,229.20 吨，较上年增长 7.23%。棉花及原纱采购价格主要随市场价格波动而变动，2015~2017 年，棉花及原纱的采购价格较上年有不同程度的上升。2018 年 1~9 月，公司棉花采购量合计 20,442.43 吨，较上年同期增长 82.26%，主要系纺织品贸易规模扩大补充库存所致；原纱采购量合计 20,352.94 吨，较上年同期增长 11.82%，主要系同期牛仔布产量增加相应原材料需求增加所致。

表 6　2015~2018 年 9 月公司纺织服装原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料		2015 年		2016 年	
		采购量	采购均价	采购量	采购均价
棉花	国内采购	11,048.76	12,954.28	4,462.62	13,346.17
	国外采购	1,085.70	10,839.14	3,584.42	11,934.06
合计		**12,134.46**	--	**8,047.04**	--
原纱	国内采购	10,469.85	20,882.21	15,499.70	20,060.05
	国外采购	4,454.45	14,148.58	8,028.02	14,824.89
合计		**14,924.30**	--	**23,527.72**	--
原材料		**2017 年**		**2018 年 1~9 月**	
		采购量	**采购均价**	**采购量**	**采购均价**
棉花	国内采购	2,630.60	16,287.81	5,603.14	16,246.00
	国外采购	12,928.46	13,467.82	14,839.29	12,483.55
合计		**15,559.06**	--	**20,442.43**	--

原纱	国内采购	17,578.11	21,563.27	13,585.59	21,604.52
	国外采购	7,651.09	17,375.63	6,767.35	18,925.98
合计		**25,229.20**	**--**	**20,352.94**	**--**

资料来源：公司提供

生产方面，公司主要采用“订单生产”模式，牛仔布产品行业竞争力强。公司作为牛仔布行业龙头之一，在产品生产方面拥有专利技术 16 项，拥有从美国、日本、德国等国家引进的先进生产设备，技术优势明显。色织布及加工业务主要由子公司常州大德纺织有限公司（以下简称“大德纺织”）负责，大德纺织从事色织布生产多年，目前产品有粗支色织绒布类，细支薄型类，色织中支类等，在行业内具有较好的知名度；公司服装业务的加工与生产为外包生产和自主生产相结合的方式。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，近三年公司牛仔布产量持续上升，年均复合增长 5.06%，色织布产量逐年下滑，期中 2016 年受大德纺织厂房搬迁影响，色织布产量较上年大幅下滑 60.63%。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 7　2015~2018 年 9 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
产能	牛仔布（万米）	6,000.00	6,000.00	6,000.00	4,500
	纺纱（吨）	21,000.00	21,000.00	21,000.00	15,750
	服装（万件）	800.00	800.00	800.00	600
	色织布（万米）	600.00	600.00	600.00	450
产量	牛仔布（万米）	4,896.95	5,000.25	5,404.76	4,842.53
	纺纱（吨）	11,839.85	7,070.20	9,932.12	--
	服装（万件）	251.62	272.28	242.23	147.52
	色织布（万米）	649.04	255.50	138.94	95.03
产能利用率	牛仔布（%）	81.62	83.34	90.08	107.61
	纺纱（%）	56.38	33.67	47.30	-
	服装（%）	31.45	34.04	30.28	24.59
	色织布（%）	108.17	42.58	23.16	21.12

资料来源：公司提供

销售方面，公司以国内直销为主，以牛仔布为例，主要客户包括东阳市牡丹经济贸易有限公司、Crystal Apparel Ltd、江苏国泰国盛实业有限公司和山东画牛仔创意智造有限公司等，2015~2017 年前五大客户销售金额占牛仔布销售收入总额的比重分别为 40.30%、45.93%和 40.43%，集中度尚可。2015~2017 年公司牛仔布销量持续上升，年均复合增长 5.33%，色织布销量逐年下滑，年均复合下降 41.40%，主要系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。2015~2017 年，公司主要产品的产销率均维持在较高水平，公司服装销量中部分为外部采购，将部分织造工序进行外发加工，故产销率高于 100%。

表 8　2015~2018 年 9 月公司纺织服装业务产量、销量及产销率情况

主要指标	产品类别	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
产量	牛仔布（万米）	4,896.95	5,000.25	5,404.76	4,842.53
	纺纱（吨）	11,839.85	7,070.20	9,932.12	-
	服装（万件）	251.62	272.28	242.23	147.52
	色织布（万米）	649.04	255.50	138.94	95.03
销量	牛仔布（万米）	4,767.31	4,886.24	5,373.64	4,835.14
	纺纱（吨）	11,839.85	7,070.20	9,932.12	-
	服装（万件）	282.35	279.04	245.41	172.79
	色织布（万米）	684.07	279.68	234.88	91.88
产销率	牛仔布（%）	97.35	97.72	99.42	99.85
	纺纱（%）	100.00	100.00	100.00	-
	服装（%）	112.21	102.48	90.13	117.13
	色织布（%）	105.40	109.46	169.05	96.69

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。

（2）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，开展棉花、纺纱等纺织品贸易业务。公司依托进黑牡丹集团进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）、黑牡丹（香港）有限公司（以下简称“香港公司”）、常州库鲁布旦有限公司（以下简称“库鲁布坦公司”）等贸易平台，开拓纺织品贸易业务，形成一体化的“大经营平台”，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。

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，纺织品贸易分别实现销售收入 2.18 亿元、4.37 亿元、14.26 亿元和 7.95 亿元，销售收入快速增长主要系公司完善纺织业务产业链，进出口公司及香港公司的贸易业务大幅增加。公司纺织品贸易业务主要客户为江苏联湘纺织原料有限公司、常州信道供应链管理有限公司、常州群达纺织原料有限公司等，近三年前五大客户销售收入占比分别为 59.02%、66.18%、66.76%，客户集中度较高。

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。

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。

总体看，纺织服装板块收入是公司营业收入主要来源之一，受公司产品调整及部分厂房搬迁影响，色织布产量及销量大幅下滑，牛仔布产量、销量逐年提升，受益于纺织品贸易大幅增长，收入规模逐年有所提升。

3．工程代建业务

公司工程代建业务涉及业务领域包括城市基础设施建设、安置房建设、土地一级整理等；以下主要分析收入占比较大的基础设施建设业务及安置房建设业务。

（1）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务主要由黑牡丹子公司黑牡丹建设经营，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，在新北区基础设施建设领域居主导地位。公司基建类部分业务收益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实现回款。

公司基础设施建设的主要模式为：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，形成应收账款。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（常新财经[2015]5号）《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）、政泰路BT项目等。其中政泰路采用BT模式，并与新北区城建局签订了《政泰路（机场路-338省道）工程建设、移交（BT）项目施工合同》，该项目于2016年9月完工，公司按照合同金额确定收入，按照实际投入结转成本，根据合同约定的回款安排计入“长期应收款”。

2015~2017年，公司工程施工业务分别确认收入14.11亿元、11.41亿元和10.48亿元；分别收到政府回款7.87亿元、5.70亿元和13.04亿元，公司回款质量尚可。

表9　截至2018年9月公司主要已完工基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	是否签订协议	开工时间	完工时间	已投资额	累计确认收入	累计回款金额
S122省道	是	2014.01	2016.10	11.77	12.59	3.72
河海路改造（晋陵路-东支路）	是	2014.10	2015.12	2.55	2.96	1.32
新龙湖音乐公园	是	2014.10	2016.03	1.37	1.48	0.40
井冈山路（S338-卫东路延伸段）	是	2013.09	2017.12	0.50	0.57	0.19
政泰路BT项目	是	2015.03	2016.09	1.06[3]	1.49	0.67
合计	--	--	--	**17.25**	**19.09**	**6.30**

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至2018年9月末，公司以代建模式在建的市政基础设施项目总投资6.61亿元，已投资4.16亿元，尚需投资2.45亿元。公司代建的基础设施项目较少，后续基础设施建设业务主要以PPP模式开展。

[3] 部分已投资额未确认。

表 10　截至 2018 年 9 月末公司主要基础设施代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计完工时间	计划总投	已投资额	未来投资计划		
				2018 年 9~12 月	2019 年	2020 年
北海中路（龙江路-通江路）	2019.12	1.87	1.34	0.18	0.10	-
嫩江路（龙江路-春江路）	2018.12	1.97	1.96	0.28	0.20	-
西海路（S239-X214）	2019.12	1.07	0.21	0.10	0.07	0.07
赣江路（春江路-龙江路)	2019.06	0.91	0.56	0.10	0.06	0.05
三江口公园配套道路	2019.12	0.79	0.09	0.30	0.10	-
合计	--	**6.61**	**4.16**	**0.95**	**0.53**	**0.12**

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司对原有的基础设施建设模式进行业务转型，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；项目竣工验收进入运营期后，新北区城建局根据项目工程的竣工决算审计价和双方约定的投资回报率（一般 10%）支付费用，包括可用性服务费和运维绩效服务费等；审定后的下一年度起，按照约定的回报率，运营期内逐年确认收入、结转成本。

表 11　截至 2018 年 9 月末公司主要在建 PPP 项目情况（单位：万元、年）

项目名称	业主单位	入库情况	是否签订协议	建设期	运营期限	计划总投	已投资额	未来投资计划		
								2018 年 9~12 月	2019 年	2020 年
常州市新北区 2015~2016 年重点基础设施一期项目	新北区城建局	财政部项目储备库	是	2016.7~2019.6	10	12.22	2.46	1.89	1.92	1.23
常州市新北区 2015~2016 年重点基础设施二期项目	新北区城建局	财政部项目管理库	是	2017.1~2020.6	10	17.01	1.29	1.05	1.51	1.48
常州市新北区 2015~2016 年重点基础设施三期项目	新北区城建局	江苏省 PPP 项目库	是	2017.6~2019.6	8	5.93	1.07	1.94	0.50	0.25
常州高新区（新北区）“两馆两中心”项目	新北区城建局	财政部项目管理库	是	2017.9~2020.9	15	6.94	0.18	0.04	2.30	2.52
合计	--	--	--	--	--	**42.10**	**5.00**	**4.92**	**6.23**	**5.48**

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司基础设施建项目回款质量较好；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，PPP项目运营期限较长，加大公司资金周转压力。

（2）定向安置房销售业务

公司定向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”）开发经营，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款（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，安置房项目为竣工结算后按照成本加成约 15.00%利润确认

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

建设及销售方面，2015~2017 年，公司安置房开发面积年有所减少，年均复合下降 18.16%；公司按照成本加成模式进行回款，安置房销售均价相对稳定；随着安置房竣工移交，安置房销售面积逐年增长，年均复合增长 11.59%。安置房销售收入呈波动增长态势。

表 12　2015~2018 年 9 月公司安置房建设及销售情况（单位：万元、平方米、元/平方米）

年份	开发面积	完工面积	销售面积	销售均价	销售收入
2015 年	837,798	349,281	292,370	3,835.11	112,127
2016 年	590,180	33,538	271,767	4,092.11	111,210
2017 年	554,920	453,257	364,069	3,970.70	144,561
18 年 1~9 月	193,705	102,668	81,466	4,191.32	34,145

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 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 54.73 亿元，累计已回款金额 31.08 亿元，其中 2015~2017 年回款金额分别为 0.21 亿元、6.02 亿元和 4.92 亿元。剩余回款金额 23.65 亿元，未来回款计划较为明确。

表 13　截至 2018 年 9 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	已投资额	累计确认收入	累计回款金额	未来回款计划		
						2018 年 9~12 月	2019 年	2020 年
祥龙苑	2009.01	2015.02	6.72	8.36	8.38	--	--	--
百馨西苑（续建）	2013.07	2015.01	9.43	10.58	2.85	3.44	4.58	1.32
香山欣园（续建）	2012.03	2014.01	2.84	3.35	2.53	0.82	--	--
新桥商业街	2011.08	2014.07	6.65	4.48	4.27	0.04	--	--
怡景湾（安置房部分）	2014.06	2016.06	1.71	2.15	2.00	0.15	--	--
百馨西苑四期	2014.02	2017.06	12.78	14.23	2.60	3.14	3.14	3.14
新景花苑四期	2015.03	2017.12	1.94	3.13	-	2.96	0.2	0.16
合计	--	--	**49.55**	**54.73**	**31.08**	**10.55**	**7.92**	**4.62**

资料来源：公司提供
注：部分安置房项目有少量上市市场化销售，核算中仍计入安置房销售收入。

截至 2018 年 9 月末，公司在建安置房项目为香山福园项目，总建筑面积 9.10 万平方米，预计总投资 3.62 亿元，已投资 1.69 亿元，未来尚需投资规模较小。截至 2018 年 9 月末，公司尚无拟建安置房项目。

表 14　截至 2018 年 9 月末公司在建保障房项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	建筑面积	开工时间	预计完工时间	计划总投	已投资额	未来投资计划		
						2018 年 9~12 月	2019	2020
香山福园	9.10	2018.08	2018.12	36,262.89	16,948.03	4350.00	5000.00	1000.00

资料来源：公司提供

总体看，近年公司安置房开发规模呈下滑趋势，整体回款情况一般，待回款金额较大，在建项目较少且无拟建项目，未来安置房开发业务发展存在一定的不确定性。

4．房地产业务

公司房地产业务主要运营主体为黑牡丹置业下属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、常州牡丹景都置业有限公司，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。

收入结转方面，2015~2017 年，商品房销售收入受项目交付完工交付进度影响波动较大，分别为 3.95 亿元、22.66 亿元和 10.47 亿元，其中 2016 年收入较上年大幅增长，主要系绿都万和城、苏州丹华君都、怡景湾项目交付结转所致。

销售方面，2015~2017 年，随着常州市房地产市场的回暖及公司房地产开发项目的增多，公司商品房签约销售面积逐年增长，年均复合增长 192.15%；公司商品房签约销售均价波动增长，年均复合增长 6.60%，其中 2016 年公司签约销售均价较低主要系当年销售车库较多拉低销售均价所致。2017 年，在销售面积及均价增长带动下，公司签约销售金额年均复合增长 79.10%。2018 年 1~9 月，公司签约销售面积 42.78 万平方米，高于上年全年销售面积；市场带动下签约销售均价较上年有所提高，量价齐升带动下签约销售金额大幅增长，公司房地产项目多处于在建状态，结转收入规模较小。

表 15　2015~2017 年公司房地产项目销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
签约销售面积（万平方米）	4.38	27.95	37.59	42.78
签约销售均价（万元/平方米）	0.88	0.79	1.00	1.26
签约销售金额（亿元）	3.85	22.17	37.68	54.03
结转收入（亿元）	3.95	22.66	12.67	3.16

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 月末，公司房地产项目剩余可售面积为 22.94 万平方米，其中已完工项目剩余可售面积 13.78 万平方米，在建项目剩余可售面积 9.16 万平方米（在建项目中“总可售面积”仅为取得预售证部分的面积）。公司在建房地产项目总建筑面积 219.11 万平方米，未来随着房地产项目开发推进、项目上市销售，公司房地产项目可售面积将继续增加。

表 16　截至 2018 年 9 月末公司已完工房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	总可售面积	已售面积	剩余可售面积	累计销售金额
绿都 08 地块	18.66	17.37	1.29	118,879.65
绿都 03 地块	24.71	21.40	3.31	127,666.95
绿都 05 地块	17.71	16.27	1.44	115,596.25
绿都 04 地块	4.16	0.08	4.07	2,899.68
怡景湾（商品房）	14.52	13,81	0.71	80,398.27
月亮湾	4.79	2.76	2.02	75,975.70
东城名居	11.13	10.21	0.92	48,281.84
合计	**95.68**	**81.90**	**13.78**	**569,698.34**

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2018 年 9 月末，公司在建房地产项目包括绿都地块项目等，在建项目计划

总投资金额 107.99 亿元，累计完成投资 55.77 亿元，预计仍需投资 52.22 亿元，后续资金压力较大。

表 17　截至 2018 年 9 月末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		
							2018 年 9~12 月	2019 年	2020 年
绿都 01 地块	2019.09	60.21	50.07	48.20	234,071.00	164,981.23	13,539.66	35,000.00	20,000.00
绿都 02 地块	2018.12	18.74	13.18	12.07	60,100.00	70,852.70	5,071.89	10,000.00	4,000.00
绿都 10 地块	2020.12	14.75	--	--	77,500.00	11,392.56	1,500.00	30,000.00	15,500.00
牡丹欣悦湾（新龙 C 地块）	2019.04	22.32	16.45	16.00	85,874.00	42,735.21	2,560.45	13,842.00	5,812.00
黑牡丹常州科技园一期	2021.10	31.16	6.28	4.75	122,257.00	23,818.00	14,672.00	36,000.00	20,000.00
黑牡丹常州科技园二期	2019.10	15.61	--	--	60,475.90	8,252.00	20,991.00	20,000.00	10,000.00
牡丹三江公园（龙虎塘）	2021.12	40.08	6.02	4.51	349,602.00	173,983.16	27,316.84	42,000.00	45,000.00
太湖天地（星月湾）	2019.11	16.24	12.89	10.20	90,000.00	61,692.00	3,500.00	18,808.00	6,000.00
合计	--	**219.11**	**104.89**	**95.73**	**1,079,879.90**	**557,706.86**	**89,151.84**	**205,650.00**	**126,312.00**

资料来源：公司提供
注：绿都 10 地块及黑牡丹常州科技园二期地块项目刚开工，尚未达到可售状态。

拟建项目及土地储备方面，截至 2018 年 9 月末，公司拟建项目包括枫丹壹号（望月湾）、绿都万和城和牡丹和府项目，项目总占地面积 49.78 万平方米，全部为商业住宅，计划于 2018 年末开工。项目总投资金额 42.39 亿元。公司拟建项目及土地储备规模尚可，但后续投资压力较大。

表 18　截至 2018 年 9 月末公司拟建房地产项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	占地面积	建筑面积	项目业态	开工时间	预计完工时间	计划总投	未来预计投资金额		
							2018 年 9~12 月	2019 年	2020 年
枫丹壹号（望月湾）	6.28	11.91	住宅	2018.11	2020.05	85,000.00	53,457.00	18,701.00	11,192.00
绿都万和城	16.90	57.82	住宅	2018.10	2021.03	269,625.00	7,107.44	100,000.00	74,500.00
牡丹和府	2.41	7.12	住宅	2018.12	2020.12	69,295.97	4,257.00	7,941.00	6,411.00
合计	**49.78**	**76.85**	--	--	--	**423,920.97**	**64,821.44**	**126,642.00**	**92,103.00**

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司商品房签约销售金额及面积逐年增长，销售均价有所提高；公司在建、拟建项目较为充足，为公司未来房地产业务的开展提供了一定的保障，但未来投资压力较大。

5．商品销售

商品销售业务为 2015 年公司新增业务，经营主体为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，销售产品主要为笔记本等电子产品和通讯设备。公司贸易业务均为订单拉动型业务，通过为下游客户垫资采购获取差价收益，垫资时间较短。

2015~2017 年，公司分别实现商品销售收入 26.44 亿元、35.69 亿元和 34.97 亿元；同期，公司商品销售业务毛利率分别为 0.75%、1.87%和 1.50%。2016 年收入和毛利增幅较大主要系公司与上下游企业建立了良好稳定的关系，嘉讯公司和瑞腾公司经营的电子产品和通讯设备等产品的贸易收入增加所致。公司商品贸易业务毛利率水平较低，未来公司将控制贸易业务规模。

商品销售业务模式为：公司与上游供应商、下游销售客户签订采购合同与销售合同，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，公司向供应商支付货款；经过一定时间的账期（一般为 3 个月），客户根据签订的销售合同日期付款。

公司与上游供应商采用现款现货的结算方式；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，公司一般给予下游客户 3 个月的账期。

上下游客户方面，2017 年，公司上游供应商主要为南京庆亚贸易有限公司等，前五大供应商采购金额合计 32.92 亿元，采购占比为 95.56%；公司下游客户主要为北京大唐高鸿科技发展有限公司等，前五大客户销售金额合计 31.71 亿元，销售占比为 90.68%。公司商品销售业务上下游客户集中度较高，对单一供应商及客户依赖较大。

表 19　2017 年公司商品销售前五大供应商及客户情况（单位：万元）

供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
南京庆亚贸易有限公司	167,598.21	48.66	北京大唐高鸿科技发展有限公司	170,753.21	48.83
常州市龙卡斯商贸有限公司	84,263.36	24.47	中电科投资开发有限公司	76,218.19	21.80
常州紫金恒机械有限公司	56,411.48	16.38	江苏高鸿鼎恒信息技术有限公司	28,202.13	8.07
南京苏宁易购电子商务有限公司	12,240.83	3.55	北京国信安信息科技有限公司	22,206.72	6.35
苏宁云商集团股份有限公司	8,618.60	2.50	江苏高鸿鼎远信息科技有限公司	19,721.76	5.64
合计	**329,132.48**	**95.56**	**合计**	**317,102.01**	**90.68**

资料来源：公司提供

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，上下游集中度较高，对单一供应商及客户依赖较大。

6．其他业务

公司其他业务包括租赁业务、类金融业务、污水处理等，业务规模较小，收入贡献不大。

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。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司租赁业务收入分别为 2.42 亿元、2.22 亿元、2.26 亿元和和 1.76 亿元，收入相对稳定，回款正常。

公司类金融业务主要包括融资租赁、担保、股权投资、小贷业务等，由常州常高新金隆控股有限公司（以下简称“金控公司”）及其子公司经营，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。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司类金融类业务收入分别为 1.65 亿元、1.58 亿元、2.12 亿元和 1.26 亿元，类金融业务受收入及利润受宏观及区域市场环境影响波动较大。

7．未来发展

未来发展方面，公司主要采取四项措施：一是投资精细化，并购基金、PPP 基金、小微创投三足鼎立；二是建设专业化，以海绵城市为契机，从水务基建领域着手，创建常高新建设核心团队；三是试水破局大项目建设难题，设立 PPP 专项建设基金；四是以推动“大金融”建设为突破点，打

造金融服务新名片；此外，公司还将密切关注支付、互联网金融、信托、证券类资产的并购机会，融合现有资源，拓展金融板块。

总体看，公司未来发展将在继续保持现有优势产业的同时，通过不断提升类金融和现代服务业的市场地位，有利于分散经营风险、调整与优化产业结构，进而提升整体经济效益。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报表，华普天建会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2018 年 1~9 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增加 13 家，共 95 家；2017 年公司合并范围内新增 8 家子公司，注销、处置子公司 6 家，纳入合并范围子公司共 97 家。2018 年 1~9 月，公司纳入合并范围子公司业新增 14 家，减少 1 家，共 110 家。公司合并范围内新增子公司资产和权益规模较小。

公司根据财政部 2017 年新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，并自 2017 年起执行新会计准则，会计政策的变更主要对财务报表项目列示产生影响，对公司的净利润、总资产和净资产不产生实质影响。公司无会计估计变更。

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。

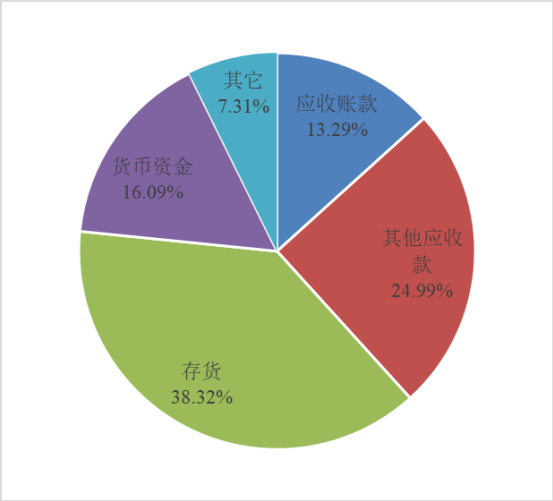
2. 资产质量

随着公司基建项目和房地产项目的投入规模增加，公司资产总额逐年增长。2015~2017 年，公司资产总额年均复合增长 10.24%。截至 2017 年末，公司资产总额 591.51 亿元，较年初增长 9.07%，主要为流动资产增加。从资产构成来看，近三年公司流动资产占比分别为 76.48%、73.74%和 74.70%，流动资产占比较大。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长 8.95%。截至 2017 年末，公司流动资产 441.85 亿元，较年初增长 10.48%，主要系应收账款和其他应收款增加所致；截至 2017 年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，如下图所示。

图 2　截至 2017 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 10.37%。截至 2017 年末，公司货币资金 71.09 亿元，较年初增长 9.27%，主要系债务融资规模扩大所致。公司货币资金主要为银行存款 62.31 亿元（占 87.66%）和其他货币资金 8.76 亿元（占 12.33%），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。

2015~2017 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 17.60%。公司应收账款主要为应收安置房回款、基础设施代建款及部分贸易款，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。应收账款中应收政府及下属部门款项 51.04 亿元（占 86.89%），主要为应收安置房回款和代建工程款，不计提坏账准备，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 5.00 亿元（占 8.51%，账龄在 1 年以内）。公司应收账款计提坏账准备 0.41 亿元，计提比例 0.69%。

2015~2017 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 20.75%。公司其他应收款规模较大，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[4]及相关款项。截至 2017 年末，公司其他应收款 110.41 亿元，较年初增长 23.46%，主要系与常州市新北区财政局的往来款及应收土地收储款增加所致。其他应收款前五位占比 96.71%，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，占用公司营运资金。

表 20　截至 2017 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
常州市新北区财政局	760,651.00	68.89	代垫资金及往来款
常州市新北国土储备中心	159,381.09	14.43	土地收储款及保证金
浙江港达置业有限公司	74,000.00	6.70	暂借款
常州市新北区城市建设与管理局	56,964.03	5.16	项目垫资款
常州正泰房产居间服务有限公司	24,289.57	2.20	债权转让款
合计	**1,075,285.70**	**97.38**	--

资料来源：公司审计报告

[4] 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科目。

2015~2017 年，公司存货价值基本保持稳定。截至 2017 年末，公司存货账面价值 169.32 亿元，其中开发成本 151.37 亿元（占 89.40%）、开发产品 9.96 亿元（占 5.88%）、工程施工 3.77 亿元（占 2.23%）。公司开发成本中，土地资产 68.36 亿元（占 45.16%），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，按历史成本入账；商品房开发成本 40.03 亿元（占 26.45%），主要是龙虎塘项目、绿都万和城以及科技园的资本投入。开发产品 10.15 亿元，主要是苏州丹华君都、绿都万和城和新桥商业街的剩余房源。公司存货计提跌价准备 0.52 亿元，计提比例很低，主要为对库存商品、原材料和开发产品计提跌价准备。

表 21　截至 2017 年末公司开发成本明细（单位：万元、%）

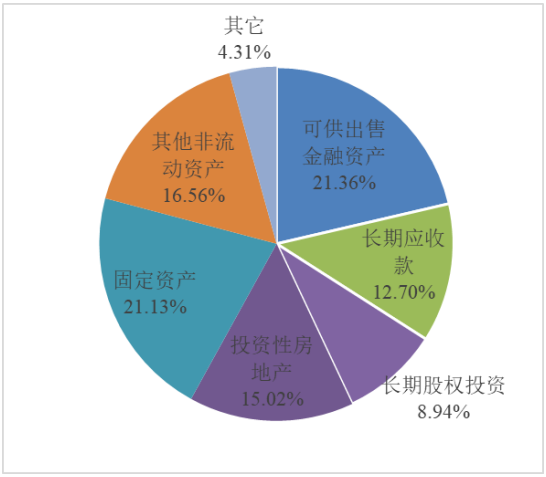
项目	账面余额	占比
安置房开发	23,481.55	1.55
商品房开发	400,340.72	26.45
土地开发	683,612.06	45.16
基础设施建设	36,765.85	2.43
征地拆迁[5]	295,496.34	19.52
标准厂房	74,013.77	4.89
合计	**1,513,710.29**	**100.00**

资料来源：公司提供

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 14.33%。截至 2017 年末，公司非流动资产 149.67 亿元，较年初增长 5.10%，主要系追加对外投资使得可供出售金融资产、长期股权投资规模增加所致；公司非流动资产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 3　截至 2017 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司对外投资规模扩大，可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 39.97%。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 31.97 亿元，较年初增长 18.82%，主要系金控公司追加对外

[5] 征地拆迁是对地块的拆迁补偿及安置、服务费等成本。

股权及债权投资所致。其中债权投资 3.36 亿元（占 10.52%），权益投资 28.60 亿元（占 89.48%）；按公允价值计量的 20.08 亿元，按成本计量的 8.84 亿元。共计提减值准备 0.32 亿元，均为权益投资项目计提。

2015~2017 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 51.80%。截至 2017 年末，公司长期股权投资 13.37 亿元，较年初增长 43.54%，主要系金控公司对常州天融股权投资中心（有限合伙）追加投资，及常州金瑞碳材料创业投资企业（有限合伙）从可供出售金融资产转入长期股权投资所致。公司长期股权投资未计提减值准备，2017 年在权益法下的投资损益为-0.14 亿元。

2015~2017 年，随着融资租赁业务规模的扩大，长期应收款持续增长，年均复合增长 63.93%。长期应收款主要为应收融资租赁款。截至 2017 年末，公司长期应收款 19.00 亿元，较年初增长 21.46%。

2015~2017 年，公司投资性房地产账面价值稳定。截至 2017 年末，公司投资性房地产账面价值 22.47 亿元，以房屋和建筑物为主（占 90.50%），采用成本模式计量，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，累计计提折旧 3.45 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 4.35%。截至 2017 年末，公司固定资产账面价值 31.62 亿元，较年初下降 7.20%，主要系部分固定资产处置和报废所致；固定资产主要由房屋建筑物（占 38.08%）、机器设备（占 5.19%）和其他（占 56.40%）构成，其他主要为绿化资产。固定资产累计计提折旧 11.94 亿元，成新率 72.62%，成新率尚可。

2015~2017 年，公司其他非流动资产年均复合下降 1.39%。截至 2017 年末，公司其他非流动资产 24.78 亿元，较年初增长 4.03%。其他非流动资产主要为北部新城高铁片区土地前期开发项目（12.12 亿元）及万顷良田（9.51 亿元）委托项目投入。该两个项目由黑牡丹负责，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。

截至 2018 年 9 月末，公司合并资产总额 669.98 亿元，较年初增长 13.27%；其中流动资产 514.88 亿元（占 76.85%），较年初增长 16.53%，主要系其他应收款增加所致；非流动资产 155.10 亿元，较年初小幅增长，主要系长期股权投资增加所致。

截至 2018 年 9 月末，公司受限资产账面价值 70.97 亿元（不含黑牡丹质押的股权），占总资产的 10.59%，占净资产的 34.84%，主要用于抵押贷款；截至 2018 年 9 月末，黑牡丹总股本 1,047,095,025.00 股，公司持股数为 522,662,086 股（持股比例 49.92%），其中质押 78,616,352 股，占公司持股数量的 15.04%。

表 22　截至 2018 年 9 月末公司资产受限情况（单位：万元）

项目	期末余额	受限原因
货币资金	70,870.26	保证金
其他应收款	63,211.90	资管计划专项资金
存货-土地使用权	405,228.91	贷款抵押
投资性房地产	74,567.12	贷款抵押
长期应收款	95,816.01	保理、质押及资产证券化的基础资产
合计	709,694.20	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

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；欠款方主要是政府及相关单位，回款受政府财政状况和相关政策影响较大。公司整体资产质量一般。

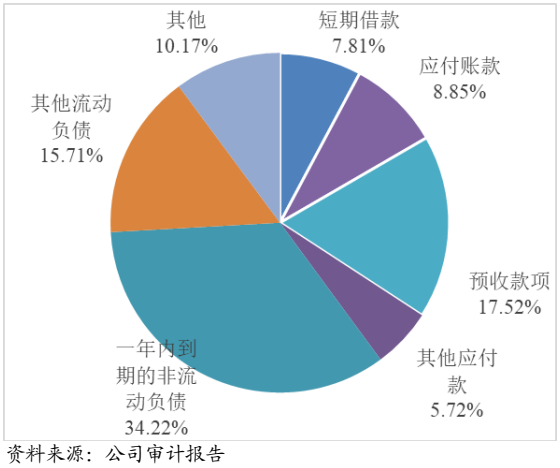
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额逐年增加，年均复合增长 12.40%。截至 2017 年末，公司负债总额 388.40 亿元，较年初增长 12.70%，主要系非流动负债增加所致。近三年，公司非流动负债占比分别为 53.16%、56.33%和 62.57%，非流动负债占比持续提高。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 0.48%。截至 2017 年末，公司流动负债 145.39 亿元，主要由短期借款、应付账款、其他应付款、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 4 截至 2017 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司逐步调整融资结构，短期借款逐年下降，年均复合下降 39.95%。截至 2017 年末，公司短期借款 11.35 亿元，较年初下降 58.61%；短期借款主要是保证借款，占比 92.54%。

2015~2017 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 12.58%。公司应付账款主要是应付工程款，截至 2017 年末，应付账款 12.86 亿元，较年初下降 32.96%，主要系工程款结算所致；应付账款账龄 1 年以内的占 45.07%、1~2 年占 36.64%，2~3 年占 13.93%，整体账龄较短。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 73.39%。预收账款主要为预售房款和贸易业务的预收款。截至 2017 年末，公司预收款项 25.47 亿元，较年初大幅增长 209.85%，主要系 2017 年水岸国际和绿都 02 地块开盘预售所致。预收账款账龄大部分为 1 年以内。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 5.03%。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 2017 年末为 8.32 亿元。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 9.55%。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债 49.76 亿元，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 21.13 亿元、26.20 亿元和 2.42 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 10.51%。其他流动负债主要为短期

债券及预提费用，受短期债券发行及到期偿付影响有所波动。截至 2017 年末，公司其他流动负债 22.84 亿元，较年初增长 30.98%，主要系年内公司发行短期融资券、超短期融资券所致；其他流动负债中短期融资券已计入短期债务及其相关计算指标。

随着公司项目投入增加，公司长期借款和应付债券规模扩大，非流动负债规模不断扩大。2015~2017 年，非流动负债年均复合增长 21.94%。截至 2017 年末，公司非流动负债 243.01 亿元，较年初增长 25.17%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 46.71%）和应付债券（占 48.94%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款呈上升趋势，年均复合增长 20.99%。截至 2017 年末，公司长期借款 113.50 亿元，较年初增长 46.40%。其中质押借款占 9.97%、保证借款占 67.64%、保证+抵（质）押借款占 14.86%。

2015~2017 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 23.23%。截至 2017 年末，公司应付债券 118.94 亿元，较年初增长 17.21%，主要系 2017 年公司新发行“17 常高新 PPN001”14.00 亿元、“17 常高新 PPN002”14.00 亿元、“17 常高新 PPN003”10.00 亿元、黑牡丹境外债券 6.53 亿元所致。公司应付债券情况见附件 3。

2015~2017 年，公司债务规模持续扩大，年均复合增长 15.37%。截至 2017 年末，公司债务总额 320.92 亿元，较年初增长 9.36%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务 81.06 亿元，较年初下降 21.54%；长期债务 239.86 亿元，较年初增长 26.15%。长期债务占比自年初 64.79%上升至 74.74%，债务结构有所优化。截至 2017 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 65.66%、61.24%和 54.15%，较年初分别提高 2.12 个百分点、1.49 个百分点和 5.12 个百分点，公司债务负担有所加重。

如将永续债调整至长期债务核算，截至 2017 年末，公司全部债务总额增至 332.86 亿元，其中短期债务 81.06 亿元（占 24.35%），长期债务 251.80 亿元（占比 75.65%）。偿债指标方面，截至 2017 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 67.68%、63.52%和 56.84%，分别较年初提高 3.03 个百分点、2.55 个百分点和 6.28 个百分点，公司债务负担较重。

截至 2018 年 9 月末，公司负债总额 466.21 亿元，较年初增长 20.03%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债 244.75 亿元（占 52.50%），较年初增长 68.34%，主要系预收售楼款增加所致；非流动负债 221.46 亿元（占 47.50%）。截至 2018 年 9 月末，公司债务总额 344.23 亿元，较年初增长 7.26%；其中，短期债务 125.71 亿元（占 36.52%），较年初增长 55.08%，主要系短期借款增加所致；长期债务 218.52 亿元（占 63.48%），较年初下降 8.90%，主要系部分长期借款偿还以及重分类所致。公司于 2019~2020 年债务到期规模较大，面临一定集中偿付压力。截至 2018 年 9 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 69.59%、62.82%和 51.75%，较年初分别上升 3.92 个百分点、上升 1.58 个百分点和下降 2.40 个百分点，考虑到预收款项将逐步结转收入，公司实际资产负债率低于指标值。若将永续债调入长期债务，公司全部债务增至 356.13 亿元；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 71.36%、64.99%和 54.57%，债务负担较重。

表 23　截至 2018 年 9 月底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
		长期借款	应付债券	其他非流动负债	
2018 年 10 月~2019 年	125.91	12.25	7.57	--	**145.73**

2020 年	--	35.84	43.00	5.00	**83.84**
2021 年	--	22.25	41.50	2.00	**65.75**
2022 年	--	13.98	--	--	**13.98**
2023 年及以后	--	10.43	23.08	--	**33.51**
合计	**125.91**	**94.75**	**115.15**	**7.00**	**342.81**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：长期应付款期限分布未列示与上表中。

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，以长期债务为主，2019~2020 年面临一定集中偿付压力。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 6.44%。截至 2017 年末，公司所有者权益为 203.11 亿元，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益为 163.16 亿元（占 80.33%），其中实收资本、资本公积、其他综合收益、其他权益工具和未分配利润分别占 6.16%、75.63%、3.10%、7.31%和 7.33%，所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，公司所有者权益结构稳定性较高。

截至 2017 年末，公司实收资本为 10.05 亿元，全部为常州市新北区政府现金出资，近三年未发生变化。

2015~2017 年，公司资本公积波动较小。截至 2017 年末，公司资本公积 123.39 亿元，其中资本溢价 107.66 亿元，主要为股东现金注资积累，其他资本公积 15.73 亿元，主要为股权和资产划转形成。

公司其他权益工具为发行的“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 2017 年末账面价值为 11.93 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益为 203.77 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，资本公积中现金比例较高，权益结构较为稳定。

4. 盈利能力

2015~2017 年，在纺织品贸易、商品销售业务带动下，公司营业收入持续增长，年均复合增长 18.59%。同期，公司营业成本年均复合增长 19.76%，与收入波动变化基本一致。2015~2017 年，公司营业利润率波动下降，年均复合下降 2.00%，公司纺织品贸易及商品销售利润空间较低，随着其收入规模及占比扩大，公司毛利率逐年下降。2017 年，公司实现营业利润 5.64 亿元，较上年增加 5.23 亿元，主要系会计准则调整，将相关补贴计入其他收益所致。

从期间费用看，2015~2017 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 5.24%。2017 年，公司期间费用总额为 10.53 亿元，其中公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 11.24%、36.78%和 51.98%，以财务费用为主。2017 年，财务费用为 5.48 亿元，较上年下降 7.53%，主要系利息收入较大冲减利息支出以及资本化利息支出规模增加所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 12.68%、10.32%和 9.98%，呈逐年下降趋势，公司费用控制能力尚可。

2017 年，公司实现投资收益 0.65 亿元，较上年增加 0.71 亿元，主要系可供出售金融资产在持有期间的投资收益，其占营业利润比重为 11.54%，对营业利润影响不大。2015~2017 年公司营业外收入及其他收益合计分别为 6.02 亿元、5.38 亿元和 3.80 亿元，以政府补助为主，呈下降趋势。随着公司经营性业务发展稳定，政府补贴逐步减少，占利润总额的比重亦逐年降低，分别为 106.68%、

94.08%和 60.39%，但公司利润实现对政府补贴依赖性仍较高。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 12.46%、11.75%和 11.97%，波动下降。公司总资本收益率分别为 2.88%、2.50%和 2.35%，总资产报酬率分别为 2.74%、2.65%和 2.58%，净资产收益率分别为 2.65%、1.86%和 1.81%，均呈下滑趋势。受毛利较低的贸易业务规模增长的影响，公司盈利能力有所下降，整体盈利能力较弱。未来随着公司控制贸易业务规模，商品房销售结转收入，公司盈利能力或有所提升。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 65.01 亿元，较上年同期下降 13.52%，主要系工程代建尚未结转收入所致。实现营业利润 1.64 亿元，较上年同期下降 40.66%，主要系期间费用增加以及政府补贴减少所致。实现净利润 0.60 亿元，较上年同期下降 70.98%。

总体看，近三年公司营业收入逐年增加，但受毛利率较低的商品销售业务规模扩大，盈利能力逐年下滑，同时利润实现对政府补助依赖程度较高，整体看公司盈利能力偏弱。

5. 现金流

2015~2017 年，公司经营活动现金净流入持续扩大，分别为 6.89 亿元、7.18 亿元和 16.48 亿元。2015~2017 年，公司销售商品提供劳务收到现金分别为 67.00 亿元、99.06 亿元和 116.42 亿元，在纺织品贸易、商品销售业务带动下逐年增长；收到其他与经营活动有关现金分别 19.88 亿元、23.19 亿元和 24.05 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。2015~2017 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 63.29 亿元、88.83 亿元和 103.26 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 10.17 亿元、18.06 亿元和 12.01 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 89.29%、96.91%和 110.31%，收入实现质量逐年提高。

2015~2017 年，公司投资活动现金持续净流出，分别净流出 19.36 亿元、25.95 亿元和 18.55 亿元。2015~2017 年，公司收回投资收到的现金分别为 5.33 亿元、14.11 亿元和 37.81 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 17.30 亿元、32.55 亿元和 53.90 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；2017 年理财产品的购买与赎回业务产生了较大的现金流收支。

2015~2017 年，公司筹资活动现金由净流出转为净流入，分别为-1.59 亿元、18.39 亿元和 11.98 亿元。公司筹资活动现金流入规模呈下滑趋势，分别为 217.14 亿元、210.95 亿元和 203.45 亿元，年均复合减少 3.20%，以银行借款为主；其中，收到其他与筹资活动有关现金分别为 46.34 亿元、33.88 亿元和 65.63 亿元，主要为收回非关联单位的借款。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出逐年下滑，分别为 218.74 亿元、192.56 亿元和 191.48 亿元，年均复合降低 6.44%，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 59.89 亿元、36.46 亿元和 88.49，主要为对其他单位的借款。

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金净流入 22.17 亿元，得益于商品房预售，现金流入规模有所扩大；投资活动净流出 6.91 亿元，主要系公司环保业务拓展和金融业务均存在投资需求；筹资活动净流出-0.77 亿元，由净流入转为净流出，主要系筹资活动现金流入规模下降较多所致。

总体看，公司近两年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，有赖于外部融资平衡资金缺口。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 2.58 倍、2.66 倍和 3.04 倍，连续增长。2015~2017 年，公司速动比率分别为 1.41 倍、1.56 倍和 1.87 倍。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。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 0.74 倍、0.66 倍和 0.93 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至 2018 年 9 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 2.10 倍、1.37 倍和 0.69 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 15.10 亿元、16.69 亿元和 17.98 亿元，持续增长。2017 年 EBITDA 构成中，折旧占 14.22%，费用化利息支出占 46.34%，利润总额占 35.04%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.55 倍、1.52 倍和 1.52 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较好。同期，公司 EBITDA 全部债务比均为 0.06 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度很低。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 9 月末，公司对外担保余额 138.93 亿元，担保比率为 68.18%，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。公司对外担保规模较大，区域集中，存在一定代偿风险。

表 24　截至 2018 年 9 月末公司对外担保明细（单位：万元、%）

被担保人	担保余额	占比	企业性质
常州市城市建设（集团）有限公司	82,000.00	5.90	城投企业
龙城旅游控股集团有限公司	353,243.37	25.43	城投企业
常州龙城生态建设有限公司	263,060.00	18.93	城投企业
常州新港经济发展有限公司	122,250.00	8.80	城投企业
常州投资集团有限公司	86,200.00	6.20	城投企业
常州市交通产业集团有限公司	40,000.00	2.88	城投企业
溧阳市城市建设发展有限公司	120,000.00	8.64	城投企业
乡镇平台公司	322,568.00	23.22	城投企业
合计	**1,389,321.37**	**100.00**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 月末，公司共获银行授信额度 178.64 亿元，尚有 48.14 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 1 月 7 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。

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势头较好，收入逐年增长，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 9 月末，公司总债务 342.61 亿元，本期拟发行公司债规模不超过 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 2018 年 9 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 69.59%、62.82%和 51.75%上升至 71.08%、63.48%和 53.86%，债务负担有所加重。考虑到本次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 71.36%、64.99%和 54.57%上升至 71.78%、65.62%和 55.62%。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 17.98 亿元，为本期公司债券发行额度（10.00 亿元）的 1.78 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2017 年，公司经营活动产生的现金流入为 141.15 亿元，为本期公司债券发行额度的 14.11 倍；2017 年，公司经营活动现金流量净额为 16.48 亿元，为本期公司债发行额度的 1.65 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核心主体，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，营业收入和现金流规模或将进一步增加，公司对本次债券的偿还能力很强。

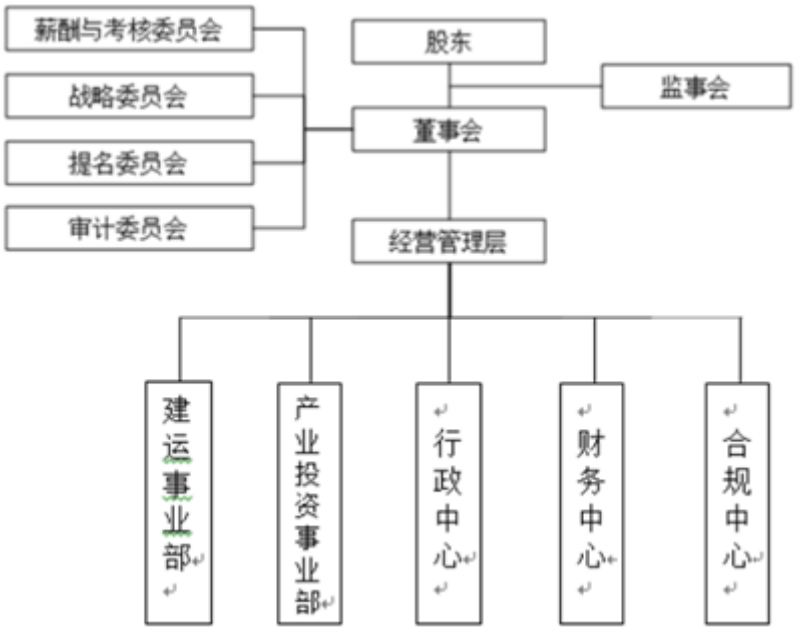
九、综合评价

公司作为常州市新北区核心投融资建设主体，在资产注入、项目回款和财政补贴等方面获得外部支持力度较大，经营活动现金流状况良好；新北区经济实力及财政实力较强，为公司发展提供良好的外部环境。同时，联合评级也关注到公司业务板块较多且关联性较弱，对公司专业能力及管理能力构成挑战；公司负债水平较高，债务规模持续扩大，对外担保规模较大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公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债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



附件 2　常高新集团有限公司
下属一级子公司情况

子公司全称	主营业务	注册资本（万元）	持股比例（%）
常州常高新金隆控股有限公司	股权投资、投资管理	120,200.00	100.00
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	25,000.00	100.00
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	10,000.00	100.00
常州市滨江房屋拆迁有限公司	房屋拆迁、房屋中介等	300.00	100.00
常高新（香港）投资有限公司	投资控股	9,999.00（美元）	100.00
常州嘉汇物资有限公司	废旧物资收购及销售；自营和代理各类商品和技术的进出口业务；	500.00	90.00
常州生物医药孵化器有限公司	研发生产场地和设施、标准试验室租赁；仪器设备租用；专业技术检测服务	10,825.58	100.00
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	60,000.00	100.00
常州常高新实业投资有限公司	实业投资；投资管理及咨询	20,000.00	100.00
黑牡丹（集团）股份有限公司	牛仔面料生产	104,709.50	59.13
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	100,000.00	100.00

注：常州嘉汇物资有限公司处于注销过程中

附件 3　截至 2017 年末常高新集团有限公司应付债券情况

债券简称	发行日	到期日	发行金额（亿元）	期末余额（亿元）
15 黑牡丹 PPN002	2015.11.26	2018.11.27	5.00	0.00
15 黑牡丹 PPN001	2015.2.12	2018.2.13	8.00	0.00
16 常高新 PPN002	2016.5.19	2018.5.20	10.00	0.00
13 黑牡丹 01	2014.10.29	2019.10.29	8.50	7.57
09 常高新债	2009.6.4	2019.6.4	15.00	14.93
17 常高新 PPN002	2017.10.24	2020.10.24	6.53	14.00
15 常高 PPN001	2015.11.20	2020.11.20	6.00	6.00
17 常高新 PPN003	2017.12.7	2020.12.7	10.00	10.00
13 常高新债	2013.3.21	2020.3.21	16.00	6.40
16 常高新	2016.1.13	2021.1.13	10.00	10.00
16 常高新 PPN001	2016.1.21	2021.1.25	6.00	6.00
13 黑牡丹 02	2016.7.8	2021.7.8	8.50	8.50
16 常高 01	2016.9.20	2021.9.20	15.00	15.00
黑牡丹境外债券	2017.6.21	2022.06.23	14.00	6.53
17 常高新 PPN001	2017.07.11	2022.7.13	14.00	14.00
合计	--	--	**152.53**	**118.94**

附件 4　常高新集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	486.70	542.34	591.51	669.98
所有者权益（亿元）	179.27	197.70	203.11	203.77
短期债务（亿元）	79.12	103.32	81.06	125.71
长期债务（亿元）	161.98	190.14	239.86	218.52
全部债务（亿元）	241.10	293.45	320.92	344.23
营业收入（亿元）	75.04	102.21	105.54	65.01
净利润（亿元）	4.38	3.51	3.62	0.60
EBITDA（亿元）	15.10	16.69	17.98	--
经营性净现金流（亿元）	6.89	7.18	16.48	22.17
应收账款周转次数（次）	2.16	2.24	1.97	--
存货周转次数（次）	0.38	0.52	0.55	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.20	0.19	--
现金收入比率（%）	89.29	96.91	110.31	181.49
总资本收益率（%）	2.88	2.50	2.35	--
总资产报酬率（%）	2.74	2.65	2.58	--
净资产收益率（%）	2.65	1.86	1.81	--
营业利润率（%）	12.46	11.75	11.97	13.35
费用收入比（%）	12.68	10.32	9.98	14.69
资产负债率（%）	63.17	63.55	65.66	69.59
全部债务资本化比率（%）	57.35	59.75	61.24	62.82
长期债务资本化比率（%）	47.47	49.02	54.15	51.75
EBITDA 利息倍数（倍）	1.55	1.52	1.52	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.06	--
流动比率（倍）	2.58	2.66	3.04	2.10
速动比率（倍）	1.41	1.56	1.87	1.37
现金短期债务比（倍）	0.74	0.66	0.93	0.69
经营现金流动负债比率（%）	4.79	4.77	11.33	9.06
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.51	1.67	1.80	--

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、公司其他流动负债和其他非流动负债中的计息部分已分别计入短期和长期债务中核算 4、2018 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 5　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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+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 6　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（第一期）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

二零一九年三月十五日