



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪455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，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级为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）”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）”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

二零一九年六月十四日

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（2019）

发行主体	黑牡丹（集团）股份有限公司		
债券名称	2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第一期）		
债券简称	13 牡丹 01		
债券代码	122336		
发行规模	人民币 8.5 亿元		
存续期限	2014/10/29-2019/10/29（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2018/6/15		
上次评级结果	主体级别 债项级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别 债项级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

发行主体	黑牡丹（集团）股份有限公司		
债券名称	2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）		
债券简称	13 牡丹 02		
债券代码	136531		
发行规模	人民币 8.5 亿元		
存续期限	2016/7/8-2021/7/8（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2018/6/15		
上次评级结果	主体级别 债项级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别 债项级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

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”）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，受益于区域综合实力的提升以及城镇化建设的加快，公司核心的土地开发、安置房及基础设施建设等业务顺利推进，同时公司牛仔布行业龙头地位稳固，牛仔布产销量稳步增长，且 2018 年纺织品贸易业务有所降低但仍保持较高水平。此外，受新北区房地产市场回暖、部分项目集中交付等因素影响，公司当年商品房销售情况较好，收入大幅扩张。受益于上述表现，公司收入规模及获现能力持续推升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）仍关注到公司资本支出压力加大、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为 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）”信用等级为 AA⁺，维持“2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 区域经济稳步增长。2018 年常州市新北区 GDP 为 1,455 亿元，同比增长 8.1%，约占当年常州市 GDP 的 20.64%，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。

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)	60.80	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。

分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月14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，近年业务规模稳步增长。
- 商品房销售情况较好，可对公司营业总收入增长形成良好支撑。2018年，受益于新北区房地产市场回暖、房地产项目集中交付等因素影响，公司商品房销售情况较好，当年实现签约金额59.16亿元，商品房交付结转收入31.60亿元。

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。

募集资金使用及债券偿付情况

黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）分别于 2014 年 10 月 29 日及 2016 年 7 月 8 日发行了 2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第一期）（债券简称为“13 牡丹 01”、债券代码为“122336”）及 2013 年黑牡丹（集团）股份有限公司公司债券（第二期）（债券简称为“13 牡丹 02”、债券代码为“136531”），发行规模总计 17 亿元。其中第一期票面利率为 5.4%，存续期限为 2014.10.29~2019.10.29，募集资金总额人民币 8.5 亿元，扣除发行费用后用于偿还公司债款和补充流动资金，已按照募集说明书上列明的用途使用完毕；第二期票面利率为 4.3%，存续期限为 2016.7.8~2021.7.8，募集资金总额人民币 8.5 亿元，扣除发行费用后用于偿还公司债款，已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

两期债券期限均为 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。2017 年，“13 牡丹 01”回售兑付债券数量 92,599 手，回售金额为人民币 9,259.90 万元（不含利息），回售兑付完成后，本期债券余额为人民币 75,740.10 万元；“13 牡丹 02”回售部分的兑付日为 2019 年 7 月 8 日，截至本评级出具之日，有效申报数量为 614,293 手，后续相关回售情况需关注。

行业关注

2018 年，常州市经济及固定资产投资继续保持快速增长态势，产业结构逐渐优化

2018 年，常州市实现地区生产总值（GDP）7,050.3 亿元，总量维持在全省第 5 位，位列全省第四（按可比价计算增长 7.0%）。其中，第一产业增加值 156.3 亿元，同比下降 1.0%；第二产业增加值 3,263.3 亿元，同比增长 6.2%；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，增速 13.42%。

固定资产投资方面，2018 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。2018 年全年固定资产投资额同比增长 7.5%，增速较去年回落 0.6 个百分点，其中工业投资同比增长 7.1%，增速较去年回落 1.3 个百分点；服务业投资同比增长 7.8%，增速与去年持平。房地产市场方面，全年房地产开发完成投资 595.9 亿元，同比增长 24.4%，其中住宅投资同比增长 35.7%。全年商品房新开工面积 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，2018 年，常州市全年完成一般公共预算收入 560.3 亿元，增长 8%。其中，税收收入占比 87.3%，居全省第二位，较去年增加 4.2 个百分点。主要税种中，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，2018 年，常州市全年一般公共预算支出 589.1 亿元，同比增长 6.8%，其中教育支出 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公共预算收入 157.3 亿元，同比增长 25.8%。

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进一步提升，为公司发展营造了良好的外部环境

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 69.24 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。2018 年新北区 GDP 为 1,455 亿元，同比增长 8.1%，约占当年常州市 GDP 的 20.64%；全社会固定资产投资额同比增长 7.8%；其中工业投入同比增长 7.8%，服务业投入同比增长 7.6%。产业结构方面，新北区产业结构在调整优化中逐步升级，其中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%；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。

在经济快速发展的同时，新北区财政实力也不断提升。2018 年，新北区实现地方一般公共预算收入 120.87 亿元，同比增长 8.51%；其中，税收收入 107.2 亿元，占比 88.69%，财政收入质量较高。2018 年受新北区房地产政策限制等因素影响，当地土地市场活跃度下降，全年全区实现国有土地使用权出让收入 78.31 亿元，同比降低 19.93 亿元。

财政支出方面，2018 年，新北区一般公共预算支出完成 66 亿元，同比增长 7.97%。其中，用于医疗卫生、教育、一般公共服务和社会保障与就业方面的支出分别为 3.2 亿元、12.5 亿元、7.0 亿元和 6.5 亿元，合计占一般公共预算支出的 54.77%。

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。

2018 年以来，在进出口贸易量恢复性增长的带动下，我国纺织品出口总体增速有所回升；但供需矛盾持续升级及成本上升、中美贸易战等因素使得行业存在一定运行压力

近年来受到内需增长趋缓、生产要素及成本持

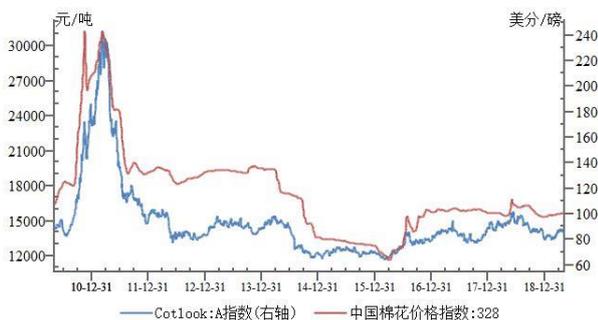
续上升等因素的影响，中国服装行业进入调整转型期。2018 年，我国纺织行业面临的总体形势较为复杂，中美贸易摩擦升级、环保管控力度加大、国内生产要素价格上涨等问题都给纺织行业带来巨大的压力。纺织行业继续深化供给侧结构性改革，总体呈现高质量平稳发展。根据国家统计局和中国海关数据，2018 年，全国 3.7 万户规模以上纺织企业实现主营业务收入 53,703.5 亿元，同比增长 2.9%，增速较上年放缓 1.3 个百分点；实现利润总额 2,766.1 亿元，同比增长 8.0%，增速较上年加快 1.1 个百分点；企业销售利润率为 5.2%，较上年提高 0.2 个百分点。总体而言，2018 年纺织行业经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 1: 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, 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

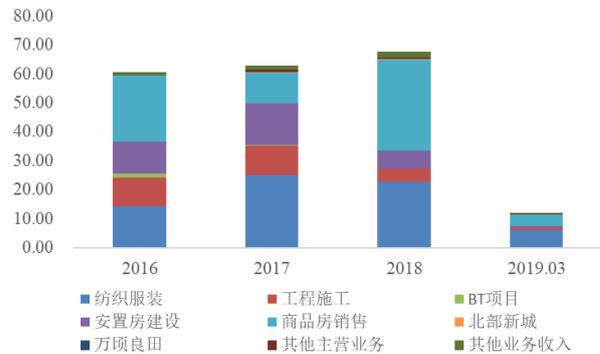
目前公司业务涵盖城镇化建设、纺织服装和产业投资三大板块, 其中城镇化建设业务主要包括土地前期开发、基础设施建设、安置房、商品房等; 纺织服装板块主要包括纺织品贸易、牛仔布和服装的生产和销售等; 投资板块目前主要对新兴行业内企业进行投资及投后管理, 最终从项目退出中获得投资收益, 项目退出方式包括但不限于独立上市、项目并购等, 未来公司投资板块将重点关注对智能制造、大健康等领域的投资。

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。具体看, 2018 年, 公司实现营业收入 67.58 亿元, 较

上年增长 7.46%, 其中纺织服装、商品房销售、安置房建设和工程施工业务仍是公司主要的收入来源, 同期实现上述业务对应的收入占比分别为 33.63%、46.76%、8.95% 和 6.82%。

图 2: 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: 公司年报, 中诚信证评整理

2018 年, 公司土地一级开发业务持续推进, 同期受新北区土地市场活跃度提高, 北部新城高铁片区土地前期开发项目固定收益加 5:5 分成的方式或可为公司带来更多收益

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。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。公司负责项目前期开发建设支出, 并可获得开发总成本 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, 2018 年北部新城项目协议拆迁 249 户, 面积 6.68 万平方米, 补偿金额 16,621.67 万元。截至 2018 年末, 北部新城高铁片区项目累计完成拆迁 148.62 万平方米, 累计投资 53.97 亿元, 截至 2018 年已回

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。

款金额为 43.51 亿元，其中 2018 年取得 5.35 亿元项目现金回购款。

同时，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，截至 2018 年已回款金额为 16.47 亿元，回购方式按照成本加成毛利率 10% 的方式进行，其中 2018 全年取得项目现金回购款 2.35 亿元。

作为新北区基础设施建设主体，2018 年公司基础设施建设业务进展稳定，回款情况相对较好

公司主要从事新北区市政道路、管道、桥梁等基础设施及商业配套设施的建设开发业务。该板块目前主要采取三种模式：代建模式、PPP 模式及 BT 模式。其中，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 项目收入。2018 年度，公司工程施工业务实现营业收入 4.61 亿元，较上年降低 5.69 亿元；同期 BT 项目仅含一个项目，且该项目已竣工验收，当年未实现收入。

从代建具体项目情况来看，截至 2018 年末，已完工尚未全部回款的项目较多，其中金额较大的项目主要有四个，该四个项目总投资 32.20 亿元，均由委托方以建设成本加成毛利率 10% 回购，回购金额为 35.78 亿元。截至 2019 年 3 月末已到账 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²”，剩余金额预计在四年内回款完毕。

从建设情况来看，2018 年公司基础设施建设业

务全年建设完工道路 10.68 公里，完工绿地面积 35.58 公顷，全年取得回购款合计 7.44 亿元。2019 年 1-3 月，公司基础设施建设业务完工道路 1.7 公里，完工绿地面积 2.50 公顷，取得基础设施建设项目现金回购款合计 0.3 亿元。

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 1：2016~2019 年 3 月末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	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，但项目尚未竣工验收，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，已投资额系指已开票金额，因此截至 2019 年 3 月末已投资额较小。

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，截至 2019 年 3 月末累计

投资 4.31 亿元，未来仍有 2.30 亿元的资金缺口。从未来三年的投资计划来看，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 2：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	2019.06
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，采用 BT 模式和 PPP 模式等多元化经营模式。

BT 模式方面，公司 2015 年承接的首个 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，该项目总投资 1.59 亿元，目前已回款 7,171.05 万元，2019 年、2020 年及 2021 年的回款计划分别为 3,382.55 万元、3,236.17 万元及 1,157.01 万元。2016~2018 年，公司 BT 项目分别实现收入 1.31 亿元、0.17 亿元及 0 亿元。截至本报告出具之日，公司未承接其他 BT 项目。

此外，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，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，目前一期 PPP 部分项目已施工进场且部分项目已完工；2016 年 10 月黑牡丹建设和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，该项目总投资 17.01 亿元，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。该项目总投资 5.93 亿元，项目运营期限为 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。2017 年 8 月，黑牡丹置业和牡丹新兴收到《常州市政府采

购成交通知书》，确认黑牡丹置业和牡丹新兴联合体为常州高新区（新北区）“两馆两中心”PPP 项目的成交单位。该项目总投资 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 3：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	投资总额	已投资额	预计完工时间
PPP 一期	122,209.19	40,400.85	2020.12
PPP 二期	170,128.00	75,237.68	2020.06
PPP 三期 (紫金山路(沪蓉高速-S338)工程)	59,260.92	12,418.91	2020.12
新北区两馆两中心 PPP 项目	69,413.00	2,891.19	2020.09
合计	421,011.11	130,948.63	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体看，2018 年，公司基础设施建设板块运营相对平稳，回款情况较好。但考虑到该板块目前在建项目较多，需关注后续资金压力。

作为新北区主要的安置房建设主体，公司安置房业务开展顺畅，回款情况较好，但考虑到该业务受政策影响较大，业务稳定性需关注

近年来，公司承建的安置房建设项目包括祥龙苑、百馨苑、富民景园、香山欣园、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等项目，截至 2019 年 3 月末，这些项目均被新北区政府或其下属机构以成本加成方式回购，回购

价为投资成本加成毛利率 15%。从已完工项目情况来看，2016 年~2019 年 3 月末，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，这些项目已投资金额 18.43 亿元，拟回购金额为 24.34 亿元，目前已回款 4.85 亿元，剩余资金预计于三~四年内回款完毕。从 2018 年具体情况来看，公司实际完成销售面积为 13.45 万平方米，较上年减少 22.96 万平方米；同期，实现安置房销售收入 6.06 亿元，2018 年，安置房项目合计取得现金回购款 2.06 亿元。截至 2019 年 3 月，公司无在建及拟建安置房项目。

表 4：2016~2019 年 3 月末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	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			是否按照合同或协议执行回购
							2019	2020	2021	
怡景湾(安置房部分)	2014.06-2016.06	2016-2018	1.71	是	2.15	2.15	-	-	-	是
新景花苑四期	2015.03-2018.03	2018-2021	1.94	是	3.52	-	2.98	0.16	0.38	是
百馨西苑四期	2014.02-2017.06	2017-2021	12.78	是	15.06	2.6	6.28	3.14	3.04	是
香山福园	2016.12-2018.12	2018-2021	2.00	是	3.61	0.10	0.98	1.08	1.44	是
合计	-	-	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

整体看，2018 年公司安置房业务运营平稳、盈利能力尚可，但该业务受政府政策及区内整体规划等因素的影响较大，收入的稳定性有待进一步提

高。

受益于新北区房地产市场回暖等因素影响，公司商品房销售情况较好，且受房地产交付周期及销售价格上涨等因素影响，当年确认收入大幅增加

除上述业务外，公司还从事部分商品房开发业务，该业务主要运营主体为绿都房地产、丹华君都、牡丹景都、牡丹君港、黑牡丹置业及浙江港达等公司。从收入方面来看，一方面，如前所述，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，受该些项目集中交付影响，公司收入大幅增加，另一方面，

当年结转收入的商品房销售价格较上年同期增加，受上述两项因素的带动，公司当年实现商品房开发收入 31.60 亿元，较上年增加 21.12 亿元。

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。截至 2019 年 3 月末，共完成销售 113.44 万平方米，公司共实现签约金额 95.56 亿元，目前已结转销售收入 88.92 亿元，整体进展情况良好。

表 5：截至 2019 年 3 月末公司已开发完成商品房情况

单位：万元/平方米、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
总计	-	-	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，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。

表 6：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
总计	-	-	1,223,034.9	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

从整体的销售情况来看，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，2018年，公司已结转销售面积为299,943.98平方米，较上年大幅增加；销售均价方

面，2018年受新北区房地产回暖等因素影响，公司商品房销售均价为10,537元/平方米，较上年上升27.40%。同时，受2017年签约项目集中交付等因素影响，公司当年商品房收入实现快速增长。

表 7：2016~2018 年末及 2019 年一季度公司商品房销售情况

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 苏州	96.95% 3.05%	齐全
2017 年	1,237,102.09	50,619.68	126,674.55	104,769.36	常州 苏州	94.11% 5.89%	齐全
2018 年	1,952,182.94	406,247.75	299,943.98	316,047.10	常州 苏州	98.36% 1.64%	齐全
2019 年 1~3 月	1,702,403.19	0.00	35,738.97	40,675.38	常州 苏州	100.00% 0.00%	齐全

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建及拟建项目方面，截至2019年3月末，公司主要在建、拟建商品房项目总投资约155.26亿元，已投入资金合计72.91亿元，后续仍有82.35

亿元的资金需求，存在一定的资金压力。但同时，考虑到新北区房地产市场有所回暖，公司房地产业务未来发展前景可期。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司拟建商品房项目情况

单位：万元

项目名称	状态	建筑面积	计划投资总额	已投资额	计划完工时间
牡丹和府	拟建	-	82,895.82	48,314.51	2020 年 12 月
绿都万和城	拟建	-	246,625.00	37,361.99	2022 年 12 月
合计	-	-	329,520.82	85,676.50	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司商品房业务开展较为顺畅，尤其2018年，受新北区房地产回暖等因素影响，公司当年商品房销售情况较好。

公司牛仔布行业龙头地位稳固，牛仔布产销量稳步增长，跟踪期内公司淘汰了部分毛利相对较低的贸易品种，导致当期纺织品贸易收入所下滑，但仍保持相对较高水平

公司纺织服装业务主要包括纺织品贸易、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；牛仔布和服装国内以珠三角、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。公司自主品牌ERQ以牛仔裤为主，主要销往江苏和新疆地区。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。

产销方面，截至2019年3月末，公司拥有年产

牛仔布6,000万米及牛仔服饰800万件（套）的生产能力，牛仔布产能规模保持行业龙头地位。2018年，牛仔布市场需求有所增加，公司当年加大了牛仔布的产销力度，当年销售牛仔6,223.08万米，同比上升15.81%。但受服装市场依旧低迷的影响，同期服装的产销呈现下滑，同比下降3.37%至251.80万件（套）。同时，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，因此2018年以来公司色织布产量大幅下降。

表 9：2016~2018 年及 2019 年一季度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

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。2018 年，公司棉花采购量合计为 23,736.64 吨，同比增长 52.56%。从价格方面来看，2018 年公司棉花采购均价为 13,682.57 元/吨，同比减少 1.88%，与上年基本持平。但跟踪期内受国家环保政策等因素影响，导致公司主要原材料之一的染化料价格提升，公司纺织板块毛利空间有所收窄。

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，导致当期贸易收入有所下滑。具体看，2018 年，公司实现棉花及棉纱等贸易业务收入 11.65 亿元（较上年减少 2.61 亿元），从而公司纺织板块业务收入从 2017 年的 25.03 亿元减少至 2018 年的 22.74 亿元。

整体看，公司牛仔布行业龙头地位稳固，牛仔布产销稳步增长；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。

公司不断拓展业务板块，园区开发业务和创新产业投资业务进一步发展

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 2018 年末，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；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。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 多家机构签约入驻及注册。其中，科技园 1.1.1 期项目总建筑面积 26,258 平方米，2018 年当年签约销售 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 年当年签约销售面积 1,086.84 平方米，结转销售收入 0.07 亿元。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。

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 2018 年末，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，主要为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，2019 年 3 月末对外参股投资账面余额 2.66 亿元。整体来看，目前牡丹创投已投资项目投资规模有限，其可贡献的投资收益规模较小。

公司的创新产业投资业务起步相对较晚，加之长期股权投资为主的业务定位（投资期一般为 3~5 年）决定了其前期对投资收益贡献较小，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。

综上所述，依托新北区经济发展水平的不断提高、公司在新北区域镇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。

财务分析

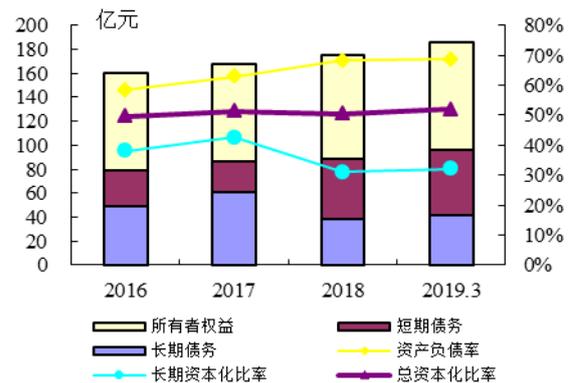
以下分析主要基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年、2017 年及 2018 年度审计报告，其中 2016 年及 2017 年数据系分别采用 2017 年及 2018 年审计报告追溯调整的期初数，所有数据均为合并报表口径。

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。截至 2018 年末，公司总资产 271.98 亿元，较上年增长 23.16%；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，截至 2018 年末，公司所有者权益为 86.38 亿元，同比增加 5.73%。负债方面，随着工程量的增加，公司自有资本难以

满足资本扩张的速度，导致公司对外部融资的依赖较大，公司近年来债务处于较高水平，截至 2018 年末，公司负债总额 185.60 亿元，同比增长 33.40%；资产负债率为 68.24%，同比提高 5.24 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 285.01 亿元，负债总额 196.08 亿元，其中总债务为 96.58 亿元，资产负债率为 68.80%。

图 3：2016 年~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

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至 2018 年末，公司流动资产合计 228.90 亿元，占资产总额的 84.16%，仍主要由货币资金、应收账款、其他应收款³和存货等构成，2018 年末上述科目分别占公司流动资产的 13.51%、22.92%、8.79% 及 46.49%，四者合计占流动资产的比重为 91.72%。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，年末余额 52.47 亿元，与上年变化不大；其他应收款 20.13 亿元，同比增长 47.40%，主要原因系为提高资金使用效率，公司所控股的房地产子公司将沉淀资金对股东按照持股比例有偿借款，从而导致合并报表层面公司与少数股东往来款增加所致；存货 106.42 亿元，较上年增加 79.38%，主要是本期土地储存及项目投入增加所致，从构成上看，仍主要系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、在产品和产成品。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产构成及具体内容较上年变化不大，仍以货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成，分别占公司流动性资产的 14.64%、21.93%、9.06% 及 47.03%。

³ 2016~2018 年及 2019 年一季度的其他应收款不含应收利息及应收股利。

非流动资产方面，截至 2018 年末，公司非流动资产合计 43.08 亿元，占资产总额的 15.84%，仍主要包括可供出售金融资产（7.16 亿元）、固定资产（7.98 亿元）和其他非流动资产（15.90 亿元）。其中可供出售金融资产较上年有所下降（减少 -21.92%），主要原因系公司当年将投资宜兴基金的 0.33 亿元金融资产全部售出以及江苏银行股票期末公允价值下降所致；固定资产仍主要系房屋及建筑物、通用设备、电子设备及运输设备等，截至 2018 年末，公司固定资产 7.98 亿元，同比减少 6.49%；其他非流动资产则主要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应收新北区财政局账龄超过一年的款项。

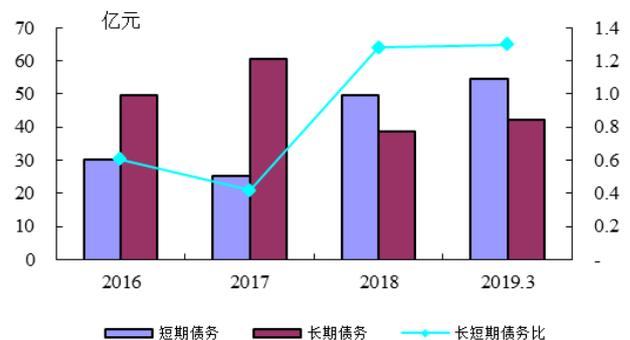
负债结构方面，截至 2018 年末，公司流动负债合计 145.49 亿元，同比增加 68.70 亿元，占负债总额的 78.39%。从构成方面看，2018 年，公司流动负债以预收款项、一年内到期的非流动负债及其他流动负债为主，分别占公司流动负债的 38.84%、24.26% 及 16.47%。截至 2018 年末，公司其他流动负债 23.96 亿元，较上年大幅增加 17.82 亿元，主要系短期应付债券、预提费用和暂估土地增值税增加所致；预收款项主要是预收房款及货款，截至 2018 年末，公司预收款项 56.51 亿元，较上年增加 31.57 亿元，主要系本期房地产子公司销售情况较好，收到的预售款增加所致；一年内到期的非流动负债为 35.29 亿元，较上年增加 17.85 亿元，主要系一年内到期的长期借款大幅提高至 27.72 亿元所致。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债 152.36 亿元，其中预收款项、一年内到期的非流动负债及其他流动负债占比分别为 39.45%、22.02% 及 15.35%。

非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动性负债为 40.11 亿元，占负债总额的比重为 21.61%，同比减少 22.23 亿元，主要由长期借款和应付债券组成，分别占非流动负债的 40.90% 和 50.76%。截至 2018 年末，公司长期借款为 16.41 亿元，同比减少 16.61 亿元（主要系一年内到期的银行长期借款转入一年内到期的非流动负债所致），以保证借款、质押借款及抵押借款为主；同期，公司应付债券总额为 20.36 亿元，同比减少 2.25

亿元，截至 2018 年末，公司应付债券主要包括：“2013 年公司债第二期”、“境外债券”及“2018 年公司债第一期”。截至 2019 年 3 月末，公司非流动负债构成及具体内容较上年变化不大，仍以长期借款和应付债券构成，分别占公司非流动负债的 45.34% 及 46.28%。

有息负债方面，2018 年，公司总债务为 88.47 亿元，较上年增长 2.43 亿元；同期受部分长期借款转入一年内到期的非流动负债影响，公司的长短期债务比上升为 1.28 倍，短期偿债压力较大。

图 4：2016~2019.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

从有息债务的到期情况分布来看，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。

表 10：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，杆杆比例合理，2018 年，受长期借款到期影响，公司债务结构有所调整，短期偿债压力有所增加，中诚信证评将持续关注公司面临的杠杆比率上行以及短期债务上升带来的偿付压力。

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。2018 年，公司营业收入 67.58 亿元，较上年增长 4.69 亿元，从构成方面看仍主要来自于上述四大业务，但 2018 年受房地产市场回暖及结算周

期等因素影响，当年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

表 11：2016~2018 年及 2019 年一季度公司营业收入及营业毛利率情况

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	-	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

毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 32.85%，较上年提高 17.46 个百分点，主要原因系毛利率较高的商品房销售和工程施工业务收入增加所致。分业务板块来看，公司 2018 年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，房价有所上涨所致；纺织服装业务毛利率为 10.55%，较上年上升 1.71 个百分点，主要原因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。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.90 亿元，与上年同期基本持平；营业毛利率为 26.53%，同比提高 10.14 个百分点。

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 3.46 亿元，同期期间费用收入占比为 5.12%，同比提升 0.96 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等；财务费用依然保持负值主要是大部分利息资本化加之获得财政贴息增加所致。2019 年一季度，公司期间费用合计 1.06 亿元，期间费用收入占比较上年同期降低 1.68 个百分点至 8.88%，主要系财务费用减少所致。

长 7.46%。

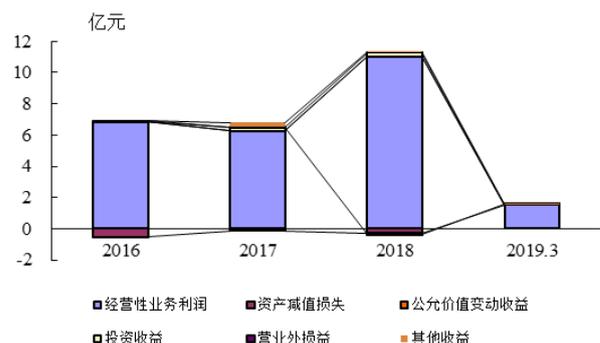
表 12：2016 年~2018 年及 2019 年 1-3 月公司期间费用分析

	2016	2017	2018	2019.3
销售费用（亿元）	1.02	1.16	1.46	0.30
管理费用（亿元）	1.73	2.24	2.54	0.49
研发费用（亿元）	0.31	0.35	0.37	0.09
财务费用（亿元）	-0.70	-1.13	-0.91	0.17
期间费用合计（亿元）	2.35	2.62	3.46	1.06
期间费用收入占比	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，2018 年，公司利润总额为 10.93 亿元，较上年增加 63.62%，其中，受商品房销售收入增加影响，经营性业务利润为 11.02 亿元，较上年增加 76.19%；投资收益为 0.26 亿元，较上年增加 0.04 亿元，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 5：2016 年~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

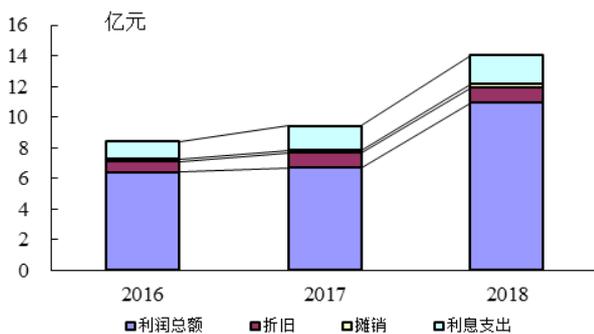
总体来看，公司营业总收入快速增长，期间费用控制良好，经营性业务利润对利润总额贡献较大，公司整体盈利能力强。

偿债能力

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。2018 年，公司主营业务盈利能力进一步增强，利润总额亦随之增长，推动公司 EBITDA 同比增加 4.60 亿元至 14.02 亿元。

偿债指标方面，2016~2018 年末，公司总债务分别为 79.48 亿元、86.04 亿元及 88.47 亿元；总债务/EBITDA 分别为 9.45 倍、9.13 倍及 6.31 倍；EBITDA 利息倍数分别为 2.78 倍、2.50 倍及 3.17 倍。总体来看，公司偿债指标不断增强。

图 6：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 13：2016~2018 年及 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

现金流方面，如前文所述，2018 年，受益于商品房良好的销售情况，公司经营活动现金流等指标进一步改善，公司经营活动净现金流为 15.36 亿元，同比增加 6.23 亿元；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 0.17 倍和 3.48 倍，较上年分别提高 0.06 倍和 1.06 倍，经营性现金流对债务本息的覆盖程度有所提升。

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。

受限资产方面，截至 2019 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 32.74 亿元，占当期总资产的比重为 11.74%。

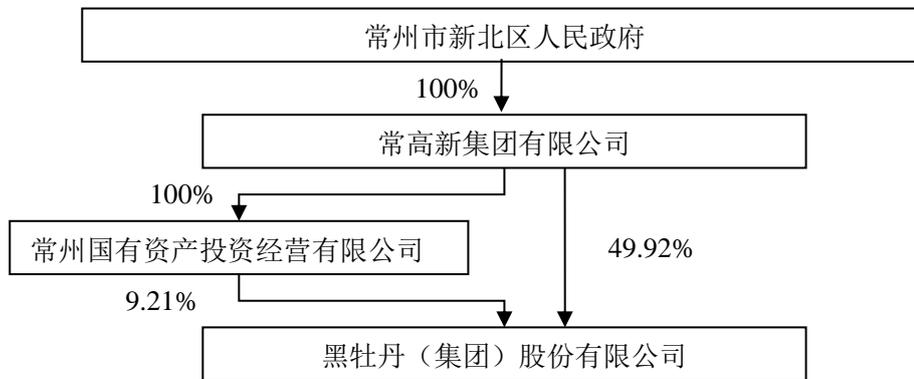
财务弹性方面，公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为顺畅，截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度为 98.35 亿元人民币，其中尚未使用额度为 47.20 亿元，备用流动性较充足。

整体来看，公司自有资本实力较强，同时债务结构不断优化，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。

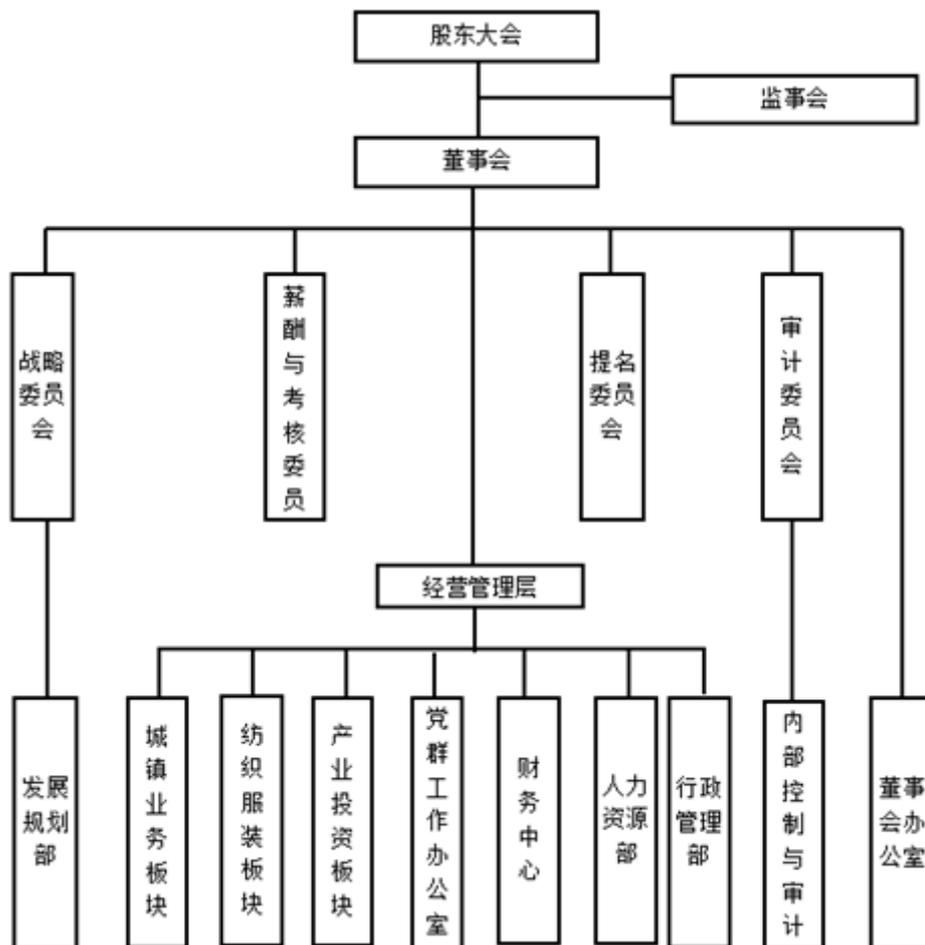
结论

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

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）



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）



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	608,047.88	628,921.95	675,831.22	118,992.62
期间费用前利润	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（%）	18.45	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	50.64
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

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

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。