

信用等级通知书

联合评字[2018]2056 号

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AA。

特此通知

联合信用评级有限公司

二零一八年十一月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

信用等级公告

联合[2018]2056 号

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十一月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2018 年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 10 亿元（含 10 亿元）

债券期限：3 年（2+1）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2018 年 11 月 30 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	393.66	440.77	455.69	551.31
所有者权益（亿元）	126.18	127.00	137.40	215.67
长期债务（亿元）	81.87	122.53	125.39	125.77
全部债务（亿元）	204.45	249.73	254.40	259.84
营业收入（亿元）	101.68	100.52	141.96	75.67
净利润（亿元）	3.49	3.26	8.06	3.29
EBITDA（亿元）	17.55	15.70	22.03	--
经营性净现金流（亿元）	-16.65	-16.38	5.79	16.50
营业利润率（%）	14.59	17.80	16.36	16.09
净资产收益率（%）	2.90	2.58	6.10	1.86
资产负债率（%）	67.95	71.19	69.85	60.88
全部债务资本化比率（%）	61.84	66.29	64.93	54.65
流动比率（倍）	1.33	1.39	1.31	1.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.06	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	2.07	2.93	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.75	1.57	2.20	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2018 年 1~6 月数据未经审计，相关指标未年化；3、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4、本报告已将其其他应付款中借款计入短期债务，长期应付款计入长期债务核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）的评级反映了其作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持。景德镇市区域经济实力和财政实力稳定增长，为公司营造了良好的外部发展环境。近三年，公司营业收入及净利润呈上升态势。同时，联合评级也关注到公司经营状况易受宏观经济、煤化工行业发展周期的影响，债务负担持续加重，短期偿债压力较大以及资产受限程度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司煤化工板块为主的各经营板块稳步发展，公司经营性业务收入有望保持稳定，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 随着“中部崛起”战略的推进，景德镇市区域经济实力和财政实力稳定增长，为公司营造了良好的外部发展环境。

2. 公司作为景德镇市国有资产整合重组平台、国有资本运营管理平台，拥有区域垄断性。

3. 公司作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，在财政补贴、资金注入等方面获得地方政府的支持。

4. 公司炭黑生产具备一定的产业布局优势，炭黑产品在煤化工的细分领域拥有较强的市场地位。受煤化工行业市场景气度逐步好转影响，公司收入和利润规模有所增长。

关注

1. 公司主要产品为煤化工产品，盈利能力受宏观经济波动影响较大。公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物，随着环保政策趋严，公司环保风险加大。

2. 公司不良债权处置业务受债权清收进度影响，收入和利润存在不确定性。

3. 公司受限资产比例较高，资产质量一般；债务规模增长较快，债务负担持续加重，短期偿付压力大。公司利润对政府补助依赖较大，但政府补助存在一定的波动性。

4. 公司在建项目规模较大，未来公司面临较大的资本支出压力及融资压力。

分析师

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

李 莹

电话：010-85172818

邮箱：liying@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

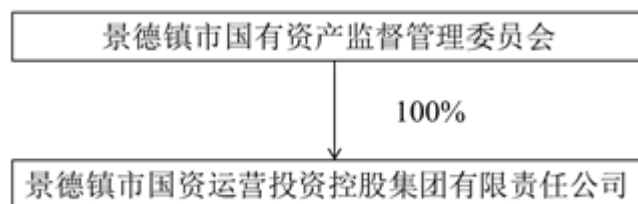
一、主体概况

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）前身为景德镇市工业投资有限公司，系2004年11月经景德镇市人民政府办公室《关于成立景德镇市工业投资有限公司的批复》（景府办字[2004]164号文）批准设立的公司，设立时注册资本1,000万元。2007年4月24日，经景德镇市人民政府（景府办字[2007]21号）批准，景德镇市中小企业信用担保中心和景德镇市企业产权交易中心将所持景德镇市工业投资有限公司股权划转给景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇市国资委”），并更名为景德镇市国有资产经营管理有限公司。后经多次增资，截至2008年12月，公司注册资本增加至9.00亿元；2009年6月，根据景德镇市人民政府办公室抄告单（景府办抄字[2009]69号）将景德镇市国资委持有的景德镇市焦化工业集团有限责任公司（2018年11月6日更名为“景德镇黑猫集团有限责任公司”，以下简称“黑猫集团”）的全部国有股权及权益划拨给公司。经过本次股权转让后，公司持有黑猫集团100%股权。

2016年4月，根据景德镇市国有资产监督管理委员会《关于同意国资公司通过变更企业名称登记设立景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司的批复》（景国资发[2016]1号），公司名称由“景德镇市国有资产经营管理有限公司”变更为现名，同时以资本公积转增注册资本的方式将注册资本增至62.00亿元。

截至2018年6月底，公司注册资本62.00亿元，由景德镇市国资委全额出资。

图1 截至2018年6月底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司经营范围：资产收购、资产处置、资产托管，股权投资、实业投资、资本运营，投资管理咨询、财务咨询、企业重组策划、代理咨询；对外担保（不含融资性担保），土地收储，城市基础设施建设，基本建设，房地产开发；基金管理（不含证券投资基金管理）；陶瓷、建材、钢材销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2018年6月底，公司本部设有10个职能部门：运营管理部、投资发展部、风险控制部、财务核算部、资金计划部、项目管理部、审计部、人力资源部、党委办公室和总经理办公室；公司纳入合并报表的子公司共15家；员工合计11,607人。

截至2017年底，公司合并资产总额455.69亿元，负债合计318.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计137.40亿元，其中，归属于母公司的所有者权益102.39亿元。2017年，公司实现营业收入141.96亿元，净利润（含少数股东损益）8.06亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润4.39亿元；公司经营活动产生的现金流量净额5.79亿元，现金及现金等价物净增加额7.51亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额551.31亿元，负债合计335.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计215.67亿元，其中，归属于母公司的所有者权益173.49亿元。2018年1~6月，公司实现营业收入75.67亿元，净利润（含少数股东损益）3.29亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润

1.20亿元；公司经营活动产生的现金流量净额16.50亿元，现金及现金等价物净增加额11.35亿元。

公司注册地址：景德镇市瓷都大道1109号；法定代表人：吴林。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“景德镇市国资运营投资控股集团有限公司2018年公开发行公司债券（第二期）”，本次债券发行规模不超过20亿元（含20亿元），拟分期发行。本期发行为第二期，发行规模为不超过人民币10亿元（含10亿元）。本期债券的期限为3年，附第2年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值100元，按面值平价发行；本期债券为固定利率债券，票面利率将根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。本期债券按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司是景德镇市国有资产经营管理唯一主体，其主营业务收入主要来源于煤化工产品的生产与销售，焦化和炭黑行业的变动对其影响较大。

1. 焦化行业

（1）行业概况

煤焦化行业主要由两个部分组成，其一是焦炭业务，也是目前多数焦化企业的主要利润来源，企业盈利随着焦炭产品市场价格的变化而变化。其二是化工业务，即对炼焦过程中伴随产生的焦炉煤气、煤焦油、粗苯等初级产品进行深加工，包括利用焦炉煤气制甲醇、生产煤焦油深加工产品等。

针对焦炭产能过剩、结构不合理的现状，国家相继出台了一系列焦化行业宏观调控政策，加快了焦化行业的产业结构调整。“十二五”期间，我国累计淘汰焦炭落后产能 9,700 万吨。2017 年，焦炭产量 4.3 亿吨，同比减少 3.3%；全年焦炭实现去产能 1,682 万吨，新增 510 万吨，净减少 1,172 万吨。

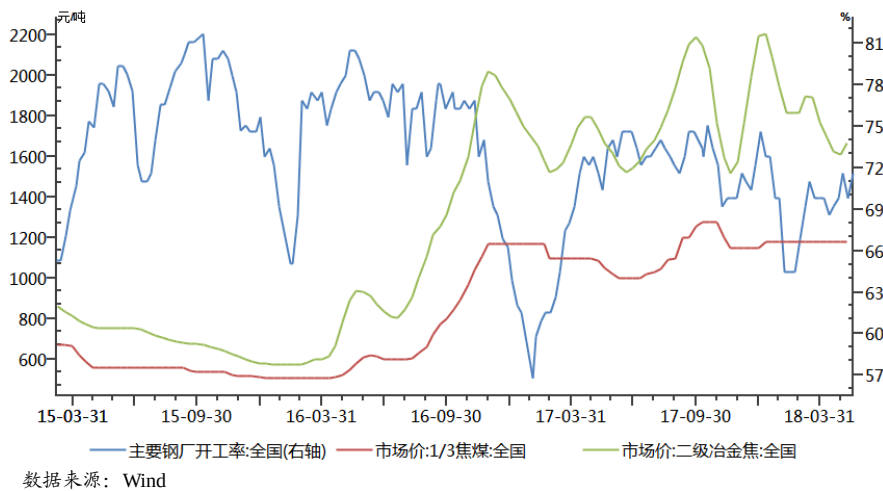
在煤化工行业中，用于炼焦的主要原材料为炼焦煤（包括焦煤、气煤、瘦煤和肥煤等煤种）。煤炭产量方面，2016 年初，我国开始煤炭去产能工作，到 2017 年，全国煤炭产量约 35 亿吨，同比增长 3.2%。2017 年，全国煤炭去产能为 1.83 亿吨，加上 2016 年全国煤炭去产能 2.9 亿吨，合计达到 4.73 亿吨，随着煤炭供给侧结构性改革向纵深发展，全国煤炭去产能已经由前期的化解过剩产能为主转向以去落后产能为主。得益于煤炭去产能影响，煤炭价格高位稳定运行。截至 2017 年末，国内炼焦煤价格 1,230 元/吨，较年初 1,220 元/吨的价格变动不大，全年振幅小于 200 元/吨。截至 2018 年 6 月底，国内炼焦煤价格 1,237 元/吨。

煤化工行业中焦化工下游行业为钢铁，钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。2013~2015 年，受经济增速减缓、环保压力加大和行业过剩情况加剧等多方面影响，钢铁行业出现了明显的波动。2016 年 3 月起，受去产能政策效果显现影响，钢铁价格上调，生产回暖。2017 年全

国粗钢产量约 8.3 亿吨，同比增长 5.7%。钢铁行业全年去产能工作落实有力，超额完成 5,000 万吨的去产能目标。截至 2017 年末，退出过剩钢铁产能已超过 1 亿吨，有望在 2018 年提前完成“十三五”钢铁去产能 1.5 亿吨的上限目标。从钢材价格来看，全年呈上升态势。截至 2017 年末，国内钢材价格指数（中钢协）121.80 点，较年初的 99.00 点上涨了约 23%，2018 年上半年，钢材价格有所回落，但仍处于相对高位。截至 2018 年 6 月底，国内钢材价格指数（中钢协）115.80 点。

由于钢材上涨，钢企对焦炭采购积极，焦炭供需失衡，同时，高位坚挺的煤价及运费大大拉高了焦炭成本，对焦价形成一定支撑；加之各地环保严查焦企开工不高，焦炭库存偏紧，大都供不应求，使得主焦煤价格未发生大幅上涨的情况下焦炭价格走高。根据国家统计局数字，截至 2017 年末国内焦炭二级冶金焦市场价格约为 2,200 元/吨，较年初 1,900 元/吨的市场价格上涨 15.79%。

图 2 炼焦煤和焦炭价格以及下游钢厂开工率情况（单位：元/吨、%）



总体看，焦化行业近年来发展迅速，产能过剩的问题较为突出，近年来，受益于国家供给侧改革对焦化行业全产业链的影响，产业链各环节产品价格上行，焦化行业景气度得以提升。

（2）行业竞争

焦炭行业竞争方面，目前，全国现有规模以上焦化企业 700 多家，其中产能规模 100 万吨及以上的仅有 180 家左右，我国中小焦化企业数量在 80%以上。我国的煤化工行业集中度低，煤化工企业生产规模普遍较小，煤化工行业存在钢铁企业下属的炼焦企业、独立焦化企业和煤炭企业相互之间及内部之间的竞争格局，行业竞争十分激烈；随着行业结构调整的不断深入，技术落后、资金薄弱、产业集中度低的中小焦炭企业将逐步退出，大型企业竞争优势将日趋明显。

总体看，行业竞争激烈，但随着供给侧改革的推进，行业整合也在不断深入，大型企业凭借技术和资金方面的优势有望在竞争中抢的更多机会。

（3）行业政策

我国“富煤、少油、缺气”的能源结构决定了充分利用煤炭资源优势发展煤化工产业是符合我国国情的实现能源多元化的首选。因此，加快煤化工产业发展是必要的。焦化行业的产业政策是按照“总量控制、调整结构、节约能（资）源、保护环境、合理布局”的可持续发展原则制定的。就煤化工行业而言，近年来国家颁布实施了一系列行业政策，主要包括：

表 1 煤化工行业相关政策

公布时间	公布文件
2015年7月	焦化行业新标准
2016年1月	中国炼焦行业协会焦化行业“十三五”发展规划纲要
2016年2月	国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见
2016年8月	山东省环保厅、省经济和信息化委、省财政厅等五部门发布《山东省焦化行业环保整治专项行动方案》
2016年12月	《煤炭工业发展“十三五”规划》、《能源发展“十三五”规划》
2017年2月	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》
2017年4月	关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见
2017年11月	关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知

资料来源：联合评级收集整理

此外 2017 年 1 月 1 日起，工业和信息化部发布《焦化行业准入条件（2014 年修订）》全面实行，新申请焦炉项目要参照该标准受理。新标准加强了节能环保、综合利用与安全生产等方面的要求，强调完善产业链管理，突出相关要求的针对性和可考核性。

总体看，我国能源结构现状决定了发展煤化工的必要性，当前出台的部分产业政策目的主要在于遏制煤化工行业低水平重复建设和盲目扩张，推动产业结构优化和转型升级，促进节能减排和技术进步，提高经济运行质量和效益，规范行业健康发展，维护市场竞争秩序。

（4）行业关注

行业易受宏观经济周期性影响

历史情况看，受宏观经济周期性波动影响，钢铁市场曾持续低迷，导致煤化工行业在钢铁行业需求萎缩的情况下，焦炭出现供大于求的局面，焦炭企业被迫降低开工率。

行业面临较大环保压力

近年来，随着全国范围内的环境问题日渐突出，国家也对煤化工行业的节能减排制定了更加严格和标准更高的规定。严格的环保要求给煤化工企业的生产经营带增加了环保风险，同时相应的环保处理设备也进一步加大了企业的经营成本。

行业产能过剩凸显

煤化工行业中重要的产品为焦炭，目前行业中焦炭产能严重过剩情况。由于焦化行业产业集中度较低，化解产能过剩问题，交织着多方面利益调整因素。全国现有 700 多家规模以上焦化企业，而产能规模 100 万吨及以上的仅有 180 家左右，总体上仍处于多、小、散的状况。

（5）行业发展

随着供给侧改革的推进，且随着焦化企业经营者观念的转变、及时的行业沟通、对市场变化敏感灵活的应对、以及成本端、下游钢材价格支撑等，焦炭景气度将在短期内维持。另外，基于政府对环保、供给侧改革的重视，华北、东北等主要产区的焦钢企业限产成常态。行业淘汰低端产能、发展精细化工是行业发展的必然趋势，但短期内，产业结构调整任务艰巨，行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

总体看，随着相关煤化工技术的更加完善成熟，拥有较长煤化工产业链的企业，将更有效利用自身资源优势，充分提高焦化工程的附加值，提高企业盈利水平，同时，在应对市场波动方面具有较强抗风险能力。

2. 炭黑行业

炭黑，煤化工产业链中的一种产品，又名炭黑，是一种无定形碳。轻、松而极细的黑色粉末，表面积非常大，范围从 10~3000m²/g，是含碳物质（煤、天然气、重油、燃料油等）在空气不足的条件下经不完全燃烧或受热分解而得的产物。可作黑色染料，用于制造中国墨、油墨、油漆等，也用于做橡胶的补强剂。

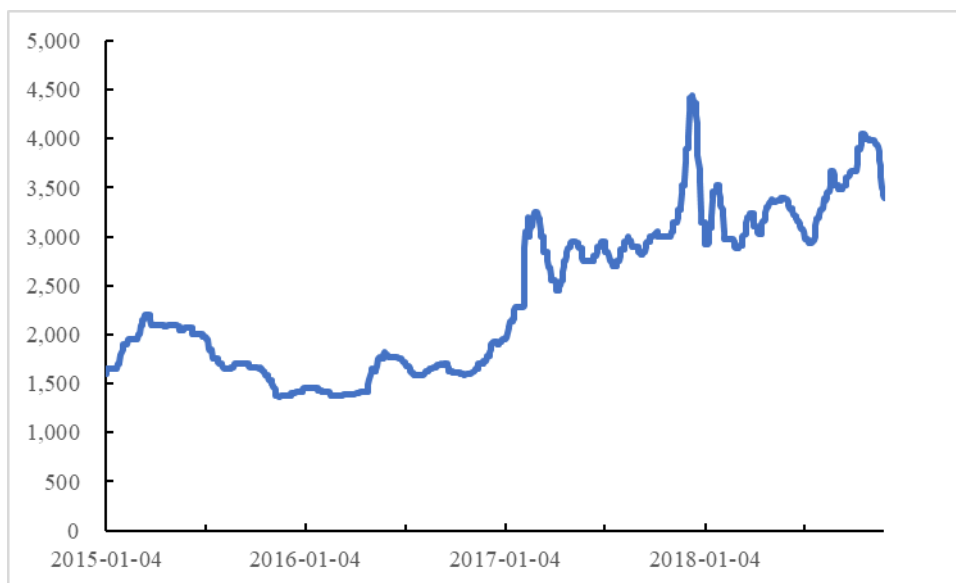
炭黑是人类最早开发、应用且目前产量最大的纳米材料。炭黑的主要应用领域为轮胎。目前，89.50%的炭黑产品应用于橡胶工业，其中约有 67.50%用于汽车轮胎，主要用作轮胎橡胶填充剂和补强剂。“十一五”期间，中国汽车产量大幅增长，轮胎企业纷纷投产子午轮胎生产，国内子午轮胎生产能力迅速扩大，优质炭黑的需求也迅速增长，带动了国内炭黑行业的发展。不同系列的炭黑具有不同的性能和用途。其中，N100 系列耐磨性极高，主要用于特种轮胎的胎面；N200 和 N300 系列具有较高的拉伸强度和较好的耐磨性，主要用于一般的乘用车胎面 and 全钢载重子午胎胎面；N500 系列和 N600 系列弹性好、生热低，主要用于各种轮胎的胎侧和内胎。N700 系列主要用于机械制品和鞋底等。

2015 年，在国内经济环境低迷、世界经济复苏缓慢的形势下，炭黑业迎来了最困难的一年，多数炭黑企业整体运营压力较大，出口受阻，价格大幅跳水，利润明显下滑，甚至跌至亏损线下，部分企业在资金压力下，面临着继续开工还是停产的艰难抉择。2016 年上半年，受供给侧改革深入推进和环保政策趋严影响，上游煤焦行业和钢铁行业相继出现停、限产现象，导致炭黑原料价格大幅上涨，而炭黑对上游议价能力和对下游话语权均较低，因此 1-5 月份炭黑行业呈现亏损态势；之后，下游轮胎等制品业的需求大幅增加带动了国内炭黑市场的销量，行业毛利润扭亏为盈，行业整体开工率较高，缓解了炭黑行业产能过剩。2016 年 11 月以来轮胎行业密集涨价，累计幅度 10%-30%。2017 年中国炭黑产能约 732 万吨，产量约 553 万吨，开工率 7 成左右。

价格方面，2015 年，受煤化工行业产能过剩的影响，炭黑的价格长期处于低位运行，以 N220 炭黑价格为例，其价格从 2015 年初的 6,022 元/吨，跌至年末最低点 4,857 元/吨，跌幅达 1,165 元/吨，跌幅达 19.35%。价格下滑受多方面因素影响，其中上游煤焦油价格大幅下滑带动，及下游轮胎等制品业需求低迷利空影响是主要因素。也正是因为炭黑对上下游的整体议价能力低，导致了夹缝中生存的炭黑进入了低价恶性竞争的怪圈。进入 2016 年，炭黑的价格受下游轮胎等制品业的需求大幅增加带动了国内炭黑市场的销量的影响，价格出现较大幅度的增长，国内 N220 的炭黑平均价格从 2016 年上半年低点的 4,000 元/吨上涨到了 2017 年初的 5,800 元/吨，国内 N330 的平均价格从 2016 年上半年低点的 3,500 元/吨上涨到了 2017 年初的 5,200 元/吨以上。2017 年以来，炭黑价格维持高位震荡，其中，华东地区 N220 炭黑平均市场价最高时达 9,800 元/吨，最低时为 6,800 元/吨，N330 平均市场价最高时为 9,300 元/吨，最低时为 6,300 元/吨。

上游原材料方面，炭黑生产所需的原材料主要为煤焦油和蒽油，其中，蒽油为生产高品质炭黑所需要的优质原材料，同时，也是煤焦油进一步加工之后的产品。经过长期持续下跌后，煤焦油价格于 2016 年触底回升并逐步企稳；下半年，受环保政策影响，焦炭行业整体产量下滑，企业煤焦油库存减少，供需关系发生转变，加之四季度煤炭价格上涨推动，煤焦油价格开始攀升。2017 年以来，煤焦油价格继续保持上涨态势，2017 年 12 月中旬，华北地区煤焦油市场均价最高点已突破 4,200 元/吨，价格涨幅较 2017 年初已超过一倍。2017 年 12 月下旬开始，煤焦油价格有所回落，价格波动明显。2017 年，煤焦油价格的快速上涨对炭黑生产企业形成较大的成本压力。

图3 煤焦油国内现货价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind

下游需求方面，炭黑是橡胶工业中仅次于生胶的第二原材料，全球炭黑约有 70%用于轮胎的制造，20%用在其他橡胶，其余不到 10%则用于塑料添加剂、染料、印刷油墨等工业。根据中国橡胶工业协会统计，2017 年，全国汽车轮胎总产量约 6.53 亿条，同比增长 7.05%，受轮胎市场扩张的推动，2017 年，我国炭黑产量继续增长至 553 万吨，同比增长 6.05%。价格方面，2017 年，受原料价格上涨影响，炭黑价格整体呈上涨趋势，加之受环保政策趋严影响，炭黑行业去产能力度加大，炭黑行业集中度进一步提升，供需格局得到改善。2017 年末，国内 N220 炭黑主流报价上涨至 8,844.44 元/吨，较年初上涨约 68%，炭黑市场景气度上升。

行业竞争方面，目前，我国在 A 股上市、以炭黑为主营业务的企业有 4 家，分别是江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）、龙星化工股份有限公司（以下简称“龙星化工”）、山西永东股份有限公司（以下简称“永东股份”）和金能科技股份有限公司（以下简称“金能科技”），存在一定的行业集中度。

总体看，炭黑行业产能仍显过剩，未来，随着环保整顿和供给侧改革的推进，炭黑行业将加速淘汰中小企业，大企业在产业结构调整中胜出，并进一步扩大市场份额、增强市场地位，行业集中度得以提高，有利于增强大型生产企业在国内和国际的竞争地位。

3. 区域经济环境及财政实力

（1）区域经济

景德镇市位于江西东北部，西北与安徽东至县交界，南与万年县为邻、西同鄱阳县接壤，东北倚安徽祁门县、东南和婺源县毗连，是国务院首批公布的 24 座历史文化名城之一和国家甲类对外开放地区。下辖乐平市、浮梁县、珠山区、昌江区和一个国家级开发区。景德镇市土地面积 5,256 平方公里。其中，市区面积 422 平方公里，市区建成区面积 72.84 平方公里；景德镇市人口 162.98 万人。是国务院首批公布的 24 座历史文化名城之一和国家甲类对外开放地区。

近年来景德镇市交通运输迅速发展，全市已形成了水、陆、空立体交通网络，皖赣铁路穿境而过，九景高速、杭瑞高速、济广高速、景鹰高速均已建成通车，南环高速正在加快建设，九景衢铁路兴建工作取得重大进展；景德镇市昌江航道可通行 300 吨级船舶；景德镇机场已开通至北京、上

海、深圳等地航班。

作为“中部崛起”发展战略的重要城市之一，景德镇市以鄱阳湖生态经济发展战略为核心，正在加速推进新型工业化、城市化和新农村建设。2015~2017年，景德镇市地区生产总值分别为772.06亿元、840.15亿元和878.25亿元。根据《景德镇市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年景德镇市全年实现地区生产总值878.25亿元，比上年增长8.8%。其中，第一产业增加值53.60亿元，增长4.2%；第二产业增加值438.42亿元，增长8.0%；第三产业增加值386.23亿元，增长10.5%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为6.1%，第二产业增加值占比为49.9%，第三产业增加值占比为44.0%。2017年全市全年完成固定资产投资889.33亿元，比上年增长13.5%。其中，民间投资599.37亿元，下降0.6%，占固定资产投资的比重为67.4%。在固定资产投资中，第一产业投资38.67亿元，比上年增长347.4%；第二产业投资513.65亿元，下降2.9%；第三产业投资337.01亿元，增长37.0%。全年房地产开发投资45.89亿元，比上年增长7.0%。其中，住宅投资37.08亿元，增长9.1%。

总体看，景德镇市区域位置良好；经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。

（2）财政实力

根据《景德镇市2017年市级总预算执行情况和2018年市级总预算草案的报告》，2017年，景德镇市完成财政总收入123.2亿元，完成预算的100.2%，比上年实际完成数增长6.4%，剔除“营改增”因素，同口径增长10.7%。全市一般公共预算收入完成86.7亿元，完成预算的101.6%，剔除“营改增”因素，同口径增长7.7%。2017年，全市一般公共预算支出完成191.2亿元，较上年增长11.1%。

2017年全市一般公共预算支出完成191.2亿元，比上年增长11.1%。主要项目执行情况是：一般公共服务支出250,134万元，国防支出1,471万元，公共安全支出85,274万元，教育支出278,696万元，科学技术支出39,606万元，文化体育与传媒支出29,769万元，社会保障和就业支出329,036万元，医疗卫生支出161,416万元，节能环保支出72,751万元，城乡社区事务支出388,706万元，农林水事务支出129,791万元，交通运输支出35,596万元，资源勘探信息等支出24,784万元，商业服务业等支出6,745万元，金融支出1,184万元，国土海洋气象等支出16,922万元，住房保障支出49,003万元，粮油物资储备支出2,808万元，债务付息支出4,885万元，债务发行费用支出125万元，其他支出12,580万元。

2017年市级完成财政总收入29.7亿元，完成预算的96.4%，比上年实际完成数增长2.2%，剔除“营改增”因素，同口径增长7%。其中一般公共预算收入23亿元，完成预算的114.7%，比上年实际完成数增长1.7%，剔除“营改增”因素，同口径增长7.9%。

总体看，近年来景德镇市经济稳定发展、财政实力不断提升，未来经济发展前景良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为景德镇市政府重点构建的综合性国有资产运营主体，主要从事景德镇市国有资产和公共事业的经营管理工作，提高国有资本的运营效率，实现国有资产的保值增值，在景德镇市国有资产经营方面处于垄断地位。

（1）公司子公司黑猫集团具备一定的产业布局优势，竞争实力强

公司下属子公司黑猫集团，生产基地遍布全国各地，其中，江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、

内蒙古乌海、河北邯郸、唐山、山西太原和山东济宁共计有8个炭黑生产基地及江西在建基地；山东菏泽有1个洗煤基地；江西、湖南、河南、河北共计有4个农化生产基地及贵州开阳磷矿基地，年产焦炭210万吨，炭黑产能110万吨/年，炭黑产能居全国第一、世界第三。近年来，黑猫集团不断提高资源综合利用水平，逐步形成了以上市公司专业化炭黑产业、煤化工及相关延伸产品加工业以及酒店及房地产相关产业三大板块共同发展的格局。

（2）公司煤化工产品生产的技术优势明显

黑猫集团炭黑专业化产品主要由黑猫股份负责生产经营，黑猫股份目前是全国产能及产销量最高的炭黑生产企业，产能达110万吨/年。黑猫股份形成了自己的核心技术和成熟的生产工艺，综合技术水平达到国际先进水平。其自主研发的年产4万吨炭黑生产装置是目前国内单台生产能力最大的炭黑生产装置，资源综合利用率高。黑猫股份炭黑产品执行美国ASTM标准，其采用的湿法生产硬质、软质炭黑技术是国家鼓励使用的生产技术，生产线的关键设备均达到国际先进水平，具有较明显的技术领先优势。

总体看，公司子公司黑猫集团具备一定的产业布局优势和丰富的技术支持，其焦炭和炭黑产品在煤化工的细分领域拥有一定市场地位。

2. 人员素质

公司设董事长1名，由出资人指定产生，为公司的法定代表人；监事会主席1名，由出资人在监事会成员中指定；总经理1名，总经理对董事会负责，主持公司的全面生产经营管理工作。

公司董事长吴林先生，1959年生，硕士研究生，高级经济师，中共党员。曾任景德镇市经贸委企业科负责人、景德镇市包装技术协会副秘书长、景德镇市企业管理协会秘书长、景德镇市节能中心主任、景德镇市中小企业信用担保中心主任、景德镇市华信产权事务有限公司总经理、景德镇市工业投资有限公司董事长、景德镇市国有资产经营管理有限公司董事长、总经理。现任公司董事长、党委书记，兼任景德镇市国有资产管理中心主任。

公司总经理陈望贤先生，1964年生，本科学历，中共党员。历任江西德兴铜矿技术员、市房屋建设开发公司技术员、经理助理、市房屋建设开发公司副经理，市房屋建设开发公司副经理、副书记，市房屋建设开发公司经理、副书记，市房屋建设开发公司经理、书记，市房管局住房置业担保中心主任，市焦化工业集团党委委员、纪委书记。现任公司总经理、董事。

截至2018年6月底，公司合计在职人员11,607人。其中：本科及以上学历占8.64%，大专及以下学历占91.36%；年龄结构方面，30岁以下占37.18%，30~50岁之间占53.51%，50岁以上占9.31%；专业结构方面，中高级职称占4.35%，其他占82.59%。

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的企业管理经验，公司员工学历及年龄构成符合行业发展要求，基本能够满足公司经营需要。

3. 政府支持

公司是景德镇市政府直属的国有独资企业，作为景德镇市国有资产管理和运营主体，公司得到了地方政府的大力支持。

景德镇市政府每年给予公司一定的财政资金补贴，主要为政府对公司各主营业务的补贴，包括煤化工业务技改补贴、合同能源管理、不良债权处置、基础设施建设、公交业务补贴等。2015~2017年公司收到补助资金分别为10.82亿元、3.25亿元和4.20亿元。2017年，公司收到补助资金较上年增长14.20%，主要为财政补贴、挥发性有机物治理项目补助款、国家级单位单项冠军培育企业奖等，

计入营业外收入；收到其他收益0.50亿元，主要为资源综合利用退税、福利企业退税、增值税退税等。

2015年，景德镇市高新技术产业开发区向公司子公司景德镇合盛产业投资有限公司（以下简称“合盛投资”）注入资金，公司根据持股比例获得注入资金3.64亿元，计入资本公积。2017年，公司收到财政拨款1.17亿元，其中：政府资本性投入直接划入0.66亿元，国有资本收益金划入0.30亿元，专项应付款转入0.21亿元，计入资本公积。

总体看，公司作为景德镇市唯一的国有资产经营管理主体，政府在财政补贴和资金注入等方面给予公司大力支持。

五、管理分析

1. 治理结构

2016年，根据《中华人民共和国公司法》、《企业国有资产法》和景德镇市人民政府关于组建和发展企业集团的有关规定，公司制定了新的《公司章程》。

公司不设股东会，景德镇市国资委作为出资人，行使股东会职权。

公司设董事会，出资人可以授权公司董事会行使部分出资人职权。公司董事会由9名董事成员组成（其中1名为职工董事）。董事会成员除职工董事外，依照法定程序和干部管理权限由出资人委派；职工董事根据有关规定由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生。董事任期每届三年，董事任期届满，可连选连任。

公司设监事会，监事会成员5名（其中职工监事2名），监事会成员由市国资委委派，但职工监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席1名，按干部管理权限由市国资委从监事会成员中指定。公司董事和总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员不得兼任监事。

公司设副总经理4名，总经理、副总经理人选经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘；总经理对董事会负责。

总体看，公司治理结构清晰，组织机构的设置可以满足经营与管理需要。

2. 管理制度

公司根据业务需要，下设运营管理部、投资发展部、风险控制部、财务核算部、资金计划部、项目管理部、审计部、人力资源部、党委办公室和总经理办公室10个职能部门，各部室各司其职，内部管理体系较为完善。公司为加强内部控制，制定了一系列的管理制度。

财务管理方面，公司实行财务人员外派制，制定了开支审批管理办法、财务分析办法、财务开支审批管理办法、固定资产管理办法、货币资金管理办法、票据管理办法、融资管理办法等制度，对日常费用、项目资金的运营与管理、融资工作的管理进行了有效的规范，保证资金使用的安全。制度对成本费用的控制、执行有详细规定。

内部控制方面，公司制定了内部审计管理办法，成立专门的内审部门，由具备岗位能力的专职审计人员组成。内审机构向董事会负责并报告工作。公司内审工作更重视从内部控制的制度评审出发，对基本建设项目、合同、高管离任、对外投资及收益分配等内控事项认真做好各项工作及时发现管理中存在的漏洞和经营风险，为公司识别、防范风险服务，实现内部流程控制再监督。

投融资决策管理方面，公司制定投融资管理制度，明确规定公司所有投资项目和融资计划都要纳入年度预算，经批准后方可实施。投资项目和融资计划除按预算管理有关规定履行程序外，各子

公司所有的权益性投资或融资都必须报公司本部批准。

子公司管理方面，公司对子公司的控制管理，一方面通过制定财务管理办法、货币资金管理办法、担保管理办法等加强财务核算，另一方面通过在子公司中委派或推荐董事、监事和高级管理人员，定期对子公司进行业绩考核等方式加强对子公司的经营管理和宏观控制。为进一步加强对子公司的控制管理，确保出资企业经营符合公司的总体战略发展方向，有效控制投资风险，保护出资人合法权益，公司制定了出资企业管理办法，对全资及控股子公司、参股公司的管理进一步细化和规范。

总体看，公司内部管理制度相对健全，可满足公司日常经营和管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事煤化工产品的生产与销售、国有资产收购与处置、公用事业各产品线建设与运营等。

2015~2017年，公司营业收入波动增长，年均复合增长18.16%，2017年，公司实现营业收入较上年增长41.23%，主要系2017年煤化工行业好转，公司炭黑、焦炭等商品销售收入增长所致。

近三年公司主营业务情况如下表所示。从营业收入构成来看，公司主营业务收入分为煤化工、国资、公用等三大板块；其中，煤化工板块收入为公司的主要收入来源。近三年公司主营业务收入逐年增长，2017年，公司实现主营业务收入137.87亿元，较上年增长43.38%，主要系煤化工产品销售收入大幅增长所致。

表2 2015~2018年6月公司主营业务情况（单位：亿元、%）

产品		2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 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
煤化工板块	焦炭销售	14.47	15.13	6.26	19.39	20.17	9.48	36.18	26.24	8.02	16.80	22.98	10.05
	炭黑销售	40.83	42.70	14.30	36.73	38.20	16.18	56.27	40.81	22.04	32.67	44.69	20.20
	复合肥销售	14.90	15.58	9.23	12.74	13.25	19.67	14.37	10.42	11.62	7.63	10.44	13.05
	煤化工附属产品销售	11.96	12.50	8.27	10.02	10.42	8.68	9.96	7.23	9.67	7.57	10.36	2.64
国资板块	处置不良债权	1.65	1.72	60.81	1.19	1.24	99.45	0.52	0.38	98.21	--	--	--
	其他	3.55	3.71	40.16	4.24	4.41	15.34	5.96	4.32	23.96	1.82	2.49	18.49
公用板块	公共交通	0.46	0.48	-37.83	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	住宿餐饮	0.79	0.82	72.95	0.61	0.63	77.07	0.53	0.39	76.07	0.26	0.36	77.14
	房地产	2.93	3.06	30.60	8.73	9.08	31.36	6.79	4.92	23.46	3.44	4.7	31.87
	代建项目	4.10	4.29	45.35	2.50	2.60	64.61	7.30	5.30	25.18	2.91	3.98	41.55
合计		95.62	100.00	15.36	96.16	100.00	18.53	137.87	100.00	17.20	73.11	100.00	16.86

资料来源：公司提供、联合评级整理。

毛利率方面，受煤化工行业景气度波动影响，公司主营业务毛利率波动上升，近三年分别为15.36%、18.53%和17.20%。其中，焦炭销售业务毛利率波动上升，2016年较上年上升3.17个百分点，主要系焦炭产品价格上升所致；2017年，焦炭销售业务毛利率为8.02%，较上年下降1.46个百分点，主要系2017年环保政策趋严，环保成本增加所致。炭黑销售业务毛利率逐年上升，主要系炭黑产品价格上升所致；复合肥销售业务毛利率波动上升，主要系受复合肥产品价格及原材料价格波动影响。

所致。

2018 年 1~6 月，受益于煤化工行业经营环境的持续好转，公司实现营业收入较上年同期增长 19.54%至 75.67 亿元；同期，实现利润总额 4.01 亿元，同比增长 45.48%。

总体看，焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品等商品销售是公司主营业务收入的主要来源，受煤化工行业景气度波动影响，公司主营业务收入逐年增长，主营业务毛利率波动上升。

2. 煤化工板块

公司煤化工板块由全资子公司黑猫集团负责经营，主要产品包括焦炭、炭黑、复合肥、煤气和药用玻璃等。黑猫集团成立于2008年6月，其前身为景德镇市焦化煤气总厂。黑猫集团主要由炭黑产业、焦炭及相关副产品产业及复合肥产业板块构成。受煤化工行业景气度波动，产品价格波动影响，公司煤化工板块营业收入波动增长，2015~2017年，实现收入分别为82.15亿元、78.88亿元和116.78亿元，占主营业务收入比重分别为85.91%、82.03%和84.70%，占比波动下降，但仍为公司的主要收入来源。

（1）焦炭及相关副产品

黑猫集团焦炭及相关副产品包括焦炭、煤气及精制产品，主要由黑猫集团下属子公司新昌南炼焦化工有限责任公司（以下简称“新昌南”）、景德镇开门子陶瓷化工集团有限公司（以下简称“开门子陶瓷”）负责，其焦炭产能分别占黑猫集团焦炭产能的60%和40%。

焦炭产品的主要原材料是洗精煤，黑猫集团下属子公司新昌南和开门子陶瓷拥有自己的铁路专用线，一定程度上保证了原材料供应的及时、稳定。其原材料采购主要采取款到发货方式，小部分货到付款，价格方面主要根据市场行情协商定价，通过现汇和银行承兑汇票方式结算。2015~2017年，公司精煤采购量分别为275.30万吨、341.84万吨和299.69万吨；2017年采购均价为1,223.71元/吨，同比增长66.13%。公司主要供货商有淮北矿业股份有限公司、淮南矿业（集团）有限责任公司、山东能源集团有限责任公司、江西康讯实业有限公司、安徽恒源煤电股份有限公司等公司。2017年，新昌南前五名供应商采购额占总采购额76.46%，开门子陶瓷前五名供应商采购额占总采购额75.81%，供应商集中度高。

从销售单价来看，由于焦炭下游需求主要为钢铁企业，钢铁为周期性行业，下游产量及经济周期对焦炭价格影响显著。2015年受行业产能过剩等影响，焦炭价格下跌至720.43元/吨；2016年开始，受去产能政策的影响，钢铁行业回暖，焦炭价格逐步上升至1,003.55元/吨，2017年公司焦炭价格继续上调至1,661.71元/吨。2018年1~6月，焦炭价格继续回升，平均售价1,817.20元/吨。

受焦炭价格逐年上升影响，黑猫集团焦炭销售收入逐年增长。2015~2017年，焦炭销售收入分别为14.47亿元、19.39亿元和36.18亿元。2018年1~6月，焦炭销售收入达到16.80亿元。

表3 2015~2018年6月黑猫集团焦炭产销情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
产能（万吨）	210.00	210.00	210.00	210.00
产量（万吨）	180.22	194.29	196.39	95.22
产能利用率（年化，%）	85.82	92.52	93.52	90.69
销量（万吨）	200.83	193.22	217.71	92.45
产销率（%）	111.44	99.45	110.86	97.09
平均售价（元/吨）	720.43	1,003.55	1,661.71	1,817.20
销售收入（亿元）	14.47	19.39	36.18	16.80

资料来源：公司提供

产品销售渠道方面，黑猫集团焦炭业务客户主要为福建三安钢铁有限公司（以下简称“三安钢铁”）、新余钢铁集团有限公司（以下简称“新余钢铁”）等钢铁企业。2017年，公司前5大销售客户金额合计31.74亿元，占焦炭销售收入的比例为87.73%，集中度高。其中，新昌南第一大客户销售金额为6.73亿元，占焦炭销售收入的比例为18.60%；开门子陶瓷第一大客户销售金额为8.69亿元，占焦炭销售收入的比例为24.02%，存在一定的单一客户依赖风险。

产品采取“以销定产”的模式，根据年度订单确定生产品种和总供货量，销售结算方式为公司先收到预付款后供货，对方单位收到货物后结清尾款。主要通过现汇和银行承兑汇票方式结算。

另外，依托于煤气和煤气净化提炼化工产品及其延伸加工产业，黑猫集团精制产品主要由子公司开门子药用化工公司、开门子药用玻璃公司等负责生产经营，公司多种产品位居全国全省同行前列。其中，脑复康居全国第二，药用玻璃居全国第二。

总体看，近三年受焦炭价格上升影响，黑猫集团焦炭销售收入逐年增长，客户集中度高，延伸加工产品具有一定优势。

（2）炭黑

黑猫集团炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。黑猫股份（SZ：002068）于2006年9月在深圳交易所上市，主营业务为炭黑及其尾气的生产与销售。截至2018年6月底，公司直接持有黑猫股份0.11%股份，通过黑猫集团间接持有其39.69%股份，合计持股比例39.80%。

黑猫股份炭黑生产的主要原料包括煤焦油、蒽油、低温焦油等，其中煤焦油用量约占总成本的85%。黑猫集团每年自产的煤焦油达3万吨以上，全部由黑猫股份按市场价格采购，确保原材料的储备和质量的同时有效节约了运输成本。同时，黑猫股份在唐山、乌海、邯郸和太原等煤焦油集中产区建立生产基地，大幅节省了运输费用和购置成本，增强了对上游资源的控制力，有利于在行业竞争中占据优势地位。黑猫股份原材料采购多采取订单形式，订单期限一年，结算方式为先供货后付款，结算周期一般为30天左右，结算价格为供货时市场价。2017年，黑猫股份前五大原料供应商采购量占全部采购量的18.34%。

采购量方面，2015~2017年，公司主要原材料焦油采购量分别为141.10万吨、147.84万吨和154.03万吨，比较稳定。2015~2017年，蒽油采购量分别为19.43万吨、20.55万吨和26.67万吨，2017年蒽油采购量增长29.78%，主要系2017年炭黑市场回暖，炭黑产量增加，带动蒽油采购量增加所致。2015~2017年，炭黑油采购量分别为9.83万吨、7.10万吨和0.56万吨，2017年采购量大幅下降92.11%，主要系2016年库存较高，消化库存所致。

原材料采购定价方面，2015~2017年，焦油、蒽油、炭黑油价格波动上升，2016年价格下降，主要系2016年原材料下游市场疲软，导致原材料需求减少、价格下滑所致；2017年价格上升，主要系下游煤化工市场回暖，价格上涨，带动原材料价格上涨所致。

2018年1~6月，焦油、蒽油、炭黑油采购量分别为62.61万吨、13.74万吨和0.30万吨；采购均价分别为2,735.58元/吨、2,732.87元/吨和2,533.71元/吨。

表4 2015~2018年6月炭黑原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2015年		2016年		2017年		2018年1~6月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
焦油	141.10	1,531.48	147.84	1,414.98	154.03	2,482.76	62.61	2,735.58
蒽油	19.43	1,670.72	20.55	1,551.30	26.67	2,588.81	13.74	2,732.87
炭黑油	9.83	1,645.57	7.10	1,460.55	0.56	2,576.60	0.30	2,533.71

资料来源：公司提供

2015~2017年，受国内炭黑行业去产能的影响，公司炭黑产能及产量中国第一的市场地位进一步稳固，对下游客户定价能力提升，黑猫股份炭黑销售收入波动增长，分别为40.83亿元、36.73亿元和56.27亿元。2016年，炭黑产量和销量都有所增长，但受炭黑价格走低影响，销售收入减少；2017年，黑猫集团炭黑产量和销量都略有减少，但受炭黑价格大幅提升影响，销售收入较上年增长53.20%。2018年1~6月，随着炭黑价格的上升，焦炭销售收入达到32.67亿元。

表5 2015~2018年6月黑猫股份产销情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
产能（万吨）	106.00	106.00	110.00	110.00
产量（万吨）	98.54	102.74	99.81	48.26
产能利用率（年化，%）	92.96	96.92	90.74	87.75
销量（万吨）	101.25	102.34	101.90	48.34
产销率（%）	102.74	99.62	102.09	100.16
平均售价（元/吨）	4,032.89	3,588.55	5,522.09	6,758.67
销售收入（亿元）	40.83	36.73	56.27	32.67

资料来源：公司提供

产品销售渠道方面，黑猫股份客户为国内外大型轮胎企业。2017年，公司前5大销售客户金额合计11.48亿元，占黑猫股份营业收入的比例为16.52%，集中度较低。黑猫股份采取“以销定产”的模式，订单期限通常为一年，根据年度订单确定生产品种和总供货量，按月交付。在货款结算方面，黑猫股份销售结算方式为先供货后付款，国内以现金和承兑汇票为主，结算周期一般为30~60天，国外付款以信用证和电汇为主，结算周期一般为45~60天。

总体看，受炭黑行业去产能的影响，炭黑价格大幅度上涨，炭黑板块的收入大幅增长，但受煤炭价格上涨的影响，公司原材料价格也大幅度上涨，受产业集中度提高的影响，公司作为中国第一炭黑生产企业，对下游企业定价能力增强，公司炭黑板块的盈利能力有所提升。

（3）复合肥

黑猫集团复合肥产品主要由江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）负责生产经营。开门子肥业采取分散采购策略，在景德镇、湖南、河南和河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为25万吨、25万吨、35万吨和50万吨。此外，开门子肥业拥有铁路专用线，能在一定程度上降低产品成本。目前，开门子肥业复合肥产品在江西省市场份额第一，产量第二。

2015~2017年，开门子肥业复合肥销售收入有所波动，分别为14.90亿元、12.74亿元和14.37亿元，主要系产品销售价格波动所致。2018年1~6月，公司实现复合肥销售收入7.63亿元，为2017年全年的53.10%。

生产方面，近三年公司产能保持稳定，分别为138.00万吨、138.00万吨和135.00万吨。2015~2017年，公司复合肥产量波动上涨，年均复合增长0.63%，2017年，公司复合肥产品产量81.49万吨。受化肥行业整体产能过剩影响，复合肥生产企业为规避市场风险，多数开工负荷较低，2017年公司产能利用率60.36%。2018年1~6月，公司复合肥产品产量39.05万吨，产能利用率继续维持低位，为57.85%。

表6 2015~2018年6月开门子肥业产销情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
产能（万吨）	138.00	138.00	135.00	135.00

产量（万吨）	80.48	74.65	81.49	39.05
产能利用率（年化，%）	58.31	54.09	60.36	57.85
销量（万吨）	78.95	78.95	85.65	40.41
产销率（%）	98.10	105.76	105.10	103.48
平均售价（元/吨）	1,886.69	1,613.60	1,656.09	1,888.14
销售收入（亿元）	14.90	12.74	14.37	7.63

资料来源：公司提供

复合肥的主要原材料包括氯化铵、尿素、磷酸一铵、氯化钾等，目前，国内基础化肥行业产能过剩，原材料供应主要受原油价格及煤价的影响较大。开门子肥业采取分散采购策略，具有地域优势的供应单位作为采购的主要渠道。2017年开门子肥业前五大原料供应商采购量占全部采购量的31.90%。

采购量方面，2015~2017年，公司主要原材料氮肥、钾肥采购量波动减少，主要系16年复合肥产量减少，对原材料的需求减少所致；2017年，复合肥产量增加，对原材料的采购量增加所致。

原材料采购定价方面，2015~2017年，氮肥、磷肥、钾肥价格波动下降；2017年，煤炭价格上涨，带动原材料价格上涨。

2018年1~6月，氮肥、磷肥、钾肥采购量分别为21.50万吨、9.84万吨和8.12万吨；采购均价分别为877.76元/吨、2,057.07元/吨和2,001.22元/吨。

表7 2015~2018年6月复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2015年		2016年		2017年		2018年1~6月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
氮肥	54.23	1,021.40	43.27	630.03	44.01	731.18	21.50	877.76
磷肥	14.40	2,050.18	21.72	1,554.50	22.52	1,764.30	9.84	2,057.07
钾肥	18.55	2,108.80	15.16	1,702.39	19.42	1,806.35	8.12	2,001.22
其他	2.86	394.96	2.62	442.01	2.75	490.86	1.27	458.82

资料来源：公司提供

2017年，开门子肥业前5大销售客户金额合计0.50亿元，占开门子肥业营业收入的比例为3.49%，集中度较低。开门子肥业复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式；结算方式为先款后货，公司收到预付款后供货，对方单位收到货物后结清尾款。此外，如遇销售淡季，到年底会集中一并结清往来款，目前，以现金和银行承兑汇票结算为主。

公司煤化工板块除了焦炭、炭黑、复合肥等三大类产品以外，还包括煤化工附属产品的生产与销售。2015~2017年，煤化工附属产品实现销售收入逐年减少，分别为11.96亿元、10.02亿元和9.96亿元。2018年1~6月，煤化工附属产品实现销售收入7.57亿元。

总体看，近三年，复合肥板块的收入波动下降；同时受限于煤炭价格上涨，复合肥原材料价格上涨，公司复合肥板块盈利能力有所下降。

3. 国资板块

公司国资板块由公司（本部）投资管理部负责经营，主要业务涉及处置不良债权、经营行政事业单位资产、多元化投资控股等。为更好地实现景德镇市的企业改革以及坏账资产包的处理，公司受政府委托管理国有企业和经营性资产，通过自身经营，以市场化方式处置产权等方式，获得收入、盘活存量资产，确保国有资产保值增值。公司收购资产管理公司的坏账资产包，并处置破产企业的

相关债务，处置资产并安置职工。截至2018年6月底，公司已累计达成30个资产包收购协议，合计债权总额67.22亿元（含不良债权原值及债权存续期利息），收购成本不超过10亿元，涉及景德镇市约500家企业，公司已处置债权总额合计35亿元。公司依法取得改制企业的土地逾3,000亩，公司获得的改制企业土地已获得或正在办理土地证，针对清收来的原产权单位土地属划拨性质的，公司缴纳相关费用变性为出让用地。

2015~2017年，公司处置不良债权收入逐年减少，分别为1.65亿元、1.19亿元和0.52亿元。2017年，公司实现处置不良债权收入较上年减少56.30%；毛利率98.21%，较上年变化不大。由于不良资产处置不确定因素较多，如债务人实际抵债能力、资产包资产质量以及职工安置难度等，公司不良资产处置业务毛利率波动较大。2018年1~6月，实现处置不良债权收入42.00万元，毛利率100.00%。

总体看，公司处置不良债权收入逐年减少，受不良资产处置不确定因素较多影响，公司不良资产处置业务毛利率波动较大。

4. 公用板块

（1）基础设施建设

公司基础设施建设业务主要包括园区开发建设、棚户区改造以及老城改造等项目，具体包括航空及先进装备制造产业基地、综合物流园区、汽车产业园、陶瓷文化创意园区及古镇综合开发等基础设施建设项目以及乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目、西瓜洲地段棚户区改造项目及中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目。项目建设资金主要来源于自有资金和银行贷款，并通过政府回购或商业化运作实现资金平衡和循环开发款。公司基础设施建设项目有详细的还款安排，项目未完成时即收回大部分资金，回款较有保障，但在项目前期，受资金拨付进度影响，公司仍需先垫付大量的项目款。截至2018年6月底，公司主要基础建设项目总投资额203.06亿元，累计完成投资92.28亿元，尚需投资110.78亿元。

表8 截至2018年6月底公司主要基础建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	累计完成投资	尚需投入
乐平棚户区改造项目	13.27	13.27	--
西瓜洲地段棚户区和中渡口北片区棚户区项目	22.87	17.87	5.00
航空及先进装备制造产业基地	18.39	12.37	6.02
景德镇综合物流园项目	55.00	10.10	44.90
汽车产业园	10.25	7.43	2.82
古镇综合开发	83.28	31.24	52.04
合计	203.06	92.28	110.78

资料来源：公司提供

棚户区改造项目

公司棚户区代建项目支出计入长期应收款，获得回款后直接将其冲减，在公司损益表中，项目未完工前暂不体现成本及收入；项目全部移交后，回购款项总额超出项目总投资额和投资资金利息的部分作为代建费收入计入利润表。

乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目代建投资款为13.27亿元，公司与景德镇市政府约定在代建投资额之外，每年加计投资利息。公司回购项目建设资金本息总额24.20亿元，从2010年开始分10年回款。2015~2017年，公司分别实现回款3.04亿元、2.90亿元和5.01亿元。截至2018年6月底，项目已完工，并陆续办理了相关竣工结算，整个项目计划将于2019年完成全部竣工决算。

西瓜洲地段棚户区和中渡口北片区棚户区项目

根据景发改体改字[2011]872号文件批准，公司与市政府签订了《委托实施政府保障性住房集中建设项目及回购框架协议书》，委托公司实施西瓜洲地段棚户区和中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目。项目采取BT形式，公司与景德镇市政府签订了回购框架协议书，项目建成后由政府部门逐年回购，BT协议签署符合国家有关规定。项目计划总投资22.87亿元，回购款项包括回购项目投资额和投资利息/建设资金利息总额共计25.50亿元，从2013年起分8年回款，2015年、2016年和2017年分别实现回款4.28亿元、2.75亿元和4.00亿元。截至2018年6月底，上述项目已投资17.87亿元，尚需投入5.00亿元。

航空及先进装备制造产业基地

公司子公司景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛投资”）负责航空及先进装备制造产业基地的投资、建设与运营。合盛投资与景德镇高新技术产业开发区管理委员会签订委托代建合同，由合盛投资负责基础设施建设项目的投资、融资和建设，高新区管委会按照合同约定和工程进度分期支付回购资金，通过高新区管委会根据代建合同和工程进度支付的代建费用回收成本和实现利润。公司在项目建设投入时，借记“开发成本”，贷记“银行存款”、“应付账款”等，年末根据工程进度与政府结算施工收入，借记“银行存款”、“应收账款”等，贷记“主营业务收入”，同时结转成本，借记“主营业务成本”，贷记“开发成本”。

航空及先进装备制造产业基地规划面积共计6,900亩，根据景德镇市政府的发展规划，基地一期项目投资总额为18.39亿元，截至2018年6月底已投资12.37亿元，尚需投资6.02亿元，预计于2019年竣工。2017年回款4.00亿元，2018年1-6月回款2.00亿元。

景德镇综合物流园项目

公司主要负责物流园的拆迁、拆除、土地平整等工作。综合物流园区项目以各类商品及生产资料批发市场为主导，集货物仓储、汽车城、物流保税、大型停车场、交通枢纽、物流商务、会展中心等十大功能区为一体，可以从空间上集聚产业链上下游企业，从功能上辐射赣东北地区，整合区域资源，完善城市功能，促进景德镇市物流及相关产业发展。物流园项目分期建设，预计总投资约55.00亿元，其中一期项目总投资为16.00亿元，项目于2013年3月开工建设。截至2018年6月底，项目已投入10.10亿元，尚需投入5.90亿元，预计于2019年竣工。

公司作为建设方与规划设计单位、施工单位签订合同，协助浮梁县政府完成土地规划设计、场地平整、地块周边绿化等工作，并直接向规划设计单位和施工单位支付设计费和工程款。当该地块达到国家土地出让条件时，公司通过土储中心将该地块进行挂牌出让，土地出让金在缴纳相关规费后全额返还给公司用于赣东北综合物流园建设。未来，公司还将主体负责物流园区的附属建筑物开发、招商引资及运营管理工作。

汽车产业园

根据2014年8月《景德镇市人民政府市长专题办公会议会议纪要》，决定将北汽昌河汽车新基地项目打包设立景德镇汽车产业园，并由公司子公司德镇市华信建设投资有限公司（以下简称“华信周转次数建设”）作为项目的建设主体，项目建设形成的相关资产注入华信建设。北汽昌河汽车新基地项目是按照北京汽车集团有限公司与江西省政府签署的战略合作协议精神而推进的重点工程，是北汽集团与江西昌河汽车有限责任公司重组后第一个落地的战略项目。北汽集团重组昌河汽车，由北汽集团收购昌河汽车70%股权，同时，根据北汽集团与江西省政府签订的协议，2020年之前，双方将共同投资140亿元进行技术升级和基础研发、推进品牌建设，并带动零部件、汽车服务贸易、汽车金融等上下游产业发展。届时，昌河汽车将具有100万辆整车、60万台动力总成产能，将实现全

产业链销售收入1,000亿元。

依据景德镇市发改委《关于景德镇汽车产业园基础设施建设（一期）项目可行性研究报告的批复》和可研报告，汽车产业园一期投资额为10.25亿元，建设内容包括南北道路、电力、供水、燃气、管网等配套基础设施工程。未来，企业入驻、项目投产，北汽集团重组昌河汽车后的战略项目逐步实施，并带动上下游产业链发展，将为汽车产业园的投资和运营带来丰厚回报。

汽车产业园项目于2015年3月开工建设，截至2018年6月底，项目已投入7.43亿元，尚需投入2.82亿元，预计于2019年竣工。

古镇综合开发

根据2014年5月《景德镇市人民政府常务会议会议纪要》等文件，为有效保护老城区，市政府决定启动古镇综合开发项目，对老城区进行棚户区改造、实施保护性开发，由公司子公司景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“古镇公司”）负责项目整体投资、运营，古镇公司具有房地产企业开发肆级资质。

古镇综合开发主要包括两部分：老城区棚户区改造和老城区保护性开发。老城区棚户区改造项目主要为安置房及其商业配套项目，包括中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房项目、沿江东路棚户区改造安置房项目、沿江东路棚户区改造安置房小区二期（景北、尚东安置房工程）等，基本情况如下：

表9 截至2018年6月底老城区棚户区改造项目情况（单位：亿元、年）

项目	预计总投资	截至 2018 年 6 月末已投资	尚需投资	开工时间	（预计）竣工时间
中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房项目	19.71	12.87	6.84	2013	2019
沿江东路棚户区改造安置房项目	12.28	9.23	3.05	2013	2019
沿江东路棚户区改造安置房小区二期（景北、尚东安置房工程）	3.55	3.29	0.26	2014	2018
合计	35.54	25.39	10.15	--	--

资料来源：公司提供

以上项目土地均通过招拍挂程序取得，资金来源主要为自有资金和银行贷款。其中，中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房和沿江东路棚户区改造安置房均已开始进行销售；景北、尚东安置房工程项目根据古镇开发总体规划进行开发、建设和运营，目前尚未开始进行销售。

老城区保护性开发包括老城区保护与利用项目、景德镇市中心城区停车场建设项目、城区老工业区生活社区改造项目、三闾庙历史文化街区保护项目等。古镇公司负责老城区的开发、招商和运营，通过项目的滚动开发和商业化运作实现营业利润和资金平衡，目前项目建设尚处于投入期。基本情况如下：

表10 截至2018年6月底公司老城区保护性项目情况（单位：亿元、年）

项目	预计总投资	截至 2018 年 6 月末已投资	尚需投资	开工时间	（预计）竣工时间
老城区保护与利用项目	6.62	4.14	2.48	2013	2018
景德镇市中心城区停车场建设项目	12.35	1.04	11.31	2016	2019
城区老工业区生活社区改造项目	28.00	0.19	27.81	2016	2020
三闾庙历史文化街区保护项目	0.77	0.48	0.29	2013	2018
合计	47.74	5.85	41.89	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司代建项目对于实现多业务板块协调发展具有重要推动作用，但投资力度较大，未来存在一定资金压力。

（2）房地产业务

公司房地产业务的开发主体主要为景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）和熊猫集团下属子公司景德镇市开门子房地产开发有限公司（以下简称“开门子房地产”）。2015~2017年，公司实现房地产收入2.93亿元、8.73亿元和6.79亿元，2017年房地产收入较上年下降22.22%，主要系房地产项目结转金额减少所致。

国信置业主要项目为国信御城小区，总建筑面积为17.42万平方米，可售面积9.49万平方米，项目分为两期实施。截至2017年底，国信置业项目总投资额为5.25亿元，未来尚需投资约0.75亿元。其中一期项目已完成住房415套、商铺42套、车库2.02万平方米建设，共销售449套；二期项目完成住房464套、商铺236套、地下室0.24万平方米，已销售完成住宅418套、商铺64间。

开门子房地产自主开发项目主要包括金鼎国际、木材厂棚户区项目、康家花园一期商品房项目、金岭阳光项目，目前均已开盘并预售；合作开发项目包括金和汇景和金恒国际两个项目，采取开门子房地产公司土地出资、合作单位现金出资合作开发的方式。开门子房地产公司项目可售面积为38.52万平方米，截至2017年底，已售面积29.77万平方米。

总体看，近三年公司房地产收入波动增长，随着房地产项目确认收入，对公司利润形成一定的补充。

5. 经营效率

从经营效率指标看，2015~2017年，公司应收账款周转次数较为稳定，近三年分别为6.63次、6.68次和7.53次，主要系营业收入波动上升所致；随着公司基础设施建设业务的持续投入，公司存货周转次数波动增长，近三年分别为0.94次、0.76次和1.08次；近三年，公司总资产周转次数波动增长，三年分别为0.28次、0.24次和0.32次。

整体看，公司经营效率一般。

6. 经营关注

（1）易受宏观经济周期性影响

受宏观经济周期性波动影响，若钢铁行业景气度下行，导致煤化工行业在钢铁行业需求萎缩的情况下，焦炭出现供大于求的局面，焦炭企业被迫降低开工率，从而给公司的经营业绩和财务状况带来一定影响。

（2）国资板块经营波动性较大

受不良资产处置不确定因素较多，如债务人实际抵债能力、资产包资产质量以及职工安置难度等影响，公司处置不良债权收入和毛利率波动性较大。

（3）在建项目投资规模较大，对外部融资需求较大

公司在建项目初始投资规模大，投资周期长，但公司现有业务盈利能力偏低，未来项目投资对外部融资需求大，对外部融资渠道及资金来源的稳定性有较高要求，公司债务负担可能加重。

（4）环保风险

公司业务主要涉及煤化工产品的生产，生产过程中产生的粉尘、工业废水等会对区域环境产生一定的影响。随着国家对环境保护重视程度以及节能减排要求的不断提高，环境保护政策及环境保护标准日趋严格，公司未来为执行环境保护新政策和标准将承担更多的成本，从而给公司的经营

业绩和财务状况带来一定影响。

7. 未来发展

未来，公司将继续在做大做强煤化工产业的同时，进一步整合全市国有资产资源，发挥公司现有优势；另一方面，运营方式更为高效。进一步完善国资管理和运营架构，推动国资管理从“管资产”向“管资本”、从“资产经营”向“资本运营”转型，实现“资产、资本、资金、资源”的良性循环和国资运营方式的升级。

总体看，公司未来发展战略较清晰，有利于公司实现稳健发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年度财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018年1~6月财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部发布的《企业会计准则》及其后颁布和修订的各项具体会计准则等相关规定编制。从合并范围来看，2015年，公司新增纳入合并范围的子公司3家，景德镇陶瓷交易所有限公司不再纳入合并范围；2016年，景德镇市国信工程管理有限公司纳入报表合并范围，景德镇市紫晶国际旅行社有限公司不再纳入合并范围；2017年底，公司新增纳入合并范围的子公司3家，不再纳入合并范围的子公司1家。2018年1~6月，景德镇市枫树山林场¹（以下简称“枫树山林场”）纳入公司合并范围。近三年合并范围变化对公司合并财务报表影响不大，且公司主营业务未发生重大变化。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额455.69亿元，负债合计318.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计137.40亿元，其中，归属于母公司的所有者权益102.39亿元。2017年，公司实现营业收入141.96亿元，净利润（含少数股东损益）8.06亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润4.39亿元；公司经营活动产生的现金流量净额5.79亿元，现金及现金等价物净增加额7.51亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额551.31亿元，负债合计335.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计215.67亿元，其中，归属于母公司的所有者权益173.49亿元。2018年1~6月，公司实现营业收入75.67亿元，净利润（含少数股东损益）3.29亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.20亿元；公司经营活动产生的现金流量净额16.50亿元，现金及现金等价物净增加额11.35亿元。

2. 资产质量

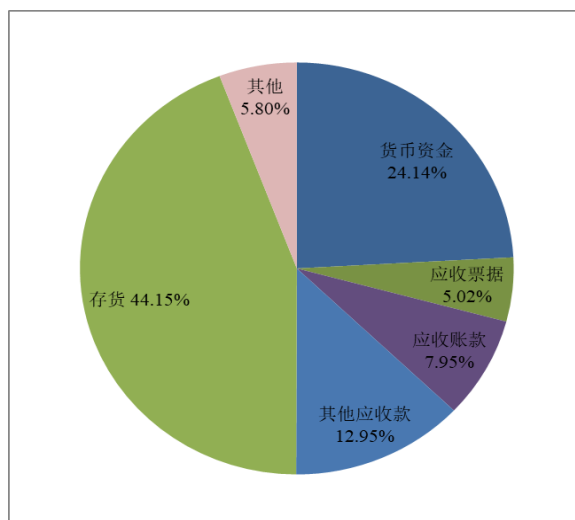
2015~2017年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长7.59%，主要系非流动资产增长所致。截至2017年底，公司资产合计455.69亿元，较年初增长3.39%，其中流动资产241.23亿元（占52.94%），非流动资产214.46亿元（占47.06%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

流动资产方面，2015~2017年，公司流动资产波动增长，年均复合增长1.62%。截至2017年底，公司流动资产合计241.23亿元，较年初减少4.53%；流动资产主要由货币资金（占24.14%）、应收票据（占5.02%）、应收账款（占7.95%）、其他应收款（占12.95%）和存货（占44.15%）构成。

¹根据景府办抄字[2017]88号政府抄告单，景德镇市人民政府将景德镇市枫树山林场出资权益划转至公司。

图4 截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动减少，年均复合减少 1.16%。截至 2017 年底，公司货币资金 58.23 亿元，较年初增长 4.49%，其中受限制的货币资金 30.81 亿元，占 52.92%，主要为保证金存款及银行定期存单，受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 2.96%。截至 2017 年底，公司应收票据 12.11 亿元，较年初大幅增长 22.87%，主要系公司营业收入大幅增长所致；主要为银行承兑汇票（占 99.92%）。

2015~2017 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 26.44%，主要原因为应收账款大部分由黑猫集团日常经营产生，随着煤化工产品 2016 年第四季度以来销售回暖，导致其应收账款的增加。截至 2017 年底，公司应收账款 19.17 亿元，较年初大幅增长 30.48%。计提坏账准备的应收账款合计金额 1.81 亿元，计提比例 8.65%。从账龄结构看，账龄在 1 年以内的占比为 87.21%。从集中度看，公司应收账款前五大客户余额合计 3.83 亿元，占比为 18.08%。

其他应收款主要为公司与非关联方的往来款项，由与市政府所属部门、事业单位或其出资企业的项目建设往来款，煤化工、房地产等业务经营过程中因业务合作关系而发生的往来款项和资金拆借往来款构成。2015~2017 年，公司其他应收款波动减少，年均复合减少 8.17%。截至 2016 年底，公司其他应收款 46.62 亿元，较年初增长 25.87%，主要系公司业务拓展、基础设施项目建设往来及拆迁、建设垫付款增加所致。截至 2017 年底，公司其他应收款 31.23 亿元，较年初大幅减少 33.00%，主要系往来款减少所致。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 17.79 亿元，其中 1 年以内的占 64.55%，1~2 年的占 4.59%，2~3 年的占 4.74%，3 年以上的占 26.12%，账龄较长。从集中度看，公司其他应收款前五大客户金额合计 22.90 亿元，占比为 65.13%，较为集中。从账龄结构看，公司其他应收款账龄在 1 年以内的占比 64.55%，账期尚可，但考虑公司其他应收款规模较大，对资金形成占用。

表 11 截至 2017 年底公司前五大其他应收款客户情况（单位：亿元、%）

项目	款项性质	期末余额	账龄	占应收账款余额的比例
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	往来款	12.24	1 年以内	34.81
景德镇市财政局	往来款	5.13	1-4 年	14.59

景德镇市城市建设开发投资有限责任公司	往来款	2.50	1 年以内	7.11
景德镇桃源开发建设有限公司	往来款	1.71	1 年以内	4.87
陶瓷科技投资经营有限公司	往来款	1.32	1 年以内	3.75
合计	--	22.90	--	65.13

资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司存货波动增长，年均复合增长 1.58%。截至 2017 年底，公司存货净值 106.51 亿元，较年初下降 3.28%，主要由开发成本（占 39.17%）、收储土地（占 31.23%）、开发产品（占 15.09%）和库存商品（占 7.57%）构成。公司对原材料及库存商品计提了存货跌价准备，累计计提 0.05 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 15.75%，主要系可供出售金融资产、其他非流动资产、固定资产增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 214.46 亿元，较年初大幅增长 14.02%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.89%）、投资性房地产（占 11.55%）、固定资产（占 39.70%）、在建工程（占 5.18%）、无形资产（占 5.80%）和其他非流动资产（占 25.40%）构成。

图 5 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 66.82%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 12.63 亿元，较年初大幅增长 148.30%，主要系公司新增对景德镇棚改股权投资基金（有限合伙）（7.50 亿元）、景德镇梧桐大道建设工程有限公司等的投资所致；公司可供出售金融资产均为可供出售权益工具，按成本计量。

2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 6.35%。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值为 24.77 亿元，较年初大幅增长 17.81%，主要系子公司景德镇市古镇投资管理有限公司将用于出租的已完工开发项目转入所致；公司投资性房地产按成本计量。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 3.23%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 85.14 亿元，较年初增长 6.95%，主要系朝阳异地搬迁项目、景德镇市国际会展中心等在建项目转固所致；主要包括房屋及建筑物（占 66.56%）和机器设备（占 29.62%），固定资产成新率 68.54%，成新率一般。

2015~2017 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 12.24%。截至 2016 年底，公司在建工程账面价值为 11.64 亿元，较年初大幅增长 31.92%，主要系朝阳黑猫搬迁项目等多个在建工程与前期在建项目的继续投入所致。截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 11.12 亿元，较年初减少 4.51%，主要系朝阳异地搬迁项目、景德镇市国际会展中心等在建项目转固所致；在建项目主要包括江西昌河景德镇产业基地项目、跃华新厂区搬迁项目等；公司对肥业集团当阳硫酸厂项目工程计提减值准备 123.74 万元。

2015~2017 年，公司无形资产波动减少，年均复合减少 6.72%。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 12.44 亿元，较年初大幅减少 17.19%，主要系景德镇市新成建设投资开发有限责任公司（以下简称“新成建设”）不再纳入公司合并范围所致；公司无形资产主要由土地使用权构成，占比为 97.44%；无形资产累计摊销 2.26 亿元。

公司其他非流动资产主要由资产收购款、预付土地款等构成。2015~2017 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 86.66%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产 45.84 亿元，较年初增长 193.21%，主要系公司预付相关长期资产收购款以及预付土地款、工程款增加所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产账面价值为 54.47 亿元，较年初大幅增长 18.82%，主要系 2017 年公司新增预付的资产收购款所致。

截至 2017 年底，公司受限资产 87.98 亿元，占资产总额的比例为 19.31%，受限比例较高。

表 12 截至 2017 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面原值	受限原因
货币资金-银行定期存单	6.34	银行借款质押
应收票据	3.81	银行承兑汇票质押
应收账款	12.51	银行借款质押
存货-开发成本-土地使用权	11.33	银行借款抵押
存货-收储土地	15.15	银行借款及应付债券抵押
长期股权投资	7.29	银行借款及银行承兑汇票质押
投资性房地产	8.72	银行借款抵押
固定资产-房屋	15.87	银行借款及应付债券抵押
固定资产-机器设备	1.54	银行借款抵押
无形资产-土地	5.09	银行借款抵押
合计	87.98	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 6 月底，公司资产总计 551.31 亿元，较年初增长 20.98%，其中流动资产占比 47.96%，非流动资产占比 52.04%，公司转为以非流动资产为主。公司流动资产为 264.43 亿元，较年初增长 9.62%，主要系货币资金和存货增长所致；非流动资产为 286.88 亿元，较年初增长 33.77%，主要系新纳入合并范围子公司枫树山林场导致无形资产增加 64.60 亿元所致。

总体看，公司资产保持较快增长，资产结构较为均衡；存货、固定资产占比高，变现能力较弱；资产受限比例较高；公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

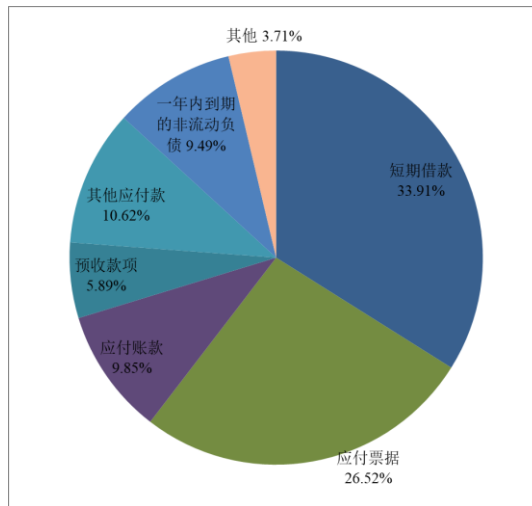
2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 9.09%，主要系非流动负债增长所致。截

至 2017 年底，公司负债规模合计 318.29 亿元，较年初增长 1.44%，其中流动负债 184.50 亿元（占 57.97%），非流动负债 133.79 亿元（占 42.03%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 2.57%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 184.50 亿元，较年初增长 1.51%；流动负债主要由短期借款（占 33.91%）、应付票据（占 26.52%）、应付账款（占 9.85%）、预收款项（占 5.89%）、其他应付款（占 10.62%）和一年内到期的非流动负债（占 9.49%）构成。

图6 截至2017年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 6.54%。截至 2016 年底，公司短期借款为 49.99 亿元，较年初减少 9.32%，主要系公司调整了债务结构，偿还部分短期借款所致。截至 2017 年底，公司短期借款为 62.57 亿元，较年初大幅增长 25.16%，主要系业务规模扩大，公司资金需求增大所致；主要由保证借款（占 43.84%）、信用借款（占 20.74%）和质押借款（占 29.16%）构成。

2015~2017 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 0.49%。截至 2017 年底，公司应付票据为 48.93 亿元，较年初减少 3.54%；全部为银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 12.07%，主要系公司在建项目规模较大，未结算工程款增加所致。截至 2017 年底，公司应付账款为 18.17 亿元，较年初增长 8.74%；账龄方面，69.86%的账款集中在 1 年以内。

2015~2017 年，公司预收款项逐年减少，年均复合减少 14.72%，主要系预收房款结转房地产收入所致。截至 2017 年底，公司预收款项为 10.87 亿元，较年初大幅减少 13.40%。

2015~2017 年，公司其他应付款波动减少，年均复合减少 19.29%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 35.89 亿元，较年初大幅增长 19.30%，主要系公司收到其他单位的往来款增加所致。截至 2017 年底，公司其他应付款为 19.60 亿元，较年初大幅减少 45.39%，主要系公司偿还相关单位往来款所致。账龄方面，1 年以内其他应付款占 33.37%，1~2 年占 16.45%，2~3 年占 14.07%，3 年以上占 36.11%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 60.64%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17.51 亿元，较年初大幅增长 111.19%，主要系长期借款及 6.40 亿元应付债券转入所致。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 20.52%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 133.79 亿元，较年初增长 1.36%；非流动负债主要由长期借款（占 43.07%）、应付债券（占 38.32%）和长期应付款（占 12.33%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 21.57%。截至 2016 年底，公司长期借款为 64.12 亿元，较年初大幅增长 64.46%，主要系公司调整了债务结构所致。截至 2017 年底，公司长期借款为 57.63 亿元，较年初大幅减少 10.13%，主要系部分长期借款转到一年内到期所致；主要由质押借款（占 21.77%）、抵押借款（占 23.74%）、保证借款（占 30.29%）和信用借款（占 24.19%）构成。其中，2019 年到期的长期借款 21.57 亿元，2020 年到期的长期借款 14.39 亿元，2021 年到期的长期借款 12.84 亿元，2022 年及以后到期的长期借款 8.82 亿元，公司未来三年有一定集中偿付压力。

2015~2017 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 9.42%。截至 2016 年底，公司应付债券为 50.12 亿元，较年初大幅增长 17.03%，主要系公司发行 6.8 亿元中期票据和 5 亿元公司债所致。截至 2017 年底，公司应付债券为 51.27 亿元，较年初增长 2.30%，公司将于 2019~2023 年分别偿还 5.00 亿元、17.74 亿元、6.74 亿元、16.84 亿元和 4.95 亿元，有一定偿付压力。公司应付债券详细情况见下表。

表 13 截至 2017 年底公司应付债券明细（单位：亿元）

项目	面值	发行日期	期限	期末余额
13 景德镇国资债	12.00	2013.6.25	7 年	4.80
14 第一期中期票据	5.00	2014.7.24	5 年	5.00
15 第一期中期票据	5.00	2015.4.23	5 年	5.00
15 第二期中期票据	8.00	2015.10.23	5 年	7.94
15 景德镇国资债	5.00	2015.11.19	7 年	4.95
16 第一期中期票据	2.50	2016.1.19	5 年	2.48
16 第二期中期票	4.30	2016.8.29	5 年	4.26
16 景德镇国资债	5.00	2016.1.20	7 年	4.95
17 第一期中期票据	2.00	2017.7.10	5 年	1.98
17 第二期中期票据	10.00	2017.10.19	5 年	9.91
合计	58.80	--	--	51.27

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长 534.58%。截至 2016 年底，公司长期应付款 8.29 亿元，较年初增加 7.88 亿元，主要系新增江西振兴发展（古镇 1 号）基金对景德镇古镇投资管理有限公司、中国农发重点建设基金对国信宏城和国开发展基金对红叶陶瓷的投资回购款所致。截至 2017 年底，公司长期应付款 16.49 亿元，较年初增长 98.97%，主要系新增融资租赁款和江西振兴发展（古镇 1 号）基金对景德镇古镇投资管理有限公司的投资回购款和新增融资租赁款所致；本报告已将长期应付款计入公司长期债务核算。

2015~2017 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 11.55%。截至 2017 年底，公司全部债务为 254.40 亿元。从债务结构看，短期债务 129.01 亿元，长期债务 125.39 亿元，占比分别为 50.71% 和 49.29%，短期债务占比较高，短期偿付压力较大。从债务指标看，2015~2017 年，公司资产负债

率分别为 67.95%、71.19%和 69.85%，全部债务资本化比率分别为 61.84%、66.29%和 64.93%，长期债务资本化比率分别为 39.35%、49.10%和 47.71%，均波动上升，2017 年受所有者权益增长较快影响，2017 年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率略有下降，但公司债务水平高，债务压力大。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 335.65 亿元，较年初增长 5.45%，增长主要来自短期借款和预收款项的增长。其中流动负债占比 60.04%，非流动负债占比 39.96%；公司全部债务 259.84 亿元，较年初增长 2.14%。其中，短期债务 134.07 亿元，长期债务 125.77 亿元，占比与年初基本持平。截至 2018 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别下降 8.97 个百分点、10.29 个百分点和 10.88 个百分点至 60.88%、54.65%和 36.84%，主要系合并范围增加，公司所有者权益大幅增长所致。

总体看，公司负债以流动负债为主，整体负债水平较高；随着公司经营规模的扩大，债务规模逐年增长，短期债务规模较大，存在较大的短期偿债压力。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 4.35%，主要系少数股东权益增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益 137.40 亿元，较年初增长 8.19%，主要系少数股东权益增长所致；归属于母公司的所有者权益合计 102.39 亿元，较年初变化不大；其中，实收资本占 60.55%，资本公积占 39.82%，盈余公积占 3.13%，未分配利润为负数，主要系黑猫集团前期受行业景气度影响亏损所致，所有者权益结构的稳定性较好。

截至2018年6月底，所有者权益215.67亿元，较年初增长56.96%，主要系枫树山林场纳入合并范围，资本公积增加至110.67亿元所致。其中，归属于母公司的所有者权益173.49亿元；归属于母公司的所有者权益中股本占35.74%，资本公积占63.79%，盈余公积占1.85%，未分配利润为负数。

总体看，所有者权益中实收资本和资本公积占比高，所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入分别为 101.68 亿元、100.52 亿元和 141.96 亿元，年均复合增长 18.16%。2017 年，公司实现营业收入较上年增长 41.23%，主要系 2017 年煤化工行业景气度好转，公司炭黑、焦炭等商品销售收入增长所致。同期，公司营业成本年均复合增长 17.04%。营业利润分别为-3.69 亿元、1.79 亿元和 5.90 亿元；净利润分别为 3.49 亿元、3.26 亿元和 8.06 亿元；营业利润率分别为 14.59%、17.80%和 16.36%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 2.02%。2015~2017 年，公司销售费用分别为 5.02 亿元、4.71 亿元和 5.15 亿元，基本保持稳定；公司加强成本管控，管理费用波动减少，分别为 7.05 亿元、6.49 亿元和 6.50 亿元；公司财务费用分别为 5.07 亿元、4.63 亿元和 6.20 亿元，随着融资规模的增加，2017 年财务费用较上年增长 33.77%。近三年，公司费用收入比分别为 16.86%、15.75%和 12.57%，整体看，公司期间费用控制能力有所加强，但费用控制能力仍较弱。

营业外收入方面，2015~2017 年，公司营业外收入主要由政府补贴构成，分别为 11.17 亿元、3.28 亿元和 4.62 亿元。其中 2015 年，公司营业外收入规模较大，主要原因是为支持公司集团公司组建和推动国资运营投资控股平台转型，市政府集中加大了对公司的财政补贴力度；受供给侧改革影响，2015 年煤化工行业深度调整，黑猫集团经营亏损，为支持黑猫集团通过技术改造等对落后产能实现更新换代，政府加大了对黑猫集团的扩大再生产和技术改造补助。2016 年以来，公司完成集团公司组建，黑猫集团经营也实现由亏损转为持平，进而市政府减小了支持力度。2017 年，其他收益为 0.50

亿元。近三年营业外收入和其他收益占利润总额的比重分别为 174.11%、67.77%和 49.78%，营业外收入中政府补助金额较大，公司对政府补贴较为依赖，政府补助具有一定波动性。

从盈利指标看，2015~2017年，公司总资本收益率分别为2.52%、2.03%和3.29%；公司总资产报酬率分别为2.85%、2.10%和3.32%；净资产收益率分别为2.90%、2.58%和6.10%，随着2017年煤化工行业景气度好转，公司盈利水平有所上升。

2018年1~6月，煤化工行业经营环境的持续好转使得公司实现营业收入较上年同期增长19.54%至75.67亿元；同期，实现利润总额4.01亿元，同比增长45.48%；实现净利润3.29亿元，同比增长41.42%。

总体看，随着煤化工行业景气度好转，公司收入、净利润增长明显，但公司利润总额对政府补助的依赖程度仍较高，政府补助具有一定波动性，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入分别为 117.55 亿元、114.50 亿元和 158.29 亿元，年均复合增长 16.04%，主要来自于销售商品、提供劳务收到的现金；2015~2017年，公司经营活动现金流出分别为 134.20 亿元、130.88 亿元和 152.50 亿元，年均复合增长 6.60%。受上述因素影响，2015~2017年，公司经营活动现金流净额分别为-16.65 亿元、-16.38 亿元和 5.79 亿元。从收入实现质量来看，2015~2017年，公司的现金收入比分别为 101.66%、109.01%和 103.37%，公司收入实现质量尚可。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入分别为12.87亿元、26.93亿元和17.58亿元，其中，2016年公司赎回理财产品增加，公司投资性活动现金流入增长109.29%。2015~2017年，公司投资活动现金流出分别为26.22亿元、46.45亿元和55.72亿元。2016年公司投资活动现金流出较上年增长77.13%，增长主要来自公司预付的长期资产收购款。2017年，公司投资活动现金流出量较上年增长19.96%，主要系公司在建项目支出较大，以及新成建设不再纳入公司合并范围，账面现金净额减少计入支付其他与投资活动有关的现金所致。受上述因素影响，2015~2017年，公司投资活动现金流净额分别为-13.36亿元、-19.52亿元和-38.14亿元，保持净流出状态，且流出规模有所扩大，主要系公司以业务发展考虑加大长期资产的持续购建，包括黑猫集团为改进产能、资源综合利用和环境保护而进行的技术设备改造和研发投入等所致。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入分别为 156.30 亿元、122.88 亿元和 157.87 亿元，年均复合增长 0.50%，主要为取得借款收到的现金。近三年，公司筹资活动现金流出分别为 111.90 亿元、93.93 亿元和 117.86 亿元，年均复合增长 2.63%，主要为偿还债务支付的现金。受上述因素影响，2015~2017年，公司筹资活动现金流净额分别为 44.40 亿元、28.95 亿元和 40.01 亿元。

2018年1~6月，公司经营活动产生的现金流量净额为16.50亿元；投资活动产生的现金净流量为-13.74亿元；筹资活动产生的现金流量净额8.50亿元；现金及现金等价物净增加额11.35亿元。

总体看，2015~2016年公司经营活动现金流保持净流出，2017年经营活动现金流状况明显改善，收入实现质量尚可；投资活动流出规模继续扩大，公司固定资产投资力度较大，使得投资活动现金流量呈净流出状态；公司现金流依赖筹资活动，融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017年，公司流动比率分别为1.33倍、1.39倍和1.31倍，速动比率分别为0.74倍、0.78倍和0.73倍，流动比率和速动比率均一般。近三年，公司现金短期债务比分别为0.59倍、0.52倍和0.55倍，公司现金类资产对公司短期债务的保障能力一般。

从长期偿债能力指标看，公司近三年的EBITDA分别为17.55亿元、15.70亿元和22.03亿元，2017年，公司EBITDA合计22.03亿元，较上年增长40.35%，主要系利润总额增长所致；公司EBITDA主要由折旧（占30.31%）、计入财务费用的利息支出（占20.87%）和利润总额（占46.68%）构成。近三年公司EBITDA利息保障倍数分别为2.66倍、2.07倍和2.93倍，公司的EBITDA全部债务比为0.09倍、0.06倍和0.09倍，公司EBITDA对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期偿债能力一般。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至2018年底6月底，公司共获得银行授信211.78亿元，其中未使用额度41.90亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2018年6月底，公司对外担保余额2.23亿元，占所有者权益的1.04%，对外担保比率低。

截至2018年6月底，公司无重大未决诉讼。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1036020200015580C），截至2018年11月21日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息记录。

总体看，公司长短期偿债能力有待提升；但考虑到公司作为景德镇市国有资产经营管理唯一主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2018年6月底，公司全部债务为259.84亿元，本期拟发行公司债券额度为不超过10亿元，总发债额度相对于公司全部债务规模较小。

以2018年6月底财务数据为基础，本次公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别提高0.70个百分点、0.93个百分点和1.80个百分点至60.88%、54.65%和36.84%，公司负债负担有所加重，考虑到募集资金拟用于偿还有息债务，实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司偿债能力分析

以2017年的相关财务数据为基础，公司2017年EBITDA为22.03亿元，为本期债券公司债券发行额度（10亿元）的2.20倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度一般；2017年经营活动产生的现金流入158.29亿元，为本期债券公司债券发行额度（10亿元）的15.83倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高；现金类资产70.96亿元，为本期债券发行额度（10亿元）的7.10倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度较高。未来随着公司煤化工及相关多元化产业的稳步发展，公司经营规模有望进一步扩大，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步提升。

综合以上分析，并考虑到公司煤化工及相关多元化产业稳步发展，公司作为景德镇市国有资产经营管理主体，在区域垄断性和政府支持等方面具有优势，公司对本期债券的偿还能力很强。

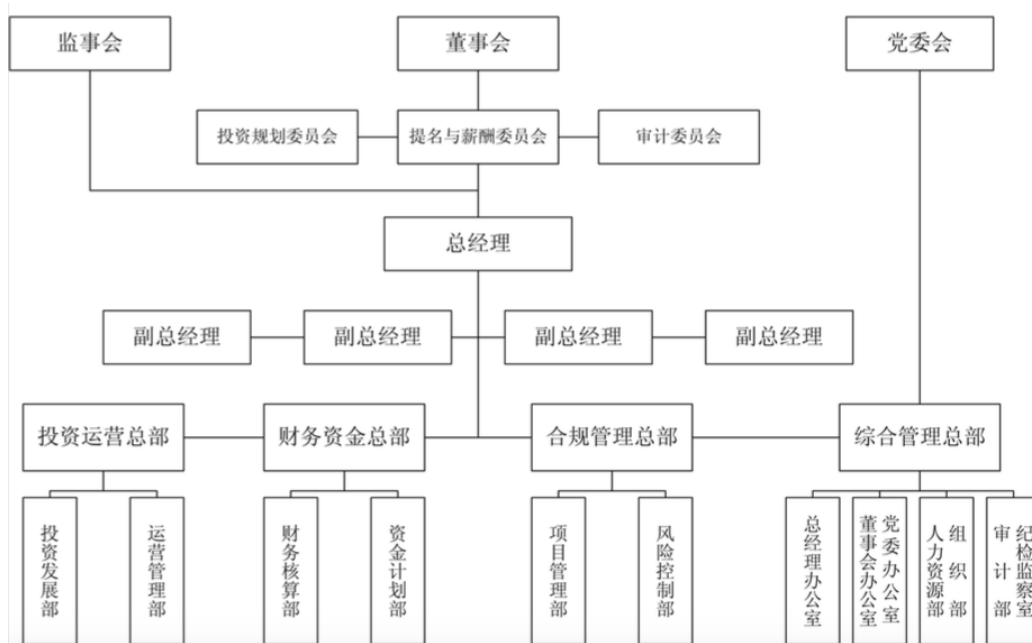
九、综合评价

公司作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持；景德镇市区域经济实力和财政实力稳定增长，为公司营造了良好的外部发展环境。同时，联合评级也关注到公司经营易受宏观经济、煤化工行业发展周期的影响；公司盈利能力对营业外收入较为依赖；债务负担持续加重，短期偿债压力较大以及资产受限程度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司煤化工板块为主的各经营板块稳步发展，公司经营性业务收入有望持续扩张，综合经营实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
组织结构图



附件 2 景德镇市国资运营投资控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	393.66	440.77	455.69	551.31
所有者权益（亿元）	126.18	127.00	137.40	215.67
短期债务（亿元）	122.58	127.20	129.01	134.07
长期债务（亿元）	81.87	114.24	125.39	125.77
全部债务（亿元）	204.45	241.44	254.40	259.84
营业收入（亿元）	101.68	100.52	141.96	75.67
净利润（亿元）	3.49	3.26	8.06	3.29
EBITDA（亿元）	17.55	15.70	22.03	--
经营性净现金流（亿元）	-16.65	-16.38	5.79	16.50
应收账款周转次数（次）	6.63	6.68	7.53	--
存货周转次数（次）	0.94	0.76	1.08	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.24	0.32	0.15
现金收入比率（%）	101.66	109.01	103.37	134.07
总资本收益率（%）	2.52	2.03	3.29	--
总资产报酬率（%）	2.85	2.10	3.32	--
净资产收益率（%）	2.90	2.58	6.10	1.86
营业利润率（%）	14.59	17.80	16.36	16.09
费用收入比（%）	16.86	15.75	12.57	14.11
资产负债率（%）	67.95	71.19	69.85	60.88
全部债务资本化比率（%）	61.84	66.29	64.93	54.65
长期债务资本化比率（%）	39.35	49.10	47.71	36.84
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	2.07	2.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.06	0.09	--
流动比率（倍）	1.33	1.39	1.31	1.31
速动比率（倍）	0.74	0.78	0.73	0.72
现金短期债务比（倍）	0.59	0.52	0.55	0.59
经营现金流动负债比率（%）	-9.49	-9.01	3.14	8.19
EBITDA/本期债券发债额度（倍）	1.75	1.57	2.20	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2018 年 1~6 月数据未经审计，相关指标未年化；3、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4、本报告已将其他应付款中借款计入短期债务，长期应付款计入长期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次债券 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次债券 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 + 应付票据
+ 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司 2018年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司的相关状况，如发现景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司、监管部门等。

