

黑牡丹（集团）股份有限公司 2021 年度跟踪评级 报告

项目负责人：徐 璐 lxu@ccxi.com.cn

项目组成员：胡玲雅 lyhu@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 06 月 18 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0744号

黑牡丹（集团）股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“20 黑牡丹 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十八日

评级观点：中诚信国际维持黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 黑牡丹 MTN001”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了区域经济和财政实力保持增长，为公司发展保障了良好的外部环境、新北区政府较大支持以及商品房销售及新基建业务支撑了公司收入增长等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司资本支出压力较大、纺织服装业务面临一定的经营压力以及城镇化建设业务受宏观因素影响较大等方面对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

黑牡丹（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	271.98	307.51	337.45	338.79
所有者权益合计（亿元）	86.38	95.09	102.55	105.47
总负债（亿元）	185.60	212.42	234.89	233.32
总债务（亿元）	88.47	77.26	79.57	91.11
营业总收入（亿元）	67.58	77.77	102.12	22.37
经营性业务利润（亿元）	11.06	17.33	18.87	4.14
净利润（亿元）	7.60	12.82	12.76	3.09
EBITDA（亿元）	14.02	19.87	20.07	--
经营活动净现金流（亿元）	15.36	41.54	9.28	-11.42
收现比(X)	1.47	1.50	1.04	0.72
营业毛利率(%)	32.85	35.69	28.34	30.50
应收类款项/总资产(%)	27.30	24.57	23.42	22.58
资产负债率(%)	68.24	69.08	69.61	68.87
总资本化比率(%)	50.60	44.83	43.69	46.35
总债务/EBITDA(X)	6.31	3.89	3.96	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.17	4.70	5.16	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

黑牡丹(集团)股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	16.84	10
	收现比(X)*	1.27	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	1.69	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.07	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	102.55	8
	总资本化比率(X)	0.44	8
	资产质量	8	8
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	8	8
打分结果			aa ⁺
BCA			aa ⁺
支持评级调整			-
评级模型级别			AA ⁺
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型在基础信用评估级别(aa ⁺)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年数据计算得出

正面

■ **区域经济稳步增长。**2020 年，常州高新区（新北区）地区生产总值为 1,631.4 亿元，同比增长 5.1%，区域经济稳步攀升，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **公司继续得到新北区政府较大支持。**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，在回购资金安排和财政贴息等方面得到了新北区政府较大支持。

■ **公司持续推进商品房销售和新基建业务，支撑收入增长。**跟踪期内，公司加快房地产开发和销售，当年实现签约销售金额 71.19 亿元，商品房销售情况较好；同时新基建业务快步发展，当年收入大幅提升。

关注

■ **资本支出压力较大。**公司城镇化建设项目较多，且投资规模较大，公司未来面临较大的资本支出压力。

■ **纺织服装业务面临一定的经营压力。**纺织服装业务系公司主要的业务板块和重要的收入来源之一，但受市场行情及新冠疫情等影响，公司纺织贸易业务缩减致使纺织服装业务收入大幅下滑，2020 年收入为 10.36 亿元，同比下降 60.06%，且短期内未有明显改善，该业务未来面临一定的经营压力。

■ **城镇化建设业务受宏观因素影响较大。**城镇化建设业务款项的回收速度及业务规模与新北区财政实力、房地产调控政策以及市场景气度等具有很强的相关性，中诚信国际对此予以关注。

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。

■ **可能触发评级上调因素。**区域经济实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**区域经济环境严重恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；重要子公司股权划出或公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化导致流动性压力大幅上升等。

评级历史关键信息

黑牡丹（集团）股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	20 黑牡丹 MTN001 (AA+)	2020/06/18	徐璐、李婧喆	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 黑牡丹 MTN001 (AA+)	2020/03/03	仇芑、孙元帅	中诚信国际基础设施投融资评级方法 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较

2020 年常州市同类型企业主要指标对比表 (亿元、%)							
公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
黑牡丹	337.45	102.55	69.61	79.57	102.12	12.76	9.28
东方新城	477.27	164.89	65.45	284.87	23.37	1.60	0.83
伟驰控股	574.24	227.84	60.32	311.81	25.93	4.59	-2.30

注：“东方新城”为“常州东方新城建设集团有限公司”简称；“伟驰控股”为“伟驰控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 黑牡丹 MTN001	AA+	AA+	2020/06/18	10	10	2020/03/23~2023/03/23	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修

复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复

为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年常州市经济持续稳定增长，第二、三产业发达，保持了很强的经济及财政实力

2020年，常州市实现地区生产总值7,805.3亿元，按可比价计算增长4.5%，江苏省地级市中排名第五；常州市第一产业增加值164.3亿元，增长2.0%；第二产业增加值3,516.2亿元，增长4.2%；第三产业增加值4,024.9亿元，增长4.9%，全市三次产业增加值比例调整为2.1:46.3:51.6。常州市民营经济活跃，对经济发展贡献突出，2020年，民营经济完成增加值5,096.7亿元，按可比价计算同比增长4.7%，占地区生产总值的比重为65.3%。

2020年常州市固定资产投资止跌回增，全市固定资产投资同比增长0.2%，其中工业投资下降19.8%，服务业投资增长16.7%。2020年，全市房地产开发投资持续增长，全年房地产开发投资增长16.7%，其中住宅投资增长15.1%。商品房新开工面积1,194.8万平方米，增长2.8%，其中住宅新开工面积883.8万平方米，增长2.0%。

2019年，常州市工业经济稳中提质。全年规模以上工业增加值按可比价计算增长6.6%，增速列苏南第一、全省第三。规模以上工业总产值增长7.5%，七大行业产值增速五增二降，生物医药、冶金、机械、电子、建材行业产值分别同比增长22.7%、11.7%、9.1%、2.7%、1.7%，纺织服装和化工行业分别下降4.3%和2.0%。企业效益稳步增长，全年规模以上工业企业利润总额增长7.8%，超半数行业实现盈利。

随着经济平稳较快发展，常州市财政保障能力平稳增长。财政收入方面，2020年，常州市一般公共预算收入为616.60亿元，同比增长4.5%，其中

税收占比为84.74%，财政收入质量较好；常州市政府性基金收入为1,161.70亿元，主要系土地出让规模；常州市一般公共预算支出为728.30亿元，财政平衡率为84.66%，为改善民生、促进经济转型等提供了相对稳定的资金保障。

表1：2018-2020年常州市主要财政指标（亿元、%）

	2018	2019	2020
一般公共预算收入	560.33	590.00	616.60
其中：税收收入	489.38	501.60	522.53
一般公共预算支出	598.48	653.70	728.30
政府性基金收入	974.17	1,062.30	1,161.70
政府性基金支出	1,103.02	1,201.89	1,298.30
财政平衡率	93.63	90.30	84.66

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：常州市财政局，中诚信国际整理

地方政府债务方面，截至2020年末，常州市地方政府债务限额1,242.80亿元（其中一般债务和专项债务分别为410.29亿元和832.51亿元），地方政府债务余额1,220.04亿元（其中一般债务和专项债务分别为394.01亿元和826.02亿元），债务率（地方政府债务余额/地方综合财力）为68.18%。

常州市高新区（新北区）经济及财政实力稳步增强，为持续改善民生、促进经济转型等提供了有力资金保障

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。目前，常州国家高新区（新北区）下辖7镇3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88.31万人。2020年城乡居民人均可支配收入达到5.14万元，增幅4.7%。

建区28年来，新北区初步形成了光伏、智慧能源、碳纤维及复合材料，新能源汽车及汽车核心零部件、新医药及医疗器械、新一代信息技术，现代

服务业“两特三新一现代”产业，位列国家高新区综合排名第 23 位，较上年提升 1 位。规模以上工业总产值同比增长 7.2%；固定资产投资同比下降 7.2%。2020 年“两特三新”产业占规模以上工业比重达 45.9%，同比提高 2.8 个百分点。2020 年全区新批和增资外资项目 101 个，完成协议注册外资 13.3 亿美元，实际利用外资 8.0 亿美元，进出口总额 870.7 亿元。进一步优化外贸结构，出口同比增长 0.2%，进口同比增加 2.6%。

近年来，新北区经济平稳增长，2020 年实现地区生产总值 1,631.4 亿元，同比增长 5.1%；一般公共预算收入达到 132.71 亿元，同比增长 5%；其中税收占分别为 85.52%，财政收入质量较好；新北区政府性基金收入为 125 亿元，较上年实绩下降 6.4%；一般公共预算支出为 75 亿元，财政平衡率为 166.67%，维持高水平。

表 2：2018~2020 年新北区主要财政指标（亿元、%）

	2018	2019	2020
一般公共预算收入	120.87	126.40	132.71
其中：税收收入	107.20	109.40	113.5
政府性基金收入	85.11	125.00	125
一般公共预算支出	66.00	73.00	75
政府性基金支出	95.21	140.00	152.2
财政平衡率	183.14	173.01	166.67

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：新北区财政局，中诚信国际整理

公司在新北区承担的职能未有改变，核心的基建类业务稳定运行、牛仔布行业龙头地位稳固、新基建业务快步推进，整体业务正常发展，公司营业收入保持增长

公司是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，包括土地前期开发、基础设施建设、安置房、商品房等。此外，公司还从事新基建业务、牛仔布和服装的生产和销售以及纺织品贸易等。跟踪期内，公司保持了多元化的业务结构，尽管纺织服装业务因疫情影响收入大幅减少，安置房因当年交付

量减少收入亦有所缩减，但受益于商品房业务的稳步推进，以及新基建业务的快速发展，公司整体收入仍保持增长，经营情况良好，当年实现营业总收入 102.12 亿元，同比增长 31.31%。2021 年一季度，公司实现营业总收入 22.37 亿元。

表 3：公司主要业务收入结构（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
纺织服装业务	22.74	25.94	10.36	1.97
工程施工	4.61	4.67	6.27	1.75
安置房建设	6.05	1.11	0.01	0.02
北部新城土地开发收益	0.24	0.06	0.22	--
万顷良田工程项目收益	0.09	0.02	0.03	--
商品房销售	31.60	42.65	64.34	17.28
新基建	--	1.98	19.87	1.13
其他	2.24	1.34	1.02	0.22
合计	67.58	77.77	102.12	22.37

注：上表中合计数因四舍五入或存在误差。

资料来源：公司提供

2020 年，公司基础设施建设板块运营相对平稳，回款情况较好，但在建项目的投资需求仍较大

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式保持不变，仍由常州黑牡丹建设投资有限公司（以下简称“黑牡丹建设”）主要负责新北区市政道路、管道、桥梁等基础设施及商业配套设施的建设开发业务，项目完工后由新北区政府或其下设机构回购。

2020 年以来，公司新完工港区西路项目和嫩江路项目，截至 2021 年 3 月末，公司主要已完工基础设施建设项目实际已投资 20.60 亿元，已确认收入 22.36 亿元；其中，2020 年和 2021 年一季度，公司分别确认工程施工业务收入 6.27 亿元和 1.75 亿元；截至 2021 年 3 月已完工项目已累计收到回购金额 15.85 亿元，2021 年后三季度~2023 年分别计划回购 1.46 亿元、0.55 亿元和 0.21 亿元。

¹ “两特三新”指代光伏智慧能源、碳纤维及复合材料两大特色产业，新能源汽车及汽车核心零部件、新医药及医

疗器械和新一代信息技术三大新兴产业。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要已完工代建工程项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	已投资	已确认收入	已收到回购款	回购计划		
					2021 年后三季度	2022	2023
S122 省道	2014.01-2016.10	12.18	12.88	9.02	0.75	0.23	0.07
河海路改造（晋陵路-东支路）	2014.10-2015.12	2.58	2.99	2.52	0.12	0.05	0.01
新龙湖音乐公园	2014.10-2016.03	1.82	1.96	1.18	0.17	0.15	0.04
井冈山路（S338-卫东路延伸段）	2013.09-2017.12	0.52	0.59	0.47	0.01	0.01	0.01
北海中路（龙江路-通江路）	2012.06-2019.11	1.22	1.50	1.21	0.03	0.03	0.02
港区西路（赣江路-东海路）	2019.05-2020.12	0.25	0.26	0.03	0.03	0.06	0.06
嫩江路（龙江路-春江路）	2012.09-2020.12	2.03	2.18	1.42	0.35	0.02	0.00
合计	--	20.6	22.36	15.85	1.46	0.55	0.21

注：公司基建项目付款进度晚于施工进度，已投资额按照公司实际支付情况列示，因此项目虽已完工，但累计投资金额尚未达到预计总投资金额；另外，公司项目实际总投资金额较概算投资额略小。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目如下表所示，计划投资总额合计为 45.46 亿元，累计已投资 23.83 亿元，未来两年一期需投资 15.50 亿元，其中代建项目资金由黑牡丹建设负责筹措，PPP 项目资金由公司作为唯一社会资本方

全额投入。需要注意的是，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，其中 PPP 一~三期项目运营期为 7~10 年，两馆两中心运营期为 15 年，上述存量 PPP 项目总投资规模较大，面临一定的投资需求。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司在建工程项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	拟回款	已投资	已确认收入	投资计划		
						2021.4-12	2022	2023
北海路（长江路-龙江路）	2018.11-2021.07	0.59	0.66	0.49	0.31	0.09	0.05	0.05
西海路（S239-X214）	2012.06-2021.06	1.07	1.19	0.29	0.31	0.005	-	-
赣江路（春江路-龙江路）	2012.04-2021.06	0.91	1.01	0.43	0.46	0.06	0.05	-
三江口公园配套道路	2013.03-2021.06	0.79	0.88	0.14	0.14	0.14	0.20	0.20
PPP 一期	2016.07-2019.06	12.22	-	6.77	2.88	2.63	1.99	1.91
PPP 二期	2017.01-2019.12	17.01	-	12.29	2.40	0.04	0.02	0.04
PPP 三期	2017.06-2019.06	5.93	-	1.48	-	1.50	1.54	1.48
新北区两馆两中心 PPP 项目	2018.08-2021.07	6.94	-	1.94	-	1.45	1.83	0.22
合计	--	45.46		23.83	6.50	5.915	5.68	3.90

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

跟踪期内，公司土地一级开发业务、万顷良田业务稳步推进，回款情况良好

跟踪期内，公司土地一级开发项目仍为存量的北部新城项目，无其他在建及拟建项目。

北部新城项目方面，公司 2020 年实现该项目收益 0.22 亿元。北部新城项目预计总投资 94.70 亿元，截至 2021 年 3 月末，整体已完成投资 59.29 亿元，并收到回购款 50.76 亿元，其中一期项目已基本完成土地前期拆迁工作，下一步主要是完成拆迁

遗留户的签约安置工作及土地平整、附着物评估补偿、完善市政道路配套工作，并配合国土储备中心做好土地出让前的准备工作；二期项目拆迁及安置工作正在逐步进行中，配合附着物评估补偿，以及对符合规划条件的土地配合国土储备中心进行出让前的准备工作。

万顷良田项目方面，公司系将项目建设成本 10% 作为工程收益确认收入，2020 年，公司实现万顷良田工程项目收益 0.03 亿元。截至 2021 年 3 月末，

万顷良田项目已投资 24.18 亿元，基础设施建设项目全面完成，安置工作也基本完成，公司已收到回购款 19.97 亿元。

公司安置房业务收入及盈利水平有所波动，且该业务回款较为滞后，易受政府规划影响，业务稳定性不足

公司的安置房建设业务仍由子公司常州黑牡丹置业有限公司（以下简称“黑牡丹置业”）负责运营，安置房项目建成后由项目拆迁主体（一般为常州市新北区下属部门，如新北区城市建设与管理局

等）进行回购，回购毛利率一般为 15% 左右。

随着政府规划安置房项目量的减少，2020 年公司交付结算的面积也大幅减少，导致当年安置房收入下滑明显。2020 年，公司安置房销售面积为 375 平方米，确认收入 0.01 亿元，收到回购款 1,000.23 万元，同比均大幅下降。

截至 2021 年 3 月末，公司主要已完工而尚未完成回购的安置房建设项目预计回购总金额为 34.38 亿元，已确认收入 32.00 亿元，已经收到回购款 12.78 亿元，计划于未来两年一期完成回款。

表 6：截至 2021 年 3 月末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	已收到回购款	回购计划		
							2021.4-12	2022	2023
百馨西苑（续建）	2013.07-2015.01	34.37	11.04	12.19	12.31	7.08	1.00	3.00	1.22
新景花苑四期	2015.03-2018.03	10.27	3.92	3.52	3.25	1.37	0.50	1.38	
百馨西苑四期	2014.02-2017.06	45.33	14.83	15.06	13.16	4.33	2.00	3.00	3.83
香山福园	2016.12-2018.12	9.09	3.63	3.61	3.28	0.00	1.00	1.00	1.28
合计		99.06	33.42	34.38	32.00	12.78	4.50	8.38	6.33

注：上表中总投资系项目立项时金额，略高于实际投资金额；计划回购金额则是按实际投资测算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司在建安置房项目为百馨西苑五期和新景花苑五期，预计总投资 59.44 亿元，已投资 18.17 亿元，2021 年后三季度~2023

年分别计划投资 5.95 亿元、10.87 亿元和 6.99 亿元，暂未确认收入。

表 7：截至 2021 年 3 月末在建安置房项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	拟回款	已投资	已确认收入	投资计划		
						2021.4-12	2022	2023
百馨西苑五期	2020.05-2022.11	39.00	34.94	11.74	0	4.07	6.32	3.56
新景花苑五期	2021.01-2023.06	20.44	20.96	6.43	0	1.88	4.55	3.43
合计	-	59.44	55.90	18.17	-	5.95	10.87	6.99

注：上表中总投资系项目立项时金额。

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，公司安置房建设业务保持良好的盈利能力，但受政府政策及区内规划等因素影响，2020 年以来该业务收入有所缩减，业务稳定性不足。

2020 年以来，公司房地产开发项目销售情况良好，且具备一定规模的土地储备，为后续业务的开展提供保障，但资金需求仍较大

公司的房地产开发项目以自主开发和合作开

发结合的模式开展，主要开发区域集中于以常州为主的江浙一带，以普通住宅为主。此外，公司还开展园区开发业务，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。

2020 年和 2021 年一季度，公司房地产项目销售面积分别为 64.22 万平方米和 13.08 万平方米，

销售收入分别为 64.34 亿元和 17.28 亿元。其中，2020 年公司商品房销售收入较上年增长 50.86% 主要系当年商品房集中交付所致。2020 年和 2021 年一季度，公司分别实现商品房签约销售面积 53.24 万平方米和 8.63 万平方米，签约销售金额 71.19 亿元和 9.87 亿元。

(1) 住宅类项目

在售住宅类项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在售住宅类项目除半月湾、太湖天地和枫丹壹号外，其他项目均位于常州，自主开发项目包括牡丹欣悦湾、怡景湾、牡丹三江公馆、水岸首府、牡丹学府及牡丹和府等，合作开发项目包括绿都地块、

牡丹三江公园、太湖天地、枫丹壹号、牡丹蓝光晶曜及公园学府等，其中，除半月湾项目公司持股 70% 和东城明居项目公司持股 65% 外，其他合作开发项目公司持股比例均为 51%，纳入公司合并报表范围。截至 2021 年 3 月末，公司在售项目可售面积合计为 315.78 万平方米；已销售面积合计 301.29 万平方米；累计签约金额合计 318.18 亿元。总的来看，公司在售项目销售情况良好，收益良好。

其中，已完工项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司已完工住宅类项目可售面积 228.65 万平方米，已售面积 218.72 万平方米；累计签约金额 206.74 亿元，已确认收入 192.25 亿元。

表 8：截至 2021 年 3 月末公司已完工房地产项目销售情况（万平方米、亿元）

在售商品房名称	所在区域	可售面积	已售面积	总投资	已确认收入	累计签约金额
绿都 08 地块	常州	18.66	18.53	7.69	12.11	12.17
绿都 03 地块	常州	23.81	23.77	10.12	13.29	13.35
绿都 05 地块	常州	17.71	17.32	7.82	12.66	12.96
绿都 04 地块	常州	4.16	0.09	2.72	0.29	0.29
绿都 02 地块	常州	16.81	16.60	8.16	19.25	20.24
绿都 01 地块	常州	54.76	54.08	23.41	46.11	49.61
绿都 10 地块	常州	13.10	12.61	7.75	14.66	15.98
绿都 12 地块	常州	3.57	3.47	2.3	4.36	4.75
半月湾	苏州	6.16	5.05	16.5	11.99	12.84
东城明居	常州	11.13	10.21	3.73	4.83	4.83
牡丹欣悦湾	常州	20.07	19.75	8.59	15.92	17.53
怡景湾（商品房）	常州	11.17	11.14	7.72	8.1	8.37
太湖天地项目	湖州	13.05	12.76	9	13.3	14.69
枫丹壹号项目	湖州	8.37	7.59	8.5	8.11	9.99
和府项目	常州	6.12	5.75	8.29	7.27	9.14
合计	-	228.65	218.72	132.30	192.25	206.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，公司在建住宅类项目计划总投资 176.43 亿元，已投资 104.54 亿元，未来面临一

定的资本支出压力。拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司暂无拟建的房地产项目。

表 9：截至 2021 年 3 月末在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	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		
								2021.4-12	2022	2023
绿都 11 地块	3.96	2019.12~2021.10	1.58	1.58	-	2.50	1.35	0.62	0.03	0
绿都 06 地块	8.68	2021.3~2024.5	-	-	-	4.94	0.99	0.83	1.32	0.39
绿都 07 地块	15.51	2021.3~2024.5	-	-	-	7.91	0.97	1.47	1.91	1.05

绿都 09 地块	41.78	2021.3~2024.6	-	-	-	21.07	3.28	2.24	4.85	4.06
牡丹三江公园	40.16	2018.06~2021.12	32.44	29.15	36.91	34.96	30.56	3.35	0.80	0.24
牡丹蓝光晶曜	24.78	2019.11~2022.12	17.77	17.71	31.65	25.03	18.02	2.82	3.47	0.34
三江公馆	19.95	2019.12~2023.04	5.44	5.00	7.81	17.74	10.08	3.15	3.19	1.26
水岸首府	13.32	2019.07~2021.08	9.73	9.67	9.76	9.09	6.76	0.97	1.08	0.28
牡丹学府	22.60	2019.02~2021.05	16.64	16.09	19.02	18.11	11.25	2.12	0.28	0.34
公园学府	25.69	2020.10~2023.06	3.53	3.37	6.29	35.08	21.28	4.01	5.42	3.39
合计	216.43	-	87.13	82.57	111.44	176.43	104.54	21.58	22.35	11.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

(2) 园区开发项目

科技园一期分为科技园 1.1 期和科技园 1.2 期，总建筑面积 31.16 万平方米，总投资 12.23 亿元，目前已投资 3.86 亿元。其中科技园 1.1 期分两期开发，总建筑面积合计 14.71 万平方米，部分已完成竣工验收，周边各方面配套设施同步完成。2020 年，科技园 1.1 期实现销售收入 0.19 亿元，受项目结算交付周期影响，2021 年一季度无签约销售面积和销售收入。截至 2021 年 3 月末，科技园 1.2.1 期总建筑面积 5.99 万平方米，该项目总估算投资额 1.89 亿

元，已投资 1.2 亿元；目前项目已竣工验收，项目计划招商完成用时 2 年，整体率完成 90% 以上，计划招引企业 12 家。

科技园二期项目总建筑面积 15.76 万平方米，其中地上建筑面积 13.92 万平方米，地下建筑面积 1.83 万平方米，该项目实际总投资为 5.85 亿元。截至 2021 年 3 月末，项目已全部完成竣工验收并交付业主，实现签约销售面积 13.90 万平方米，销售收入 6.35 亿元。此外，科技园持有待开发土地面积为 10.45 万平方米，将择机进行开发及运营。

表 10：截至 2021 年 3 月末科技园开发情况（万平方米、亿元）

科技园项目名称	状态	建筑面积	可售面积	已售面积	总投资	已确认收入	累计签约金额
黑牡丹常州科技园一期	在建	31.16	6.28	5.35	12.23	2.94	3.36
黑牡丹常州科技园二期	已完工	15.76	13.90	13.90	5.85	6.35	6.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，园区共入驻及注册企业共计 132 家，招商由天宁区政府、园区管理办公室与常州黑牡丹科技园有限公司营销部三方共同招商，包括 SGS（瑞士通标）、Inteltek（英国天祥）、常州进出口及安全检测中心、中机寰宇、爱回收等大型外资龙头、国有巨头、私营精英型企业。

2020 年受市场行情波动叠加新冠疫情影响，公司纺织业务收入大幅下降，需持续关注公司未来经营压力

公司纺织服装业务包括纺织品贸易，牛仔布服装的生产销售，其中纺织品贸易以内销业务为主。跟踪期内，受新冠疫情冲击，纺织服装业务出口受阻，公司 2020 年实现纺织服装业务收入 10.36 亿

元，同比下降 60.06%。其中纺织品贸易收入同比下降 81.64% 至 2.68 亿元，牛仔布与服装收入同比下降 28.76% 至 7.68 亿元。2021 年一季度，纺织服装业务收入为 1.97 亿元，同比下降 23.35%。

表 11：公司纺织服装产品产销情况（万米、万件、亿元）

		2018	2019	2020	2021.1~3
牛仔布	产量	6,259.00	4,540.89	3,273.03	851.66
	销量	6,223.08	4,832.05	3,465.61	800.57
	收入	9.48	8.85	6.40	1.45
服装	产量	214.89	302.84	146.27	42.04
	销量	251.80	327.54	196.26	70.77
	收入	1.46	1.93	1.28	0.30

资料来源：公司提供

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 levis、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。受中美贸易及新冠疫情影响，2020年公司牛仔布产销量同比均进一步下滑。从价格方面来看，2020年，公司棉花采购均价为13,946.07元/吨，同比下降6.83%。贸易方面，受市场行情及疫情冲击等影响，2020年纺织品贸易业务收入大幅下降。

中诚信国际关注到，受中美贸易摩擦影响，加之环保政策越趋常态化，业内生产成本不断上涨，产业转移、洗牌加速、行业竞争格局愈发激烈等因素都给国内纺织行业带来较大压力；加之2020年以来新冠疫情全球化对于出口通道和消费需求均带来负面影响，公司的经营压力或将进一步加大。

新基建业务²作为公司主要发展板块之一，2020年业务布局更趋多元化，收入亦大幅提升

2019年12月，公司以现金10.5亿元完成了对深圳市艾特网能技术有限公司（以下简称“艾特网能”）75%股权的收购。艾特网能主要为数据中心提供基础设施解决方案及相关核心产品的研发、生产和销售，拥有深圳、西安和中山3个研发中心、1个技术预研部，在机房空调研发、蒸发/自然冷节能技术研发、微模块数据中心研发等方面拥有专利超过200项，参与了多项行业标准的制定。

艾特网能销售模式分为直销、经销及OEM，并开展数据中心一体化交付。对于直销客户，以直接对接客户采购部门和直接进行全国集采投标为主；对于企业、政府及公共事业客户等主要通过行业代理商进行销售覆盖；此外还存在部分OEM销售。

艾特网能主要产品包括热能管理相关产品（精密空调和IT制冷产品）、模块化数据中心产品（微模块）及电能管理相关产品（UPS及配电产品），此外，2020年新增工业事业部和一体化交付业务，收入大幅提升。2020年，艾特网能实现收入19.87亿元，同比增长149.17%。其中热能产品实现收入5.54

亿元，同比增长34.61%；模块化数据中心实现收入2.24亿元，同比下降25.26%；电能产品实现收入2.33亿元，同比增长174.03%；一体化交付业务实现收入9.25亿元，系新增收入来源。2021年一季度，艾特网能实现收入1.13亿元，同比增长232.35%，主要系2020年受疫情影响4月份才陆续恢复正常生产经营所致。

艾特网能合作过的客户包括腾讯、阿里巴巴、华为、中兴等企业，移动、联通、电信三大运营商，中国人寿、平安集团、四大国有银行等金融机构及相关行政管理机构等。2020年，艾特网能前五大客户销售额合计为12.64亿元，占当期销售收入的63.64%，集中度较高，且第一大客户集中度较高，对其回款保持关注。

表 12：2020年新基建业务前五大客户情况（万元）

公司名称	销售额	销售占比
客户一	89,347.26	44.97%
客户二	14,388.06	7.24%
客户三	8,314.7	4.18%
客户四	8,114.43	4.08%
客户五	6,280.3	3.16%
合计	126,444.75	63.64%

资料来源：公司提供

截至2021年3月末，艾特网能在建项目为东莞光泰、中易创数据中心EPC设计施工总承包合同，主要建设机电、电气、不间断电源等工程，预计总投资16.5亿元，已投资2.28亿元，2021年后三季度和2022年预计分别投资6.8亿元和6亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年财务报告以及未经审计的2021年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，2018~2020年财务数据均为审计报告期末数。

2020年，公司营业收入保持增长，期间费用控制良

² 新基建业务即为IDC基础设施建设业务

好，经营性业务利润对利润总额贡献较大，整体盈利能力保持较高水平

2020年，公司经营情况良好，实现营业总收入102.12亿元，同比增长31.31%。毛利率方面，2020年公司营业毛利率为28.34%，较上年下降7.35个百分点，主要系商品房销售业务毛利率下降所致。具体来看，2020年纺织业务毛利率为14.41%，同比增加5.30个百分点，主要系当期毛利率较低的纺织贸易收入大幅下降所致；同期，工程施工业务毛利率为20.04%，同比减少2.81个百分点；同期，商品房销售业务毛利率为34.24%，同比减少19.51个百分点，主要系当期交付房产土地成本较高所致；同期，新基建业务毛利率为18.67%，同比减少11.36个百分点，主要系当期新增一体化交付业务，该业务毛利率相对较低。2021年一季度，公司营业毛利率为30.5%，基本与上年同期持平。

表 13：公司业务毛利率（%）

毛利率	2018	2019	2020	2021.1-3
纺织业务	10.55	9.11	14.41	13.02
工程施工	12.96	22.85	20.04	37.51
安置房建设	15.94	27.29	12.59	24.94
北部新城项目	100.00	100.00	100.00	-
万顷良田项目	100.00	100.00	100.00	-
商品房销售	54.31	53.75	34.24	31.81
新基建	--	30.03	18.67	34.24
其他	36.88	31.40	19.36	10.85
营业毛利率	32.85	35.69	28.34	30.5

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要为销售费用和管理费用，系商品房销售费用和员工工资等；2020年公司财务费用保持为负，主要系公司将部分利息资本化，且应收的政府性款项可收到政府拨付的资金占用费所致，2020年公司收到计入损益的资金占用费1.24亿元。2020年期间费用率为4.61%，期间费用管控能力较强。

近年来，公司盈利能力逐步提升。公司利润总额主要来自经营性业务利润，2020年，公司经营性业务利润为18.87亿元，其中来自政府补助的其他收益0.11亿元。总体而言，公司自身盈利能力较强。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	1.46	1.91	2.43	0.51
管理费用	2.54	2.92	3.70	0.66
研发费用	-	0.40	0.57	0.14
财务费用	-0.91	-1.41	-1.42	0.36
期间费用合计	3.46	3.82	4.71	1.53
期间费用率(%)	5.12	4.91	4.61	6.85
经营性业务利润	11.06	17.33	18.87	4.14
其他收益	0.04	0.17	0.11	0.00
投资收益	0.26	0.39	0.31	0.09
利润总额	10.93	17.22	17.44	4.22
EBITDA 利润率(%)	20.75	25.56	19.66	--
总资产收益率(%)	5.19	6.42	5.87	5.55*

注：带*数据已年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年随着建设项目的不断投入，公司总资产规模继续扩大，自有实力保持较强水平，财务杠杆水平相对合理，但短期内面临债务集中偿付压力，需关注资金筹措及融资资金偿还情况

随着在建项目的推进以及投资的持续增加，公司总资产规模相应扩大，由2019年末的307.51亿元增至2020年末的337.45亿元。得益于公司较强的盈利能力，利润积累进一步增强了公司自有资本实力，2020年末公司所有者权益为102.55亿元，同比增长7.85%；同期，少数股东权益同比增长26.52%至13.56亿元，主要系新成立房地产合作开发项目公司，吸收少数股东的注资所致。总体而言，公司实收资本和资本公积规模相对稳定，受益于利润留存，自有资本实力逐年提升。

表 15：近年来公司主要所有者权益构成情况（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021.3
实收资本	10.47	10.47	10.47	10.47
资本公积	29.87	29.87	29.87	29.91
未分配利润	31.14	36.72	42.33	44.45
少数股东权益	8.20	10.72	13.56	13.31
所有者权益合计	86.38	95.09	102.55	105.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产结构方面，公司总资产主要由流动资产构成。2020年末流动资产为284.63亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2020年，公司房地产业务销售回款增加，年末货币资金同比增长24.76%至50.77亿元，其中3.43亿元因保证金

而受限，整体流动性较好。同期，公司应收账款基本与上年持平为 53.83 亿元，主要为应收政府城镇化建设业务的回购款，对公司资金造成较大占用；不过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（不含应收利息及应收股利）主要系为提高资金使用效率，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，从而形成了合并报表层面公司与少数股东往来款，以及因根据政策要求，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，2020 年末为 25.04 亿元，较上年末增加 1.97 亿元。2020 年末，公司存货同比增长 7.58% 至 131.09 亿元，其中开发成本 109.84 亿元、开发产品 9.63 亿元、合同履约成本 8.20 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司流动资产合计为 284.28 亿元，规模及结构基本与 2020 年末持平。

2020 年末，公司非流动资产 52.82 亿元，主要由其他权益工具投资、固定资产、商誉和其他非流动资产构成。2020 年末，公司其他权益工具投资为 7.97 亿元，基本与上年末持平，主要投资对象为江苏银行 7.81 亿元。同期末，公司固定资产主要为房屋建筑物和通用设备，为 7.66 亿元。同期末，公司商誉为 8.15 亿元，主要系收购艾特网能 75% 股权所形成。同期末，公司其他非流动资产为 14.30 亿元，北部新城项目和万顷良田项目逐步结转致使其同比下降 18.34%。截至 2021 年 3 月末，公司非流动资产 54.51 亿元，较 2020 年末增加 1.69 亿元，主要系江苏银行股价波动所致。

表 16：近年来公司主要资产构成情况（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	30.92	40.70	50.77	48.16
应收账款	52.47	52.02	53.83	53.19
其他应收款	20.13	22.99	25.04	23.13
存货	106.42	121.85	131.09	132.31
其他权益工具投资	--	7.99	7.97	9.28
固定资产	7.98	7.79	7.66	7.68
商誉	0.26	8.15	8.15	8.15
其他非流动资产	15.90	17.51	14.30	14.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从负债结构来看，截至 2020 年末，公司流动负

债总额为 183.84 亿元，占负债总额的 78.26%，主要由短期借款、应付账款、合同负债、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。2020 年末，公司短期借款为 12.93 亿元，同比下降 22.89%；受房地产开发项目及道路建设推进影响，2020 年末应付账款增长 30.71% 至 16.81 亿元；2020 年，公司执行新收入准则，对于存在履约义务的预收房款和预收货款重分类至“合同负债”中核算，2020 年末合同负债为 88.22 亿元；受少数股东往来款增加影响，2020 年末其他应付款大幅增长至 14.27 亿元；一年内到期的借款逐步到期偿还导致当期一年内到期的非流动负债同比减少 39.51%；其他流动负债仍为房地产子公司完工项目预提成本、待转销项税和暂估土地增值税。同期末，公司非流动负债主要由长期借款 21.10 亿元和应付债券 28.37 亿元构成，其中应付债券同比增加 126.10% 主要系 2020 年新增多期债券所致。截至 2021 年 3 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 176.87 亿元和 56.46 亿元。

表 17：近年来公司主要负债构成情况（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	4.60	16.77	12.93	17.87
应付账款	9.25	12.86	16.81	14.82
预收款项	56.51	88.85	0.03	0.02
合同负债	--	--	88.22	81.49
其他应付款	1.99	5.62	14.27	10.99
一年内到期的非流动负债	35.29	21.51	13.01	8.27
其他流动负债	23.96	22.01	29.17	27.28
长期借款	16.41	20.16	21.10	19.63
应付债券	20.36	12.55	28.37	34.87

注：其他应付款未包括应付利息和应付股利。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，2020 年末公司资产负债率同比略增 0.53 个百分点至 69.61%，若剔除预收房款影响，公司实际负债率为 58.85%；同期末，鉴于公司自有资本实力的增长，总资本化比率同比下降 1.14 个百分点至 43.69%；公司总债务为 79.57 亿元，其中短期债务 30.11 亿元，债务期限结构有待优化。

到期债务方面，2021 年后三季度及 2022~2023 年公司到期债务规模较为均匀，需关注公司偿债资

金安排情况。

表 18：截至 2021 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2021.4-12	2022	2023
到期债务	17.80	17.00	22.78

资料来源：公司提供

2020 年公司经营活动净现金流入大幅下降，但同时 EBITDA 随着经营性业务盈利水平提升而扩大，良好的获现能力对债务本息的覆盖情况较好

2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅下降 77.66%至 9.28 亿元，主要系当期本期支付土地款较上年同期增加以及新基建业务订单增加导致采购支出增加所致。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.89 亿元，系当期公司参与江苏银行配股投入资金所致。由于公司新增借款，2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 3.69 亿元。

偿债能力方面，受债务规模变化影响，2020 年公司总债务/EBITDA 指标有所增加；同时，受公司利息支出的规模下降影响，EBITDA 利息倍数进一步增长至为 5.16 倍。同时，公司货币资金储备充足，对短期债务的覆盖水平较高。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	15.36	41.54	9.28	-11.42
投资活动净现金流	4.01	-9.82	-1.89	-0.48
筹资活动净现金流	-19.16	-21.35	3.69	4.16
经营净现金流/总债务	0.17	0.54	0.12	-0.50*
经营活动净现金流/利息支出	0.10	0.46	2.39	-14.11
EBITDA	14.02	19.87	20.07	-
总债务/EBITDA	6.31	3.89	3.96	-
EBITDA 利息保障系数	3.17	4.70	5.16	-
经营活动净现金流利息保障倍数	3.48	9.82	2.39	-14.11
货币资金/短期债务	0.62	0.96	1.69	1.32

注：带*数据已年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

良好的外部授信和畅通的融资渠道对公司偿债能力提供支持；公司受限资产规模较小，且无对外担保，或有风险可控

银行授信方面，公司与多家银行机构保持了良好的业务合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司获得银行授信额度共计 90.08 亿元，未使用额度 40.25 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 24.93 亿元，其中货币资金中保证金为 7.74 亿元，受限的房产为 16.77 亿元，受限的应收票据为 0.43 亿元，合计占当期末总资产的比例为 7.36%。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 13 日，公司近三年一期未发生债务违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的债务违约事件。根据公开资料显示，截至评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为常州市新北区重要的基础设施承建主体，在回购资金安排和财政资金占用费方面得到当地政府的持续支持，保持了较强的抗风险能力

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，为全区吸引投资、发展经济、改善企业经营效率、提高人民生活水平发挥了重要作用，因而在回购资金安排和财政资金占用费方面得到新北区政府的大力支持。

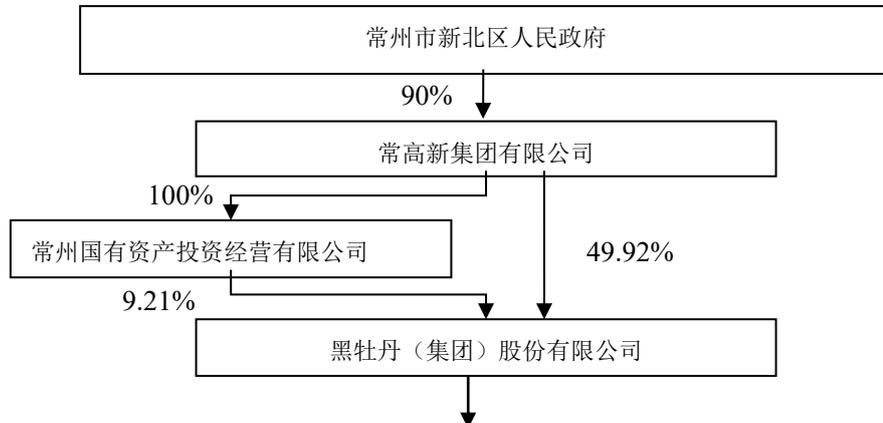
回购资金安排方面，2015 年 7 月，新北区财政局出具《关于将黑牡丹应收政府款项纳入新北区未来年度财政预算的函》，同意将黑牡丹集团及下属公司截止到 2014 年末以及 2015 年后开发建设的政府性投资项目所形成的应收款项纳入未来年度财政预算，并于确认之日起四年内等额支付；自 2015 年起，相关应收款项的资金占用费按照“常新党政办文[2014]685 号”文确定的利率（即银行一年期同期贷款基准利率上浮 20%）执行，若全年资金占用费率偏离公司政府性项目全年加权平均资金成本

率 5%以上，则相应调整当年资金占用费率。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别收到政府性投资项目回款 17.37 亿元和 0.56 亿元，回款情况保持良好；2020 年收到财政资金占用费 1.30 亿元。受益于政策支持，公司未来相关应收政府款项回笼有望得到较好的保障。

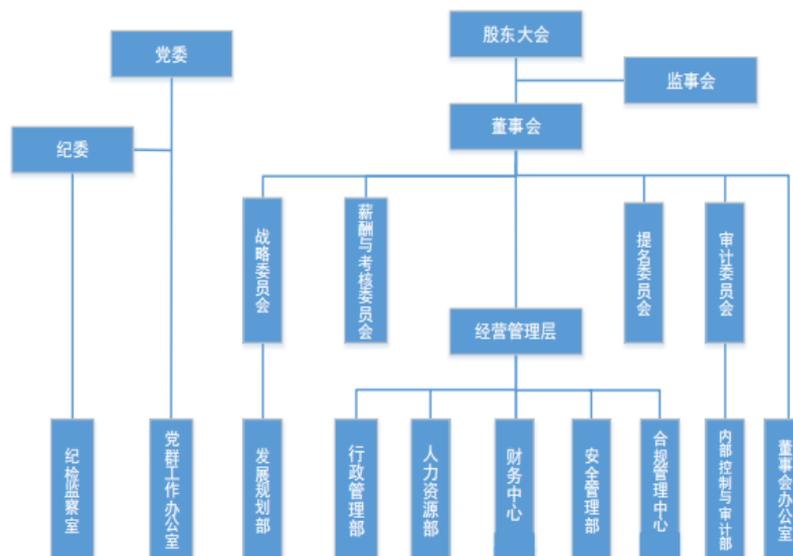
评级结论

综上所述，中诚信国际维持黑牡丹（集团）股份有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 黑牡丹 MTN001”的债项信用等级为 **AA+**。

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 2021 年 3 月末）



全称	简称	注册资本（万元）	持股比例（%）
常州黑牡丹建设投资有限公司	黑牡丹建设	20,000.00	100.00
常州黑牡丹置业有限公司	黑牡丹置业	50,000.00	100.00
常州绿都房地产有限公司	绿都房地产	20,000.00	51.00
常州牡丹景都置业有限公司	牡丹景都	7,000.00	100.00
浙江港达置业有限公司	浙江港达	10,408.16	51.00
苏州丹华君都房地产开发有限公司	丹华君都	10,000.00	70.00
深圳市艾特网能技术有限公司	艾特网能	8,337.82	75.00
常州黑牡丹纺织有限公司	黑牡丹纺织	8,000.00	100.00
黑牡丹国际时尚服饰常州有限公司	黑牡丹时尚	3,000.00	100.00
黑牡丹集团进出口有限公司	黑牡丹进出口	1,000.00	100.00
黑牡丹（香港）有限公司	黑牡丹香港	500 万港币	85.00
常州黑牡丹科技园有限公司	黑牡丹科技园	10,000.00	100.00
常州牡丹江南创业投资有限责任公司	牡丹创投	30,000.00	100.00
常州新希望农业投资发展有限公司	新希望	5,000.00	100.00



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	309,227.28	406,979.03	507,746.84	481,642.62
应收账款	524,666.18	520,201.37	538,260.12	531,898.22
其他应收款	210,113.02	230,669.71	250,399.07	231,250.83
存货	1,064,155.29	1,218,521.22	1,310,860.29	1,323,124.90
长期投资	92,257.80	111,250.75	105,014.06	118,976.87
在建工程	1,287.09	1,022.43	3,537.05	2,499.14
无形资产	3,446.39	10,550.10	13,741.10	15,922.15
总资产	2,719,763.38	3,075,131.77	3,374,492.84	3,387,910.92
其他应付款	26,238.05	56,283.09	142,811.02	109,961.38
短期债务	496,959.62	424,900.98	301,106.56	365,652.87
长期债务	387,698.28	347,694.29	494,638.05	545,412.13
总债务	884,657.90	772,595.27	795,744.61	911,065.00
总负债	1,856,013.16	2,124,230.45	2,348,944.29	2,333,227.17
费用化利息支出	18,517.53	13,870.18	14,864.97	4,631.18
资本化利息支出	25,660.69	28,452.97	24,007.32	3,460.37
实收资本	104,709.50	104,709.50	104,709.50	104,709.50
少数股东权益	81,969.91	107,150.91	135,564.44	133,067.23
所有者权益合计	863,750.23	950,901.31	1,025,548.55	1,054,683.75
营业总收入	675,831.22	777,696.12	1,021,160.36	223,723.35
经营性业务利润	110,564.80	173,291.31	188,650.37	41,390.97
投资收益	2,635.59	3,940.96	3,137.66	907.69
净利润	75,952.61	128,212.58	127,632.86	30,863.55
EBIT	127,807.53	186,110.09	189,269.62	46,872.83
EBITDA	140,230.71	198,746.23	200,719.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金	993,793.92	1,168,669.60	1,062,679.56	161,586.73
收到其他与经营活动有关的现金	129,591.86	125,564.52	87,955.73	9,658.90
购买商品、接受劳务支付的现金	782,397.31	638,259.66	849,616.48	207,605.04
支付其他与经营活动有关的现金	59,690.80	54,106.02	42,408.04	39,393.92
吸收投资收到的现金	26,509.00	12,250.00	8,820.00	506.50
资本支出	1,856.68	2,367.53	7,266.15	4,950.05
经营活动产生现金净流量	153,636.50	415,449.42	92,802.52	-114,176.48
投资活动产生现金净流量	40,054.71	-98,169.61	-18,890.02	-4,847.30
筹资活动产生现金净流量	-191,552.94	-213,527.47	36,927.67	41,576.23
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	32.85	35.69	28.34	30.50
期间费用率(%)	5.12	4.91	4.61	6.85
应收类款项/总资产(%)	27.30	24.57	23.42	22.58
收现比(X)	1.47	1.50	1.04	0.72
总资产收益率(%)	5.19	6.42	5.87	5.55*
资产负债率(%)	68.24	69.08	69.61	68.87
总资本化比率(%)	50.60	44.83	43.69	46.35
短期债务/总债务(%)	56.18	55.00	37.84	40.13
FFO/总债务(X)	0.08	0.17	0.21	--
FFO 利息倍数(X)	1.66	3.08	4.31	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.48	9.82	2.39	-14.11
总债务/EBITDA(X)	6.31	3.89	3.96	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.47	0.67	--
货币资金/短期债务(X)	0.62	0.96	1.69	1.32
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.17	4.70	5.16	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他非流动负债科目的有息债务调整至长期债务。

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
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	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 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级符号及定义

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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。