跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]733 号

常高新集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“16 常高新”进行跟踪评级，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发行的“16 常高新”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十四日

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

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 常高新	10 亿元	5 年	AA+	AA+	2016 年 1 月 6 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	448.23	486.70	510.46
所有者权益（亿元）	151.31	179.27	190.09
长期债务（亿元）	139.95	160.86	159.39
全部债务（亿元）	245.75	257.98	273.59
营业收入（亿元）	60.19	75.04	23.52
净利润（亿元）	4.36	4.38	0.69
EBITDA（亿元）	12.35	15.10	--
经营性净现金流（亿元）	-2.92	6.89	-8.62
营业利润率（%）	16.88	12.46	12.47
净资产收益率（%）	2.89	2.65	0.38
资产负债率（%）	66.24	63.17	62.76
全部债务资本化比率（%）	61.89	59.00	56.67
流动比率（倍）	2.39	2.58	2.45
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.40	1.39	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.23	1.51	--

注：1、公司 2016 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。2、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。

评级观点

常高新集团有限公司（简称“公司”或“常高新”）作为常州市新北区建设的核心主体，在项目来源、政府支持、外部环境等方面具有明显优势。公司 2015 年商品销售、基础设施建设业务发展较好，营业收入大幅增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也注意到公司营业利润率较低，对政府财政补助的依赖程度较强，对外担保金额较大，资产流动性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着商品销售业务的稳步发展，公司经营性业务收入有望扩张；同时，随着区域经济的发展，常州市新北区财政实力有望进一步充实，财政对公司准经营性业务的支持将有效提升公司偿债能力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16常高新”债项信用等级为“AA+”。

优势

1．公司作为常州市新北区建设的核心主体，在项目来源、政府支持、外部环境等方面具有明显优势。

2．2015年公司纺织服装板块毛利率上升，盈利空间扩大。

3．公司基础设施建设业务稳步增长，政府回购模式保障了现金回流和利润空间。

关注

1．公司商品销售业务规模大幅增长，但毛利率水平极低。

2．公司应收类款项及存货持续增加，其占资产比重较大，资产流动性较弱。

3．公司主营业务利润率下降，利润总额对政府财政补助的依赖程度提高。

4．公司对外担保金额较高，存在或有负债风险。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

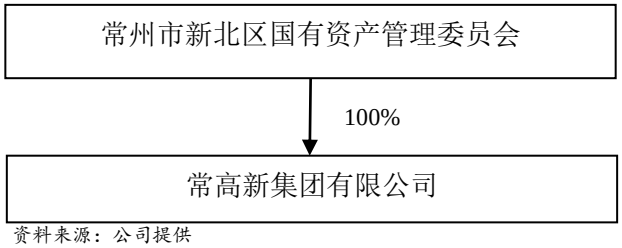
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

常高新集团有限公司（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”，是经常州市人民政府（常政复[1992]33号文）批准设立的全民所有制集团公司企业，并于1992年9月经常州市工商行政管理局注册登记，注册资本8,000万元。1993年1月，公司根据常州市人民政府批复（常政复[1992]60号文），变更企业法人名称为“第一名称：常州高新技术产业开发区发展总公司；第二名称：常州经济技术开发区发展总公司”，并以货币资金形式将注册资本金增加至10,000万元。1997年7月，经常州新区管理委员会批准，公司以货币资金形式增加注册资本1,000万元；2005年6月，公司根据常州市新北区财政局批复（常新财企[2005]5号文），将货币资金拨款形成的资本公积39,000万元转增注册资本，公司注册资本变更为50,000万元。同年11月，公司根据常州市新北区财政局（常新财企[2005]66号文）等文件批复，以货币资金形式增加注册资本50,500万元。2013年11月，公司根据常州高新区（新北区）国有资产管理委员会批复（常新国资委[2013]9号文），将公司整体改制为国有独资有限责任公司，并变更企业法人名称为“常高新集团有限公司”。截至2016年3月底，公司注册资本为100,500万元，实际控制人为常州市新北区国有资产管理委员会，公司股权控制结构如下图所示：

图1　截至2016年3月底公司股权控制图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：常州高新区内国有资产投资经营、资产管理（除金融业）、投资咨询（除证券、期货投资咨询）、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（经营范围中涉及专项审批的，须办理专项审批后方可经营）等。

截至2016年3月底，公司本部设有7个职能部门：办公室、公司运营部、投资发展部、财务中心、审计监察部、工程建设部和法务部（见附件1）。

截至2016年3月底，公司拥有全资和控股子公司83家，拥有在职员工3,232人。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 486.70 亿元，负债合计 307.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）179.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 144.50 亿元。2015 年，公司实现营业收入 75.04 亿元，净利润（含少数股东损益）4.38 亿元，归属于母公司净利润 3.17 亿元；经营活动现金流量净额为 6.89 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.87 亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总计510.46亿元，负债合计320.37亿元，所有者权益（含少数股东权益）190.09亿元，其中归属于母公司所有者权益合计154.93亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入23.52亿元，净利润（含少数股东损益）0.69亿元，归属于母公司净利润0.32亿元；经营活动现金流量净额为-8.62亿元，现金及现金等价物净增加额-7.68亿元。

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、债券概况

经中国证监会“证监许可[2015]2860 号”文核准，公司于 2016 年 1 月 13 日发行公司债募集资金 10 亿元，5 年期，固定利率 3.58%；本次公司债已于 2016 年 1 月 29 日在上海证券交易所上市（简称：16 常高新，上市代码：136138）。本次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。起息日为 2016 年 1 月 13 日，下一个付息日为 2017 年 1 月 13 日。

本次公司债券募集资金已全部按募集说明书约定用途使用完毕，截至本报告出具日，本次债券尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

公司目前业务较为分散，本报告的行业分析将主要围绕纺织服装行业、房地产行业以及基础设施建设展开。

1．纺织服装行业

纺织服装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。受国内经济面临结构调整，经济增速放缓的影响，城乡居民整体可用于消费的收入增速大幅放缓，2015 年纺织服装行业景气度呈下行趋势；据国家统计局数据显示，2015 年限额以上企业商品零售额中，服装、鞋帽、针纺织品类增长 9.8%，较去年同期下降 1.1 个百分点；其中，服装类零售额同比增长 9.3%，较去年同期下降 1.5 个百分点。据中华全国商业信息中心的统计数据显示，2015 年 1~12 月，全国重点大型零售企业服装商品零售额同比下降 0.3%；其中，2015 年 12 月全国百家重点大型零售企业服装商品零售额同比下降 7.7%，创年内最大月度跌幅。

原材料方面，棉花是纺织服装业重要的原料棉，棉花价格的变动影响着纺织服装行业的盈利水平。2014 年 3 月 28 日，国家正式调整棉花抛储政策，下调竞卖价格，成为国内棉市行情的分水岭，棉花价格就此开始断崖式下跌。此后在一系列改革预期、供需矛盾及外棉价格下跌影响下，国内棉花价格继续走低。2015 年棉花平均价格为 13,236 元/吨，2016 年一季度，棉花价格继续下跌至近 8 年最低的 11,678 元/吨。

图 2　2000 年以来棉花 328 价格走势



资料来源：Wind 资讯

从需求来看，中国纺织品的内销比例较高，国外需求对拉动我国纺织行业发展也起到积极作用。长期来看，伴随着人均可支配收入的继续提高，纺织品消费支出也将持续增加，国内需求将对我国纺织行业的发展提供越来越重要的支撑。外销方面，亚洲、欧洲和北美洲是我国最主要的三个出口市场，我国对亚洲、欧洲和北美洲的出口额占据全部纺织服装行业出口总额的近 90%。

进入 2015 年，纺织品国内需求延续良好增长态势，截至 2015 年末，我国服装鞋帽、针纺织品零售额为 13,483.50 亿元，同比增长 9.8%。国际需求方面出现小幅下降，截至 2015 年 11 月，我国纺织品累计出口 1,050 亿美元，同比下降 2.53%。

2015 年，受全球经济增速放缓、汇率波动和国内制造成本高企等因素影响，我国纺织服装出口连续下滑，2015 年我国纺织品服装出口累计 2,838 亿元，同比下降 4.9%。2016 年，越南、印度尼西亚等东盟国家低廉的劳动力资源和优厚的棉花进口政策等，导致其在欧盟、日本等地的纺织品出口成本优势明显，挤占了我国纺织品服装在海外的市场份额；同时发达经济体本国的经济状况良莠不齐，全球纺织品贸易量处于下行通道，也对我国纺织品出口形成阻碍，2016 年 1 月，我国纺织品出口额 94.5 亿美元，同比下降 2.7%，服装出口 146.8 亿美元，同比下降 7.2%。2016 年 2 月，我国纺织品服装出口额较上月下降 35.11%，继续呈现下降态势。

政策方面，《中国服装制造 2020 推进计划》指出，到 2020 年实现服装自动化制造和部分智能自动化制造，初步进入世界服装制造强国之列。《中国服装行业“十三五”发展纲要》指出服装业发展方向，力争在“十三五”末将中国服装业建设成新经济时代具有国际竞争新优势的创新型产业；并明确重点任务在结构调整、科技进步、文化塑造、品牌创新、人才建设、国际合作领域。

总体看，受宏观环境增长放缓、下游需求疲软、棉花价格下降等多方面因素影响，纺织服装行业中企业盈利能力仍有待提升。但伴随国内棉花价格市场化改革、城镇化进程的推进以及城乡居民收入稳步增长，这将为中国纺织服装产品内需消费扩大提供重要的基础。未来，纺织服装行业仍将积极推进产业升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展。

2．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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资 64,595.24 亿元，同比增长 0.38%；办公楼投资 6,210.00 亿元，同比增长 10.10 %；商业营业用房投资 14,607.00 亿元，同比增长 1.82%。

供应方面，土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响；2015 年，土地市场整体下行，供应土地量和成交土地量分别为 5.79 亿平方米和 4.68 亿平方米，分别较上年下降 11.74%和 18.04%；2015 年土地平均溢价率为 16.81%，较上年增加 5.06 个百分点。

从商品房市场供求情况看，2015 年房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%；商品房销售额 87,281 亿元，同比增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。

从政策支持看，2015 年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至 4.35%，均已处于历史低位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。2016 年 2 月 2 日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例；其中，首套房的首付比例原则上最低为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。

跟踪期内，房地产行业指标包括土地开工和成交额、开发投资额仍旧低迷；但 2015 年以来在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

3．基础设施建设

城市基础设施建设包括机场、铁路、地铁、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。基础设施比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2015年，全国固定资产投资完成额55.16万亿元，同比增长10.0%，较上年减少5.7个百分点，增速有所放缓。2015年，全国新增固定资产投资完成额38.62万亿元，同比增长15.9%，较上年增速大幅下降9.5个百分点。受全国固定资产投资增速下降影响，2011年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但2012年以来在保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2015年，全国基础设施建设行业累计完成投资13.13万亿元，同比累计增长了17.29%，增速较上年下降1.18个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从1978年的17.9%增长到2015年的56.10%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

同时，近年来国家政策也加大了对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力；另一方面，地方政府出台的优惠政策将积极推动城市基础设施的投资建设，但建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向PPP模式（即政府和私营共同参与）转变。

四、管理分析

跟踪期内，公司副总经理张艳于 2015 年 5 月离职，副总经理朱海颖和章建伟于 2015 年 11 月挂职结束；以上离职人员工作公司已安排其他人员（如总经理助理）接管，不会对公司日常经营管理造成影响。总工程师华春堂于 2015 年 9 月入职，其他高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务包括纺织服装产品的生产与销售、房地产开发与经营、商品销售等经营性板块以及城市基础设施建设等准经营性板块。2015年公司实现主营业务收入74.36亿元，净利润4.38亿元。2015年，公司主营业务收入同比增长25.08%，主要系商品销售及工程施工业务收入大幅增长所致。主营业务成本也随之同比增长33.43%，增速高于营业收入增速。公司2015年净利润较上年增加0.43%，变化不大。

从营业收入构成来看，公司主业较多，收入构成较为复杂，且较上年有所变化。具体来看，纺织服装是公司的核心业务之一，2015年占比16.68%，较上年下降18.02个百分点；2015年公司实现收入12.40亿元，较上年下降39.88%，主要系受全球经济复苏迟缓及国内外棉花价差缩小等影响，公司棉花、棉纱等原料贸易的业务量下降，纺织服装贸易收入减少所致。商品房销售板块2015年实现销售收入3.95亿元，占主营业务收入的比重下降13.70个百分点至5.31%；较上年相比，该板块收入下降65.04%，主要系2014年度绿都万和城03地块集中交付，确认收入较高，而2015年销售收入结转较少所致。商品销售板块收入是2015年公司最主要收入来源，占比35.55%，实现销售收入26.44亿元，较上年增长11.71倍，主要系商品贸易（包括电力、机械、笔记本电脑、手机等商品销售）收入增加所致。工程施工板块2015年实现收入14.11亿元，占比18.98%，占比较上年有所提高；该板块收入较上年增长42.81%，主要系市政道路工程收入增加所致。安置房销售也是公司重要业务板块之一，2015年销售收入为11.21亿元，占比15.08%，较上年变化不大；本期安置房销售收入同比增长22.11%，主要系百馨西苑三期竣工交付，收入结转所致。

毛利率方面，从产品类别看，纺织服装毛利率为 17.74%，较上年上升 8.50 个百分点；商品房销售毛利率为 34.22%，较上年增长 4.34 个百分点；商品销售毛利率为 0.75%，较上年下降 0.32 个百分点，该业务板块毛利率较低的原因是目前的贸易模式较为初级，盈利空间较小；工程施工板块和安置房销售毛利率较上年变化较小，分别增长 0.31 个百分点和 0.96 个百分点。2015 年公司整体毛利率较上年下降 5.49 个百分点至 14.68%，主要系 2015 年毛利率较低的商品销售板块占比增加所致。

表1　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

	业务	2014 年			2015 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
经营性板块	纺织服装	20.63	34.70	9.24	12.40	16.68	17.74
	商品房销售	11.30	19.01	29.88	3.95	5.31	34.22
	商品销售	2.08	3.50	1.07	26.44	35.55	0.75
	租赁	2.39	4.03	65.59	2.42	3.25	58.80
	拆迁服务	0.09	0.15	46.53	0.01	0.02	43.19
	仓储物流	0.08	0.13	91.77	0.08	0.11	86.19
	贷款	0.58	0.98	85.91	0.42	0.57	93.23
	担保费	0.23	0.38	44.18	0.09	0.12	27.27
	融资租赁	0.63	1.05	45.80	1.13	1.52	66.66
准经营性板块	工程施工	9.88	16.62	10.53	14.11	18.98	10.84
	安置房销售	9.18	15.45	13.48	11.21	15.08	14.44
	土地一级开发及良田工程	0.99	1.66	100.00	0.83	1.12	100.00
	污水处理	0.50	0.84	45.43	0.52	0.70	44.57
	教学	0.19	0.32	17.99	0.23	0.32	34.00
	其他	0.71	1.19	86.18	0.50	0.67	39.70
	合计	**59.45**	**100.00**	**20.17**	**74.36**	**100.00**	**14.68**

资料来源：公司提供、联合评级整理。

总体看，公司业务板块较多，2015 年公司营业收入增长较快，综合毛利率较上年有所下降，各板块占比有所变动。

2．经营性板块

（1）纺织服装

公司纺织服装业务收入主要包括牛仔布收入、服装收入、色织布及加工收入和纺织品贸易，收入主要来源于公司下属的黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹集团”），黑牡丹集团为上市公司，证券简称“黑牡丹”，证券代码为 600510.SH，目前该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。

从原材料来看，公司纺织服装业务原材料主要为棉花和原纱。公司棉花的采购主要有国内采购和进口配额两个渠道，2014~2015 年棉花采购量维持在 0.70 至 1.30 万吨之间。市场棉花价格的波动对公司生产成本产生了较大的影响，针对棉价波动，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。公司棉纱的采购主要来自江苏、山东和浙江的供应商，为长期合作关系；同时，为满足布料的工艺要求，公司部分棉纱从美国、巴基斯坦等国家采购。由于公司 2013 年大量购入国储棉，2014 年采购量较常年相比较少，再加之 2015 年订单数增加，棉花及原纱采购量较上年增加较多；受国内纺织服装行业景气度影响，棉花及原纱国内采购成本降低，公司国内采购量增多。2015 年棉花、原纱总采购额较上年有所下降。

表2　2014~2015年公司纺织服装业务原材料采购量和采购价格情况（单位：吨，元/吨）

原材料		2014 年		2015 年	
		采购量	采购价格	采购量	采购价格
棉花	国内采购	5,226.62	14,629.67	11,048.76	12,954.28

	国外采购	2,608.35	13,001.95	1,085.70	10,839.14
原纱	国内采购	5,902.44	22,467.91	10,469.85	20,882.21
	国外采购	1,162.23	18,498.95	4,454.45	14,148.58

资料来源：公司提供、联合评级整理

从产品生产来看，公司服装业务的细分产品主要包括牛仔裤、牛仔衬衫、牛仔裙、童裤等。服装的加工与生产主要是代工生产，其中 70%是外包生产，30%公司自己生产。公司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”）经营。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。2015 年牛仔布和纺纱市场拓展顺利，订单量增加较多，产量均较上年有所增加，分别为 4,896.95 万米和 11,839.85 吨，较上年分别增长 47.40%和 6.11%；服装及色织布产量较上年有所减少，分别为 251.62 万件和 649.04 万米，较上年分别减少 20.11%和 23.55%。截至 2015 年底，牛仔布、纺纱、牛仔服装、色织布的产能分别为 6,000 万米、2.10 万吨、800 万件（套）、色织布 600 万米。

表3　2014~2015年公司纺织服装业务经营情况

主要指标	产品类别	2014 年	2015 年
生产量	牛仔布产量（万米）	3,322.12	4,896.95
	纺纱产量（吨）	11,158.56	11,839.85
	服装产量（万件）	314.94	251.62
	色织布产量（万米）	849.02	649.04
销售量	牛仔布（万米）	3,328.28	4,767.31
	纺纱（吨）	11,273.56	11,839.85
	服装（万件）	393.65	282.35
	色织布（万米）	805.13	684.07
产销率	牛仔布（%）	100.19	97.35
	纺纱（%）	100.00	100.00
	服装（%）	124.99	112.21
	色织布（%）	94.83	105.40
销售收入（万元）		**206,292.76**	**124,025.26**
销售成本（万元）		**187,232.61**	**102,017.90**

资料来源：公司提供、联合评级整理
注：公司服装销量中部分为委外加工或外部采购，因此出现产销量大于 100%的情况。

从市场销售来看，公司以直销为主，为了更好地为客户提供服务，公司在香港、日本设有专门的分公司和办事处，销售价格结合公司成本和市场及订单量等情况综合确定。2015 年牛仔布和纺纱销量均较上年有所增加，服装和色织布均较上年有所减少。以牛仔布单一产品为例，前五大客户总销售额共计 3.02 亿元，占比 40.30%，客户集中度较高。

总体看，纺织服装板块收入是 2015 年公司营业收入主要来源之一，受原材料采购均价下降的影响，尽管采购量增加，该业务板块营业成本却较上年有所下降；牛仔衣及纺纱产销量较上年有所增加，服装和色织布产销量较上年有所减少。

（2）商品销售业务

公司商品销售业务包括子公司常州高新区出口加工区投资开发有限公司所从事的电力、机械、化工等商品销售业务。2015 年公司依托常州市新北区出口加工区的区位优势，新增电子产品、通

讯设备等产品贸易业务，主要由子公司常州嘉迅物流有限公司（简称“嘉迅公司”）和常州瑞腾供应链管理有限公司（简称“瑞腾公司”）负责运营。

嘉迅公司主营贸易、仓储等业务，主要贸易产品有笔记本电脑、手机、相机、电子通讯设备等；此外，嘉迅公司经海关总署批准设有“直通式海关监管点”、“公共型报税仓库”、“海关监管仓库”，具备“报关、查验、三检、货物交付”等陆路口岸清关功能，对外承接专业的仓储、中转、集装箱拼装拆箱、保险、报关、清关和国际货运的代理及咨询业务。嘉迅公司依托公司的综合优势，与苏宁集团等上游企业、北京大唐高鸿科技发展有限公司等下游企业建立了良好稳定的上下游关系；2015 年嘉迅公司实现贸易收入 24.98 亿元，较上年相比，增长 1,194.30%，主要系公司加大贸易拓展力度所致。

瑞腾公司为 2015 年公司新设子公司，以提供供应链管理中相应的配套金融服务为核心业务，主要贸易产品有笔记本电脑、手机、相机、电子通讯设备等，2015 年实现贸易收入 1.33 亿元。

总体看，2015 年公司商品销售收入是主营业务收入的最大来源，但毛利率水平极低，对整体盈利状况影响不大。

（3）房地产业务

公司房地产业务主要运营主体是公司控股子公司常州绿都房地产有限公司以及苏州丹华君都房地产开发有限公司。

截至 2016 年一季度，公司无土地储备。截至 2016 年 3 月底，公司在建项目包括绿都 01 地块以及丹华君都，预计总投资额为 39.91 亿元，已完成投资 21.58 亿元，预计仍需投资 18.32 亿元，未来三年预计投资额分别为 5.52 亿元、2.80 亿元和 2.20 亿元，公司仍有一定资金投入需求。

表 4　截至 2016 年 3 月底主要在建项目情况（单位：m^2，万元）

项目主体	项目名称	建筑面积	预计总投资	已投资	未来预计投资金额		
					2016 年	2017 年	2018 年
绿都房地产	01 地块	602,074	234,071	86,687	46,187	20,000	15,000
牡丹广景	丹华君都	101,700	165,000	129,154	8,964	8,000	7,000
合计		**703,774**	**399,071**	**215,841**	**55,151**	**28,000**	**22,000**

资料来源：公司提供
注：上述 2016 年投资金额不含 2016 年 1-3 月已投资额。

从公司近期的销售情况来看，2015 年实现销售面积 4.38 万平方米，较 2014 年下降 25.76%；从销售均价上看，公司项目销售均价上升，苏州丹华君都项目以酒店式公寓为主，单价较高，该项目 2015 年的房地产销售占比较 2014 年有所增加，导致均价有所上升。2015 年公司签约销售均价为 0.88 万元/平方米，2015 年公司签约销售金额较上年减少 14.44%至 3.85 亿元。从收入的结转情况来看，2015 年公司项目结转收入面积合计 4.87 万平方米，较上年减少 72.82%；结转收入较上年相比大幅下降 65.04%至 3.95 亿元。2014 年绿都万和城 03 地块集中交付，确认收入较高，较上年相比，2015 年项目交付较少，因此结转面积及收入较少。具体数据如下表所示。

表5　公司2014~2015年销售情况

项目	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	5.90	4.38

签约销售金额（亿元）	4.50	3.85
签约销售均价（万元/平方米）	0.76	0.88
结转收入面积（万平方米）	17.92	4.87
结转收入（亿元）	11.30	3.95

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司无土地储备，且现有项目剩余可售规模不大，可能会对公司未来可持续性盈利带来一定的影响。

3．准经营性板块

公司准经营性板块由控股子公司黑牡丹集团及其下属子公司，以及公司其他子公司负责经营，主要涉及业务领域包括城市基础设施建设业务、安置房建设业务、污水处理业务、教学业务等；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业务。

（1）基础设施建设业务

公司基建类部分业务收入主要是通过完成区政府下达的基础设施建设指标，由区政府按照工程实际的成本加约定的利润率进行出资回购。这类业务是公司主营业务收入的核心来源之一。

工程施工业务主要是公司为政府代建的道路、绿化工程和安置房等项目；这类业务主要由公司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”）经营，其具备二级开发资质。工程施工业务的模式为：黑牡丹建设负责筹措建设资金，项目完工后由新北区政府或其下设机构回购，回购毛利率为 10%。2015 年主要回购项目包括：京沪高铁常州北广场项目、白改黑、河海路改造（晋陵路-东支河）、薛冶路（沪宁高速跨线桥-河海路）、春江路（河海路-高速公路）、寒山路（新七路-嫩江路）等项目。

截至 2016 年 3 月底，公司主要市政工程施工在建工程总投资 11.03 亿元，已投资 3.29 亿元，未来有较大的融资需求。目前，在建施工的市政工程情况如下表所示：

表 6　2016 年 3 月底公司主要市政工程施工在建项目情况表（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间	未来预计投资金额		
				2016 年	2017 年	2018 年
新龙湖音乐公园	29,928.23	5,628.00	2016.6	1,042.00	3,200.00	3,200.00
新龙国际商务城配套道路	22,000.00	3,707.00	2016.6	2,157.00	1,000.00	1,400.00
北海中路（龙江路-通江路）	18,736.00	9,985.00	2018.6	1,900.00	2,800.00	1,750.00
嫩江路（龙江路-春江路）	19,676.35	6,744.00	2017.12	679.00	2,000.00	1,000.00
紫金山路（S338-江堤南）	5,651.34	2,075.00	2016.12	159.00	430.00	590.00
寒山路（新七路-嫩江路）	6,438.76	2,049.00	2016.6	176.00	280.00	460.00
井冈山路（S338-卫东路延伸段）	7,861.77	2,708.00	2016.12	282.00	600.00	510.00
合计	**110,292.45**	**32,896.00**		**6,395.00**	**10,310.00**	**8,910.00**

资料来源：公司提供
注：付款进度与完工进度之间存在差异，因此完工后仍有资金投入。

总体看，跟踪期内，市政工程施工在建工程较多，未来仍有较大投资需求。

（2）定向安置房销售业务

公司定向安置房销售业务主要由公司子公司常州黑牡丹置业有限公司开发经营。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，建成后由项目拆迁主体回购，安置房回购价格采取成本（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，公司安置房回购毛利率为 15%。2015 年，定向安置房项目主要为：百草苑、祥龙苑、百馨苑、富民景园、香山欣苑和新桥商业街项目。截至 2016 年 3 月底，以上安置房项目累计回购金额为 62.89 亿元。公司近年来主要安置房建设项目签约及回购明细情况如下表：

表 7　截至 2016 年 3 月底公司主要安置房建设项目签约及回购明细（单位：万元、平方米）

项目名称	建筑面积	总投资	完工时间	累计回购金额
百草苑	471,636	121,493	2010.4	113,501
祥龙苑	202,922	61,712	2015.5	36,736
百馨苑	1,556,792	232,874	2016.7	275,938
富民景园	346,432	76,864	2014.12	84,449
香山欣园	344,865	88,364	2014.10	83,128
新桥商业街	177,897	62,681	2014.7	35,185
合计	**3,100,544**	**643,988**	-	**628,937**

资料来源：公司提供

注：百草苑、祥龙苑部分安置房为外销，因此累计回购金额小于总投资额；新桥商业街部分是商铺和商品房，不在回购范围之内，因此回购金额小于总投资额。

2015 年，公司安置房开发面积 83.78 万平方米，较上年下降 12.33%；完工面积为 34.93 万平方米，较上年 29.77%。销售面积为 29.24 亿元，较上年增长建设销售情况如下表。

表 8　2014~2016 年 3 月公司安置房建设销售情况（单位：万元、平方米）

年度	项目	开发面积	完工面积	销售面积	销售收入
2014 年	安置房	955,598	117,800	245,447	91,827
2015 年	安置房	837,798	349,281	292,370	112,127
2016 年 1~3 月	安置房	488,517	--	21,356	64,134

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司安置房在建项目 2 个，建筑面积共计 61.04 万平方米，预计投资 24.29 亿元，已投资 11.36 亿元，2016~2018 年预计投资金额分别为 1.73 亿元、3.37 亿元和 1.92 亿元。安置房在建情况见下表所示。

表 9　截至 2016 年 3 月底公司安置房在建项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	项目批文	建筑面积	总投资	已投资	完工时间	未来预计投资金额		
						2016 年	2017 年	2018 年
怡景湾	常开经计[2013]450 号	157,176	98,000	56,251	2016.06	6,463	4,762	5,382
百馨西苑四期	常开经计[2013]313 号	453,257	144,850	57,350	2016.07	10,848	28,914	1,3792
合计	-	**610,433**	**242,850**	**113,601**	-	**17,311**	**33,676**	**19,174**

资料来源：公司提供

注：付款进度与完工进度之间存在差异，因此完工后仍有资金投入。

总体看，跟踪期内，安置房销售情况良好，在建项目较少，未来资金投入规模较小。

4．重大事项

子公司顺泰融资租赁股份有限公司于 2015 年 12 月 3 日获批通过协议转让的方式在全国股转系统挂牌公开转让，证券简称为顺泰租赁，证券代码为 833771。

子公司黑牡丹集团于 2015 年 9 月 30 日获批非公开发行 251,572,372 股新股，募集资金总额为 16.00 亿元；新增股份性质为有限售条件流通股，将于限售期（36 个月）满后的此一交易日在上海证券交易所上市交易。常高新认购 78,616,352 股，认购后，常高新对黑牡丹集团持股数为 444,045,734 股，持股比为变为 55.81%，本次发行新股已于 2015 年 12 月 25 日完成登记托管手续。本次定增后，黑牡丹集团控股股东及实际控制人未发生变化。

5．经营关注

（1）海外市场经营风险

2014~2015 年，公司的纺织服装业务境外营业收入占公司纺织服装业务总收入的 45.12%和 50.31%，海外市场已成为公司纺织服装业务销售的重要市场。但全球经济复苏迟缓及国内外棉花价差缩小等因素给 2015 年公司纺织服装业务海外市场经营造成一定的影响。海外市场易受到国际金融危机、汇率变动、运输成本等因素的影响，需关注公司的海外市场经营风险。

（2）工程施工业务受政府基建需求及调控影响较大

公司主营业务收入中工程代建（主要包括新北区市政道路、管道、桥梁等基础设施以及安置房和保障房建设）收入占比较大，如果政府基建需求及调控发生不利变化，将对公司主营业务收入产生一定影响，最终也会对发行人的偿债能力造成影响。

（3）多元化经营管理风险

公司子公司众多，业务涉及纺织服装、房地产、工程代建、物流、仓储等多个产业，产品和服务品种较多。面对不同行业、市场及地区的业务、面临市场及监管风险，提高了公司的管理难度，对公司的管理水平和人才储备提出了挑战。

6．未来发展

2016 年，公司坚持“开发建设高新区、服务区域经济”的核心使命，明确“1+3+N”业务战略格局，以 PPP 建设基金为建设项目抓手，当年实现目标业务收入和利润双双增量 20%，公司年度销售收入实现 70 亿元、年度利润突破 5.2 亿元，全面谋求常高新在金融市场、建设领域在 3-5 年内的百亿当量突破。

在具体年度目标的推进上，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。

六、财务分析

公司 2015 年度财务报表经华普天健会计师事务所（普通特殊合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2016 年一季度财务数据未经审计。2015 年公司合并范围内新增 9 家子公司（见下表所示）；减少 5 家，分别是常州汇升鼎业投资发展有限公司、常州长通实业投资有限公司、常州景程置业有限公司、常州博久贸易有限公司、常州博品投资咨询有限公司。公司合并范围内新增和减少的子公司资产和权益规模较小，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

表 10　公司合并范围子公司情况（单位：%）

公司名称	注册资金	股权比例	合并类型
黑牡丹纺织有限公司	8,000.00 万元	100	投资设立
常州嘉发纺织科技有限公司	1,000.00 万美元	85	投资设立
常州黑牡丹城建投资发展有限公司	500.00 万元	100	投资设立
常州市新北区建设发展有限公司	60,000.00 万元	100	划拨转入
常州生物医药孵化器有限公司	10,825.58 万元	100	并购
常州一诺食品安全检测技术有限公司	1,000.00 万元	85	并购
千人计划常州生物医药研究有限公司	1,000.00 万元	90	并购
常州瑞腾供应链管理有限公司	3,000.00 万元	100	投资设立
常州江南小微金融服务有限公司	1,000.00 万元	51	投资设立

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司合并资产总计486.70亿元，负债合计307.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）179.27亿元，其中归属于母公司所有者权益合计144.50亿元。2015年，公司实现营业收入75.04亿元，净利润（含少数股东损益）4.38亿元，归属于母公司净利润3.17亿元；经营活动现金流量净额为6.89亿元，现金及现金等价物净增加额-13.87亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总计 510.46 亿元，负债合计 320.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）190.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 154.93 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.52 亿元，净利润（含少数股东损益）0.69 亿元，归属于母公司净利润 0.32 亿元；经营活动现金流量净额为-8.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.68 亿元。

1. 资产与负债

（1）资产质量

截至2015年底，公司资产总额486.70亿元，较年初增长8.58%，主要系非流动资产大幅增加所致；公司资产构成中流动资产和非流动资产分别占76.48%和23.52%，资产构成以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产372.21亿元，较年初下降0.04%。流动资产主要由货币资金（占15.68%）、应收账款（占11.41%）、其他应收款（占20.34%）和存货（占45.57%）构成。

截至2015年底，公司货币资金58.35亿元，较年初下降17.73%，主要系公司用于投资以及偿还债务支付的现金增多所致；货币资金中其他货币资金系公司受限货币资金，其中银行承兑汇票及信用证保证金3.19亿元、担保及保函保证金1.21亿元、存单质押0.58亿元、贷款保证金0.36亿元等，公司受限货币资金占比9.15%，受限比例一般。公司应收账款主要是工程款、安置房款、贸易款；截至2015年底，公司应收账款账面价值42.47亿元，较年初大幅上升62.03%，主要系主要系应收工程款及贸易款增加所致；应收账款前五名余额36.67亿元，占比85.51%，集中度较高。截至2015年

底，公司共计提坏账准备0.42亿元，占比0.97%，计提比例较低，但由于欠款单位主要为政府部门，因此回收风险较小。2015年公司其他应收款账主要为往来款、代垫款、土地收储款、保证金等；截至2015年底，公司其他应收款账面余额75.72亿元，较年初增长12.47%，主要系与常州市新北区财政局之间的往来款及代垫款增加所致；公司前五大其他应收款金额为73.46亿元，占比97.01%，集中度很大，但考虑到欠款单位主要为政府机关，回收风险较小。公司共计提坏账准备0.67亿元，占比0.88%，计提较为合理。截至2015年底，公司存货余额170.29亿元，较年初增长2.13%；公司存货主要由开发成本（占比83.78%）、开发产品（占比12.92%）构成；存货中使用受限的金额为63.33亿元，作为公司以及子公司的借款、贷款抵押；使用受限金额占比37.33%，受限比例较高；截止2015年底，公司共计提存货减值准备0.66亿元，计提比例0.39%，是公司对原材料、库存商品开发成本和开发产品计提存货跌价准备。

截至2015年底，公司非流动资产114.49亿元，同比大幅增长50.92%，主要系其他非流动资产大幅增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占14.25%）、长期应收款（占6.18%）、长期股权投资（5.07%）、投资性房地产（19.77%）、固定资产（25.36%）和其他非流动资产（22.26%）构成。

截至2015年底，公司可供出售金融资产账面余额16.45亿元，较年初大幅增长71.98%，主要系本期收购常州黄海汽车有限公司，投资常州金瑞碳材料创业投资企业（有限合伙）所致。公司长期应收款为应收融资租赁款，截至2015年底，公司长期应收款账面余额7.11亿元，较年初增长38.95%，主要系融资租赁业务投放增加所致；公司计提坏账准备355.33万元，计提比例为0.5%。公司长期股权投资采用权益法计量；截至2015年底，公司长期股权投资5.80亿元，较年初大幅增长111.70%，主要系新增对常州高新创业投资有限公司的投资3.25亿元以及追加对高新陆投(常州)投资有限公司的投资所致。2015年常州市新北区国有资产管理委员会将区政府投资的常州高新创业投资有限公司100%的股权划转给公司，但根据托管协议约定，常州高新区拨改投（贷）专项资金投资决策委员会负责该公司经营管理决策，公司无控制权，因此将其纳入长期股权投资，未纳入财务报表合并范围；此外，2015年10月28日，公司与常州方圆制药有限公司完成股权转让协议，现持有常州生物医药孵化器有限公司100%股权，本期将常州生物医药孵化器有限公司从长期股权投资中剔除，纳入本年财务报表合并范围。公司投资性房地产主要为房屋建筑物和土地使用权，来源为外购、存货/固定资产/在建工程转入、企业合并增加等；公司投资性房地产采用成本法计量，且未计提减值准备；截至2015年底，公司投资性房地产账面净值22.64亿元，较年初大幅增长53.41%，主要系由存货/固定资产/在建工程转入以及企业合并增加的房屋、建筑物较多所致；使用受限的投资性房地产金额8.97亿元，占比39.62%，主要为公司以及子公司借款、贷款作抵押，受限比例较大。截至2015年底，公司投资性房地产累计折旧和摊销合计1.83亿元，主要为对房屋、建筑物的累计折旧和摊销；尚未办妥产权证书的投资性房地产包括绿都万和城03地块幼儿园，账面价值为0.30亿元，目前已完成竣工验收，产权正在办理中。公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、运输工具等，来源为购置、在建工程转入、企业合并增加等；截至2015年底，固定资产余额为29.04亿元，同比下降1.65%；固定资产中受限金额0.87亿元，作为公司贷款抵押，受限占比3.00%，受限比例较小；固定资产累计计提折旧10.76亿元，固定资产成新率72.99%，成新率一般；公司未办妥房产证书的主要固定资产包括青龙园车间和溧阳房屋，合计1.65亿元。公司其他非流动资产为抵债资产、北部新城高铁片区土地前期开发项目投入款和万顷良田委托项目投入款；截至2015年底，公司其他非流动资产25.49亿元，较年初大幅增长2,197.41倍,主要系北部新城高铁片区土地前期开发项目和万顷良田委托项目（合计占99.95%）本期由其他流动资产科目转入其他

非流动资产科目所致。

截至2016年3月底，公司资产总额510.46亿元，较年初小幅增长4.88%，资产规模变化较小；公司资产结构中流动资产占76.08%，较年初下降0.4个百分点。公司资产结构较2015年末变化不大。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主，资产受限比例一般；流动资产中应收类款项及存货占比较大，流动性较弱，整体资产质量一般。

（2）负债和所有者权益

截至2015年底，公司负债总额307.43亿元，较上年小幅增长3.54%，主要系非流动负债增加所致；公司负债构成中流动负债和非流动负债分别占46.84%和53.15%，非流动负债占比较大。

截至2015年底，公司流动负债143.99亿元，较年初下降7.74%，主要系一年内到期的非流动负债大幅下降所致；流动负债主要由短期借款（占21.86%）、应付账款（占11.69%）、预收款项（占5.88%）、一年内到期的非流动负债（占28.79%）、其他流动负债（占19.81%）构成。

截至2015年底，公司短期借款31.47亿元，较年初大幅增长23.45%，主要系质押借款、保证借款、保证+抵（质）押借款规模增加所致。截至2015年底，应付账款16.83亿元，较年初下降0.89%。截止2015年底，预收款项余额8.47亿元，较年初增长46.77%，主要系预收房款增加所致。截至2015年底，其他应付款合计7.54亿元，较年初大幅下降60.96%，主要系与常州市新北区财政局往来款减少所致。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债41.46亿元，同比大幅下降39.23%，主要系公司偿还了较多的到期债务所致。一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占63.05%）、应付债券（占36.18%）、长期应付款（占0.77%）构成；其中一年内到期的应付债券同比大幅增长66.67%，主要系黑牡丹集团2013年度第一期非公开定向债务融资工具5亿元（期限3年，到期日2016年5月）和公司2014年度第一期非公开定向债务融资工具10亿元（期限2年，到期日2016年11月）转入所致。截至2015年底，公司其他流动负债28.52亿元，同比大幅增长109.85%，主要系公司预提费用增加以及本期发行短期应付债券“15常高新CP001”和“15常高新CP002”所致；其他流动负债由短期应付债券（占70.12%）、担保赔偿准备（占2.05%）、短期责任准备（占0.16%）、预提费用（占27.67%）构成。

截至2015年底，公司非流动负债163.43亿元，较年初增长16.04%，主要系长期借款增加所致；非流动负债主要由长期借款（占47.44%）和应付债券（占47.92%）构成。

截止2015年底，长期借款余额77.54亿元，较年初增长27.78%，主要系保证借款及保证+抵（质）押借款增加所致。截至2015年底，公司应付债券78.32亿元，较年初增长5.46%，主要系子公司黑牡丹集团2015年发行了三期非公开定向债务融资工具所致；截至2015年底公司应付债券情况见下表。

表11　截至2015年底公司应付债券明细（单位：亿元，年）

项目	发行金额	发行日期	债券期限	期末金额
2007 年常高新企业债	10.00	2007/9	10	10.00
2009 年常高新企业债	15.00	2009/6	10	14.82
2013 年常高新企业债	16.00	2013/3	7	16.00
黑牡丹 2014 年第一期非公开定向债务融资工具	2.00	2014/8	3	2.00
黑牡丹 2014 年第二期非公开定向债务融资工具	5.00	2014/10	3	5.00
黑牡丹 2013 年公司债第一期	8.50	2014/11	5	8.50
常环保 2014 年中小企业私募债券	3.00	2014/6	3	2.99
黑牡丹 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具	8.00	2015/2	3	8.00

黑牡丹2015年度第三期非公开定向债务融资工具	5.00	2015/11	3	5.00
常高新2015年度第一期非公开定向债务融资工具	6.00	2015/11	5	6.00
合计	**78.50**	--	--	**78.32**

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司全部债务为257.98亿元，同比小幅增长4.97%；其中，短期债务占37.65%，长期债务占62.35%，长期债务占比较大；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63.17%、59.00%和47.29%，较2014年分别下降3.07、2.89和0.76个百分点，整体债务水平略微下降。

截至2015年底，公司所有者权益179.27亿元，较年初增长18.48%，主要系资本公积、其他权益工具、未分配利润及少数股东权益大幅增长所致；其中归属于母公司所有者权益144.50亿元，由实收资本（占6.96%）、资本公积（占80.47%）、其他综合收益（占0.98%）、其他权益工具（占4.14%）、一般风险准备（占0.18%）、盈余公积（占0.26%）、未分配利润（占7.01%）构成，所有者权益稳定性较好。截至2015年底，公司资本公积116.28亿元，减年初小幅增长3.79%，主要系新北区政府以常州市新北区建设发展有限公司100%的股权、常州高新创业投资有限公司100%的股权对公司增资所致。

截至2016年3月底，公司资产总额510.46亿元，较年初小幅增长4.88%，资产规模变化较小；公司资产结构仍以流动资产为主，流动资产占76.08%，较年初变化不大。公司负债合计320.37亿元，较年初增长4.21%，负债结构变为以非流动负债为主，非流动负债占比50.61%，流动资产占比49.39%。公司所有者权益为190.09亿元，较年初增长6.03%，主要系新北区政府以货币资金形式对公司增资10.10亿元，暂列资本公积科目。

总体看，公司债务结构以有息债务为主，债务负担略微下降。公司所有者权益中实收资本与资本公积占比较高，权益稳定性较高。

2．盈利能力

2015年，公司营业收入75.04亿元，同比大幅增长24.66%，主要系公司商品销售、工程施工和安置房销售等业务规模增长所致；公司营业成本63.94亿元，同比大幅增长33.43%；但营业成本增幅大于营业收入增幅导致公司营业利润率较2014年下降4.42个百分点至12.46%。

2015年，公司期间费用9.51亿元，同比大幅上升25.34%，主要系财务费用增加所致。2015年，销售费用为0.74亿元，较上年小幅增长2.69%；公司管理费用为3.14亿元，同比下降2.53%；公司财务费用5.63亿元，同比大幅增长54.53%，主要系债务规模的扩大导致利息支出增加所致。2015年公司费用收入比为12.68%，较2014年增长0.07个百分点，变化不大，公司费用控制情况有待提高。

2015年，公司营业外收入6.02亿元，其中政府补助收入5.74亿元，政府补助收入占利润总额比由2014年62.06%上升至101.76%，利润总额对补贴收入的依赖程度很大，且较上年有所提高。

2015年，公司营业利润率为12.46%，较上年下降4.42个百分点，主要系占比较大的商品销售毛利率较低所致。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.77%、2.74%和2.65%，其中总资本收益率和总资产报酬率较2014年分别增加了0.34和0.25个百分点，净资产收益率较2014年下降了0.24个百分点，公司盈利能力仍有待提高。

2016年1~3月，公司纺织服装和商品房销售业务规模进一步下降，受益于商品销售、工程施工和安置房销售业务规模扩大，公司实现营业收入23.52亿元，营业利润率12.47%。

总体看，公司整体盈利水平不高，且对政府财政补助的依赖程度很大。

3．现金流

经营活动现金流方面，2015年公司经营活动现金流入87.54亿元，同比大幅增长61.01%；其中销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长62.88%，主要系商品销售业务规模扩大所致；收到其他与经营活动有关活动现金为19.88亿元，同比大幅上升55.96%，主要为公司和区政府往来、补贴及土地一级开发良田工程回款等。经营活动的现金流出方面，2015年公司经营活动现金流出80.65亿元，同比大幅增长40.77%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营有关的现金增加所致。2015年经营产生的现金流量净额6.89亿元，主要系代建项目的完工结算和政府汇款支付入账所致，公司经营活动现金流得到改善。2015年，公司现金收入比89.29%，较上年提高20.95个百分点，收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2015年公司投资活动产生的现金流入16.73亿元，较2014年增长26.36%，主要系公司收到自用地块拆迁补偿款所致；2015年公司投资活动现金流出较2014年大幅增长84.89%至36.09亿元，主要系2015年公司融资租赁放款，收购常州黄海客车股权以及购买银行理财产品所致。2015年，公司投资活动产生的现金流量净额仍为负值，较上年相比，净流出规模增加13.08亿元。

筹资活动方面，2015年筹资活动现金流入为217.14亿元，将上年增长25.46%，主要系黑牡丹集团定增收到的现金以及公司及黑牡丹集团发行永续中票收到的现金以及与区政府等单位的往来款增加所致；公司筹资活动现金流流出为218.74亿元，较上年相比，流出规模扩大59.14%，主要系与区域财政局等单位往来款增加所致。2015年公司筹资活动现金流量净额-1.59亿元，变为净流出状态。

2016年1~3月，公司经营活动现金净流出-8.62亿元；较上年同期相比，净流出规模扩大5.90%。投资活动净流出-16.36亿元，较上年同期相比，净流出规模扩大4.46倍，主要系支付土地款、融资租赁投放款增加所致。筹资活动净流入17.30亿元，较上年同期相比，增长357.04%，主要系本期区政府对公司增资10.10亿元所致。现金及现金等价物净增加额-7.68亿元。

总体看，公司经营性现金受商品销售影响大，收入实现质量一般；投资支付的现金大，投资活动现金呈净流出状态；筹资活动偿还债务支付的现金大幅增长，公司债务负担有所降低。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率均略有提升上升，分别为2.58倍和1.41倍，分别较2014年增加0.20倍和0.08倍。2015年，公司受投资活动流出现金大幅增长影响，现金类资产大幅下降，现金短期债务比由2014年的0.67下降至0.60倍，公司短期偿债能力略微下降，但仍属较好水平。整体上公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为15.10亿元，主要由计入财务费用的利息支出（占47.62%）和利润总额（占37.37%）构成；2015年公司EBITDA利息保障倍数为1.39倍，EBITDA全部债务比为0.06倍，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度较低。未来随着债务规模以及资金成本的持续增加，公司长期偿债压力仍将持续，但公司作为常州市新北区人民政府下属的国有独资公司和区内最主要的建设主体，在新北区基础设施建设方面拥有垄断地位，其偿债信誉等方面有较强保障，总体看公司长期偿债能力一般。

银行授信方面，截至2016年3月底，公司获得各银行授信合计134.52亿元，已使用79.75亿元，间接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至2016年3月底，公司合并口径下对外担保余额为69.86亿元，占净资产总额的36.75%，对外担保比例较高。公司对外担保单位主要为常州城市建设集团有限公司、龙城旅游控股集团有限公司、常州环球恐龙城实业有限公司等单位，具体情况见附件4；目前被担保单位均正常运作。公司对外担保整体规模较大，有一定的或有负债风险。

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 2016 年 6 月 4 日，公司无未结清不良类及关注类信贷，已结清信贷信息中有 7 笔关注类信贷，授信机构分别为工商银行常州新北支行、农业银行常州新北支行和建设银行常州新北支行，授信机构均已正常收回款项，对公司生产经营不会造成重大不良影响。

截至2016年3月底，公司不存在未决重大诉讼及其他或有事项。

总体看，公司短期偿债能力略微下降，长期存在一定的偿债压力，但其作为常州新北区人民政府下属国有独资公司，偿债能力仍属较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况看，截至2015年底，公司现金类资产58.58亿元，约为“16常高新”债券存续金额合计（10亿元）的5.86倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产179.27亿元，约为债券存续金额合计（10亿元）的17.93倍，公司现金类资产和净资产能够对“16常高新”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况看，2015年公司EBITDA为15.10亿元，约为债券存续金额合计（10亿元）的1.51倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度一般。

从现金流情况看，2015年公司经营活动产生的现金流入87.54亿元，约为债券存续金额合计（10亿元）的8.75倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度好。

总体看，公司作为常州市新北区人民政府直属的国有独资公司以及区内主要建设主体，在基础建设项目获取上具有绝对垄断优势；此外，随着公司商品销售、类金融等业务持续发展，公司未来营业收入和经营性现金流规模有望进一步扩大，其整体盈利水平和竞争能力有望继续提高，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

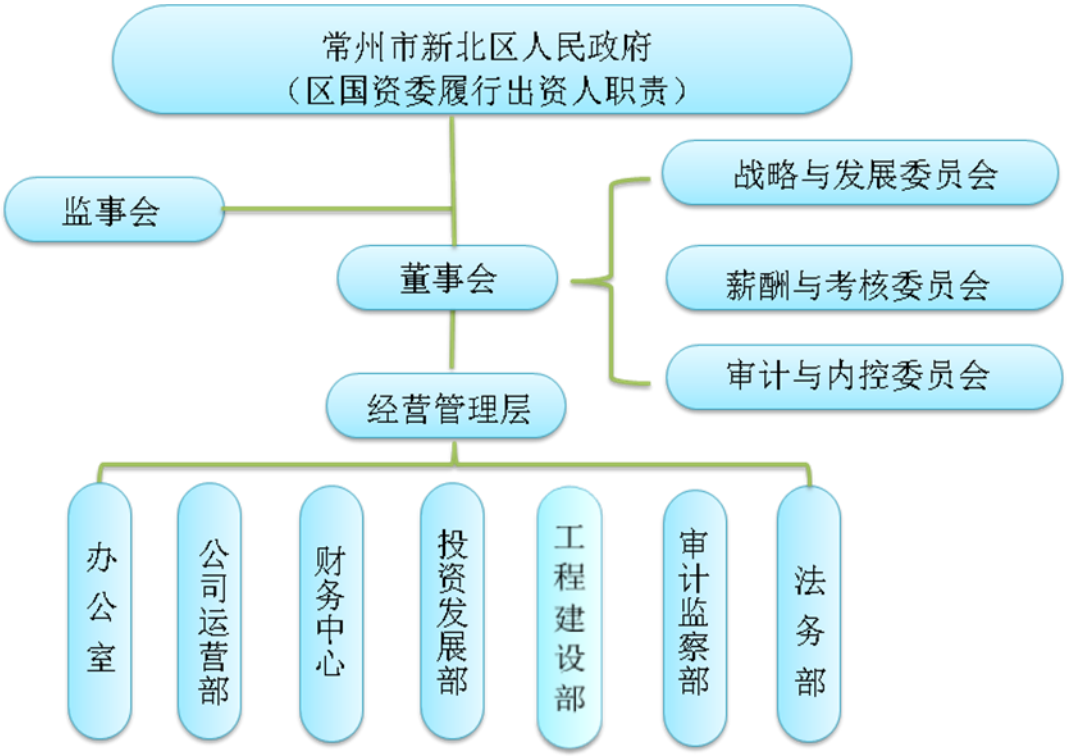
八、综合评价

公司作为常州市新北区建设的核心主体，在项目来源、政府支持、外部环境等方面具有明显优势。2015 年商品销售、基础设施建设业务发展较好，公司营业收入大幅增长。同时，联合评级也注意到公司存在营业利润率较低，对政府财政补助的依赖程度较强，对外担保金额较大，资产流动性较弱等不利影响。

未来，随着商品销售业务的稳步发展，公司经营性业务收入有望扩张；同时，随着区域经济的发展，常州市新北区财政实力有望进一步充实，财政对公司准经营性业务的支持将有效提升公司偿债能力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16常高新”债项信用等级为“AA+”。

附件 1　常高新集团有限公司
组织结构图



附件 2　常高新集团有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	448.23	486.70	510.46
所有者权益（亿元）	151.31	179.27	190.09
短期债务（亿元）	105.81	97.12	114.20
长期债务（亿元）	139.95	160.86	159.39
全部债务（亿元）	245.75	257.98	273.59
营业收入（亿元）	60.19	75.04	23.52
净利润（亿元）	4.36	4.38	0.69
EBITDA（亿元）	12.35	15.10	--
经营性净现金流（亿元）	-2.92	6.89	-8.62
应收账款周转次数（次）	2.86	2.16	0.49
存货周转次数（次）	0.30	0.38	0.12
总资产周转次数（次）	0.14	0.16	0.05
现金收入比率（%）	68.34	89.29	67.32
总资本收益率（%）	2.44	2.77	0.159
总资产报酬率（%）	2.49	2.74	0.202
净资产收益率（%）	2.89	2.65	0.38
营业利润率（%）	16.88	12.46	12.47
费用收入比（%）	12.61	12.68	9.50
资产负债率（%）	66.24	63.17	62.76
全部债务资本化比率（%）	61.89	59.00	56.67
长期债务资本化比率（%）	48.05	47.29	44.82
EBITDA 利息倍数（倍）	1.40	1.39	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.06	--
流动比率（倍）	2.39	2.58	2.45
速动比率（倍）	1.32	1.41	1.40
现金短期债务比（倍）	0.67	0.60	--
经营现金流动负债比率（%）	-1.87	4.79	-5.45
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.23	1.51	--

注：1.2016 年 1~3 月相关指标未年化；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　常高新集团有限公司对外担保明细

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
常州城市建设集团有限公司	11,400.00	2008-12-31	2018-12-28
常州城市建设集团有限公司	31,250.00	2009-3-30	2018-4-1
常州城市建设集团有限公司	30,400.00	2015-5-29	2016-5-29
龙城旅游控股集团有限公司	20,000.00	2016-3-4	2016-9-4
龙城旅游控股集团有限公司	20,000.00	2015-12-30	2017-12-30
龙城旅游控股集团有限公司	10,000.00	2016-4-25	2019-4-25
龙城旅游控股集团有限公司	17,000.00	2015-6-19	2016-6-19
龙城旅游控股集团有限公司	10,000.00	2015-4-30	2016-4-30
龙城旅游控股集团有限公司	8,000.00	2015-10-27	2018-10-27
龙城旅游控股集团有限公司	15,000.00	2015-12-25	2016-12-25
龙城旅游控股集团有限公司	8,000.00	2015-4-9	2016-4-9
龙城旅游控股集团有限公司	10,000.00	2016-4-29	2017-4-29
龙城旅游控股集团有限公司	85,000.00	2013-4-30	2021-4-29
龙城旅游控股集团有限公司	20,000.00	2015-5-14	2016-5-14
龙城旅游控股集团有限公司	20,000.00	2015-6-9	2017-6-9
常州环球恐龙城实业有限公司	40,000.00	2009-11-9	2018-12-21
龙城生态建设有限公司	48,000.00	2013-1-22	2018-1-21
龙城生态建设有限公司	30,000.00	2015-3-26	2017-3-26
新长江投资有限公司	18,000.00	2012-3-29	2019-1-17
常州金莎混凝土有限公司	6,000.00	2015-9-23	2016-9-22
常州投资集团有限公司	8,000.00	2016-3-23	2017-3-22
常州录安洲长江码头有限公司	5,000.00	2015-5-31	2016-5-30
常州清洋港口开发有限公司	3,000.00	2015-6-24	2016-6-23
常州清洋港口开发有限公司	5,000.00	2015-6-28	2016-6-25
溧阳市城市建设集团有限公司	120,000.00	2011-11-8	2018-11-7
常州龙虎塘资产经营有限公司	5,000.00	2016-3-10	2017-3-10
常州龙虎塘综合市场公司	5,000.00	2015-9-12	2016-9-11
常州新桥投资实业总公司	5,000.00	2015-6-20	2016-6-20
常州新桥投资实业总公司	4,000.00	2014-10-16	2016-10-16
常州龙虎实业总公司	3,000.00	2016-3-28	2017-3-28
孟河齐梁建设发展有限公司	3,000.00	2016-3-29	2017-3-29
孟河齐梁建设发展有限公司	30,000.00	2015-12-30	2025-12-30
常州新航建设有限公司	25,000.00	2015-1-15	2019-12-25
常州新航建设有限公司	10,000.00	2015-5-29	2016-5-29
江苏华夏工美产业博览园有限公司	2,200.00	2015-12-19	2016-12-18
常州高新纺织园有限公司	4,000.00	2016-4-28	2017-4-28
常州薛家工业园发展有限公司	3,300.00	2015-12-19	2016-12-18
合计	**69,8550.00**	--	--

附件 4　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=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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	自由负债/自有资产×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	
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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+
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 5　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。