

信用等级公告

联合[2014] 1733 号

联合资信评估有限公司通过对常高新集团有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况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⁺

常高新集团有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年九月十九日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

常高新集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：6 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：偿还银行贷款

评级时间：2014 年 9 月 19 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	295.21	321.68	394.39	407.41
所有者权益(亿元)	113.55	117.79	138.63	137.98
长期债务(亿元)	92.91	103.54	127.76	123.26
全部债务(亿元)	140.27	164.13	189.80	220.66
主营业务收入(亿元)	36.95	41.87	50.01	38.20
利润总额(亿元)	5.38	5.33	5.31	2.67
EBITDA(亿元)	9.53	10.23	11.46	--
经营性净现金流(亿元)	-9.88	2.06	-6.50	-7.55
主营业务利润率(%)	20.78	22.10	24.20	17.69
净资产收益率(%)	2.17	1.71	0.98	--
资产负债率(%)	56.15	57.84	60.01	61.20
全部债务资本化比率(%)	52.01	54.75	54.62	58.26
流动比率(%)	280.51	242.32	290.98	266.77
全部债务/EBITDA(倍)	14.72	16.05	16.56	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.59	1.71	1.91	--

注：2014 年上半年财务数据未经审计；全部债务已考虑其他应付款中的有息债务。

分析师

张露雪 张庆扬

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对常高新集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为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，在经营环境、政府支持方面具备的突出优势；近年来，公司资产规模快速增长，经营性业务收入稳步提高，盈利能力保持稳定。同时，联合资信也注意到，公司对外担保规模大、应收款项占比高、债务规模快速增长等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

目前，公司市场化经营业务已经具备一定规模，近年来占比逐年提升，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。

本期中期票据属债券创新品种，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，认为本期中期票据在清偿顺序、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，可将其视为公司普通有息债务。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司所属地区经济发展稳定，城市化发展进程较快，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 近年来常州高新区对公司持续增资，公司权益类资产的增加有利于公司改善其资本结构。
3. 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，收入和利润水

平稳步增长。

4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较强。

关注

1. 公司对外担保金额较大，担保比率较高。
2. 公司资产中应收类款项及存货占比大，对资产流动性有一定影响，并形成一定资金占用。
3. 近年来，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。公司存在一定的短期支付压力。
4. 本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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、常高新集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到公司依据发行条款约定赎回时有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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6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）。

公司下设办公室、公司运营部、财务中心、投资发展部、审计监察部、工程建设部、法务部（筹）等7个部门。截至2013年底，集团公司拥有79家全资及控股子公司，其中包括持有的A股上市公司黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹公司”，股票代码600510）55.82%的股份，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12.13%股权。

截至2013年底，公司资产总额394.39亿元，所有者权益（不包含少数股东权益）合计138.63亿元，2013年实现主营业务收入50.01亿元，利润总额5.31亿元。

截至2014年6月底，公司资产总额407.41亿元，所有者权益（不包含少数股东权益）合计137.98亿元；2014年1~6月公司实现主营业务收入38.20亿元，利润总额2.67亿元。

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、本期中期票据概况

公司计划于2015年注册中期票据12亿元，本期发行额度6亿元（以下简称“本期中期票据”），全部用于偿还银行贷款。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据第5个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据，但根据赎回条款，只有在满足下列三种情况时，才可以进行赎回。（1）公司按照赎回条款进行赎回：公司可以选择在本募集说明书约定的赎回日进行赎回，公司如果进行赎回，必须在赎回日前30日公告并通知债权人。该赎回公告不可撤销。（2）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本期中期票据的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次发行的中期票据进行赎回。（3）公司因会计政策变更进行赎回。公司由于一般会计准则（PRC GAAP）或任何其他会计准则的变更或者更新而影响公司在合并财务报表中将本次发行的中期票据计入公司的权益时，公司有权对本次发行的中期票据进行赎回。

公司决定行使赎回权时，需于赎回日前30个工作日，由公司按照有关规定在主管部门制

定的信息披露媒体上刊登《赎回公告》，同时通知上海清算所。赎回价格为本期中期票据的面值、当期利息、递延支付利息及其孳息。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息方式。在本期中期票据前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差，初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第 5 个和其后每个付息日不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股东分红或者减少注

册资本。公司及其全资或控股子公司如果向普通股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AAA 企业与 AA⁺企业发行 3 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(2) 本期中期票据在除发生普通股份分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司控股子公司黑牡丹公司近年来营业情况良好，2011~2013 年分别实现净利润 2.53 亿元、3.44 亿元和 3.92 亿元。根据黑牡丹公司对外公告，2005~2014 年，黑牡丹公司每年均根据自身情况进行分红，具体分红情况如下表。总体来看，黑牡丹公司业绩良好，未来逐年持续分红的可能性大。黑牡丹公司为公司并表子公司，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。

表 1 2005~2014 年黑牡丹公司分红情况（单位：元）

公告日	分红 (每 10 股)	转增股 (每 10 股)	登记日	除权日
2014-4-22	1.48		2014-7-3	2014-7-4
2013-3-26	1.35		2013-6-5	2013-6-6
2012-4-17	0.90		2012-6-18	2012-6-19
2011-3-30	1.50		2011-6-10	2011-6-13
2010-3-30	1.50		2010-6-7	2010-6-8
2009-3-31	0.50		2009-5-13	2009-5-14
2008-4-2	0.90		2008-5-12	2008-5-13
2007-4-24	1.28		2007-5-29	2007-5-30
2006-3-7	2.50		2006-4-24	2006-4-25

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

²当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

2005-4-7	2.50	5	2005-5-19	2005-5-20
----------	------	---	-----------	-----------

资料来源：联合资信根据公开资料整理

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，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，认为本期中期票据在清偿顺序、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，可将其视为公司普通有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政

策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面,截至 2013 年底,人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元,比上年末升值 3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2 月 26 日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6 月 26 日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户;8 月 22 日,发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10 月 15 日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场

在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

(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。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台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。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

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。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一

步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19号文对融资平台债务进行全面清理

(1) 对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。(2) 融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、

控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2013年3月，银监会内部下发《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（讨论稿）（以下简称“指导意见”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金[2010]2881号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投

融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

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。

（3）中国基础设施建设发展展望

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。

2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年名义增长19.3%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资7.17万亿，比上年增长21.2%。2013年全年新开工项目计划总投资35.78万亿元，比上年增长14.2%；新开工项目38.93个，比上年增加6.62万个。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，

较上年提高 1.16 个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步形成辐射作用大的城市群,促进大中小城市和小城镇协调发展,是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度,增强农村发展活力,从而逐步缩小城乡差距,促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制,着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化,促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置,形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看,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,全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体,承担着政府投资融资功能,将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权,拓宽平台企业的融资渠道,为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

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) 常州市经济发展概况

常州市位于中国最大的经济核心区——长江三角洲地区,是上海经济圈中重要的城市之一。常州市区位优势,交通便捷,北临长江,京杭大运河、京沪铁路、沪宁高速穿境而过。

常州市东距上海167公里,西距南京138公里,处于中国沿江与沿海“T”型发展战略的结合部附近。长江常州港是国家一类开放口岸,远洋运输可连接世界各国和地区。

2013年常州市实现地区生产总值(GDP)4360.9亿元,按可比价计算增长10.9%,其中第一产业完成增加值138.1亿元,增长3.1%;第二产业完成增加值2250.8亿元,增长11.2%;第三产业完成增加值1972.0亿元,增长11.2%。全市一、二、三次产业比重由上年的3.2:52.9:43.9调整为3.2:51.6:45.2。全市按常住人口计算的人均生产总值达92994元,按平均汇率折算达15016美元。

常州市经济快速发展使得居民收入有所快速增长。2013年市区城镇居民人均可支配收入36946元,比上年增长10.0%,扣除价格因素实际增长7.6%;人均生活消费支出23090元,比上年增长12.5%,其中农民人均纯收入18643元,比上年增长11.4%;人均生活消费支出13563元,增长12.8%。收入水平的提高,提升了区域内居民对生活环境和品质的要求,从而带动了对城市基础设施建设和公用事业的更多、更高需求。

近年来,常州市重视加快城市基础设施投资建设,全社会固定资产投资增幅明显。2013年完成固定资产投资2902.8亿元,比上年增长18.2%。第一产业完成投资5.5亿元,比上年增长25.2%;第二产业完成投资1545.0亿元,其中工业投资1541.2亿元,分别增长16.3%、16.7%;服务业完成投资1352.3亿元,增长20.4%。

随着社会经济的快速发展,常州市财政收入稳定增长,财政实力逐步增强。全年实现公共财政预算收入408.9亿元,比上年增长7.9%。公共财政预算收入占GDP的比重为9.4%。全年公共财政预算支出403.9亿元,比上年增长3.2%,公共财政预算支出中,教育、文化体育与传媒、社会保障和就业、医疗卫生、节能环保、住房保障等六大民生类分别支出66.6亿元、6.1亿元、43.3亿元、24.6亿元、16.8亿元、10.7

亿元，占公共财政预算支出的比重达到41.6%。

表 2 2011~2013 年常州市财政收支情况
(单位：亿元、%)

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财政总收入	350.9	379.0	408.9
增长比率	22.6	8.0	7.9
财政总支出	354.2	384.1	403.9

资料来源：常州市统计公报

近年来，常州市城市竞争力的持续提升，将为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持。

(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。

2013年，常州市新北区实现地区生产总值700.32亿元，比上年增加77.19亿元，同比增长12.4%（按可比价计算，同比增长11.9%）。其中第一产业增加值11.67亿元，同比增长4.0%；第二产业增加值438.64亿元，同比增长6.8%，其中工业增加值416.78亿元，同比增长7.2%；第三产业增加值250.01亿元，同比增长24.2%；第三产业增加值占GDP比重达35.7%，比上年提高3.4个百分点。三次产业结构由上年的1.8:65.9:32.3调整为1.7:62.6:35.7。按常住人口计算的人均GDP达11.45万元，同比增长11.3%，按现行汇率折算达1.8万美元。

常州市新北区居民人均收入增速较快，2013年城镇居民人均可支配收入33587元，比上年增长12.6%；农村居民人均纯收入达16572

元，比上年增长12.6%。同期，固定资产投资快速增长，2013年完成固定资产投资597.52亿元，同比增长25.22%。

(3) 高新区财政实力及债务负担

作为高新区基础设施建设主体之一，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。

从常州市新北区地方可控财力的构成来看，一般预算收入占比最高，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；而土地出让金收入呈逐年下降趋势。受土地出让金收入逐年下降的影响，常州市新北区地方可控财力随之出现逐年下降趋势，2013年常州市新北区地方可控财力154.94亿元，同比下降4.50%，其中一般预算收入83.49亿元、土地出让金收入39.90亿元、上级补助收入31.27亿元、预算外收入0.28亿元。

表 3 常州市新北区 2011~2013 年地方可控财力
(单位：亿元)

科目	2011 年	2012 年	2013 年
财政总收入	204.11	192.33	189.86
一般预算收入	73.02	82.66	83.49
税收收入	63.63	66.26	67.70
非税收入	9.39	16.40	15.79
土地出让金	70.84	49.89	39.90
上级补助收入	22.92	29.25	31.27
返还性收入	1.54	1.54	1.54
一般转移支付	15.87	19.79	20.10
专项转移支付	5.51	7.93	9.63
预算外财政专户资金	0.73	0.43	0.28
地方可控财力	167.50	162.24	154.94
财政总支出	112.15	99.58	91.91
一般预算支出	38.77	48.34	50.24
基金支出	73.38	51.24	41.67
预算外支出	2.08	--	--
财政当年结余	--	--	--

资料来源：新北区财政局

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2013年底，常州市新北区直接债务余额为40.89亿元，全部为购买土地向国内金融机构的借款。

截至 2013 年底，常州市新北区债务余额 60.09 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 38.78%（（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。

表 4 2013 年底常州市新北区债务构成（单位：万元）

地方债务（截至 2013 年底）	金额	地方财力（2013 年度）	金额
（一）直接债务余额	408900	（一）地方一般预算收入	834912
1、外国政府贷款		1、税收收入	677046
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	157866
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	312727
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	201032
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	96312
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	15383
3、国债转贷资金		（三）国有土地使用权出让收入	398990
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	373614
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	21525
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	3851
（1）政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款		（四）预算外财政专户收入	2782
7、债券融资			
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	408900		
（二）担保债务余额	383995		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	600898	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1549411
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			38.78%

资料来源：新北区财政局

（4）常州高新区未来发展规划

常州高新区“十二五”期间，经济社会发展的主要目标是：经济继续保持平稳快速发展，地区生产总值年均增长16%以上，按常住人口计算，人均地区生产总值力争突破14万元；培育装备制造、化工新材料、光伏三个千亿级产业，产业层次不断提升；经济结构明显优化，服务业比重达到40%，力争达到45%。创新发展能力显著提升，增加研发投入，积极引进创新创业人才，大力发展高新技术产业，建成国家创新型科技园区。城市功能明显增强，城乡一体化进程加快推进，城市化水平达到75%。民生保障全面进步，保障体系更加完善，服务体系更加健全，治安状况进一步改善，和谐社会构建取得明显成效。人民生活更加富裕，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入年均增长10%以上。生态环境质量进一

步提升，建成国家生态工业园区。

预计到“十二五”期末，全区实现地区生产总值 1000 亿元以上，人均地区生产总值（常住人口）14 万元以上，地方一般预算收入 120 亿元以上；“十二五”期间，全社会固定资产投资累计 2500 亿元，工业投入累计 1000 亿元以上。

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波动性。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为公司制国有独资企业，股东为常州市新北区人民政府，持有公司100%股权。截至

2014年6月底，公司注册资本10.05亿元。

2. 企业规模

根据常州市人民政府2003年3月下发的常政复【2003】11号文，公司作为政府的基础设施建设主体，全面负责常州高新区基础设施和公益事业以及重大项目的开发建设，同时参与承担市区相关基础设施和重大项目的建设。公司集区管委会的投资主体、开发建设载体和资本经营实体于一体。

通过近几年的整合与实践，公司已初步形成：实业、公益服务、类金融等业务板块。在实业板块，又细分成非上市部分和上市部分。一方面，作为高新区国有企业集团，实业板块业务直接服务于区域经济建设大目标，另一方面，这些业务同时也参与市场经济运营大环境，直接面对市场竞争；第二类公益板块主要是公共产品类业务，主要面向地方政府提供提升区域内企业投资软环境质量的相关服务，如集团下属民生环保公司承担的各项政府服务功能业务等，该板块采用市场化模式运营；第三类是类金融板块，重在为区域内企业提供企业投融资公共服务平台，如集团下属恒泰担保公司、常州市鸿泰科技小额贷款有限公司，集团和相关金融单位合作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等人民币产业基金；第四类是海外板块，现在集团下属有常高新（香港）投资有限公司和黑牡丹（香港）有限公司两家海外业务公司，年销售额已达数亿元。

公司自成立以来，按照常州市发展规划要求，组织实施了高新区基础设施配套建设和综合开发以及多项常州市重点建设工程，相继建成了 31 万平方米的标准厂房，总建筑面积达 18 万平方米的科技创新中心、科技服务中心、常新科技楼、展览中心等各类设施及房产，为中外客商落户常州高新区投资奠定了坚实的基础。同时公司参股建设了万吨级的国家一类口岸——常州港，为加快高新区乃至常州市经

济的快速发展奠定了良好的基础。

3. 人员素质

截至2013年底，公司现有高级管理人员包括总经理1名；副总经理7名。公司高级管理人员均具有长期的专业管理经验，领导层的整体素质较高。

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。

截至2014年6月底，公司在职员工3532人。按教育程度分类，大专及以上学历占26.13%。按职称划分，公司员工中高级职称占1.13%、中级职称占5.58%。按年龄结构分类，30周岁以下占17.75%，31-50周岁占61.74%，51周岁以上20.78%。

总体来看，公司高管及员工的文化程度较高，平均较年轻，人员整体素质较高。

4. 政府支持

公司作为一家政府背景企业，主要负责高新区内基础设施建设和国有资产经营，高新区政府给予公司较大力度的支持。

（1）补贴收入

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：2011 年政府补贴收入 1.72 亿元，2012 年政府补贴收入 2.11 亿元，

2013 年政府补贴收入 2.19 亿元，补贴规模较为稳定。上述补贴收入计入“补贴收入”科目。

(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。近三年，公司获得较大规模注资，2011 年度，依据 2011 年 11 月 25 日常州市新北区财政局《出资人决定书》，政府以货币形式对公司增资 45.75 亿元，实际当年增资 46.92 亿元；2012 年常州市新北区财政局向公司注入 8.92 亿元作为现金增资款，以上暂列入资本公积资本溢价项目，以后由公司按照相关规定及程序适时转入实收资本，该部分增资现金已到位；2013 年常州市新北区财政局向公司注入 20.00 亿元作为现金增资款，根据常州市新北区政府文件规定，该出资款暂入资本公积，以后由公司按照相关规定及程序适时转入实收资本，该部分增资现金已到位。截至 2014 年 6 月底，公司资本公积总计 123.48 亿元。

(3) 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 2011~2013 年分别确认回购收入 14.22 亿元、14.78 亿元和 10.11 亿元。2011~2013 年获得回购款分别为 10.09 亿元、13.55 亿元和 1.84 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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）、《中华人民共和国企业国有资产法》（以下简称《国资法》）、《企业国有资产监督管理暂行条例》等有关法律、法规的规定，根据常州市新北区人民政府授权，特由常州高新区（新北区）国有资产管理委员会（以下简

称“区国资委”）制定公司章程。公司章程明确了股东、董事会、总经理、监事会的权责范围和工作程序。

公司不设股东会，由区国资委依照《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 名董事由区国资委委派产生，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，由区国资委在委派的董事会成员中指定。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中 3 名由股东委派，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，经股东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，总理由董事兼任的，须经股东同意。

总经理对董事会负责，行使下列职权：

(1) 主持公司的日常经营管理工作，组织实施董事会决议；(2) 组织实施公司年度经营计划和年度投资计划；(3) 拟订提交董事会审议的投资方案；(4) 根据董事会授权，具体执行公司对直接或间接控股公司提供担保的年度计划，在具体担保发生之后及时向董事会递交备案，公司对直接或间接控股公司提供担保超过年度计划后所提供的担保，需提请董事会批准；(5) 拟订公司内部组织架构设置方案；(6) 拟订公司的基本管理制度；(7) 制定公司的具体规章；(8) 提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人、其他高级管理人员；(9) 聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员；(10) 董事会授予的其他职权。

2. 管理水平

公司建立了一系列较为完整的内部控制制度。同时，公司根据实际运作情况，不断细

化和完善对行政议事、审计管理、财务管理、投资管理、运营管理、合同管理、行政管理及人力资源管理等内控制度，提高了企业的经营效率。

(1) 审计管理制度：为加强公司内部审计监督和服务职能，提高常高新集团风险防范能力，促进常高新集团可持续发展，根据《中华人民共和国审计法》及《江苏省审计条例》等有关法律法规的规定，设立内部审计机构，主要职责为公司内审制度的建立、完善和实施，对公司子公司的经营业务及相关资料进行审计等。

(2) 财务管理制度：公司制订并严格执行《常高新会计制度》、《财务预算制度》、《建设项目结算管理办法》等具体制度条例，按照《会计法》、《企业会计制度》等法律法规的规定进行会计核算，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。

(3) 对外投资管理制度：为规范公司投资项目的运作，切实加强投资项目的管理，有效地规避投资风险，保证稳定安全的投资收益，根据《中华人民共和国公司法》、《合同法》以及国家有关对外投资的法律、法规、制度，结合实际情况，制订适用于本公司的对外投资的范围、原则和操作流程，对投资项目建立严格的监管及评价体系。

(4) 运营管理制度：为加强公司总部及下属控股子公司的运营管理工作，扎实推进项目合同的审批与签订、项目工程量的申报和项目款项的支付，保障项目建设过程中施工文明、程序合法，根据各级行政规定，结合公司实际，公司设立了运营管理机构——运营管理部，并明确其管理对象及职责，职责主要有：内部运营管理、外部协调沟通、法务工作等。运营管理部针对各职能的实施制订了完善的管理程序、工作形式。

(5) 对外担保管理制度：为规范公司对外担保行为，有效防范对外担保风险，公司制

定了《对外担保制度》，就担保对象及担保条件、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做出规定。规定集团所属各子公司一律不得对集团外企业提供担保，集团公司因融资需要，内部各公司间需提供担保的，由子公司被授权人提出，报子公司总经理会议批准。

全资、控股子公司需由集团公司为其贷款提供担保的，可以向集团公司投资发展部和财务部中心提出申请，经初审后报集团公司总经理会议决定，申请时要附上公司全体经理的承诺函，保证上报所有材料的真实性、合法性。

公司在筹集资金的过程中，需由下属子公司提供担保的，由财务中心将担保单位及担保方式向集团公司主管领导汇报，经主管领导批准后，到担保单位办理相应手续。

公司下属子公司向银行申请贷款，需由公司或兄弟子公司提供担保的，由贷款申请方提请公司主管领导批准，方能办理相应手续，并将借款合同及担保合同上报财务中心记录备案。

(6) 对下属子公司的管理制度：结合监管机构的要求及管理提升的目标，公司制定了《内部控制规范实施工作方案》，从组织、制度、文化、权责利等方面加强公司对分（子）公司的管控，加强对分子公司经营成果的控制。子公司统一执行公司本部的财务会计制度，并相应制定自身的会计核算和内部控制制度。公司对子公司实行全面考核制度，由公司本部财务中心、办公室对子公司进行考核。公司制定了组织权责手册，明确了对公司下属四大经营板块的共同控制点及不同业务板块的不同控制点。

总体看，公司法人治理结构较完善，公司内部管理结构较为清晰，管理制度建设整体健全，能够满足公司的日常运营。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为常州高新技术产业开发区政府的重要投资主体，公司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，其经营模式分为市政建设和多元化经营业务两种。

2011~2013 年，公司主营业务收入快速增长，年复合增长率为 16.33%。2013 年为 50.01 亿元，同比增长 19.45%，毛利率为 26.58%。2014 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 38.20 亿元，占 2013 年全年的 76.38%，主要由于 2014 年上半年市政道路等工程施工收入和安置房及商品房销售收入金额较高所致。

表5 公司各业务板块2011~2014年1~6月主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：万元、%）

	2011 年				2012 年			
	收入	成本	毛利率	收入占比	收入	成本	毛利率	收入占比
担保费	1351.84		100.00	0.37	2239.58	51.75	97.69	0.53
纺织服装	92403.23	79671.56	13.78	25.01	131459.44	112776.54	14.21	31.4
污水处理	4986.22	3348.54	32.84	1.35	4922.25	3175.98	35.48	1.18
拆迁服务	560.58		100.00	0.15	554.24	-	100	0.13
仓储物流	1479.42	600.13	59.44	0.40	1294.64	468.82	63.79	0.31
工程施工（含政府回购）	75345.77	67422.44	10.52	20.39	78145.99	70013.11	10.41	18.66
安置房销售（含政府回购）	98425.88	78232.73	20.52	26.64	69696.47	58898.04	15.49	16.65
商品房销售	58184.63	37851.23	34.95	15.75	60543.3	39581	34.62	14.46
土地一级开发良田工程项目	8412.71	-	100.00	2.28	7192.37	-	100	1.72
贷款利息	1208.07	-	100.00	0.33	6880.08	162.98	97.63	1.64
学费	958.59	469.53	51.02	0.26	1003.53	565.94	43.6	0.24
商品销售	-	-	-	-	14970.98	14558.87	2.75	3.58
土地处置	-	-	-	-	16692.84	5547.33	66.77	3.99
租赁	21860.92	6152.35	71.86	5.92	22398.22	6463.69	71.14	5.35
融资租赁业务	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	4353.84	3407.53	21.74	1.18	685.25	113.53	83.43	0.16
合计	369531.70	277156.03	25.00	100.00	418679.18	312377.59	25.39	100.00
	2013 年				2014 年 1~6 月			
	收入	成本	毛利率	收入占比	收入	成本	毛利率	收入占比
担保费	1573.48	4.93	99.69	0.31	614.69	282.07	54.11	0.16
纺织服装	218374.46	197420.31	9.60	43.66	110331.52	100563.94	8.85	28.88
污水处理	4803.46	3105.72	35.34	0.96	1968.01	1324.22	32.71	0.52
拆迁服务	463.31	104.19	77.51	0.09	323.27	-	100.00	0.08
仓储物流	597.17	231.12	61.30	0.12	318.71	36.06	88.69	0.08
工程施工（含政府回购）	65732.79	59141.65	10.03	13.14	61256.77	54933.32	10.32	16.04
安置房销售（含政府回购）	35324.94	29177.09	17.40	7.06	75491.72	65431.71	13.33	19.76
商品房销售	51820.27	34768.23	32.91	10.36	95973.22	67595.18	29.57	25.12
土地一级开发良田工程项目	12714.30	-	100.00	2.54	8491.55	-	100.00	2.22
贷款利息	6171.46	970.51	84.27	1.23	2781.17	496.01	82.17	0.73
学费	1521.04	687.50	54.80	0.30	1124.20	111.46	90.09	0.29
商品销售	12858.32	12665.30	1.50	2.57	2897.01	2884.97	0.42	0.76
土地处置	55458.00	19468.40	64.90	11.09	-	-	-	0.00

租赁	21880.61	6900.49	68.46	4.38	11537.83	3635.44	68.49	3.02
融资租赁业务	4849.26	1114.40	77.02	0.97	3807.78	1236.33	67.53	1.00
其他	5974.96	1432.80	76.02	1.19	5080.40	1292.09	74.57	1.33
合计	500117.82	367192.65	26.58	100.00	381997.85	299822.80	21.51	100.00

资料来源：根据公司审计报告编制。

1. 公益类项目

(1) 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进行出资回购。这类业务主要是公司主营业务中工程板块业务和安置房销售业务，其中道路市政项目按照完工百分比确认收入，即按照工程实际的成本加约定的利润率约为10%确认收入，同时区政府按照当年支付成本加利润支付工程款；安置房项目与道路市政项目收入确认方式不同，安置房项目为竣工结算后按照成本加成约15%利润确认收入，竣工结算时政府支付工程款。

公司回购项目收入为公司主营业务收入的核心来源之一，2011~2013年，公司确认回购收入分别为14.23亿元、14.78亿元和10.11亿元，均于当年年底确认。道路市政项目中：2011年回购东海路、高铁场站、黄河路、秦山路及飞龙路等；2012年回购京沪高铁常州北广场项目、白改黑、云河路、新七路、南北广场及地面社会停车场、长江路匝道、新桥大街；2013年主要回购项目为京沪高铁常州北广场项目、道路提升改造工程、新龙国际商务城配套道路、薛冶路（沪宁高速跨线桥-河海路）、春江路（河海路-高速公路）。2011~2013年，定向安置房项目主要为新龙花苑三期、百馨西苑、富民景园、香山欣苑等项目。

表6 公司公益类项目收入情况（亿元，%）

	2011年		2012年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程类	7.53	10.52	7.81	10.41	6.57	10.03
安置房	6.69	21.20	6.97	15.49	3.53	17.40
回购总和	14.23		14.78		10.11	

资料来源：根据审计报告编制；

注：2011年公司安置房收入共9.84亿元，其中包含政府回购收入6.69亿元。

从近三年实际回购情况来看，工程类项目毛利率基本维持稳定；同期，由于安置房具体回购项目不同导致其毛利率有所波动。2011~2013年，收到回购款分别为10.09亿元、13.55亿元和1.84亿元，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2013年底，公司应收账款15.07亿元。2014年1~6月，公司收到回购款1.00亿元。

在建项目方面，公司目前主要在建基础设施建设项目主要为青年公寓二期（公共租赁房）项目和新景花苑（棚户区改造）项目。其中公司针对以上两项目与高新区政府签订回购协议，并约定如下：

青年公寓二期（公共租赁房）项目

该项目投资额包括公司投入的全部投资，具体指项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用、工程监理费用、工程管理费用、工程决算费用和建设期资金成本等。

上述总投资额概算为人民币10.00亿元。此外双方约定在竣工决算后8年内公司可获得的投资收益为人民币4.00亿元，为工程项目总投资额的40.00%（年投资收益率5.00%）。项目投资总额的最终数额将以各项目竣工决算为准，根据最终的竣工决算双方需要对回购款数额作调整的，由双方另行签订补充协议，但回购款总额不超过16亿元。

在竣工决算后，政府分8年回款，每年平均支付1.75亿元，公司按照回款安排确认收入。政府承诺于回购年限内，每年年初确保区政府将回购协议项下回购项目当年的回购款明确

列入当年财政预算计划并优先安排,以确保严格按本协议约定的数额及期限支付。截至2014年6月底,该工程已累计投入3.48亿元,工程进度累计完成33%,由于尚未达到竣工决算条件,尚未回款,也未确认收入。

新景花苑(棚户区改造)项目

该项目投资额包括公司投入的全部投资,具体指项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用、工程监理费用、工程管理费用、工程决算费用、建设期财务费用等。

上述总投资额概算为人民币26.75亿元。根据双方约定,公司在回购协议的8年存续期内可获得的投资收益为人民币10.70亿元,为工程项目总投资额的40.00%(年投资收益率5.00%),即获得的回购款总额为37.45亿元。项目投资总额的最终数额将以各项目竣工决算为准,根据最终的竣工决算双方需要对回购款数额作调整的,由双方另行签订补充协议,但回购款总额不超过40亿元。

该项目竣工结算后开始回款并确认收入,期限为8年,在回购协议的存续期内每年平均支付4.68亿元。政府承诺于回购年限内,每年年初确保区政府将本协议项下回购项目当年的回购款明确列入当年财政预算计划并优先安排,以确保严格按本协议约定的数额及期限支付。

当按竣工决算计算的回购款总额与回购协议约定的回购款总额不一致时,政府将按回购协议约定的时间(即8年以后)支付完37.45亿元人民币回购款后,按多退少补的原则对回购款的支付数额进行调整。在回购协议约定的回购款支付期间内,双方不对回购款支付数额进行调整。

截至2014年6月底,该工程已累计投入17.08亿元,工程进度接近总工程的79%。由于未达到工程结算条件,尚未回款,也未确认收入。

以上项目已投资部分体现在存货部分,截至2014年6月底存货中以上项目达到20.56亿

元。

(2) 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2014年6月底,已投资17.44亿元,已确认收益1.31亿元,其中2014年1~6月确认收入0.09亿元,合计获得回购款4.30亿元(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,该工程总投资94.7亿元(其中核心地块前期开发投资总额55.02亿元,第二阶段39.68亿元),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2014年6月底,该项目已投资40.97亿元,

已确认收入3.71亿元，累计获得回购款24.94亿元。

以上项目的已投资与回款差额部分体现在“其他流动资产”科目中。

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整合至公司，该部分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、金融担保板块业务、污水处理板块业务、商品房销售板块业务等。公司对于以上业务全部采用市场化运作的模式。公司市场化运作的业务实现收入占总收入之比 2013 年为 77.23%，较 2012 年有所增长。

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公司(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。

在纺纱方面，公司从德国引进了BO-A抓棉机4台、TC-03梳棉机56台、Autociro288气纺机8台、Autociro-338typrm络筒机9台、TD03并条机、DUOMaX-R并条机，共17套。生产品种包括纯棉、天丝、混纺、粘棉、竹节等纱线，年产量达21000吨。

在染色方面，引进祖克球经染色机2台、国内先进的球经染色机1台、祖克染浆联1台，引进的染浆联1台，国内先进的染浆联1台，引进浆纱机3台，采用全部由现代化的电脑控制系统，严格控制颜色，能生产各种纯棉、天丝、混纺、粘棉、竹节品种，染色产量达7560万米/年。

在织造方面，从日本丰田公司引进喷气织机72台，比利时毕加诺公司引进GTM喷气织机152台和珈玛织机196台，喷气织机车速为700转/分，剑杆织机车速为500转/分，生产各式中、高档牛仔布，适应纯棉、天丝、麻棉、粘棉等

各种品种，生产牛仔布坯布达6800万米/年。

在整理方面，公司在美国墨理森公司生产的预缩机的基础上，根据牛仔布的生产特性，自行设计了二台预缩机，缩率比一般预缩机大，一般为15%左右，最高达24%，剩余缩水率达到2.5厘米之内，定型机2台，生产各种系列的弹力牛仔布，最近又安装了退浆机、丝光机，增加了牛仔布生产的内涵。

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、常州荣元服饰有限公司、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为31.25%，其它客户集中度不高。2013年度，服装纺织业务实现收入21.84亿元，较去年增长66.21%，毛利率为9.60%，较去年下降较快，主要是由于当年毛利率较低的纺织品贸易业务金额大幅增加，达到11.80亿元，从而导致纺织业务整体毛利率下降较快。2014年1~6月，服装纺织业务实现收入11.03亿元，毛利率小幅下降，为8.85%。

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工业房产租赁业务。2013年公司实现租赁收入2.19亿元，毛利率为68.46%，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。2011年度实现租赁收入1.86亿元，2012年度实现租赁收入1.88亿元，2013年度实现租赁收入1.80亿元。

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56.37%，与上年相比变化不大，整体出租率不高，出口加工区房产出租率较低主要因为出口加工区尚处于起步阶段，随着进一步发展，出租率会逐步提高。

总体看，租赁板块业务收入稳定增长，目前整体出租率不高，收入规模仍有一定的增长空间。

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”）、常州和泰股权投资有限公司、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。

恒泰担保公司于2004年6月正式成立，担保规模增长较快，公司注重严格挑选客户，担保对象大部分为高新区内的高新技术企业。2011~2013年担保发生额分别为15.53亿元、13.72亿元和10.19亿元，同期期末在保余额分别为13.33亿元、13.41亿元和10.15亿元，同期实现担保收入分别为1351.84万元、2239.58

亿元和1573.48万元。

鸿泰科贷公司成立于2011年9月，以支持常州市中小企业科技创新、缓解中小企业融资难为目标，通过主动为客户提供优质服务，实现自身稳健发展。截至2013年底，累计发放贷款22.14亿元，其中2013年全年发放贷款总额8.93亿元，2013年末贷款余额5.53亿元。2011~2013年实现营业收入分别为1208.07万元、6880.08亿元和6171.46万元。

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年度实现收入0.48亿元。

对外投资业务由公司本部与和泰投资有限公司、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。2010年度集团共出资常以股权投资中心、德丰杰清洁技术创业投资中心、赛富高新创业投资中心、江南创投等4家基金公司，到2011年末，实际出资达4.49亿元，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；和泰公司以直接参股形式，对恒星科技、得一光伏等高科技公司投资，2011年度共投出资金0.56亿元。2012年度集团共出资常以股权投资中心、德丰杰清洁技术创业投资中心、赛富高新创业投资中心、江南创投等4家基金公司；2013年全年，公司实际出资为1.04亿元，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。2009年以来，通过多次污水处理费提价，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，未来视运营成本情况，有进一步提价可能。

2011~2013年公司实现的污水处理收入为4986.22万元、4922.25万元和4803.46万元，同期年处理污水959.93万吨、735.13万吨和701.40万吨；2014年1~6月实现污水处理收入1968.01万元。

商品房销售

为进一步利用公司土地资源优势，扩大收入，实现利润，公司采用合作开发的形式，通过与其它有丰富房地产开发经验的公司共同成立项目公司的形式进行商品房开发业务。

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。

2011~2013 年实现销售收入 5.82 亿元、6.05 亿元和 5.18 亿元，毛利率 34.95%、34.62% 和 32.91%。2014 年 1~6 月实现销售收入 9.60 亿元，主要是由于绿都万和城项目集中交付，确认的收入较多；一季度毛利率为 29.57%。

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。

表7 房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~6 月
开发面积	38.69	36.73	26.66	36.83
完工面积	27.48	4.36	45.47	--
销售面积	8.36	9.37	7.66	15.72

资料来源：公司提供

注：2014年1~6月完工面积未统计

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，2013年实现销售收入1.29亿元。

此外，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，2014年1~6月暂无此项收入。

总体来看，公司经营性业务营业收入呈现持续增长态势，占比有所提升，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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011年经中磊会计师事务所³有限公司和2012及2013年经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计的财务报告，均出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的2014年上半年财务报表未经审计。

公司近三年合并范围发生一定的变化：2012年，公司合并范围增加了常州常高新金隆控股有限公司、顺泰融资租赁（常州）有限公司等10家子公司；2013年，公司合并范围新增常州民生环境监测有限公司、常州常高新博慧教育咨询有限公司等12家子公司及合营企业，并减少清算注销的子公司江苏中吴园林科技有限公司、伟晋有限公司。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2013年底，公司资产总额394.39亿元，

³ 2013年05月14日，中国证监会发布《证监会通报万福生科涉嫌欺诈发行及相关中介机构违法违规案通报》，通报中指出中磊会计师事务所所在万福生科发行上市审计和2011年年度报告的审计中，未勤勉尽责，审计程序缺失，在审计证据的获取以及审计意见的形成方面存在不当行为，所出具的审计报告存在虚假记载。该所的上述行为，违反了《证券法》等法律法规的相关规定，构成《证券法》第223条等法律法规所述情形。拟对中磊会计师事务所没收业务收入138万元，并处2倍的罚款，撤销其证券服务业务许可。

所有者权益（不包含少数股东权益）合计138.63亿元；2013年实现主营业务收入50.01亿元，利润总额5.31亿元。

截至2014年6月底，公司资产总额407.41亿元，所有者权益（不包含少数股东权益）合计137.98亿元；2014年1~6月公司实现主营业务收入38.20亿元，利润总额2.67亿元。

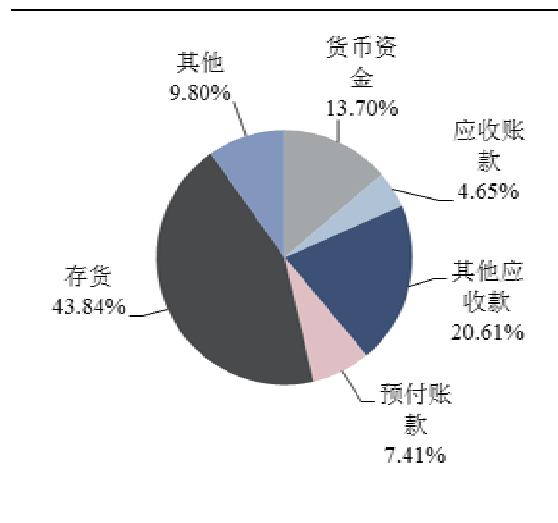
2. 资产质量

2011~2013年底，公司资产总额增长较快，年均复合增长15.58%，主要来自其他应收款、存货、其他流动资产等的增长。截至2013年底，公司资产总额394.39亿元，同比增长22.60%，公司资产以流动资产为主，2011~2013年分别占比80.42%、80.63%和82.09%，变化不大。

2011~2013年底，公司流动资产年均复合增长16.78%，主要表现为其他应收款、存货、其他流动资产的增加。截至2013年底，公司流动资产323.75亿元，同比增长24.82%，流动资产结构整体变化不大，其中货币资金、其他应收款、存货、其他流动资产占比较大，分别占流动资产比为13.70%、20.61%、43.84%和9.48%。

2011~2013年底，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长5.95%。截至2013年底，公司货币资金44.34亿元，较2012年增长18.08%，主要系公司2013年筹资较多所致；其中，银行存款占比为80.23%，现金和其他货币资金分别占0.03%和19.74%。公司其他货币资金主要包括1.39亿元银行承兑汇票保证金和7.27亿元定期存款，总体来看，公司货币资金较为充足。

图1 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

随着公司业务规模的不断扩大，公司应收账款快速增长，2011~2013年底年均复合增长53.49%，且2013年上升明显，较2012年增长了70.54%，主要系2013年确认回购收入与回款时间错配所致。截至2013年底，公司应收账款15.07亿元，主要来自公司公益性项目欠款。其中，账龄1年以内的占68.05%，1-2年的占27.84%，2-3年的占2.73%，3年以上的占1.38%，公司应收账款账龄集中在2年以内，账龄较短，公司对应收账款按组合计提坏账准备的比例为0.56%。公司应收账款前五单位欠款合计占应收账款总额的83.37%（见表8），应收账款较为集中。总体看，公司应收账款规模较小，账龄较短，且欠款客户以政府机关、事业单位为主，应收账款回收风险较小。

表8 截至2013年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

单位	性质	金额	占比
常州市新北区城市管理与建设局	销售款	9.45	62.38
春江镇人民政府	销售款	1.71	11.29
常州新北区财政局	销售款	0.53	3.50
常州孟河镇人民政府	销售款	0.47	3.10
常州市新北区新桥镇人民政府	销售款	0.47	3.10
合计		12.63	83.37

资料来源：公司财务报表

2011~2013年，公司预付款项快速增长，年均复合增长240.54%，主要表现为2013年预付款项的增加。截至2013年底，公司预付款项23.98亿元，较上年大幅增长716.75%，主要系公司2013年支付常州市新北国土储备中心20亿元土地出让金所致。公司预付款项账龄在1年以内的占96.57%，1-2年的占1.63%，2-3年的占1.71%，3年以上的占0.09%，账龄较短且集中在1年以内。

2011~2013年底，公司其他应收款有所增长，年均复合增长7.08%。截至2013年底，公司其他应收款为66.71亿元，为应收常州市新北区财政局、常州市新北国土储备中心、常州新港经济发展有限公司、常州软件园发展有限公司等往来款项，公司其他应收款前五单位欠款情况见表9。按账龄分析，其中1年以内（含1年）占48.62%，1~2年（含2年）占18.73%，2~3年（含3年）占3.90%，3年以上占28.75%，整体来看，其他应收款规模较大，账龄较长，对公司资金形成占用，但考虑到欠款单位以政府机关、事业单位为主，回收风险较小，公司其他应收款回收风险较低。公司共计提75.82万元坏账准备。

表9 截至2013年底公司其他应收款前五单位
(单位:亿元、%)

单位	性质	金额	占比
常州市新北区财政局	代垫金及往来	49.01	73.46
常州市新北国土储备中心	收储款	5.36	8.03
常州新港经济发展有限公司	股权转让款	2.00	3.00
常州软件园发展有限公司	往来款	0.60	0.90
常州市新北区新桥中心小学	往来款	0.25	0.37
合计		57.22	85.76

资料来源：公司财务报表

2011~2013年底，公司存货增长较快，年均复合增长15.12%。截至2013年底，公司存货141.92亿元，同比增长24.23%，以开发成本（124.46亿元）、开发产品（10.80亿元）和库存商品（2.28亿元）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，

公司未计提存货跌价准备。

2011~2013年底，公司其他流动资产快速增长，主要表现在2012年的增长。截至2012年底，其他流动资产30.29亿元，主要系北部新城高铁片区土地前期开发成本的大幅提高及万顷良田委托项目垫资所致。截至2013年底，公司其他流动资产30.69亿元，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，同比增长1.32%。

2011~2013年底，公司长期投资波动中有所增长，年均复合增长1.73%，主要来自公司对外投资业务形成的股权增长。截至2013年底，公司长期投资净额为16.96亿元。

2011~2013年底，公司固定资产有所增长，年均复合增长4.55%。截至2013年底，公司固定资产原值47.03亿元，计提累计折旧9.50亿元，固定资产净额37.52亿元，其中新北区36条道路的绿化资产18.99亿元，目前租给新北区建设局使用，收益反映在绿化资产租赁业务中，其他为房屋建筑物。截至2013年底，公司固定资产成新率为79.80%。

2011~2013年底，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长59.11%，主要表现为2012年的增加。截至2012年底，公司在建工程为7.58亿元，主要系公司租赁和出售房产投入大幅增长所致。截至2013年底，公司在建工程为7.11亿元，同比小幅减少6.20%。

2011~2013年底，公司无形资产有所下降，年均复合减少8.62%。截至2013年底，公司无形资产3.51亿元，全部为土地使用权。

截至2014年6月底，公司资产总额407.41亿元，较2013年底小幅增加3.30%。其中，流动资产占82.04%，资产构成与上年底基本一致。截至2014年6月底，公司流动资产334.22亿元，其中，应收账款增加4.70亿元，主要系2014年上半年市政道路等工程施工收入确认金额较高且尚未收到现金回款所致。预付款项

大幅减少18.60亿元,系预付土地款项转入存货中的土地开发成本(存货科目增加),后存货中部分项目确认收入相应增加货币资金及应收账款所致(相应增加存货、货币资金及应收账款);其他流动资产39.39亿元,较2013年底增长8.71亿元,主要来自北部新城土地一级开发委托项目开发成本及万顷良田委托项目开发成本的增长。

整体看,近年公司资产规模保持快速增长。公司资产中应收类款项(应收账款+其他应收款)及存货占比大,对资产流动性有一定影响,并形成一定资金占用。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年底,公司所有者权益年均复合增长10.49%,主要源于2012、2013年常州市新北区财政局注入公司的现金增资款,根据出资人决定书及常州市政府文件,暂入资本公积所致。截至2013年底,公司归属于母公司所有者权益合计138.63亿元,其中资本公积占89.09%、实收资本占7.25%。公司所有者权益结构稳定性较好。

截至2014年6月底,公司所有者权益137.98亿元,较2013年底小幅下降,主要来自未分配利润的减少,其余构成与2013年底基本一致。

总体来看,近年来,公司所有者权益稳定性较好。

负债

2011~2013年底,公司负债年均复合增长19.49%,主要来自短期借款、应付账款、长期借款和应付债券的增长。截至2013年底,公司负债合计236.68亿元,其中,流动负债占47.01%、长期负债占52.99%。

2011~2013年底,公司流动负债稳步增长,年均复合增长14.66%,主要来自短期借款、应付账款的增加。截至2013年底,公司流动负债111.26亿元,其中短期借款、应付账款、预收

账款(货款)、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34.94%、9.79%、10.29%、20.12%和18.83%。

2011~2013年底,公司短期借款波动中有所增长,年均复合增长13.30%,截至2013年底,公司短期借款38.88亿元。

2011~2013年底,公司应付账款上升幅度较大,年均复合增长115.07%;截至2013年底为10.89亿元,按账龄分析,主要为一年以内的应付账款。

2011~2013年,公司其他应付款波动中有所下降,年均复合下降6.23%,其中,2012年其他应付款大幅上升,主要系公司向有关单位往来资金和信托款的大幅增长所致。截至2012年底,公司其他应付款为40.90亿元,主要应付单位及金额为兴业国际信托有限公司8.00亿元、安徽国元信托有限责任公司5.00亿元、华澳国际信托有限公司5.00亿元、中海信托股份有限公司5.00亿元,交银国际信托有限公司4.00亿元。截至2013年底,公司其他应付款为22.38亿元,同比下降45.27%。

2011~2013年底,公司长期负债总额波动中有所上升,年均复合增长24.33%,截至2013年底为125.42亿元,较2012年增长58.74%,主要构成为长期借款(占比54.49%)和应付债券(占比44.87%)。

2011~2013年底,公司应付债券年均复合增长48.47%,截至2013年底为56.27亿元,同比上升62.98%,主要系公司2013年公司发行“13常高新债”16亿元所致。

长短期借款以及应付债券的增长带动公司债务规模持续扩大。截至2013年底,公司全部债务189.80亿元,其中短期债务占32.69%、长期债务占67.31%(已将其他应付款中有息债务纳入长期债务及相关指标计算)。2011~2013年底,公司资产负债率有所上升,长期资本化比率和全部资本化比率均呈波动上升趋势,上述指标近三年加权平均值分别为58.59%、

43.72%和54.14%；2013年底，三项指标值分别为60.01%、44.76%和54.62%，负债水平尚处于可控范围内。

截至2014年6月底，公司负债金额有所增长，达249.34亿元，较2013年底增长5.35%；其中，应付票据3.96亿元，较2013年底增长79.45%；应付账款下降70.23%，主要由于2014年上半年工程款支付所致；公司预收账款较2013年底减少68.90%，主要由于绿都房地产开发项目交付结转收入所致。截至2014年6月底，公司债务总额220.66亿元，较2013年底增长16.25%，主要来自短期债务的增加，较2013年底增加35.35亿元。2014年6月底，公司资产负债率、长期资本化比率和全部资本化比率分别为61.20%、43.82%和58.26%，同2013年底基本持平。

总体看，公司所有者权益结构较为稳定，债务结构以长期债务为主，债务负担有所加重，目前负债水平尚可。2014年上半年，公司短期债务快速上升。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司主营业务收入增长较快，年均复合增长16.33%。从收入构成来看，主营业务主要来源于实业经营、政府回购等收入。2013年，在纺织服装业务增长的带动下，公司主营业务收入增长较快，实现主营业务收入50.01亿元，同比增长19.45%。随着纺织业务收入规模扩大及回购收入确认波动影响，经营性业务占比由2012年的62.97%增长到2013年的77.23%。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。2011~2013年，公司营业成本年均复合增长15.10%，略低于收入增幅，导致营业利润率由2011年的20.78%上升至2013年的24.20%。

期间费用方面，2011~2013年，公司期间费用快速上升，年均复合增长26.27%，主要系业务增长和融资规模扩大导致管理费用和财务费用的增长所致。同时，期间费用率由2011

年的14.48%上升至2013年的17.06%，公司对期间费用的控制力度有待提高。

2011~2013年，公司补贴收入有所上升，分别为1.72亿元、2.11亿元和2.19亿元。2011~2013年，公司利润总额分别为5.38亿元、5.33亿元和5.31亿元，其中补贴收入占比分别为31.9%、39.59%和41.24%，利润总额对于补贴收入的依赖程度略有提升。

盈利指标方面，2011~2013年，公司主营业务利润率有所上升，加权平均值为22.89%；总资产收益率波动下降，加权平均值为2.40%；净资产收益率有所下降，加权平均值为1.44%。2013年上述三项指标分别为24.20%、2.20%和0.98%，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。

2014年1~6月，公司实现主营业务收入38.20亿元，占2013年全年的76.38%；利润总额2.67亿元，占2013年全年的50.26%；公司主营业务利润率为17.69%，较2013年有所下降。

整体看，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，收入和利润水平稳步增长。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。

5. 现金流

经营活动流入方面，2011~2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金增长较快，分别为33.32亿元、41.76亿元和47.22亿元，年均复合增长19.03%；公司现金收入比分别为90.18%、99.75%和94.41%，考虑到公司70%以上收入来自市场化业务板块，公司收入实现质量一般。2011~2013年，公司收到其他与经营活动有关的现金年均复合增长36.81%，2013年为24.44亿元，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。经营活动现金流出方面，2011~2013年，公司购买商品、接受劳务支付的现金较快增长，分别为28.31亿元、34.75亿元和55.20亿元，年均复合增长39.64%。2011~2013年，公司支付其他与经营

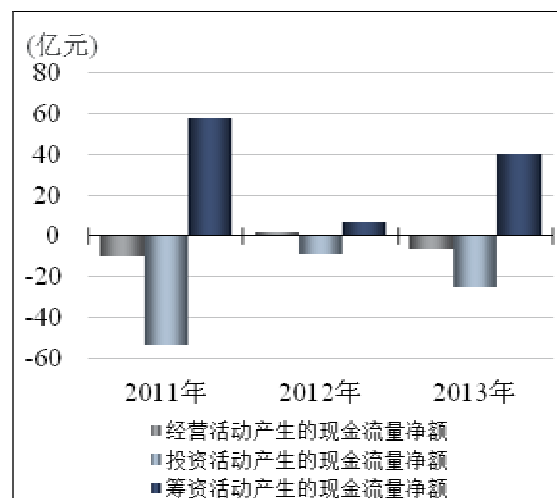
活动有关的现金波动中有所减少, 年均复合下降12.47%, 2013年为16.80亿元。2011~2013年, 公司经营活动现金流量净额分别为-9.88亿元、2.06亿元和-6.50亿元, 主要受回购业务资金支出和回款时间点不匹配影响较大。

投资活动方面, 公司投资活动现金流整体表现为投资活动现金净流出, 且规模较大。公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金和处置固定资产、无形资产及其他长期资产而收回的现金。2011~2013年, 公司投资活动现金流入规模有所上升, 年均复合增长72.03%, 主要体现为2013年的大幅上升。2013年, 公司投资活动现金流入为16.51亿元, 同比增长108.07%, 主要为收回投资取得的现金(理财产品)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); 2011~2013年, 公司投资活动现金流出规模有所下降, 分别为59.10亿元、17.00亿元和41.93亿元, 主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金。2013年公司投资活动现金流出规模快速上升, 同比上升146.66%, 主要系公司支付20亿元土地款至常州市新北国土储备中心所致。2011~2013年公司投资活动现金流净额分别为-53.52亿元、-9.07亿元和-25.43亿元。

筹资活动方面, 2011~2013年, 公司筹资活动现金流入量年均复合增长12.48%, 主要系取得借款收到现金的增加所致。2011~2013年, 公司借款收到的现金分别为71.98亿元、102.64亿元和166.13亿元, 年均复合增长51.92%。公司筹资活动支出主要为偿还银行贷款及利息支付的现金, 2011~2013年筹资活动现金流出分别为99.78亿元、131.43亿元和158.72亿元。2011~2013年公司筹资活动现金流净额分别为57.54亿元、6.61亿元和40.34亿元。

图2 公司现金流情况



资料来源：公司财务报表

2014年1~6月, 公司经营活动现金流量净额-7.55亿元。流入方面, 经营活动现金流入主要来源于销售商品、提供劳务收到的现金19.87亿元以及收到的其他与经营活动有关的现金12.60亿元; 流出方面, 经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务收到的现金24.53亿元, 同时支付其他与经营活动有关的现金12.30亿元, 主要为公司和区政府往来款等。2014年1~6月, 公司投资活动产生的现金流量净额-6.66亿元; 公司筹资活动产生的现金流量净额21.23亿元。

整体来看, 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历年波动较大, 投资活动2013年支出较大, 筹资活动现金支出快速增长, 公司对筹资活动现金流的依赖程度高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2011~2013年底, 公司流动比率、速动比率均波动上升。近三年加权平均值分别为274.29%和153.18%, 2013年分别为290.98%和163.43%。截至2014年6月底, 受流动负债上升的影响, 公司流动比率和速动比率均有小幅下降, 分别为266.77%和150.68%。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, 由于受

公益性项目资金收支存在时间差，经营活动现金流净额波动较大，2013年为净流出，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。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，公司全部债务/EBITDA指标分别为14.72倍、16.05倍和16.56倍，呈逐年上升趋势，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2014年3月5日，平均单价5.36元每股，价值23.80亿元，该部分资产变现能力强，有利于保障其偿债能力。

截至2014年6月底，公司合并口径下对外担保余额88.94亿元，担保比率为64.46%。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。

截至2014年6月底，公司共获得商业银行授信130.27亿元，未使用额度为44.07亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，黑牡丹公司作为A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 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2014年6月28日，公司无不良信贷信息记录。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及新北区域及财力状况、政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为6亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析，发行后将在现有全部债务的基础上增加6亿元有息债务，占2014年6月底全部债务规模的2.72%，对公司现有债务影响较小。

截至2014年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为61.20%和58.26%，以公司2014年6月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至61.77%和58.91%，公司债务负担将略有加重。考虑到公司本期中期票据拟将募集资金全部用于偿还银行贷款，公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为46.65亿元、67.43亿元和72.31亿元，分别为本期中期票据发行额度的7.78倍、11.24倍和12.05倍；公司经营性现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高；近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-9.88亿元、2.06亿元和-6.50亿元，分别为本期中期票据额度的-1.65倍、0.34倍和-1.08倍。公司2011~2013年EBITDA分别为9.53亿元、10.23亿元和11.46亿元，分别为本期中期票据额度的1.59倍、1.71倍和1.91倍。

总体而言，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障程度良好。通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

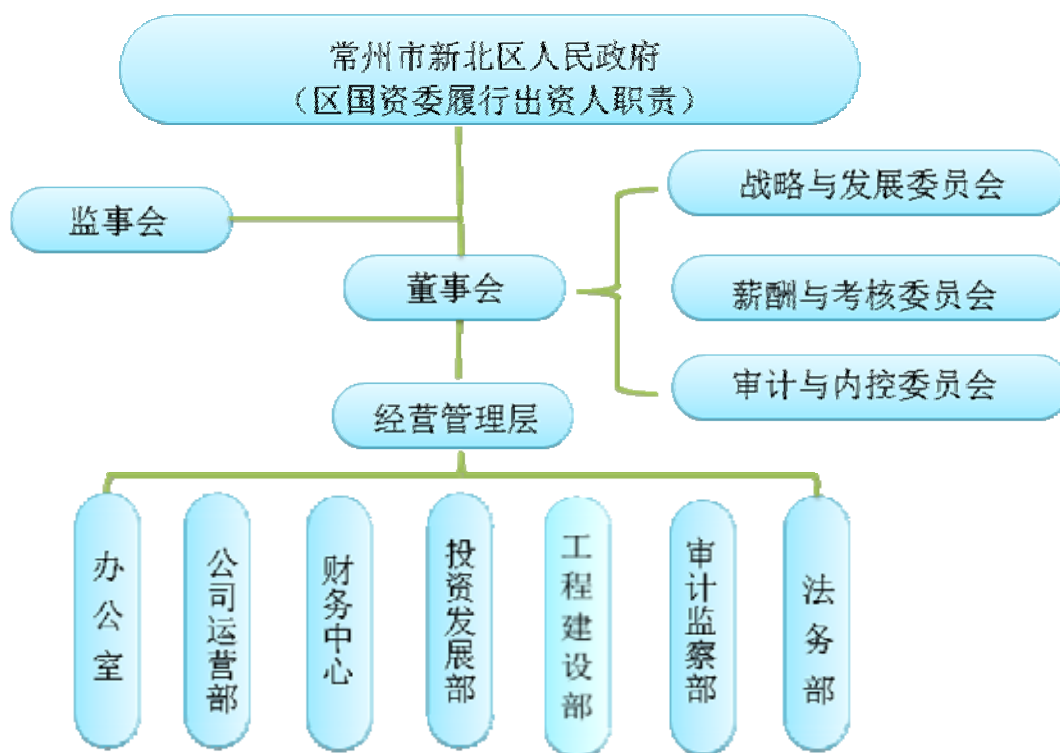
公司作为常州高新技术产业开发区管理委员会指定的基础设施建设的主体，在经营环境和常州高新技术产业开发区政府支持上优势突出。

近年来，公司资产规模保持快速增长，公司资产中应收类款项及存货占比大，对资产流动性有一定影响，并形成一定资金占用；公司债务规模快速增长，债务负担有所加重，但仍处于适宜水平；公司主营业务收入增长快速，整体盈利能力稳定，但利润总额对于补贴收入的依赖程度较高；公司对筹资活动现金流的依赖程度高。

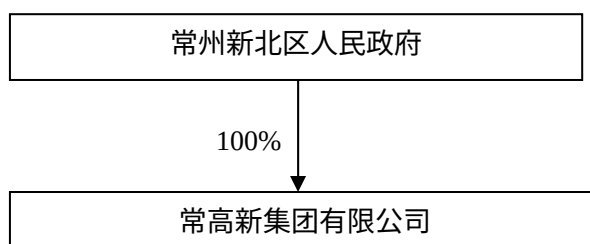
公司自有经营性业务已经具备一定规模，公益类项目由政府回购的模式保障了未来资金的回流。公司经营活动现金流入和EBITDA对本期债券的覆盖能力较强。

总体看，公司对于本期中期票据具有很强的偿还能力，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.84	39.03	45.34	53.46
资产总额(亿元)	295.21	321.68	394.39	407.41
所有者权益(亿元)	113.55	117.79	138.63	137.98
短期债务(亿元)	47.35	60.59	62.04	97.39
长期债务(亿元)	92.91	103.54	127.76	123.26
全部债务(亿元)	140.27	164.13	189.80	220.66
主营业务收入(亿元)	36.95	41.87	50.01	38.20
利润总额(亿元)	5.38	5.33	5.31	2.67
EBITDA(亿元)	9.53	10.23	11.46	--
经营性净现金流(亿元)	-9.88	2.06	-6.50	-7.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.82	5.10	3.93	3.74
存货周转次数(次)	0.52	0.28	0.29	0.41
总资产周转次数(次)	0.25	0.14	0.14	0.19
现金收入比(%)	90.18	99.75	94.41	52.01
主营业务利润率(%)	20.78	22.10	24.20	17.69
总资本收益率(%)	2.47	2.68	2.20	--
净资产收益率(%)	2.17	1.71	0.98	--
长期债务资本化比率(%)	41.79	43.29	44.76	43.82
全部债务资本化比率(%)	52.01	54.75	54.62	58.26
资产负债率(%)	56.15	57.84	60.01	61.20
流动比率(%)	280.51	242.32	290.98	266.77
速动比率(%)	153.97	135.59	163.43	150.68
经营现金流动负债比(%)	-11.68	1.92	-5.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.72	16.05	16.56	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.78	11.24	12.05	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.65	0.34	-1.08	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.59	1.71	1.91	--

注：公司 2014 年上半年财务数据未经审计；全部债务已考虑其他应付款中的有息债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据：增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年复合增长率*	(2) n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

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。

联合资信评估有限公司关于 常高新集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

常高新集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，常高新集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注常高新集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现常高新集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如常高新集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止其信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送常高新集团有限公司、主管部门、交易机构等。

