



信用等级通知书

信评委函字[2019]G192-1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“黑牡丹（集团）股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”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
二零一九年八月二十九日

黑牡丹（集团）股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）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	本期债券的发行总额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券的发行期限为 5 年期，附第 3 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，利率一经确定后在本期债券存续期内不变。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，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	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	80.36	81.69	86.38	88.94
总资产（亿元）	193.56	220.82	271.98	285.01
总债务（亿元）	79.49	86.04	88.47	96.58
营业总收入（亿元）	60.75	62.89	67.58	11.90
营业毛利率（%）	18.45	15.39	32.85	26.53
EBITDA（亿元）	8.40	9.42	14.02	-
所有者权益收益率（%）	5.64	5.62	8.79	4.44
资产负债率（%）	58.48	63.00	68.24	68.80
总债务/EBITDA（X）	9.46	9.13	6.31	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.78	2.50	3.17	-

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、2016 年及 2017 年数据系分别采用 2017 年及 2018 年审计报告追溯调整的期初数；3、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理；4、2016-2018 年及 2019 年一季度已将其他流动负债中的短期应付债券全部调整至短期债务；将其他非流动负债中付息项调整至长期债务。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“黑牡丹（集团）股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券的债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了常州市新北区域区区域经济发展对公司业务的保障作用、公司城镇化建设业务发展态势良好、商品房销售情况较好以及公司作为牛仔布行业龙头的地位优势对于其信用水平的支撑；同时，中诚信证评也关注到公司未来资本支出压力较大，城镇化建设业务受政府规划及房地产市场行情影响较大，存在一定的不确定性等因素对公司信用状况的影响。

正面

- 区域经济稳步增长。近年来，常州市经济保持持续较快增长，2016~2018 年常州市分别实现地区生产总值 5,773.9 亿元、6,622.3 亿元及 7,050.3 亿元；新北区分分别实现地区生产总值 1,155 亿元、1,340 亿元及 1,455 亿元，区域经济及综合实力稳步攀升，为公司营造了良好的发展环境。
- 城市开发业务发展态势良好，收益水平稳定。作为新北区城市综合开发建设的重要主体，公司在区政府的大力支持下，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，相关项目均由相关政府部门以开发成本加一定的投资回报率进行回购，收益水平稳定。
- 牛仔布行业龙头地位稳固，产业链延伸助推纺织服装业务规模稳步增长。公司牛仔布产品产能处于行业领先地位，规模优势显著，近年业

分析师

邵新夏 xhshao@ccxr.com.cn

许晓亮 xlxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年8月29日

务规模稳步增长。

- 商品房开发力度加大，销售情况较好，对公司收入增长形成良好支撑。近年来公司房地产开发面积不断提高，存量项目加快推进，同时受益于新北区房地产市场回暖，公司商品房销售情况较好，对公司营业总收入增长形成了良好支撑。

关注

- 面临一定资本支出压力。作为常州市新北区城市综合开发建设的重要主体，目前公司在建城镇化项目较多，且随着区域城镇化进程的加快，公司资金需求较大，未来面临一定的资本支出压力。
- 城镇化建设业务受政府规划及房地产市场行情影响较大，存在一定的不确定性。公司城镇化建设业务现金回收速度及业务规模与新北区区域发展情况、房地产调控政策及市场景气度等具有很强的相关性，中诚信证评对此予以持续关注。

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委托方构成委托关系外，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和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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

黑牡丹（集团）股份有限公司前身为常州第二色织厂，创建于 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为常州第二色织股份有限公司；1995 年 3 月，公司更名为黑牡丹（集团）股份有限公司。公司后多次增加股本，至 2002 年 6 月，公司在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为 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，公司实际控制人常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司（现名常高新集团有限公司）以其持有的常州高新城市建设投资有限公司的 100% 股权和常州黑牡丹置业有限公司的 100% 股权认购公司所发行的新股，由此使得公司在保留原有牛仔布、服装和色织布的生产与销售业务基础上，新增加了城市综合功能开发业务，成为了多元化经营的集团公司。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本 10.47 亿元，常高新集团有限公司直接持有公司 49.92% 的股份，并通过其全资子公司常州国有资产投资经营有限公司持有公司 9.21% 的股份，为公司实际控制人。

公司目前主要经营城市基础设施建设、纺织品产销（主要包括牛仔布的产销和服装制造加工）、安置房建设、土地一级开发业务及商品房开发业务等；同时，公司还积极对智能制造和大健康等领域进行对外投资并获取收益。

截至 2018 年末，公司总资产为 271.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 86.38 亿元，资产负债率为 68.24%；2018 年，公司实现营业总收入 67.58 亿元，净利润 7.60 亿元，经营活动净现金流 15.36 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司总资产 285.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）88.94 亿元，资产负债率 68.80%；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 11.90 亿元，净利润 0.99 亿元，经营活动净现金流 -9.09 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	黑牡丹（集团）股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券的发行总额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券的发行期限为 5 年期，附第 3 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
票面金额和发行价格	本期债券票面金额 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，利率一经确定后在本期债券存续期内不变。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，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	本期发行的募集资金在扣除发行费用后，拟用于置换发行人 2019 年 7 月 8 日已偿还“13 牡丹 02”回售部分的自有资金和偿还 2019 年 10 月 29 日到期的“13 牡丹 01”。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

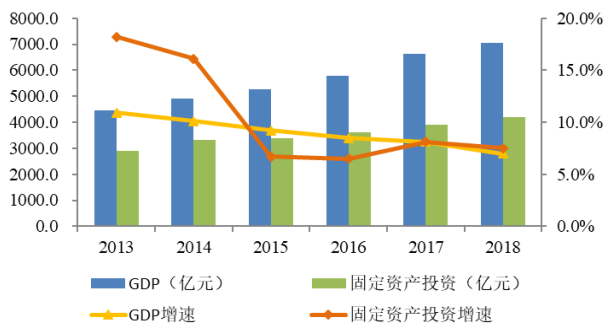
行业及区域经济环境

常州市区域发展概况

常州市位于江苏省南部，与上海、南京等距相望，与苏州、无锡联袂成片，构成苏锡常都市圈。全市面积 4,385 平方公里，辖天宁区、钟楼区、新北区、武进区、金坛区五个市辖区和溧阳市一个县级市。

2016~2018 年，常州市分别实现地区生产总值（GDP）5,773.9 亿元、6,622.3 亿元及 7,050.3 亿元，按可比价计算，较上一年分别增长 8.5%、8.1% 及 7.0%。其中，2018 年常州市实现第一产业增加值 156.3 亿元，同比下降 1.0%；实现第二产业增加值 3,263.3 亿元，同比增长 6.2%；实现第三产业增加值 3,630.7 亿元，同比增长 8.1%；全市三次产业增加值比例调整为 2.2:46.3:51.5。2018 年全市按常住人口计算的人均生产总值达 149,275 元，按平均汇率折算突破 2 万美元，达 22,558 美元。民营经济完成增加值 4,760 亿元，按可比价计算同比增长 7.4%，占地区生产总值的比重达到 67.5%，较上年提高 0.1 个百分点。2019 年 1-3 月，常州市累计实现地区生产总值 1,692.18 亿元，同比增长 13.42%。

图 1: 2013~2018 年常州市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源: 常州市国民经济和社会发展统计公报, 中诚信证评整理

固定资产投资方面, 近年来, 常州市固定资产投资规模进一步扩大, 且投资结构不断优化。

2016~2018 年常州市固定资产投资额同比分别增长 6.5%、8.1% 及 7.5%, 其中工业投资同比分别增长 9.2%、8.4% 及 7.1%; 服务业投资同比分别增长 2.7%、7.8% 及 7.8%。房地产市场方面, 2016~2018 年常州市房地产开发分别完成投资 446.7 亿元、479.1 亿元及 595.9 亿元, 同比分别下降 12.1%、增长 7.3% 及 24.4%。其中, 2018 年常州市商品房新开工面积 1,002.9 万平方米, 同比增长 7.7%, 住宅新开工 774.8 万平方米, 同比增长 26.7%。年末商品房待售面积 412.9 万平方米, 同比下降 2.5%, 住宅待售面积 104.6 万平方米, 同比下降 9.7%。2019 年 1-3 月, 常州市累计固定资产投资额同比增长 5.4%, 增速较上年回落 1.9 个百分点; 累计房地产开发投资额 162.9 亿元, 增速 47.3%。

财政收入方面, 2016~2018 年, 常州市分别完成一般公共预算收入 480.29 亿元、518.81 亿元及 560.33 亿元, 同比分别增长 3.0%、8.0% 及 8.0%, 其中, 税收收入分别为 383.19 亿元、431.36 亿元 489.38 亿元。其中, 2018 年增值税和营业税 (50%) 完成 218.1 亿元, 同比增长 8.6%; 企业所得税完成 81.1 亿元, 同比增长 24.3%; 个人所得税完成 33.3 亿元, 同比增长 21.1%。财政支出方面, 2016~2018 年, 常州市分别实现一般公共预算支出 508.11 亿元、551.55 亿元及 594.82 亿元, 同比分别增长 4.7%、8.6% 及 6.8%, 其中, 2018 年教育支出 102.4 亿元, 同比增长 4.6%, 社会保障和就业支出 66.3 亿元, 同比增长 9.5%, 住房保障支出 31.3 亿元, 同比增长 6.1%。2019 年 1-3 月, 常州市累计实现一般预算收入 157.3 亿元, 同比增长 25.8%。

表 2: 2016~2018 年常州市财政收支情况

项目名称	单位: 亿元		
	2016	2017	2018
一般公共预算收入	480.29	518.81	560.33
其中: 税收收入	383.19	431.36	489.38
非税收入	97.09	87.44	70.96
政府性基金收入	541.19	777.93	974.17
国有资本经营预算收入	1.74	2.19	4.70
一般公共预算支出	508.11	551.55	594.82
政府性基金支出	588.92	864.20	110.30
国有资本经营预算支出	1.38	2.03	3.10

资料来源: 常州市财政决算报告, 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。

新北区区域发展概况

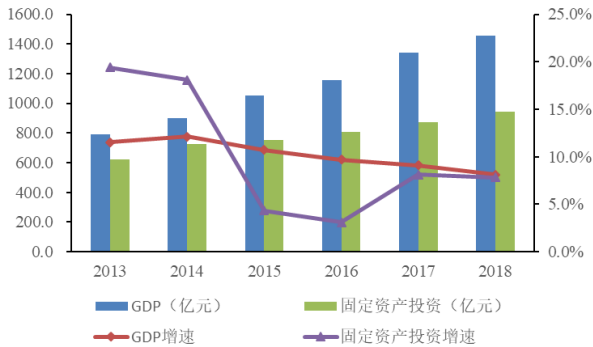
常州市新北区位于常州市城北, 东、北濒长江, 南至沪宁铁路。新北区与常州国家高新技术产业开发区 (以下简称“高新区”) 实行“两块牌子, 一套班子”的运行模式。高新区于 1992 年 11 月经国务院批准成立, 是最早成立的全国 52 个国家级高新区之一, 后经两次区域调整后, 地域面积扩大至 508.94 平方公里, 下辖 7 镇 3 街道, 常住人口 68.79 万人。

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, 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。

近年来, 新北区经济平稳增长。2016~2018 年新北区 GDP 分别为 1,155 亿元、1,340 亿元及 1,455 亿元, 按可比价计算, 较上一年分别增长 9.7%、10.7% 及 8.1%。其中, 2018 年新北区第一产业增加值同比增长 2.6%; 第二产业增加值同比增长 6.6%, 其中工业增加值同比增长 6.8%; 第三产业增加值同比增长 10.0%。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前茅。

2016~2018年，新北区固定资产投资同比分别增长3.1%、8.1%及7.8%。其中，2018年工业投入同比增长7.8%，服务业投入同比增长7.6%。房地产开发投资增长加快，2018年新北区实现房地产开发投资98.7亿元，同比增长21.9%。

图 2：2013~2018 年新北区 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：新北区国民经济和社会发展统计公报及政府工作报告，中诚信证评整理

在经济快速发展的同时，新北区财政实力也不断提升。2016~2018年，新北区分别实现地方一般公共预算收入103.58亿元、111.39亿元及120.87亿元，同比分别增长5.11%、8.58%及8.5%，其中税收收入分别为87.68亿元、96.41亿元及107.20亿元，占地方一般公共预算收入的比重分别为85.47%、86.55%及88.69%，财政收入质量较高。财政支出方面，2016~2018年，新北区一般公共预算支出分别完成58.22亿元、61.13亿元及68.87亿元，同比分别下降7.61%、增长4.99%及12.66%。

表 3：2016~2018 年新北区财政收支情况

项目名称	单位：亿元		
	2016	2017	2018
一般公共预算收入	102.58	111.39	120.87
其中：税收收入	87.68	96.41	107.20
非税收入	14.90	14.98	13.67
政府性基金收入	42.21	99.66	85.11
国有资本经营预算收入	0.00	0.13	0.15
一般公共预算支出	58.22	61.13	68.87
政府性基金支出	43.06	107.47	95.01
国有资本经营预算支出	0.00	0.00	0.15

资料来源：新北区财政决算报告，中诚信证评整理

总体来看，新北区经济发展态势良好，产业结构逐渐优化，为公司营造了良好的经营环境。

纺织行业概况

近年来受到内需增长趋缓、生产要素及成本持

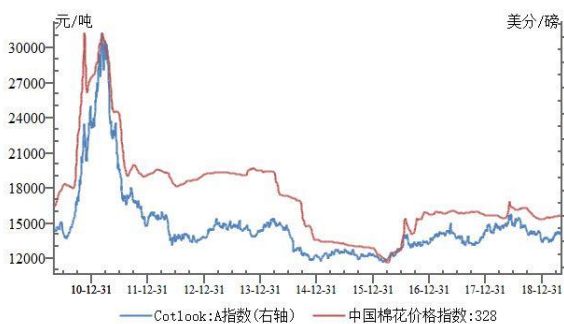
续上升等因素的影响，中国服装行业进入调整转型期。2018年，我国纺织行业面临的总体形势较为复杂，中美贸易摩擦升级、环保管控力度加大、国内生产要素价格上涨等问题都给纺织行业带来巨大的压力。纺织行业继续深化供给侧结构性改革，总体呈现高质量平稳发展。根据国家统计局和中国海关数据，2018年，全国3.7万户规模以上纺织企业实现主营业务收入53,703.5亿元，同比增长2.9%，增速较上年放缓1.3个百分点；实现利润总额2,766.1亿元，同比增长8.0%，增速较上年加快1.1个百分点；企业销售利润率为5.2%，较上年提高0.2个百分点。总体而言，2018年纺织行业经济运行态势基本正常，企业景气情况较为平稳。

出口方面，我国纺织出口的重点区域为欧盟、美国和日本，在进出口贸易量恢复性增长的带动下，我国纺织出口情况有所改善。根据海关数据，2018年纺织品服装出口总额达2,767.3亿美元，同比增长3.5%，增速较上年提高2个百分点。其中，纺织品国际竞争力稳定，累计出口总额1,190.98亿美元，同比增长8.12%，占纺织品服装出口总额的比重由上年的41.12%提高到43%。但是，近年来越南等东南亚国家纺织服装行业发展较快，加之其劳动力等成本更为廉价，对我国纺织品出口形成冲击，订单分流的压力增大；同时，中美的贸易摩擦给未来的纺织服装出口造成了一定的不确定性，全球经济贸易放缓的大背景下，我国纺服出口将持续承压。2019年1-3月，我国纺织品服装累计出口额为563.20亿美元，同比下降2.24%，其中纺织品累计出口额为268.95亿美元，同比增长3.91%。

从纺织品的主要原材料棉花市场来看，2018年全国棉花种植面积3,352.3千公顷（5,028.5万亩），同比增长4.9%；全国棉花单位面积产量1,818.3公斤/公顷（121.2公斤/亩），同比增长2.8%；棉花产需缺口由234.9万吨收窄至183.6万吨。库存方面，2018年国内棉花期末库存下降至650.3万吨，较上年减少177.5万吨，棉花供给不足问题愈发严重。从价格方面来看，自2014年4月起，国家取消临时收储政策，并且选择新疆作为直补试点对棉农实施直补，生产者按市场价格出售棉花。受

此影响，我国棉花价格持续下降。以中国棉花价格指数：328 为例，2016 年年初至 2016 年 4 月，该指数由 12,685.00 元/吨下降至 10,739.00 元/吨。而 2016 年 4 月以来，受到棉花产量下降、棉花种植周期、进口配额限制及游资炒作影响，我国棉花价格有所回升，截至 2019 年 3 月 28 日，棉花价格为 15,636 元/吨。整体来看，2018 年，受棉花种植面积减少、中美贸易摩擦、供给不足等因素影响，导致棉花价格不断上涨，纺织企业面临一定的成本上升压力。

图 3：国内外棉花价格走势



资料来源：WIND，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内，我国纺织品出口总体增速有所回升，但受中美贸易摩擦、供给不足等因素影响，导致棉花价格不断上涨，纺织企业面临一定的成本上行压力。

业务运营

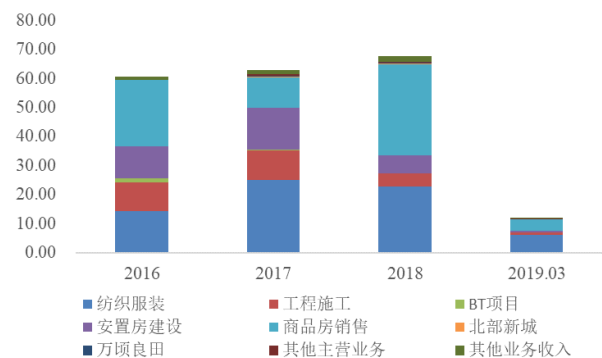
公司是集城市综合功能开发、牛仔面料和服装制造销售、创新产业投资新型业务为一体的国有控股型上市公司。目前业务涵盖城镇化建设、纺织服装和产业投资三大板块，其中城镇化建设业务主要包括土地前期开发、基础设施建设、安置房、商品房等；纺织服装板块主要包括纺织品贸易，牛仔布和服装的生产和销售等；投资板块目前主要对新兴行业内企业进行投资及投后管理，最终从项目退出中获得投资收益，项目退出方式包括但不限于独立上市、项目并购等，未来公司投资板块将重点关注对智能制造、大健康等领域的投资。

近年来，公司营业收入整体保持增长态势，2016~2018 年及 2019 年 1-3 月，公司实现营业收入分别为 60.75 亿元、62.89 亿元、67.58 亿元和 11.90 亿元。纺织服装、商品房销售、安置房建设和工程

施工业务是公司主要的收入来源，2018 年上述业务收入占比分别为 33.63%、46.76%、8.96% 和 6.82%。其中，公司城镇化建设中的各细分业务均因项目开发及结算具有明显的周期性，相关收入呈现波动；2017 年，受新北区房地产市场回暖等因素影响，公司当年商品房签约情况较好，而与此同时，2018 年，受这些项目集中交付等因素影响，公司当年房地产收入大幅增长，从而推升公司整体营收保持增长。

图 4：2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司营业收入构成

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

基础设施建设业务

公司的基础设施建设业务主要由其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。截至 2019 年 3 月末，黑牡丹建设的注册资本为 3.29 亿元，公司持有其 60.79% 的股份。

目前，黑牡丹建设主要承接新北区市政道路、管道、桥梁的基础设施及商业配套的开发建设。其业务模式包含三类，即代建模式、PPP 模式及 BT 模式，目前在手项目以前两类为主，BT 模式项目仅有一个且已竣工验收。账务处理方面，代建模式及 PPP 模式所产生收入计入工程施工收入，BT 项目则计入 BT 业务收入。2016~2018 年及 2019 年 1-3 月，公司工程施工业务分别实现营业收入 10.07 亿元、10.30 亿元、4.61 亿元和 0.78 亿元；同期 BT 项目实现收入 1.31 亿元、0.17 亿元、0.00 亿元和 0.00 亿元。

具体来看，代建模式下，黑牡丹建设自筹资金投入项目的开发建设，项目完工后由新北区政府或其下设机构进行回购（回购毛利率一般为 10%）。结算方面，项目建设完成并由第三方验收合格后，

由新北区财政局委托的专业机构对工程造价进行审定，黑牡丹建设根据之前签署项目建设协议书与新北区政府或其下设机构结算工程款，同时将项目移交给新北区政府或其下设机构。

项目建设方面，2016~2018年及2019年1-3月，公司主要的已完工但尚未回收全部款项的代建项目为四个，涉及总投资32.20亿元，均由委托方以建设成本加成毛利率10%回购，拟回购金额共计35.78亿元。截至2019年3月末已回购金额7.00亿元，2019年、2020年及2021年计划分别回款3.63亿元、2.25亿元和0.95亿元，按照新北区政府出具的“四年等额回款的函¹”，剩余金额预计在四年内回款完毕。

¹ 2015年7月，新北区财政局出具《关于将黑牡丹应收政府款项纳入新北区未来年度财政预算的函》，同意将黑牡丹集团及下属公司截至到2014年末以及2015年后开发建设的政府性投资项目所形成的应收账款纳入未来年度财政预算，并于确认之日起四年内等额支付；自2015年起，相关应收款项的资金占用费用率按照“常新党政办文【2014】685号”办文确定的利率（即银行一年期同期贷款基准上浮20%）执行，若全年资金占用率偏离公司政府性项目全年加权平均资金成本率5%以上，则相应调整当年资金占用费率。

表 4：2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司主要已完工市政工程项目情况

单位：亿元

项目名称	建设期间	总投资额	实际已投资额	拟回购金额	已回购金额	未来三年回购计划		
						2019	2020	2021
S122省道	2014.01-2016.10	25.62	11.62	28.47	4.02	2.54	1.51	0.70
河海路改造（晋陵路-东支路）	2014.10-2015.12	2.80	2.56	3.11	1.92	0.51	0.29	0.11
新龙湖音乐公园	2014.10-2016.03	2.99	1.65	3.32	0.73	0.45	0.37	0.13
井冈山路（S338-卫东路延伸段）	2013.09-2017.12	0.79	0.50	0.88	0.33	0.14	0.09	0.01
合计	-	32.20	16.33	35.78	7.00	3.63	2.25	0.95

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：表中部分项目总投资额和已投资额相差较大，主要系（1）项目立项时，为确保项目顺利完成，按照当时的材料价格和施工标准，可研报告中总投资额匡算金额较大，而项目完工后实际总投资比预计总投资有所下降；（2）项目虽已完工，但项目后续还需要验收且政府工程项目的付款周期一般较长，付款进度晚于施工进度，因此截至 2019 年 3 月末已投资额较小。

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司代建模式下主要在建项目包括北海中路（龙江路-通江路）、嫩江路（龙江路-春江路）、西海路（S239-X214）、赣江路（春江路-龙江路）和三江口公园配套道路等，上述项目计划投资总额 6.61 亿

元，累计已投资 4.31 亿元，未来仍有 2.30 亿元的资金支出需求。从未来投资计划来看，2019 年 4-12 月、2020 年及 2021 年计划投资金额分别为 0.25 亿元、0.19 亿元及 0.06 亿元。

表 5：截至 2019 年 3 月末公司代建模式下主要在建基础设施项目情况

单位：万元

工程名称	计划投资总额	已投资额	预计完工时间
北海中路（龙江路-通江路）	18,736.00	13,867.45	2019.12
嫩江路（龙江路-春江路）	19,676.35	20,243.67	2019.12
西海路（S239-X214）	10,706.33	2,382.84	2019.12
赣江路（春江路-龙江路）	9,072.00	5,629.33	2019.12
三江口公园配套道路	7,887.35	927.02	2019.12
合计	66,078.03	43,050.31	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，近年来为响应国家号召，公司对原有的基础设施建设模式进行业务转型，采用 BT 和 PPP 等多元化经营模式。

BT 项目方面，公司 2015 年承接了目前唯一一个 BT 项目——政泰路（机场路-388 省道），该项目总投资额约为 1.2 亿元，已于 2016 年 9 月完成竣工验收并顺利通车，2016~2018 年公司分别确认 BT 项目收入 1.31 亿元、0.17 亿元和 0 亿元。回款方面，该项目拟回购总金额为 1.53 亿元，目前已累计回款 0.72 亿元，2019 年 4-12 月、2020 年及 2021 年的回款计划分别为 0.34 亿元、0.32 亿元及 0.12 亿元。截至本报告出具之日，公司未承接其他 BT 项目。

PPP 项目方面，目前在手项目四个，均已入库，公司自筹资金作为社会资本方投入项目，按照签订

的 PPP 项目协议获取收益，四个项目涉及总投资 42.10 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 13.09 亿元，预计完工期间在 2020~2021 年之间，公司未来两年面临较大的 PPP 项目资金支出压力。具体项目来看：（1）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，项目内容主要包括奔牛镇路网提升改造工程、新龙国际商务城核心区路网完善工程、新孟河拓浚安置区配套道路工程、生命健康产业园道路完善改造工程、中央艺术公园一期及珠江路改造工程五大分类所含 17 个子项目，该项目计划总投资 12.22 亿元，运营期（不含建设期）10 年，项目全部投资税后内部收益率为 10%，黑牡丹建设将按照协议

分期收取建设费用和运营费用，目前一期 PPP 部分项目已施工进场且部分项目已完工。（2）2016 年 10 月，黑牡丹建设和三级子公司常州牡丹新龙建设发展有限公司（以下简称“牡丹新龙”）组成联合体取得了《常州市政府采购成交通知书》，成为常州市新北区“2015-2016 年重点基础设施二期 PPP 项目”成交单位，具体包括绿化、道路两大类工程的 13 个新建子项目，该项目计划总投资 17.01 亿元，运营期（不含建设期）10 年，项目全部投资税后内部收益率为 10%，黑牡丹建设和牡丹新龙按协议分期收取动迁服务费、可用性服务费以及运维绩效服务费等收益。（3）2017 年 4 月，黑牡丹建设和牡丹新龙收到《常州市政府采购中标通知书》，确认黑牡丹建设和牡丹新龙联合体为常州市新北区 2015-2016 年重点基础设施三期紫金山路（沪蓉高

速-S338）工程 PPP 项目的中标单位，项目建设内容包括道路、桥梁、市政管线、绿化、路灯、过路管涵及交通设施工程等，该项目计划总投资 5.93 亿元，项目运营期 8 年，联合体将取得可用性服务费以及运维绩效服务费等收益。（4）2017 年 8 月，常州黑牡丹置业有限公司（以下简称“黑牡丹置业”）和常州牡丹新兴建设发展有限公司（以下简称“牡丹新兴”）组成联合体收到《常州市政府采购成交通知书》，联合体取得了常州高新区（新北区）“两馆两中心”项目的成交单位，该项目为特许经营，采取 PPP 模式，建设内容为 1 幢 2 层综合楼、配套建设地下室，同步实施环境绿化、道路、广场及水电气等综合配套设施。项目计划总投资 6.94 亿元，项目运营期限为 15 年，联合体将取得可用性服务费以及运维绩效服务费等收益。

表 6：截至 2019 年 3 月末公司主要在建 PPP 项目情况

单位：万元

项目名称	内部收益率	总投资	已投资	预计完工时间
PPP一期	10%	122,209.19	40,400.85	2020.12
PPP二期	10%	170,128.00	75,237.68	2020.06
PPP三期 (紫金山路(沪蓉高速-S338)工程)	10%	59,260.92	12,418.91	2020.12
新北区两馆两中心PPP项目	10%	69,413.00	2,891.19	2020.09
合计	10%	421,011.11	130,948.63	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司基础设施建设板块运营相对平稳，在手项目较多，业务持续性具有一定的保障。但是，较大规模的项目投资需求致使公司面临一定的资金支出压力。

安置房业务

公司安置房建设主要由具备房地产开发二级资质的子公司黑牡丹置业负责。根据年度安置房建设计划，黑牡丹置业与新北区房屋拆迁管理办公室、新北区财政局签订安置房开发建设协议并对安置房项目进行投资建设；在达到交付安置条件前，黑牡丹置业与政府确定的项目拆迁主体签订《安置房认购协议》，协议约定项目建成后由拆迁主体在约定期限内进行回购（各项目不同），回购毛利率为 15%。

账务处理方面，安置房建设成本均由公司支付，计入存货。公司按当期双方结算情况确认主营

业务收入，同时结转成本。待实际收到工程款后冲减应收款项。

从经营状况来看，公司安置房施工面积受政府安置计划影响较大，回款情况则因项目完工时间和回购期限的不同而呈现波动。2016~2018 年及 2019 年 1-3 月，公司安置房项目的施工面积分别为 59.02 万平方米、55.49 万平方米、19.37 万平方米及 0 万平方米，同期售出面积分别为 27.18 万平方米、36.41 万平方米、13.45 万平方米及 1.24 万平方米，实际回款分别为 6.02 亿元、4.92 亿元、2.06 亿元及 0.29 亿元。

项目建设来看，2016~2018 年及 2019 年 1-3 月，公司已完工安置房项目包括怡景湾（安置房部分）、新景花苑四期、百馨西苑四期及香山福园四个项目，涉及总投资 24.47 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 18.43 亿元。根据回购协议，上述项目拟回购

金额合计 24.34 亿元，目前已回款 4.85 亿元，根据现有安置房项目的建设进度和回购计划，2019~2021 年政府计划回购款分别为 10.24 亿元、

4.38 亿元和 4.86 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司无在建及拟建安置房项目。

表 7：2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司主要已完工安置房项目情况

单位：亿元

项目名称	建设期间	回购期间	总投资额	已投资额	是否签订合 同或协议	拟回购 金额	已回购 金额	未来三年回购计划		
								2019	2020	2021
怡景湾（安置 房部分）	2014.06-2016.06	2016-2018	2.09	1.71	是	2.15	2.15	-	-	-
新景花苑四期	2015.03-2018.03	2018-2021	3.92	1.94	是	3.52	-	2.98	0.16	0.38
百馨西苑四期	2014.02-2017.06	2017-2021	14.83	12.78	是	15.06	2.6	6.28	3.14	3.04
香山福园	2016.12-2018.12	2018-2021	3.63	2.00	是	3.61	0.10	0.98	1.08	1.44
合计	-	-	24.47	18.43	-	24.34	4.85	10.24	4.38	4.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司安置房业务运营平稳，经营模式清晰；但该业务受政府政策及区内整体规划等因素的影响较大，业务持续性仍需关注。

商品房业务

公司商品房开发业务的承接主体主要为下属子公司常州绿都房地产有限公司（以下简称“绿都房地产”）、苏州丹华君都房地产开发有限公司（以下简称“丹华君都”）、常州牡丹景都置业有限公司（以下简称“牡丹景都”）、常州牡丹君港置业有限公司（以下简称“牡丹君港”）、黑牡丹置业以及浙

江港达置业有限公司（以下简称“浙江港达”）等。房地产开发业务模式主要包括自主开发及合作开发两种方式，展业范围系以常州为主的江浙区域。

截至 2019 年 3 月末，公司共开发完成了包括绿都 08 地块、绿都 03 地块、东城明居等在内的 9 个商品房项目，总建筑面积共计 145.73 万平方米，可销售面积共计 132.76 万平方米，总投资共计 73.04 亿元。同期末，共完成销售 113.44 万平方米，共取得签约销售额 95.56 亿元，目前已结转收入 88.92 亿元，销售进度整体较好。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司已开发完成商品房情况

单位：平方米、万元/平方米、万元

项目名称	开工	竣工	总投资	建筑面积	可售面积	已售面积	当年均价	签约金额	结转金额
绿都08地块	2010.05	2011.12	76,871.78	199,900.00	186,553.05	178,023.08	0.22	119,824.85	119,313.05
绿都03地块	2011.08	2013.12	101,176.70	267,539.00	246,829.56	217,346.07	0.21	128,446.15	128,088.44
绿都05地块	2011.06	2015.02	78,181.41	189,092.00	177,088.64	165,749.24	0.22	116,172.95	113,896.33
绿都04地块	2013.01	2014.11	27,181.38	48,111.00	41,581.39	880.68	-	2,899.68	2,892.54
绿都02地块	2016.04	2018.10	81,595.86	185,591.65	168,391.01	136,639.25	1.97	188,854.23	176,286.94
怡景湾	2014.04	2016.06	77,206.41	124,527.48	145,207.61	141,185.16	0.19	102,494.85	78,391.68
月亮湾	2012.07	2016.09	165,000.00	101,815.11	47,893.55	29,660.58	3.10	82,011.34	71,139.36
东城明居	2008.01	2012.09	37,300.00	120,112.00	111,329.00	102,138.00	-	48,281.84	48,279.65
牡丹欣悦湾	2017.03	2018.11	85,874.00	220,656.10	202,745.87	162,729.04	1.61	166,646.53	150,926.27
合计	-	-	730,387.54	1,457,344.34	1,327,619.68	1,134,351.10	-	955,632.42	889,214.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末公司目前在建商品房项目包括绿都 01 地块、黑牡丹常州科技园一期等 9 个项目，目前已规划项目总建筑面积共计 215.33 万平方米，总投资预计 122.30 亿元，截至 2019 年 3 月末，公司已完成投资 64.34 亿元，

剩余资金需求仍然较大。销售方面，截至 2019 年 3 月末，上述在建项目中已达到预售条件的项目 7 个，累计销售面积 76.36 万平方米，占到预售项目总建筑面积的比重为 35.46%，销售均价因项目性质不同而呈现一定差异。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司商品房在建项目概况

项目名称	开工时间	竣工时间	总投资(万元)	已完成投资(万元)	是否达到预售条件	目前已销售面积(平方米)	销售单价(元/平方米)	总建筑面积(平方米)
绿都 01 地块	2013.01	2019.09	234,071.00	196,614.50	是	484,522.03	9,785	595,317.78
绿都 10 地块	2018.09	2020.12	77,500.00	17,943.82	是	23,575.98	14,021	146,060.00
绿都 12 地块	2018.10	2021.09	23,000.00	8,034.93	是	6,023.62	16,545	39,047.00
黑牡丹常州科技园一期	2013.05	2021.10	122,257.00	24,630.00	是	47,533.58	6,190	311,639.00
黑牡丹常州科技园二期	2017.10	2019.10	60,475.90	13,567.00	否	-	-	156,090.29
牡丹三江公园	2018.06	2021.12	349,602.00	191,729.64	是	84,119.70	12,626	402,971.00
湖州太湖天地	2017.09	2019.11	90,000.00	70,437.34	是	117,804.35	11,465	162,366.08
湖州枫丹壹号	2018.11	2020.11	85,000.00	53,678.76	否	-	-	112,189.10
牡丹学府	2019.02	2021.05	181,129.00	66,783.07	是	-	-	227,603.00
合计	-	-	1,223,034.90	643,419.06	-	763,579.26	-	2,153,283.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司拟建商品房项目 2 个，涉及总投资约 32.95 亿元，已投资 8.57 亿元，预计于 2020~2022 年完工。

表 10：截至 2019 年 3 月末公司拟建商品房项目情况

项目名称	计划投资总额	已投资额	计划完工时间
			单位：万元
牡丹和府	82,895.82	48,314.51	2020.12
绿都万和城	246,625.00	37,361.99	2022.12
合计	329,520.82	85,676.50	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从整体的开发及销售情况来看，随着多个项目达到预售条件并进入集中销售期，公司近三年的年

销售面积持续上升。2016~2018 年及 2019 年 1-3 月，公司商品房项目完工面积分别为 43.60 万平方米、5.06 万平方米、40.62 万平方米和 0 万平方米，销售面积（不含预售）分别为 31.53 万平方米、12.67 万平方米、29.99 万平方米和 3.57 万平方米。销售价格方面，受房地产市场的回暖等因素影响，公司商品房销售均价呈现稳步上升，但受销售进度及交付时间等因素影响，公司当年商品房收入各年变动较大。同期，公司商品房销售收入分别为 22.67 亿元、10.48 亿元、31.60 亿元和 4.07 亿元。

表 11：2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司商品房项目开发及销售情况

年度	开发面积(平方米)	完工面积(平方米)	销售面积(平方米)	销售收入(万元)	区域占比(按销售面积计算)		证照办理
2016 年	944,397	436,034	315,324	226,655	常州	96.95%	齐全
					苏州	3.05%	
2017 年	1,237,102	50,620	126,675	104,769	常州	94.11%	齐全
					苏州	5.89%	
2018 年	1,952,183	406,248	299,944	316,047	常州	98.36%	齐全
					苏州	1.64%	
2019 年 1-3 月	1,702,403	0.00	35,739	40,675	常州	100.00%	齐全
					苏州	0.00%	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，2017 年以来公司土地储备增加较多，截至 2019 年 3 月末公司持有权益土地储备总面积 43.50 万平方米，主要集中在常州市和湖州市。伴随在建项目的推进及新拓展项目未来的陆续

投入，公司未来仍有持续且较大规模的资金需求。

表 12: 截至 2019 年 3 月末公司土地储备情况

单位: 个、万平方米、亿元、元/平方米

项目名称	2016	2017	2018	2019.03
新拓展项目	-	1	5	-
新增土地储备	-	13.53	30.36	-
新增土地金额	-	15.90	33.11	-
土地储备总面积	43.48	41.94	57.28	43.50
平均新增土地单价	-	11,749.06	10,902.32	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总的来看, 公司房地产开发业务存量项目继续推进, 销售情况较好。但是, 项目开发投入亦使公司未来资本支出压力增大, 且该业务易受房地产市场运行情况影响, 中诚信证评将持续关注公司商品房销售情况以及资金压力。

纺织服装业务

公司纺织服装业务包括纺织品贸易, 以及牛仔布和服装的生产销售, 其中纺织品贸易主要以内销业务为主; 牛仔布和服装的内销以珠三角、长三角地区和河南省为主, 外销则主要出口至日本及欧美地区。2016~2018 年及 2019 年 1-3 月, 公司纺织业务分别实现收入 14.25 亿元、25.03 亿元、22.74 亿元和 6.18 亿元, 其中 2017 年收入增幅较大, 主要系公司加大棉花、棉纱等纺织品贸易业务, 贸易收入大幅增长所致。

具体产品方面, 牛仔布系公司目前纺织品产销的主要产品, 此外还包括色织布和服装产品。其中, 色织布产品包括粗支色织绒布类、细支薄型类、色织中支类等, 品类较为齐全; 近年来, 根据市场情

况、竞争优势、公司战略等多方面的考量, 公司的色织布产品将逐渐向牛仔化发展, 将逐步减少单纯色织布产品的生产。而服装产品则包括牛仔裤、牛仔衬衫、牛仔裙、童裤等, 主要销往日本及欧美市场, 内销则以公司自主品牌 ERQ 为主, 主要是面对江苏和新疆地区。截至 2019 年 3 月末, 公司在全国拥有实体店 10 家, 其中加盟店 5 家, 自营店 5 家。

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、牛仔染色线、后整理等专用设备, 在面料开发、后整理等方面具备优势。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。

产销方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司拥有年产牛仔布 6,000 万米、牛仔服饰 800 万件(套)的生产能力, 牛仔布产能规模保持行业龙头地位。近年来, 公司依托牛仔布市场的地位优势, 顺应市场需求的增加, 加大了牛仔布的产销力度; 2017 年以来, 受服装市场依旧低迷的影响, 公司色织布及服装的产销均呈现下滑, 但二者占比较小。2016~2018 年及 2019 年 1-3 月, 公司分别生产牛仔布 5,000.25 万米、5,404.76 万米、6,259.00 万米和 983.57 万米, 生产服装 272.28 万件、242.23 万件、214.89 万件和 53.18 万件。同期, 公司分别销售牛仔布 4,886.24 万米、5,373.64 万米、6,223.08 万米和 527.22 万米, 销售服装 279.04 万件、260.58 万件、251.80 万件和 102.39 万件。

表 13: 2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司纺织产品产销情况

	2016	2017	2018	2019.Q1	
牛仔布	产量(万米)	5,000.25	5,404.76	6,259.00	983.57
	销量(万米)	4,886.24	5,373.64	6,223.08	527.22
	收入(亿元)	8.07	9.11	9.48	1.95
服装	产量(万件)	272.28	242.23	214.89	53.18
	销量(万件)	279.04	260.58	251.80	102.39
	收入(亿元)	1.44	1.42	1.46	0.58
色织布	产量(万米)	255.50	138.94	4.99	-
	销量(万米)	279.68	234.88	94.70	-
	收入(亿元)	0.38	0.25	0.15	-
纺织品贸易收入(亿元)	4.37	14.26	11.65	3.65	
营业收入合计(亿元)	14.25	25.03	22.74	6.18	
综合毛利率(%)	15.97	8.84	10.55	7.12	

注: 公司外发加工的产品计入销量, 但未计入产量中, 导致服装及色织布出现产量小于销量情况。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司纺织品生产所用的主要原材料为棉花，近年来业务规模的稳步推进促使公司对棉花原材料的需求不断增加。价格方面，棉花在牛仔布产品的生产成本中约占 60%~70%，占牛仔布服装生产成本的 50% 左右，其价格波动对公司纺织品产销的利润空间影响较大。近几年，受到棉花产量下降、棉花种植周期、进口配额限制及游资炒作影响，棉花价格有所上升。2016~2018 年及 2019 年 1-3 月，公司棉花采购量分别为 15,536.02 吨、15,559.06 吨、23,736.64 吨和 3,594.36 吨，采购均价分别为 11,851.79 元/吨、13,944.60 元/吨、13,682.57 元/吨和 15,006.96 元/吨。

表 14：2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司棉花采购情况

单位：吨、元/吨

项目名称	2016	2017	2018	2019.Q1
棉花采购量	15,536.02	15,559.06	23,736.64	3,594.36
棉花采购均价	11,851.79	13,944.60	13,682.57	15,006.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

贸易方面，2018 年，公司调整了贸易品种，缩减了部分毛利率较低的贸易品种，导致当期纺织品贸易收入有所下滑。2016~2018 年及 2019 年 1-3 月，公司实现棉花及棉纱等贸易业务收入分别为 4.37 亿元、14.26 亿元、11.65 亿元及 3.65 亿元，纺织品板块综合毛利率分别为 15.97%、8.84%、10.55% 及 7.12%。

整体来看，公司牛仔布行业龙头地位稳固，牛仔布产销量稳步增长；同期虽然公司纺织品贸易收入有所下滑，但纺织服装板块业务规模总体仍保持稳定。

其他业务

除上述业务外，公司还从事农田改造（即万顷良田项目）、土地一级开发、园区开发业务及创新业务。

（1）万顷良田项目

为促进农民居住向城镇集中，实现土地资源节约高效利用，公司于 2010 年 5 月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总面积 15.38 平方公里、计划投资总额 19.89 亿元的拆迁、安置、土地整理及基础设施工作，该项目已于 2016 年基本完工。截至 2018 年末，万顷良田项目

累计投资 23.44 亿元，回购方式按照成本加成毛利率 10% 的方式进行，项目累计已回款金额为 16.47 亿元，其中 2018 全年取得项目回购款 2.35 亿元。

（2）土地一级开发

土地一级开发业务方面，公司承担的土地一级开发项目为北部新城高铁片区一级开发业务。该项目系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土地前期开发项目的开发建设。根据常州市新北国土储备中心与公司签订的委托合同，公司负责自筹资金进行合同规定中相关地块的土地前期开发整理工作、拆迁安置补偿及工程建设。开发完成后，公司将获得土地前期开发总成本的 10% 作为工程收益确认收入；同时，公司还将获得土地出让净收益（土地出让收益扣除上级政府提取的各项基金及规费以及土地开发成本的 110% 后）的 50%。该项目于 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，总投资额约为 55.02 亿元。二阶段开发范围为二期开发地块，用地面积 13.35 平方公里，总投资额约为 39.69 亿元。截至 2019 年 3 月末，北部新城高铁片区项目累计完成拆迁 149.99 万平方米，累计投资 54.04 亿元，截至 2019 年 3 月已回款金额为 43.50 亿元（包含已回购本金 38.77 亿元和已回购工程收益 4.73 亿元）。

（3）园区开发业务

园区开发业务方面，主要系公司全资子公司常州黑牡丹科技园有限公司从事的黑牡丹常州科技园（以下简称“科技园”）开发业务。开发内容包括对科技园的建设、管理、实业投资、房屋销售和租赁经营等。2011 年 5 月，公司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》，同意公司根据产业转型升级的需要，将原纺织工业园中的制造业逐步转移出去，建设以新兴产业为定位的黑牡丹常州科技园。其中：（1）科技园一期，总面积 15.04 万平方米，建筑面积 31.16 万平方米，总投资 12.23 亿元，建设资金全部由公司自筹。科技园 1.1.1 期 2017 年末已完成竣工验收备案，周边各方面配套设施同步

完成，正式启动园区招商推广工作；科技园 1.1.2 期项目于 2016 年 11 月份开工建设，总建筑面积 57,459 平方米，2017 年底完工并竣工交付；科技园 1.2 期项目尚未有明确建设规划。（2）科技园二期，位于华阳路西侧、横塘浜路南侧、华阳西路东侧，项目用地 68,870 平方米，总建筑面积 156,090 平方米。其中地上建筑面积 137,740 平方米，地下部分建筑面积 18,853 平方米。建设内容包括 1#、2#、3#、4#、5#、6#、7#、8#、9# 车间、地下车库、门卫、绿化、安装水电气、给排水，建设环保设施及其它附属工程等，项目容积率 2.0，绿地率 16%，该项目估算总投资为 60,475.90 万元，又分二期进行开发。该项目于 2017 年 10 月开工，预计于 2019 年 10 月份开发完毕。

2016 年，公司对科技园的战略定位进行调整，在原来“打造有活力的绿色产业社区”概念定位的基础上，把园区产业定位进一步明确为“打造立足常州、辐射长三角的全产业链检验检测认证产业园”。目前，“中国常州检验检测认证产业园”已经挂牌成立，共有 SGS、日本波肯纺织检验、南京金域检测、中国出入境检验检疫协会等 80 多家机构注册及签约入驻。

从科技园销售情况来看，科技园 1.1.1 期项目总建筑面积 26,258 平方米，2018 年签约销售 662.8 平方米，2018 年结转销售收入 0.04 亿元，房屋出租面积 6,126.47 平方米，出租收入 120 万元；科技园 1.1.2 期项目总建筑面积 57,459 平方米，2018 年签约销售面积 1,086.84 平方米，结转销售收入 0.07 亿元，房屋出租面积 4,243.19 平方米，出租收入 192 万元。未来公司将进一步加快对科技园管理的深度和强度，帮助园区企业提供各类增值服务。

（4）创新业务

公司投资业务主要由全资子公司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，投资领域主要集中在智能制造、大健康、新材料等领域。截至 2019 年 3 月末，牡丹创投通过直接及间接方式参股股权投资，其中直接投资企业共 11 家，主要常州创动创业投资合伙企业（有限合伙）、江苏地标建筑节能科技有限公司、宜兴江

南天源投资咨询有限公司、浙江中车新能源科技有限公司、集盛星泰（北京）科技有限公司、常州德凯医疗器械有限公司、江苏金坛众合投资有限公司、常州金瑞碳材料创业投资企业（有限合伙）、宜兴江南天源创业投资企业（有限合伙）、中盈（常州）装配式建筑有限公司、常州中鉴检验检测认证产业园有限公司等，截至 2019 年 3 月末对外参股投资账面余额 2.66 亿元。整体来看，目前牡丹创投已投项目投资规模有限，其可贡献的投资收益规模较小。未来随着投资规模的扩大及相关投资项目的逐步退出，创新产业投资业务有望对盈利做出一定贡献，但其面临的不确定性风险同样值得关注。

综上所述，依托新北区经济发展水平的不断提高、公司在新北区域城镇化建设进程中的重要地位以及在牛仔布行业中的龙头地位等，公司各业务板块经营状况稳定，自主盈利能力较好。但是，公司作为新北区重要的城市开发主体，较多的建设项目使公司面临较大的资本支出需求，需关注其资金情况及款项回收情况。

公司治理及内控制度

公司根据公司章程设立股东会，股东会为公司最高权力机构，决定公司重大事项，依法行使职权。股东大会分为年度固定大会和临时股东大会，年度股东大会每年召开一次，于上一个会计年度结束后的六个月内举行。股东大会决议分为普通决议和特殊决议。股东大会作出普通决议，应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的 1/2 以上通过；股东大会作出特别决议，应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的 2/3 以上通过。

董事会对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人。公司董事会设立独立董事，独立董事人数不少于董事会人数的三分之一，独立董事遵照法律、行政法规及部门规章的有关规定选任。

监事会由 5 名监事组成，监事会设主席 1 人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一

名监事召集和主持监事会会议。公司设总裁一名，由董事会聘任或解聘。

同时公司还制定了财务管理制度、融资管理制度、内部控制制度和内部审计制度、信息披露管理制度等等内控制度，涵盖了公司经营管理活动的各个领域，明确了有关部门、岗位、人员在内部管理方面的职责和权限，以适应公司管理和发展的需要，保障各项业务活动健康运行。

总体来看，公司完善的管理制度对公司管理的科学有效运作，各项经营活动的合法合规，以及各类资产的安全性起到了保障作用。

财务分析

以下分析主要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 2016 年、2017 年及 2018 年度审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报告，其中 2016 年及 2017 年数据系分别采用 2017 年及 2018 年审计报告追溯调整的期初数。公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

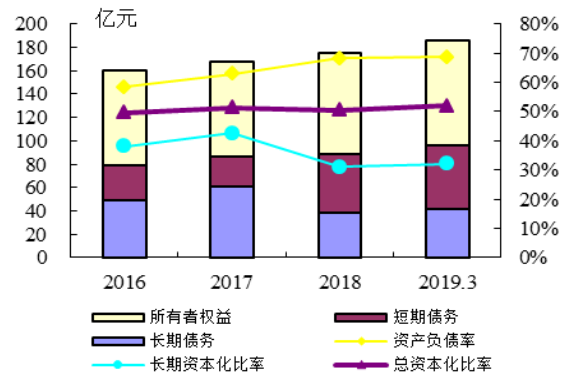
资本结构

近年来，随着在建项目的持续推进及新建项目的逐步增加，公司资产规模不断推升。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产总额分别为 193.56 亿元、220.82 亿元、271.98 亿元及 285.01 亿元。而随着工程量的增加，公司对外部融资的依赖加大，近年来负债规模随之上升。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总负债规模分别为 113.20 亿元、139.13 亿元、185.60 亿元及 196.08 亿元，其中 2018 年末总负债规模增幅较大，主要系商品房预售情况较好，预收房款增加所致。净资产方面，得益于公司较强的盈利能力，利润积累不断增强了公司的自有资本实力，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司净资产规模分别为 80.36 亿元、81.69 亿元、86.38 亿元及 88.94 亿元，其中 2018 年增幅较大，增幅主要来自于当年产生的未分配利润。

杠杆比率来看，由于公司近年来资金需求较大，因此资产负债率及总资本化比率近两年来处于

较高水平。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司的资产负债率分别为 58.48%、63.00%、68.24% 及 68.80%，总资本化比率分别为 49.73%、51.30%、50.60% 及 52.06%。

图 5：2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资本结构



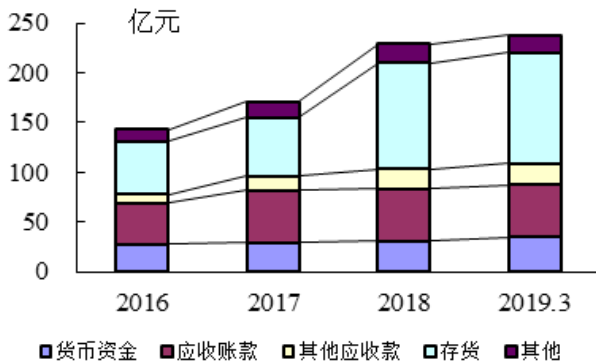
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动资产占总资产的比重分别为 73.80%、77.48%、84.16% 及 83.49%，非流动资产的占比分别为 26.20%、22.52%、15.84% 及 16.51%。

具体来看，公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款（不含应收利息和应收股利）和存货。货币资金方面，受益于公司相对较为畅通且多元的融资渠道、日常经营利润积累，同时为满足日常经营和投资所需，公司账面存在较大规模的货币资金，截至 2018 年末余额达 30.92 亿元。其中，因作为保证金而受限的金额为 4.98 亿元，占当期末全部货币资金比重为 16.12%。公司应收账款主要为应收常州市政府及下属部门建设工程款，受工程量增加等因素影响，近年来呈现较快增长态势。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应收账款分别为 42.14 亿元、52.57 亿元、52.47 亿元及 52.19 亿元。其他应收款（不含应收利息及应收股利）主要系应收政府款项及与子公司的往来款，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他应收款（不含应收利息及应收股利）规模分别为 8.45 亿元、13.66 亿元、20.13 亿元和 21.57 亿元。存货主要系安置房和商品房的开发成本和开发产品，以及纺织业务的原材料、在产品和产成品。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司存货规模分别为 53.19

亿元、59.33 亿元、106.42 亿元和 111.92 亿元，其中 2018 年增幅较大主要系土地储备及项目投入增加所致。

图 6：2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

非流动资产方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动资产分别为 50.71 亿元、49.72 亿元、43.08 亿元和 47.04 亿元，其中占比较大的包括可供出售金融资产、固定资产以及其他非流动资产。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司可供出售金融资产分别为 12.76 亿元、9.17 亿元、7.16 亿元和 0 亿元，主要为公司对符合国家战略和公司战略的实业企业的投资。2016 年，公司投资的江苏银行股份有限公司在上海证券交易所挂牌上市，公司由成本法转为公允价值计量，其股价的波动系近年来可供出售金融资产下降的重要原因之一；2019 年 3 月末可供出售金融资产为 0 亿元，主要系公司执行新金融工具准则，将可供出售金融资产列报于其他权益工具投资及其他非流动金融资产科目所致。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司固定资产账面价值分别为 9.56 亿元、8.53 亿元、7.98 亿元和 7.87 亿元，主要由房屋建筑物和通用设备构成，截至 2018 年末，公司固定资产中有 5.18 亿元因贷款抵押而受限，受限金额在固定资产中占比为 64.96%。其他非流动资产中核算的是北部新城项目和万顷良田项目支出，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司其他非流动资产分别为 20.81 亿元、21.63 亿元、15.90 亿元和 18.73 亿元。

负债方面，公司负债以流动负债为主。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动负债占总负债的比重分别为 54.22%、55.19%、78.39%

和 77.70%。公司流动负债主要包括应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。应付账款主要系应付房地产开发项目及道路建设工程款，近年来随着房地产开发项目及道路建设工程的完工结算而逐渐下降。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应付账款分别为 14.71 亿元、10.83 亿元、9.25 亿元和 5.78 亿元，账龄集中在 1 年以内。预收账款主要是预收房款及货款，公司商品房板块销售情况向好推升预收款项大幅增长。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司预收款项分别为 3.99 亿元、24.94 亿元、56.51 亿元和 60.11 亿元。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款及一年内到期的应付债券，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债分别为 13.38 亿元、17.44 亿元、35.29 亿元和 33.55 亿元。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他流动负债分别为 11.76 亿元、6.13 亿元、23.96 亿元和 23.39 亿元，主要系预提费用、短期应付债券和暂估土地增值税²。

非流动负债则主要包括长期借款和应付债券。长期借款主要由抵押借款、保证借款和质押借款构成，借款期限 3~15 年不等，借款单位主要包括银行等金融机构。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期借款分别为 12.46 亿元、33.02 亿元、16.41 亿元和 19.82 亿元。应付债券方面，伴随近年来公司直接融资渠道的拓宽，债券融资规模维持高位，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司应付债券余额分别为 30.00 亿元、22.61 亿元、20.36 亿元和 20.23 亿元。

表 15：截至 2018 年末公司应付债券明细

单位：亿元		
项目名称	发行规模	发行期限
2013 年公司债第二期	8.50	2016.07.08-2021.07.08
2018 年公司债第一期	5.00	2018.11.13-2020.11.13
境外债券	6.86	2017.10.24-2020.10.24

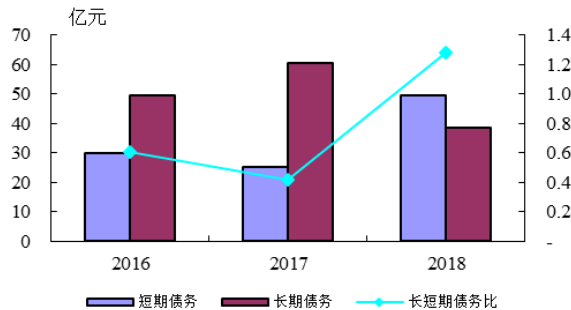
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司有息债务近年来快速增长，2016~2018 年末，公司总债务分别为 79.49 亿元、86.04 亿元和

² 由于土地增值税的实际征收情况存在不确定性，公司按房地产销售增值额的 30%至 60%累进税率计算后，将对应所暂估的土地增值税计入其他流动负债项目列示。

88.47 亿元。长短期债务比（短期债务/长期债务）持续下降，分别为 0.61 倍、0.42 倍和 1.28 倍，债务期限结构有待优化。

图 7：2016~2018 年末公司债务规模分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

到期债务方面，公司 2019 年 4-12 月、2020 年、2021 年及 2022 年到期债务分别为 39.35 亿元、25.53 亿元、20.39 亿元及 0.27 亿元。2019 年公司集中到付规模相对较大，公司面临的偿债压力需关注。

表 16：截至 2019 年 3 月末公司债务到期分布情况

单位：亿元

项目	2019.4~12	2020	2021	2022
到期债务	39.35	25.53	20.39	0.27

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司自有实力较强，杆杆比例相对合理。但伴随着业务规模的稳步扩张和开发项目的推进，公司负债规模增长较快，且较多的在建及拟建项目致使其存在一定的资本支出压力，未来资金筹措及融资资金偿还情况仍需关注。

表 17：2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司营业收入及营业毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	营业收入	毛利率	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	14.25	15.97	25.03	8.84	22.74	10.55	6.18	7.12
工程施工	10.07	10.04	10.30	9.10	4.61	12.96	0.78	12.24
BT 项目	1.31	19.71	0.17	100.00	-	-	-	-
安置房建设	11.12	12.57	14.46	13.81	6.05	15.94	0.55	13.49
商品房销售	22.67	26.49	10.48	32.94	31.60	54.31	4.07	62.86
北部新城	-	-	0.23	100.00	0.24	100.00	-	-
万顷良田	-	-	0.28	100.00	0.09	100.00	-	-
其他主营业务	0.07	50.53	0.42	63.33	0.51	70.38	0.14	-10.74
主营业务合计	59.50	18.46	61.36	15.55	65.85	33.00	11.72	26.89
其他业务收入	1.26	16.70	1.53	8.90	1.74	27.08	0.18	3.82
营业收入合计	60.75	18.42	62.89	15.39	67.58	32.85	11.90	26.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：本表所引用的 2016 年数据为 2016 年审计报告期末数据

盈利能力

如前文所述，公司主营业务收入主要来自纺织服装业务、工程施工业务、安置房建设及商品房销售收入。2016~2018 年及 2019 年 1-3 月，公司分别实现营业收入 60.75 亿元、62.89 亿元、67.58 亿元和 11.90 亿元。其中 2017 年商品房板块收入有所下降，主要系房地产交付周期影响所致，公司当年营业收入的增长主要来自于纺织服装板块贸易业务收入的增加；而受房地产市场回暖及结算周期等因素影响，2018 年公司商品房销售收入大幅提高（较上年提高 21.12 亿元），带动公司当年营业收入增长 7.46%。

综合毛利率方面，公司近年来营业毛利率水平呈现一定波动，2016~2018 年及 2019 年 1-3 月分别为 18.42%、15.39%、32.85% 和 26.53%，但整体仍维持在较高水平。公司营业收入中占比较大的主要系纺织服装业务、工程施工、安置房建设及商品房销售业务，因此综合毛利率亦受到上述板块业务运行情况影响较大。2018 年公司综合毛利率水平大幅上涨，其中商品房销售业务毛利率为 54.31%，较上年有所提升，主要原因系当年新北区房地产回暖，房价有所上涨；纺织服装业务毛利率为 10.55%，较上年上升 1.71 个百分点，主要系贸易品种调整所致；安置房建设业务毛利率基本维持在 15% 左右；工程施工业务近三年毛利率分别为 10.04%、9.10% 及 12.96%，较为稳定。

期间费用方面,2016~2018年及2019年1-3月,公司期间费用总计分别为2.35亿元、2.62亿元、3.46亿元和1.06亿元,费用收入占比分别为3.86%、4.16%、5.12%和8.88%。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2016~2018年及2019年1-3月,公司销售费用分别为1.02亿元、1.16亿元、1.46亿元和0.30亿元,逐年增加主要系房地产销售和纺织业务销售扩大,相应费用增加所致;同期,管理费用分别为1.73亿元、2.24亿元、2.54亿元和0.49亿元,主要包括管理人员工资及附加、折旧等。

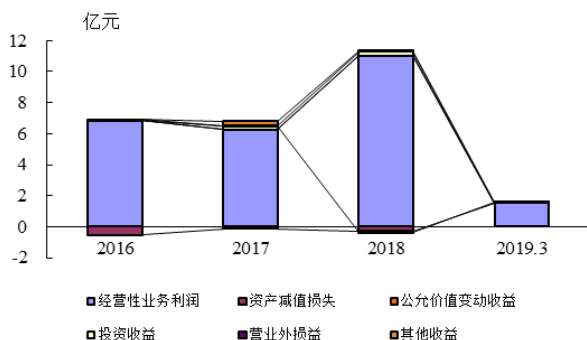
表 18: 2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司期间费用分析

单位: 亿元				
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	1.02	1.16	1.46	0.30
管理费用	1.73	2.24	2.54	0.49
研发费用	0.31	0.35	0.37	0.09
财务费用	-0.70	-1.13	-0.91	0.17
期间费用合计	2.35	2.62	3.46	1.06
费用收入占比	3.86%	4.16%	5.12%	8.88%

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 主要由经营性业务利润构成, 投资收益亦提供了一定的补充。2016~2018年及2019年1-3月, 公司利润总额分别为63,973.64万元、66,796.27万元、109,290.00万元和15,583.37万元, 其中经营性业务利润分别为68,388.96万元、62,542.11万元、110,191.98万元和15,172.39万元, 是公司利润总额的主要部分; 投资收益分别为36.87万元、2,207.78万元、2,635.59万元和36.59万元, 主要系持有理财产品(包括保本理财、证券公司理财等)取得的投资收益。

图 8: 2016~2018 年及 2019 年 1-3 月公司利润总额构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司主业清晰, 近年来营业收入快

速增长, 经营性业务利润对利润总额的贡献较大, 公司整体盈利能力强。

偿债能力

现金流方面, 2016~2018年公司经营活动净现金流量分别为0.74亿元、9.13亿元和15.36亿元, 增长主要系商品房良好的销售情况以及工程建设、安置房回款增加所致, 而随着公司城镇化建设及商品房销售业务投资支出加大, 2019年1-3月公司经营活动净现金流减少为-9.09亿元。2016~2018年及2019年1-3月, 公司经营活动净现金流/总债务分别为0.01倍、0.11倍、0.17倍和-0.40倍, 经营活动净现金流/利息支出分别为0.24倍、2.42倍、3.48倍和-9.44倍。

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利息支出和利润总额构成。2016~2018年, 公司 EBITDA 分别为8.41亿元、9.42亿元和14.02亿元。近年来, 公司营收稳步增长、经营性业务盈利水平较高推升利润总额上升; 此外, 随着各个业务板块规模不断扩大, 公司有息债务规模上升, 使得利息支出不断上涨, 同期公司费用化利息支出分别为1.15亿元、1.58亿元和1.85亿元。

偿债指标方面, 伴随公司获现能力的提升, EBITDA 对债务本息的覆盖情况较好。2016~2018年, 总债务/EBITDA 分别为9.45倍、9.13倍和6.31倍; EBITDA 利息倍数分别为2.78倍、2.50倍和3.17倍。

表 19: 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务(亿元)	79.48	86.04	88.47	96.58
资产负债率(%)	58.48	63.00	68.24	68.80
总资本化比率(%)	49.75	51.30	50.60	52.06
经营活动净现金流(亿元)	0.74	9.13	15.36	-9.09
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.11	0.17	-0.40
经营活动净现金/利息支出(X)	0.24	2.42	3.48	-9.44
EBITDA(亿元)	8.41	9.42	14.02	-
总债务/EBITDA(X)	9.45	9.13	6.31	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.78	2.50	3.17	-

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司与各大金融机构保持了良

好合作关系，融资渠道较为顺畅。截至 2019 年 3 月末，公司获得各银行及金融机构授信总额人民币 98.35 亿元，其中尚未使用额度为 47.20 亿元，备用流动性较充足。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 32.74 亿元，占当期总资产的比重为 11.49%，主要系货币资金因作为保证金受限，以及存货、固定资产和投资性房地产因用于抵押贷款而受限。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保。对子公司担保方面，截至 2019 年 3 月末，公司对子公司担保余额为 21.21 亿元。

总体来看，随着公司业务发展的稳步推进，外部融资规模随之增长，短期偿债压力较大。但考虑到公司融资渠道较为畅通，且经营性业务获利能力增强，获现能力对债券本息的覆盖能力较好，整体偿债能力很强，信用风险很低。

结 论

综上，中诚信证评评定黑牡丹（集团）股份有限公司主体级别为 **AA⁺**，评级展望稳定；评定“黑牡丹（集团）股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AA⁺**。

关于黑牡丹（集团）股份有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

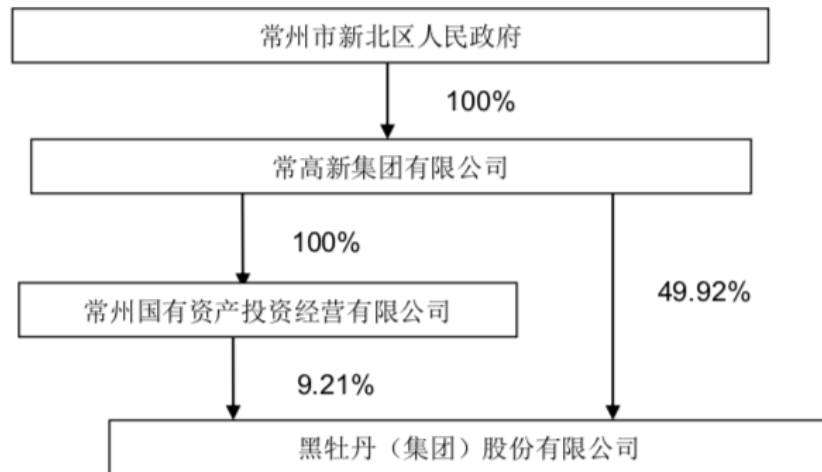
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

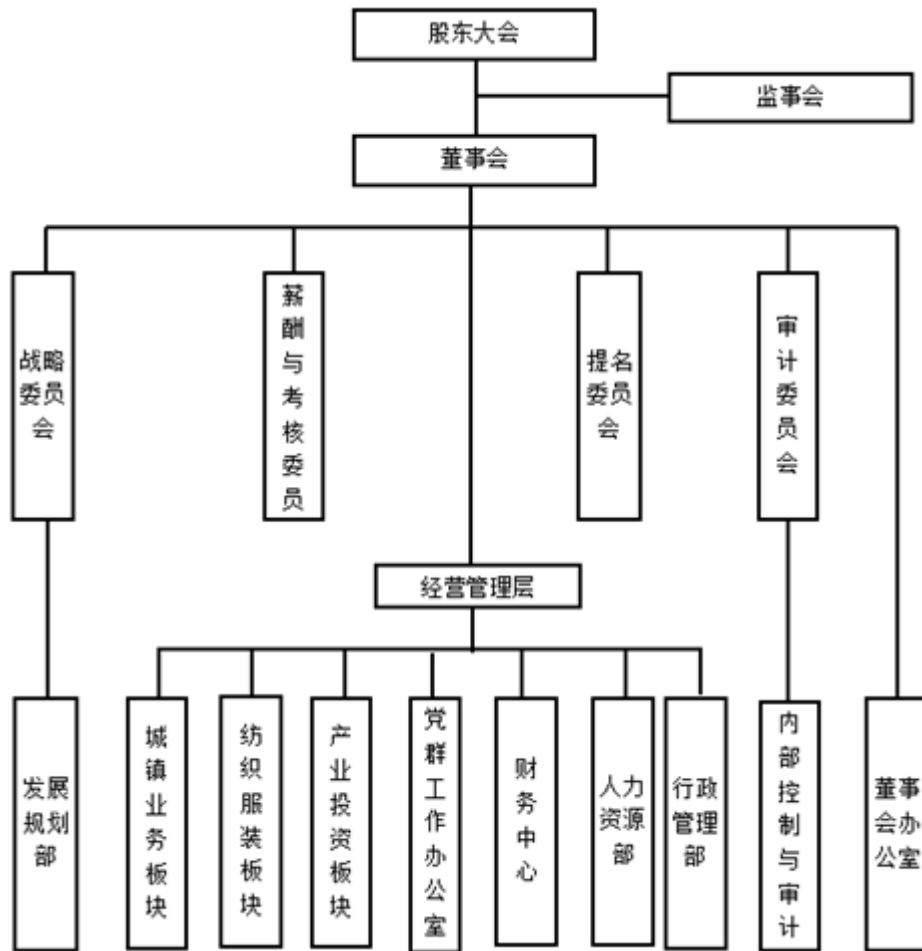
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：黑牡丹（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：黑牡丹（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	273,021.39	295,962.68	309,227.28	348,453.27
应收账款净额	421,449.38	525,717.08	524,666.18	521,884.84
存货净额	531,936.78	593,251.99	1,064,155.29	1,119,232.15
流动资产	1,428,487.52	1,711,011.69	2,288,995.06	2,379,711.63
长期投资	128,428.66	112,737.91	92,257.80	20,701.20
固定资产合计	141,197.33	134,942.22	133,496.78	131,693.67
总资产	1,935,564.93	2,208,231.52	2,719,763.38	2,850,127.27
短期债务	300,228.13	254,140.82	496,959.62	545,200.00
长期债务	494,614.30	606,250.85	387,698.28	420,571.89
总债务	794,842.44	860,391.67	884,657.90	965,771.90
总负债	1,131,972.55	1,391,291.55	1,856,013.16	1,960,765.74
所有者权益（含少数股东权益）	803,592.37	816,939.96	863,750.23	889,361.52
营业总收入	607,537.72	628,921.95	675,831.22	118,992.62
费用前利润	91,888.96	88,710.51	144,790.90	25,736.48
投资收益	36.87	2,207.78	2,635.59	36.59
净利润	45,349.24	45,947.93	75,952.61	9,876.68
EBITDA	84,033.51	94,222.45	140,230.71	-
经营活动产生现金净流量	7,358.54	91,307.32	153,636.50	-90,901.09
投资活动产生现金净流量	-1,422.39	-63,521.03	40,054.71	-346.54
筹资活动产生现金净流量	-69,849.01	10,756.94	-191,552.94	125,027.37
现金及现金等价物净增加额	-63,007.44	35,937.61	1,351.87	32,853.51
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	18.42	15.39	32.85	26.53
所有者权益收益率（%）	5.64	5.62	8.79	4.44
EBITDA/营业总收入（%）	13.82	14.98	20.75	-
速动比率（X）	1.46	1.46	0.84	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.11	0.17	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	0.36	0.31	-
经营活动净现金/利息支出（X）	0.24	2.42	3.48	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.78	2.50	3.17	-
总债务/EBITDA（X）	9.46	9.13	6.31	-
资产负债率（%）	58.48	63.00	68.24	68.80
总资本化比率（%）	49.73	51.30	50.60	52.06
长期资本化比率（%）	38.10	42.60	30.98	32.11

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、2016年及2017年数据系分别采用2017年及2018年审计报告追溯调整的期初数；

3、2016~2018年及2019年一季度已将其他流动负债中的短期应付债券全部调整至短期债务；将其它非流动负债中付息项调整至长期债务；

4、2019年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

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

费用前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 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

费用收入比 = (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)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)

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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

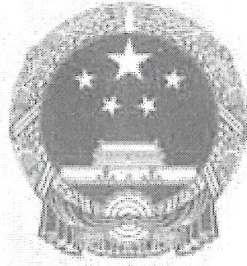
等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

(副本)

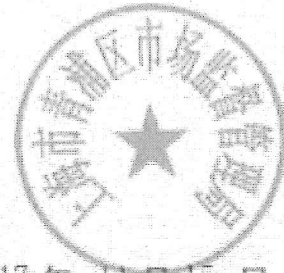
统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150322

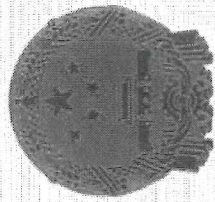
名称 诚信证券评估有限公司
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
 住所 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币5000.0000万元整
 成立日期 1997年8月20日
 营业期限 1997年8月20日至2027年8月20日
 经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2017年11月15日



“第一期”项目使用
公司债券

中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

中诚信证评股份有限公司
(集团) 股份有限公司

公司名称: 中诚信证评股份有限公司

业务许可种类: 证券市场资信评级

法定代表人: 闫衍

注册地址: 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邵新惠，证件号码:370831199201262465，于2015年04月26日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201505311881085031



仅限“黑牡丹（集团）股份有限公司公开发行2019年公司债券（第三期）”项目使用



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邵新惠，证件号码:370831199201262465，于2015年06月27日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201507312483398031





仅限“黑牡丹（集团）股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”项目使用

