



信用等级通知书

信评委函字[2016]G281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拟发行的“2013年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月十九日

2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	黑牡丹（集团）股份有限公司
发行规模	总额不超过人民币17亿元，采用分期发行方式，第一期债券发行规模8.5亿元；本期发行规模8.5亿元
债券期限	5年期，债券存续期第3年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。
偿还方式	按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

黑牡丹	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	47.96	49.97	69.79
总资产（亿元）	144.85	160.34	183.92
总债务（亿元）	69.26	79.91	78.93
营业总收入（亿元）	45.57	52.75	43.23
营业毛利率（%）	22.50	16.71	17.74
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
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。

分析师

崔启蓉 qycui@ccxr.com.cn

崔启蓉

陈彦 ychen@ccxr.com.cn

陈彦

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月19日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）公司债券（第二期）”的信用级别为 **AA**，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定黑牡丹主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了黑牡丹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。中诚信证评肯定了公司所处新北区良好的经济财政实力、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等正面因素。同时，中诚信证评也关注到公司营业收入下降，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。

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，项目均由区政府以确定的投资回报率回购，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。
- 城镇化建设业务受新北区政府财政实力、房地产调控政策及市场景气度影响较大。公司城镇化建设业务现金回收速度及业务规模与新北区政府财政实力、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。

公司概况

黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）前身为常州第二色织厂，始建于1940年，是全国最早生产牛仔布的企业之一。1993年5月，公司以定向募集方式设立常州第二色织股份有限公司；2002年6月，公司在上海证券交易所A股上市（股票代码：600510）；2009年2月，公司以非公开定向增发的形式进行了资产重组，其主营业务在原有牛仔布、服装和色织布产销业务的基础上增加了城镇化建设业务，从而成为适度多元化经营的公司。2015年公司完成了16亿元非公开发行股票，总股本由795,522,700股增至1,047,095,025股。其中常高新集团有限公司（以下简称“常高新”）除直接持有公司49.92%的股权外，还通过其全资子公司常州国有资产投资经营有限公司间接持有公司9.21%的股权，为公司的控股股东。公司实际控制人为常州市新北区人民政府。

公司目前主要从事以牛仔布、色织布、服装产销为主的纺织业务、以建筑工程施工、安置房建设、土地一级开发和商品房开发为主的城镇化建设业务以及产业投资业务。

截至2015年12月31日，公司总资产183.92亿元，所有者权益（含少数股东权益）69.79亿元；2015年公司实现营业总收入43.23亿元，净利润2.82亿元，经营活动现金净流量1.87亿元。

本期债券概况

表1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	2013年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）
债券期限	5年期，债券存续期第3年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。
发行规模	总额不超过人民币17亿元，采用分期发行，第一期债券发行规模8.5亿元；本期发行规模8.5亿元
债券利率	采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券存续期内前3年的票面利率将由公司与保荐机构（主承销商）按照国家有关规定根据市场询价结果确定。本期债券存续期前3年的票面利率固定不变。在本期债券存续期内第3年末，如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后2年的票面利率为债券存续期前3年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后2年固定不变；若公司未行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后2年票面利率仍维持原有票面利率不变。
偿还方式	按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	募集资金在扣除发行费用后，将用于偿还公司债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

常州市经济发展概况

常州市位于江苏省南部，总面积4,385平方公里，辖5个市辖区，代管2个县，截至2015年末全市户籍人口为370.85万人。常州市区位优势、交通便捷，市区北临长江，南濒太湖，沪宁铁路、沪宁高速公路、312国道、京杭大运河穿境而过，与苏州、无锡和镇江连袂成片，距上海、南京不到2小时车程，构成了苏锡常都市圈。

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%，近三年年均复合增长率为6.56%，经济稳步增长。

图 1: 2013~2015 年常州市 GDP 及增速情况



资料来源：常州市统计局，中诚信证评整理

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%。近年来常州市加大了基础设施建设力度。2015 年，京沪高铁常州北站、泰州大桥南接线、西绕城高速、青洋路高架北延、城市防洪包围圈、锡溧漕河等一批重大基础设施建成投运，建成新堂北路、永宁路、飞龙西路等一批城市道路，常州机场完成 4E 级改造并实现一类口岸开放。

经过多年发展，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。近年来，出口下滑和国内经济增长放缓使得传统制造业受到一定程度的冲击。面对新的经济形势，常州市大力推进“三位一体”工业经济转型升级战略和现代服务业三年行动计划，提高经济发展的质量和效益；其三大产业结构持续优化，重工业比重由 2010 年的 78.8% 调整到 2015 年的 76.8%，“十大产业链”产值占规模以上工业产值比重达 33.3%，传统制造业转型取得明显效果。2016 年，常州市将实施 156 个省、市重点项目，确保续建项目竣工率 60%；“十大产业链”产值占规模以上工业产值比重将达到 35% 左右；通过开工建设常宜、溧高、苏锡常南部通道高速公路和沿江城际铁路，加快推进 233 国道常州段、122 省道常州东段等国省干线公路建设，实施 312 国道快速化改造前期工程等进一步完善城市路网。

在经济总量扩大、结构改善的同时，常州市财政收入也不断提高。2015 年，全市地方一般公共预算收

入为 466.3 亿元，同比增长 7.5%，增速较上年有所提升。税收构成财政收入的主要来源，全市当年增值税、营业税和企业所得税分别为 70.8 亿元、113.4 亿元和 42.6 亿元。同期，常州市财政支出亦继续增长，2015 年财政一般公共预算支出为 479.2 亿元，同比增长 10.2%；财政支出主要用于支持经济发展和改善民生，其中社会保障与就业、科学技术、教育、医疗卫生和住房保障等支出增速较快。

表 2: 2013~2015 年常州市财政收支情况

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
一般公共预算收入	408.9	433.9	466.3
其中：税收收入	327.2	348.4	373.7
一般公共预算支出	407.3	426.9	479.2

资料来源：常州市财政局，中诚信证评整理

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

新北区位于常州市北部，北濒长江，与泰州市隔江相望；东与江阴市相邻；西与扬中市、丹阳市接壤；南接常州市老城区。新北区与常州国家高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）实行“两块牌子，一套班子”的运行模式。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，规划用地面积 5.63 平方公里。经两次区划调整后，2002 年 4 月，在高新区基础上设立了常州市新北区，地域面积扩大至 439.16 平方公里；经 2015 年第三次区划调整后，地域面积扩大至 508.94 平方公里，下辖 7 镇 3 街道，常住人口 68.79 万人。

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，区内经济发展保持了良好的增长态势。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公共预算收入 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%，占常州市一般公共预算收入比例的 20.93%，占江苏省一般公共预算收入比例的 3.60%。

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。

2015 年，新北区财政总支出和地方一般公共预算支出分别为 101.66 亿元和 63.02 亿元，其中，一般公共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（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 166.18%、163.62%、154.86%，财政平衡能力很强。

表 3：2013~2015 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
地方一般公共预算收入	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
地方一般公共预算支出	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

根据新北区十三五发展规划，未来其将着力把握六大发展战略与四项发展定位。近年来项目建设为新北区的经济工作的重中之重，“十三五”初期，新北区规划实施的重大项目 122 个，总投资规模达 905 亿元。新北区未来还将着力发展智能科创园等重点园区建设，调整完善全区动迁安置政策，构建产城融合新格局。

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；且一般公共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与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

纺织行业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，长期以来在我国经济中占据重要地位。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，中国服装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。

从产业政策支持方面看，纺织工业作为我国国民经济的传统支柱产业，受到了国家的高度重视。2015 年 3 月 28 日，国家发展改革委员会、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，其将会有效降低我国纺织产业在周边国家布局中的成本和政治风险，同时还能挖掘更多的贸易潜力，为企业国际化成长创造有利的环境。2015 年 5 月 19 日，国务院正式发布了《中国制造 2025》，其中强调了加快纺织业智能制造的进程、推进纺织新材料的研发和产业化应用、强化纺织工业基础能力。2015 年 6 月 25 日，国务院发布《关于支持新疆纺织服务产业发展促进就业的指导意见》中，中央财政加大了对新

疆纺织服务产业发展的投入力度、国家鼓励新疆加大对南疆的运费补贴支持力度、鼓励新疆出台地方配套扶持政策，加强对项目投资和政策补助资金的审核、发放等。2015年6月1日，商务部与韩国产业通商资源部签订《中华人民共和国政府和大韩民国政府自由贸易协定》之后，韩国进口中国纺织品和农产品的关税将明显下调，从而有利于我国纺织品从韩国获得更多市场份额。2015年12月20日，商务部与澳大利亚签订的《中澳自由贸易协定》正式生效，我国纺织品出口澳大利亚的关税将大幅度下降。

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。

从行业内企业类型来看，目前牛仔行业生产企业可分为四类：成本优势领先的大型企业、实行差别化生产的企业、具有完整产业链的企业以及传统的小型牛仔布企业。其中，规模较大的企业在原料、设备及零部件的采购等方面拥有绝对的价格优势，在生产经营中具备明显的成本优势；实行差别化生产的企业具有很强的创新能力，能及时掌握市场流行动向，设计出独特风格和新颖时尚的牛仔面料，这类企业生产技术先进、设计能力强、产品品牌知名度高，拥有一批高端客户；为降低生产成本、提高企业竞争力，许多牛仔布生产企业将产业链向上、下游延伸，形成了纺纱、染色、织造、后整理、服装制作、水洗于一体的完整产业链；位于牛仔产业链细分行业中的牛仔布生产企业、洗水企业、牛

仔服装加工企业等，由于其资本积累有限、装备水平较低，员工素质参差不齐，受市场影响较大，竞争力不足。

我国纺织行业对出口、政策调控依赖程度高，易受贸易保护主义、结算货币汇率变动、人力成本上升等因素影响

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，我国政府已经连续五次上调纺织品、服装的出口退税率，从最初的11%上调至目前的最高可达到17%。除此之外，2015年我国商务部与澳大利亚、韩国分别签订的《中澳自由贸易协定》、《中华人民共和国政府和大韩民国政府自由贸易协定》也有效的下调纺织品出口澳大利亚、韩国的关税。出口退税政策一定程度上增加了出口竞争力。同时，2015年国务院对纺织行业的政策支持及补贴对纺织行业的压力有所缓解。但纺织行业作为劳动密集型行业，受到人力成本上涨影响，同时又受到贸易保护主义、结算货币汇率变动等因素的制约，纺织行业成本上升，收入难以上涨，短期内利润空间或将持续下滑。

竞争优势

作为牛仔布行业龙头企业之一，公司牛仔布纺织产品种类齐全、市场知名度高

作为国内最早生产牛仔布的企业之一，公司已形成了纺纱、浆染、织造、整理和服装加工的完整产业链。经过多年经营，公司生产的纺织服装产品种类齐全，拥有全棉、弹力、竹节、环纺、天丝、闪光等十大系列产品1,000余种牛仔布及其他各类色织布、牛仔服装，是国内品种最多的牛仔布生产商之一。

公司牛仔布及服装产品以出口为主，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，2015年公司出口业务收入占纺织服装业务收入的比重为50.31%。内销方面，公司在国内牛仔布市场占有率较高，位居行业前列。公司旗下的“黑牡丹”商标已被评为中国驰名商标，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产品。

公司已形成了完整的城镇化产业链，在新北区政府的大力支持下，公司城镇化建设业务发展态势良好，收益稳定

自重组后，城镇化建设业务成为公司的主营业务之一，经过近年来的发展，公司逐步形成了集建筑工程施工、土地一级开发、房地产开发（商品房、安置房）、科技园建设运营、新实业开发、传统产业模式创新等为一体的城镇化建设的完整产业链。

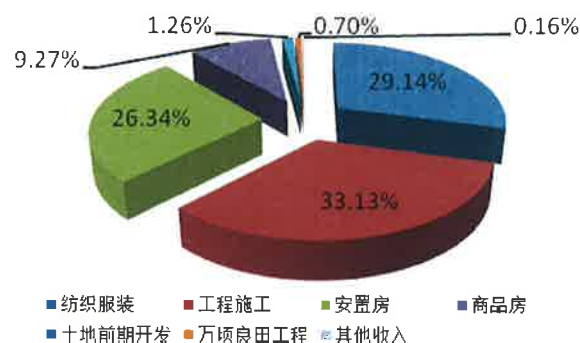
近年来，新北区经济保持持续快速增长，财政实力稳步增强，区政府大力推进城市综合开发工作。公司是常州市新北区市政道路、安置房、管道、桥梁等基础设施建设的最主要主体。为了支持公司的业务发展，区政府除了将大量优质项目委托公司进行建设，还参照市场平均水平适度提高了项目回购的毛利率，并优先安排支付项目回购款。

具体而言，公司进行的建筑工程施工、安置房、一级土地开发及万顷良田项目，新北区政府分别以 10%、15%、10%和 10%的回购毛利率予以回购。此外，公司还可与新北区政府/常州国家高新技术产业开发区管委会就常州北部新城高铁片区地块授权开发土地的出让净收益按照 50%：50%的比例进行分成。由于新北区政府会对工程项目进行全程跟踪和审计，并分阶段结算和支付工程回购款，为工程建设滚动投入提供了有力的资金保障。近年来城镇化建设业务板块发展态势良好，为公司带来了稳定的收益。

业务运营

公司原主要从事牛仔布等服装纺织品业务，2009 年重组后，公司新增了安置房建设及建筑工程施工业务；2010 年公司接受常州市新北国土储备中心和常州市新北区人民政府的委托，从事北部新城高铁片区土地前期开发业务和新北区万顷良田建设项目工程施工，从而逐渐形成了城镇化建设的完整产业链。

图 2：2015 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

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%，主要系主要系工程投资量下降所致。

从各项业务占比来看，2013 年-2015 年公司纺织服装业务占主营业务比重分别为 56.86%、39.66%、29.14%，呈现持续下降态势；同时公司近三年商品房销售业务占比分别为 13.52%、21.73%、9.27%，呈现一定的波动性。但公司近年来工程施工业务与安置房项目业务比重持续上升，其中 2013 年-2015 年工程施工业务占比分别为 17.12%、18.95%、33.13%；安置房业务占比分别为 9.20%、17.66%、26.34%。此外，近年来公司土地一级开发及万顷良田工程整体投资规模较小，收入及占比规模有限。

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全资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、桥梁等基础设施及商业配套设施。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，

回购毛利率为 10%。由于新北区内绝大部分的市政项目由黑牡丹建设负责建设，其在常州新北区具有重要的地位；加之黑牡丹建设已划入上市公司，新北区政府支持力度较大，工程回购款亦能及时偿付，因此其工程建设资金的滚动投入能得到较好的保障。

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。

2015 年以来，公司积极响应国家号召，对原有的基础设施建设模式进行业务转型，积极推进 BT、PPP 等多元化经营模式。其中，公司 2015 年承接了首个 BT 项目——政泰路（机场路-388 省道），该项目计划总投资额为 1.59 亿元，预计可于 2016 年 6 月完工；2016 年 4 月黑牡丹建设取得了《常州市政府采购成交通知书》，成为常州市新北区 2015-2016 年重点基础设施一期 PPP 项目成交单位，该项目总投资 12.22 亿元，建设期 3 年，项目全部投资税后内部收益率为 10%，同时黑牡丹建设还将取得该项目的运营维护服务费用。

表 4：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

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，安置房建成后由区政府回购，回购毛利率为 15%。

自成立以来，公司已陆续建设了祥龙苑、百馨苑、富民景园、香山欣园等项目。2013~2015 年公司实际完成安置房销售面积分别为 35.82 万平方米、24.54 万平方米和 29.24 万平方米。收入方面，受配套车库面积变化影响，2013~2015 年公司分别实现安置房销售收入 3.53 亿元、9.18 亿元和 11.21 亿元。

表 5：2013~2015 年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

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 6：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开发建设，由全资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。

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，公司作为新北区政府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，

考虑到目前主要项目均由政府回购，收益率确定，因此公司城镇化建设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。

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。公司 2013~2015 年公司分别实现商品房销售收入 5.19 亿元、11.30 亿元和 3.95 亿元，收入规模随商品房开发周期变动而存在一定的波动性。

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

纺织业务是公司的传统业务板块，产品主要为牛仔布、服装和色织布。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，公司纺织业务收入规模缩减，2013-2015 年分别实现收入 21.84 亿元、20.63 亿元和 12.40 亿元。

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
牛仔布收入	6.85	5.87	7.50
服装销量（万件）	368.32	393.65	282.35
服装收入	2.15	2.86	1.94
色织布销量（万米）	707.81	805.13	684.07
色织布收入	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

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。除牛仔布外，公司还生产纱线、服装、色织布等纺织产品，其中纱线主要用于内部生产需要，不对外销售。公司厂区坐落于天宁区青洋北路，建筑面积 46 万平方米，于 2010 年 10 月建成，是集纺织服装技术研发、营销和纺织服装面料生产制造为一体的多功能基地。

生产方面，公司牛仔布生产包括纺纱、整经、染色、分经、浆纱、织造、后整理、服装加工等多道工序，工艺流程完整，产品种类齐全；服装生产则以代工生产为主，公司目前已选择了优质的外包厂商并达成了长期合作协议，建立了日趋成熟的订单全过程外发模式，能较好地应对市场好转带来的超负荷订单的消化问题。公司牛仔布、休闲服装和色织布的产品质量稳定，具有一定的规模优势。

2015 年，公司生产牛仔布 4,896.95 万米、服装 251.62 万件、各类色织布 649.04 万米。

表 8：2013~2015 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

生产设备及技术研发方面，公司拥有进口的气流纺、无梭织机、牛仔布染色线、后整理等专用设备，在面料开发、后整理等方面具有明显的技术优势。公司自主研发的“染液组分在线监测和控制系统”等技术有 7 项已获国家发明专利证书。

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 9：2014~2015 公司原材料采购情况

单位：吨、元/吨

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	12,134.46	12,765.03
其中：进口配额	4,015		1,237	
棉纱	7,064.67	21,814.96	14,924.30	18,872.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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%。其中，国内市场以珠三角、长三角地区和河南省为主；外销则主要出口至东南亚及北美地区。近年来公司也在积极拓展欧洲市场，使

之成为未来纺织业务的重点发展区域。

服装销售方面，公司服装产品包括牛仔褲、牛仔衬衫、牛仔裙、童褲等，主要销往日本及欧美市场。内销方面，公司自主品牌以 ERQ 为主，主要是面对苏锡常和上海地区。截至 2015 年末，公司在全国拥有实体店 30 家，其中加盟店 18 家，自营店 12 家。随着电子商务的快速发展，公司自 2011 年推出网上销售业务以来，线上交易额迅速增加，但由于线上商品以处理库存品为主，加之广告费用支出较大，因此网络销售盈利水平不高。

色织布销售方面，公司色织布品种齐全，包括粗支色织绒布类，细支薄型类，色织中支类等，在行业内具有较好的知名度。近年来受市场需求下降影响，公司色织布销量有所波动，2013-2015 年分别实现色织布销量 707.81 万米、805.13 万米、684.07 万米。

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。

产业投资

公司产业投资业务主要由常州牡丹江南创业投资有限责任公司（以下简称“牡丹创投”）负责经营。公司产业投资领域主要集中在节能环保、精细化工、新材料、新能源、文化创意产业和先进制造业等领域。

近年来，公司分别投资了江苏地标建筑节能科技有限公司（以下简称“节能科技”）、集盛星泰（北京）科技有限公司（以下简称“集盛星泰”）、常州德凯医疗器械有限公司（以下简称“德凯医疗”）、宜兴江南天源创业投资企业（有限合伙）（以下简称“宜兴基金”）、常州金瑞碳材料创业投资企业（有限

合伙）（以下简称“金瑞碳材料”）以及江苏金坛众合投资有限公司等，其中节能科技对公司城市建设业务产业链进行了适度延伸，集盛星泰的新型高功率储能产品属于新能源产业方向，德凯医疗主要研发生产新型材料吻合器具。宜兴基金已投资项目中，目前汽车内饰项目的 IPO 申报已由证监会受理，正在审批中；中北通磁项目于 2014 年 8 月在新三板挂牌；上海格蒂电力科技股份有限公司被上市公司创意信息并购。

总体而言，公司目前已形成了纺织业务、城镇化建设业务和产业投资为核心的三大业务板块。未来，公司将进行关于产业链延伸方面新项目的调研，积极发掘与主业相关的产业合作机会，将产业投资和产业结构调整结合起来，充分发挥三大业务板块的协同效应，实现公司的战略转型。

管 理

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律、法规及中国证监会、上海证券交易所发布的其他有关规章、规范性文件的规定和要求，公司建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系。董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 1 名。董事会下设立战略、审计、提名、薪酬与考核等 4 个专门委员会。

公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面一直独立于控股股东，具有独立完整的业务及自主经营能力。公司“三会”运作规范，股东大会、董事会及监事会的召开及重要事项的审议流程，均按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《公司章程》等相关法律或规章制度执行。

同时，为加强内部控制，防范经营风险，公司按照《公司法》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的相关要求，根据业务实际情况，建立了较为完善的内部控制制度和内部管理体系，对公司的日常经营起到了重要的指导、规范、控制和监督作用。例如，在财务管理方面，公司财务部通过定期及不定期的检查以及对下属子公司指派财务总监等方式，落实公司的内部控制制度。对于重大财务决策，包括贷款和投资等，先由公司

财务部门对该财务项目进行分析核查，报送公司总经理办公会讨论，通过后报请公司董事会审议，公司董事会决议通过后，视其权限或需要再提请公司股东会审议批准。安全生产方面，公司制定了《职业健康安全运行制度》、《安全生产检查制度》等，并配备了齐全的安全防护用品，定期组织职工进行安全知识培训以及事故演练，以保障员工的生产安全。

总体看，公司的治理结构健全，运作上不存在重大违法违规情形。公司管理体系逐步完善，较好地保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

战略规划

未来五年，公司规划进行纺织产业升级改造、扩大城镇化建设规模、发展产业投资业务，通过培育可持续发展的核心资源，使公司成为具有区域影响力的管理控股型集团企业。

在纺织板块，公司通过技术创新和转换经营模式，对现有的牛仔布面料和服装代工业务进行升级改造。建立以“黑牡丹集团”标准和品牌为核心的全国牛仔布业务体系；完善以输出技术、品牌、标准、订单、质量控制、销售渠道的经营模式；促成精品生产中心、技术创新中心、营销管理中心和物流中心配套设施的可靠运行。

在城镇化建设板块，公司将在保证稳定收益的前提下，大力发展包括建筑工程施工、安置房建设、土地一级开发整理和商品房开发等业务，完善城镇化建设产业链，强化稳定、新型的城市运营功能，并将利用丰富的经验逐步参与常州市新北区以外的城市开发建设项目。

在产业投资方面，公司将充分发挥自身在资本、管理、物理空间、政府关系等方面的优势吸引企业入园，并将通过股权投资、并购等方式，培育、推动企业快速发展。

总体而言，公司的战略规划目标明确，并结合了三大业务板块的发展现状和运营实力，在充分发挥现有业务优势的同时，适度拓展业务范围。公司战略规划的制定符合其长远发展目标，能够较好地促进公司综合实力的提升。

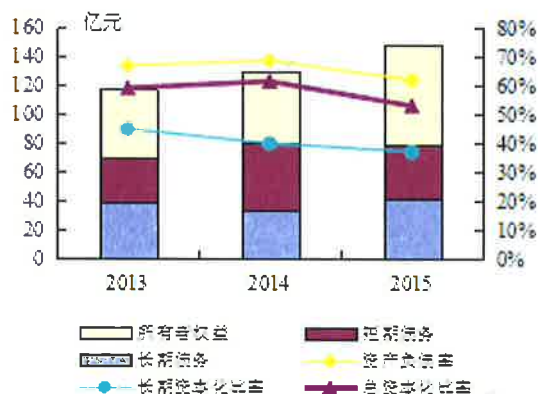
财务分析

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。

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%。

图 3：2013~2015 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

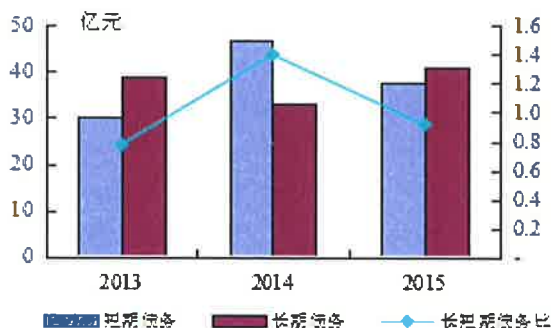
从资产结构来看，存货、其他流动资产、货币资金、应收账款构成流动资产的主要组成部分，2015 年末四者合计占流动资产 95.86%。其中，存货主要包括安置房和商品房的开发成本以及开发产品（主要为已完工未销售的商品房）；其他流动资产主要为北部新城高铁片区土地开发投入和万顷良田项目委托建设成本；应收账款主要为应收常州市政府部门的项目工程回购款。近年来公司流动资产占总资产的比重在 80% 左右，非流动资产以纺织生产设备、厂房设施等固定资产和长期股权投资为主。此外，2015 年公司其他非流动资产规模提升至 25.48 亿元，上升幅度较大，主要系公司将账龄超过一年的土地一级开发及万顷良田开发收入转入所致。

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，整体负债水平下滑。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。

从债务期限结构来看,2013-2015 年公司短期债务规模分别为 30.24 亿元、46.61 亿元、37.74 亿元,短期债务/长期债务指标分别为 0.78 倍、1.40 倍、0.92 倍,公司债务结构亦有所优化。

图 4: 2013~2015 公司债务结构分析

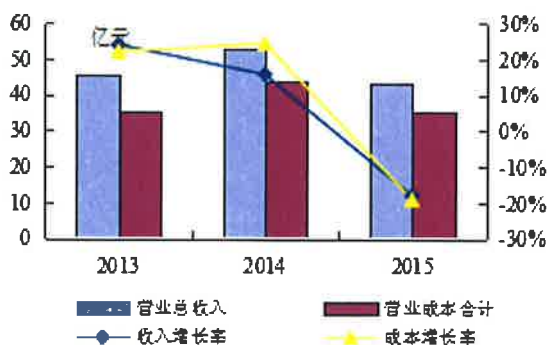


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

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

图 5: 公司 2013~2015 收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

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。

营业毛利率水平方面,2013-2015 年公司营业毛利率分别为 22.50%、16.71%、17.74%,呈现一定的波动性。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 10: 公司 2013~2015 年分业务收入和毛利率情况

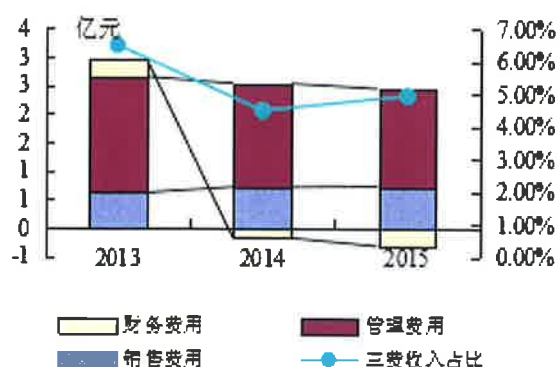
单位: 亿元

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,2013-2015 年公司期间费用分别为 2.96 亿元、2.37 亿元和 2.14 亿元,三费占营业收入的比重分别为 6.50%、4.49%和 4.95%。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 6: 2013~2015 公司期间费用分析

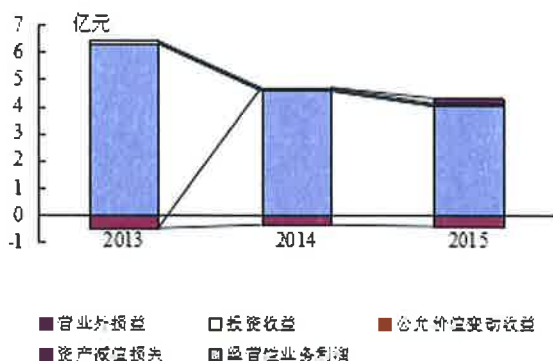


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看,2013~2015 年公司利润总额分别为 5.90 亿元、4.34 亿元和 3.88 亿元,其中经营性业务利润和投资收益构成公司利润总额的主要来源。2013~2015 年公司经营性业务利润分别为 6.31 亿元、4.58 亿元和 4.01 亿元。其中,2014

年公司经营性业务利润较上年下降主要是当年无土地出让收入，且公司部分库存商品计提存货跌价准备所致；2015 年公司经营性业务利润下降主要受其纺织服装、商品房销售业务规模收缩影响。此外，公司近年来投资收益稳定在 0.09 亿元左右，主要来源于江苏银行的投资分红。

图 7：2013~2015 年公司利润总额分析



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，但整体能保持了较强的盈利能力。此外，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 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧、财务性利息支出构成。2013-2015 年公司 EBITDA 分别为 7.31 亿元、5.56 亿元、5.61 亿元，近两年受利润总额下降影响，公司 EBITDA 有所减少，但仍维持在较好水平。2013-2015 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.31 倍、1.74 倍、1.69 倍；总债务/EBITDA 指标分别为 9.48 倍、14.38 倍、14.08 倍。公司 EBITDA 能对债务本息偿还提供较好的保障。

表 11：2013~2015 公司偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015
总债务（亿元）	69.26	79.91	78.93
EBITDA（亿元）	7.31	5.56	5.61
总资本化比率（%）	59.09	61.53	53.07
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
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.86	-3.02	0.56

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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。2013-2015 年公司经营性净现金流分别为-12.19 亿元、-9.63 亿元、1.87 亿元。2015 年公司经营活动净现金流/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。

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 2015 年 12 月 31 日，公司共获得银行授信总额 57.42 亿元，未使用授信余额 37.75 亿元。

总体看，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，但公司具备较强的盈利能力，且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。

关于2013年黑牡丹（集团）股份有限公司 公司债券（第二期）的跟踪评级安排

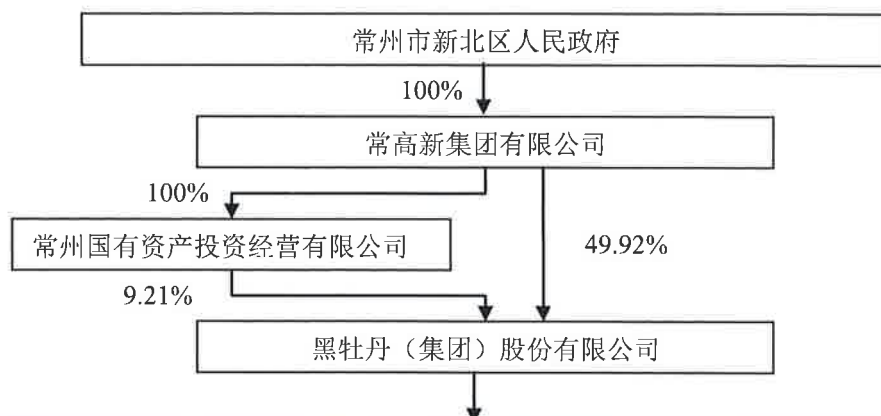
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，公司将在本次债券信用等级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知公司，并提供相关资料，公司将就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

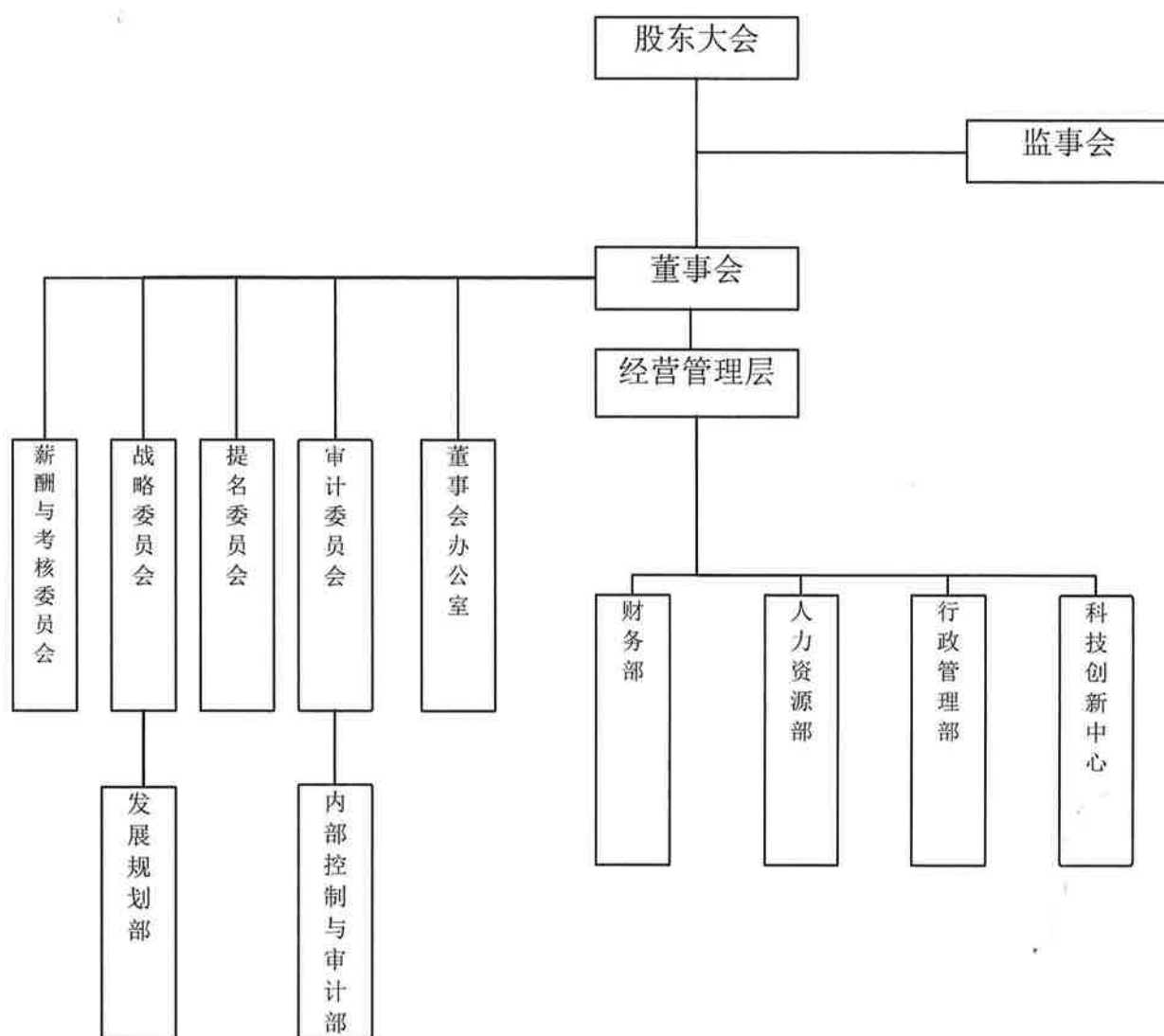
附一：黑牡丹（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



	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 ¹	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	苏州牡丹君都房地产开发有限公司		70.00%
18	常州牡丹物业服务服务有限公司		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%

¹ 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 31 日）



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
货币资金	240,381.81	189,227.43	307,129.64
应收账款净额	145,931.88	256,957.55	380,331.87
存货净额	664,656.65	676,213.14	663,336.35
流动资产	1,373,690.56	1,493,105.68	1,461,943.34
长期投资	24,294.60	24,312.10	35,512.20
固定资产合计	42,822.10	74,501.99	73,265.75
总资产	1,448,530.31	1,603,443.66	1,839,209.33
短期债务	302,436.14	466,077.30	377,435.72
长期债务	390,171.28	333,067.45	411,853.73
总债务（短期债务+长期债务）	692,607.42	799,144.75	789,289.46
总负债	968,934.18	1,103,738.51	1,141,312.75
所有者权益（含少数股东权益）	479,596.14	499,705.15	697,896.58
营业总收入	455,705.61	527,465.30	432,347.77
三费前利润	92,753.86	69,476.05	61,478.44
投资收益	921.94	895.78	879.25
净利润	42,839.14	31,907.59	28,167.35
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
投资活动产生现金净流量	23,972.29	-307.99	-12,020.66
筹资活动产生现金净流量	122,825.74	52,271.91	103,862.72
现金及现金等价物净增加额	25,068.58	-44,317.65	111,447.10
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	22.50	16.71	17.74
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
经营活动净现金/总债务（X）	-0.18	-0.12	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.40	-0.21	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.86	-3.02	0.56
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
总资本化比率（%）	59.09	61.53	53.07
长期资本化比率（%）	44.86	40.00	37.11

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。

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

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。