

信用等级公告

联合[2016]015号

常高新集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对常高新集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

常高新集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

常高新集团有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年一月 六 日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

常高新集团有限公司

2016 年公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元

债券期限：5 年期

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2016 年 1 月 6 日

财务数据：

| 项 目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 6 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元) | 315.19 | 388.59 | 448.23 | 473.59 |
| 所有者权益(亿元) | 127.55 | 150.32 | 151.31 | 155.47 |
| 长期债务(亿元) | 80.09 | 124.53 | 139.95 | 149.39 |
| 全部债务(亿元) | 158.95 | 188.90 | 245.75 | 264.64 |
| 营业收入(亿元) | 42.51 | 51.72 | 60.19 | 35.28 |
| 净利润(亿元) | 4.53 | 3.83 | 4.36 | 1.72 |
| EBITDA(亿元) | 10.27 | 11.86 | 12.35 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 0.54 | -6.33 | -2.92 | -1.67 |
| 营业利润率(%) | 21.82 | 23.80 | 14.34 | 14.08 |
| 净资产收益率(%) | -- | 2.76 | 2.89 | 1.12 |
| 资产负债率(%) | 59.53 | 61.32 | 66.24 | 67.17 |
| 全部债务资本化比率(%) | 55.48 | 55.69 | 61.89 | 63.00 |
| 流动比率 | 2.45 | 2.87 | 2.39 | 2.35 |
| EBITDA 全部债务比 | 0.06 | 0.06 | 0.05 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.58 | 1.46 | 1.27 | -- |
| EBITDA/本次发债额(倍) | 1.03 | 1.19 | 1.23 | -- |

注：1、公司 2015 年半年度财务报告未经审计，相关指标未年化；

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对常高新集团有限公司（以下简称“公司”或“常高新”）的评级反映了其作为常州市新北区建设的核心主体，公司总资产及所有者权益逐年增长，经营性业务发展稳定，并在项目来源、政府支持等方面具有明显优势。联合评级同时也关注到公司对外担保金额和其他应收款规模较大等不利因素对公司信用状况所带来的影响。

未来，随着公司纺织服装板块产销量规模的不断增长、房地产板块各产品线的稳步发展，以及类金融板块业务规模的大幅提升，公司经营性业务收入有望持续扩张，进而带动公司整体盈利能力显著改善。同时，随着区域经济的发展，常州市新北区财政实力有望进一步充实，财政对公司准经营性业务的支持将有效提升公司偿债能力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 作为长三角城市群的重要节点，常州市区域经济实力 and 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. 公司是常州市新北区最重要的建设主体，在资产注入、项目建设、补贴收入等方面将继续得到地方政府的大力支持。

3. 公司经营性板块业务规模逐年增长，收入来源更趋多元化，进而有效增强了抗风险能力和提升了整体盈利能力。

4. 公司准经营性板块业务收入和盈利能力较为稳定，保障了现金回流和利润空间。

关注

1. 公司其他应收款持续增加，在流动资产中占比较大，对公司资金形成占用。
2. 公司有息债务增长较快，债务负担有所加重，且存在短期偿付压力。
3. 公司对外担保金额继续保持较大规模，担保比例较高，存在或有负债风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与常高新集团有限公司构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由常高新集团有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代常高新集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



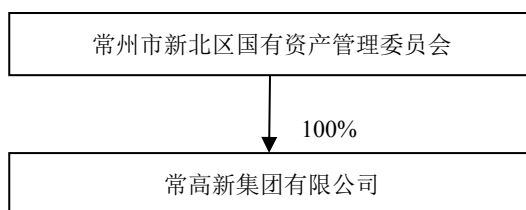
联合信用评级有限公司



一、主体概况

常高新集团有限公司（以下简称“公司”或“常高新”）前身为“常州经济技术开发区经济发展总公司”，是经常州市人民政府（常政复[1992]33号文）批准设立的全民所有制集团公司企业，并于1992年9月经常州市工商行政管理局注册登记，注册资本8,000万元。1993年1月，公司根据常州市人民政府批复（常政复[1992]60号文），变更企业法人名称为“第一名称：常州高新技术产业开发区发展总公司；第二名称：常州经济技术开发区发展总公司”，并以货币资金形式将注册资本增加至10,000万元。1997年7月，经常州新区管理委员会批准，公司以货币资金形式增加注册资本1,000万元；2005年6月，公司根据常州市新北区¹财政局批复（常新财企[2005]5号文），将货币资金拨款形成的资本公积39,000万元转增注册资本，公司注册资本变更为50,000万元。同年11月，公司根据常州市新北区财政局（常新财企[2005]66号文）等文件批复，以货币资金形式增加注册资本50,500万元。2013年11月，公司根据常州高新区（新北区）国有资产管理委员会批复（常新国资委[2013]9号文），将公司整体改制为国有独资有限责任公司，并变更企业法人名称为“常高新集团有限公司”。截至2015年6月底，公司注册资本为100,500万元，实际控制人为常州市新北区国有资产管理委员会，公司股权控制结构如下图所示：

图1 截至2015年6月底公司股权控制图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：常州高新区内国有资产投资经营、资产管理（除金融业）、投资咨询（除证券、期货投资咨询）、自有房屋租赁服务，工业生产资料、建筑材料、装饰材料的销售（经营范围中涉及专项审批的，须办理专项审批后方可经营）等。

截至2015年6月底，公司本部设有7个职能部门：办公室、公司运营部、投资发展部、财务中心、审计监察部、工程建设部和法务部（见附件1）。

截至2015年6月底，公司拥有全资和控股子公司78家，拥有在职员工3,549人。

截至2014年底，公司合并资产总额448.23亿元，负债合计296.92亿元，所有者权益（含少数股东权益）151.31亿元。2014年公司实现营业收入60.19亿元，净利润（含少数股东损益）4.36亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.92亿元，现金及现金等价物净增加额26.43亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额473.59亿元，负债合计318.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）155.47亿元。2015年1~6月，公司实现营业收入35.28亿元，净利润（含少数股东损益）1.72亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.67亿元，现金及现金等价物净增加额-7.18亿元。

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。

¹ 常州市新北区系2002年4月在原高新区的基础上设立而成的，两者实行“两块牌子、一套班子”的管理体制，但在政府职能分工上略有不同，详情参见本报告第四部分区域经济中的介绍。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“常高新集团有限公司 2016 年公司债券”，总发行规模不超过 10 亿元，其中基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元。本次债券票面金额为 100 元，按面值平价发行，期限为 5 年。本次债券以公开方式发行，发行对象为合格投资者，根据网下申购情况决定是否使用超额配售选择权。本次发行的公司债券票面利率发行前根据市场情况与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。本次公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金一起支付。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金将用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司是常州市新北区最重要的建设主体，主要从事纺织服装产品的生产与销售、房地产开发与经营、类金融服务业等。其中，纺织服装和房地产业务收入占公司营业总收入的 85%以上²。

1. 纺织服装行业

(1) 行业概况

纺织服装行业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业，在繁荣市场、扩大出口、吸纳就业、增加农民收入、促进城镇化发展等方面发挥着重要作用。进入 21 世纪以来，我国纺织服装工业快速发展，形成了从上游纤维原料加工到服装、家用、产业用终端产品制造不断完善的产业体系。生产持续较快增长，产品出口大幅增加，结构调整取得进展，对就业和惠农的贡献突出。

我国已经成为世界纺织服装生产大国。但是，纺织工业在快速发展的过程中，长期积累的矛盾和问题也日渐凸显。主要表现在：自主创新能力薄弱，高技术、功能性纤维和复合材料开发滞后，高性能纺织机械装备主要依靠进口；产业布局不尽合理，纺织服装工业能力的 80%集中在沿海地区，出口市场近 50%集中在欧盟、美国和日本，尚未形成多元化格局；节能减排任务艰巨，纺织工业能耗、水耗、废水排放量分别占全国工业总能耗、总水耗、总废水排放量的 4.3%、8.5% 和 10%；产能规模盲目扩张，部分行业产能过剩。

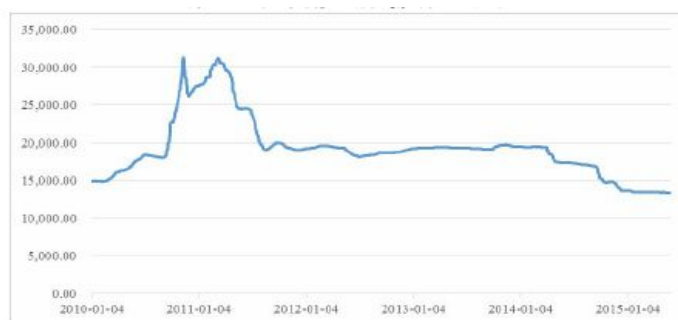
(2) 上下游分析

棉花的生产是纺织服装行业重要的上游产业。作为三大原料之一，棉花价格的变动影响着纺织服装行业的盈利水平。自 2010 年以来，棉花价格开始持续上升；2011 年棉花价格大起大落但

² 2012~2014 年，黑牡丹集团营业收入占公司营业总收入的比重分别为 86.50%、88.11%和 87.64%。

仍处于高位；2012年9月，国家决定启动棉花临时收储，每吨棉花的收储价提高至20,400元，高出国际棉价5,000元/吨；2013年，国家发改委调整了进口棉花配额限制以及滑准税税率，进口棉花大幅回落，中国棉花价格则延续了2012年9月以来的涨势。2014年以来，棉花价格持续下跌，但仍维持在13,000元/吨以上。

图2 2010年以来棉花328价格走势（单位：元/吨）



资料来源：万得资讯

纺织服装行业的下游主要是各大类型服装生产制造企业。2014年，我国服装产业运行总体平稳，规模以上企业累计完成299.2亿件，同比增长1.6%，产量增速渐缓。其中，针织服装产量144.14亿件，同比增长2.88%；梭边服装产量155.07亿件，同比增长0.46%。销售方面，2014年全国服装内销市场规模不断扩大，但受经济形势影响，消费者消费意愿减弱、需求降低，内销增速呈放缓趋势。其中，服装出口实现恢复性增长，但增幅前高后低，逐月趋缓。投资方面，2014年全国纺织服装、服饰业固定资产投资完成额3,704.21亿元，同比增长19.20%，增速低于上年同期4.37个百分点。

（3）市场供需

2012年，受到国际经济形势复杂多变，国内经济发展面临压力增多等因素影响，我国纺织行业多项经济运行指标较上年有明显下降，企业运营压力加大。但行业在四季度有回暖表现。2012年，我国纺织行业产销整体居于低速增长区间，与上年同期相比增速明显放缓，但9月份之后，行业产销增速有小幅回暖表现。2012年全国规模以上纺织企业累计实现工业总产值57,809.98亿元，同比增长12.29%；工业销售产值累计达到56,701.77亿元，同比增长10.63%。2012年，我国纺织品服装出口额增速较上年同期大幅回落，9月份之后才基本有所回升，呈现了小幅增长的态势。根据海关数据显示，2012年我国累计出口纺织品服装2,625.63亿美元，同比增长3.32%，但行业实际出口数量仍在减少，全年纺织品服装出口价格同比提高3.91%，扣除价格上涨因素后出口数量同比下降0.57%，表明行业出口压力仍然较大。

2013年纺织工业增加值增速基本呈现逐月放缓趋势，全年同比增长8.7%，较2012年回落3.5个百分点。2013年纺织行业生产增速总体减缓，从产品产量上看，主要大类产品产量增速普遍下降，化纤、纱、布、服装几类重点产量增幅均比2012年下降。根据国家统计局数据，2013年规模以上纺织企业化纤、纱、布、服装产量分别为4,122万吨、3,200万吨、683亿米和271亿件，

同比分别增长 7.9%、7.2%、4.6%和 1.3%，增速分别较上年同期下降 3.3、2.6、7.0 和 4.9 个百分点。从产品消费上看，内需增速也较上年出现回落。根据国家统计局数据，2013 年，全国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售额 11.89 万亿元，同比增长 11.5%，增幅低于上年同期 6.5 个百分点，低于全国社会消费品零售总额增速 1.6 个百分点。但是，出口增速有所回升。根据海关月报数据，2013 年，我国纺织品服装出口额 2,920.8 亿美元，同比增长 11.2%，增幅较 2012 年同期提高了 7.9 个百分点，其中纺织品出口 1,138.5 亿美元，同比增长 11.2%；服装出口 1,782.2 亿美元，增长 11.3%，增速分别高于上年同期 7.9 和 6.8 个百分点。

2014 年，我国纺织工业坚持深入推进产业结构调整，积极适应国内宏观经济发展新常态，基本保持了平稳发展态势，运行质效稳中趋好，但是增速比 2013 年普遍回落。全年规模以上纺织企业工业增加值同比增长 7.0%，增速较上年同期下降 1.3 个百分点；出口总额达 2,984 亿美元，同比增长 5.1%，增速下降 6.1 个百分点；实现利润总额 3,663 亿元，同比增长 6.1%，增速下降 9.7 个百分点。海关总署发布的数据显示：2014 年，我国纺织品服装出口额累计为 2,984.26 亿美元，同比增加 144.36 亿美元，同比增长 5.08%。其中，纺织品出口额累计为 1,121.41 亿美元，同比增长 4.86%；服装出口额累计为 1,862.85 亿美元，同比增加 5.22%。目前，纺织行业面临的发展形势仍较为复杂，棉价走势不确定性增强、市场需求增长放缓、综合成本持续上升等因素的影响突出，行业继续保持平稳运行面临较大的压力。

（4）行业竞争

由于国内纺织服装企业参与者众多，导致行业市场集中度长期处于较低水平。2014 年，全国 3.8 万户规模以上纺织企业全年主营业务收入 67,220.10 亿元，而当年上市公司前十名主营业务收入仅有 1,203.33 亿元，市场份额合计不到 2%。其中，作为行业第一名，申达股份 2014 年主营业务收入 172.12 亿元，市场份额仅为 0.26%。

表1 2014年纺织服装行业上市公司前十名主营业务收入情况（单位：万元、%）

| 公司名称 | 主营业务收入 | 市场份额 |
|-----------|----------------------|-------------|
| 申达股份 | 1,721,232.38 | 0.26 |
| 华孚色纺 | 1,671,498.03 | 0.25 |
| 鲁泰 A | 1,538,229.51 | 0.23 |
| 常山股份 | 1,398,758.55 | 0.21 |
| 百隆东方 | 1,151,530.45 | 0.17 |
| 孚日股份 | 1,142,687.53 | 0.17 |
| 龙头股份 | 980,070.53 | 0.14 |
| 联发股份 | 824,439.87 | 0.12 |
| 新野纺织 | 822,463.40 | 0.12 |
| 航民股份 | 782,432.06 | 0.12 |
| 合计 | 12,033,342.31 | 1.79 |

资料来源：Wind 资讯

在经济“新常态”的大背景下，产品需求减少、原材料和人工等成本提升、行业竞争不断加

剧，行业内企业将面临着艰难的调整和转型。一部分龙头企业强化竞争优势，将资源和能力高度嵌入到纺织生产的全过程，包括下游的纺线、织布、染色及成衣制造等各个环节；另一部分龙头企业则以市场为导向向非纺织产业转移，进入高速发展、需求急剧扩大的新兴领域，如光伏、锂电池、医疗器械等；弱势企业则在成本持续攀升的大环境下，面临越来越严峻的生产压力。

总体看，我国纺织服装行业正加速升级，中低端产能在加速向东南亚国家转移的同时，资源渐渐向龙头企业聚集，纺织企业加速转型，进入多元化发展阶段。

（5）行业政策

纺织产业振兴规划和纺织工业十二五规划

2009年4月24日，国务院公布《纺织工业调整和振兴规划》（以下简称“规划”），确认纺织工业是我国国民经济传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业。规划提出，2009年至2011年，我国纺织产业调整和振兴的主要有八项任务：稳定国内外市场、提高自主创新能力、加快实施技术改造、淘汰落后产能、优化区域布局、完善公共服务体系、加快自主品牌建设、提升企业竞争实力。同时，规划还提出要在新增中央投资中设立专项资金，支持技术改造，推进高新技术纤维产业化，以提高纺织品的技术含量和差异化程度。因此，短期来看，规划的出台将有助于纺织全行业战胜金融危机带来的冲击，而长期来看，规划将促进纺织产业的结构调整和产业升级。

2012年1月19日，工信部发布《纺织工业“十二五”发展规划》。主要目标为：规模以上纺织企业工业增加值年均增长8%，工业增加值率提高2个百分点。至“十二五”末全行业出口总额达到3,000亿美元，年均增长7.5%。中西部地区纺织工业总产值占全国的比重达到28%。化纤产业集中度进一步提高，年产值超过100亿元的企业（集团）超过20家。“十二五”时期，纺织工业将重点发展四大领域：发展新型纺织纤维材料产业；发展高端纺织装备制造业；发展高性能产业用纺织品；发展传统纺织分行业。

出口退税

由于纺织行业出口依赖性较强，因此出口退税政策对于纺织行业企业的赢利能力以及其在国际市场上议价能力均会造成重大影响。2008年8月以来，我国政府已经连续四次上调纺织品、服装的出口退税率，从最初的11%上调至目前的16%。出口退税政策在短期刺激了企业生产的积极性、一定程度上增加了出口竞争力，但却受到如贸易保护主义、人民币汇率坚挺等因素的制约，短期效果很难延续到长期。

从目前的形势看，全行业仍将处于振荡上行的复苏通道，其中受益于“十二五”规划在政策上对促内消的支持，行业内销未来将保持良好的增长走势，出口方面受欧洲主权债务危机的负面影响，由于我国实施新的汇改政策，目前欧元兑美元的反弹使人民币对美元出现一定幅度的升值，这加大了短期内对欧盟市场的出口恢复情况的不确定性，或将导致出口增速出现放缓。另外，原材料价格、用工成本居高不下，以及人民币升值压力，也均会对行业的复苏造成一定的不利影响。

总体看，作为传统制造产业，国家对纺织服装行业的政策扶持力度较强，为其提供了巨大的

发展空间。

(6) 行业关注

原料价格及劳动成本持续走高是影响和制约我国纺织服装行业稳健运营的关键因素。据中国棉花网统计，2008年四季度以来，国内外棉花价格持续攀升，2011年国内3128B级棉花年均价（国家棉花价格B指数）达19,455元/吨；2012年国内3128B级棉花均价19,010元/吨，较2011年下降2.34%，2013年国内3128B级棉花均价19,331元/吨，较2012年上升1.69%；2014年均价为15,844元/吨，较2013年下降18.04%，预计后期棉花价格仍将维持震荡运行。

在目前的经济环境和政策导向下，对于纺织行业而言，劳动力成本上涨的压力将长期存在，但不同企业压力有所不同。一些已严格按照规定为员工缴纳保险和公积金、逐步提升职工工资水平的纺织服装企业，已经逐步适应了劳动力成本上涨的节奏，短期内压力较小；而那些当前工资水平较低、基本没有为职工缴纳社会保险的纺织服装企业，在最低工资标准上调和社会保障制度不断完善的过程中会面临劳动力成本快速上升的压力。

(7) 未来发展

我国纺织服装巨大的市场内需已经成为国内服装行业平稳增长的主要动力来源，对行业影响力正逐年增强。随着人们生活水平的不断提高，服装消费观念正不断成熟，对服装质量、特性、品牌文化内涵的认识在不断提高，特别是居民的消费更加注重个性化、舒适化、品牌化和时尚化。服装消费逐渐趋向于中高档化，我国服装采用中高档面料的比重在逐年增长。服装行业向高附加值、高科技含量、高舒适度的方向发展，有利于服装行业产品结构的升级，增强品牌服装企业的市场竞争力。从消费需求来看，在“十二五”时期，国家将以建立扩大内需的长效机制为主要政策着力点，改善民生是我国未来经济政策的重点之一，国家一系列惠民政策将有助于拉动居民消费能力。与此同时，纺织服装行业结构调整升级速度也将进一步加快，下一个五年也将是纺织服装行业面临更大机遇与挑战的五年。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。进入2013年，中国

房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期。2014年全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。

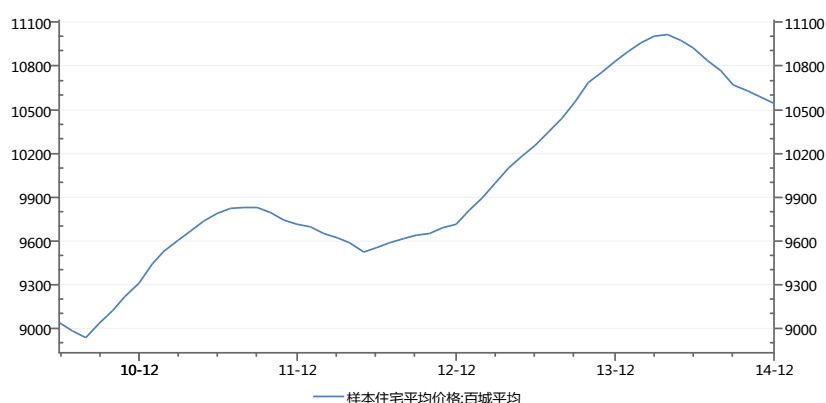
2015年1~6月份，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%（扣除价格因素实际增长5.7%），增速比上年同期回落9.5个百分点。其中，住宅投资29,506亿元，增长2.8%。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.1%。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

（2）销售价格

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一、二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图3 百城住宅平均价格情况（单位：元）



资料来源：Wind 资讯

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

（3）行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标。对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策与措施。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2011年以来主要的房地产调控政策如下表所示。

表2 2011年至今主要房地产调控政策

| 年份 | 调控政策 |
|---------|------------------------------|
| 2011年1月 | 国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》 |
| 2011年1月 | 国务院“新国八条” |
| 2013年2月 | 国务院“新国五条” |
| 2013年3月 | 国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》 |
| 2014年 | 央行多次降息，多地取消限购 |
| 2015年2月 | 央行降息 |
| 2015年3月 | 央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例 |
| 2015年3月 | 财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限 |

资料来源：联合评级搜集整理

2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国

八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年4月至5月间，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。

进入2015年，国家房地产调控政策相继出台。2月28日，央行决定自2015年3月1日起，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%，一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍。3月30日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于40%；个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。8月26日，人民银行自去年11月22日以来第五次降息，同时定向降准。至此，一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。一系列相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。在目前国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持平稳健康发展。

（4）行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

（5）行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地—融资—捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

3. 基础设施建设

（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主体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。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主体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) 行业关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

(3) 行业发展

基础设施建设行业与固定资产投资及城镇化进程息息相关。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。2014年，我国固定资产投资增速放缓，全年全社会固定资产投资512,761亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502,005亿元，增长15.7%，农户投资10,756亿元，增长2.0%。东部地区投资206,454亿元，比上年增长15.4%；中部地区投资124,112亿元，增长17.6%；西部地区投资129,171亿元，增长17.2%；东北地区投资46,096亿元，增长2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资11,983亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资208,107亿元，增长13.2%；第三产业投资281,915亿元，增长16.8%。民间固定资产投资321,576亿元，增长18.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为64.1%。

城镇化方面，截至2014年，城镇常住人口为74,916万人，比上年底增加1,805万人；乡村常住人口61,866万人，减少1,095万人；城镇人口占总人口比重为54.77%，城镇化率较上年提高1.04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。

总体看，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。而地方政府建设主体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。落实建设主体的投资决策权，拓宽建设主体的融资渠道，为建设主体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。

四、区域经济

公司作为常州市新北区人民政府出资设立的国有独资公司以及新北区基础设施投资建设的重要主体，受新北区经济水平和未来发展规划影响较大。

1. 区域概况

常州市地处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，并与苏州、无锡联袂成片，构成苏锡常都市圈。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。

常州国家高新技术产业开发区（高新区）于 1992 年 11 月经国务院批准成立，是最早成立的全国 52 个国家级高新区之一，1999 年开始行政级别为副厅级。2002 年 4 月，常州市进行行政区划调整，在原高新区的基础上设立了常州市新北区，并经常州市委、市政府批准成立了中共常州市新北区人民政府，与原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。

常州市新北区位于常州城北，北枕长江，南靠沪宁铁路，拥有常州境内的整个长江岸线，具有建设深水港的天然条件，已建成国家一类开放口岸长江常州港；位于区内的常州民航机场已与国内 20 多个大中城市开通航班；沪宁高速铁路、京沪铁路、338 省道及规划中的沪宁高速铁路、沿江高速公路等穿区而过；藻江、德胜、新孟 3 条内河航道纵贯全区，连接长江和京杭大运河，构成了四通八达、快速便捷的水陆空立体交通网，区位条件优越。

总体看，常州市地理位置便利，新北区区位优势条件优越，为区域内经济主体发展提供了良好的

外部环境。

2. 经济实力

近几年常州新北区经济发展迅速，综合实力显著提升。2014年新北区实现地区生产总值882亿元，同比增长11.5%，增幅位列全市第二；实现公共财政预算收入89.32亿元，同比增长7%，增幅位列全市第三。全年完成固定资产投资722.31亿元，同比增长18.1%；其中工业投入421亿元，同比增长17%；服务业投入301.3亿元，同比增长20%。产业转型升级步伐进一步加快，全年实现服务业增加值370.5亿元，同比增长48.19%；服务业增加值在地区生产总值中占比达42%，较上年增长6.3个百分点。2014年完成工业总产值2,938亿元，实现产品销售收入2,880亿元，同比均增长11.5%；第二产业中高科技产业规模聚集，汽车及零部件、通用航空、生命健康、新材料等领域企业实现产值1,827亿元，同比增长16.5%。全年新批外商投资企业60家，其中3,000万美元以上项目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。

总体看，常州新北区经济保持快速发展，产业结构持续优化，未来仍有较大发展潜力。

3. 财政实力

受土地出让收入大幅增加影响，2014年常州市新北区综合财力增长至236.50亿元，较上年同期增长52.64%。其中，地方一般预算收入89.32亿元，占比37.77%；转移支付和返还收入36.84亿元，占比15.58%；国有土地使用权出让收入110.34亿元，占比46.66%。

表3 2012~2014年常州市新北区财政实力（单位：亿元、%）

| 地方财力 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| （一）地方一般预算收入 | 82.66 | 83.49 | 89.32 |
| 1、税收收入 | 66.26 | 67.70 | 71.91 |
| 2、非税收入 | 16.40 | 15.79 | 17.41 |
| （二）转移支付和税收返还收入 | 29.26 | 31.27 | 36.84 |
| 1、一般性转移支付收入 | 19.79 | 20.10 | 25.71 |
| 2、专项转移支付收入 | 7.93 | 9.63 | 9.59 |
| 3、税收返还收入 | 1.54 | 1.54 | 1.54 |
| （三）国有土地使用权出让收入 | 49.89 | 39.90 | 110.34 |
| （四）预算外财政专户收入 | 0.43 | 0.28 | 0.00 |
| 地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四) | 162.24 | 154.94 | 236.50 |

资料来源：常州市新北区财政局

注：2014年国有土地使用权出让收入包括调整以前年度已划拨并与2014年形成出让金收入和当年实际出让土地实现出让金收入。

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，常州市新北区负有偿还责任的债务为44.88亿元，负有担保责任的债务50.38亿元，地方债务余额70.07亿元，负有偿还责任的债务率为29.63%。此外，考虑到常州市新北区地方综合财力的大幅增长主要来源于审计整改补入库土地出让收入，剔除该因素后其负有偿还责任的债务率为47.83%。

表4 2014年常州市新北区政府债务余额表（单位：亿元）

| 地方债务（截至2014年底） | 金额 | 地方财力（2014年度） | 金额 |
|---|-------|------------------------|--------|
| （一）政府负有偿还责任的债务 | 44.88 | （一）地方一般预算收入 | 89.32 |
| 由财政承担全部偿还责任的融资平台公司借款 | 44.88 | 1、税收收入 | 71.91 |
| （二）政府负有担保责任的债务 | 50.38 | 2、非税收入 | 17.41 |
| 政府担保的国内金融机构借款 | 23.35 | （二）转移支付和税收返还收入 | 36.84 |
| 其他 | 27.03 | 1、一般性转移支付收入 | 25.71 |
| | | 2、专项转移支付收入 | 9.59 |
| | | 3、税收返还收入 | 1.54 |
| | | （三）国有土地使用权出让收入 | 110.34 |
| | | 1、国有土地使用权出让金 | 105.04 |
| | | 2、国有土地收益基金 | 4.86 |
| | | 3、农业土地开发资金 | 0.43 |
| | | 4、新增建设用地有偿使用费 | - |
| | | （四）预算外财政专户收入 | 0.00 |
| 地方债务余额=（一）+（二）×50% | 70.07 | 地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四） | 236.50 |
| 负有偿还责任的债务率=（地方债务余额÷地方综合财力）×100%=29.63% | | | |

资料来源：常州市新北区财政局

总体看，常州市新北区财政实力持续增强，财政收入稳定性一般，政府性债务风险总体可控。

4. 未来发展规划

常州市新北区未来发展将按照区委三届八次全会部署，主动应对新常态、抢抓新机遇，紧扣“重大项目深化年”主题，坚持“产业是第一出路，项目是第一载体，招商引资是第一抓手”理念不动摇，持之以恒重点引进八大产业链和现代服务业项目，力争引进总投资超100亿元特大项目1~2个，确保再引进总投资超50亿元重大项目2~3个，引进世界500强、知名跨国公司5~7个，20亿元以上项目10个以上。同时，积极落实各项扶持创业、促进小微企业发展的政策意见，发展一批“专精特新”中小企业，形成大企业辐射引领、中小企业协作配套，大中小相互支撑、集聚发展的良好局面，奋力争当苏南国家自主创新示范区建设排头兵。

总体看，常州市新北区发展规划符合区情，较好地解决了自然资源禀赋、特色产业优势与经济发展诉求之间的内在矛盾，进而为促进区域经济可持续发展奠定了坚实的基础。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为常州市新北区政府重点构建的建设主体，主要从事国有资产和公共事业的经营管理工作，提高国有资本的运营效率，实现国有资产的保值增值，在新北区基础设施建设方面处于垄断地位。

公司下属子公司黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹集团”，股票代码：600510）始建于1940年，并于2002年登陆上海证券交易所，是一家集牛仔面料、服装、色织布等制造业和

城市综合功能开发、创新产业投资新型业务为一体的国有控股型上市公司。目前，黑牡丹集团具有年产牛仔布6,000万米、牛仔服装800万件、各类色织布600万米、纺纱2.1万吨的产能。作为牛仔布行业龙头之一，黑牡丹集团自2000年以来，牛仔布、牛仔服装和色织布的产量基本保持稳定，客户和订单量一直十分饱满，产销率保持在95%左右。“黑牡丹”牌牛仔布已被评为中国名牌产品，并被国家质量监督检验检疫总局批准为国内牛仔布行业第一个出口免验商品，远销至美国、日本、俄罗斯、香港、澳大利亚等50多个国家和地区。

公司基础设施建设主体常州黑牡丹建设投资有限公司（以下简称“黑牡丹建设”）主要负责新北区市政建设工程项目，市场占有率90%以上。截至2014年底，黑牡丹建设累计完成市政道路、河道、桥梁308.47公里；累计完成市政绿化412.75公顷。其中有代表性的工程有：贯穿整个新北区南北向的主干道通江大道（10.76公里）、长江路（12.93公里）、龙江路（15.6公里），贯穿整个新北区东西向的主干道黄河路（18.8公里）、河海路（10公里），以及空港产业园、民营工业园、孟河工业园、出口加工区、电子园、环保园、滨江化工区等园区道路。

总体看，公司资产规模较大，纺织服装业务处于行业龙头地位，而基础设施建设业务更具有区域内垄断性地位，市场竞争力十分突出。

2. 人员素质

（1）公司高管

公司设董事长1名，由出资人指定产生，为公司的法定代表人；监事会主席1名，由出资人在监事会成员中指定；总经理1名，总经理对董事会负责，主持公司的全面生产经营管理工作。

董事长兼总经理盛新先生，1965年出生，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；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。现任公司董事长、总经理。

总体看，公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经验丰富，高管团队的整体素质好。

（2）员工构成

截至2015年6月底，公司在职人员3,549人。其中：按教育程度分类，大专及以上学历935人。按职称划分，公司员工中高级职称42人、中级职称209人。按年龄结构分类，30周岁以下637人，30-50周岁占2,185人，51周岁以上727人。

总体看，公司建立了较为完善的人事管理制度，人员整体素质较好。

3. 股东支持

公司是常州市新北区政府直属的国有独资企业和最重要的建设主体，在资产注入、项目建设、补贴收入等方面得到地方政府的大力支持。

（1）资产注入

公司在持续经营过程中不断获得地方政府的注资。2011年，依据常州市新北区财政局《出资人决定书》，常州市新北区政府以货币形式对公司增资45.75亿元；2012年，常州市新北区财政局向公司注入3.87亿元作为现金增资款；2013年，常州市新北区财政局向公司注入20亿元作为现金

增资款；以上增资均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。截至2014年底，公司资本公积总计112.04亿元。

（2）项目回购

公司承担着常州市新北区大量的市政道路、安置房、管道、桥梁等基础设施建设任务。地方政府参照市场平均水平，并适度提高市政基础设施和安置房项目回购的毛利率水平，进而给予公司支持。其中，公司下属子公司黑牡丹建设主要从事新北区市政道路、管道、桥梁等基础设施及商业配套设施的建设开发业务，建设资金由黑牡丹建设负责筹措，项目完工后由新北区政府或其下设机构回购。对于黑牡丹建设所进行的基础设施建设项目，新北区政府均采取回购的方式，回购毛利率为10%。

公司下属子公司黑牡丹置业根据新北区政府下达的建设项目计划投资建设安置房及配套设施等工程项目，建成后由项目拆迁主体回购，安置房回购价格采取成本（经审定的工程总造价）加利润的方式确定。根据常新财经[2008]005号政府文件，公司安置房回购毛利率为15%。

（3）补贴收入

为支持公司发展，常州市新北区财政局近年来持续给予公司财政补贴：2012年政府补贴收入2.12亿元，2013年政府补贴收入2.21亿元，2014年政府补贴收入3.61亿元。

总体看，公司作为常州市新北区国有资产管理、运营及建设主体，地方政府给予支持力度较强。

六、公司管理

1. 治理结构

根据公司章程，公司实行董事会领导下的总经理负责制，不设股东会，由新北区国资委依照《公司法》、公司章程及其他相关法律法规行使股东会职权，决定公司的重大事项。

根据公司实际出资人常州新北区人民政府相关授权，由新北区国资委代为履行出资人职责，具体包括指定公司非职工代表担任的董事、监事和高级管理人员，审议批准公司董事会报告和监事会报告，批准公司年度经营计划、年度投资计划、年度财务预算和决算方案、以及利润分配方案等，并对公司债券、股权转让、章程修改、以及公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定。

董事会现由5名成员组成，其中4人由新北区国资委委派，1人由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长1名，由区国资委在委派的董事会成员中指定。董事任期三年，任期届满可连任。董事会负责向区国资委报告工作并执行区国资委的决定，负责制定公司的年度经营计划、年度投资计划、年度财务预算和决算方案、利润分配方案、公司管理制度等，并负责审议公司的对外投资、对外担保、对外借出资金、重大资产处置相关计划安排，提请常州新北区国资委批准。

监事会由5名成员组成，其中3人由区国资委委派，2人由职工代表大会选举产生；监事会设监事会主席1名，由区国资委在委派的监事会成员中指定。监事任期三年，任期届满可连任。监事会负责审核公司财务，列席公司董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或建议；监事会对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

目前公司经营层设董事长兼总经理1人，董事兼副总经理1人，副总经理6人。总理由董事会

聘任或解任，并对董事会负责；总经理根据董事会授予职权主持公司经营管理工作，组织实施董事会决议。公司下设办公室、公司运营部、投资发展部、财务中心、审计监察部、工程建设部、法务部等七个职能部门，部门设置能够满足公司经营管理以及业务发展的需要。

总体看，公司法人治理结构能较好满足公司运作需要，形成了集中控制、分级管理、责权分明的管理机制。

2. 管理体制

公司针对财务审计、投融资、预算、对外担保、下属子公司管理等方面建立了较为完善且规范的文件管理制度和内部控制体系，并根据公司实际运作情况和业务发展需求不断进行修订和细化。

财务管理方面，公司根据《会计法》、《企业会计制度》等相关法律法规制定了《常高新会计制度》、《财务预算制度》、《建设项目结算管理方法》等一系列财务具体制度条例，同时对公司费用开支、款项收付等方面实行严格的审批流程。此外，公司还根据《审计法》、《江苏省审计条例》等法律规章制度，设立内部审计机构，提高公司风险防范能力，促进公司的可持续发展。

投融资管理方面，公司制订了《筹资控制制度》，规定重大融资标准、融资审批流程以及信用管理办法，并明确融资方案的拟定与决策、融资合同或协议的审批与订立、筹资有关各种款项偿付的审批和执行职能相互分离。针对项目投资，公司制订了对外投资范围、规范和操作程序系列文件，并对投资项目建立严格的监管及评价体系。

预算管理方面，公司专门规定了预算管理制度，规定公司按照上下结合、分级编制、逐级汇总的程序，编制年度全面预算。公司还建立了预算工作岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责、权限，确保不相容岗位相互分离，并建立了预算分析制度和预算考核制度，明确预算考核执行机构、考核原则、考核标准、考核依据和考核程序，明确公司各个部门、单位的预算编制责任，使公司各个部门、单位的业务活动全部纳入预算管理。

对外担保管理方面，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。公司还规定集团所属各子公司（除经营性担保业务的公司外）一律不得对集团外企业提供担保。

对下属子公司管理方面，公司结合监管机构的要求及管理提升的目标，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。

总体看，公司法人治理结构较为完善，具备较为完备的管理制度体系，各项制度可执行性强，整体运作规范，有利于促进经营效率全面提升，降低经营风险。

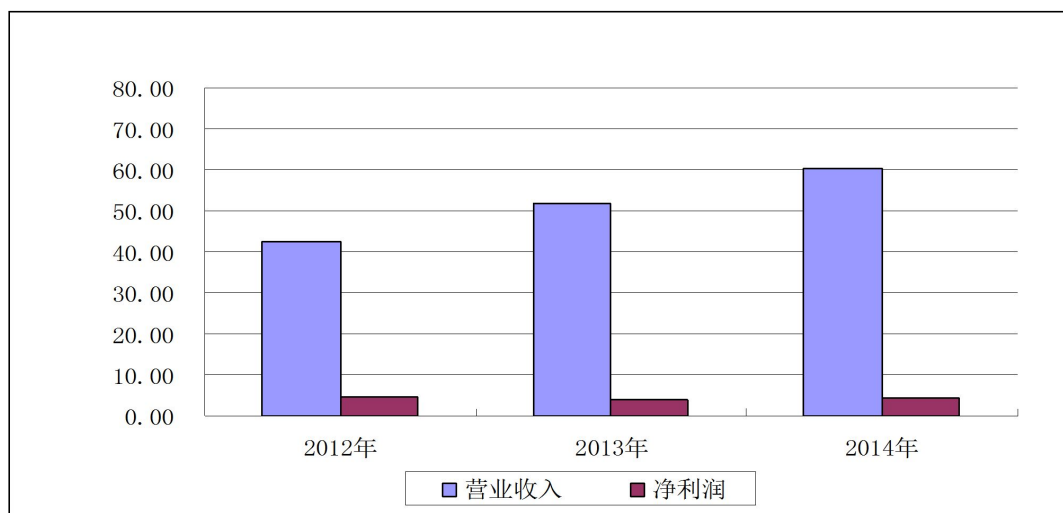
七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事纺织服装产品的生产与销售、房地产开发与经营、类金融服务等经营性板块以及城市基础设施建设等准经营性板块等。公司近三年营业收入和净利润分别复合增长18.99%和复

合减少1.85%，2014年公司分别实现营业收入和净利润60.19亿元和4.36亿元，分别较上年增长16.39%和13.90%，政府补助增加是公司净利润大幅增长的主要原因。

图4 2012~2014年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

近三年公司主营业务情况如下表所示。从业务性质上来看，公司主营业务收入分为经营性业务和准经营性业务等二大类别，经营性业务与准经营性业务占比大致7：3；从主营产品上来看，公司主营业务收入主要集中在纺织服装、房地产、基建、安置房等生产与销售，其中纺织服装业营收占比一直保持在30%以上，毛利率10%左右，而房地产业营收占比逐年攀升至20%左右，毛利率高达30%。近三年公司主营业务收入稳步增长，毛利率保持较高水平，主要得益于公司商品房销售业务规模的不断扩张和盈利能力的持续提升。

表5 2012~2014年公司主营业务情况（单位：万元、%）

| 业务 | 2012年 | | | 2013年 | | | 2014年 | | |
|-------|------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|-------|
| | 营业收入 | 占比 | 毛利率 | 营业收入 | 占比 | 毛利率 | 营业收入 | 占比 | 毛利率 |
| 纺织服装 | 131,459.40 | 31.18 | 14.21 | 218,374.50 | 43.59 | 9.60 | 206,312.30 | 34.70 | 9.24 |
| 商品房销售 | 60,543.00 | 14.53 | 34.62 | 51,820.00 | 10.34 | 32.91 | 113,016.00 | 19.01 | 29.88 |
| 商品销售 | 14,385.33 | 3.41 | 2.59 | 12,837.02 | 2.56 | 1.38 | 20,795.28 | 3.50 | 1.07 |
| 租赁 | 22,447.14 | 5.32 | 71.16 | 22,527.17 | 4.50 | 67.41 | 23,939.92 | 4.03 | 65.59 |
| 拆迁服务 | 697.72 | 0.17 | 100.00 | 714.91 | 0.14 | 85.43 | 864.23 | 0.15 | 46.53 |
| 仓储物流 | 874.30 | 0.21 | 81.86 | 425.97 | 0.09 | 79.40 | 796.84 | 0.13 | 91.77 |
| 贷款 | 9,751.23 | 2.31 | 58.53 | 8,822.90 | 1.76 | 77.38 | 5,810.89 | 0.98 | 85.91 |
| 担保费 | 2,093.50 | 0.50 | 77.96 | 1,757.97 | 0.35 | 58.17 | 2,283.22 | 0.38 | 44.18 |
| 融资租赁 | 365.27 | 0.09 | 100.00 | 4,849.26 | 0.97 | 77.02 | 6,222.17 | 1.05 | 45.80 |

| | | | | | | | | | | |
|--------|-------------|-------------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|
| 准经营性板块 | 工程施工 | 78,146.00 | 18.54 | 10.41 | 67,393.74 | 13.45 | 12.24 | 98,804.58 | 16.62 | 10.53 |
| | 安置房销售 | 69,696.47 | 16.53 | 15.49 | 35,324.94 | 7.05 | 17.40 | 91,827.17 | 15.45 | 13.48 |
| | 土地处置 | 16,692.84 | 3.96 | 66.77 | 55,458.00 | 11.07 | 64.90 | -- | -- | -- |
| | 土地一级开发及良田工程 | 7,192.37 | 1.71 | 100.00 | 12,174.30 | 2.54 | 100.00 | 9,880.46 | 1.66 | 100.00 |
| | 污水处理 | 4,944.21 | 1.17 | 35.26 | 4,809.45 | 0.96 | 36.16 | 4,989.07 | 0.84 | 45.43 |
| | 教学 | 1,145.07 | 0.27 | 46.13 | 1,495.01 | 0.30 | 31.65 | 1,87.90 | 0.32 | 17.99 |
| | 其他 | 1,140.94 | 0.27 | 45.38 | 1,622.83 | 0.32 | 48.82 | 7,097.28 | 1.19 | 86.18 |
| | 合计 | 421,575.10 | 100.00 | 24.95 | 500,948.19 | 100.00 | 26.35 | 594,527.69 | 100.00 | 20.17 |

资料来源：公司提供、联合评级整理。

总体看，商品房销售业务规模的不断扩张带动公司营业收入的增长，同时也有效提升整体毛利水平。

2. 经营性板块

公司经营性板块由控股子公司黑牡丹集团及其下属子公司，以及公司其他全资或控股子公司负责经营，主要涉及业务领域包括纺织服装、房地产、类金融等。

(1) 纺织服装业务

公司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，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。2012~2014年，公司纺织服装业务分别实现营业收入131,459.44万元、218,374.46万元和206,292.76万元，占当年营业总收入比重分别为31.40%、43.66%和34.27%。2015年1~6月，公司纺织服装业务实现营业收入57,088.58万元，毛利润9,505.83万元。

原材料

该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。

从成本的角度来看，棉花是牛仔布主要原材料。分产品来看，棉花占牛仔布生产成本的60%-70%左右；占牛仔服装生产成本的50%左右，棉价波动与公司毛利率的变化密切相关。公司棉花的采购主要有国内采购和进口配额两个渠道，近年棉花采购量维持在1.5至1.8万吨之间，采购价格总体来说低于市价。市场棉花价格的波动对公司生产成本产生了较大的影响，针对棉价波动，公司一方面保证2个月的棉花库存，另一方面尽量利用进口配额，保证原材料的供应。

公司每年都有进口棉花的配额，每年进口配额不定，但波动幅度不大。2012年公司棉花进口配额为7,700吨，超过全年棉花采购量的50%；2013年棉花进口配额6,861吨，占全年棉花采购量的27.66%；2014年棉花进口配额4,015吨，约占全年棉花采购量的52%。公司棉纱的采购则主

要来自江苏、山东和浙江的供应商，采取长期合作关系，供应量能够得到较好的保证。同时，为满足布料的工艺要求，公司部分面纱从美国、巴基斯坦等国家采购。国内采购方面，棉纱采购的结算方式为电汇或支票，账期为一个月，棉花则主要向中国储备棉管理总公司采购国储棉，结算方式为电汇，款到发货；国外采购均为 90 天远期信用证方式结算。

表6 2012~2015年上半年公司纺织服装业务原材料采购量和采购价格情况（单位：吨、元/吨）

| 原材料 | | 2012年 | | 2013年 | | 2014年 | | 2015年1~6月 | |
|-----|------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | | 采购量 | 采购价格 | 采购量 | 采购价格 | 采购量 | 采购价格 | 采购量 | 采购价格 |
| 棉花 | 国内采购 | 3,360.02 | 16,290.07 | 10,440.00 | 16,548.65 | 5,226.62 | 14,629.67 | 6,424.59 | 12,830.48 |
| | 国外采购 | 10,773.97 | 13,575.86 | 14,362.10 | 14,904.96 | 2,608.35 | 13,001.95 | 834.72 | 10,337.69 |
| 原纱 | 国内采购 | 6,681.31 | 23,271.25 | 6,270.62 | 24,650.11 | 5,902.44 | 22,467.91 | 4,645.59 | 20,666.57 |
| | 国外采购 | 1,225.10 | 17,988.66 | 1,041.23 | 17,892.22 | 1,162.23 | 18,498.95 | 248.23 | 13,817.64 |

资料来源：公司提供、联合评级整理。

产品生产

公司牛仔布业务的主要生产流程工艺为：纺纱→整经→染色→分经→浆纱→织造→后整理。公司一直重视技术提升和产品品牌建设，在面料开发、后整理等方面存在明显的技术优势。公司技术装备先进，拥有从美国、比利时、意大利、瑞士、日本、德国等国家引进的气流纺、无梭织机、牛仔布染色线、后整理及服装专用设备。在技术研发方面，公司自主研发成功的“染液组分在线检测和控制系统”等 3 项技术，其中 1 项实用新型专利获专利证书，另 2 项获国家发明专利证书。2012 年以来，公司已新申请专利 18 项目，其中发明专利 6 项，已授权 12 项实用新型专利。由于公司强大的技术实力和与国际知名品牌服装零售企业的长期的合作，使得公司对下游经销商具有一定的议价能力。从结算方式来看，国内销售主要以现金或银行承兑汇票方式结算，一般为款到发货，无账期。国外销售均为信用证方式结算，账期为 90 天。

公司服装业务的细分产品主要包括牛仔裤、牛仔衬衫、牛仔裙、童裤等。服装的加工与生产主要是代工生产，其中 70%是外包生产，30%公司自己生产。近年来，公司先后与常州金乐翔、来安丝路达、南京飓风、江阴丹隆等四个固定的外发加工厂建立稳定合作关系，并与来安丝路达、南京飓风达成了长期合作的协议，对订单全过程外发管理和控制进行了尝试。同时，公司服装业务积极推进自我品牌的创建和实践工作，现已完成了品牌名称、LOGO 方案以及品牌服装的设计和打样工作，并初步与外部品牌策划机构开展了合作探讨。

公司色织布及加工业务主要由子公司常州大德纺织有限公司（以下简称“大德纺织”）经营。色织布在纺织业中的技术含量相对较高，大德纺织从事色织布生产多年，目前产品有粗支色织绒布类，细支薄型类，色织中支类等，在行业内具有较好的知名度。公司针对不同客户的需求，与

客户的开发人员就其产品的特色、质量要求等进行充分沟通，引进相应生产设备、配合开发工作，并引进了 ERP 系统建立全公司的物流、资金流、信息流管理平台，对订单管理、工艺管理、计划排单、手织样管理、样品管理、采购管理进行信息化管理。

表7 2012~2015年上半年公司纺织服装业务经营情况

| 主要指标 | 产品类别 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年1~6月 |
|----------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 生产量 | 牛仔布产量(万平米) | 4,014.40 | 4,080.13 | 3,322.12 | 2,072.15 |
| | 纺纱产量(吨) | 13,229.07 | 13,942.14 | 11,158.56 | 5,837.55 |
| | 服装产量(万件) | 371.24 | 336.12 | 314.94 | 134.50 |
| | 色织布产量(万平米) | 554.63 | 746.34 | 849.02 | 294.07 |
| 销售量 | 牛仔布(万平米) | 3,900.47 | 4,047.59 | 3,328.28 | 1,991.66 |
| | 纺纱(吨) | 13,229.07 | 13,942.14 | 11,273.56 | 5,837.55 |
| | 服装(万件) | 432.15 | 368.32 | 393.65 | 184.36 |
| | 色织布(万平米) | 561.48 | 707.81 | 805.13 | 268.88 |
| 产销率 | 牛仔布(%) | 97.16 | 99.20 | 100.19 | 96.12 |
| | 纺纱(%) | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| | 服装(%) | 116.41 | 109.58 | 124.99 | 137.07 |
| | 色织布(%) | 101.24 | 94.84 | 94.83 | 91.43 |
| 销售收入(万元) | | 131,459.44 | 218,374.46 | 206,292.76 | 57,088.98 |
| 销售成本(万元) | | 112,776.54 | 197,420.31 | 187,232.61 | 47,582.75 |

资料来源：公司提供

注：公司服装销量中部分为委外加工或外部采购，因此出现产销量大于100%的情况。

市场销售

2012年，公司纺织服装板块“大经营平台”建设初步获得成效，以服装带动面料，大力恢复日本市场，积极开拓美国等新兴市场，对外销售快速上升。同时，公司调整新的营销思路，扩大经营范围，纺织品贸易额大幅增长。2013年以来，由于全球经济环境有所好转，订单量增加，带动贸易额大幅增长，导致销售收入持续攀升，而2013年以来毛利率的大幅下降，主要是毛利率较低的纺织品贸易业务大幅增长所致，扣除该部分因素影响后，纺织服装业务毛利率仍稳中有升，其一方面是由于纺织服装行业经营环境有所改善，导致企业利润水平有所提升，另一方面也反映出了公司良好的成本管理能力。

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，其它客户销售占比相对不高。以牛仔布单一产品为例，公司2014年前五大客户销售金额23,344.09万元，占当年销售收入的39.76%，市场集中度较高。

表 8 2014 年公司前五名客户销售情况 (牛仔布)

| 客户 | 销售额 (万元) | 区域分布 |
|-----|-----------|------|
| 客户一 | 9,140.13 | 外销 |
| 客户二 | 6,974.20 | 内销 |
| 客户三 | 2,656.04 | 外销 |
| 客户四 | 2,625.22 | 外销 |
| 客户五 | 1,948.51 | 内销 |
| 合计 | 23,344.09 | - |

资料来源：公司提供

总体看，公司纺织服装业务收入波动增长，并通过积极开拓美国等新兴市场以及有效增加纺织品贸易量，不断巩固和提升盈利水平。

(2) 房地产业务

2012 年以来，公司房地产业务主要开发项目是“绿都万和城项目”，该项目的开发主体是公司控股子公司常州绿都房地产有限公司。2009 年公司全资子公司黑牡丹置业与常州君德投资有限公司一起组建绿都房地产，绿都房地产注册资金 2 亿元，黑牡丹置业占股比 51%，常州君德投资有限公司占比 49%，进行“绿都万和城项目”的合作开发。根据合作协议，在四个会计年度（2010~2013 年）内，黑牡丹置业享有优先分配净利润的权利，即绿都房地产如有可分配的净利润应以现金股利的方式优先分配给黑牡丹置业，每年不超过 1.875 亿元，如果不足 1.875 亿元由常州君德予以补足。上述四个会计年度结束后，项目公司的可分配净利润总额在黑牡丹置业按其出资比例 51% 分配了 7.5 亿元，常州君德投资有限公司按其出资比例 49% 分配了 7.2 亿元的情况下，若仍有净利润余额可供分配，则余额部分原则上按照双方享有的股权比例进行分配。

2012 年，公司实现商品房销售收入 60,543.30 万元，主要是子公司常州绿都房地产有限公司开发的“绿都万和城项目”一期项目的销售收入；2013 年，公司实现商品房销售收入 51,820.27 万元，由于商品房开发建设的周期性，同比略有下降；2014 年，公司实现商品房销售收入 113,016.36 万元，同比增幅较大，主要是绿都万和城 03 地块交付。截至 2015 年 6 月底，公司主要已完工项目及销售情况如下表所示：

表 9 2015 年 6 月底主要已完工项目及销售情况 (单位：万元、m²、万元/m²)

| 项目主体 | 项目名称 | 项目类别 | 本年商品房新签销售合同情况 | | |
|-------|-------|-------|---------------|-----------|------|
| | | | 销售额 | 销售面积 | 销售均价 |
| 绿都房地产 | 08 地块 | 普通商品房 | 668.48 | 737.12 | 0.91 |
| 绿都房地产 | 03 地块 | 普通商品房 | 2,529.60 | 3,839.83 | 0.66 |
| 绿都房地产 | 05 地块 | 普通商品房 | 10,157.92 | 14,990.32 | 0.68 |
| 绿都房地产 | 04 地块 | 普通商品房 | 49 | 12.14 | 4.04 |

| | | | | | |
|------|------|-------|---|---|----|
| 牡丹广景 | 东城明居 | 普通商品房 | 0 | 0 | -- |
|------|------|-------|---|---|----|

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月，公司在建项目主要有绿都万和城 01 地块和苏州丹华君都，基本情况如下表所示：

表 10 2015 年 6 月底主要在建项目情况（单位：万元、m²）

| 项目主体 | 项目名称 | 建筑面积 | 总投资 | 已投资 | 未来预计投资金额 | | |
|-------|-------|---------|---------|-----------|----------|--------|--------|
| | | | | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
| 绿都房地产 | 01 地块 | 602,074 | 234,071 | 82,654.92 | 24,788 | 50,000 | 50,000 |
| 牡丹广景 | 丹华君都 | 101,700 | 165,000 | 115,884 | 22,528 | 14,000 | 8,000 |

资料来源：公司提供

未来，公司将继续开发绿都万和城项目和新建牡丹欣悦湾项目。其中，绿都万和城项目位于常州市新北区龙江路以东、龙城大道以南、长江路以西、飞龙南路以北，项目用地 292,879m²，总建筑面积 972,493m²，用途为普通住宅及商铺；牡丹欣悦湾项目东临常州天合光能国际学校，西至新藻江河，北起辽河路，南至千岛湖路，项目规划用地 85,417m²，总建筑面积 223,063m²，用途为普通住宅及商铺。

总体看，房地产业务大幅增长，未来随着新项目的陆续推出，公司商品房销售规模和盈利能力仍将持续稳定增长。

（3）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。2012~2014 年，公司商品销售业务实现销售收入 1.44 亿元、1.29 亿元和 2.08 亿元，分别占当年营业总收入的 3.41%、2.56%和 3.50%。由于该业务不涉及生产环节，且营收占比和毛利率水平极低，对公司整体盈利状况影响甚微。

（4）租赁业务

目前公司租赁业务收入主要来自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。其中绿化资产租赁收入目前主要来自于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，预计年租金收入约 2 亿元。2012~2014 年和 2015 年 1~6 月实现绿化租赁收入分别为 18,842.35 万元、18,015.77 万元、17,727.79 和 8,387.40 万元，收入稳定。

公司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国展资产经营公司所持有的物业及出口加工区标准厂房，合计平均出租率为 61%。2012~2014 年及 2015 年 1~6 月，房产租赁实现收入分别为 3,555.87 万元、3,864.84 万元、6,212.13 万元和 3,548.04 万元，收入稳中有升。

总体看，租赁板块业务收入稳定增长，未来随着现有资产出租率和出租价格的提高以及新增物业的陆续投入，公司租赁业务收入规模仍有一定的增长空间。

（5）类金融业务

公司类金融业务旨在建立科技与金融对接的公共服务平台。通过有效集成担保、创投、小贷、融资租赁、保险、银行等各类金融资源，为区域内的企业提供从创业到上市，跨域资金市场到资本市场的混业金融服务；同时引进并整合产权交易所、会计、评估、律师、咨询等专业中介机构，健全投融资服务供应链，不断完善风险资金的退出机制。目前，公司类金融业务增长较快，有望成为未来的重要收益来源。

公司从事类金融业务的主要子公司有：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”）、顺泰融资租赁(常州)有限公司（简称“顺泰租赁公司”）、常州和泰股权投资有限公司（简称“和泰投资公司”），公司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人民币产业基金。

恒泰担保公司成立于 2004 年 6 月，该公司主营业务是为中小企业提供融资性担保服务，收取担保服务费，同时利用公司自有资金及客户的保证金获得金额较高的资金收益。截至 2014 年底，恒泰担保已累计为 674 家企业提供 2,170 笔担保业务，累计担保额达 89.76 亿元。截至 2014 年底，恒泰担保总资产 33,407.08 万元，总负债 10,895.92 万元，所有者权益 22,511.16 万元；2014 年实现营业收入 1,441.03 万元，净利润 716.29 万元。截至 2015 年 6 月底，恒泰担保总资产 33,532.04 万元，总负债 10,903.58 万元，所有者权益 22,628.46 万元；2015 年 1~6 月实现营业收入 723.38 万元，净利润 117.29 万元。

鸿泰科贷公司成立于 2011 年 9 月，首期注册资本 2.5 亿元人民币，是常州国家高新区首家同时经营小额贷款和创业投资业务的企业小额贷款公司。截至 2014 年底，鸿泰科贷公司总资产 44,202.66 万元，总负债 8,378.08 万元，所有者权益 35,824.58 万元；2013 年实现营业收入 6,031.14 万元，净利润-558.63 万元。截至 2015 年 6 月底，鸿泰科贷总资产 41,237.05 万元，总负债 5,471.35 万元，所有者权益 35,765.7 万元；2015 年 1~6 月公司实现营业收入 1,917.52 万元，净利润-58.88 万元，亏损主要由于出于稳健原则，按规定计提贷款损失准备所致。

和泰投资公司开展对外投资业务，依靠对成长性较好的企业进行股权投资增值及获取投资收益实现资本增值。2010 年相继成立了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基金公司。截至 2011 年底，和泰投资公司实际出资达 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。截至 2014 年底，和泰投资公司资产总额 59,110.79 万元，所有者权益 59,093.68 万元。2014 年实现主营业务收入 5.00 万元，净利润 434.75 万元，营利的主要原因是取得投资收益 643.55 万元。截至 2015 年 6 月底，和泰投资资产总额 60,995.89 万元，所有者权益 59,164.8 万元；2015 年 1~6 月实现主营业务收入 9 万元，实现净利润 71.12 万元。

顺泰租赁公司成立于 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 4,999 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。顺泰租赁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。截至 2014 年底，顺泰租赁公司资产总额 85,458.41 万元，所有者权益 35,014.01 万元。2014 年实现主营业务收入 6,222.17 万元，净利润 1,826.66 万元；截至 2015 年 6 月底，顺泰融资租赁资产总额 85,507.57 万元，所有者权益 33,561.33 万元；2015 年 1~6 月实现主营业务收入 4,409.93 万元，实现净利润 2,236.99 万元。

对外投资业务由公司本部与和泰投资公司、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 年集团相继成立了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基金公司。到 2014 年底，实际出资达 10.04 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。和泰投资公司以直接参股形式，对常州恒星科技有限公司、常州得一光伏有限公司等高科技公司投资。

总体看，由于类金融业务主要为区域内企业提供企业投融资公共服务，目前业已初具发展规模和具有一定的盈利能力，未来通过有效运营将可成为公司重要的利润来源。

3. 准经营性板块

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

(1) 基础设施建设业务

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

对于工程板块业务，主要由公司下属子公司常州黑牡丹建设投资有限公司经营，其具备二级开发资质。工程施工业务的模式为：黑牡丹建设主要从事新北区市政道路、管道、桥梁等基础设施及商业配套设施的建设开发业务，建设资金由黑牡丹建设负责筹措，项目完工后由新北区政府或其下设机构回购。由于新北区内约 90% 的市政建设项目集中在黑牡丹建设，因此黑牡丹建设在常州新北区地位重要，政府支持力度也比较大。对于黑牡丹建设所进行的基础设施建设项目，新北区政府均采取回购的方式，回购毛利率为 10%。新北区政府会对工程项目进行全程跟踪和审计，由于黑牡丹建设现已经划入上市公司，因此新北区政府会及时偿付工程回购款，工程建设滚动投入得到有力的资金保障。2012~2014 年，公司参与的主要市政工程项目签约情况如下：

表 11 2012~2014 年主要市政工程项目签约情况（单位：万元）

| 年度 | 项目合同名称 | 回购主体 | 合同金额 | 合同类型 |
|------|-------------------|---------------|------------|------|
| 2014 | 项目建设协议书（2014 年计划） | 常州新北区城市管理与建设局 | 140,151.00 | 总承包 |
| 2013 | 项目建设协议书（2013 年计划） | 常州新北区城市管理与建设局 | 155,613.00 | 总承包 |
| 2012 | 项目建设协议书（2012 年计划） | 常州新北区城市管理与建设局 | 145,149.00 | 总承包 |

| 年度 | 项目合同名称 | 回购主体 | 合同金额 | 合同类型 |
|----|--------|------|------------|------|
| | 合计 | - | 440,913.00 | - |

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司与新北区政府签订市政工程项目合同金额分别为145,149.00万元、155,613.00万元和140,151.00万元，三年合计440,913.00万元。公司每个季度会根据已支付工程款加成工程毛利与项目委托单位（主要是新北区建设局）进行结算。

截至2015年6月底，公司主要市政工程施工在建工程总投资110,292.45万元，已投资21,230.00万元，未来有较大的融资需求。目前，在建施工的市政工程情况如下表所示：

表12 2015年6月底公司主要市政工程施工在建项目情况表（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 预计完工时间 | 未来预计投资金额 | | |
|---------------|-------------------|------------------|---------|------------------|------------------|----------------|
| | | | | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
| 新龙湖音乐公园 | 29,928.23 | 1,788.00 | 2015.12 | 7,034.00 | 5,200.00 | 2,500.00 |
| 新龙国际商务城配套道路 | 22,000.00 | 3,158.00 | 2015.6 | 649.00 | 1,000.00 | 1,020.00 |
| 北海中路(龙江路-通江路) | 18,736.00 | 6,110.00 | 2016.12 | 5,384.00 | 2,800.00 | 1,750.00 |
| 嫩江路(龙江路-春江路) | 19,676.35 | 6,010.00 | 2016.12 | 129.00 | 600.00 | 1,470.00 |
| 紫金山路(江堤南) | 5,651.34 | 1,050.00 | 2015.12 | 446.00 | 430.00 | 590.00 |
| 寒山路(新七路-嫩江路) | 6,438.76 | 1,276.00 | 2015.6 | 737.00 | 280.00 | 460.00 |
| 井冈山路(卫东路延伸段) | 7,861.77 | 1,838.00 | 2015.12 | 293.00 | 600.00 | 510.00 |
| 合计 | 110,292.45 | 21,230.00 | - | 14,672.00 | 10,910.00 | 8300.00 |

资料来源：公司提供

对于定向安置房板块业务，主要由公司下属子公司常州黑牡丹置业有限公司开发经营安置房的业务模式为：黑牡丹置业根据新北区政府下达的建设项目计划投资建设安置房及配套设施等工程项目，建成后由项目拆迁主体回购，安置房回购价格采取成本（经审定的工程总造价）加成的方式确定。根据常新财经[2008]005号政府文件，公司安置房回购毛利率为15%。公司近年来主要安置房建设项目签约及回购明细情况如下表：

表13 截至2015年6月底公司主要安置房建设项目签约及回购明细（单位：万元、平方米）

| 项目名称 | 建筑面积 | 总投资 | 完工时间 | 累计回购金额 |
|-----------|---------------------|-------------------|---------|----------------|
| 百草苑 | 471,636 | 121,493 | 2010.4 | 113,393 |
| 祥龙苑 | 202,922 | 61,712 | 2015.5 | 36,736 |
| 百馨苑 | 1,103,535 | 232,873.50 | 2015.12 | 159,138 |
| 富民景园 | 346,432 | 76,864 | 2014.12 | 84,449 |
| 香山欣园 | 344,865 | 88,364 | 2014.10 | 83,128 |
| 新桥商业街 | 177,897 | 62,681 | 2014.10 | 35,185 |
| 合计 | 2,647,287.00 | 643,987.50 | - | 512,029 |

资料来源：公司提供

公司近年来安置房建设销售情况如下表：

表 14 2012~2015 年上半年公司安置房建设销售情况 (单位: 万元、平方米)

| 年度 | 项目 | 开发面积 | 完工面积 | 销售面积 | 销售收入 |
|--------------|-----|---------|---------|---------|--------|
| 2012 年 | 安置房 | 746,216 | 331,205 | 255,106 | 69,926 |
| 2013 年 | 安置房 | 767,324 | 269,158 | 358,229 | 35,325 |
| 2014 年 | 安置房 | 955,598 | 117,800 | 245,447 | 91,827 |
| 2015 年 1~6 月 | 安置房 | 837,798 | 0 | 113,969 | 33,184 |

资料来源: 公司提供

2012 年, 公司安置房开工建设总面积 74.62 万平方米, 实现安置房销售收入为 6.99 亿元。2013 年, 公司安置房开工建设总面积 76.73 万平方米, 实现安置房销售收入为 3.53 亿元。2014 年, 公司安置房开工建设总面积 95.56 万平方米, 实现安置房销售收入为 9.18 亿元。公司的安置房建设规模根据新北区整体建设规划而定, 2014~2015 年计划面积约为 80~100 万平方米, 预计未来几年也将大致保持这种建设规模。

表 15 截至 2015 年 6 月底公司安置房在建项目情况 (单位: 万元、平方米)

| 项目名称 | 项目批文 | 建筑面积 | 总投资 | 已投资 | 完工时间 | 未来预计投资金额 | | |
|----------|---------------------|-----------|---------|------------|---------|----------|--------|--------|
| | | | | | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
| 百馨西苑(续建) | 常开经计 [2007]36 号 | 343,749 | 110,400 | 39,190.58 | 2015.12 | 19,721 | 24,800 | 10,000 |
| 怡景湾 | 常开经计 [2013]450 号 | 157,176 | 98,000 | 42,841.00 | 2016.06 | 15,955 | 23,300 | 7,600 |
| 百馨西苑四期 | 常开经计 [2013]313 号 | 453,257 | 144,850 | 41,288.00 | 2016.06 | 23,922 | 28,200 | 20,000 |
| 合计 | - | 1,039,466 | 399,087 | 123,319.58 | - | 59,598 | 76,300 | 37,600 |

资料来源: 公司提供

根据现有安置房项目的建设进度和回购计划, 公司安置房业务预计 2015~2017 年政府回购款分别为 4.5 亿元、4 亿元和 4 亿元。

(2) 土地处置

2012~2013 年, 因政府规划调整, 公司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 年以来, 公司不再有此业务收入。

(3) 土地一级开发及万顷良田工程

公司的其他业务主要是土地一级开发业务和万顷良田工程业务。2010 年起, 公司开始承担土地一级开发业务和万顷良田工程业务, 其中土地一级开发业务主要是常州北部新城高铁片区土地前期开发项目(简称“北部新城”), 万顷良田工程业务主要是常州市新北区万顷良田建设工程项目(简称“万顷良田”), 该两项业务由公司子公司黑牡丹建设负责具体实施及投入。

公司在北部新城的前期开发业务中采用代建的业务模式, 由公司子公司黑牡丹承担北部新城

地块的前期整理，包括提供技术支持、资金筹集、拆迁安置、土地平整及该地块前期整理和市政配套基础设施等工程手续及工程建设。黑牡丹完成前期整理后，根据委托协议，新北区收储中心负责办理该地块的土地储备手续。从本质上来看，黑牡丹作为该项目的总承包商，只是在收储中心的委托下承担了土地开发前段的土地收购和整理工作，土地开发后段的土地储备工作仍由新北区收储中心承担。黑牡丹具备工程施工所需的相应资质，在该项目的建设过程中合法、合规。土地整理后，政府统一将其纳入土地转让计划，无法针对项目进行一一资金匹配，政府通过财政资金根据协议约定向黑牡丹支付工程款。

公司万顷良田业务的采用代建的业务模式，公司属于总承包商的角色，具体实施中，公司子公司黑牡丹与新北区政府签订委托代建合同或协议，由该公司负责该项目所涉及的拆迁、安置、土地整理及基础设施建设等工作，该项目的建设支出由黑牡丹负责，公司可获得该项目建设成本10%的工程收益，新北区财政局以审计机构审定后的建设成本定期与黑牡丹结算。

截至2015年6月底，公司正在开发建设的北部新城和万顷良田两个项目具体情况如下：

表 16 截至2015年6月底公司北部新城及万顷良田在建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目批文 | 总投资 | 已投资 | 预计完工时间 | 未来预计投资金额 | | |
|----------------------|----------------|---------------|--------------|---------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
| 北部新城一级开发项目 (第一阶段) | 常开经计[2010]129号 | 55.02 | 43.98 | 2014.06 | 1.13 | 8.00 | 8.00 |
| 北部新城一级开发项目 (第二阶段) | 常开经计[2010]129号 | 39.68 | | 2019.02 | | | |
| 万顷良田项目 | 常开经计[2010]33号 | 19.89 | 18.29 | 2013.06 | 0.54 | 0.50 | 0.50 |
| 合计 | - | 114.59 | 62.27 | - | 1.67 | 8.50 | 8.50 |

资料来源：公司提供

注：1、万顷良田项目原计划总投资14.57亿元，目前实际投资金额超过了可研报告的预计总投资额，主要是由于开发范围内的工作量和拆迁成本增加所致。

2、万顷良田项目于2013年6月已完工，但安置工作尚未完成，后续投入主要是安置费及工程尾款。

3、上述项目资本金已全部到位或按照项目进度已逐步到位。

4、公司未来预计投资金额为实际的工程款支付安排，由于工程款支付有账期，故工程完工进度与工程款支付有时滞。

(4) 污水处理

目前公司污水处理主要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。其业务范围包括滨江化工园区化工的污水处理及西夏墅纺织工业园的印染污水及周边孟河、西夏墅等乡镇生活污水的处理。每日污水处理能力达到8万吨，目前化工污水处理费均价为6.96元/吨，纺织印染污水处理费4.5元/吨。每月初，根据客户上月排水量和水质超标情况计算污水处理费和水质超标处理费并开具增值税发票，发票交客户签收后收款，年资金回笼率达到95%以上。2012~2014年及2015年1~6月，公司污水处理收入分别为4,944.21万元、4,809.45万元、4,989.07万元和2,502.03万元，同期年累计处理污水分别为770.03万吨、701.40万吨和534.13万吨。

(5) 其他

保障房建设由公司及其子公司常州国展资产经营有限公司开发经营。在建的保障房项目有青年公寓二期（公共租赁房）及新景花苑（棚户区改造）。保障房投入时计入开发成本科目，竣工验收

收后计入固定资产，处置（政府回购）后净值计入营业外收入。

青年公寓二期项目位于常州市新北区创新大道以西、浏阳河路以北地块，占地面积为 6.6904 公顷，建筑面积 22 万平方米，总投资额概算为人民币 10 亿元，截至 2015 年 6 月底，该工程累计投入 4.2 亿元，完成进度为 42%。此外公司与高新区政府约定在回购协议的 8 年存续期内公司可获得的投资收益为人民币 40,000 万元，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。回购款支付期限为 8 年，从 2015 年开始，在本协议的存续期内每年平均支付 17,500 万元。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。

新景花苑项目共分为三个地块：一期地块东至华山路、南至浊水溪路、西至武夷山路、北至红河路；二期地块东至新龙八路、南至戴墅沟、西至云台山路、北至浊水溪路；三期地块东至云台山路、西至华山路、北至红河路。项目总用地面积 29.7952 公顷，地上总建筑面积 52.9761 万平方米，新景花苑三期建设共有 4,950 户，该项目总投资约 26.75 亿元。截至 2015 年 6 月底，该项目累计投资 19.68 亿元。此外公司与高新区政府约定在回购协议的 8 年存续期内公司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%）。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。回购款支付期限为 8 年，在本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。

表 17 截至 2015 年 6 月底公司保障房项目签约及回购明细（单位：平方米、万元）

| 项目名称 | 建筑面积 | 总投资 | 截至 2015 年 6 月底已投资额 | 完工时间 | 截至 2015 年 6 月底累计回购金额 |
|-----------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------|----------------------|
| 青年公寓二期（公共租赁房）项目 | 220,000.00 | 100,000.00 | 42,000.00 | 2016.12 | 未回购 |
| 新景花苑（棚户区改造）项目 | 529,761.00 | 267,478.15 | 196,800.00 | 2015.12 | 未回购 |
| 合计 | 749,761.00 | 367,478.15 | 238,800.00 | - | - |

资料来源：公司提供

4. 经营关注

由于公司采取以股权资本为纽带的母子公司战略管控型的管理体制，基本不从事具体的生产经营活动，因此公司的经营风险主要集中在资本运营管理方面。

市场竞争的风险

由于纺织业投资少、技术门槛、行业壁垒较低，国内从事纺织服装生产的企业较多，生产能力较大，但由于规模偏小，工艺、技术和装备落后，导致初、粗加工生产能力过剩，产品市场竞争激烈。亚洲地区的一些发展中国家也正因为廉价的资源和劳动力成本抢占国际市场，具有较强的市场竞争力；发达国家则利用高新技术改造传统纺织业，劳动生产率大大提高。这些都致使公司

纺织服装业务面临着激烈的市场竞争。

项目建设的风险

公司主要投资项目集中在基础设施建设项目，总体投资规模大、建设周期长，是受到多方面不可预见因素影响的系统工程。由于投资规模大、施工强度高、建设周期长，对施工的组织管理和物资设备的技术性能要求高，如果工程建设管理中出现重大失误，有可能对项目的按期运营、实现收益产生不利影响。另外，项目建成后，需要进行合理的日常维护管理，以保证正常的运营。意外因素可能会对设施的使用产生影响，从而增加维护成本。

补贴收入占比较高的风险

2012~2014年，公司补贴收入分别为2.12亿元、2.21亿元和3.61亿元，近三年分别占每年利润总额的35.22%、38.17%和61.92%，占比较高。公司补贴收入的主要来源是准经营性业务的经营补贴等，受国家经济政策、地方政府预算收入等影响较大。如果国家整体经济及地方政府财政收入出现较大变化时，将可能影响公司的整体经营和可持续发展。

经营性现金净流量波动较大的风险

2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.54亿元、-6.33亿元和-2.92亿元，整体波动较大，公司经营性业务获现能力有待加强。若在未来数年内，公司经营、筹资和投资所产生的净现金流恶化，将会对公司的持续经营和偿还债务带来不利影响。

未来投资性支出较大的风险

为配合各项战略目标的实现，公司未来三年有多项重大投资处于实施或计划实施过程中，未来随着公司业务规模的扩大，资本支出规模有可能进一步增加，因此资金充裕与否是关系到项目能否及时推进、公司发展战略能否落实到位的关键因素。除了利用经营活动产生的现金流外，公司还需要对外融资。而对外融资可能存在若干不确定因素，包括：公司未来经营状况、财务状况和现金流状况；国内外金融市场的状况；有关融资政策的变化；投资者的信心和需求等。若未来不能取得足够资金支持，则公司业务发展将可能受到不利影响。

5. 经营效率

2013~2014年，公司应收账款周转次数分别为1.12次和0.96次，存货周转次数分别为0.28次和0.30次，总资产周转次数分别为0.15次和0.14次。公司近二年来应收账款周转次数、总资产周转次数均呈现下降趋势，主要是由于总资产和应收账款近年来增幅大于营业收入增幅所致；存货周转次数较上年略有提高，主要是由于加强存货管理和商品房去化率有所提高所致。从纺织服装行业上市公司比较情况看，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于行业偏低水平，主要系公司存在诸多准经营性业务所致，尚存在较大改善空间。

表 18 2014 年公司 与纺织服装行业上市公司经营效率指标比较（单位：次）

| 企业名称 | 应收账款 周转率 | 存货 周转率 | 总资产 周转率 |
|------|-------------|-----------|------------|
| 华纺股份 | 17.56 | 4.16 | 1.18 |
| 新野纺织 | 8.22 | 3.19 | 0.64 |

| | | | |
|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 杉杉股份 | 3.29 | 3.36 | 0.44 |
| 华孚色纺 | 8.81 | 2.29 | 0.73 |
| 常高新集团 | 0.96 | 0.30 | 0.14 |
| 平均 | 7.77 | 2.66 | 0.63 |

资料来源：wind 资讯；常高新集团数据由联合评级整理。

总体看，虽然近年来公司经营效率偏低，但是随着类金融和现代服务业战略转型的成功实施，经营效率指标有望好转。

6. 未来发展

未来五年，公司将计划紧紧抓住国有企业改革的契机，以常州高新区五个“三年行动计划”纲领，做好企业内部产业的转型升级，激发企业活力，提升资产运营效率，提高业务市场化程度，做到城市综合功能开发、纺织服装、类金融、现代服务业等多业务板块齐头并进发展，实现企业效益最大化，持续回报社会、政府和员工。争取到 2018 年，实现公司总资产超 700 亿元，净资产超 300 亿元，实现营业收入超 100 亿元、实现利润总额超 10 亿元。

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2012~2014 年度合并财务报表经华普天健会计师事务所（普通特殊合伙）审计，并出具了三年连审且标准无保留审计意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计准则》及其后颁布和修订的各项具体会计准则等相关规定编制，公司 2015 年上半年财务报告未经审计。截至 2015 年 6 月底，公司纳入合并范围内子公司共计 78 家，近三年公司合并范围变化较大，与 2012 年相比，2013 年公司新增 12 家合并范围子公司，减少 2 家合并范围子公司；与 2013 年相比，2014 年公司新增 5 家合并范围子公司，减少 1 家合并范围子公司；与 2014 年底相比，2015 年 6 月底公司新增 2 家合并范围子公司，减少 2 家合并范围子公司；考虑到公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强，公司合并范围变化见下表。

表19 2013~2015年上半年公司合并范围变化情况（单位：万元）

| 时间 | 变动原因 | 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 |
|--------|------|-----------------|------|------|
| 2013 年 | 投资新设 | 常州民生环境检测有限公司 | 500 | 100% |
| | 投资新设 | 常州常高新博慧教育咨询有限公司 | 800 | 100% |
| | 投资新设 | 常州国栋实业投资有限公司 | 100 | 100% |
| | 投资新设 | 常州国品实业投资有限公司 | 100 | 100% |
| | 投资新设 | 常州国平实业投资有限公司 | 100 | 100% |
| | 投资新设 | 常州国焱实业投资有限公司 | 100 | 100% |

| | | | | |
|--------------|--------|-----------------|--------|------|
| | 投资新设 | 常州国悦实业投资有限公司 | 100 | 100% |
| | 投资新设 | 常州国志实业投资有限公司 | 100 | 100% |
| | 投资新设 | 常州金融科技孵化中心有限公司 | 20,000 | 100% |
| | 投资新设 | 常州科技孵化中心有限公司 | 21,000 | 100% |
| | 投资新设 | 常州牡丹景都置业有限公司 | 7,000 | 100% |
| | 投资新设 | 常州黑牡丹商务服务有限公司 | 500 | 100% |
| | 注销 | 江苏中吴园林科技有限公司 | -- | -- |
| | 注销 | 伟晋有限公司 | -- | -- |
| 2014年 | 本期新设 | 常州维雅时尚商务酒店有限公司 | 100 | 51% |
| | 会计政策变更 | 常州嘉汇物资有限公司 | 500 | 90% |
| | 本期新设 | 常州创源油品经营有限公司 | 300 | 100% |
| | 本期新设 | 常州博久贸易有限公司 | 14,000 | 100% |
| | 本期新设 | 常州博品投资咨询有限公司 | 14,000 | 100% |
| | 注销 | 常州常高新博慧教育咨询有限公司 | -- | -- |
| 2015年 上半年 | 股权注入 | 常州市新北区建设发展有限公司 | 10,000 | 100% |
| | 本期新设 | 黑牡丹纺织有限公司 | 8,000 | 100% |
| | 注销 | 常州博久贸易有限公司 | -- | -- |
| | 注销 | 常州博品投资咨询有限公司 | -- | -- |

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司资产总额448.23亿元，负债合计296.92亿元，所有者权益151.31亿元（归属于母公司所有者权益130.18亿元）。2014年公司实现营业收入60.19亿元，净利润4.36亿元（归属于母公司净利润2.80亿元）；经营活动产生的现金流量净额-2.92亿元，现金及现金等价物净增加额26.43亿元。

截至2015年6月底，公司资产总额473.59亿元，负债合计318.13亿元，所有者权益155.47亿元（归属于母公司所有者权益131.78亿元）。2015年1~6月公司实现营业收入35.28亿元，净利润1.72亿元（归属于母公司净利润1.10亿元）；经营活动产生的现金流量净额-1.67亿元，现金及现金等价物净增加额-7.18亿元。

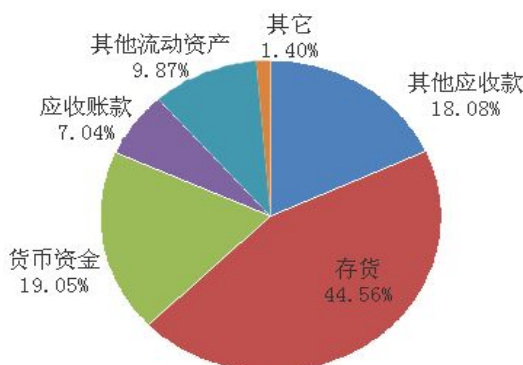
2. 资产质量

随着公司经营规模的扩大，公司资产规模增长较快。截至2014年底，公司资产总额448.23亿元，三年复合增长率19.25%。资产构成中流动资产和非流动资产的占比分别为83.08%和16.92%，流动资产占比较高。

流动资产

截至2014年底，公司流动资产合计372.37亿元，三年复合增长19.53%，主要系货币资金等大幅增长所致。2014年底公司流动资产构成以货币资金（占比19.05%）、其他应收款（占比18.08%）和存货（占比44.56%）为主（见下图）。

图5 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司的货币资金由现金、银行存款和其他货币资金组成。近三年，公司货币资金总额分别为37.58亿元、44.36亿元和70.93亿元，三年复合增长37.38%，其中2014年底公司货币资金较2013年底大幅增长59.88%，主要系公司预计2015年年初资金需求量大，所以在2014年底增大资金存量所致。截至2014年底，公司货币资金共计70.93亿元，其中现金0.01亿元，银行存款66.88亿元，其他货币资金4.04亿元；其他货币资金中2.76亿元系银行承兑汇票保证金，1.28亿元为担保及保函保证金；公司货币资金中受限资金占比为5.70%。

2012~2014年，公司其他应收款账面净额分别为56.65亿元、59.49亿元和67.33亿元，在流动资产中的占比分别为21.74%、18.36%和18.08%，其他应收款三年复合增长率为9.02%，近三年保持稳定增长。截至2014年底，公司其他应收款账面原值为68.01亿元，计提坏账总计0.68亿元；其中单项金额重大且单独计提坏账准备的其他应收款总额为66.64亿元，占其他应收款总额的比例为97.99%，累计计提坏账准备0.33亿元，主要为担保代偿款的坏账计提；以组合形式按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款为1.35亿元，占其他应收款总额的比例为1.99%，其中一年以内占比76.63%，一至三年的占比为2.94%，三年以上的占比为20.43%，累计计提坏账准备0.34亿元。2014年底，公司其他应收款主要是和常州市新北区财政局、常州市新北国土储备中心等单位的资金代垫款、往来款以及土地收储款，其他应收款规模较大，对公司资金形成了一定程度的占用；考虑到公司其他应收款单位大部分为政府及其下属部门，预计可收回比例较高，坏账准备计提较为充分。

公司的存货主要由原材料、库存商品、开发成本和开发产品等构成，2012~2014年，公司存货净额分别为120.95亿元、147.81亿元和165.95亿元，三年复合增长17.13%，公司存货的较快增长主要是公益性项目建设成本和房地产开发成本增加所致。2014年底公司存货中原材料、库存商品、开发成本和开发产品账面余额分别为1.10亿元、1.90亿元、143.77亿元和18.26亿元，在存货中占比分别为0.66%、1.14%、86.23%和10.95%；公司存货中用于抵押的土地使用权账面余额总计55.81亿元。2014年受棉花等纺织材料价格下跌因素影响，公司对其纺织服装类存货计提存货跌价准备0.78亿元。

公司应收账款主要是和常州市新北区城市管理与建设局、常州市新北区春江镇人民政府、常州市新北区财政局、常州孟河镇人民政府等单位的基建项目和安置房回购款。2012~2014年，公司应收账款净额分别为8.95亿元、15.27亿元和26.21亿元，三年复合增长71.13%；公司应收账款规模较小，近三年在流动资产中的占比分别为3.43%、4.71%和7.04%。2014年底，公司应收账款账面

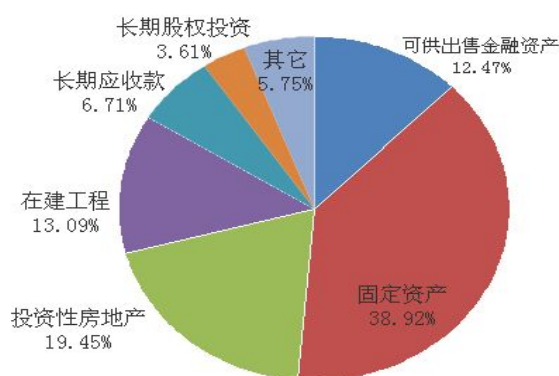
总值为26.54亿元，计提坏账准备总计0.33亿元；其中，单项金额重大且单独计提坏账准备的应收账款总额为24.24亿元，占应收账款总额的比例为91.34%，累计计提坏账准备0.05亿元；以组合形式按账龄分析法计提坏账准备的应收账款额为2.27亿元，占应收账款总额的8.55%，其中一年以内占比为92.25%，一至三年的占比为1.63%，三年以上的占比为6.12%，累计计提坏账准备0.26亿元。由于公司应收账款规模不大，且欠款客户以政府机关、事业单位为主，应收账款回收风险较小。

2012~2014年，公司其他流动资产分别为32.52亿元、31.89亿元和36.75亿元，三年复合增长6.31%。公司其他流动资产主要为北部新城高铁片区土地一级开发委托项目开发成本、新北区万顷良田建设工程委托项目开发成本³以及下属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；2014年底公司其他流动资产较2013年底增长15.23%，主要系当期公司投入开发成本增加所致。

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产合计75.86亿元，较2012年复合增长17.90%；非流动资产构成以可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程为主，具体情况见下图。

图6 2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司可供出售金融资产分别为8.04亿元、8.89亿元和9.46亿元，在非流动资产中的占比分别为14.73%、13.76%和12.47%，三年复合增长8.46%⁴。公司可供出售金融资产主要为对大丰市常州高新区大丰工业园投资开发有限公司、江苏银行等单位的股权投资，截至2015年6月底被投资单位共计33家，公司持股比例均在20%以下。

2012~2014年，公司投资性房地产账面净值分别为6.57亿元、8.79亿元和14.76亿元，三年复合增长49.84%。公司投资性房地产主要为房屋建筑物和土地使用权，采用成本法计量，且近三年未进行减值准备计提。2014年底，公司投资性房地产较2013年大幅增长67.83%，主要系2014年公司购入软件园办公房以及新桥商业街、MINIMALL商业街等房产项目由存货科目完工结转所致；其中房屋建筑物和土地使用权账面净值分别为13.14亿元和1.62亿元，因抵押所有权受限的投资性房

³ 根据公司下属子公司黑牡丹（集团）股份公司分别与常州市新北国土储备中心、常州市新北区人民政府签订的《常州北部新城高铁片区土地前期开发委托合同》和《新北区万顷良田工程建设委托协议》，由黑牡丹集团负责项目前期资金筹集、土地开发整理和工程建设等，在项目完工并结算后再由常州市新北区财政局拨付项目开发建设成本及合同约定的工程收益。由于公司前期的开发支出实际上是一种垫付行为，应作为债权列示，鉴于其具有收益性，为避免在其他应收款列示引起的误导，公司将其在其他流动资产中单独列示。

⁴ 公司自2014年7月1日起，执行修订后的《企业会计准则第2号-长期股权投资》，将持有的不具有控制、共同控制或重大影响且其在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的长期股权投资重分类调整至可供出售金融资产会计科目，并在其三年连审财务报表中对近三年财务数据进行追溯调整。公司原在长期股权投资核算股权投资转至可供出售金融资产列报。

地产账面净值共计0.95亿元。

近三年，公司固定资产呈现小幅波动，分别为28.77亿元、30.23亿元和29.52亿元，年均复合增长1.30%。公司固定资产构成主要为房屋建筑物和机器设备，主要来源为购置、在建工程转入和企业合并增加。截至2014年底，公司固定资产账面余额为39.54亿元，累计计提折旧9.96亿元；其中机器设备账面原值金额占比为15.65%，机器设备平均使用年限较长，设备成新率仅23%。2013年公司出于审慎考虑，对固定资产中部分房产计提了0.05亿元的减值准备，整体看，公司固定资产质量一般。

截至2014年底，公司在建工程账面净值为9.93亿元，主要为园区开发项目和水处理工程项目，近三年公司在建工程呈波动上涨态势，复合增长率为15.24%；其中，2013年底公司在建工程账面净值为7.29亿元，较2012年底下降2.56%，主要系公司部分水处理项目（万绥泵站及管网、孟河泵站及管网）完工结转所致；2014年底公司在建工程较2013年底上增长36.28%，主要是园区开发项目和水处理工程项目投资建设进度加快所导致的。

近三年，公司长期应收款账面净值分别为0.20亿元、5.19亿元和5.09亿元，构成为公司的融资租赁业务应收款；2013年底，公司长期应收款规模大幅增加，主要系公司融资租赁业务规模快速增长所致。从2013年开始，公司对其期末融资租赁款项进行风险类型划分，并以此按照一定的比例关系计提坏账准备；截至2014年底，公司长期应收款账面余额为5.11亿元，风险类型均为正常类，长期应收款坏账准备计提比例为0.5%左右，累计计提坏账准备261.50万元。

公司长期股权投资采用权益法计量；2012~2014年，公司长期股权投资分别为0.80亿元、1.14亿元和2.74亿元，在非流动资产中占比较小。近三年公司积极对常州生物医药孵化器有限公司、常州市高创科技小额贷款有限公司等多家单位进行权益投资，导致公司长期股权投资增速较快，三年复合增长率达85.10%。

截至2015年6月底，公司资产总额为473.59亿元，较年初增长5.66%，资产规模变化较小；公司的资产结构中流动资产占比83.30%，较年初上升0.22个百分点。

总体看，近三年随着公司经营规模的扩大，公司资产规模增长较快，但应收类款项及存货占比较大，流动性较弱，整体资产质量一般。

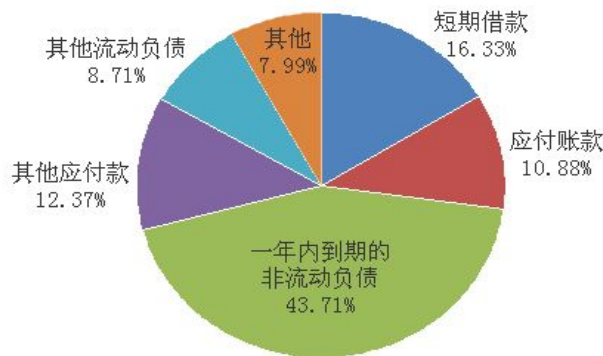
3. 负债和所有者权益

负债

近三年，公司负债总额分别为187.64亿元、238.26亿元和296.92亿元，三年复合增长25.79%，主要系一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券等大幅增加所致。2014年底公司负债总额中，流动负债占比52.57%，非流动负债占比47.43%，流动负债占比较大。

2012~2014年，公司流动负债分别为106.38亿元、112.92亿元和156.08亿元，三年复合增长21.13%，主要是应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。2014年底公司流动负债构成以短期借款（占比16.33%）、应付账款（占比10.88%）、其他应付款（占比12.37%）和一年内到期的非流动负债（占比43.71%）为主，具体情况见下图。

图7 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司短期借款金额分别为32.23亿元、38.88亿元和25.49亿元，三年复合下降11.07%；其中，2014年底公司短期借款较2013年底下降34.44%，主要是当期公司银行保证借款和信用借款规模缩减所致。2014年底公司短期借款中，质押借款占比18.91%，抵押借款占比31.38%，保证借款占比38.85%，信用借款占比为10.86%。

截至2014年底，公司应付账款金额为16.99亿元，主要是应付无锡锡山建筑实业有限公司、江苏龙海建工集团有限公司、江苏宏大建设集团有限公司等单位建设施工款。公司近三年应付账款规模快速增长，平均增长率达92.22%，主要系公司基建业务规模扩大，从施工方取得信用付款额度增加所致。从账龄结构来看，2014年底公司应付账款中，一年以内的占比为87.98%，一至三年的占比为11.52%，三年以上的占比为0.49%。

2012~2014年，公司其他应付款呈波动上涨态势，分别为10.66亿元、20.26亿元和19.31亿元，年均增长率达34.58%；2013年公司其他应付款大幅增长主要系资金往来增加所致。2014年底，公司主要的其他应付款单位主要是新北区财政局、常州君德投资公司、常州市财政局等，其他应付款性质主要是资金暂借款和往来款；从账龄结构看，一年以内的占55.87%，一至三年的占25.51%，三年以上的占18.62%。

公司一年内到期的非流动负债主要由长期借款和应付债券结转而来。2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债分别为43.68亿元、23.29亿元和68.22亿元；其中，2014年底公司一年内到期的非流动负债大幅增加主要由两个因素导致，一是公司长期借款的到期结转，二是公司下属子公司黑牡丹集团2012年度发行的第一期中期票据9亿元（期限3年，到期日为2015年10月）转入所致。

近三年，公司预收账款分别为9.76亿元、11.44亿元和5.77亿元，年均复合下降23.07%。公司预收账款主要是房地产开发项目的预收购房款，2014年底较上年底下降49.53%，主要系绿都房产项目交付结转营业收入所致。公司预收款项大部分账龄在一年以内，占比达87.11%。

2012~2014年，公司其他流动负债余额分比为1.23亿元、4.37亿元和13.59亿元，三年复合增长232.14%；公司其他流动负债主要是短期应付债券、担保赔偿准备、短期责任准备和各类预提费用，2014年底占比分别为73.58%、3.77%、0.41%和22.24%；其中，2014年底公司其他流动负债大幅上涨，主要系当期新增10亿元短期应付债券所致。

截至2014年底，公司非流动负债合计140.84亿元，主要由长期借款和应付债券组成。其中长期借款65.68亿元，三年复合增加20.06%，主要是对银行的质押、抵押、保证和信用借款；长期借款偿还期限方面，预计2016~2019年长期借款还款额度占比分别为40.33%、41.55%、7.00%和

11.11%，期限分布较为集中，未来两年公司长期借款偿付压力较大。

截止2014年底，公司应付债券总额为74.27亿元，主要是公司及其下属子公司近几年发行的企业债、公司债和非公开定向债务融资工具等，债券期限为2~10年，预计未来不存在集中偿付问题，截至2014年底公司应付债券情况见下表。

表20 截至2014年底公司应付债券明细（单位：亿元）

| 项目 | 发行金额 | 发行年月 | 债券期限 | 期末金额 |
|--------------------------|--------------|---------|------|--------------|
| 2007年常高新企业债 | 10.00 | 2007/9 | 10年 | 10.00 |
| 2009年常高新企业债 | 15.00 | 2009/6 | 10年 | 14.77 |
| 2013年常高新企业债 | 16.00 | 2013/3 | 7年 | 16.00 |
| 黑牡丹集团2013年第一期非公开定向债务融资工具 | 5.00 | 2013/5 | 3年 | 5.00 |
| 黑牡丹集团2014年第一期非公开定向债务融资工具 | 2.00 | 2014/8 | 3年 | 2.00 |
| 黑牡丹集团2014年第二期非公开定向债务融资工具 | 5.00 | 2014/10 | 3年 | 5.00 |
| 黑牡丹集团2013年公司债第一期 | 8.50 | 2014/11 | 5年 | 8.50 |
| 常高新2014年第一期非公开定向债务融资工具 | 10.00 | 2014/11 | 2年 | 10.00 |
| 常环保2014年中小企业私募债券 | 3.00 | 2014/6 | 3年 | 2.99 |
| 合计 | 74.50 | -- | -- | 74.27 |

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司有息债务随公司负债规模扩大而逐年上升，三年复合增长率为24.34%；截至2014年底，公司全部债务为245.75亿元，其中短期债务占比43.05%，长期债务占比56.95%，长期债务占比略大。2014年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.24%、61.89%和48.05%，整体的债务负担一般。

截至2015年6月底，公司负债合计318.13亿元，较年初增长7.14%，负债规模进一步提高；其中，短期借款较年初增长12.14%，应付债券余额较年初增长4.08%。2015年6月底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.17%、63.00%和49.00%，较2014年底分别增加0.93、2.09和0.96个百分点。

总体看，公司负债规模逐年增长，整体负债水平适中。公司负债以流动负债为主，长期借款和应付债券规模较大，未来公司存在一定资本偿付压力。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为127.55亿元、150.32亿元和151.31亿元，年均复合增长8.92%；2013年底，由于新北区财政局以现金形式对公司增资20亿元，暂列资本公积科目待日后转入实收资本，导致公司资本公积余额由2012年底的91.59亿元增加至111.82亿元，增长22.10%，同期所有者权益较2012年底增长17.86%。截至2014年底，公司所有者权益合计151.31亿元，其中归属于母公司的所有者权益130.18亿元，归属于少数股东权益21.13亿元；归属于母公司的所有者权益中实收资本占7.72%，资本公积占86.06%，盈余公积占0.22%，未分配利润占5.42%，其他综合收益占0.30%，专项储备占0.28%，所有者权益的稳定性较好。

截至2015年6月底，公司所有者权益（含少数股东权益）为155.47亿元，较年初上涨2.75%，主要来自于资本公积的增加，所有者权益结构较年初变化很小。

总体看，公司所有者权益中实收资本与资本公积占比较高，权益稳定性较高。

4. 盈利能力

2014年公司实现营业收入60.19亿元，近三年复合增长18.99%，主要系公司工程施工、安置房销售和商品房销售等业务规模增长所致。2012~2014年，公司分别实现净利润4.53亿元、3.83亿元和4.36亿元，三年复合增长率为-1.85%，盈利水平呈现波动下滑的态势；由于财务费用的增加，以及当期营业外收入的减少，2013年公司净利润较上年水平大幅下降15.42%。

从期间费用方面来看，近三年公司期间费用分别为6.48亿元、7.82亿元和7.59亿元，2013年增长较快，主要为公司财务费用增加所致。近三年公司财务费用分别为2.73亿元、3.64亿元和3.64亿元，其中2013年较前期增长33.19%，主要是由于公司债务规模的扩大导致利息支出的增加。近三年期间费用占营业收入的比重分别为15.24%、15.12%和12.61%，呈下降趋势。

2012~2014年，公司营业外收入分别为3.57亿元、2.70亿元和4.13亿元，其中政府补助收入分别为2.13亿元、2.21亿元和3.61亿元，体现了常州市新北区人民政府对公司的支持力度；2012年，公司额外获得无形资产处置利得收入1.31亿元⁵，导致当年公司营业外收入较2013年水平偏高。

从盈利指标看，2014年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.44%、2.49%和2.89%，其中总资本收益率和总资产报酬率较去年分别减少了0.21和0.41个百分点，净资产收益率较上年增加了0.14个百分点，公司盈利能力有所下降。

2015年1~6月，公司实现营业收入35.28亿元，营业利润-0.22亿元，净利润1.72亿元；由于当期公司商品房未实现集中交付结转，导致2015年上半年公司利润实现水平不高。

总体看，公司整体盈利水平不高，且对政府财政补助存在一定程度依赖。

5. 现金流

从经营活动看，公司近三年经营活动的现金流净额分别为0.54亿元、-6.33亿元和-2.92亿元，经营活动现金流情况存在较大波动。近三年公司经营活动现金流入总额分别为67.43亿元、72.31亿元和54.37亿元，2014年较前期大幅下降24.81%，主要系政府补贴款和往来款、以及土地一级开发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%所致。2012~2014年公司经营活动现金流出总额分别为66.89亿元、78.63亿元和57.29亿元，由于公司基建和保障房项目集中开发，公司垫付的工程建设款项增多，2013年公司购买商品、接受劳务支付的经营性现金流出大幅增长，导致当年公司经营活动现金流净额呈大幅流出状态，预计未来随着代建项目的完工结算以及政府回购款支付入账，公司经营活动现金流将会得到一定的改善。公司2012~2014年的现金收入比分别为98.23%、91.30%和68.34%，整体呈下降趋势，收入实现质量一般。

近三年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-9.09亿元、-25.43亿元和-6.28亿元，均呈现现金净流出状态。2013年公司投资活动现金流净流出规模大幅增加，主要是公司大量购买土地，导致当期在购建固定资产、无形资产和其他长期资产上支付的现金流出大幅增长所致。

从筹资活动上看，2012~2014年，公司产生的现金流净额分别为6.61亿元、40.34亿元和35.63亿元。2013~2014年公司通过借款获得资金规模快速增长，导致近两年筹资活动现金流入较2012年大幅提升。近三年公司偿还债务支付现金呈波动态势，分别为88.00亿元、138.42亿元和78.44亿元。

⁵ 2011年5月15日，公司下属子公司黑牡丹集团第五届二十次董事会会议审议通过《关于成立黑牡丹天宁科技园暨将黑牡丹纺织工业园进行转型升级的议案》，同意黑牡丹集团根据产业转型升级的需要，调整目前主要生产基地的规划，与天宁区政府共同建设黑牡丹天宁科技园（以下简称“园区”）。根据园区规划与建设的需要，为了使园区开发建设符合国家相关土地管理要求，常州市土地收购储备中心拟将位于园区的部分土地和地上附着物进行收储。经黑牡丹集团第六届二次董事会批准，黑牡丹集团与土地收储中心签署了《常州市国有土地使用权收购协议》，本次土地出让实现的收益为13,129.88万元。

2015年1~6月，公司经营活动现金净流出1.67亿元；投资活动现金净流出9.63亿元；筹资活动净流入4.07亿元。

总体看，目前公司现金流量规模较大，收入实现质量一般；公司经营活动产生的现金流不能满足企业运营发展需要，公司对外融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着公司经营规模的扩大，以及借款等融资资金的到位，公司流动资产增长很快，2012~2014年，公司流动比率分别为2.45倍、2.87倍和2.39倍，速动比率分别为1.31倍、1.56倍和1.32倍；2013年公司流动比率与速动比率较上一年有所提升，主要系公司预付款项和存货大幅增加所致，公司资产流动性一般；2014年，公司流动比率和速动比率较前一年出现一定程度下降，主要系当期一年内到期的非流动负债大幅增加所致。2012~2014年，公司现金短期债务比分别为0.49倍、0.70倍和0.67倍，近两年公司现金类资产对短期债务覆盖能力有所提升，公司短期偿债能力增强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA分别为10.27亿元、11.86亿元和12.35亿元，EBITDA利息保障倍数分别为1.58倍、1.46倍和1.27倍，公司的EBITDA全部债务比分别0.06倍、0.06倍和0.05倍；随着公司债务规模和资金成本的增长，近三年公司EBITDA利息保障倍数和EBITDA全部债务比有所下降。未来随着债务规模以及资金成本的持续增加，公司长期偿债压力仍将持续，但公司作为常州市新北区人民政府下属的国有独资公司和区内最主要的建设主体，在新北区基础设施建设方面拥有垄断地位，其偿债信誉等方面有较强保障。

银行授信方面，截至2015年6月底，银行授信总额114.13亿元，已使用77.28亿元，间接融资渠道畅通；此外，截至2015年6月底，已发行债券累计总额128.5亿元，直接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至2015年6月底，公司合并口径下对外担保余额为70.39亿元，占净资产总额的45.28%，对外担保比例较高。公司对外担保单位主要为常州城市建设集团有限公司、龙城旅游控股集团有限公司、常州环球恐龙城实业有限公司等单位，具体情况见附件2；目前被担保单位均正常运作。公司对外担保整体规模较大，有一定的或有负债风险。

过往债务履约方面，根据中国人民银行企业征信报告（银行版，机构信用代码G10320411004659406），截至2015年7月29日，公司无未结清不良类及关注类信贷，已结清信贷信息中有10笔关注类贷款（根据相关机构提供说明，公司未发生信贷逾期情况）。

截至2015年6月底，公司不存在未决重大诉讼及其他或有事项。

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

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前负债的影响

截至2015年6月底，公司全部债务为264.65亿元。本次拟发行债券规模不超过10亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较小，对公司负债结构影响有限。

以2015年6月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.85%、63.86%和50.62%，较本次发债前分别提高了0.68、0.86和1.62个百分点，债务负担进一步加重。

2. 本次债券偿债能力分析

以2014年底的财务数据为基础，公司2014年EBITDA为12.35亿元，为本次债券发行额度（10亿元）的1.24倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度一般。公司2014年经营活动产生的现金流入54.37亿元，为本次债券发行额度（10亿元）的5.44倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较好。

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

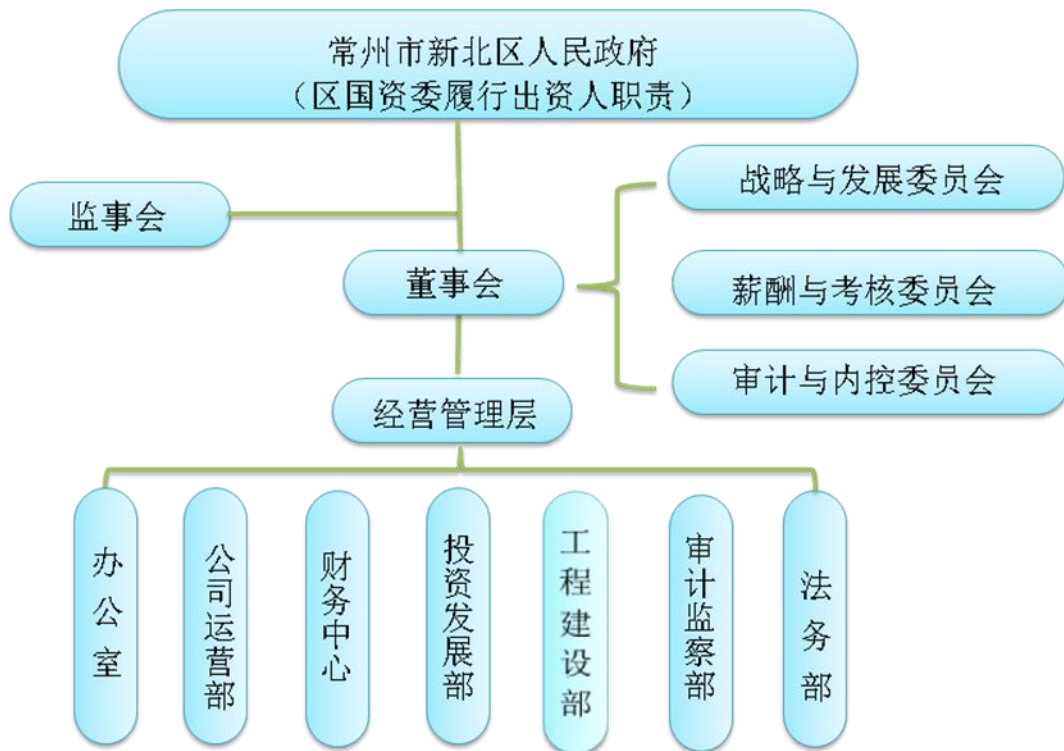
十、综合评价

公司作为常州市新北区建设的核心主体，总资产及所有者权益逐年增长，经营性业务发展稳定，并在项目来源、政府支持、外部环境等方面具有明显优势。但同时，联合评级也关注到公司对外担保金额和其他应收款规模较大等不利因素对公司信用状况所带来的影响。

未来，随着公司纺织服装板块产销量规模的不断增长、房地产板块各产品线的稳步发展，以及类金融板块业务规模的大幅提升，公司经营性业务收入有望持续扩张，进而带动公司整体盈利能力显著改善。同时，随着区域经济的发展，常州市新北区财政实力有望进一步充实，财政对公司准经营性业务的支持将有效提升公司偿债能力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件1 公司的组织结构图



附件2 常高新集团有限公司对外担保明细

| 被担保人 | 担保权人 | 担保余额（万元） | 担保期限 | |
|-------------------|-----------|-------------------|------------|------------|
| | | | 起 | 止 |
| 常州城市建设集团有限公司 | 国开行 | 11,400 | 2008/12/31 | 2018/12/28 |
| 常州城市建设集团有限公司 | 中行 | 31,250 | 2009/3/30 | 2018/4/1 |
| 常州城市建设集团有限公司 | 恒丰银行 | 30,400 | 2015/5/29 | 2016/5/29 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 中信银行 | 40,000 | 2014/1/22 | 2016/1/21 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 招行 | 20,000 | 2014/1/6 | 2016/1/5 |
| 常州恐龙谷温泉有限公司 | 建行新区支行 | 30,000 | 2011/2/25 | 2016/2/14 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 厦门银行 | 2,000 | 2013/9/8 | 2016/3/27 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 上海银行 | 10,000 | 2014/2/5 | 2016/2/4 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 华夏银行 | 8,000 | 2013/11/21 | 2015/11/20 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 浦发银行 | 8,000 | 2015/4/9 | 2016/4/9 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 恒丰银行 | 10,000 | 2014/1/25 | 2016/1/24 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 进出口银行（银团） | 85,000 | 2013/4/30 | 2021/4/29 |
| 龙城旅游控股集团有限公司 | 民生银行 | 20,000 | 2015/5/14 | 2016/5/14 |
| 常州环球恐龙城实业有限公司 | 工商银行 | 40,000 | 2009/11/9 | 2018/12/21 |
| 龙城生态建设有限公司 | 建行新区支行 | 48,000 | 2013/1/22 | 2018/1/21 |
| 龙城生态建设有限公司 | 建行 | 10,000 | 2014/2/7 | 2016/2/6 |
| 新长江投资有限公司 | 新区建行 | 58,000 | 2009/2/12 | 2015/9/22 |
| 新长江投资有限公司 | 江南银行 | 18,000 | 2012/3/29 | 2019/1/17 |
| 常州金沙混凝土有限公司 | 恒丰银行 | 3,300 | 2014/9/23 | 2015/9/22 |
| 常州投资集团有限公司 | 农行 | 8,000 | 2015/3/23 | 2016/3/22 |
| 常州市运河西港港口投资发展有限公司 | 恒丰银行 | 6,000 | 2014/2/26 | 2016/2/26 |
| 常州录安洲长江码头有限公司 | 恒丰银行 | 5,000 | 2015/5/31 | 2016/5/30 |
| 常州清洋港口开发有限公司 | 广发银行 | 3,000 | 2015/6/24 | 2016/6/23 |
| 常州清洋港口开发有限公司 | 招商银行 | 5,000 | 2015/6/28 | 2016/6/25 |
| 溧阳市城市建设集团有限公司 | 企业债 | 120,000 | 2011/11/8 | 2018/11/7 |
| 常州龙虎塘资产经营有限公司 | 浦发银行 | 5,000 | 2014/12/17 | 2016/1/3 |
| 常州龙虎塘综合市场公司 | 浦发银行 | 5,000 | 2014/9/12 | 2015/9/11 |
| 常州新桥投资实业总公司 | 江苏银行 | 5,000 | 2014/12/25 | 2016/2/4 |
| 常州新桥投资实业总公司 | 招商银行 | 4,000 | 2014/10/16 | 2016/2/1 |
| 常州龙虎实业总公司 | 江苏银行 | 3,000 | 2015/1/30 | 2016/1/30 |
| 孟河齐梁建设发展有限公司 | 江苏银行 | 3,000 | 2015/3/18 | 2016/3/17 |
| 常州新桥投资实业总公司 | 中信银行 | 3,500 | 2015/2/4 | 2016/2/5 |
| 常州新桥投资实业总公司 | 广发银行 | 2,000 | 2015/2/21 | 2016/2/21 |
| 常州新航建设有限公司 | 光大银行 | 25,000 | 2015/1/15 | 2019/12/25 |
| 常州新航建设有限公司 | 建设银行 | 10,000 | 2015/5/29 | 2016/5/29 |
| 常州高新纺织园有限公司 | 华夏银行 | 4,000 | 2015/1/23 | 2016/1/23 |
| 常州薛家工业园发展有限公司 | 江苏银行 | 4,000 | 2014/12/19 | 2015/12/24 |
| 合计 | | 703,850.00 | | |

附件3 常高新集团有限公司 主要计算指标

| 项目 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年6月 |
|------------------|--------|--------|--------|---------|
| 资产总额(亿元) | 315.19 | 388.59 | 448.23 | 473.59 |
| 所有者权益(亿元) | 127.55 | 150.32 | 151.31 | 155.47 |
| 短期债务(亿元) | 78.86 | 64.37 | 105.80 | 115.26 |
| 长期债务(亿元) | 80.09 | 124.53 | 139.95 | 149.39 |
| 全部债务(亿元) | 158.95 | 188.90 | 245.75 | 264.65 |
| 营业收入(亿元) | 42.51 | 51.72 | 60.19 | 35.28 |
| 净利润(亿元) | 4.53 | 3.83 | 4.36 | 1.72 |
| EBITDA(亿元) | 10.27 | 11.86 | 12.35 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 0.54 | -6.33 | -2.92 | -1.67 |
| 应收账款周转次数(次) | -- | 1.12 | 0.96 | -- |
| 存货周转次数(次) | -- | 0.28 | 0.30 | -- |
| 总资产周转次数(次) | -- | 0.15 | 0.14 | -- |
| 现金收入比率(%) | 98.23 | 91.30 | 68.34 | 77.03 |
| 总资本收益率(%) | -- | 2.65 | 2.44 | 0.43 |
| 总资产报酬率(%) | -- | 2.91 | 2.49 | 0.51 |
| 净资产收益率(%) | -- | 2.76 | 2.89 | 1.12 |
| 营业利润率(%) | 21.82 | 23.80 | 14.34 | 14.08 |
| 费用收入比(%) | 15.24 | 15.12 | 12.61 | 14.74 |
| 资产负债率(%) | 59.53 | 61.32 | 66.24 | 67.17 |
| 全部债务资本化比率(%) | 55.48 | 55.69 | 61.89 | 63.00 |
| 长期债务资本化比率(%) | 38.57 | 45.31 | 48.05 | 49.00 |
| EBITDA利息倍数(倍) | 1.58 | 1.46 | 1.27 | -- |
| EBITDA全部债务比(倍) | 0.06 | 0.06 | 0.05 | -- |
| 流动比率(倍) | 2.45 | 2.87 | 2.39 | 2.35 |
| 速动比率(倍) | 1.31 | 1.56 | 1.32 | 1.36 |
| 现金短期债务比(倍) | 0.49 | 0.70 | 0.67 | 0.61 |
| 经营现金流动负债比率(%) | 0.51 | -5.60 | -1.87 | -1.00 |
| EBITDA/本次发债额度(倍) | 1.03 | 1.19 | 1.23 | -- |

注：2015年半年度相关指标未年化。

附件 4 发行人有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|--|
| 增长指标 | |
| 年均增长率 | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转次数 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100% |
| 总资产报酬率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2] ×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | (主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | (营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100% |
| 费用收入比 | (管理费用+营业费用+财务费用+勘探费用)/营业收入×100% |
| 财务构成指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/(长期债务+所有者权益)×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 本次债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本次债券发行额度 |
| 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/本次债券发行额度 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本次债券发行额度 |

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 常高新集团有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年常高新集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

常高新集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。常高新集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注常高新集团有限公司的相关状况，如发现常高新集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如常高新集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至常高新集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送常高新集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年一月六日