



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪295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“2013年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第一期）”和“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，维持贵公司主体信用等级AA，评级展望稳定；维持“2013年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第一期）”债项信用等级为AA，维持“2013年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）”债项信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月十六日

2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司 公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

债券名称	2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第一期）		
发行主体	黑牡丹（集团）股份有限公司		
发行规模	人民币 8.5 亿元		
存续期限	2014/10/29-2019/10/29		
上次评级时间	2016/6/15		
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

债券名称	2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）		
发行主体	黑牡丹（集团）股份有限公司		
发行规模	人民币 8.5 亿元		
存续期限	2016/7/8-2021/7/8		
上次评级时间	2016/5/19		
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	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	49.97	69.79	80.27	81.49
总资产（亿元）	160.34	183.92	193.30	193.49
总债务（亿元）	79.91	78.93	79.48	82.33
营业总收入（亿元）	52.75	43.23	60.75	16.59
营业毛利率（%）	16.71	17.74	18.42	14.13
EBITDA（亿元）	5.56	5.61	8.40	-
所有者权益收益率（%）	6.39	4.04	5.65	4.46*
资产负债率（%）	68.84	62.05	58.48	57.88
总债务/EBITDA（X）	14.38	14.08	9.46	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.74	1.69	2.78	-

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、2017 年一季度带“*”财务指标已经年化处理

基本观点

跟踪期内，常州市经济实力和财政实力持续增强，为当地基础设施建设提供有力保障，黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）作为常州市新北区城市综合开发业务建设主体，区域竞争优势突出，城镇化建设业务收益水平保持稳定；且商品房销售业务和纺织服装业务收入和盈利规模快速增长，公司整体业务规模和盈利水平提升。同时，当年受益于参股公司江苏银行股份有限公司上市，公司确认大规模其他综合收益，进一步夯实资本实力，资产负债率持续下降，资本结构进一步优化。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司资本支出压力加大、城镇化建设业务受区域财政实力、房地产调控及市场景气度影响较大等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

综合上述因素，中诚信证评维持公司主体信用等级 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）”信用等级 AA，维持“2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）”信用等级 AA。

正面

- 区域经济稳步增长，财政实力增强。2016 年常州市新北区 GDP 为 1,155.03 亿元，同比增长 10.00%，约占当年常州市 GDP 的 20%；同期，新北区实现地方一般公共预算收入 102.58 亿元，同比增长 5.11%，新北区经济综合实力稳步攀升，已经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。

分析师

米五元 yymi@ccxr.com.cn

胡培 phu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月16日



- 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，且进一步打造包含牛仔面料、服装成品、品牌运营在内的一体化产业链，近年业务规模稳步增长。
- 商品房销售收入大幅增长，对公司营业总收入增长形成良好支撑。2016年，公司房地产开发项目怡景湾商品房及绿都万和城部分地块集中交付确认收入，使全年商品房销售收入大幅增长474.37%至22.67亿元，带动全年营业总收入同比40.52%增长至60.75亿元。

关注

- 随着区域城镇化进程的加快，公司未来面临一定的资本支出压力。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。
- 公司城镇化建设业务现金回收速度及业务规模与新北区财政实力、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。

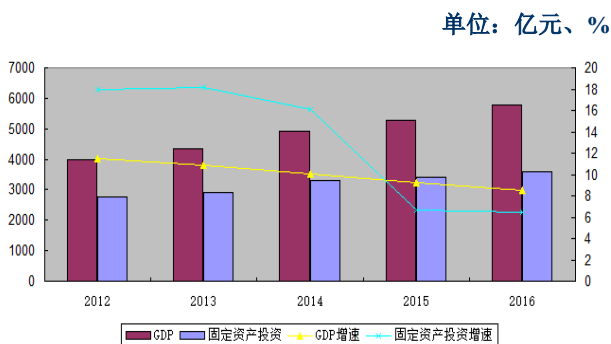
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

跟踪期内，常州市经济总量保持平稳增长，财政收入增速虽有所放缓，但地方财政仍较充足，可为保障和持续改善民生、促进经济转型等提供稳定的资金保障

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。2016年，常州市实现地区生产总值（GDP）5,773.9亿元，按可比价计算，同比增长8.5%。其中，第一产业增加值152.7亿元，同比下降0.9%；第二产业增加值2,682.3亿元，同比增长7.4%；第三产业增加值2,938.9亿元，同比增长10.1%。2016年全市按常住人口计算的人均生产总值达122,721元，按平均汇率折算达18,476美元。2016年全市三次产业增加值比例调整为2.6:46.5:50.9，全年服务业增加值占GDP比重提高1.4个百分点，民营经济完成增加值3,882.3亿元，按可比价格计算，同比增长8.6%，占地区生产总值的比重为67.2%。

图1：2012~2016年常州市GDP、固定资产投资及增速



资料来源：常州市财政局，中诚信证评整理

固定资产投资方面，2016年，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年全市完成固定资产投资3,605.1亿元，增长6.5%，其中工业投资1,918.5亿元，增长9.2%，服务业投资1,681.5亿元，增长2.7%。全市高新技术产业完成投资891.2亿元，增长8.8%。全年房地产开发投资446.7亿元，比上年下降12.1%；商品房施工面积3,388.9万平方米，比上年下降14.2%，其中新开工面积514.3万平方米，下降19.4%；年末商品房待售面积535.3万平方米，比上年末减少97.5万平方米。

2016年，常州市财政收入增速放缓，全年完成

一般公共预算收入480.3亿元，同比增长3%，增速较2015年下降4.5个百分点，其中税收收入383.2亿元，增长2.5%，税收占比79.8%。主要税种中，增值税及营改增增值税完成132.5亿元，营业税完成55.2亿元，企业所得税完成51.3亿元。

支出方面，2016年，全年一般公共预算支出505.5亿元，增长4.2%。常州市在保障和改善民生方面的投入继续加大，2016年，全市教育支出83.5亿元，社会保障和就业支出56亿元，医疗卫生支出43.2亿元，科学技术支出27.4亿元，同时，政府加大了在群众文体生活、安居工程、养老事业和人居环境等民生事业上的投入。充足的地方财政为改善民生、促进经济转型等提供了稳定的资金保障。

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。

常州市新北区经济增速回升，财政收入较上年有所增长，政府性基金收入及上级转移支付对区域财政收入起到一定的补充作用

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。2016年新北区GDP为1,155.03亿元，同比增长10.00%，约占当年常州市GDP的20%；全社会固定资产投资为807.5亿元，同比增长3.1%。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。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 2015 年的 1.7:53.8:44.5 优化为 2016 年的 1.6:52.5:45.9。

在经济快速发展的同时，新北区财政实力也不断提升。2016 年，新北区实现地方一般公共预算收入 102.58 亿元，同比增长 5.11%；其中增值税、营业税和企业所得税收入合计占比为 58.95%；一般公共预算收入增幅位列常州市第二，高于常州市平均 0.02 个百分点占常州市一般公共预算收入比例的 21.99%。

表 1: 2014~2016 年新北区地方财政收支情况

单位: 亿元

	2014	2015	2016
财政总收入	268.45	205.32	215.43
地方一般公共预算收入	89.32	97.59	102.58
基金预算收入	111.94	36.63	42.21
其中: 土地出让金	105.07	35.68	39.29
转移支付	10.65	16.4	-
财政总支出	166	101.66	101.28
地方一般公共预算支出	54.59	63.02	58.22

资料来源: 常州市新北区财政局, 中诚信证评整理

2016 年, 新北区基金预算收入为 42.21 亿元, 同比下降 15.23%。其中国有土地使用权出让金为 39.29 亿元, 占新北区财政总收入的比例为 18.24%, 对新北区财政收入有较大支撑。同期, 新北区财政总支出和地方一般公共预算支出分别为 101.28 亿元和 58.22 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, 2016 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)为 176.19%, 财政平衡能力很强。

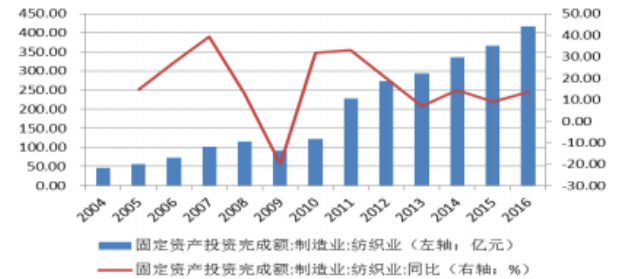
总体来看, 新北区经济发展态势良好, 财政实力较强, 一般公共预算收入近年来实现稳定增长, 且主要来自税收, 结构合理, 财政风险较小。

纺织服装行业存在较强的周期性, 受宏观经济下行、终端需求不振及生产成本上涨的不利因素影响, 我国纺织服装行业产销增速放缓, 持续处于低盈利状态, 行业存在一定运行压力

纺织行业是国民经济发展的主要支柱产业之一, 近年来我国的纺织行业不断发展, 纺织业固定

资产投资规模不断增加。2016 年纺织业固定资产投资完成额为 415.93 亿元, 同比增长 13.50%, 增速较上年增加 4.5 个百分点。

图 2: 2004~2016 年纺织业固定资产投资完成额和增速情况



资料来源: WIND, 中诚信证评整理

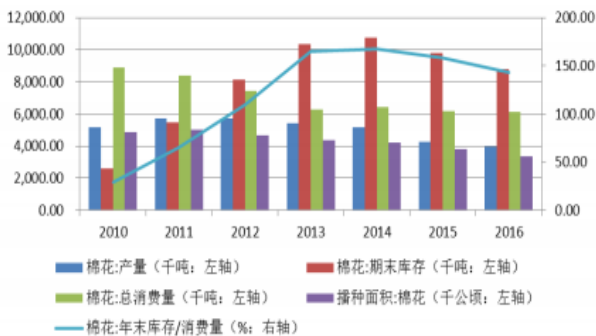
2016 年末中国城镇人口达 7.93 亿人, 2016 年我国城镇居民人均可支配收入及消费性支出分别为 33,616 元和 23,079 元, 同比分别增长 7.8% 和 7.9%, 居民收入水平的提高为增加纺织品消费需求创造了一定良好条件, 但受居民消费结构中居住、医疗等支出占比逐年增大影响, 2012 年以来我国城镇居民人均衣着消费性支出占城镇居民人均消费性支出比重持续下滑, 2016 年该比重降低至 7.53%。

出口方面, 我国纺织出口的重点区域为欧盟、美国和日本。近年东南亚国家货币贬值力度较大, 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且国际贸易商会考虑人民币贬值因素而压低价格。受此影响, 2014 年以来我国纺织出口总额有所下降, 2016 年我国服装及衣着附件出口金额为 1,578.19 亿美元, 同比下降 9.4%; 纺织纱线、织物及制品出口金额为 1,050.47 亿美元, 同比下降 4.1%。另外, 近年来中美贸易摩擦不断, 贸易不平衡、纺织品特保、对华反倾销等问题构成了中美贸易摩擦的主要内容, 同时特朗普政府实施的“制造业回归”政策, 也将对我国贸易环境产生一定的不确定性。受消费结构调整和对外出口金额减少的影响, 我国纺织行业发展有所放缓。据国家统计局数据, 2016 年纺织行业规模以上企业工业增加值同比增长 4.9%, 低于上年同期增速 1.4 个百分点。2016 年纺织业主营业务收入 40,869.70 亿元, 同比增长 3.9%, 增速较上年回落 1.5 个百分点。实现利润总额 2,194.10 亿元, 同比增长 2.5%, 增速较上年回落 1.6 百分点; 销售利润率为 5.37%, 较上年略有下降。总体而言, 2016 年纺织业产业结构调整加速, 部分

落后企业被淘汰，整体行业存在一定运行压力。

2016 年国内棉花播种面积为 337.61 万公顷，较上年减少 42.06 万公顷，全年棉花产量为 395.70 万吨，较上年减少 29.80 万吨。从棉花库存来看，2016 年末棉花库存为 876.50 万吨，较上年下降 101.50 万吨，库消比也由上年的 1.58 下降为 1.43。近年来，我国棉花产量下降，国内棉花供给减少。

图 3：2010~2016 年我国棉花供需情况



资料来源：WIND，中诚信证评整理

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：527 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 2017 年 3 月 23 日，价格为 14,886.00 元/吨。整体来看，2016 年我国棉花价格波动较大。

图 4：国内外棉花价格走势图



资料来源：WIND，中诚信证评整理

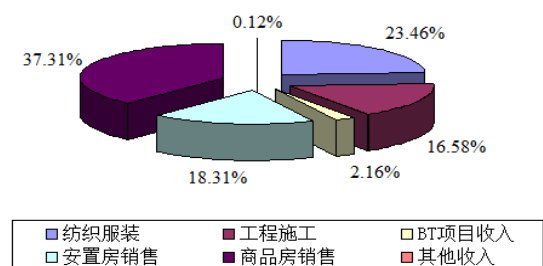
总体来看，随着内需增长趋缓以及生产要素成本上升，中国纺织行业增速放缓，纺织企业面临的生产压力有所加大，拥有完整产业链以及规模优势的企业具有较强的竞争力。

业务运营

目前公司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常州市北部新城高铁片区土地前期开发业务、新北区万顷良田建设项目工程施工（项目已于 2015 年基本完成，2015 年确认工程项目收益约 0.30 亿元，2016 年获得项目现金回购款 4.45 亿元）、城市基础设施建设、安置房建设及房地产开发等；纺织服装板块主要包括纺织品贸易、牛仔布、色织布和服装的销售业务等；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。

2016 年，公司营业总收入主要来源于商品房销售、纺织服装、安置房建设、工程施工和 BT 项目业务收入，上述各项占当期营业总收入比重分别为 37.31%、23.46%、18.31%、16.58% 和 2.16%。当年，公司房地产开发项目苏州丹华君都项目、怡景湾商品房、科技园、绿都万和城和东城明居项目地块集中交付确认收入，使全年商品房销售收入大幅增长 474.37% 至 22.67 亿元；同时，当期纺织品贸易业务规模扩张，带动公司全年营业收入同比快速增长 40.52% 至 60.75 亿元。

图 5：2016 年公司营业收入分产品构成



资料来源：公司 2016 年年报，中诚信证评整理

随着区域城镇化建设业务的快速推进，公司在建城镇化建设项目较多，政府回购款和商品房销售回笼资金的陆续到位为后期业务开展提供一定支撑，但资金回笼受新北区财政实力、房地产调控政策及市场景气度影响较大，资金压力仍存

公司城镇化建设主要由常州黑牡丹建设投资

有限公司（以下简称“黑牡丹建设”）、常州黑牡丹置业有限公司、常州新希望农业投资发展有限公司、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”）负责，主要包括土地一级开发、市政道路和基础设施建设、安置房建设以及商品房开发等业务。

土地一级开发方面，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建设。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55.00亿元。公司负责该项目前期开发建设支出，并可获得相关地块土地前期开发总成本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¹与公司结算，并与常州市新北区政府/常州国家高新技术产业开发区管委会对该地块土地出让净收益按照50%：50%的比例进行分成。目前项目正在重点开展拆迁工作，公司配合国土部门进行各所属乡镇的土地补偿，2016年协议拆迁30户，面积6,361平方米，补偿金额931万元。截至2016年末，北部新城高铁片区项目累计完成拆迁131.11万平方米，累计投资45.62亿元，全年取得项目现金回购款4.50亿元。

城市基础设施建设方面，2016年，公司城建业务全年建设完工道路38.92公里、河道2.28公里和河道驳岸2.2公里，完工绿地面积191.53公顷，建成公园面积17.35公顷，全年取得基础设施建设项目现金回购款合计5.70亿元。2016年，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模式、代建模式和PPP模式等多元化经营模式。其中公司承接的首个BT项目-政泰路（机场路-388省道）已于2016年9月完成交工验收并顺利通车，全年确认收入1.31亿元；2016年4月黑牡丹建设与常州市新北区政府签订了

了《常州市新北区2015-2016年重点基础设施一期PPP项目特许经营协议》，该项目计划总投资12.22亿元，建设周期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，目前一期PPP部分项目已施工进场；2016年11月黑牡丹建设和牡丹新龙组成联合体与常州市新北区政府签订了《常州市新北区2015-2016年重点基础设施二期PPP项目特许经营协议》，该项目总投资17.01亿元，建设期3年，各个子项目运营期限均为10年，联合体将取得动迁服务费、可用性服务费以及运维绩效服务费等收益；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。截至2016年末，公司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）、紫金山路（S338-江堤南）、井冈山路（S338-卫东路延伸段）、西海路（S239-X214）、乐山路（辽河路-嫩江路）和三江口公园配套道路等，以上项目计划投资总额合计为8.81亿元，截至2016年末累计投资2.96亿元。

¹ 公司同意以每年2月、5月、8月和11月的月底为结算基准日，协助常州市新北区政府对公司在该等计算基准日之前三个月内对该地块投入的土地前期开发成本进行审定。

表 2: 截至 2016 年末公司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	10,707.00	2018/6
嫩江路 (龙江路-春江路)	19,676.35	8,829.00	2018/12
紫金山路 (S338-江堤南)	5,651.34	2,760.00	2017/6
井冈山路 (S338-卫东路延伸段)	7,861.77	4,854.00	2017/12
西海路 (S239-X214)	10,706.33	207.00	2019/12
乐山路 (辽河路-嫩江路)	17,592.00	1,413.00	2018/12
三江口公园配套道路	7,887.35	797.00	2019/12
合计	88,111.14	29,567.00	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

安置房建设方面, 2016 年, 公司安置房项目建筑面积达 55.49 万平方米, 其中百馨西苑三期完成项目回购; 百馨西苑四期完成竣工验收并移交乡镇物业, 等待交付回购款。2016 年公司实际完成安置房销售 27.18 万平方米, 取得安置房销售收入 11.12

亿元, 安置房项目合计取得现金回购款 6.42 亿元。此外, 截至 2016 年末, 公司安置房在建项目包括百馨西苑四期和新景花苑四期, 计划投资总额约 18.74 亿元, 已投入建设资金合计 8.97 亿元。

表 3: 截至 2016 年末公司主要安置房及商品房在建及拟建项目情况

单位: 平方米、万元

	项目名称	建筑面积	计划投资总额	已投资额	计划完工时间
安置房	百馨西苑四期	453,257	148,322.14	85,598.03	2017/6
	新景花苑四期	101,663	39,114.35	4,113.90	2017/12
	合计	554,920	187,436.49	89,711.93	-
商品房	绿都01地块	602,074	234,071	92,808.56	2020/2
	绿都02地块	187,384	60,100	25,933.28	2018/10
	黑牡丹常州科技园一期	311,639	122,257	16,203.00	2018/6
	牡丹欣悦湾 (新龙C地块)	223,151	88,360.29	0	2019/4
	绿都万和城	744,250	347,125	0	2021/3
合计	2,068,498	851,913.29	134,944.84	-	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司商品房开发业务的主要运营主体为绿都房地产、丹华君都及牡丹景都。2016 年公司实现商品房销售收入 22.67 亿元, 较上年的 3.95 亿元大幅增长, 主要系苏州丹华君都项目、怡景湾商品房、科技园、绿都万和城和东城明居项目中部分地块年内集中交付确认收入所致。截至 2016 年末, 公司主要在建、拟建商品房项目总投资约 85.19 亿元, 已投入资金合计 13.49 亿元。

表 4: 截至 2016 年末公司主要在售商品房项目情况

单位: 万平方米

项目名称	可售面积	已售面积	开发进度
苏州丹华君都项目	7.30	2.30	完成
东城明居	11.13	10.21	完成
怡景湾 (商品房)	11.17	9.28	完成
黑牡丹常州科技园一期	2.63	0.81	未完成
绿都万和城 01 地块	20.94	15.59	未完成
绿都万和城 03 地块	24.68	20.56	完成
绿都万和城 04 地块	4.16	0.09	完成
绿都万和城 05 地块	17.71	14.33	完成
绿都万和城 08 地块	18.66	16.62	完成

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司在建城镇化项目仍较多, 完工

项目回购款以及商品房销售回笼资金的陆续到位为后期业务开展提供一定支撑，但城镇化建设资金需求仍较大，资金回笼受新北区财政实力、房地产调控政策及市场景气度影响较大，资金压力仍存。此外，中诚信证评对公司房地产开发业务风险保持持续关注。

跟踪期内，公司牛仔布行业龙头地位稳固，牛仔布产销量稳步增长，且纺织品贸易收入有所扩张，共同促进纺织服装板块业务规模的增长

公司纺织服装业务主要包括纺织品贸易、牛仔布、色织布和服装销售业务，面向的国内市场以珠三角、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。截至2017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）、色织布600万米的生产能力，牛仔布产能规模保持行业龙头地位。2016年公司加大了牛仔布产销力度，当年销售牛仔布4,886.24万米，同比上升2.49%。但受纺织服装低迷影响，同期公司色织布销量同比下降59.12%至279.68万米；服装销量同比下降1.17%至279.04万件（套）。

表 5：2014~2016 年公司纺织产品产销情况

	2014	2015	2016	
牛仔布	产量（万米）	3,322.12	4,896.95	5,000.25
	销量（万米）	3,328.28	4,767.31	4,886.24
	收入（亿元）	5.87	7.50	8.07
服装	产量（万件）	314.94	251.62	272.28
	销量（万件）	393.65	282.35	279.04
	收入（亿元）	2.86	1.94	1.44
色织布	产量（万米）	849.02	649.04	255.50
	销量（万米）	805.13	684.07	279.68
	收入（亿元）	1.01	0.77	0.38
纺织品贸易收入（亿元）	10.89	2.18	4.37	
营业收入合计（亿元）	20.63	12.40	14.25	
综合毛利率（%）	9.24	17.74	15.97	

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，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。2016年，公司棉花采购量合计为15,536.02吨，同比增长28.03%，其中国外采购量为11,073.41吨，国外棉花采购量占总采

购量的比重仍处于较高水平，为71.28%。此外，2016年公司棉花采购均价为11,851.79元/吨，同比下降7.15%，采购价格下降有利于缓解公司成本压力。但2017年以来，棉花价格持续走高，产品生产成本有所增加，且国内棉花价格易受到种植面积、气候条件及经济周期变化等因素影响，国内棉花采购加大公司成本控制压力，若未来棉价价格剧烈波动，将对公司产品销售情况和盈利能力造成一定影响。

总体来看，2016年公司牛仔布业务规模的增长及纺织品贸易业务规模的回升对公司营业总收入的增长形成一定支撑。但中诚信证评关注到，棉花价格受种植面积及经济周期变化等多种因素影响较大，若棉花价格大幅波动，将不利于公司纺织业务成本控制。

其他业务

公司其他业务主要包括园区开发业务和创新产业投资业务。

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。其中黑牡丹科技园一期分两期建设，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。截至2016年末，黑牡丹科技园1.1.1期完成竣工验收备案，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。黑牡丹科技园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；科技园1.2期项目尚未有明确建设规划。2016年，公司对黑牡丹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”，并取得突破性进展。目前，“中国常州检验检测认证产业园”已经挂牌成立，目前共有SGS、日本波肯纺织检验、中国出入境检验检疫协会等20多家机构签约入驻。科技园项目销售及出租情况，黑牡丹科技园1.1.1期项目总建筑面积26,257.8平方米，共签约销售8,129平方米，2016年

结转销售收入0.34亿元，无房屋出租；黑牡丹科技园1.1.2期项目当年未形成销售收入。未来公司将进一步加快对科技园孵化器管理的深度和强度，帮助园区企业提供各类增值服务。

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节能环保、新材料、新能源、先进制造业等领域。截至2016年末，牡丹创投通过直接及间接方式参股股权投资企业共10家，主要为集盛星泰（北京）科技有限公司、上海格蒂电力科技股份有限公司、常熟市汽车饰件股份有限公司、美国Kateeva等，当年末对外参股投资账面余额12.84亿元，较上年末的3.55亿元增加9.29亿元。整体来看，目前牡丹创投已投资项目多处于退出进程及尚待退出阶段，但受制于投资规模有限，其可贡献的投资收益规模较小，2016年合计取得投资收益36.878万元；2017年一季度取得投资收益75.22万元，盈利贡献较小。

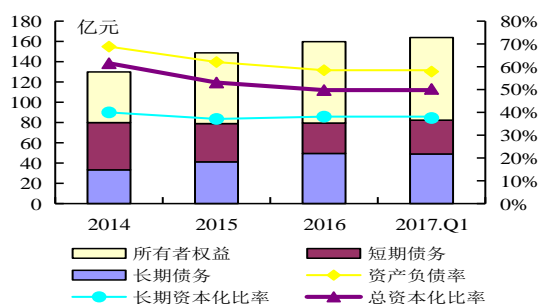
公司的创新产业投资业务起步相对较晚，目前投资收益贡献较小，未来随着投资规模的扩大及相关投资项目的逐步退出，创新产业投资业务有望对盈利做出一定贡献，但其面临的不确定性风险同样值得关注。

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2014~2016年财务报告，以及未经审计的2017年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 6：2014~2017.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016年，受江苏银行上市影响，公司将持有的其股份从成本法核算调整为按公允价值计量，当年末确认可供出售金额资产公允价值变动损益 6.96亿元，同期其他综合收益大幅增长至 6.94亿元，带动总资产和所有者权益（含少数股东权益）的增长。2016年末，公司所有者权益规模同比增长 15.01%至 80.27亿元；总资产合计 193.30亿元，同比增长 5.10%。负债方面，随着自有资本实力的增强，以及土地一级开发业务等进入中后期，2016年公司资金需求量有所下降，整体负债水平下滑，当年末公司总负债为 113.03亿元，同比下降 0.96%。另截至2017年3月末公司总资产规模较上年末增长 0.10%至 193.49亿元，负债总额较上年末减少 0.92%至 112.00亿元，所有者权益合计 81.49亿元。

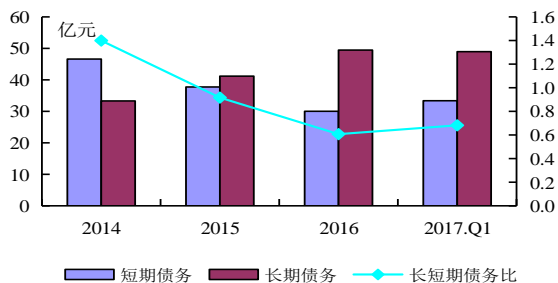
从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至2016年末，公司流动资产合计 142.61亿元，占资产总额的 73.77%，其中货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成流动资产的主要组成部分，2016年末四者合计占流动资产的比重为 91.76%。公司应收账款主要为应收常州市政府及下属部门建设工程款²，年末余额同比增长 10.77%至 42.13亿元；其他应收款 8.45亿元，同比增长 512.01%，主要系建设PPP项目支付动迁服务费及拆迁补偿款所致；存货 53.11亿元，主要包括安置房和商品房开发成本和开发产品，以及纺织业务的原材料、在产品和在成品。截至2016年末，公司非流动资产合计 50.70亿元，占资产总额的 26.23%，主要包括可供出售金融资产 12.76亿元、固定资产 9.55亿元和其他非流动资产 20.81亿元。其中可供出售金融资产同比增长 267.87%，主要系江苏银行年内上市，公司持有其股份从成本法核算调整为按公允价值计量所致；固定资产同比增长 157.43%，主要系

² 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利率上浮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。受益于政府支持，公司未来相应应收政府款项回笼有望得到更好的保障。

新增自持酒店物业，相关酒店自用房产自存货科目转到固定资产所致；其他非流动资产为北部新城高铁片区土地前期开发项目及万顷良田委托项目。

债务规模方面，截至 2016 年末，公司总债务为 79.48 亿元，较上年末微幅增长 0.70%；其中短期债务 30.02 亿元，较上年末下降 20.46%，主要系公司偿还部分短期借款所致；长期债务 49.46 亿元，同比增长 20.09%，主要系公司 2016 年增加长期借款规模及发行公司债券所致。从债务期限结构来看，截至 2016 年末，公司长短期债务比降为 0.61 倍，同比下降 0.31 倍，债务期限结构有所优化。

图 7：2014~2017.Q1 公司债务期限结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从财务杠杆比率来看，伴随所有者权益的大幅

表 6：2014~2016 年公司各项业务收入及毛利率情况

业务类型	2014年		2015年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
纺织服装业务	20.63	9.24	12.40	17.74	14.25	15.97
工程施工	9.86	10.29	14.10	10.52	10.07	10.04
BT项目	-	-	-	-	1.31	19.71
安置房建设	9.18	13.48	11.21	14.44	11.12	12.57
商品房销售业务	11.30	29.88	3.95	34.22	22.67	26.49
土地前期开发项目收益	0.90	100.00	0.54	100.00	-	-
万顷良田工程项目收益	0.09	100.00	0.30	100.00	-	-
其他收入	0.05	27.04	0.07	8.41	0.07	50.53
主营业务合计	52.01	16.41	42.56	17.60	59.50	18.46
其他业务	0.74	37.44	0.67	26.76	1.26	16.70
营业总收入合计	52.75	16.71	43.23	17.74	60.75	18.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，2016 年公司营业毛利率为 18.42%，较上年提升 0.68 个百分点。分业务板块来看，公司 2016 年商品房销售业务毛利率较上年下降 7.73 个百分点，主要系因房地产开发项目所处区位不同所致；纺织服装业务毛利率为 15.97%，较上年

提升，公司资产负债率呈下降态势。2016 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.48% 和 49.75%，同比分别下降 3.58 和 3.32 个百分点，财务结构持续优化。另截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率小幅下降 0.60 个百分点至 57.88%；总资本化比率小幅增加 0.51 个百分点至 50.26%。

综合来看，随着自有资本实力的增强，公司 2016 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

2016 年，公司营业总收入为 60.75 亿元，较 2015 年的 43.23 亿元大幅增长。从构成来看，公司营业收入的增长主要来自商品房销售收入以及纺织服装业务收入的增加，其中怡景湾商品房及绿都万和城部分地块集中交付于年内确认收入，使全年商品房销售收入大幅增加 18.72 亿元；同时，当年公司纺织品贸易业务规模回升及牛仔布产销规模扩张，该板块业务收入增加 1.85 亿元。

下降 1.77 个百分点，主要系毛利率较低的棉花、棉纱贸易业务占比提升所致；安置房建设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；工程施工业务近三年毛利率分别为 10.29%、10.52%、10.04%，较为稳定。2017 年 1~3 月，公

司实现营业收入 16.59 亿元, 营业毛利率为 14.13%。

期间费用方面, 2016 年公司期间费用合计 2.33 亿元, 同期三费收入占比为 3.84%, 同比提升 1.11 个百分点。公司期间费用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; 财务费用进一步降低主要是获得财政贴息增加所致。2017 年一季度, 公司三费合计 0.99 亿元, 三费收入占比较上年同期小幅提升 0.41 个百分点至 5.95%。总体来看, 公司维持了较强的期间费用管控能力, 三费收入占比处于较低水平。

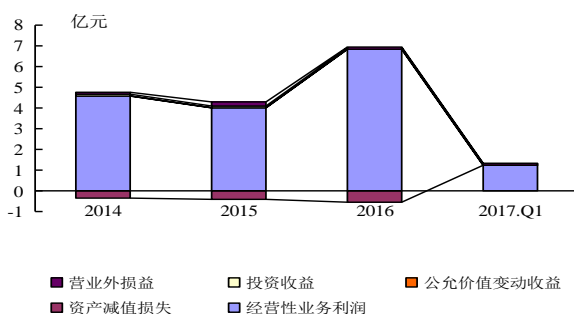
表 7: 2014~2017.Q1 公司三费分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用 (亿元)	0.72	0.73	1.02	0.20
管理费用 (亿元)	1.82	1.72	2.02	0.53
财务费用 (亿元)	-0.17	-0.31	-0.70	0.25
三费合计 (亿元)	2.37	2.14	2.33	0.99
三费收入占比 (%)	4.49	4.95	3.84	5.95

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

2016 年, 公司实现利润总额 6.39 亿元, 同比大幅增长 64.69%, 并主要来自经营性业务利润。2016 年公司业务规模和毛利率水平快速提升, 且期间费用管控有效, 带动经营性业务利润同比增长 70.56% 至 6.83 亿元, 主营业务盈利能力增强。同期, 公司 2016 年计提资产减值损失 0.55 亿元, 其中存货跌价损失 0.46 亿元, 对公司利润形成一定侵蚀。另, 2017 年一季度, 公司利润总额 1.26 亿元, 较上年同期大幅增长 43.83%, 其中经营性业务利润为 1.23 亿元。

图 8: 2014~2017.Q1 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

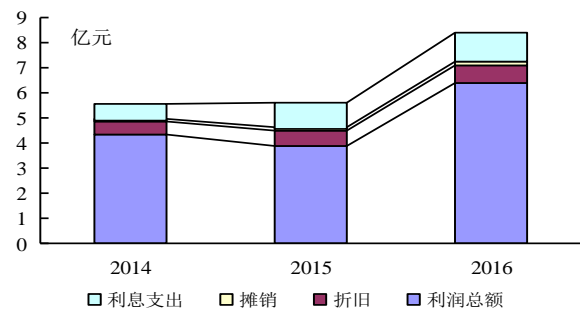
总体来看, 公司作为常州市新北区城市综合开发及基础设施建设的主要承建单位, 城建业务规模稳步扩大, 2016 年收入规模较上年提高, 加之公司在营业毛利率和三费管理能力方面有所提升, 公司盈利能力上升。

偿债能力

截至 2016 年末, 公司总债务规模为 79.48 亿元, 同比微幅增长 0.70%, 其中短期债务 30.02 亿元, 长期债务 49.46 亿元。

从 EBITDA 构成来看, 公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2016 年随着主营业务盈利能力强化, 公司利润总额大幅增长, 推动公司 EBITDA 同比增加 2.79 亿元至 8.40 亿元。从偿债指标来看, 2016 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 9.46 倍和 2.78 倍, 较上年分别提高 4.62 倍和 1.09 倍, 公司 EBITDA 对其债务本息的覆盖能力均有所增强。

图 9: 2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

表 8: 2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产 (亿元)	160.34	183.92	193.30	193.49
总债务 (亿元)	79.91	78.93	79.48	82.33
资产负债率 (%)	68.84	62.05	58.48	57.88
总资本化比率 (%)	61.53	53.07	49.75	50.26
经营活动净现金流 (亿元)	-9.63	1.87	0.75	-2.68
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.12	0.02	0.01	-0.13*
经营活动净现金/利息支出 (X)	-3.02	0.56	0.25	-
EBITDA (亿元)	5.56	5.61	8.40	-
总债务/EBITDA (X)	14.38	14.08	9.46	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.74	1.69	2.78	-

注: 2017 年一季度带“*”财务指标已经年化处理

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

在现金流方面, 2016 年公司经营活动净现金流为 0.75 亿元, 同比减少 59.88%, 主要系黑牡丹建设 PPP 项目支付动迁服务费及拆迁补偿款, 使经营活动现金流出大幅攀升, 经营活动净现金流下滑显著。同期, 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 0.01 倍和 0.25 倍，较上年分别下滑 0.01 倍和 0.31 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 2017 年 3 月末，公司总担保余额为 12.85 亿元，均为对子公司的担保，占同期所有者权益（含少数股东权益）的比重为 15.77%，或有负债风险相对较小。

受限资产方面，截至 2017 年 3 月末，公司受限资产（包括货币资金、存货、固定资产及投资性房地产）的账面价值为 9.10 亿元，占当期所有者权益（含少数股东权益）的比重为 11.17%。

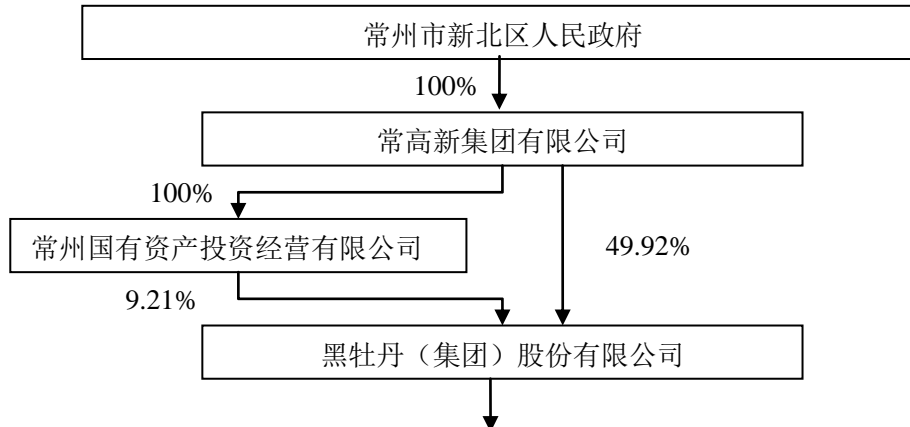
财务弹性方面，公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为顺畅，截至 2017 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度为 71.30 亿元人民币，其中尚未使用额度为 34.21 亿元，备用流动性较充足。

整体来看，随着自有资本实力的增强，公司负债率持续下降，债务结构有所优化，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有所提升，整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级 **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）”信用等级 **AA**，维持“2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）”信用等级 **AA**。

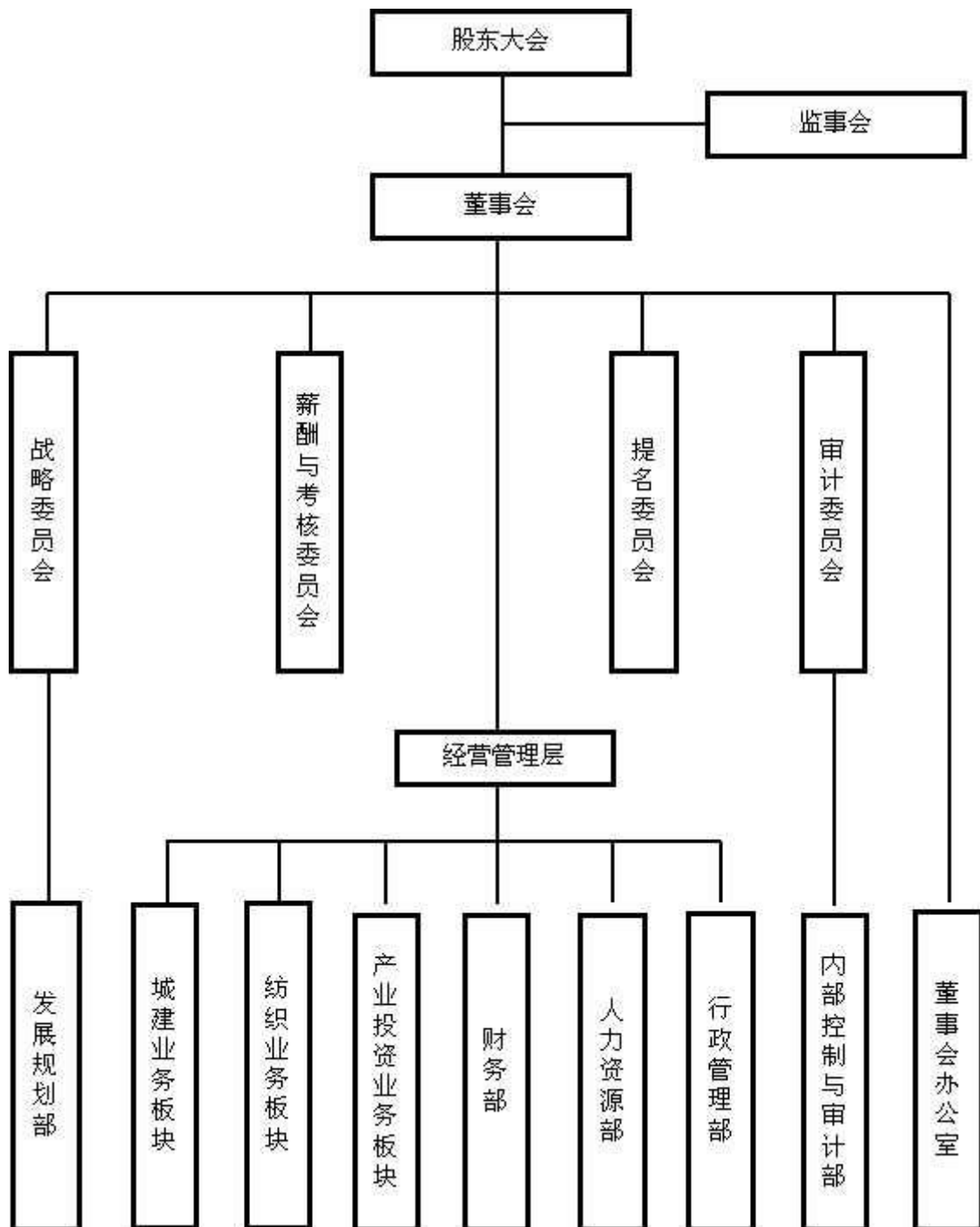
附一：黑牡丹（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



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 ³	60.79%	
3 黑牡丹集团进出口有限公司	100.00%	
4 常州大德纺织有限公司	100.00%	
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 常州嘉发纺织科技有限公司		85.00%
25 黑牡丹城建投资发展有限公司	100.00%	
26 黑牡丹（香港）控股有限公司	100.00%	
27 黑牡丹发展（香港）有限公司		100.00%
28 常州牡丹新龙建设发展有限公司		100.00%

³ 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 2017 年 3 月 31 日）



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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	189,227.43	307,129.64	271,578.26	243,198.72
应收账款净额	256,957.55	380,331.87	421,304.20	497,871.20
存货净额	676,213.14	663,336.35	531,123.76	466,987.75
流动资产	1,493,105.68	1,461,943.34	1,426,053.08	1,425,205.01
长期投资	24,312.10	35,512.20	128,428.66	131,202.91
固定资产合计	74,501.99	73,265.75	141,091.80	142,531.49
总资产	1,603,443.66	1,839,209.33	1,933,020.69	1,934,866.80
短期债务	466,077.30	377,435.72	300,228.13	333,730.83
长期债务	333,067.45	411,853.73	494,614.30	489,565.28
总债务	799,144.75	789,289.46	794,842.44	823,296.11
总负债	1,103,738.51	1,141,312.75	1,130,348.99	1,119,952.20
所有者权益（含少数股东权益）	499,705.15	697,896.58	802,671.70	814,914.60
营业总收入	527,465.30	432,347.77	607,537.72	165,946.59
三费前利润	69,476.05	61,478.44	91,656.72	22,228.08
投资收益	895.78	879.25	36.87	75.22
净利润	31,907.59	28,167.35	45,352.66	9,079.42
EBITDA	55,583.61	56,064.20	83,982.68	-
经营活动产生现金净流量	-96,285.59	18,724.24	7,512.26	-26,780.07
投资活动产生现金净流量	-307.99	-12,020.66	-5,924.50	-20,964.32
筹资活动产生现金净流量	52,271.91	103,862.72	-64,824.06	25,976.38
现金及现金等价物净增加额	-44,317.65	111,447.10	-62,330.89	-21,852.46
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	16.71	17.74	18.42	14.13
所有者权益收益率（%）	6.39	4.04	5.65	4.46*
EBITDA/营业总收入（%）	10.54	12.97	13.82	-
速动比率（X）	1.06	1.10	1.46	1.58
经营活动净现金/总债务（X）	-0.12	0.02	0.01	-0.13*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.21	0.05	0.03	-0.32*
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.02	0.56	0.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.74	1.69	2.78	-
总债务/EBITDA（X）	14.38	14.08	9.46	-
资产负债率（%）	68.84	62.05	58.48	57.88
总资本化比率（%）	61.53	53.07	49.75	50.26
长期资本化比率（%）	40.00	37.11	38.13	37.53

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。