跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1193 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

二零一六年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（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：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	45.26	71.26	58.58
资产总额(亿元)	388.59	448.23	486.70
所有者权益(亿元)	150.32	151.31	179.27
短期债务(亿元)	64.38	105.81	97.12
全部债务(亿元)	188.90	245.75	257.98
营业收入(亿元)	51.72	60.19	75.04
利润总额(亿元)	5.79	5.83	5.64
EBITDA(亿元)	11.86	12.35	15.10
经营性净现金流(亿元)	-6.33	-2.92	6.89
营业利润率(%)	23.80	16.88	12.46
净资产收益率(%)	2.55	2.88	2.44
资产负债率(%)	61.32	66.24	63.17
全部债务资本化比率(%)	55.69	61.89	59.00
流动比率(%)	286.90	238.58	258.49
全部债务/EBITDA(倍)	15.93	19.90	17.09
经营现金流动负债比(%)	-5.60	-1.87	4.79

注：公司自 2014 年开始使用新准则，上表中 2013 年度数据为 2014 年追溯调整期初数；公司长短期债务及相关指标中，已考虑“其他流动负债”和“其他非流动负债”科目中的有息债务部分。

分析师

张庆扬　　王宇勍

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”）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，常州市及新北区经济保持稳步发展，公司在多方面得到了政府的大力支持，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规模大、应收类款项持续增加、营业利润率出现下降、债务规模上升等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

公司市场化经营`业务已经具备一定规模，近年来收入占比均在60%以上，公益类项目由政府回购的模式保障未来资金回流，对公司的还款能力形成支撑。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较为稳定，且占总收入比重较高，盈利能力较好。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，公司经营性业务中毛利率较高的纺织服装收入较往年大幅下降。
2. 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，资产流动性一般。公司存在一定的短期支付压力。
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，存在一定的或有负债风险。

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2016年3月底，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2015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。

截至2016年3月底，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83家全资或控股子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额486.70亿元，所有者权益179.27亿元；2015年实现营业收入75.04亿元，利润总额5.64亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资

（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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调整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《2015年常州市国民经济和社会发展统计公报》，2015年常州市实现地区生产总值5273.2亿元，按可比价格计算增长9.2%，其中第一产业增加值146.6亿元，增长3.2%；第二产业增加值2516.2亿元，增长8.5%；第三产业增加值2610.4亿元，增长10.5%。全年服务业增加值占GDP比重达到49.5%，较上年提高1.5个百分点，服务业占比首次超过第二产业，经济结构实现由“二三一”向“三二一”的新格局转变。全市按常住人口计算的人均生产总值达112221元，按平均汇率折算达18018美元。

2015年，常州市全年完成固定资产投资3399亿元，增长6.7%，其中工业投资1756.1亿元，增长6.5%，服务业投资1636.7亿元，增长7.1%。投资结构不断优化，全市高新技术产业投资794.6亿元，增长13.9%，增幅高于全市固定资产投资增幅7.2个百分点；工业投资中技改投入1160.2亿元，占工业投资比重66.1%，较上年提高6.2个百分点。房地产投资持续下滑，2015年全市完成房地产开发投资508亿元，同比下降25.5%。全年商品房开发面积3948.2万平方米，比上年下降11.5%，其中新开工面积637.8万平方米，比上年下降30.4%。

2015年，常州市财政收入平稳增长。全年实现一般公共预算收入466.3亿元，增长7.5%，其中税收收入373.7亿元，增长7.3%，税收占比达到80.1%。全年一般公共预算支出479.2亿元，增长10.2%。

表1　2013~2015年常州市财政收支情况

（单位：亿元、%）

项目	2013年	2014年	2015年
公共财政预算收入	408.9	433.9	466.3
同比增长率	7.9	6.1	7.5
公共财政预算支出	403.9	426.9	479.2

资料来源：常州市统计公报，及常州市人民政府网站

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

常州市新北区，即常州国家高新技术产业开发区（以下简称“高新区”），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。

为加大园区招商引资力度，高新区针对入园企业制定了一系列优惠政策，其中对于新创办软件企业经认定后，自获利年度起，享受所得税“二免三减半”，对进驻软件园的企业，房租第一年减免第二年减半收取等；为吸引外资，高新区针对外商投资企业实行税收优惠政策，如在高新区内生产型外资企业经认定为高新技术企业的，按 15%的税率交纳企业所得税，对一般生产型外商投资企业，经营期在十年以上的，从开始获利年度起，两年内免征企业所得税，第三年至第五年减半交纳企业所得税，在期满后根据企业是否先进技术企业或出口产值情况给予相应优惠，同时在增值税、营业税、关税等其他方面均制定了优惠政策。

2015 年常州市新北区实现地区生产总值 1030 亿元，同比增长 14.42%。完成公共财政预算收入 98.16 亿元，同比增长 9.90%；完成固定资产投资 758.43 亿元，同比增长 5.00%，其中工业投入 461.02 亿元，同比增长 9.50%。完成工业总产值 3306 亿元，同比均增长 12.52%，其中规模以上工业总产值为 2652 亿元，实现产品销售收入 3240 亿元，其中规模以上工业销售为 2610 亿元。

从常州市新北区地方可控财力的构成来看，一般预算收入占比高且稳步增长，上级补助收入占比较大，土地出让金 2014 年大幅增长系土地出让金专项检查使得以前年度已划拨的土地于当年形成出让金收入统一入库所致。2014 年新北区土地出让金大幅增长，而地方可控财力涨幅不大，系 2014 年新北区财政上解上级支出 70.06 亿元所致。2015 年财政收入较 2014 年大幅下降，系当年土地出让金大幅减少所致。

表 2　常州市新北区 2013~2015 年地方可控财力

（单位：亿元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	83.49	89.32	97.59
税收收入	67.7	71.91	78.50
非税收入	15.79	17.41	19.09
基金收入	41.67	111.94	36.63
土地出让金	39.9	110.34	35.68
其他	1.77	1.6	0.95
上级补助收入	31.27	36.84	45.98
返还性收入	1.54	1.54	1.54
一般性转移支付	20.1	25.71	30.04
专项转移支付	9.63	9.59	14.40
预算外财政专户资金	0.28	0.14	1.11
地方可控财力	**156.71**	**167.50**	**181.31**

资料来源：新北区财政局

注：1. 2014 年一般预算收入+基金收入+上级补助收入+预算外财政专户资金与地方可控财力的差额主要为上解上级支出；2. 2014 土地出让金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，其中当年实际出让土地实现土地出让金 31.07 亿元。

从常州市新北区政府债务负担看，其地方债务由直接债务及担保债务两部分构成。截至 2015 年底，常州市新北区直接债务余额为 45.07 亿元，由财政承担偿还责任的融资平台公司借款以及债券融资组成；担保债务余额为 52.37 亿元。截至 2015 年底，常州市新北区债务余额 71.26 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 39.51%（（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轻。

表 3　截至 2015 年底常州市新北区债务构成（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	975917	（一）直接债务余额	450700
1．税收收入	784978	1.外国政府贷款	
2．非税收入	190939	2.国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	459810	3．国债转贷资金	
1．一般性转移支付收入	300427	4．解决地方金融风险专项借款	
2．专项转移支付收入	144000	5．国内金融机构借款	310700
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	356775	（2）由财政承担偿还责任的融资平台中心借款	310700
1．国有土地使用权出让金	336205	4．债券融资	140000
2．国有土地收益基金	17481	5．其他（村级及其他单位借款）	
3．农业土地开发资金	3089	（二）担保债务余额	523728
4．新增建设用地有偿使用费		1．政府担保的国内金融机构借款	523728
（四）预算外财政专户收入	11069	2．政府担保的融资平台债券融资	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1803571	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	712564
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**39.51%**	

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，地方财政实力较强，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一定的波动性。

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 2013~2015 年分别确认回购收入 10.11 亿元、19.04 亿元和 25.31 亿元。2013~2014 年获得回购款分别为 1.84 亿元、4.02 亿元和 8.08 亿元。2016 年 1~3 月，公司确认回购收入 10.90 亿元，获得回购款 0.90 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）政府增资

公司历年注入较多资产和股权，对于公司持续经营起到较强支撑作用。根据常新国资委（2015）2 号文，2015 年 3 月新北区政府以常州市新北区建设发展有限公司 100%股权 9996.41 万元对公司进行增资；根据常新国资委（2015）4 号文，2015 年 8 月新北区政府以常州高新创业投资有限公司 100%股权 32541.25 万元对公司增资。根据常新国资委办文（2016）4 号文，2016 年 1 月新北区政府以货币资金 10.10 亿元对公司增资，计入公司资本公积。截至 2016 年 3 月底，公司资本公积总计 126.41 亿元。

（3）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，2014~2015 年政府分别给予公司财政补助 3.61 亿元和 5.74 亿元，补贴规模较为稳定。上述补贴收入计入“营业外收入-政府补助”科目。

五、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理体制上无重大变动。

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，2015年公司实现主营业务收入为74.36亿元，同比增长25.08%，其中主要由工程施工、安置房销售、纺织服装和商品销售构成。毛利率方面，工程施工和安置房销售等公益类项目毛利率较上年保持稳定，纺织服装业务由于业务结构变化，毛利率大幅上涨，但随着毛利率较低的贸易业务收入占比大幅提升，2015年公司整体毛利率同比下降5.49个百分点，为14.68%。

表4　公司2014~2015年主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：万元、%）

	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
担保费	2283.22	0.38	44.18	928.8	0.12	27.27
纺织服装	206312.33	34.70	9.24	124025.26	16.68	17.74
污水处理	4989.07	0.84	45.43	5199.69	0.70	44.57
拆迁服务	864.23	0.15	46.53	127.53	0.02	43.19
仓储、物流	796.84	0.13	91.77	840.02	0.11	86.19
工程施工（含政府回购）	98804.58	16.62	10.35	141143.70	18.98	10.84
安置房销售（含政府回购）	91827.17	15.45	13.48	112127.02	15.08	14.44
商品房销售	113016.36	19.01	29.88	39461.68	5.31	34.22
土地一级开发良田工程项目	9880.46	1.66	100.00	8333.57	1.12	100.00
贷款利息	5810.89	0.98	85.91	4241.79	0.57	93.23
学费（教学业务）	1887.9	0.32	17.99	2342.63	0.32	34.00
商品销售	20795.28	3.50	1.07	264387.76	35.55	0.75
租赁	23939.92	4.03	65.59	24182.01	3.25	58.80
融资租赁业务	6222.17	1.05	45.80	11337.24	1.52	66.66
其他	7097.28	1.19	86.18	4964.09	0.67	39.70
合计	**594527.69**	**100.00**	**20.17**	**743642.78**	**100.00**	**14.68**

资料来源：审计报告及公司提供

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5　公司公益类项目收入情况（单位：亿元、%）

	2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程类	9.86	10.29	14.1	10.5	4.48	9.82
安置房	9.18	13.48	11.21	14.45	6.41	14.98
回购总和	**19.04**	--	**25.31**	--	**10.89**	--

资料来源：公司提供

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，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）。

工程建设项目方面，截至2016年3月底，公司在建的有新龙湖音乐公园、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）等项目，预计总投资11.03亿元，已投资3.29亿元。

2015 年，定向安置房项目主要为：百馨苑、祥龙苑、富民景园、香山欣苑等项目。2014~2015 年收到回购款分别为 4.02 亿元和 8.08 亿元，2016 年 1~3 月公司收到回购款 0.90 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 2015 年底，公司应收账款中公益性项目应收政府及下属部门的欠款为 36.44 亿元。

在建安置房项目方面，截至 2016 年 3 月底，青年公寓二期该工程已累计投入 5.43 亿元，工程进度累计完成 50%。新景花苑工程已累计投入 26.75 亿元，工程进度接近总工程的 100%。以上项目为“13 常高新债”的募投项目，截至 2016 年 3 月底，尚未达到竣工决算条件，尚未确认收入。

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于2015年之前在“其他流动资产”中反映，于2015年年报开始在“其他流动资产”和“其他非流动资产”科目中反映（详见本报告“财务分析—资产”部分），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2016年3月底，已投资19.40亿元，已确认收入1.61亿元，其中2014年确认收入0.09亿元，2015年确认收入0.30亿元。合计获得回购款6.67亿元(含收益1.61亿元)。

“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2016年3月底，该项目已投资44.73亿元，已确认收入4.38亿元，其中2014年确认收入0.90亿元，2015年确认收入0.54亿元。历年累计获得回购33.65亿元(含收益4.39亿元)。以上项目的已投资与回款差额部分于2015年之前体现在“其他流动资产”中，于2015年年报开始体现在“其他流动资产”和“其他非流动资产”科目中（详见本报告“财务分析—资产”部分）。

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，2015 年公司市场化运作的业务实现收入占总收入之比为 64.82%，较 2014 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。

纺织服装业务

纺织服装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。

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。2015年度，纺织服装业务实现收入12.40亿元，较去年下降39.88%。公司纺织贸易业务的毛利率较低，由于2015年纺织服装业务收入规模下降主要是由于纺织贸易收入下降所致，因此2015年公司纺织服装业务整体收入下降，但该板块纺织业务的毛利率大幅上升，2015年公司纺织服装整体毛利率为17.74%。2016年1~3月，服装纺织业务实现收入2.46亿元，毛利率为17.70%。

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。绿化资产租赁主体为公司本部，为公司本部与新北区城市管理与建设局于2010年6月签订绿化租赁协议，租期50年；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%。2015年公司实现租赁收入2.42亿元，较上年增长1.01%%，毛利率为58.80%，保持较高的水平。

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。

2013~2015 年恒泰担保公司担保发生额分别为 10.19 亿元、8.41 亿元和 8.53 亿元，其中 2015 年发生担保代偿 266.36 万元。截至 2015 年底在保余额 7.13 亿元。2015 年实现担保收入 928.8 万元，较 2014 年降幅较大，主要由于公司担保业务结构变化，减少了对于担保费率高且风险较高的民营企业类担保，同时担保务资金利息收入下降所致。截至 2016 年 3 月底，恒泰担保公司资产 34407.49 万元，所有者权益 22271.64 万元；2016 年 1~3 月实现营业收入 275.96 万元。

截至2015年底，鸿泰科贷公司累计发放贷款30.44亿元，其中2015年全年发放贷款总额3.29亿元，2015年末贷款余额4.96亿元。2013~2015年分别实现贷款利息收入为8822.90亿元、5810.89万元和4241.79万元。

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”。鸿泰科贷公司按照银行贷款五级分类管理办法，制定公司贷款资产损失准备计提办法，已按照规定足额计提。

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。2013~2015年度分别实现收入0.48亿元、0.62亿元和1.13亿元。截至2016年3月底，顺泰融资租赁（常州）有限公司资产总额17.45亿元，所有者权益3.85亿元；2016年1~3月实现融资租赁业务收入1789.02万元。

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，2015年全年，公司实际出资为5.94亿元，到2015年末，

公司实际出资达16.22亿元。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。

总体看，公司类金融板块业务收入对公司整体营业收入形成一定补充，但考虑到对外担保及贷款行业的特殊性，相关业务对公司造成一定的或有负债风险。

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。

2013~2015 年公司实现的污水处理收入为 0.48 亿元、0.50 亿元和 0.52 亿元，同期年累计处理污水 701.40 万吨、687.07 万吨和 763.54 万元。2016 年 1~3 月，公司实现污水处理收入 0.11 亿元，处理污水 145.60 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、苏州丹华君都和东城明居项目，2014年开发的项目主要为绿都万和城01地块、04地块和苏州丹华君都项目，2015~2016年开发的项目主要为绿都万和城01地块和苏州丹华君都项目。截至2016年3月底，公司拟建的商品房项目有绿都万和城项目、牡丹欣悦湾（新龙C地块）项目等。

表6　房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年
已开发面积	36.83	32.16
已完工面积	4.67	3.56
当期销售面积	17.90	4.87

资料来源：公司提供

2013~2015 年公司商品房销售板块实现销售收入 5.18 亿元、11.30 亿元和 3.95 亿元，毛利率分别为 32.91%、29.88%和 34.22%。公司商品房销售业务 2014 年确认收入显著高于其他年度，主要由于当年“绿都万和城项目”新房集中交付，确认收入较高所致。

房地产行业受国家宏观调控影响较大，未来公司投资项目盈利前景有待进一步观察。

商品销售业务

公司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，以及下属子公司常州嘉迅物流有限公司（以下简称“嘉讯公司”）和常州瑞腾供应链管理有限公司（以下简称“瑞腾公司”）负责运营的电子产品、通讯设备等产品贸易。

常州嘉迅物流有限公司成立于 1996 年 8 月，注册资本 5000 万元，位于常州新北区工业规划区内。该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”，具有“报关、查验、三检、货物交付”等陆路口岸清关之功能，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。公司主营贸易、仓储业务，主要贸易产品有笔记本电脑、手机、相机、电子通讯设备等，2015 年度实现贸易收入 24.98 亿元。主要贸易客户为国内较具相当实力的企业。

常州瑞腾供应链管理有限公司，成立于 2015 年底，公司注册资本 1 亿元，位于常州高新区科技园内。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，主要贸易客户为国内较具相当实力的企业。

2015 年公司共实现商品销售收入 26.44 亿元，主要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贸易收入，公司与上下游企业建立了良好稳定的关系，贸易业务迅速做大，企业销售收入快速增长。公司商品销售业务毛利率 0.75%，整体毛利率较低。

总体来看，跟踪期内，公司经营性业务营业收入整体规模较为稳定，且占总收入比重较

高，盈利能力较好，同时公益性项目稳步推进，公司主营业务发展向好。

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。

2015年，工商银行延续良好的发展势头，按照国际财务报告准则，实现拨备前利润4502亿元，比上年增长7.6%，继续保持良好的盈利成长性。实现净利润2777亿元，比上年增长0.5%。从2008年以来，工商银行连续八年的现金分红率高于同期人民币一年期定期存款利率，在全球上市公司中处于领先水平。2015年工商银行获评英国《欧洲货币》“全球新兴市场最佳银行”，成为亚洲第一家获此全球奖项的金融机构，连续三年蝉联英国《银行家》全球1000家大银行、美国《福布斯》全球企业2000强和《财富》500强商业银行子榜单等排名之首。

2015年，工商银行实际新投放的信贷总量达到2.76万亿元，其中新增境内人民币贷款8808亿元，同比增长9.1%；存量贷款到期收回后的移位再贷1.88万亿元，相当于全年增量的2倍多，以此带来信贷周转速度的加快、信贷结构的调整优化、信贷业务资本应用的节约，也有效地支持了经济的转型升级。

截至2015年末，工商银行不良贷款率为1.5%，比上年末上升0.37个百分点，资产质量仍处于国内国际可比同业的较好水平。

资产管理业务方面，作为工商银行重点创新发展的战略领域，发展稳健、前景广阔，营业贡献持续提升。理财产品余额增长32%，达到2.62万亿元，规模为同业最大；托管资产11.5万亿元，增长近100%，继续保持同业第一；贵金属业务交易额、交易量分别达到1.25万亿元和15.9万吨，增幅分别达到21%和38%。

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；2015 年底，常州城建合并口径资产总额为1072.98 亿元，所有者权益合计为 333.53 亿元。2015 年，常州城建实现主营业务收入 18.89 亿元，利润总额 6.18 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。

联合资信维持常州城建主体长期信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

综合来看，由常州城建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。公司已于2016年3月按时足额兑付第一期本金3.20亿元。

“13常高新债/13常高新”募集资金中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 2016 年 3 月底，该工程已累计投入 26.75 亿元，已使用债券募集资金 12 亿元，该工程于 2015 年 12 月完工，但由于尚未达到竣工决算条件，尚未确认收入。

（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2016年3月底，该工程已累计投入5.43亿元，已使用债券募集资金2.28亿元，工程进度接近总工程的50%。

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。

跟踪期内，常州投资经营发展稳定，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2015 年底，常州投资合并口径资产总额为205.05 亿元，所有者权益合计为 106.33 亿元。2015 年，常州投资实现主营业务收入 13.56 亿元，利润总额 11.27 亿元。

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保障“13常高新债/13常高新”的偿付。

八、财务分析

公司提供的2015年审计报告由华普天建会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并且出具了标准无保留意见的审计结论。

从财务报表合并范围来看，跟踪期内，截至2015年底公司共拥有82家纳入合并范围的全资或控股子公司，较2014年底新增9家，分别为常州市新北区建设发展有限公司、黑牡丹纺织有限公司、常州嘉发纺织科技有限公司、常州黑牡丹城建投资发展有限公司、常州江南小微金融服务有限公司、常州生物医药孵化器有限公司、常州一诺食品安全检测技术有限公司、千人计划常州生物医药研究院有限公司和常州瑞腾供应链管理有限公司，注销5家，分别为常州博久贸易有限公司、常州博品投资咨询有限公司、常州汇升鼎业投资有限公司、常州长通实业投资有限公司和常州景程置业有限公司。上述合并范围的变化对近年来公司财务数据可比性影响不大。

截至2015年底，公司合并资产总额486.70亿元，所有者权益179.27亿元；2015年实现营业收入75.04亿元，利润总额5.64亿元。

1. 盈利能力

2015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24.66%。跟踪期内，随着回购收入确认扩大影响，经营性业务在主营业务收入中占比由2014年的66.27%小幅下降至64.82%。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。2015年，公司实现营业收入75.04亿元。

2013~2015 年，公司补贴收入分别为 2.21 亿元、3.61 亿元和 5.74 亿元。2013~2015 年，公司利润总额分别 5.79 亿元、5.83 亿元和 5.64 亿元，公司利润总额对于补贴收入的依赖程度高。2015 年公司营业利润率和总资本收益率分别为 12.46%和 2.65%，营业利润率较 2014 年下降 4.42 个百分点，总资本收益率与 2014 年基本持平。

总体看，跟踪期内，公司公益性和多元化经营板块均获得一定发展，盈利能力较为稳定，营业收入稳步增长。同时，由于公司公益性资产较多，相较于资产规模来看，盈利规模较小，公司利润总额对于补贴收入的依赖程度较高。

2. 现金流及保障

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，同比增加 61.01%，其中销售商品、提供劳务收到的现金增加 62.88%，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，同比上升 55.96%。经营活动的现金流出方面，2015 年经营活动产生的现金流出同比上升 40.77%，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 80.65 亿元，2015 年经营产生的现金流量净额为 6.89 亿元。从收入实现质量看，2015 年公司现金收入比为 89.29%，较 2014 年上涨 20.95 个百分点。考虑到公司主营业务收入中 64.82%为市场化板块业务，收入实现质量较差。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动产生的现金流入较 2014 年上升了 26.36%，主要是收回投资收到的现金 5.33 亿元（主要为银行理财产品到期续回、融资租赁本金收回或投资退出）和收到其他与投资活动有关的现金 10.78 亿元（主要体现为公司收到自用地块拆迁补偿款）为主；2015 年公司投资活动现金流出规模大幅增长，为 36.09 亿元，同比上升 84.89%，其中投资支付的现金 17.29 亿元，较 2014 年增加 319.93%，2015 年公司投资活动产生的现金流量净额仍为负值，且净流出规模较 2014 年进一步扩大，为 19.36 亿元。

从筹资活动看，2015年公司筹资活动现金流入流出分别为217.14亿元和218.74亿元，同比上升25.46%和59.14%，主要为吸收投资收到的现金、取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金，其中公司吸收投资收到的现金主要为公司2015年发行债券收到的现金以及黑牡丹公司2015年定增收到的现金，收到或支付其他与筹资活动有关的现金主要为公司与新北区财政局、龙城旅游控股集团有限公司等单位的往来款。2015年公司筹资活动现金流量净额为-1.59亿元。

总体看，跟踪期内，2015年公司经营性现金流实现净流入，较2014年有所好转，投资活动年支出仍处于较大规模，筹资活动现金流入与流出规模均有所扩大，且依然处于较高水平，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2015年底，公司资产总额486.70亿元，同比增长8.58%，公司资产以流动资产为主，2014~2015年底分别占比83.08%和76.48%，流动资产占比略有降低，主要由于会计科目调整，将一部分“其他流动资产”调整入“其他非流动资产”中所致。

截至2015年底，公司流动资产372.21亿元，较2014年底变化不大，其中货币资金、应收账款、其他应收款和存货占比较大，分别占流动资产比为15.68%、11.41%、20.34%和45.57%。

截至 2015 年底，公司货币资金 58.35 亿元，较 2014 年降低-17.73%。截至 2015 年底，公司货币资金中受限金额为 5.34 亿元，总体来看，公司货币资金较为充足。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 42.47 亿元，较 2014 年底大幅增长 62.03%，主要来自公司公益性项目应收政府及下属部门的欠款 36.44 亿元。

截至2015年底，公司其他应收款为75.72亿元，同比增长12.47%，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。整体来看，其他应收款账龄较长，公司资金周转压力较大。公司其他应收款共计提0.67亿元坏账准备，其中包括担保代偿款计提还账准备0.33亿元（2015年底公司应收担保代偿款余额共1.08亿元），计提比例0.88%。其他应收款集中度方面，公司其他应收款前五名合计金额73.87亿元，占其他应收款期末余额合计数的96.70%。

截至2015年底，公司存货同比增长2.22%，达到169.63亿元，以开发成本（142.66亿元）、开发产品（22.00亿元）、库存商品（1.79亿元）和工程施工（1.65亿元）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。

截至2015年底，公司其他流动资产10.09亿元，主要为北部新城高铁片区土地前期开发项目中账龄一年以内的部分2.15亿元、万顷良田委托项目中一年以内的部分2.13亿元和子公司常州市鸿泰科技小额贷款有限公司对外短期

贷款余额3.60亿元。公司2015年底其他流动资产较2014年底减少26.69亿元，主要由于会计科目调整，将北部新城高铁片区土地前期开发和万顷良田委托项目中账龄超过一年的部分（分别为13.09亿元和12.39亿元）调整至“其他非流动资产科目”中所致。

截至2015年底，公司非流动资产114.49亿元，同比增长50.92%，主要由于投资性房地产的增长，以及会计科目调整导致的其他非流动资产的增加所致。

截至2015年底，公司长期应收款7.07亿元，同比增长38.97%，公司的长期应收款全部为公司融资租赁业务应收的融资租赁款。

截至2015年底，公司投资性房地产22.64亿元，其中房屋建筑物20.36亿元，土地使用权2.28亿元，同比增长53.41%，主要系2015年完工的绿都万和城幼儿园等园区开发项目，由在建工程转入所致。

截至2015年底，公司其他非流动资产25.49亿元，较2014年底增长25.48亿元，是由于会计科目调整，将北部新城高铁片区土地前期开发和万顷良田委托项目中账龄超过一年的部分（分别为13.09亿元和12.39亿元）自“其他流动资产”科目中调入所致。

总体来看，公司资产规模稳定增长，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2015年底，公司所有者权益总计179.27亿元，较上年同期增长18.48%，其中资本公积占64.86%、实收资本占5.61%、未分配利润占比5.65%，其他权益工具占比3.34%，少数股东占比19.40%。

截至2015年底，公司资本公积116.28亿元，较上一年同期增长3.79%，主要由于2015年常州市新北区政府无偿划入公司的常州市新北区建设发展有限公司100%股权、常州高新创业投资有限公司100%的股权共增加公司资本溢价4.25亿元所致。

截至2015年底，公司少数股东权益34.78亿元，较上一年同期增长64.58%，主要系黑牡丹公司于2015年定增所致。

截至2015年底，公司所有者权益中新增“其他权益工具”科目5.98亿元，主要为公司于2015年8月发行的2015年第一期中期票据“15常高新MTN001”，本金总额6.00亿元，扣除相关交易费用后5.98亿元。根据公司提供的经华普天建会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见审计结论的2015年审计报告，“15常高新MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，由于该中期票据没有明确到期期限，公司拥有递延支付利息的权利，同时“15常高新MTN001”赎回的真实选择权属于公司，不存在交付现金或其他金融资产给其他方的合同义务，因此公司将发行总额扣除相关交易费用后实际收到的金额作为其他权益工具核算。联合资信关注到，从票面利率角度分析，“15常高新MTN001”在赎回日公司具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。同时，黑牡丹公司为公司并表子公司，未来持续分红的可能性大，因此公司递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。综合以上分析，“15常高新MTN001”属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15常高新MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本报告中，上述永续中票未调整入公司长期债务及相关指标中进行考虑。

公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至2015年底，公司负债总额为307.43亿元，较2014年底上涨3.54%，其中流动负债占比46.84%，较2014年底下降5.73个百分点。

截至2015年底，公司流动负债同比下降

-7.74%，主要系其他应付款和一年内到期的长期负债大幅减少所致。截至2015年底，公司流动负债143.99亿元，其中短期借款、应付账款、一年内到期的长期负债和其他流动负债占比较大，分别在流动负债占比21.86%、11.69%、28.79%和19.81%。

截至2015年底，公司一年内到期的长期负债41.46亿元，较上年同期下降39.23%，主要由一年内到期的长期借款26.14亿元和一年内到期的应付债券15.00亿元构成。截至2015年底，公司一年内到期的应付债券主要为黑牡丹公司于2013年发行的5亿元非公开定向债务融资工具，和公司本部于2014年发行的10亿元非公开定向债务融资工具，其中：黑牡丹股份公司2013年度第一期非公开定向债务融资工具已于2016年5月到期兑付，公司2014年度第一期非公开定向债务融资工具将于2016年11月到期。

截至2015年底，公司其他流动负债28.52亿元，较上一年同期增长109.85%。主要包括短期应付债券20.00亿元和预提费用7.89亿元。本期报告中已将“其他流动负债”中的短期应付债券20.00亿元调整入公司短期债务及相关指标中核算。

截至2015年底，公司非流动负债163.43亿元，较2014年增长16.04%，主要构成为长期借款（占比47.44%）和应付债券（占比47.92%）。

截至2015年底，公司其他非流动负债5.00亿元，主要为股权信托融资，该款项在公司2014年审计报告中反映在“长期借款”科目，在2015年审计报告中调整入“其他非流动负债”科目。该款项主要系2014年黑牡丹建设与紫金信托共同签署《股权投资协议》，以信托资金5.00亿元向黑牡丹建设进行股权投资，其中12900.00万元用于新增注册资本，剩余37100.00万元作为股权投资款计入资本公积，信托融资的期限为5年。紫金信托不参与黑牡丹建设的日常生产经营活动和利润分配。根据相关协议约定，在信托计划存续期内，黑牡丹建设按季支付信托收益权的固定收益，并分二期支付信托受益权的本金。待信托收益权的固定收益及本金支付完毕后，即实现了该笔信托计划对黑牡丹建设投资股权的退出。退出后黑牡丹建设进行减资。根据该笔股权融资在增资、固定每期收益、5年到期减资退出等环节的本质判断，实质上为债权融资，故黑牡丹建设在合并报表层面仍视作全资子公司处理，该笔5亿元股权融资在公司合并报表层面列示为一项长期负债。

截至2015年底，公司短期债务97.12亿元，较上年下降8.21%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。公司长期债务为160.86亿元，较2014年底增长14.94%，主要是长期借款增加所致。截至2015年底，公司全部债务257.98亿元，债务规模进一步扩大。

债务指标方面，截至2015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下降，三项指标值分别为63.17%、59.00%和47.29%，较上年同期分别下降3.08、2.89、0.76个百分点。截至2015年底，公司全部债务中短期债务占比37.65%，较上年同期下降5.40个百分点，公司债务水平尚处于可控范围内。考虑到公司“其他权益工具”科目中的6亿元永续中票“15常高新MTN001”，公司实际债务负担可能高于上述指标值。

总体看，跟踪期内，公司债务结构以长期债务为主，债务规模有所扩大，但整体债务水平尚处于可控范围内。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于流动负债规模减少，2015年底公司流动比率和速动比率指标均有所增长，分别为258.49%和140.69%，考虑到其他应收款回款的不确定性，公司实际短期偿债能力低于指标值。2014~2015年，公司经营现金流动负债比有所上升，2015年为4.79%。截至2016年3月底，公司现金类资产53.22亿元，为

当期短期债务的56.50%。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，2015年公司债务规模继续增长，公司全部债务/EBITDA指标为17.09倍，较2014年底有所下降。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。此外，公司持有44404.57万股黑牡丹股权，截至2016年3月31日，平均单价8.29元每股，价值36.81亿元，该部分资产变现能力强，有利于保障其偿债能力。

截至2016年3月底，公司获得银行授信额度共计134.52亿元，未使用额度为54.77亿元。公司间接融资渠道畅通。同时，公司控股子公司黑牡丹公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

表 7　截至 2016 年 3 月底公司对外担保前五名情况

（单位：万元、%）

被担保方	担保余额	占担保总额比率
龙城旅游控股集团有限公司	243000	34.79
溧阳市城市建设集团有限公司	120000	17.18
龙城生态建设有限公司	78000	11.17
常州城市建设集团有限公司	73050	10.46
常州环球恐龙城实业有限公司	40000	5.73
合计	**554050**	**79.31**

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径下对外担保余额 69.86 亿元（不包含类金融板块中的经营性担保业务），担保比率为 36.75%。担保对象主要为：常州市城市建设（集团）有限公司、溧阳市城市建设集团有限公司、龙城旅游控股集团有限公司、常州新航建设有限公司等 19 家公司。公司对外担保对象主要为常州市及新北区范围内的政府融资平台类企业，担保规模大，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

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。公司已于2016年3月按时足额兑付第一期本金3.20亿元。

表8　2017~2020年公司公开发行债券还本计划

（单位：亿元）

债券名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
07 常高新债	10.00	--	--	--
09 常高新债/09 常高新	--	--	15.00	--
13 常高新债/13 常高新	3.20	3.20	3.20	3.20
总计	**13.20**	**3.20**	**18.20**	**3.20**

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，当年总还款为18.20亿元，2014~2015年经营活动现金流入量对18.20亿元保障倍数为2.99倍和4.81倍，2014~2015年EBITDA对18.20亿元保障倍数分别为0.68倍和0.83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

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版，机构信用代码：G10320411004659406），截至 2016 年 6 月 4 日，公司无已结清或未结清的不良信贷信息记录。

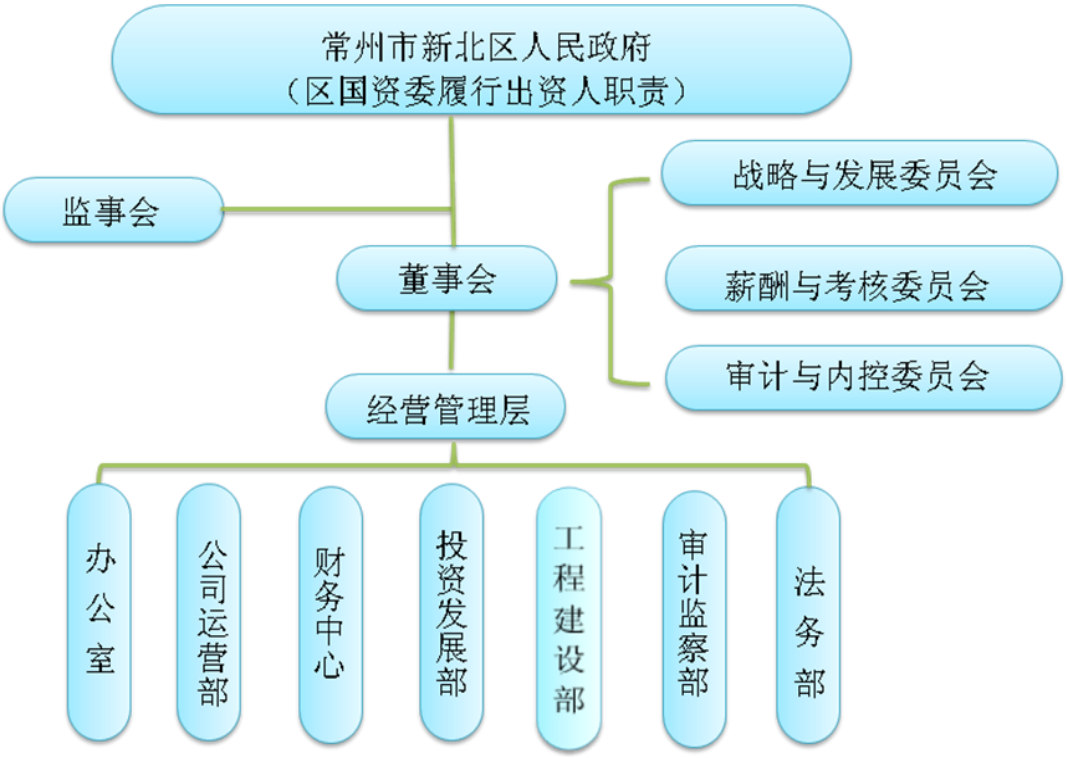
7. 抗风险能力

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很强。

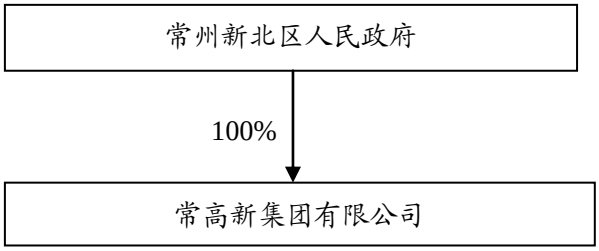
九、结论

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	45.26	71.26	58.58
资产总额(亿元)	388.59	448.23	486.70
所有者权益(亿元)	150.32	151.31	179.27
短期债务(亿元)	64.38	105.81	97.12
长期债务(亿元)	124.53	139.95	160.86
全部债务(亿元)	188.90	245.75	257.98
营业收入(亿元)	51.72	60.19	75.04
利润总额(亿元)	5.79	5.83	5.64
EBITDA(亿元)	11.86	12.35	15.10
经营性净现金流(亿元)	-6.33	-2.92	6.89
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.22	2.83	2.17
存货周转次数(次)	0.26	0.31	0.38
总资产周转次数(次)	0.13	0.14	0.16
现金收入比(%)	91.30	68.34	89.29
营业利润率(%)	23.80	16.88	12.46
总资本收益率(%)	2.44	2.26	2.65
净资产收益率(%)	2.55	2.88	2.44
长期债务资本化比率(%)	45.31	48.05	47.29
全部债务资本化比率(%)	55.69	61.89	59.00
资产负债率(%)	61.32	66.24	63.17
流动比率(%)	286.90	238.58	258.49
速动比率(%)	156.00	132.26	140.69
经营现金流动负债比(%)	-5.60	-1.87	4.79
全部债务/EBITDA(倍)	15.93	19.90	17.09

注：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；公司长短期债务及相关指标中已考虑“其他流动负债”和“其他非流动负债”中的有息债务部分。

。

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+一年内到期的长期非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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。