



2025 年度黑牡丹（集团）股份有限公司信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20251820M -01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2025 年 6 月 20 至 2026 年 6 月 20 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 20 日

受评主体及评级结果		黑牡丹（集团）股份有限公司	AA+/稳定
评级观点	中诚信国际认为常州市新北区政治经济地位重要，经济财政实力持续增长，潜在的支持能力很强；黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）系新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位之一，在区域中具有较高的职能重要性，与地方政府关联度高。中诚信国际认为，公司能够持续得到政府在项目回款和财政贴息等方面的有力支持；同时，需关注公司面临的资金平衡压力、商品房开发业务风险以及纺织服务板块面临外部多重不利因素挑战等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。		
评级展望	中诚信国际认为，黑牡丹（集团）股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。		
调级因素	可能触发评级上调因素：地区经济实力显著增强；公司地位上升，持续获得股东及各方在业务及资金等方面的支持；资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具备可持续性。 可能触发评级下调因素：地方经济环境大幅恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；核心子公司股权划出，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性趋紧等。		
正 面			
■ 良好的区域经济环境。常州市新北区拥有良好的产业基础和稳定的经济发展态势，为公司发展提供了较好的外部条件。 ■ 公司地位重要，得到新北区政府的支持力度较大。公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的重要承建单位之一，在回购资金安排和财政贴息等方面得到了新北区政府的支持。			
关 注			
■ 面临一定的资金平衡压力。公司基础设施代建项目尚需一定的资金投入，且政府应收款规模较大，需关注其结算、回款情况及面临的资金平衡压力。 ■ 商品房开发业务风险。公司商品房开发项目规模较大，业务发展受房地产调控政策以及市场景气度等因素影响较大，需关注项目去化、收益情况，以及面临的资金周转压力。 ■ 纺织服务板块面临外部多重不利因素挑战。当前全球纺织产业供应链正在进行深度调整，全球需求不足、地缘政治冲突、贸易保护主义加剧、美国贸易政策调整等因素给中国纺织服装出口带来了较大压力，公司纺织服装板块面临的经营压力上升。			

项目负责人：李婧喆 jzhli@ccxi.com.cn
项目组成员：桂鹏程 pchgui@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988
传真：(021)60330991

财务概况

黑牡丹（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	314.94	299.47	288.33	284.14
经调整的所有者权益合计（亿元）	109.01	110.10	111.19	111.44
负债合计（亿元）	205.93	189.36	177.14	172.70
总债务（亿元）	115.08	115.72	112.82	117.37
营业总收入（亿元）	115.45	73.45	48.13	6.15
经营性业务利润（亿元）	13.42	9.92	15.24	0.76
净利润（亿元）	8.46	4.30	3.12	0.56
EBITDA（亿元）	15.34	10.82	10.84	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-13.08	-11.23	5.62	-9.46
总资本化比率（%）	51.35	51.24	50.36	51.30
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.15	2.33	2.49	--

注：1、中诚信国际根据黑牡丹提供的其经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 2023 年审计报告、经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、中诚信国际将其他流动负债中的带息债务调入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2024 年数据）

项目	黑牡丹	常熟城投	太仓城投
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	江苏省-常州市-新北区	江苏省-苏州市-常熟市	江苏省-苏州市-太仓市
GDP（亿元）	2,234.56	3,079.10	1,880.06
一般公共预算收入（亿元）	151.00	238.60	191.69
经调整的所有者权益合计（亿元）	111.19	134.29	111.56
总资本化比率（%）	50.36	51.46	46.00
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.49	2.06	0.98

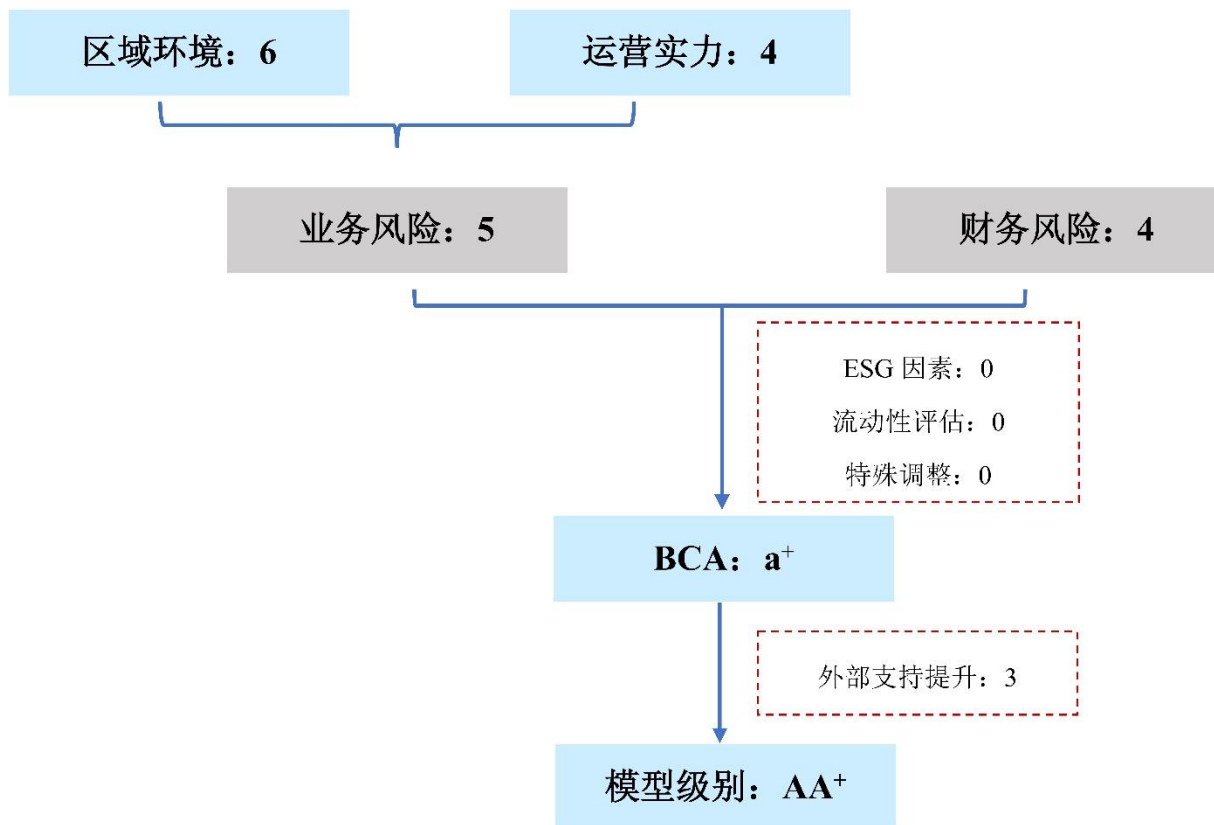
中诚信国际认为，新北区与常熟市、太仓市行政地位、经济财政实力相当，区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体之一，业务运营实力相当；公司权益规模和财务杠杆均处于比较组中等水平，且利息覆盖能力较强，与可比企业的整体财务融资能力接近。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有相似的支持意愿。

注：常熟城投系“常熟市城市经营投资有限公司”的简称；太仓城投系“太仓市城市建设投资集团有限公司”简称；可比公司为 2023 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

评级模型

黑牡丹(集团)股份有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2025_1)



注：

外部支持：新北区政府具有很强的支持能力，对公司有较强的支持意愿，主要体现在新北区的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位之一，在回购资金安排和财政贴息方面得到当地政府的持续支持，与地方政府关联度高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

评级对象概况

黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）前身为常州第二色织厂，始建于 1940 年，后经定增、更名和 A 股上市等举措，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 103,202.55 万元，常高新集团有限公司（以下简称“常高新集团”）为公司控股股东，常州市新北区人民政府为公司实际控制人。

公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，承担全区范围内城镇化建设任务，包括基础设施建设、安置房建设、产业园区开发运营等业务；同时从事商品房开发、牛仔布和服装的生产及销售、物业服务等业务。

表 1：截至 2024 年末公司主要的一级子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2024 年末			2024 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
常州黑牡丹置业有限公司	黑牡丹置业	100.00	102.29	50.20	50.92	1.20	7.03
常州黑牡丹建设投资有限公司	黑牡丹建设	100.00	69.44	17.56	74.71	7.91	1.88
常州黑牡丹纺织有限公司	黑牡丹纺织	100.00	7.72	2.41	68.81	7.26	0.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济与行业政策

2025 年一季度，中国经济延续去年四季度以来的筑底企稳态势，实际 GDP 同比增长 5.4%，名义 GDP 同比增长 4.59%，名义 GDP 增速依然低于实际增速。供需两端均呈现积极改善，工业生产总体维持韧性，新动能表现亮眼，装备制造业和高技术制造业维持两位数增长；“两新两重”政策效应持续释放，消费市场延续回暖，消费电子、汽车、家电支撑社零表现；投资开局良好，广义基建投资同比增长 11.5%，制造业投资增速维持在 9% 以上，地产投资降幅收窄。尽管近期中美关税博弈升级对我国出口形成较大冲击，但一季度出口增速超预期反弹、贸易伙伴多点开花，凸显外贸韧性。

中诚信国际认为，在中美关税博弈升级下，外部环境不确定性显著上升，出口或持续承压，叠加内生性消费和投资需求仍有待改善、重点领域风险化解仍在推进、供需失衡下价格水平整体低迷等问题尚存，全年实现 5% 左右的增长目标压力有所加大。但也要看到中国经济的强大韧性与潜力，中国经济继续保持稳中有进的态势有多重支撑：一是创新动能不断增强。今年以来，以 DeepSeek 为代表的多项科技创新成果涌现，中国在量子计算、生物医药等科技前沿领域取得重要突破，同时低空经济、深海科技、人形机器人等新兴行业布局持续深化，创新驱动的新格局正在形成。二是内需潜力不断释放。随着“两新两重”政策效应持续释放、提振消费专项行动加快落地落实、服务消费供给不断完善，终端消费的改善将得到有力推动。三是政策空间充足、政策工具箱储备丰富。二季度是重要的政策窗口期，或将出台更多增量政策以对冲关税冲击。财政政策方面，2025 年中国预算赤字率首度提高至 4%，广义赤字规模接近 14 万亿，后续赤字、专项债、特别国债等均可视情况进一步扩张；财政支出结构进一步优化，更加注重惠民生、促消费、增后劲，为经济增长蓄力赋能。货币政策方面，适度宽松的基调下，降准降息、结构性货币政策等工具仍

有充分调整余地，后续还可创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。四是高水平对外开放稳步扩大。近年来，通过优化外贸结构、提升贸易便利化水平以及深化与“一带一路”沿线国家的合作，中国的外贸朋友圈持续扩大并日渐稳固，应对短期冲击的能力显著增强。

综合以上因素，中诚信国际预计 2025 年二季度中国 GDP 增速将在 4.9% 左右。从中长期来看，稳增长政策效应持续释放加之改革措施持续深化落地，中国经济持续回升向好的基本面未变。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接

https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

2025 年一季度以来，基础设施投融资（以下简称“基投”）行业的政策一方面延续了 2024 年“一揽子化债”政策“控制新增、化解存量”的总体思路，通过规范政府及基投资企业举债融资行为，推动区域和基投行业债务风险化解；另一方面强调发展中化债，通过规范基金投资、推动专项债支持基础设施投资、发行审核端协同配合等政策支持基投资企业转型与高质量发展，整体上明确化债与发展齐头并进的步调。

“一揽子化债”政策背景下，化债为基调，发展为方向，基投资企业掀起转型潮流，专项债支持基投资企业项目投资和处置低效资产，释放流动性。2025 年一季度以来，化债资金持续到位，基投资企业短期偿债压力有所缓解，同时基投债净融资规模有所收缩，非标逐渐被银行借款置换，融资渠道持续调整优化。基投资企业边际流动性持续改善，债券融资成本延续下降趋势。但部分省份非标舆情持续暴露，仍需关注剩余高息债务置换进度。

展望未来，基于当前宏观政策取向，2025 年基投行业相关政策预计延续“控增化存”主基调，持续推进存量政策逐步落实，动态调整增量政策适时出台，基投行业债务风险整体仍相对可控。“化债与发展并重”的工作思路下，新的投资空间或可打开，基投资企业仍有望在重点投资领域及产业投资方面发力，且需更加关注投资效益。同时应关注，化债走向纵深面临的融资渠道继续收紧，基投债“资产荒”或将持续；基投资企业基本面改善之前，仍需警惕非标置换进度及负面舆情演绎趋势；基投资企业转型后带来的政企关系变化影响亦需持续关注。

详见《基础设施投融资行业 2025 年一季度政策回顾及展望》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11852?type=1>

区域环境

常州国家高新区（新北区）是 1992 年 11 月经国务院批准成立的首批国家级高新区之一，2002 年 4 月，在高新区基础上设立了常州市新北区，实行“两块牌子、一套班子”的管理体制。截至 2024 年末，常州国家高新区（新北区）下辖 5 镇 5 街道，一个省级经济开发区，一个综合保税区，面积 508.91 平方公里，常住人口 90.51 万人。交通禀赋方面，新北区公路运输发达，高速公路网络纵横交错，此外，还拥有 4E 级军民合用运输机场——常州奔牛国际机场、国家一类开放口岸——常州港、省内最大内河港——奔牛港。

近年来，常州国家高新区（新北区）经济稳定持续发展，产业结构不断优化；全区围绕新能源汽

车及汽车核心零部件、新材料、新医药及医疗器械、新一代信息技术、智慧能源、高端智能装备“四新两智”主导产业，走出了一条以产业强促经济强的高质量发展道路。2024 年，全区实现地区生产总值 2,234.56 亿元，按不变价格计算，比上年增长 6.2%；分三次产业看，第一产业增加值 20.74 亿元，较上年增长 0.3%；第二产业增加值 1,146.55 亿元，较上年增长 6.2%；第三产业增加值 1067.27 亿元，较上年增长 6.3%。三次产业增加值结构调整调整为 0.9：51.3：47.8，第三产业增加值占 GDP 比重较上年提升 0.8 个百分点。此外，全区主导产业占比提升，1,033 家规上“四新两智”产业企业实现产值 3,199.4 亿元，较上年增长 2.5%，占规上工业比重达 81.3%，占比较上年提升 1.0 个百分点，拉动全区规上工业产值增长 2.1 个百分点。

表 2：2024 年常州市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
常州市	10,813.60	--	20.08	--	697.80	--
武进区	3,441.85	1	19.92	4	221.50	1
新北区	2,234.56	2	24.69	1	151.00	2
溧阳市	1,708.39	3	20.45	3	110.41	3
金坛区	1,402.54	4	23.51	2	60.63	4
钟楼区	1,017.86	5	15.18	5	47.50	6
天宁区	1,008.40	6	14.86	6	47.60	5

注：人均 GDP 系根据常住人口测算而来，下同。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

良好的产业基础和稳定的经济发展为新北区财政实力形成了有力的支撑。2024 年，全区财政质量表现良好，税收收入占比和财政自给率仍保持较高水平；以国有土地使用权出让收入为主要构成的政府性基金收入系区域政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响，2022 年以来呈持续下降态势。再融资环境方面，新北区广义债务率处于市内中下游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，同时含有少量非标，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 3：近年来新北区地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024
GDP（亿元）	1,990.58	2,118.65	2,234.56
GDP 增速（%）	4.0	8.5	6.2
人均 GDP（万元）	22.11	23.46	24.69
固定资产投资增速（%）	1.1	-9.8	5.6
一般公共预算收入（亿元）	132.50	144.38	151.00
政府性基金收入（亿元）	167.80	147.50	103.00
税收收入占比（%）	83.77	91.61	88.41
公共财政平衡率（%）	118.30	140.88	149.53

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，公司承担全区范围内城镇化建设任务，包括土地前期开发、基础设施建设、安置房等业务，具备一定的业务竞争力，业务稳定性和可持续

性较强；同时公司还开展商品房开发和纺织服装等市场化业务，多元化经营为公司发展奠定良好的基础。

值得注意的是，公司房地产业务受房地产调控政策以及市场景气度等因素影响较大，项目的去化及收益情况值得关注，且鉴于在建房地产项目尚需投资规模较大，公司亦面临一定的资金支出压力；此外，亦需关注外部环境的不确定性对公司的纺织服装业务的影响。

表 4：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纺织服装业务	7.47	6.47	13.48	7.69	10.47	17.89	8.35	17.35	20.28	1.73	28.19	19.23
工程施工	7.65	6.63	22.48	10.85	14.77	18.70	14.57	30.28	21.28	1.67	27.10	16.09
安置房建设	21.96	19.02	4.44	29.39	40.02	9.40	1.04	2.15	304.71	0.31	4.99	6.63
北部新城土地开发收益	0.24	0.21	100.00	0.57	0.78	100.00	0.50	1.04	100.00	0.12	1.93	100.00
万顷良田工程项目收益	0.15	0.13	100.00	0.10	0.13	100.00	0.01	0.02	100.00	-	-	--
商品房销售	61.66	53.40	24.08	23.02	31.34	30.67	22.40	46.54	38.37	2.07	33.58	30.00
其他房产销售	7.43	6.43	12.79	0.66	0.90	23.97	-	-	--	-	-	--
新基建	7.26	6.29	22.63	-	-	--	-	-	--	-	-	--
其他	1.63	1.41	22.38	1.17	1.59	43.75	1.26	2.62	1.87	0.26	4.21	39.16
合计	115.45	100.00	18.97	73.45	100.00	19.83	48.13	100.00	35.49	6.15	100.00	23.76

注：1、公司 2022 年 11 月将持有的深圳市艾特网能技术有限公司（以下简称“艾特网能”）75%股权以 10.275 亿元的交易对价协议转让给常州高新云数投资有限公司，艾特网能不再纳入公司合并报表范围，2023 年起公司不再体现新基建业务收入；2、“其他房地产销售”收入系两馆两中心项目收储结转收入；3、2024 年安置房建设业务成本发生额为负数，主要系部分房产项目本期开发成本根据决算调整所致，故当年毛利率水平大幅提升；4、“-”表示数据为零，“--”表示数据不可得，下同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

新型城镇化建设板块

公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，具备业务竞争力，2024 年收入实现大幅增长；近年来，该板块回款情况较好，并且在建项目仍有一定的投资需求。未来，公司将重点以工程总承包模式积极拓展市场化市政建设业务。

公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，主要负责新北区城市道路、桥梁、综合管廊、专业管道、城市公用建筑以及公园、广场、绿地、河道等公共基础设施的建设开发，房建施工以及部分基础设施的运营维护管理。运营主体主要包括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”）、常州达辉建设有限公司（以下简称“达辉建设”）和江苏八达路桥有限公司（以下简称“八达路桥”），业务模式分为委托代建、PPP 项目建设及工程总承包施工等三种。此外，公司还承担了新北区万顷良田工程建设项目（以下简称“万顷良田项目”）和常州市新北区北部新城高铁片区的土地前期开发项目（以下简称“北部新城项目”）。

分业务模式来看：委托建设模式下，子公司黑牡丹建设受新北区委政府的委托进行项目建设，资金由黑牡丹建设负责筹措，项目投入计入基础设施建设成本，完工后由新北区政府或其下设机构回购。项目建成经三方验收合格后，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的项目建设协议书与新北区政府或其下设机构结算工程款，项目移交给新北区政府或下设机构。从业务开展情况来看，2010 年以来，公司紧紧围绕北部新城和万顷良田两个项目开展拆迁、安置、土地整理及配套基础设施建设。北部新城项目方面，2024 年，北部新城项目

土地前期开发工作有序推进，全年协议拆迁 7 户，面积 712.57 平方米，补偿金额 111.65 万元；截至 2025 年 3 月末，北部新城项目整体已完成投资 75.97 亿元，并收到回购款 53.10 亿元，根据回购协议和工程进度，2025~2027 年北部新城一级开发项目政府分别计划回购 3.00 亿元、2.50 亿元和 2.50 亿元。万顷良田项目方面，万顷良田项目已全面完成，安置工作也基本完成，截至 2025 年 3 月末，万顷良田项目已投资 23.48 亿元，公司已收到回购款 21.28 亿元；根据回购协议和工程进度，万顷良田项目预计 2025~2027 年将分别回购 0.53 亿元、0.50 亿元和 0.20 亿元。整体来看，上述两个项目的投资和回款均在平稳推进中。此外，在建项目方面，公司在手项目有省重大项目配套道路-东海路和黄海路 2 个项目，未来尚有一定的投资需求。

PPP 项目建设模式下，公司作为社会资本方与新北区政府签订 PPP 项目协议，PPP 项目资金由公司作为唯一社会资本方全额投入，PPP 项目内部收益率为 10%，通过可用性服务费以及运维绩效服务费等实现收益，项目完工后由新北区政府或其下设机构回购。从业务开展情况来看，公司前期共签署 4 个 PPP 项目协议，总金额约 42 亿元。截至 2025 年 3 月末，新北区两馆两中心 PPP 项目已由常州市新北土地储备中心收储完成，收储资金已全部支付；PPP 一期项目中的春江路、瀛平路、中央艺术公园一期等 21 个子项目已完工，目前进入运维阶段，运维期 7 年；PPP 二期项目中的乐山路、富腾路等 13 个子项目已完工，目前进入运维阶段，运维期 10 年，其余项目均在稳步推进中；根据 2023 年 3 月公司与常州国家高新区（新北区）住建局签订的补充协议，PPP 三期紫金山路工程的原特许经营协议提前终止，紫金山路工程将在竣工验收后直接移交给指定方。综合来看，公司存量 PPP 项目均在稳步推进中，2024 年确认收入 5.64 亿元，后续每年能够确定一定规模的收入，且未来面临的投資压力较小。

工程总承包模式下，公司通过市场化招投标的方式获得市政工程施工和建筑工程施工项目，其中达辉建设拥有建筑工程施工总承包壹级资质，八达路桥拥有市政公用工程施工总承包壹级资质，黑牡丹置业拥有房地产开发企业壹级资质，三大资质齐全的优势使得公司城建产业链一体化竞争能力持续提升，产业链协同能力进一步加强。从业务开展情况来看，2024 年，子公司达辉建设成功中标高新生命健康产业园、常州市第一人民医院高新院区、常州中科遗传中心装修改造等施工项目，已备案合同金额 14.54 亿元；子公司八达路桥积极参与市场投标，2024 年合同中标金额 6,670 万元，成功拓展了湖滨北路新建工程、徐桥路新建工程，张家港塘市加油站雨污水设施改造、洛阳高中等项目。截至 2025 年 3 月末，公司在施工项目主要有龙江路高架北延工程、常州市第一人民医院高新院区和高新生命科技园等 6 个项目，合同总金额为 27.51 亿元，已投入 3.40 亿元，已确认收入 7.02 亿元；拟施工项目方面，公司主要有新北区水环境治理一期工程-2024 年（一标段）设计、采购、施工工程总承包项目和储能系统生产基地项目，总合同金额为 1.96 元，2025 年计划投入 1.02 亿元。整体来看，随着在手项目工程进度的逐步推进，公司工程施工收入可实现一定保障，2024 年实现市场化工程施工收入 7.27 亿元，同比增长 49.95%。

整体来看，公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，具备业务竞争力，早期通过委托代建、PPP 建设模式的完工项目以及土地整理项目投资回报周期长，目前每年结算和回款情况较好，并且在建项目仍有一定的投资需求。未来，公司将重点以工程总承包模式积极开拓市场化的市政建设业务。

表 5：截至 2025 年 3 月末公司在建工程项目情况（亿元）

项目名称	业务模式	建设周期	总投资	已投资	已确认收入	投资计划	
						2025	2026
PPP 一期	PPP 项目建设	2016.07-2019.06	15.57	11.72	10.13	0.37	0.30
PPP 二期		2017.01-2019.12	18.11	15.07	10.41	0.06	0.00
PPP 三期		2017.06-2019.06	5.93	4.76	2.82	0.20	0.00
省重大项目配套道路-东海路	委托代建	2022.11-2025.06	1.32	0.43	0.00	0.83	0.06
省重大项目配套道路-黄海路		2022.11-2025.06	2.40	0.93	0.00	1.35	0.12
合计	--	--	43.33	32.91	23.36	2.81	0.48

注：1、表中完工时间可能与实际完工时间不符；2、上表中合计数因四舍五入或存在误差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2025 年 3 月末公司主要在施项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	业主方	合同金额	已完工金额	已确认收入	已回款
中科院改造项目	2024.5-2025.4	常高新集团有限公司	0.35	0.12	0.28	0.16
高新生命科技园	2024.10-2026.2	常州高新明辉产业园管理有限公司	2.95	0.27	0.72	0.33
常州市第一人民医院高新院区	2024.12-2027.12	常州国家高新技术产业开发区（新北区）卫生健康局	6.90	0.05	0.18	0.23
龙江路高架北延工程	2023.8-2025.12	常州国家高新技术产业开发区（新北区）住房和城乡建设局	16.46	2.80	5.44	3.62
港西大道（政泰路-新孟河）工程设计、采购、施工工程总承包	2024.3-2024.12	常州市新北区市政绿化管理所	0.42	0.16	0.35	0.19
常州国家高新区百丈高端装备产业园基础设施一期工程总承包	2025.1-2025.9	常州市新北区春江街道办事处	0.43	0.00	0.04	0.04
合计	--	--	27.51	3.40	7.02	4.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2025 年 3 月末公司主要拟施工项目情况（亿元）

项目名称	预计开工时间	合同规模	2025 计划投资
新北区水环境治理一期工程-2024 年（一标段）设计、采购、施工工程总承包	2025.4	0.96	0.49
储能系统生产基地项目	2025.5	1.00	0.53
合计	--	1.96	1.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房建设板块

公司安置房项目均处于存量回购阶段，2024 年收入确认同比大幅缩减，且需关注回购款项支付进展；此外，公司暂无在建、拟建项目，需关注该业务未来的稳定性和可持续性。

公司安置房建设业务展业区域位于新北区内，主要由子公司黑牡丹置业负责运营，黑牡丹置业拥有房地产开发一级资质，业务模式主要为定向销售模式。通常情况下，黑牡丹置业根据政府发布的保障房招标公告参与投标，中标后缴纳土地出让金，通过招拍挂取得国有土地使用权。在此过程中，政府仅给出定向销售房屋的限价，黑牡丹置业自身测算项目的成本利润情况，自负盈亏；

房屋建设完工后，政府委托具有市场化经营的主体对拆迁户开展安置工作，项目完工验收后，由具有市场化经营的主体统一代表拆迁户向黑牡丹置业进行房屋的购买。

从业务开展情况来看，2024 年，公司安置房建设收入同比大幅缩减，主要系公司在手的安置房项目均为存量的已完工项目，且回购进度已接近尾声，当年回购的金额较小所致。截至 2025 年 3 月末，公司主要应收江苏常州滨江经济开发区管理委员会和常州市新桥街道办事处回购款项分别为 25.90 亿元和 11.77 亿元，需关注后续资金回笼情况。同期末，公司暂无在建和拟建安置房项目，业务稳定性不足。

表 8：截至 2025 年 3 月末公司主要已完工待回购安置房项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建设周期	建筑面积	总投资	计划回购金额	已确认收入
百馨西苑四期	2014.02-2017.06	45.33	14.83	15.06	12.65
新景花苑四期	2015.03-2018.03	10.27	3.92	3.52	3.10
香山福园	2016.12-2018.12	9.09	3.63	3.61	3.28
百馨西苑五期	2020.05-2022.09	65.15	39.00	32.17	30.41
新景花苑五期	2021.01-2023.06	35.76	20.44	21.07	19.33
合计	--	165.60	81.82	75.43	68.77

注：1、总投资系项目立项时金额，略高于实际投资金额；2、计划回购金额则按实际投资测算；3、已确认收入为不含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产开发板块

2024 年，公司商品房项目去化进度加快，且尚有一定规模的土地储备，可为后续业务的开展提供一定保障。但公司在建房地产项目投资规模较大，面临一定资金支出压力，且目前房地产市场景气度仍较低迷，需持续关注公司后续项目的开发、去化进度和盈利情况。

公司房地产开发业务主要由黑牡丹置业及其下属子公司负责，项目开发以自主开发和合作开发相结合的模式开展，主要区域集中于以常州为主的江浙一带。同时，公司还开展园区开发业务，主要由子公司常州黑牡丹科技园有限公司负责；园区开发业务以检验检测认证为方向打造定位精准的专业性园区，目前已开展了黑牡丹常州科技园一期和二期的建设运营，主要建设工业厂房，用于出租出售；此外，公司正在推进黑牡丹常州数字经济产业园的建设工作。

从业务开展情况来看，2024 年，公司实现结转收入 22.41 亿元，结转面积 26.44 万平方米，当年公司收入确认同比略有下降，但受交付项目开发成本偏低的影响，当年毛利率水平大幅提升；此外，2024 年，公司商品房去化进度加快，实现商品房销售金额为 19.20 亿元，销售面积 24.22 万平方米，二者均较上年大幅增长，主要系公司飞龙吾悦广场商业体整体交付以及创新营销方式，有效运作新媒体所致。已完工项目方面，2024 年，公司新增牡丹招商公园学府、绿都万和城 09 地块南侧和北侧等完工项目，但受外部行情影响，招商公园学府、绿都万和城 09 地块北侧尚有较多的房源待去化；在建项目方面，截至 2025 年 3 月末，公司主要有绿都 07 地块、科技园一期、牡丹都汇和牡丹大观和苑 4 个项目，预计总投资 78.61 亿元，已投资 48.65 亿元，未来仍面临一定的投资支出压力。截至 2024 年末，公司未开工的权益土地面积 16.88 万平方米，均位于常州市内，房地产开发业务土地储备规模尚可，可为后续业务的开展提供一定保障。

此外，园区开发项目方面，2024 年，科技园一期房屋对外出租面积为 1.05 万平方米，当期实现租金收入 401.39 万元，截至 2024 年末，项目招商完成率 91.92%，已招引企业 11 家；同期末，科技园二期项目已全部完成竣工验收并交付业主；此外，科技园持有待开发土地面积为 10.45 万平方米，公司将择机进行开发及运营。截至 2024 年末，常州数字经济产业园已完成竣工验收，4 幢厂房已整栋签约出租，5 幢、6 幢厂房部分签约出租，招商工作持续推进。

整体来看，目前公司仍有多多个在投和在售的房地产项目，后续支出规模较大，考虑到当前房地产市场景气度仍较低迷，需持续关注后续项目的开发、去化进度和盈利情况。

表 9：截至 2025 年 3 月末在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建设周期	建筑面积	可售面积	已售面积	累计签约金额	总投资	已投资	未来预计投资		
								2025	2026	2027
绿都 07 地块	2021.03-2026.11	15.51	-	-	-	10.07	3.90	0.36	2.24	0.18
科技园一期	2013.05-2027.03	31.16	16.26	14.58	8.29	12.23	6.51	0.62	0.56	0.78
牡丹都汇	2023.05-2026.11	16.88	4.44	1.57	2.01	18.31	10.97	1.53	1.69	1.69
牡丹大观和苑	2022.05-2025.09	14.88	1.69	0.07	0.18	38.00	27.27	1.62	1.89	0.07
合计	--	78.43	22.39	16.22	10.48	78.61	48.65	4.13	6.38	2.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

纺织服装板块

2024 年，公司纺织服装板块收入和毛利均有所提升，经营状况持续向好，但未来需持续关注对外贸易的不确定性对公司经营产生的影响。

公司纺织服装业务包括牛仔布和服装的生产销售，其中牛仔布的生产销售由常州黑牡丹纺织有限公司负责，服装生产除公司自有产线外还通过外协加工完成订单，服装销售主要由常州荣元服饰有限公司和黑牡丹集团进出口有限公司（以下简称“黑牡丹进出口”）负责。

从业务开展情况来看，2024 年，受益于纺织服装销量增加，公司纺织服装业务收入同比增长 8.57%，同时得益于成本端的有效管控，毛利率同比上升 2.39 个百分点。具体而言，公司纺织服装业务重心仍为面料生产，面料销售客户包括 AEO、GAP 等服装品牌，国内市场以珠三角、长三角地区和河南省为主，外销则出口至东南亚、欧洲及北美地区。近年来，公司综合市场情况、竞争优势及战略规划等多方面考量，面料生产业务以牛仔布为主。此外，公司正全力推进越南纺织生产基地项目的建设，该项目总投资为 7,140.00 万美元，计划分三期建设，全部建成投产后预计可实现牛仔布产能为 3,000 万米/年；截至 2024 年末已投资 2,835.00 万美元，一期项目预计 2025 年 8 月建成投产，建成投产后可实现牛仔布产能为 1,000 万米/年，可转移国内的出口部分的产能，以应对国际贸易环境的变化。但当前纺织行业面临的不确定因素依然较多，全球需求不足、地缘政治冲突、贸易保护主义加剧以及美国贸易政策调整等因素均给我国纺织服装行业造成了较大压力，需持续关注外部环境的不确定性对公司的经营情况产生的影响。

表 10：公司纺织服装产品产销及纺织品贸易情况（万米、万件、亿元）

		2022	2023	2024	2025.1~3
牛仔布	产量	2,784.09	3,371.69	3,821.54	679.69
	销量	3,088.55	3,423.95	3,704.43	741.63
	收入	6.11	6.64	7.28	1.41

服装	产量	193.82	185.40	139.12	37.05
	销量	197.70	174.00	142.35	34.87
	收入	1.36	1.05	1.07	0.32

资料来源：公司提供，中诚信国际提供

财务风险

中诚信国际认为，2024 年以来，公司资产规模延续下降态势，利润分配导致所有者权益增幅较小，且融资收缩背景下，现金及现金等价物呈持续消耗态势。但公司总债务相对稳定，融资结构和期限结构较为合理，综合融资成本较低，同时 EBITDA 和经营活动净现金流均可对利息形成有效覆盖，整体偿债指标表现向好。

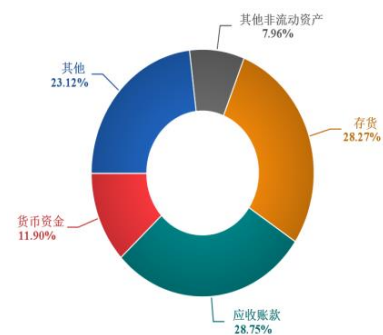
资本实力与结构

公司在区域国企中的地位突出，2024 年以来所有者权益相对稳定，资产具有一定的收益性，但流动性不足，且财务杠杆偏高，资本结构有待进一步优化。

作为新北区重要的城市基础设施建设及综合开发主体，公司地位重要。2024 年末公司资产规模同比小幅下降 3.72%，2025 年 3 月末延续下降态势。

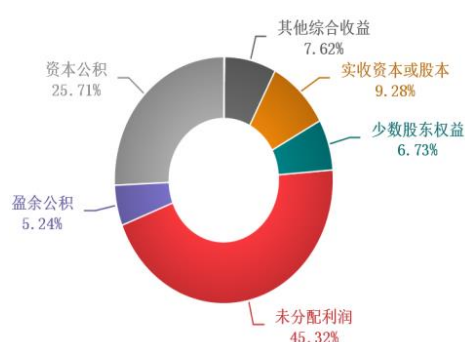
公司目前形成了新型城镇化建设及纺织服装两大板块，资产主要由上述业务形成的存货、应收类款项和其他非流动资产等构成，截至 2025 年 3 月末，公司流动资产占总资产比重为 76.44%。流动资产方面，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，2025 年 3 月末货币资金主要为银行存款，其中因借款质押和保证金等原因而受限的货币资金占比为 21.86%。公司应收账款主要为应收政府城镇化建设业务的回购款，对资金形成较大占用，但由于政府性投资项目形成的应收款项纳入了财政预算，未来资金回笼有一定保障。其他应收款主要系公司按照持股比例向参股房地产项目公司提供的股东借款，以及根据政策要求，商品房项目部分预售回款受到政府部门监管形成的应收款，2024 年末因收回部分参股子公司的借款，其他应收款规模同比减少 33.47%。公司存货主要系房产项目投入形成的开发成本和开发产品，2024 年末公司存货较上年末减少 9.19%，主要系随着商品房项目竣工交付，结转开发产品所致；其他流动资产主要系一年内待结算的北部新城高铁片区土地前期开发项目和万顷良田委托项目前期开发成本。非流动资产方面，公司其他权益工具投资主要系预计长期持有的上市公司江苏银行的股票，2024 年计入其他综合收益的利得为 4.48 亿元；固定资产主要为房屋建筑物和通用设备；其他非流动资产为北部新城高铁片区土地前期开发项目和万顷良田委托项目账龄一年以上的支出款项，2024 年末同比增长 17.88%，主要系当年北部新城和投资支出增加所致。总体来看，公司资产具有一定的收益性，但流动性不足。

图 1：截至 2024 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积和股本构成，近年公司持续盈利，但同时实施较为稳定的分红政策，2024 年派发现金股利 1.29 亿元，加之重要非全资子公司利润分配导致的少数股权权益减少，2024 年末公司经调整的所有者权益¹增长有限。

2024 年以来，公司总负债延续下降态势，主要系商品房项目交付使得大量预收房款结转，以及其他流动负债中的预提工程款持续支付所致；2025 年 3 月末，公司负债规模持续下降。财务杠杆方面，随着总负债下降，公司资产负债率逐年回落，总资本化比率相对稳定，截至 2025 年 3 月末，资产负债率和总资本化比率分别为 60.78%和 51.30%，资本结构仍有进一步优化空间。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总资产	314.94	299.47	288.33	284.14
货币资金	37.19	39.36	34.36	30.37
应收账款	62.99	84.98	83.03	82.66
其他应收款	37.30	18.22	12.12	12.08
存货	110.86	89.89	81.63	81.64
流动资产占比	82.20	81.33	77.41	76.44
其他权益工具投资	10.43	9.57	14.04	13.59
固定资产	6.25	5.42	4.75	4.63
其他非流动资产	17.62	19.50	22.99	25.30
经调整的所有者权益合计	109.01	110.10	111.19	111.44
总债务	115.08	115.72	112.82	117.37
短期债务占比	52.56	33.74	35.51	29.02
资产负债率	65.39	63.23	61.44	60.78
总资本化比率	51.35	51.24	50.36	51.30

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

2024 年，公司收现比提升幅度较大，经营活动现金流转为净流入态势，整体经营活动获现能力表现尚可；但公司债务偿还力度的加大使得公司融资活动现金流转为净流出的态势，需关注再融资能力和融资监管政策变化以及账面可用资金规模对公司的影响。

2024 年，公司回款较慢的安置房业务收入大幅减少，受益于此，当年收现比指标明显提升。

公司经营活动现金流受房地产市场和项目周期性影响较大，2024 年随着房地产开发项目新增投资

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，此处不涉及调整。

节奏的放缓，经营活动现金流转为净流入态势，但整体规模仍较小。

公司投资活动主要受购买或赎回结构性存款或投资目的的定期存款等影响较大，2024 年，公司投资活动产生的现金流仍保持净流入状态。

2024 年，公司整体融资有所收缩，部分债务到期偿还叠加利息支出和利润分配，融资活动现金流转为净流出的态势。总体来看，2024 年以来公司资金面呈收紧态势，现金及现金等价物呈净消耗状态，需持续关注公司的再融资能力、融资监管政策变化对公司的影响。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-13.08	-11.23	5.62	-9.46
投资活动产生的现金流量净额	-3.80	6.36	2.22	0.28
筹资活动产生的现金流量净额	18.10	5.35	-10.96	1.88
现金及现金等价物净增加额	1.36	0.51	-3.07	-7.30
收现比	0.50	0.59	0.93	1.14

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

近年来公司总债务有所波动，但总体相对稳定，债务融资结构和期限结构亦较合理，综合融资成本较低。此外，公司 EBITDA 和经营活动净现金流均可对利息形成有效覆盖，整体偿债指标表现向好。

近年公司总债务有所波动，但总体较为稳定。公司债务主要由银行借款和债券融资构成，债务类型及渠道结构良好，融资成本较低，2024 年末平均融资成本为 3.86%，且同比呈下降态势；公司债务结构以长期为主，短期债务占比较低，债务期限结构趋于合理，与其业务特征相匹配。

表 13：截至 2025 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	金额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上
银行借款	50.26	18.71	17.88	8.20	5.47
债券融资	61.10	10.00	37.72	13.38	0.00
合计	111.37	28.71	55.60	21.58	5.47

注：上表统计口径不含应付票据、租赁负债和应付利息。

资料来源：公司提供，和中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要来自利润总额，2024 年公司收入收缩，得益于毛利率的提升，全年经营性业务利润大幅增长 53.52%至 15.24 亿元，但当年公司大幅计提资产减值 7.41 亿元，导致利润总额较上年小幅下降 5.15%，同时 EBITDA 较上年基本持平。2024 年，公司利息支出规模略有下降，EBITDA 对利息支出的覆盖水平略有提升。同时，当年公司经营活动现金流转入净流入态势，亦可实现对利息支出形成保障，整体来看，公司的偿债指标表现向好。

截至 2025 年 3 月末，公司可动用账面资金为 23.73 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同时，公司银行授信总额为 94.18 亿元，尚未使用授信额度为 43.66 亿元，备用流动性较好，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文 7.28 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总债务	115.08	115.72	112.82	117.37
短期债务占比	52.56	33.74	35.51	29.02
EBITDA	15.34	10.82	10.84	--
EBITDA 利息覆盖倍数	3.15	2.33	2.49	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.69	-2.41	1.29	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2025 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 40.92 亿元，占当期末总资产的 14.40%，主要系因借款抵押的存货，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2025 年 3 月末，公司不存在对外担保的情况。同期末，公司亦不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2025 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

外部支持

中诚信国际认为，新北区政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

新北区隶属于常州市，拥有显著的区位优势，稳定的经济发展和良好的产业基础为新北区财政实力形成了有力的支撑。2024 年末新北区显性债务率处于常州市各区县较低水平，未超过国际 100% 警戒线。但考虑到区域内融资平台的隐性债务未纳入地方直接债务统计，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，新北区政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性较强：公司作为新北区重要的城市基础设施建设及综合开发主体，承担了全区范围内城镇化建设任务，包括土地前期开发、基础设施建设、安置房建设等业务，与区域内其他国有企业之间各自分工明确，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度高：公司控股股东为常高新集团，最终实际控制人为新北区人民政府，公司根据区政府规划承担区内的基础设施建设及重大项目投融资任务，股权结构和代建业务开展均与当地政府具有高度的关联性。且自成立以来，公司完成了常州市新北区多项重大基础设施项目的建设任务，在回购资金安排和财政贴息²等方面得到了新北区政府的支持。

² 2024 年 12 月，根据常州国家高新区（新北区）党政办公室“关于黑牡丹集团与区政府及其下属单位相关资金结算事宜的会议纪要”，会议明确对黑牡丹集团及其下属全资子公司黑牡丹置业、黑牡丹建设、新希望与区政府及其下属滨开区、各镇、各区属公司应收类账款的资金占用费自 2024 年起按所属年度五年期贷款市场报价利率（LPR）加权平均数上浮 25% 计算。已签协议约定资金占用费率按银行一年期同期贷款基准利率上浮 20% 计算的，调整为按所属年度五年期贷款市场报价利率（LPR）加权平均数上浮 25% 计算，其他仍按原协议约定执行。

表 15：2024 年新北区主要国有企业比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
常高新集团有限公司	新北区人民政府 90%	新北区重要的基础设施建设及国有资产运营主体	1,123.86	291.43	74.07	71.77	0.32	182.65
子公司：黑牡丹	常高新集团有限公司 50.64%	新北区重要的城市基础设施建设及综合开发主体	288.33	111.19	61.44	48.13	3.12	61.10
江苏龙城国有控股集团有限公司	常州市人民政府 100%	新北区重要的城市运营以及旅游资源开发经营主体	349.69	110.64	68.36	29.04	1.46	16.06
常州滨江国有控股集团有限公司	常州市人民政府 100%	常州滨江经济开发区重要的基础设施建设主体	411.00	165.18	59.81	25.59	2.26	12.00
常州齐梁建设集团有限公司	新北区人民政府 58.31%	新北区重要的基础设施项目建设主体，主要负责新北区现代农业产业园和孟河镇范围内的基础设施建设项目	179.99	61.31	65.94	15.07	0.62	27.00
常州新航建设发展集团有限公司	常州市人民政府 41%	常州空港产业园唯一的基础设施投资建设和运营主体	204.48	71.68	64.94	5.11	0.46	28.50

注：黑牡丹的债券余额为截至 2025 年 3 月末的数据，其他公司的债券余额均为截至 2025 年 5 月 27 日企业预警通披露的公司本部口径下债券余额数据（不含境外债券）。

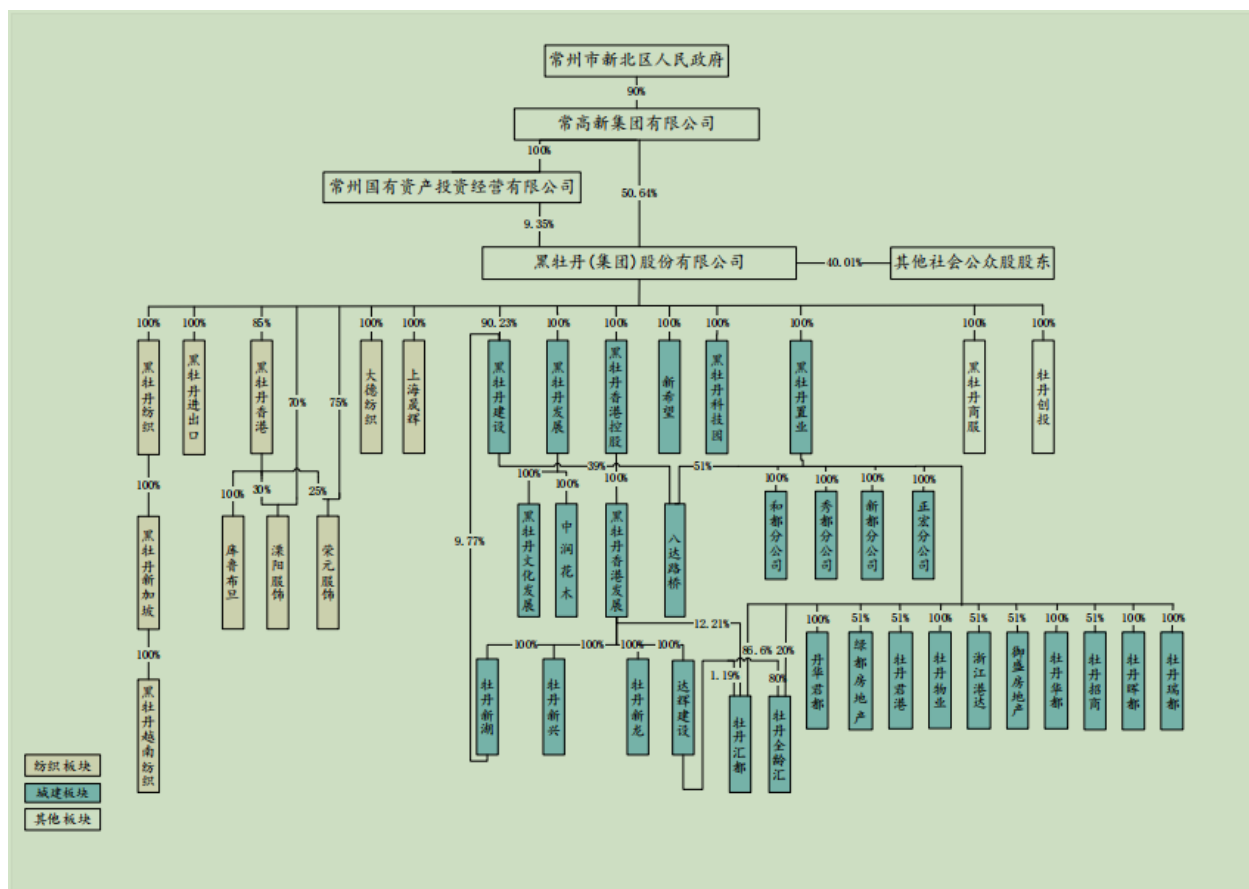
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

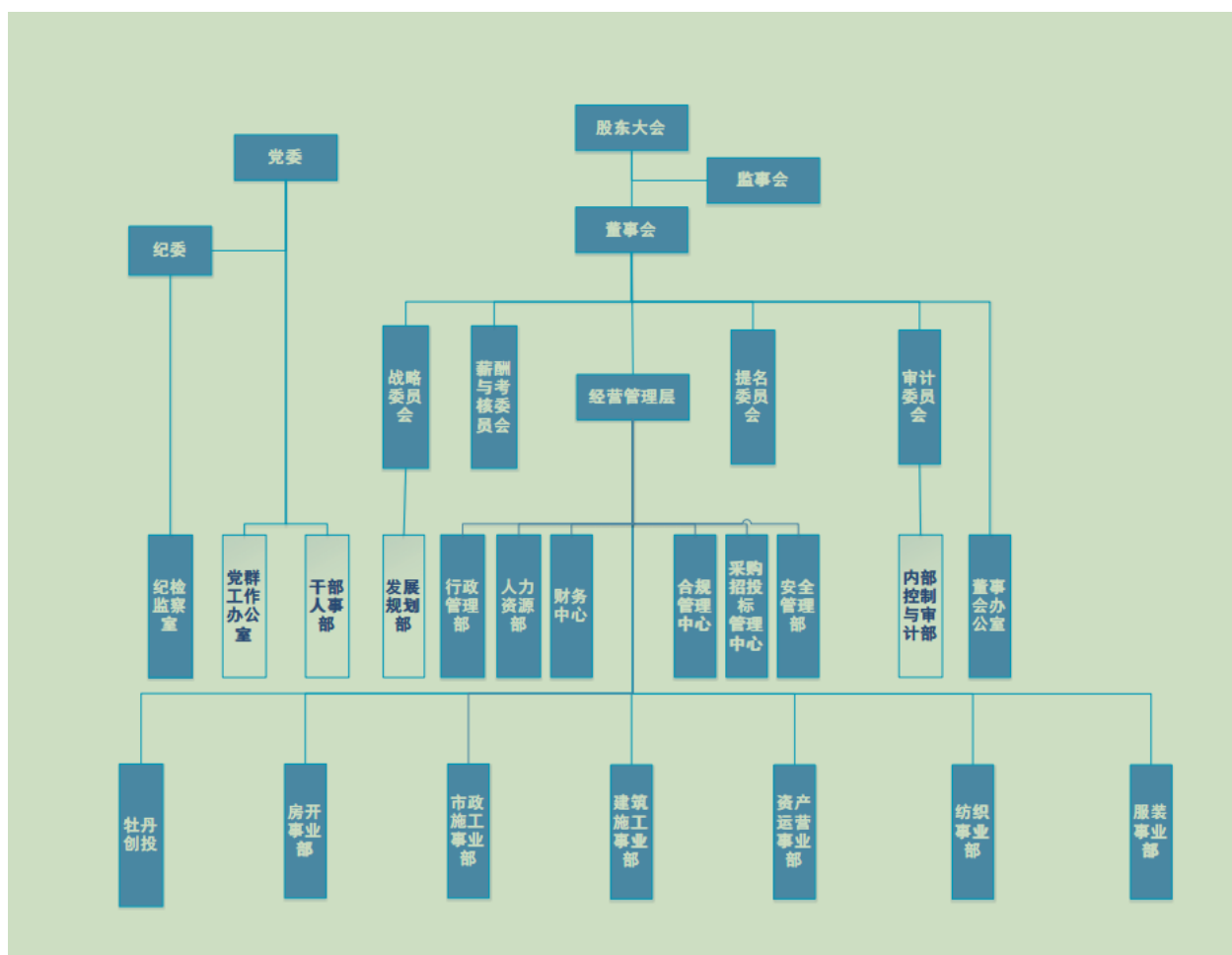
综上，中诚信国际认为，新北区政府很强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定黑牡丹（集团）股份有限公司信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

附一：黑牡丹（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 5 月末）





资料来源：公司提供

附二：黑牡丹（集团）股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	371,920.64	393,600.74	343,595.76	303,670.62
非受限货币资金	335,969.26	341,063.46	310,293.51	237,298.63
应收账款	629,923.01	849,757.06	830,250.84	826,642.77
其他应收款	372,968.35	182,180.62	121,208.35	120,832.77
存货	1,108,576.65	898,927.67	816,289.23	816,441.24
长期投资	218,192.13	205,537.67	248,743.23	244,486.20
在建工程	1,749.78	1,060.15	7,421.05	8,046.82
无形资产	9,187.58	7,547.40	14,080.41	13,896.20
资产总计	3,149,397.18	2,994,650.40	2,883,338.20	2,841,420.58
其他应付款	93,888.94	101,249.78	85,920.80	86,741.49
短期债务	604,909.85	390,403.58	400,611.68	340,622.83
长期债务	545,883.69	766,765.52	727,619.40	833,087.46
总债务	1,150,793.55	1,157,169.10	1,128,231.08	1,173,710.29
负债合计	2,059,285.18	1,893,625.12	1,771,440.14	1,727,035.30
利息支出	48,696.90	46,514.11	43,609.55	--
经调整的所有者权益合计	1,090,112.00	1,101,025.28	1,111,898.06	1,114,385.28
营业总收入	1,154,541.41	734,498.45	481,269.61	61,503.67
经营性业务利润	134,150.06	99,237.30	152,351.89	7,593.51
其他收益	1,659.93	372.61	388.86	35.20
投资收益	6,139.39	5,370.70	11,420.49	795.21
营业外收入	1,066.12	3,967.69	152.72	161.00
净利润	84,624.64	43,013.60	31,154.12	5,569.79
EBIT	140,429.58	98,055.51	98,824.74	--
EBITDA	153,382.55	108,219.86	108,433.77	--
销售商品、提供劳务收到的现金	571,940.45	432,176.41	448,195.22	70,183.10
收到其他与经营活动有关的现金	36,803.14	60,912.17	176,082.89	22,598.00
购买商品、接受劳务支付的现金	561,967.68	405,054.88	300,797.59	107,823.48
支付其他与经营活动有关的现金	64,493.83	102,635.67	205,757.65	26,602.55
吸收投资收到的现金	27,950.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	3,201.57	609.62	12,832.36	2,417.98
经营活动产生的现金流量净额	-130,783.97	-112,268.42	56,191.27	-94,565.71
投资活动产生的现金流量净额	-38,046.07	63,594.55	22,246.91	2,775.11
筹资活动产生的现金流量净额	181,030.39	53,502.35	-109,598.12	18,793.40
现金及现金等价物净增加额	13,588.09	5,069.22	-30,717.96	-72,994.87
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	18.97	19.83	35.49	23.76
期间费用率（%）	5.80	4.69	4.21	8.52
应收类款项占比（%）	31.85	34.46	33.00	33.35
收现比（X）	0.50	0.59	0.93	1.14
资产负债率（%）	65.39	63.23	61.44	60.78
总资本化比率（%）	51.35	51.24	50.36	51.30
短期债务/总债务（%）	52.56	33.74	35.51	29.02
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.69	-2.41	1.29	--
总债务/EBITDA（X）	7.50	10.69	10.40	--
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.28	0.27	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.15	2.33	2.49	--

注：1、中诚信国际根据 2023~2024 年财务报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际将其他流动负债中的带息债务调入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn