



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪213号

黑牡丹（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“黑牡丹（集团）股份有限公司2013年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月十五日

2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	黑牡丹（集团）股份有限公司		
发行规模	不超过人民币 17 亿元		
债券期限	5 年期 8.5 亿元： 2014/10/29-2019/10/29；		
上次评级时间	2015/5/14		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

黑牡丹	2013	2014	2015	2016.Q
所有者权益（亿元）	47.96	49.97	69.79	70.44
总资产（亿元）	144.85	160.34	183.92	180.32
总债务（亿元）	69.26	79.91	78.93	76.56
营业总收入（亿元）	45.57	52.75	43.23	14.80
营业毛利率（%）	22.50	16.71	17.74	14.88
EBITDA（亿元）	7.31	5.56	5.61	--
所有者权益收益率	8.93	6.52	4.70	-
资产负债率（%）	66.89	68.84	62.05	60.94
总债务/EBITDA（X）	9.48	14.38	14.08	--
EBITDA 利息倍数（X）	2.31	1.74	1.69	--

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、将2014年财务报告、2015年财务报告及2016年一季度报表里其他流动负债中的短期债务调整至一年内到期流动负债科目；
3、将2014年财务报告、2015年财务报告和2016年财务报表里其他非流动负债中的股权信托融资调整至长期借款科目。
4、公司2016年1季度报表未经审计

分析师

崔启泰 qycui@ccxr.com.cn

陈彦 ychen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月15日

基本观点

黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）所处新北区经济财政实力良好，城镇化建设业务收益水平稳定和纺织服装业务竞争优势明显。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，2015 年公司营业收入规模下降；城镇化建设业务受区政府财政实力、房地产调控政策及市场景气度影响较大等因素可能对公司整体经营及信用状况造成的影响。

综合以上分析，中诚信证评维持黑牡丹主体信用级别 AA，评级展望为稳定，维持“2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第一期）”信用级别稳定。

正 面

- 区域经济稳步发展，财政实力不断增强。2015 年新北区 GDP 为 1,050.12 亿元，同比增长 10.7%，约占当年常州市 GDP 的 19.9%；同期，区地方一般预算收入为 97.59 亿元，同比增长 7.5%。新北区经济综合实力稳步攀升，已成为常州市主要的经济增长点。
- 城镇化建设业务发展态势良好，收益水平稳定。作为新北区城市综合开发建设的重要主体，公司在区政府大力支持下，先后承接了基础设施建设工程、安置房建设、土地一级开发、万顷良田工程等多个项目，项目主要由区政府以确定的投资回报比率回购，收益水平稳定。
- 作为牛仔布行业龙头企业之一，公司纺织服装业务具有明显的竞争优势。公司是国内最早从事牛仔布生产的企业之一，产品种类齐全，市场知名度高，在规模、生产技术、质量和品牌等方面具有明显的竞争优势。

关 注

- 业务规模缩减。受全球经济复苏迟缓和国内外棉花差价缩小的影响，2015 年公司的纺织品贸易业务规模减少；同时，因受房地产开发周期影响，2015 年公司商品房销售收入下降，使得当年公司整体业务规模缩减。
- 公司城镇化建设业务现金回收速度及业务规模与新北市财政实力、房地产调控政策及市场景气度等具有很强的相关性，中证评将对其予以持续关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

常州市经济发展概况

近年来常州市经济总量持续增长，综合实力稳步攀升。2015 年常州市实现地区生产总值（GDP）5,273.2 亿元，按可比价计算增长 9.2%。固定资产投资方面，2015 年常州市完成全社会固定资产投资 3,399 亿元，同比增长 6.7%，其中，工业投资保持稳定增长，全年完成投资 1,756.1 亿元，同比增长 6.5%。

目前，常州市逐步形成了以农机制造业、输变电设备制造业、汽车及配件制造业、新型纺织服装业四大支柱产业为龙头的产业格局。金融危机以来，受出口下滑和国内经济增长放缓的影响，传统制造业受到一定程度的冲击。面对新的经济形势，常州市加快转变经济发展方式，加快转型创新步伐，不断促进产业结构优化升级。

总体而言，作为长三角地区重要的城市之一，常州市拥有较好的区位优势，其经济实力的不断增强和固定资产投资力度的加大，为常州市城市基础设施建设发展提供了良好的外部条件。

常州市新北区经济财政概况

自建区以来，新北区政府通过大力实施“国际化带动、城市化推进、科技兴区、区乡共同发展和可持续发展”五大战略，使区内经济发展保持了良好的增长态势，近年来全区 GDP、固定资产投资、财政总收入及企业的销售总收入等主要经济指标均保持了较快的增长速度。2015 年新北区 GDP 为 1,050.12 亿元，同比增长 10.7%，约占当年常州市 GDP 的 19.9%；全社会固定资产投资为 783.3 亿元，同比增长 4.3%。新北区已成为常州市主要的经济增长点、对外开放的重要区域以及最大的高新技术辐射源和产业化基地，在江苏省省级以上开发区综合排名名列第 3 位。产业结构方面，新北区产业结构在调整优化中逐步升级，三次产业结构由 2014 年的 1.7:56.7:41.6 优化为 2015 年的 1.7:53.8:44.5。

在经济快速发展的同时，新北区财政实力也不断提升。2015 年，新北区实现地方一般预算收入 97.59 亿元，同比增长 7.5%；其中增值税、营业税

和企业所得税收入合计占比为 52.27%，占常州市一般预算收入比例的 20.93%，占江苏省一般预算收入比例的 3.60%。

表 1：2013~2015 年新北区地方财政收支情况

单位：亿元

	2013	2014	2015
财政总收入	189.86	268.45	205.32
地方一般预算收入	83.49	89.32	97.59
基金预算收入	41.67	111.94	36.63
其中：土地出让金	39.90	105.07	35.68
转移支付	10.29	10.65	16.4
财政总支出	91.90	166	101.66
地方一般预算支出	50.24	54.59	63.02

资料来源：常州市新北区财政局，中诚信证评整理

2015 年，新北区基金预算收入为 36.63 亿元，同比下降 67.28%。其中国有土地使用权出让金为 35.68 亿元，占新北区财政总收入的比例为 17.38%，系新北区重要财政收入来源。同期，新北区财政总支出和地方一般预算支出分别为 101.66 亿元和 63.02 亿元，其中，一般预算支出主要投向教育、社会保障和就业、城乡社区事务和一般公共服务、科学技术等民生工程。从收支平衡来看，2013~2015 年新北区财政平衡率（一般预算收入/一般预算支出）分别为 166.18%、163.62%、154.86%，财政平衡能力很强。

总体来看，新北区经济发展态势良好，城市化进程稳步推进。区政府财政实力很强，近几年财政收入保持稳步增长的态势；且一般预算收入主要来自税收，结构合理。公司作为新北区城市综合开发的重要运营主体，其业务受区经济实力及财政收支影响较大，快速发展的区域经济及持续增强的财政实力为公司盈利能力提升及债务偿还提供一定支撑。但中诚信证评也关注到土地出让金收入系新北区重要财政收入来源之一，该部分收入易受宏观调控政策的影响而出现波动，从而对财政收入的增长稳定性产生一定影响。

纺织行业

行业概况

近年来，受到内需增长趋缓、生产要素成本持续上升等因素的影响，中国纺织行业进入调整转型

期，增速放缓，企业面临着转型升级的紧迫压力。从生产方面来看，根据国家统计局数据显示，2015年1-12月，规模以上纺织企业工业增加值同比增长6.3%，比上年同期回落0.7个百分点，其中纺织业、服装服饰行业、化学纤维行业增加值同比分别增长7.0%、4.4%和11.2%。从出口方面来看，我国出口总额下降，据海关数据显示，2015年1-12月，我国出口纺织品服装2911亿美元，同比下降4.8%，其中我国纺织品出口1153亿美元，同比下降2.3%，服装出口1759亿美元，同比下降6.4%；出口三大市场分别为美国、欧盟与日本。

从细分行业来看，牛仔产品是棉纺行业的重要组成部分，产品涉及面广。近年来我国牛仔产业发展迅猛，产品结构不断升级，技术装备水平进一步提高，奠定了在国际市场的重要地位。牛仔面料的不断创新在满足各阶层消费者不同需求的同时，也促进了牛仔产业的持续繁荣。目前我国已形成了广东、江苏、山东、浙江四大牛仔布生产省，四大省牛仔布产量占全国总产量的比重超过75%。其中，广东省在开平、大涌、均安、新塘、西樵等地形成了牛仔布、牛仔服装的生产销售聚集地；江苏省牛仔布产量约占全国的1/3左右；山东省牛仔产业的分布则呈企业数量少、单个企业生产规模大的特点，主要分布在邹平、淄博等地区；浙江省牛仔产业的分布主要在杭州、海宁、绍兴、金华等市。

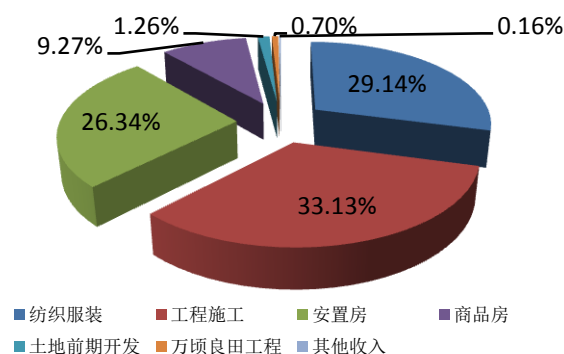
总体来看，随着内需增长趋缓以及生产要素成本上升，中国纺织行业增速放缓，纺织企业面临的生产压力有所加大，拥有完整产业链以及规模优势的企业具有较强的竞争力。

业务运营

2015年，公司实现主营业务收入42.56亿元，同比下降18.16%。其中，纺织业务板块实现收入12.40亿元，同比减少39.88%，主要系毛利较低的色织布及棉花贸易规模下降所致；工程施工、安置房开发销售、万顷良田工程收入分别为14.10亿元、11.21亿元、0.30亿元，分别同比上升了43.02%、22.11%、241.36%；受常州市房地产市场影响，2015年公司商品房销售收入为3.95亿元，同比下降65.08%；土地一级开发项目收入为0.54亿元，同比

下降40.43%，主要系主要系土地开发投资量下降所致。

图1：2015年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

城镇化建设业务

建筑工程施工

公司建筑工程施工业务主要由下属子公司常州黑牡丹建设投资有限公司（以下简称“黑牡丹建设”）负责经营。黑牡丹建设建设项目主要涉及新北区市政道路、管道、桥梁等基础设施。新北区政府每年向黑牡丹建设发出年度建设项目计划，项目建设资金由黑牡丹建设负责筹措，新北区政府或其下设机构在项目完工后进行回购，回购毛利率约为10%。

截至2015年12月31日，黑牡丹建设主要在建项目包括有新龙湖音乐公园、新龙国际商务城配套道路、北海中路（龙江路-通江路）、嫩江路（龙江路-春江路）、紫金山路（S338-江堤南）、寒山路（新七路-嫩江路）和井冈山路（S338-卫东路延伸段）等，计划投资总额合计为11.03亿元，2015年末已投2.77亿元。

表 2：截至 2015 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施项目情况

单位：万元

工程名称	预计完工时间	计划投资总额	已投资额
新龙湖音乐公园	2016.3	29,928.23	3,170.00
新龙国际商务城配套道路	2016.6	22,000.00	3,304.00
北海中路（龙江路-通江路）	2017.6	18,736.00	9,785.00
嫩江路（龙江路-春江路）	2017.12	19,676.35	5,923.00
紫金山路（S338-江堤南）	2016.12	5,651.34	1,784.00
寒山路（新七路-嫩江路）	2016.6	6,438.76	1,725.00
井冈山路（S338-卫东路延伸段）	2016.12	7,861.77	1,990.00
合计		110,292.45	27,681.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

安置房建设

表 3：2013~2015 公司安置房建设销售情况

单位：万平方米、亿元

	2013	2014	2015
开发面积	76.73	95.56	83.78
完工面积	26.92	11.78	34.93
销售面积	35.82	24.54	29.24

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司安置房建设业务主要由下属全资子公司常州黑牡丹置业有限公司（以下简称“黑牡丹置业”）

负责经营。黑牡丹置业根据新北区政府下达的建设项目计划投资建设安置房及配套设施等工程项目，安置房建成后由政府回购，回购毛利率为 15%。

2015 年公司完成安置房销售面积 29.24 万平方米，实现销售收入 11.21 亿元，同比上升 22.11%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司安置房在建项目包括怡景湾（怡盛花园）和百馨西苑四期，计划投资总额约 24.29 亿元，上述项目截至 2015 年末已投入建设资金合计 10.51 亿元。

表 4：截至 2015 年 12 月末安置房在建项目情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	计划投资总额（万元）	计划完工时间	已投资额（万元）
怡景湾（怡盛花园）	15.72	98,000	2016.6	48,294.72
百馨西苑四期	45.33	144,850	2016.6	56,837.58
合计	61.05	242,850	-	105,132.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地一级开发

公司的土地一级开发业务主要为常州北部新城项目的建设，由子公司黑牡丹建设负责经营。为完善常州市交通网络，公司接受常州新北区政府委托，独家负责北部新城高铁片区的开发建设。该项目已于 2010 年 5 月动工，总用地面积约 17.5 平方公里，其中第一阶段开发范围为高铁片区紧邻高铁常州站的高铁核心区，用地面积约为 4.15 平方公里，总投资额约 55 亿元。目前项目正在重点开展拆迁工作，并配合国土部门进行各所属乡镇的土地补偿。截至 2015 年末，北部新城高铁片区土地一级开发完成拆迁面积 128.19 万平方米，已投入资金 44.23 亿元。根据合同约定，公司除可获得土地整理建设成本 10%的工程收益外，未来还可与新北区政府就

授权开发土地的出让净收益按照 50%：50%的比例进行分成。目前受投资量下降影响，2015 年公司累计取得土地一级开发项目收入为 0.54 亿元，同比下降 40.43%。

万顷良田工程

为促进农民居住向城镇集中，实现土地资源节约集约高效利用，江苏省于 2008 年起开始推进“万顷良田建设工程”工作。2010 年 5 月，公司接受常州市新北区政府委托，承担万顷良田建设工程所涉及的拆迁、安置、土地整理及建筑工程施工工作。工程区总面积 15.38 平方公里，计划投资总额 19.89 亿元，截至 2015 年 12 月 31 日，公司已完成万顷良田项目投资 19.24 亿元。根据公司与新北区政府签署的协议，公司可获得项目建设成本 10%的工程

收益。由于项目已进入后期，公司近两年投资规模较小，收入规模有限，2015 年公司获得万顷良田工程收入 0.30 亿元，较上年上升 0.21 亿元。

总体而言，公司作为新北区城市综合开发的重要主体，承担了区内主要道路、桥梁、绿化、安置房等项目的施工建设以及部分土地一级开发工作，考虑到所有项目均由政府回购，收益率确定，且北部新城项目还将取得土地出让净收益分成，因此公司建筑工程施工、安置房建设及土地一级开发业务板块收入较有保障。但中诚信证评也将密切关注北部新城及万顷良田项目的回款进度情况以及房地产调控政策和市场景气度变化对新北区和公司土地出让收益分成产生的影响。

商品房开发

目前公司主要从事绿都万和城项目和苏州工业园区地块的商品房开发业务。截至 2015 年 12 月 31 日，公司在建商品房用地面积为 22.68 万平方米，规划建筑面积为 70.38 万平方米，预计总投资 39.91 亿元，已投资金额为 20.70 亿元。受开发周期变动影响，2015 年公司实现商品房销售收入 3.95 亿元，同比下降 65.08%。

2009 年公司下属子公司黑牡丹置业与常州君德投资有限公司（以下简称“常州君德”）合资组建常州绿都房地产有限公司（以下简称“绿都房地产”）进行绿都万和城项目的合作开发。绿都房地产注册资本 2 亿元，黑牡丹置业持股比例为 51%。根据双方的合作协议，黑牡丹置业享有优先分配净利润的权利。该项目采取滚动开发模式，其中，01 地块于 2013 年 1 月开工建设，计划总投资 23.41 亿元，截至 2015 年末已投入 8.29 亿元，预计可于 2016 年 12 月竣工。

2010 年 11 月，公司以 5.48 亿元竞得苏州市独墅湖东地块（苏州园区地块）的土地使用权，并与上海君地投资集团达成协议，对该地块进行综合开发，建设苏州独墅湖月亮湾项目。该项目位于苏州独墅湖科教创新区月亮湾商业核心地块，项目包括住宅、商业及酒店式公寓，建成后将成为新的区域内标志性建筑。该项目总投资为 16.50 亿元，截至 2015 年 12 月 31 日，项目已投入资金 12.41 亿元，

预计将于 2016 年 6 月竣工。

总体而言，公司初期采取合作开发的模式进行商品房开发建设，一方面能较大程度地降低其资本支出压力，另一方面也有利于公司积累房地产开发经验。目前公司商品房开发业务发展较稳健，但考虑到苏南部分地区房地产市场面临着局部供大于求的状况，中证评将对公司房地产开发、销售情况予以持续关注。

纺织业务

作为牛仔布行业龙头企业之一，公司是国内生产研发高品质牛仔面料的制造基地，是国内品种最多的牛仔布生产商之一，生产能力在国内牛仔布生产企业中位居前列。

截至 2015 年 12 月 31 日末，公司拥有年产牛仔布 6,000 万米、牛仔服装 800 万件（套）、色织布 600 万米的生产能力。2015 年公司加大了牛仔布产销力度，全年累计生产牛仔布 4,896.95 万米、服装 251.62 万件、各类色织布 649.04 万米。

表 5：2013~2015 公司纺织产品产量

产品	2013	2014	2015
牛仔布（万米）	4,080.13	3,322.12	4,896.95
服装（万件）	336.12	314.94	251.62
色织布（万米）	746.34	849.02	649.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，棉花是纺织服装产品的主要原材料，其占牛仔布生产成本的 60%~70%，占牛仔服装生产成本的 50%左右。考虑到多年来国内外棉花存在价格差距，国家对国内棉花实行进口配额制保护政策，因此 2014 年以前公司一般在维持 2 个月安全库存的前提下，尽量利用进口配额来满足棉花采购需要，2013 年公司棉花进口配额为 6,631 吨。但自 2014 年随着国内棉花临时收储政策的退出，国家储备棉逐步开始出库销售，国内棉花市场价格下降，公司棉花进口配额亦随之减少，2014、2015 年分别为 4,015 吨和 1,237 吨。公司棉纱则主要采购自江苏、山东和浙江的供应商，长期稳定的合作关系使得公司棉纱供应量能得到较好的保证。

表 6：2014~2015 公司原材料采购情况

种类	2014		2015	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
棉花	7,834.97	14,087.79	7,834.97	14,087.79
其中： 进口配额	4,015		4,015	
棉纱	7,064.67	21,814.96	7,064.67	21,814.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司下游客户以品牌经销商为主，依托较强的技术实力和稳定的产品质量，公司对下游客户具有一定的议价能力，结算上一般采取款到发货的方式。牛仔布方面，2015 年实现销量 4,767.31 万米，同比上升 43.24%；色织布销售方面，2015 年实现销量 684.07 万米，同比下降 15.04%；服装销售方面，全年公司实现销量 282.35 万件，同比减少 28.27%。

表 7：2013~2015 公司纺织产品销售情况

		单位：亿元		
		2013	2014	2015
牛仔布	销量（万米）	4,047.59	3,328.28	4,767.31
	收入	6.85	5.87	7.50
服装	销量（万件）	368.32	393.65	282.35
	收入	2.15	2.86	1.94
色织布	销量（万米）	707.81	805.13	684.07
	收入	1.04	1.01	0.77
纺织品贸易收入		11.80	10.89	2.18
营业收入合计		21.84	20.63	12.40
综合毛利率（%）		9.60	9.24	17.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，自 2012 年起，公司对产业链进行了延伸，拓展了棉花、棉纱等产品的国内贸易业务。2013-2015 年，公司纺织品贸易销售收入分别为 11.80 亿元、10.89 亿元、2.18 亿元，下降幅度较大，其主要系纺织行业增速放缓、国内外棉花差价缩小所致。

总体而言，公司牛仔布产业链完整，行业竞争实力较强。但近年来，在全球经济复苏迟缓和国内外棉花差价缩小的局面下，公司整体纺织业务规模缩减，对其产业结构调整及升级转型提出了更高要求。

财务分析

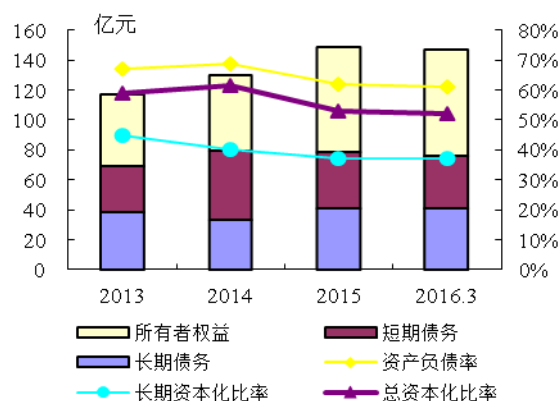
以下财务分析基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年财务报告以及 2016 年 1 季度未经审计的财务报表。

资本结构

2015 年公司完成了 16 亿元非公开发行股票，自有资本实力提升，负债规模有所下降。截至 2015 年末，公司总资产和总负债分别为 183.92 亿元和 114.13 亿元，同期公司所有者权益（含少数股东权益）为 69.79 亿元，同比增长 39.66%。截至 2016 年一季度，公司总资产和总负债分别为 180.32 亿元和 109.88 亿元，同期公司所有者权益为 70.44 亿元，自有资本实力继续保持增长态势。

负债方面，随着自有资本实力的增强，以及万顷良田与土地一级开发等业务进入中后期，2015 年公司资金需求量有所下降，负债规模增速放缓，整体负债水平有所下降。截至 2015 年末，公司负债总额为 114.13 亿元，同比增长 3.40%，增速较上年减少 10.51 个百分点，资产负债率和总资本化率分别为 62.05%、53.07%，分别较上年下降 6.78 个百分点和 8.45 个百分点。截至 2016 年一季度，公司资产负债率和总资本化率持续下降，分别为 60.94% 和 52.08%。

图 2：2013~2015 及 2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

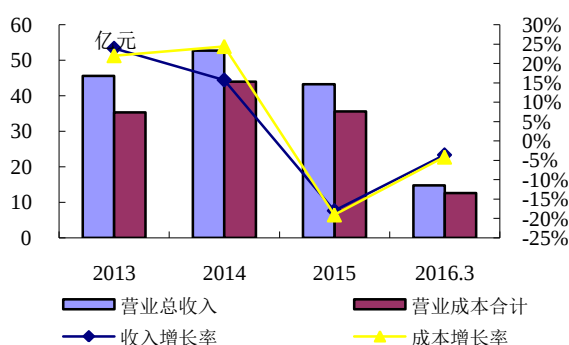
债务结构方面，随着部分到期债务的偿还，2015 年公司短期债务由年初的 46.61 亿元下降至年末 37.74 亿元，长短期债务比为 0.92 倍。公司债务结构有所优化

综合来看,随着自有资本实力的增强,以及万顷良田与土地一级开发等业务进入中后期,公司2015年负债水平下降,债务结构有所优化。但考虑到公司仍存在大量城镇化建设项目处于施工期,未来仍将存在一定资金压力。

盈利能力

2015年受国内外棉花差价缩小的影响,公司缩减了棉花、棉纱等原料贸易的业务量,导致纺织板块业务收入下降较大,整体业务规模缩减。

图3: 公司2013~2015及2016.Q1收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

毛利率方面,2015年公司营业毛利率为17.74%,较上年上升1.03个百分点。分业务板块来看,公司2015年纺织服装业务毛利率为17.74%,较上年增长8.50个百分点,主要系毛利较低的棉花、棉纱贸易业务规模大幅下降所致;安置房业务毛利率受当期安置房项目配套车库面积的影响而有所波动;建筑工程施工业务近三年毛利率分别为10.03%、10.29%、10.52%,较为稳定。

表8: 公司2013~2015年分业务收入和毛利率情况

单位: 亿元

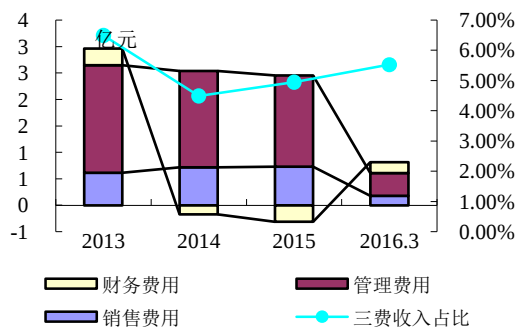
业务	2013		2014		2015	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
纺织服装	21.84	9.60	20.63	9.24	12.40	17.74
城镇化建设	16.57	-	31.33	-	29.26	-
其中: 建筑工程 施工	6.57	10.03	9.86	10.29	14.10	10.52
安置房	3.53	17.40	9.18	13.48	11.21	14.44
商品房	5.19	33.02	11.30	29.88	3.95	34.22
土地一级开发	0.50	-	0.90	-	0.54	-
万顷良田工程	0.77	-	0.09	-	0.30	-

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看,2015年公司期间费用共计2.14亿元,同比下降9.70%,三费占营业收入的比

重为4.95%,较上年上升0.46个百分点。其中管理费用占比较大,主要为管理人员工资及附加、研发费用等;财务费用方面,受益于利息收入以及汇兑收益的增加,2015年公司财务费用进一步下降。总体而言,公司三费收入占比处于合理水平。

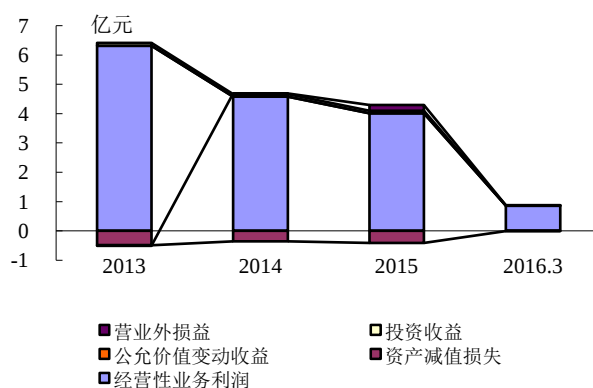
图4: 2013~2015及2016.Q1公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看,受业务规模下降影响,公司2015年累计实现经营性业务利润4.01亿元,同比下降12.45%,当期利润总额3.88亿元,同比减少10.51%,同期净资产收益率和总资产收益率分别为4.70%、2.86%,均较上年有所下降。

图5: 2013~2015及2016.Q1公司利润总额分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看,近年来公司业务规模有所波动,整体资产盈利能力有所下滑。中证评也注意到,目前公司纺织服装板块面临了一定的升级转型压力,我们将持续关注公司未来业务调整状况。

偿债能力

受益于自有资本实力的增强以及土地一级开发、万顷良田等工程投入的建设,2015年公司债务规模有所下降。截至2015年12月31日,公司的总债务规模为78.93亿元,同比下降了1.23%。

公司 2015 年 EBITDA 为 5.61 亿元，与上年基本持平，同期 EBITDA 利息倍数为 1.69 倍，较上年下降 0.05 倍，总债务/EBITDA 为 14.08 倍，较上年减少 0.30 倍。公司 EBITDA 能对债务本息偿还提供较好的保障。

从现金流来看，随着万顷良田和土地一级开发资金投入的减少，近年来公司现金流状况有所好转。2015 年公司经营性现金流为净流入 1.87 亿元，同期经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.02 倍、0.56 倍，经营性现金流对债务本息的覆盖程度有限。

表 9：2013~2015 及 2016.Q1 公司偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务（亿元）	69.26	79.91	78.93	76.56
EBITDA（亿元）	7.31	5.56	5.61	-
总资本化比率（%）	59.09	61.53	53.07	52.08
EBITDA 利息倍数（X）	2.31	1.74	1.69	-
总债务/EBITDA（X）	9.48	14.38	14.08	-
经营活动净现金/ 总债务（X）	-0.18	-0.12	0.02	-0.32 ²
经营活动净现金/ 利息支出（X）	-3.86	-3.02	0.56	-4.74

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司总担保金额为 10.75 亿元，全部为对子公司的担保，合计占公司期末所有者权益（含少数股东权益）的比重为 15.41%，或有负债风险相对较小。

公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通。截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 61.90 亿元，未使用授信余额 47.92 亿元。

总体看，随着城镇化建设项目的不断推进使得公司面临了一定的资金压力，但公司目前已获得区财政局将相关应收政府款项纳入未来年度财政预算的批文，相关应收政府款项回笼较有保障，加之公司备有流动性充足，整体偿债能力很强。

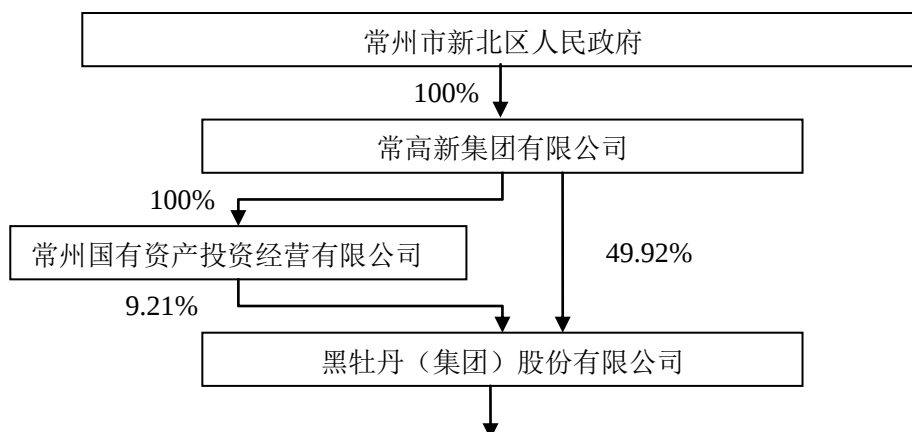
结 论

综上，中诚信证评认为本期债券信用质量很高，信用风险很低，评定本期债券的信用级别为 **AA**；

评定黑牡丹主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定。

² 经营活动净现金流/总债务一季度数据经过年化处理

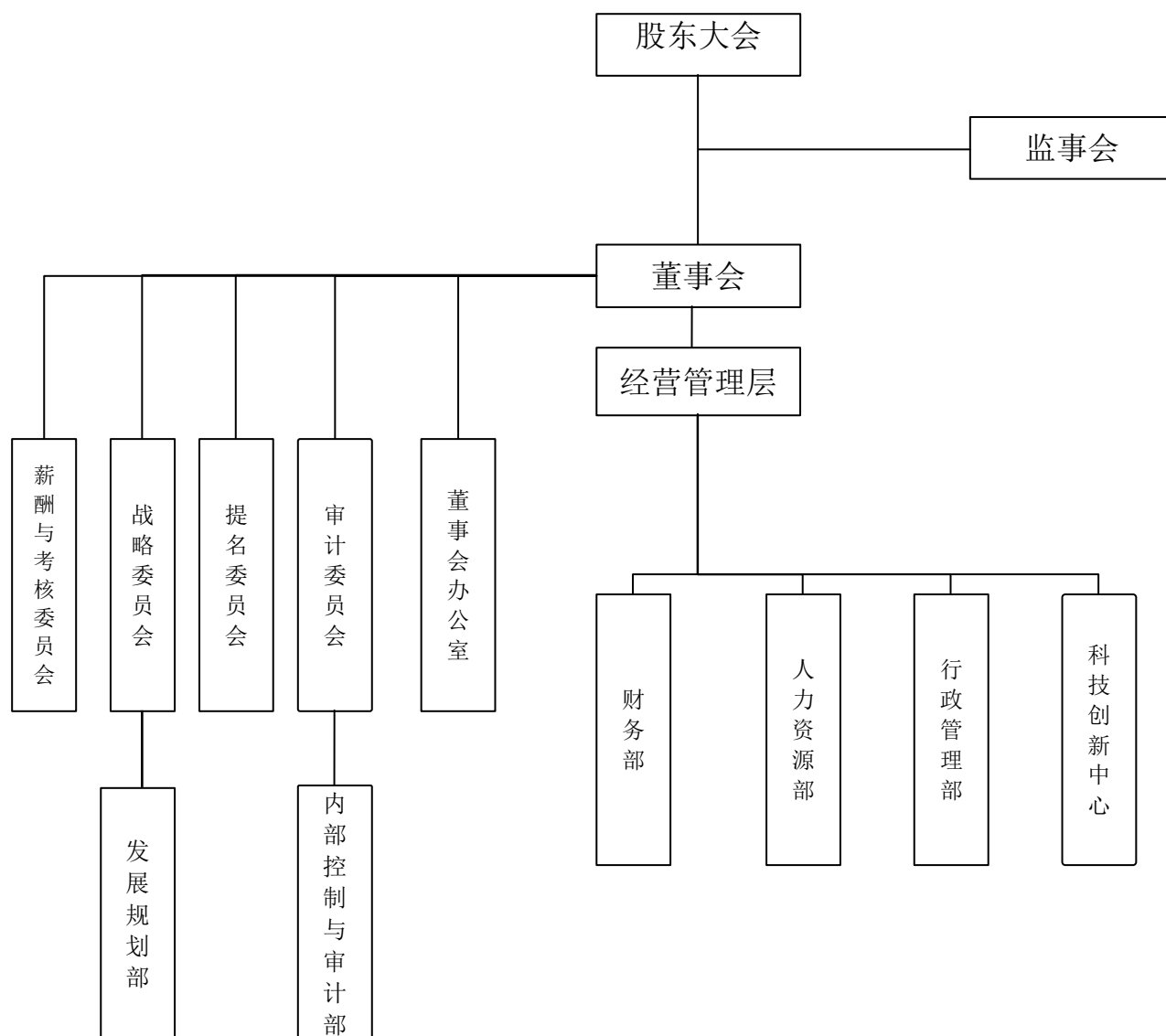
附一：黑牡丹（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



	子公司名称	直接持股比例	间接持股比例
1	常州黑牡丹置业有限公司	100.00%	
2	常州黑牡丹建设投资有限公司 ²	60.79%	
3	黑牡丹集团进出口有限公司	95.00%	
4	常州大德纺织有限公司	95.00%	
5	黑牡丹（香港）有限公司	85.00%	
6	黑牡丹（溧阳）服饰有限公司	70.00%	25.50%
7	常州荣元服饰有限公司	75.00%	21.25%
8	常州市牡丹广景投资有限公司	65.00%	
9	常州牡丹江南创业投资有限责任公司	100.00%	
10	常州新希望农业投资发展有限公司	100.00%	
11	黑牡丹国际时尚服饰常州有限公司	100.00%	
12	常州黑牡丹商务服务有限公司	100.00%	
13	常州黑牡丹科技园有限公司	100.00%	
14	常州牡丹华都房地产有限公司		100.00%
15	常州牡丹景都置业有限公司		100.00%
16	常州绿都房地产有限公司		51.00%
17	苏州丹华君都房地产开发有限公司		70.00%
18	常州牡丹物业服务有限公司		100.00%
19	常州黑牡丹创业孵化器服务有限公司		100.00%
20	常州库鲁布旦有限公司		85.00%
21	常州绿都万和城物业管理有限公司		51.00%
22	常州维雅时尚商务酒店有限公司		51.00%
23	黑牡丹纺织有限公司	100.00%	
24	黑牡丹城建投资发展有限公司	100.00%	
25	常州嘉发纺织科技有限公司		85.00%

² 2014 年 6 月 13 日，黑牡丹建设与紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）共同签署《股权投资协议》，约定由紫金信托设立“紫金信托·黑牡丹建设股权投资单一资金信托计划”，以信托资金 50,000 万元向黑牡丹建设进行股权投资，其中 12,900 万元用于新增注册资本，剩余 37,100 万元作为股权投资款计入资本公积，信托融资的期限为 5 年。增资完成后，黑牡丹建设注册资本变更为 32,900 万元，股权结构变更为本公司持有 60.79% 股权，紫金信托持有 39.21% 股权。紫金信托不参与黑牡丹建设的日常生产经营活动和利润分配。根据相关协议约定，在信托计划存续期内，黑牡丹建设按季支付信托收益权的固定收益，并分二期支付信托受益权的本金。待信托收益权的固定收益及本金支付完毕后，即实现了该笔信托计划对黑牡丹建设投资股权的退出。退出后，黑牡丹建设进行减资。减资后，黑牡丹建设的注册资本变更为 20,000 万元，本公司持有其 100% 的股权。根据该笔股权融资在增资、固定每期收益、5 年到期减资退出等环节的本质判断，实质上为债权融资，故黑牡丹建设在合并报表层面仍视作全资子公司处理，该笔 5 亿元股权融资在合并报表层面列示为一项长期负债。

附二：黑牡丹（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附三：黑牡丹（集团）股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	240,381.81	189,227.43	307,129.64	212,221.84
应收账款净额	145,931.88	256,957.55	380,331.87	477,815.01
存货净额	664,656.65	676,213.14	663,336.35	613,166.37
流动资产	1,373,690.56	1,493,105.68	1,461,943.34	1,425,468.93
长期投资	24,294.60	24,312.10	35,512.20	35,845.75
固定资产合计	42,822.10	74,501.99	73,265.75	73,228.12
总资产	1,448,530.31	1,603,443.66	1,839,209.33	1,803,225.77
短期债务	302,436.14	466,077.30	377,435.72	351,680.95
长期债务	390,171.28	333,067.45	411,853.73	413,959.53
总债务（短期债务+长期债务）	692,607.42	799,144.75	789,289.46	765,640.48
总负债	968,934.18	1,103,738.51	1,141,312.75	1,098,839.27
所有者权益（含少数股东权益）	479,596.14	499,705.15	697,896.58	704,386.49
营业总收入	455,705.61	527,465.30	432,347.77	147,993.27
三费前利润	92,753.86	69,476.05	61,478.44	16,846.05
投资收益	921.94	895.78	879.25	3.55
净利润	42,839.14	31,907.59	28,167.35	6,471.03
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	73,068.07	55,583.61	56,064.20	-
经营活动产生现金净流量	-121,927.94	-96,285.59	18,724.24	-60,934.77
投资活动产生现金净流量	23,972.29	-307.99	-12,020.66	-875.60
筹资活动产生现金净流量	122,825.74	52,271.91	103,862.72	-62,084.15
现金及现金等价物净增加额	25,068.58	-44,317.65	111,447.10	-123,914.28
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	22.50	16.71	17.74	14.88
所有者权益收益率（%）	8.93	6.52	4.70	-
EBITDA/营业总收入（%）	16.03	10.54	12.97	-
速动比率（X）	1.23	1.06	1.10	1.19
经营活动净现金/总债务（X）	-0.18	-0.12	0.02	-0.32
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.40	-0.21	0.05	-0.69
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.86	-3.02	0.56	-4.74
EBITDA 利息倍数（X）	2.31	1.74	1.69	-
总债务/EBITDA（X）	9.48	14.38	14.08	-
资产负债率（%）	66.89	68.84	62.05	60.94
总资本化比率（%）	59.09	61.53	53.07	52.08
长期资本化比率（%）	44.86	40.00	37.11	37.02

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；
2、将 2014 年财务报告和 2015 年财务报告里其他流动负债中的短期债务调整至一年内到期流动负债科目；
3、将 2014 年财务报告和 2015 年财务报告里其他非流动负债中的股权信托融资调整至长期借款科目；
4、2016 年 1 季度报表未经审计；
5、经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/短期债务 2016 年一季度数据经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/ 营业收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润 / 所有者权益（不含少数股东权益）

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA / （计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。