跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1035 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持常高新集团有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“07常高新债”的信用等级为AAA，维持“09常高新债/09常高新”和“13常高新债/13常高新”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

常高新集团有限公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13常高新债/13常高新	16亿元	2013/03/21-2020/03/21	AA+	AA+
09常高新债/09常高新	15亿元	2009/06/04-2019/06/04	AA+	AA+
07常高新债	10亿元	2007/9/13-2017/9/13	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015年6月29日

财务数据

项目	2012年	2013年	2014年	15年3月
现金类资产(亿元)	39.03	45.26	71.26	67.73
资产总额(亿元)	321.68	388.59	448.23	464.18
所有者权益(亿元)	117.79	150.32	151.31	152.87
短期债务(亿元)	60.59	64.38	95.81	108.38
全部债务(亿元)	164.13	188.90	235.75	250.77
主营业务收入/营业收入(亿元)	41.87	51.72	60.19	17.51
利润总额(亿元)	5.33	5.79	5.83	0.93
EBITDA(亿元)	10.23	7.41	7.74	--
经营性净现金流(亿元)	2.06	-6.33	-2.92	-8.14
主营业务利润率/营业利润率(%)	22.10	23.80	16.88	14.05
净资产收益率(%)	1.71	2.55	2.88	--
资产负债率(%)	57.84	61.32	66.24	67.07
全部债务资本化比率(%)	54.75	55.69	60.91	62.13
流动比率(%)	242.32	286.90	238.58	230.65
全部债务/EBITDA(倍)	16.05	25.49	30.47	--
经营现金流动负债比(%)	1.92	-5.60	-1.87	--

注：公司2012~2013年使用旧准则格式，公司自2014年开始使用新准则格式，上表中2013年度数据为2014年追溯调整期初数；2015年一季度财务数据未经审计。

分析师

张庆扬　闫　蓉
lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

常高新集团有限公司（以下简称“公司”），原“常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司”，是常州高新技术产业开发区管理委员会指定的基础设施建设的主体。跟踪期内，公司所在区域经济保持稳步发展，在多方面得到了政府的大力支持，公司资产规模快速增长，经营性业务收入规模稳步提高。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到，跟踪期内公司对外担保金额较大、应收类款项持续增加、对公司资金占用规模较大、营业利润率出现下降、债务规模快速增加等因素对公司信用基本面造成的不利影响。

目前，公司市场化经营业务已经具备一定规模，公益类项目由政府回购的模式保障了未来资金的回流。联合资信对公司评级展望为稳定。

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

“09常高新债”由常州市城市建设（集团）有限公司（以下简称“常州城建”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；同时公司通过设立专项偿债基金，用于保证本期债券按期还本付息，并且常州市人民政府承诺在公司偿债能力不足的情况下，将其列入同期财政支出。

“13常高新债”由常州投资集团有限公司（以下简称“常州投资”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；此外，“13常高新债”采取提前等额偿还本金的安排，有利于降低集中偿付压力。

基于以上，联合资信维持公司AA+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“13常高新债/13常高新”和“09常高新债/09常高新”

AA^{+}的信用等级，维持“07常高新债”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司所属地区经济稳步发展，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部经营环境。
2. 跟踪期内，公司作为常州高新技术产业开发区的投融资主体，继续得到来自高新区政府的较大支持。
3. 公司市场化业务收入规模稳步提升，公益类业务采用政府回购模式保障了利润空间和现金回流。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项持续增加，在资产中占比较大，对公司资金形成占用。
2. 跟踪期内，公司主营业务利润率出现下降，部分业务板块盈利能力有所减弱。
3. 跟踪期内，公司对外担保金额继续保持较大规模，担保比率较高，存在或有负债风险。
4. 跟踪期内，公司短期债务规模上升，债务负担加重，且经营性现金流持续净流出，公司存在短期支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与常高新集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与常高新集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因常高新集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由常高新集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于常高新集团有限公司主体长期信用及存续期内相关企业债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

常高新集团有限公司（以下简称“公司”）系由常州市人民政府（常政复[1992]33号文）批准组建，设立时名称为“常州经济技术开发区经济发展总公司”，系全民所有制集团公司企业，注册资本8000万元。1993年6月21日，公司根据常州市人民政府批复（常政复[1993]29号文），变更企业法人名称为“常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司”，注册资本增加至1亿元。2005年12月14日，经新北区人民政府批复（常新政办文[2005]第000626号）同意对公司增加注册资本，变更后累计注册资本为10.05亿元。2013年11月26日，经新北区国有资产管理委员会批复（常新国资委[2013]9号）同意，公司由全民所有制企业整体改制为国有独资有限责任公司，改制后公司名称为“常高新集团有限公司”，出资人为常州市新北区（即常州高新技术产业开发区，以下简称“高新区”）政府，截至2014年底，公司注册资本为10.05亿元。

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）。

截至2014年底，公司下设办公室、投资发展部、审计监察部、财务中心、工程建设部、公司运营部、法务部等7个部门。集团公司下辖黑牡丹（集团）股份有限公司、常州常高新实业投资有限公司、常州国有资产投资经营有限公司、常州高新区出口加工区投资开发有限公司、常州新铁投资发展有限公司、常州恒泰投资担保有限公司、常州民生环保科技有限公司、常州国展资产经营有限公司、常州市鸿泰科技小额贷款有限公司、顺泰融资租赁（常州）有限公司等78家全资及控股子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额448.23亿元，所有者权益151.31亿元；2014年实现营业收入60.19亿元，利润总额5.83亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额464.18亿元，所有者权益152.87亿元；2015年1~3月实现营业收入17.51亿元，实现利润总额0.93亿元。

公司注册地址：江苏省常州市新北区高新科技园6号楼；法定代表人：盛新。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除

价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这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发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。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。

经过多年的发展，目前国内大多数基础设施建设主体已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设

相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到此次融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，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。

2. 区域经济环境

公司作为新北区的主要的基础设施建设主体，业务范围涉及新北区基础设施和公益事业以及重大项目的开发建设，同时通过股权纽带，进行产业投资和管理。常州市及新北区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

（1）常州市经济概况

根据《2014 年常州市国民经济和社会发展统计公报》，全年实现地区生产总值（GDP）4901.9 亿元，按可比价计算增长 10.1%，其中，第一产业增加值 138.5 亿元，增长 3%；第二产业增加值 2458.2 亿元，增长 9.5%；第三产业增加值 2305.2 亿元，增长 11.4%。全年服务业增加值占 GDP 比重为 47%。全市按常住人口计算的人均生产总值达 104423 元，按平均汇率折算达 16999 美元。

2014 年，常州市全年完成固定资产投资 3310.1 亿元，比上年增长 16.1%。其中，工业投资 1680.2 亿元，增长 11.1%；服务业投资 1621.5 亿元，增长 22.1%。服务业投资中房地产开发投资完成 681.5 亿元，与上年持平。全

年新开工项目（不含房地产）3579 个，比上年增加 442 个，其中亿元以上项目 274 个，比上年增加 43 个；新开工项目本年完成投资 1761.0 亿元，增长 18.6%，增幅高于全市投资 2.5 个百分点，对全市固定资产投资增长的贡献率达 59.9%。

2014 年，常州市财政收入平稳增长。全年实现公共财政预算收入 433.9 亿元，比上年增长 6.1%，其中税收收入 348.4 亿元，增长 6.5%。全年公共财政预算支出 426.9 亿元，比上年增长 2.2%。

跟踪期内，常州市经济保持了持续发展态势，全社会固定资产投资增长较快，财政收入规模稳步提升，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

（2）常州市新北区（常州高新技术产业开发区）经济概况

常州国家高新技术产业开发区于1992年11月经国务院批准成立。1999年始，行政级别为副厅级。常州市委、市政府批准成立中共常州市新北区人民政府，与常州高新技术产业开发区管理委员会实行两块牌子、一套班子的管理体制。其中开发区管委会主要负责开发区和新北区的工业经济、外向型经济、城乡规划与建设、交通、财政税务、安全生产、土地开发与管理等。新北区人民政府主要负责开发区和新北区人事、机构编制、财政税务审计、劳动保障等。

2014年常州市新北区现地区生产总值882亿元，同比增长11.5%。完成公共财政预算收入89.3亿元，同比增长7%；完成固定资产投资722亿元，同比增长18%，其中工业投入420亿元，增长17%。完成工业总产值2938亿元，实现产品销售收入2880亿元，同比均增长11.5%。2014全年常州市新北区新批外商投资企业60家，其中3000万美元以上项目11个，全年完成工商注册外资9. 2亿美元，实际利用外资8亿美元；预计全年实现进出口总额107亿美元。

从常州市新北区地方可控财力的构成来看，2012~2014年一般预算收入稳步提升，土地出让金收入和上级补助收入占比较大。一般预算收入以税收收入为主，且保持逐年增长趋势。常州市新北区2014年土地出让金收入大幅上升，主要是由于补收往年的土地出让金，以及2014年土地出让较多所致。受2014年土地出让收人大幅增加影响，2014年常州市新北区地方可控财力较上一年大幅上升至236.50亿元，同比增加52.64%，其中一般预算收入89.32亿元、土地出让金收入110.34亿元、上级补助收入36.84亿，其中土地出让金收入同比大幅增长，主要系将以前年度已划拨的土地于2014年补收出让金收入所致。

表 1　常州市新北区 2012~2014 年地方可控财力

（单位：亿元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	82.66	83.49	89.32
税收收入	66.26	67.70	71.91
非税收入	16.40	15.79	17.41
土地出让金	49.89	39.90	110.34
上级补助收入	29.25	31.27	36.84
返还性收入	1.54	1.54	1.54
一般转移支付	19.79	20.10	25.71
专项转移支付	7.93	9.63	9.59
预算外财政专户资金	0.43	0.28	
地方可控财力	162.24	154.94	236.50

资料来源：新北区财政局
注：2014 土地出让金包含调整以前年度已划拨的土地于 2014 年形成出让金收入和当年实际出让土地实现出让金。

从常州市新北区政府债务负担看，其债务由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，常州市新北区直接债务余额为44.88亿元，全部为由财政承担全部偿还责任的融资平台公司借款。截至2014年底，常州市新北区债务余额70.27亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为29.63%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）。总体看，常州市新北区地方政府债务负担较低。但考虑到2014年常州市新北区地方可控财力的大幅增长主要是由于当年补收的土地出让金所致，未来增长具有一定的不确定性。

表 2　2014 年底常州市新北区债务构成（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	448800	（一）地方一般预算本级收入	893200
1、外国政府贷款		1、税收收入	719060
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	174140
3、国债转贷基金		（二）转移支付和税收返还收入	368412
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	257106
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	95923
6、国内金融结构借款		3、税收返还收入	15383
（1）政府直接借款		（三）国有土地使用权出让收入	1103368
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台公司借款	448800	1、国有土地使用权出让金	1050404
7、债券融资		2、国有土地收益基金	48621
8、粮食企业亏损挂账		3、农业土地开发资金	4343
9、向单位、个人借款		4、新增建设用地有偿使用费	
10、拖欠工资和工程款		（四）预算外财政专户收入	
11、其他			
（二）担保债务余额	503770		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	233470		
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	270300		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	700685	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2364980
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			29.63%

资料来源：新北区财政局

总体来看，常州市及新北区经济持续增长，为公司发展提供了良好的区域环境。同时，联合资信关注到，受土地出让收入影响，新北区地方可控财力存在较大的波动性。

3．政府支持

公司作为一家政府背景企业，在高新区政府与高新区内的基础设施建设项目之间起到了桥梁作用，高新区政府给予公司较大力度的支持。

（1）政府回购

公司公益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出资回购。2012~2014 年分别确认回购收入 14.78 亿元和 10.11 亿元和 19.04 亿元。2012~2014 年获得回购款分别为 13.55 亿元、1.84 亿元和 4.02 亿元，收入的确认是根据当年成本支出加成利润确定，但是由于完工结算时点滞后，公司每年实际获得回购资金的规模存在较大波动。

（2）相关补贴收入

为支持公司建设，政府近年来给予公司持续的财政补贴，2013~2014 年政府分别给予公司财政补助 2.21 亿元和 3.61 亿元。

五、管理分析

跟踪期内，公司原董事长、总经理金立卫先生不再担任公司内职务。公司董事长、总经理现由盛新先生担任。

盛新，男，1965 年 7 月出生，本科学历，高级经济师；曾就职常州轻工业局教育科、常州柴油机厂宣传科、常州长发高科技联合发展公司办公室、常州高新区发展（集团）总公司办公室、策划部；先后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、龙城旅游控股集团有限公司董事、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；现任常高新集团有限公司董事长、总经理。

六、经营分析

公司作为常州高新技术产业开发区政府的重要投资主体，业务范围既涉及区内公益类基础设施项目建设，又涉及参与区政府授权范围内经营性国有资产的运营，2014年，公司实现主营业务收入为59.45亿元，同比增长18.68%，但主要业务板块毛利率出现不同程度下降，使得公司毛利率同比下降6.18个百分点，为20.17%。2015年1~3月，公司实现主营业务收入17.51亿元，毛利率进一步下降至16.76%。

表3　公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

	2013年			2014年			2015年1~3月		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
担保费业务	1757.97	58.17%	0.35%	2283.22	44.18%	0.38%	224.35	100.00%	0.13%
纺织服装业务	218374.46	9.60%	43.59%	206312.33	9.24%	34.70%	27689.98	14.55%	15.82%
污水处理业务	4809.45	36.16%	0.96%	4989.07	45.43%	0.84%	1003.11	36.02%	0.57%
拆迁服务业务	714.91	85.43%	0.14%	864.23	46.53%	0.15%	253.00	100.00%	0.14%
仓储、物流业务	425.97	79.40%	0.09%	796.84	91.77%	0.13%	211.00	79.46%	0.12%
工程施工业务（含政府回购	67393.74	12.24%	13.45%	98804.58	10.35%	16.62%	86387.72	10.05%	49.35%
安置房销售业务（含政府回购	35324.94	17.40%	7.05%	91827.17	13.48%	15.45%	27094.03	13.22%	15.48%
商品房销售业务	51820.27	32.91%	10.34%	113016.36	29.88%	19.01%	9631.50	40.72%	5.50%
土地一级开发及良田工程项目	12714.30	100.00%	2.54%	9880.46	100.00%	1.66%	1604.21	100.00%	0.92%
贷款业务	8822.90	77.38%	1.76%	5810.89	85.91%	0.98%	815.32	79.12%	0.47%
教学业务	1495.01	31.65%	0.30%	1887.90	17.99%	0.32%	490.64	45.51%	0.28%
商品销售业务	12837.02	1.38%	2.56%	20795.28	1.07%	3.50%	9567.87	1.61%	5.47%
土地处置业务	55458.00	64.90%	11.07%						
租赁业务	22527.17	67.41%	4.50%	23939.92	65.59%	4.03%	5632.60	58.40%	3.22%
融资租赁业务	4849.26	77.02%	0.97%	6222.17	45.80%	1.05%	1814.21	65.08%	1.04%
其他业务	1622.83	48.82%	0.32%	7097.28	86.18%	1.19%	2643.41	38.54%	1.51%
合　计	**500948.19**	**26.35%**	**100.00%**	**594527.69**	**20.17%**	**100.00%**	**175062.94**	**16.76%**	**100.00%**

资料来源：根据公司审计报告编制。

1.　公益类项目

回购项目

公司公益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出资回购。这类业务主要是公司主营业务中工程板块业务和定向安置房板块业务，为公司主营业务收入的核心来源之一。

表4　公司公益类项目收入情况（单位：亿元，%）

	2013年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程类	6.74	12.24	9.86	10.29
安置房	3.53	17.40	9.18	13.48
回购总和	**10.27**		**19.04**	

资料来源：企业提供

工程板块业务主要是公司为政府代建的道路、绿化工程和保障房等项目，2014年主要回购项目包括：河海路改造（晋陵路-东支河）、新龙国际商务城配套道路、北海中路（龙江路-通江路）、嫩江路（龙江路-春江路）、紫金山路

（S338-江堤南）、寒山路（新七路-嫩江路）、井冈山路（S338-卫东路延伸段）等项目。

2014 年，定向安置房项目主要为：富民景园、新桥商业街、香山欣苑、百馨西苑、怡景湾等项目。2013~2014 年获得回购款分别为 1.84 亿元和 4.02 亿元，体现在销售商品提供劳务收到现金中，已确认收入未回款部分体现在应收账款中，截至 2014 年底，公司应收账款 26.21 亿元。

在建项目方面，截至2015年3月底，青年公寓二期该工程已累计投入4亿元，工程进度累计完成40%。新景花苑工程已累计投入18.57亿元，工程进度接近总工程的89%。以上项目为“13常高新债”的募投项目，截至2015年3月底，尚未达到竣工决算条件，未确认收入。待项目竣工决算后，政府分8年回款。

土地一级开发及良田工程（代建）

公司目前主要代建项目包括“新北区万顷良田工程建设项目”和“常州市新北区高铁片区的土地前期开发项目”，项目签订主体为黑牡丹公司，项目代建利润确认为收入，项目成本及成本返还实际金额之差在其他流动资产中反映，在现金流中体现为收到及支付其他与经营活动有关的现金。

“新北区万顷良田工程建设项目”签订于2010年，工程总面积1538.10公顷，公司负责上述区域内的拆迁安置、基础设施建设等工程，双方同意以每年2月、5月、8月及11月的月底作为结算基准日，回购款由政府按照实际支出成本加10%的利润率实施回款，该项目总投资为19.89亿元，截至2015年3月底，已投资18.11亿元，已确认收入1.47亿元，其中2014年确认收入0.09亿元，2015年1~3月确认收入0.16亿元。合计获得回购款5.70亿元(含收益1.14亿元)。

“常州市新北区高铁片区的土地前期开发项目”签订于2010年，该地块为经常州市政府主管部门批准的《沪宁高速公路以北龙江路以东地块控制性详细规划》所确定的约17.5平方公里的地块，其中第一阶段开发范围确定为高铁片区中紧邻高铁常州站的高铁核心区（以下称“核心地块”），用地面积约为4.15平方公里，剩余约13.35平方公里地块为第二阶段开发范围，核心地块前期开发投资总额约为55亿元人民币，公司负责该地块土地前期开发，包括提供技术支持及资金筹集，土地补偿；拆迁、安置补偿、土地平整及该地块前期道路和市政配套基础设施等工程手续及工程建设，双方同意每年2月、5月、8月及11月的月底作为结算基准日，公司收益分两部分，一部分是地块土地前期开发总成本10%的工程收益，另一部分是黑牡丹公司与常州市新北区政府对该地块土地出让净收益按照50%：50%的比例进行分成。截至2015年3月底，该项目已投资43.64亿元，已确认收入3.85亿元，其中2014年确认收入0.90亿元。累计获得回购款27.54亿元。以上项目的已投资与回款差额部分体现在其他流动资产中。

2. 经营性业务

区政府为加强公司自身的“造血机制”，提高公司投融资能力，将区内部分优质的经营性较强的国有资产划转至公司。公司优质经营性资产主要反映在公司主营业务中的服装纺织业务、租赁板块业务、类金融板块业务、污水处理板块业务、商品房销售板块业务等，2014 年公司市场化运作的业务实现收入占总收入之比为 66.27%，较 2013 年有所降低。公司对于以上业务全部采用市场化运作的模式。

服装纺织业务

服装纺织业务收入主要包括牛仔布收入、服装收入和色织布及加工收入，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”，股票代码：600510)，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。

该板块业务采购的原材料主要为棉花和原纱，棉花的定价方式是：根据对其样品检测，达到使用要求的，按照中国棉花网公布的棉花价格指数为基准，结合检测指标和当时的市场

价格，双方进行价格商讨，达成一致后实施采购。原纱的定价方式是：按照双方年初确定的、根据中国棉花网公布的棉花价格指数、纺纱成本、制成率等来确定采购价格并签订采购协议。目前主要供货商有常州科腾纺织品有限公司、江苏舒逸纺织有限公司、常州市联源纺织原料有限公司、常州新区紫金纺织品有限公司、常州棉麻有限公司等，采购比较分散，集中度不高。

公司以直销为主，为了更好地为客户提供服务，公司在香港、日本设有专门的分公司和办事处，销售价格结合公司成本和市场及订单量等情况综合确定。公司主要客户包括东阳市牡丹经济贸易有限公司、常州市新发展实业公司、上海欣锋纺织品有限公司等，其中XG黑牡丹（香港）公司销售比例占比较高，其它客户集中度不高。2014年度，服装纺织业务实现收入20.63亿元，较去年下降5.52%，毛利率为9.24%，与2013年基本持平。

租赁板块业务

租赁板块业务收入主要来源于公司本部绿化资产租赁及常州国展资产经营有限公司、常州高新区出口加工区投资开发有限公司等公司的房产租赁业务。2014年公司实现租赁收入2.39亿元，较上年增长6.27%，毛利率为65.59%，保持较高的水平。

2010年6月公司与新北区城市管理与建设局签订绿化租赁协议，租期50年，2013~2014年分别实现租赁收入1.80亿元和1.77亿元。房产租赁主体主要为国展资产经营公司及出口加工区投资开发公司，公司主要租赁场地为常州高新区及出口加工区，合计平均出租率为61%。

土地处置板块

2012~2013年，因政府规划调整，子公司常州黑牡丹置业有限公司新龙C地块（部分）、新龙AB地块分别于2012年、2013年被常州市新北国土储备中心收储，两年分别获得土地处置补偿1.67亿元和5.55亿元，该业务不具有持续性。故2014年~2015年3月，公司无此业务收入。

类金融板块业务

类金融板块，重在为区域内企业提供企业投融资公共服务平台，通过有效运营，最终形成集团重要的利润来源。

目前集团类金融业务主要通过搭建的常州常高新金隆控股有限公司这一平台来运作。具体有：常州市恒泰投资担保有限公司（简称“恒泰担保公司”）、常州市鸿泰科技小额贷款有限公司（简称“鸿泰科贷公司”）、常州和泰投资有限公司、顺泰融资租赁（常州）有限公司、集团和相关公司合作成立的常州赛富高新创业投资中心、常州德丰杰清洁技术创业投资中心、常州常以股权投资中心等多个人民币产业基金。

2013~2014 年恒泰担保公司担保发生额分别为 10.19 亿元和 8.41 亿元，同期期末在保余额分别为 10.15 亿元和 6.47 亿元。同期实现担保收入分别为 1757.97 万元和 2283.22 亿元。

截至2014年底，鸿泰科贷公司累计发放贷款27.11亿元，其中2014年全年发放贷款总额4.97 亿元，2014 年末贷款余额5.22 亿元。2013~2014年分别实现营业收入为8822.90亿元和5810.89万元。

根据苏政发【2010】103 号《省政府办公厅关于开展科技小额贷款公司试点的意见》中第五条意见：“科技小额贷款公司原则上可享受农村小额贷款公司各项优惠扶持政策”。

顺泰融资租赁（常州）有限公司成立于 2012 年 4 月，属经江苏省人民政府批准成立的中外合资企业，注册资本 4999 万美元，主要从事生产设备、医疗设备、通用机械、工程机械设备、建筑设备等的融资租赁业务。该公司定位为具有良好发展前景的企业提供融资租赁服务，满足其中长期融资需求。2013~2014 年度分别实现收入 0.48 亿元和 0.62 亿元。

对外投资业务主要由常州和泰投资有限公司、黑牡丹(集团)股份公司开展，投资目的是通过持股获取高额收益，主要投资方向是新能源、高科技、生物医药等成长性高的公司，到2014

年末，公司实际出资达6.50亿元。2014年全年，公司实际出资为0.78亿元，主要投资方向为新能源、高科技、生物医药等行业成长性较好的企业，可望为公司带来可观的利润贡献。

污水处理板块业务

污水处理板块业务由常州民生环保科技有限公司、常州西源污水处理有限公司经营。承担滨江化工园区化工污水处理及西夏墅纺织工业园印染污水及周边孟河、西夏墅等乡镇生活污水的处理。公司污水处理能力为8万吨/日，目前执行化工污水处理费为6.90元/吨，纺织印染污水处理费4.5元/吨。

2013~2014年公司实现的污水处理收入为0.48亿元和0.50亿元，同期年累计处理污水701.40万吨和687.07万吨。

商品房销售

公司目前已开发的项目主要是绿都万和城项目（03号地块和05号地块）、苏州丹华君都和东城明居项目，2013年开发的项目是绿都万和城01地块、04地块及欣悦湾项目，2014年开发的项目主要为：绿都万和城01地块、04地块，苏州丹华君都项目。

表5　房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
开发面积	26.66	36.83	32.16
完工面积	45.47	4.67	3.56
销售面积	7.66	17.9	1.2

资料来源：公司提供

2013~2014 年实现销售收入 5.18 亿元和 11.30 亿元，毛利率分别为 32.91%和 29.88%。

商品销售业务

商品销售业务为下属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，2014 年实现销售收入 2.08 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司经营性业务营业收入规模呈现持续增长态势，但各主要板块毛利率均呈下降趋势，公司盈利能力有所减弱。

七、募投资金使用及项目情况

1．“07常高新债”

债券要素

公司于2007年9月发行10亿元“07常高新债”，债券期限为10年，采用固定利率，计息方式为每年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一并支付。

“07常高新债”募集资金全部用于常州市高架道路工程（一期）和长江路工程（城北干道—常锡路）项目。其中常州市高架道路工程（一期）项目已使用债券募集资金8亿元，其中2007年投入3亿元，2008年投入5亿元，该工程已于2008年8月底竣工并全线通车。长江路工程项目已使用债券募集资金2亿元，全部于2007年投入完毕。该工程已于2007年底全面竣工并通车。

担保情况分析

“07常高新债”由中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）授权其江苏省分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2014年，工商银行延续良好的发展势头，公司治理更加完善，信贷结构进一步优化，金融市场业务与中间业务加速成长，风险管理水平明显提升，资产质量继续改善，盈利水平持续提高，资本充足，偿债能力很强。

经联合资信公开评级，工商银行主体长期信用等级为AAA_{pi}，担保实力很强，其对“07常高新债”提供的担保显著增强“07常高新债”的信用水平。

2．“09常高新债/09常高新”

债券要素

公司于2009年6月发行15亿元“09常高新债/09常高新”，债券期限为10年，此债券在第5年设定上调票面利率选择权（0~100个基点，后5年固定不变）及投资者回售选择权（即持有人

有权将其持有的全部或部分债券按票面金额在第5年回售给公司），2014年“09常高新债/09常高新”已到回售期，公司增加100个基点，全部额度未回售，存续额度仍然为15亿元。

“09常高新债/09常高新”募集资金中的12亿元用于常州港录安洲港区化工码头工程、常州软件产业基地二期工程、新北区城镇污水收集系统工程；另外3亿元补充公司营运资金。工程投资总额22.98亿元。截至目前，募集资金均严格按照规定使用，具体使用情况如下：

（1）常州港录安洲港区化工码头工程

该工程总投资9.14亿元。计划使用债券募集资金5亿元，已投入完毕，该工程于2012年底完工并投入使用。

（2）常州软件产业基地二期工程

该工程总投资9.25亿元，计划使用债券募集资金5亿元，已投入完毕，该工程于2013年6月完工并投入使用。

（3）新北区城镇污水收集系统工程

该工程总投资4.59亿元，计划使用债券募集资金2亿元，已投入完毕，该工程于2013年9月完工并投入使用。

（4）补充营运资金

债券募集资金3亿元已于2009年全部用于补充公司营运资金。

担保情况分析

“09常高新债/09常高新”由常州市城市建设（集团）有限公司（以下简称“常州城建”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

常州城建是常州市主要的基础设施建设投资平台之一。跟踪期内，该公司经营发展稳定，常州市区域经济持续发展，财政收入水平稳步提升，为该公司发展创造了良好的外部环境；截至 2014 年底，公司合并口径资产总额为 925.68 亿元，所有者权益合计为 283.23 亿元。2014 年，公司实现主营业务收入 18.26 亿元，利润总额 6.04 亿元。

同时，联合资信考虑到常州城建其他应收款金额较大，占用营运资金较多，债务负担加重以及常州城建担保比率高等因素对其经营发展带来负面影响。

常州市持续增强的财政实力以及对常州城建支持力度具有持续性，为常州城建发展及信用基本面提供了重要支撑。联合资信对常州城建的评级展望为稳定。

联合资信维持常州城建主体长期信用级别为 AA^{+}。

综合来看，由其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有助于保障本期债券的偿付的安全性。

专项偿债基金及政府承诺

“09常高新债/09常高新”设立专项偿债基金，用于保障本期债券本息按期偿付，其专项偿债基金资金主要来源为公司账面反映的区管委会的欠款和补贴收入。

公司与中国建设银行股份有限公司常州分行、常州国家高新技术产业开发区管委会签署了《2009年常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司企业债券专项偿债基金账户监管协议》，委托中国建设银行股份有限公司常州分行对该专项偿债基金账户内资金进行保管，并负责监管专项偿债基金账户内的资金归集与划付。

同时，常州市人民政府承诺在公司偿债能力不足的情况下，将其列入同期财政支出。

3.“13常高新债/13常高新”

债券要素

公司于2013年3月发行了16亿元“13常高新债/13常高新”，债券期限为7年，采用固定利率，同时设置本金提前偿还条款，即在存续期内的第3、4、5、6、7个计息年度每年分别按发行总额20%的比例偿还债券本金，其中12亿元计划用于新景花苑（棚户区改造）项目，4亿元计划用于青年公寓二期（公共租赁房）项目。截至目前，募集资金均严格按照规定使用，具体使用情况如下：

（1）新景花苑（棚户区改造）项目工程

该工程总投资 26.75 亿元，计划使用债券募集资金 12 亿元。截至 2015 年 3 月底，该工程已累计投入 18.57 亿元，已使用债券募集资金 12 亿元，工程进度接近总工程的 89%。

（2）青年公寓二期（公共租赁房）项目工程

该工程总投资10亿元，计划使用债券募集资金4亿元。截至2015年3月底，该工程已累计投入4亿元，已使用债券募集资金2.46亿元，工程进度接近总工程的40%。

担保情况分析

“13常高新债/13常高新”由常州投资集团有限公司（以下简称“常州投资”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

常州投资是由常州市政府出资并授权经营的国有独资公司，其经营活动服务于政府发展战略。目前，常州投资逐步发展成为以金融为龙头、以实业为基础，以资本经营为手段，集金融、实业、投资于一体的现代化集团企业。

目前，常州投资主要从事金融投资和房地产开发业务，目前还承担常州科教城三期项目（即“常州国际创新基地”）的建设与运营。2014 年实现营业收入 10.29 亿元，较上年增加 3.63%，其中房地产开发收入 4.79 亿元，化工产品收入 2.19 亿元，较上年分别上升 52.23%和下滑 38.66%，化工业务主要来自于下属子公司长江龙城科技有限公司，从事 PTA（精对苯二甲酸）、EG（乙二醇）等化工原料产品的经销，2014 年市场需求疲软，导致收入和利润均有所下降。公司房地产销售收入有所上涨，主要由于公司在建的地产项目开始进入收入确认期。

截至 2014 年底，常州投资资产总额 193.70 亿元，同比增长 4.18%，资产规模不断增长。其中流动资产占 41.07%，以货币资金、交易性金融资产、其他应收款和存货为主；非流动资产占 58.93%，以可供出售的金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产（土地所有权）为主。截至 2014 年底，常州投资负债总额为 97.25 亿元，同比增长 3.01%，流动负债占 56.75%，非流动负债占 43.25%。全部债务为 77.15 亿元，占负债总额的 79.33%，资产负债率 50.20%，整体债务负担适宜。截至 2014 年底，常州投资所有者权益为 96.46 亿元，其中实收资本和资本公积分别占 12.44%和 63.67%，所有者权益稳定性一般。2014 年，常州投资实现营业收入 10.29 亿元，较 2013 年增加 3.63%，公司房地产开发、混凝土销售业多项经营性业务收入出现上升，毛利率 21.58%，较 2013 年提高 5.98 个百分点，公司实现利润总额 7.63 亿元。

或有负债方面，截至 2014 年底，常州投资对外担保余额为 118.78 亿元，担保比率由 2013 年的 136.43%下降到 2014 年的 123.35%，对外担保额大，或有负债风险高。

2014 年，常州投资受多板块业务回升影响，收入和利润指标较上一年有所增长，整体债务水平尚可，作为常州市重要的国有资产经营实体，垄断优势明显。联合资信维持常州投资的主体信用等级为 AA。

综合来看，由于常州投资对“13常高新债/13常高新”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，由于两者业务相关性不高，其担保在一定程度上有助于“13常高新债/13常高新”的偿付。

八、财务分析

公司提供2013年和2014年经华普天建会计师事务所（特殊普通合伙）出具的审计报告，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年一季度财务数据未经审计。

从财务报表合并范围来看，2014年公司新增常州维雅时尚商务酒店有限公司、常州嘉汇物资有限公司、常州创源油品经营有限公司、常州博久贸易有限公司和常州博品投资咨询有限公司5家子公司，注销常州常高新博慧教育咨询有限公司1家子公司。跟踪期内公司财务报告合并范围变化较小，可比性较强。

截至2014年底，公司合并资产总额448.23亿元，所有者权益151.31亿元；2014年实现营业收入60.19亿元，利润总额5.83亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额464.18亿元，所有者权益152.87亿元；2015年1~3月实现营业收入17.51亿元，实现利润总额0.93亿元。

1. 盈利能力

2014年，在工程施工、安置房销售及商品房销售业务增长的带动下，公司营业收入增长较快，同比增长18.68%。跟踪期内，随着回购收入确认扩大影响，经营性业务占比由2013年的77.23%下降到66.27%。收入构成主要以纺织服装、工程施工、定向安置房销售和商品房销售为主。2014年，公司实现主营业务收入59.45亿元。

2014 年公司期间费用为 7.59 亿元，占营业收入的 12.61%，较 2013 年的 15.12%略有下降，主要是由于营业收入规模扩大，另一方面，由于公司将部分利息支出进行资本化处理，使得公司期间费用保持相对稳定所致。

2013~2014 年，公司补贴收入分别为 2.21 亿元和 3.61 亿元。2013~2014 年，公司利润总额分别 5.79 亿元和 5.83 亿元，其中补贴收入占比分别为 38.17%和 61.92%，利润总额对于补贴收入的依赖程度有较大提升。2014 年公司营业利润率和总资本收益率分别为 16.88%和 1.13%，营业利润率较 2013 年下降 6.93 个百分点，总资本收益率与 2013 年基本持平。

2015 年 1~3 月，公司纺织服装业务规模同比进一步下降，受工程施工业务和安置房销售业务规模继续扩大影响，公司实现营业收入 17.51 亿元，营业利润率 14.05%。

总体看，跟踪期内，公司市场化板块占比有所下降，整体盈利能力较强，但利润总额对补贴收入的依赖程度仍然较高。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014 年，公司经营活动现金流入 54.37 亿元，同比减少-24.81%，其中销售商品、提供劳务收到的现金减少 12.88%，公司和区政府往来、补贴及土地一级开发良田工程回款等反映在收到其他与经营有关活动现金中，同比下降 47.84%。经营活动的现金流出方面，2014 年经营活动产生的现金流出有所减少，同比下降-27.14%，以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营有关的现金为主，2014 年公司经营活动现金流出为 57.29 亿元，2014 年经营产生的现金流量净额为-2.92 亿元，主要受回购业务资金支出和回款时间点不匹配影响较大。从收入实现质量看，2014 年公司现金收入比率为 68.34%，考虑到公司 66.27%以上收入为市场化板块业务，收入实现质量较差。

从投资活动看，2014 年，公司投资活动产生的现金流入较 2013 年下降了 19.80%，主要是处置固定资产和其他长期资产收回的现金和收到其他与投资活动有关的现金（主要体现为公司收到自用地块拆迁补偿款）为主；2014 年公司投资活动现金流出规模大幅下降，为 19.52 亿元，同比下降 53.45%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金同比下降 54.19%，2014 年公司投资活动产生的现金流量净额仍为负值，但净流出规模较 2013 年大幅减少，为 6.28 亿元，投资支出较大。

从筹资活动看，2014年公司筹资活动现金流入流出分别为173.08亿元和137.45亿元，同比下降13.05%和13.40%，主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金，2014年公司筹资活动现金流量净额为35.63亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入为11.36亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金8.45亿元，公司经营活动产生的现金流出为19.50亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营有关的现金为主。2015年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.75亿元，公司筹资活动前产生的现金流量净额与筹资活动产生的现金流量净额分布为-11.89亿

元和3.79亿元，公司对外筹资压力较大。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流受工程代建业务资金支出与回流存在时间错配影响而持续为净流出，投资活动2013年支出较大，筹资活动现金支出有所下降，但依然处于较高水平，公司对筹资活动现金流的依赖程度高。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额448.23亿元，同比增长15.35%，公司资产以流动资产为主，2013~2014年分别占比83.37%和83.08%，资产结构变化不大。

截至2014年底，公司流动资产372.37亿元，同比增长14.94%，流动资产结构整体变化不大，其中货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产占比较大，分别占流动资产比为19.05%、7.04%、18.08%、44.56%和9.87%。

截至 2014 年底，公司货币资金 70.93 亿元，较 2013 年大幅增长增长 59.88%，2014 年，公司货币资金中受限金额为 4.04 亿元，总体来看，公司货币资金较为充足。

截至 2014 年底，公司应收账款 26.21 亿元，较 2013 年底增长了 71.71%，主要来自公司公益性项目欠款，主要是由于公司 2014 年确认回购收入与回款时间错配所致。

截至2014年底，公司其他应收款为67.33亿元，同比增长13.18%，主要为应收常州市新北区财政局的代垫资金、往来款和应收常州市新北国土储备中心的收储款，分别占其他应收款期末余额合计数的87.03%和7.88%,账龄均为1~4年。整体来看，其他应收款账龄较长，公司资金周转压力较大；公司共计提0.33亿元坏账准备，计提比例0.49%。

截至2014年底，公司存货同比增长12.27%，达到165.95亿元，以开发成本（143.72亿元）、开发产品（18.26亿元）和库存商品（1.27亿元）为主，主要是公益性项目建设成本、房地产开发成本和纺织品存货等。

公司其他流动资产主要为北部新城土地一级开发委托项目开发成本、万顷良田委托项目开发成本以及子公司鸿泰科技小额贷款有限公司对外短期贷款等，公司其他流动资产增长15.23%，截至2014年底，其他流动资产36.75亿元。

截至2014年底，公司非流动资产75.86亿元，同比增长17.40%，主要由于投资性房地产的增加所致。

截至2014年底，公司投资性房地产14.76亿元，同比增长67.83%，主要系2014年公司购入软件园办公房，及完工确认新桥商业街、MINMALL商业街等房产，由在建工程转入所致。

截至2015年3月底，公司资产总额464.18亿元，较2014年底小幅上涨，其中流动资产占比83.51%，资产结构保持相对稳定。

总体来看，公司资产规模快速增长，但应收类款项及存货占比较大，流动性较弱，公司资产质量一般。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益总计151.31亿元，较上年同期增长0.66%，其中资本公积占74.04%、实收资本占6.64%。截至2015年3月底，公司所有者权益152.87亿元，所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至2014年底，公司负债总额为296.92亿元，较2013年底上涨24.62%，其中流动负债占比52.57%，较2013年底上升5.17个百分点。

截至2014年底，公司流动负债同比增长38.22%，主要系一年内到期的长期负债大幅增加所致。截至2014年底，公司流动负债156.08亿元，其中短期借款、应付账款、其他应付款（与其他单位往来）和一年内到期的长期负债占比较大，分别占流动负债比为16.33%、10.88%、12.37%和43.71%。

截至 2014 年底，公司非流动负债 140.84亿元，较 2012 年增长 12.37%，主要构成为长

期借款（占比 46.63%）和应付债券（占比52.73%）。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 311.31 亿元，较 2014 年底增长 4.84%，主要为公司短期借款增加所致。

截至2014年底，公司短期债务95.81亿元，较上年增长48.83%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。公司长期债务为139.95亿元，较2013年增长12.38%，主要是应付债券快速增长所致。截至2014年底，公司全部债务235.75亿元，债务规模进一步扩大。

截至2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均小幅增长，截至2014年底，三项指标值分别为66.24%、60.91%和48.05%。截至2015年3月底，公司上述三项指标均略有上升，分别为67.07%、62.13%和48.22%，负债水平尚处于可控范围内。

总体看，跟踪期内，公司债务结构以有息债务为主，债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于流动资产低于快于流动负债增速，2014年公司流动比率和速动比率指标均有所下降，分别为238.58%和132.26%。考虑到其他应收款回款的不确定性，短期偿债能力低于指标值，受公益性项目资金收支存在时间差影响，经营活动现金流净额持续为负数，对短期债务不具有保障能力。考虑到公司短期债务规模较大，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力看，2014年公司债务规模增长较快，公司全部债务/EBITDA指标为30.47倍，较2013年有所上升。考虑到政府对公司在各方面的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司获得银行授信额度共计人民币 76.85 亿元，未使用额度为 43.49 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并口径下对外担保余额 73.97 亿元，担保比率为 48.38%。担保对象主要为：常州市城市建设（集团）有限公司、常州市城西地区综合改造有限公司、龙城旅游控股集团有限公司、常州新长江投资有限公司、新港经济发展有限公司，常州投资集团有限公司。公司对外担保规模较大，有一定或有负债风险。

5. 存续期债券保障能力分析

“07常高新债”10亿元于2017年一次性还本付息；“09常高新债/09常高新”第五年设回售选择权，2014年债券未回售，存续总额仍然为15亿元；公司于2013年3月发行了16亿元“13常高新债/13常高新”，债券期限为7年，采用固定利率，同时设置本金提前偿还条款，即在存续期内的第3、4、5、6、7个计息年度每年分别按发行总额20%的比例偿还债券本金。

表6 公司公开发行债券还本计划（单位：亿元）

债券名称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
07常高新债			10			
09常高新债/09常高新					15	
13常高新债/13常高新		3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
总计		**3.2**	**13.2**	**3.2**	**18.2**	**3.2**

资料来源：根据公开资料整理。

公司公开市场融资工具还款高峰期为2019年，总还款为18.2亿元，2014~2014年经营活动现金流入量对18.2亿元保障倍数为3.97倍和2.99倍，2013~2014年EBITDA的保障倍数分别为0.41倍和0.43倍。公司经营活动现金流入量对单年最高需偿还本金的保障倍数较高。

同时考虑到外部担保、专项偿债资金等偿债保障措施，“07常高新债”、“09常高新债/09常高新”、“13常高新债/13常高新”本息偿付的安全性进一步提高。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告（银

行版，机构信用代码：G10320411004659406），截至2015年3月12日，公司无不良信贷信息记录。

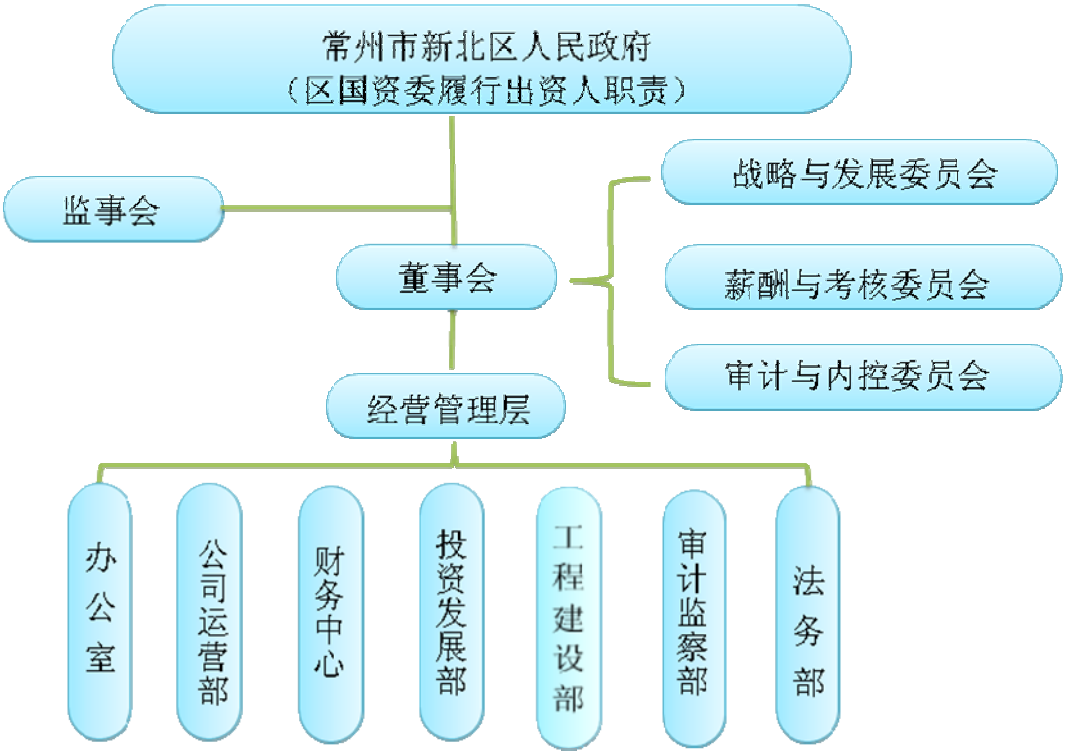
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及常州市及高新区经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到政府在多方面给予公司的支持，公司整体抗风险能力强。

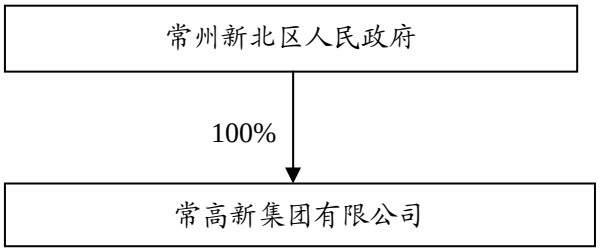
九、结论

综合分析，联合资信维持公司 AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 常高新债/13 常高新”和“09 常高新债/09 常高新”AA^{+}的信用等级、“07 常高新债”AAA 的信用等级。

附件 1-1　公司组织结构图



附件 1-2　公司股权架构图



附件 2　主要财务数据指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	39.03	45.26	71.26
资产总额(亿元)	321.68	388.59	448.23
所有者权益(亿元)	117.79	150.32	151.31
短期债务(亿元)	60.59	64.38	95.81
长期债务(亿元)	103.54	124.53	139.95
全部债务(亿元)	164.13	188.90	235.75
主营业务收入/营业收入(亿元)	41.87	51.72	60.19
利润总额(亿元)	5.33	5.79	5.83
EBITDA(亿元)	10.23	7.41	7.74
经营性净现金流(亿元)	2.06	-6.33	-2.92
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.10	6.44	2.83
存货周转次数(次)	0.28	0.52	0.31
总资产周转次数(次)	0.14	0.27	0.14
现金收入比(%)	99.75	91.30	68.34
主营业务利润率/营业利润率(%)	22.10	23.80	16.88
总资本收益率(%)	2.68	1.13	1.13
净资产收益率(%)	1.71	2.55	2.88
长期债务资本化比率(%)	43.29	45.31	48.05
全部债务资本化比率(%)	54.75	55.69	60.91
资产负债率(%)	57.84	61.32	66.24
流动比率(%)	242.32	286.90	238.58
速动比率(%)	135.59	156.00	132.26
经营现金流动负债比(%)	1.92	-5.60	-1.87
全部债务/EBITDA(倍)	16.05	25.49	30.47

注：公司 2012~2013 年使用旧准则格式，公司自 2014 年开始使用新准则格式，上表中 2013 年度数据为 2014 年追溯调整期初数；2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券信用等级设置及其含义

注：根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。