

信用等级公告

联合[2018]314 号

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司：

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（第一期）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公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年三月十八日

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（第一期）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：本次债券发行规模不超过 20 亿元（含），本期债券发行规模不超过 10 亿元，基础发行规模 5 亿元，超额配售不超过 5 亿元（含）

债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2018 年 3 月 28 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	344.61	393.66	440.77	478.79
所有者权益（亿元）	114.48	126.18	127.00	131.85
长期债务（亿元）	46.47	81.87	114.24	133.04
全部债务（亿元）	156.20	204.45	241.44	273.81
营业收入（亿元）	113.01	101.68	100.52	96.46
净利润（亿元）	2.05	3.49	3.26	3.32
EBITDA（亿元）	14.19	17.55	15.70	--
经营性净现金流（亿元）	22.06	-16.65	-16.38	3.17
营业利润率（%）	16.20	14.59	17.80	12.88
净资产收益率（%）	1.98	2.90	2.58	--
资产负债率（%）	66.78	67.95	71.19	72.46
全部债务资本化比率（%）	57.71	61.84	65.53	67.50
流动比率（倍）	1.05	1.33	1.39	1.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.09	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.66	2.07	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.71	0.88	0.78	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.42	1.75	1.57	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、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；3、公司 2017 年 1-9 月报表未经审计，相关指标未年化；4、其他应付款中借款及其他流动负债中短期融资券已计入短期债务。

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 and 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状况易受宏观经济、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。

优势

1. 随着“中部崛起”战略的推进，景德镇市区域经济实力 and 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大力支持。

4. 公司炭黑生产具备一定的产业布局和技术优势，炭黑产品在煤化工的细分领域拥有较强的市场地位。

关注

1. 公司经营状况易受宏观经济、煤化工行

业发展周期的影响，业绩增长可能存在一定波动。

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。

4. 公司盈利能力对营业外收入较为依赖，但营业外收入具有一定波动性。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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

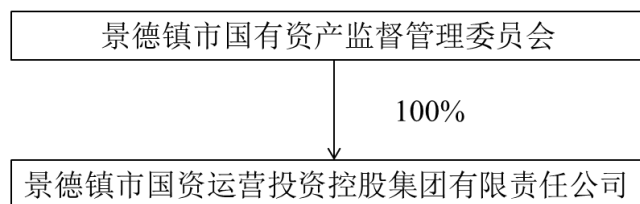
一、主体概况

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，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（以下简称“焦化集团”）的全部国有股权及权益划拨给公司。经过本次股权转让后，公司持有焦化集团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“景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司”，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2017年9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2017年9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2017年9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，其中全资子公司9家，控股子公司6家；员工合计11,603人。

截至2016年底，公司合并资产总额440.77亿元，负债合计313.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）127.00亿元。2016年公司实现营业收入100.52亿元，净利润（含少数股东损益）3.26亿元；经营活动现金流量净额为-16.38亿元，现金及现金等价物净增加额-6.83亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额478.79亿元，负债合计346.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）131.85亿元。2017年1~9月公司实现营业收入96.46亿元，净利润（含少数股东损益）3.32亿元；经营活动现金流量净额为3.17亿元，现金及现金等价物净增加额12.11亿元。

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（第一期）”，本次债券发行规模不超过20亿元（含20亿元），拟分期发行。本期发行为首期，基础发行规模为5亿元，并设有超额配售选择权，其中超额配售不超过5亿元（含）。本期债券的期限为3年。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。

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，煤焦化行业的变动对其影响较大。

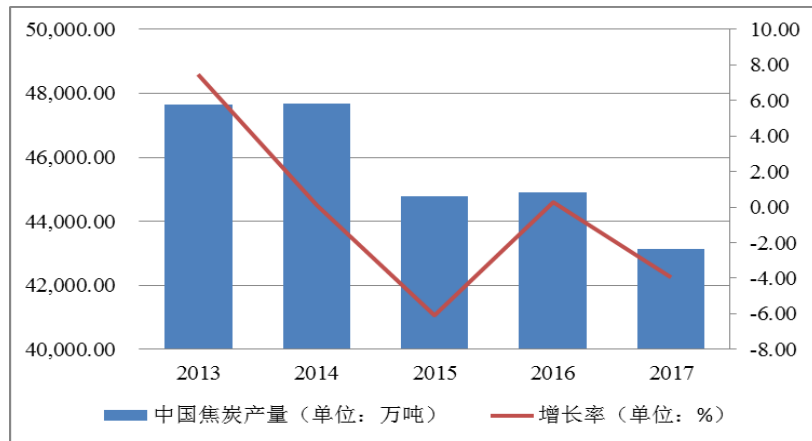
1. 煤焦化行业

（1）行业概况

焦炭主要用于高炉炼铁和用于铜、铅、锌、钛、锑、汞等有色金属的鼓风炉冶炼，起还原剂、发热剂和料柱骨架作用。焦炭的生产，主要是通过高温炼焦（高温干馏），也就是烟煤在隔绝空气的条件下，加热到950~1,050℃，经过干燥、热解、熔融、粘结、固化、收缩等阶段最终制成焦炭。煤焦化行业主要由两部分业务组成，其一是焦炭业务，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、粗苯精制等。

针对焦炭产能过剩、结构不合理的现状，近年来，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10,836.5万吨。虽然国家积极进行产业结构调整，但我国的焦炭产能过剩问题依然严重。国家统计局数据显示，2014年，全国焦炭产量约4.77亿吨，与上年基本持平。钢铁产业链需求见顶，焦炭产量的拐点在2014年出现，2015年产量降幅有所扩大。2015年，随着焦煤、焦炭价格的持续下挫，企业主动减产的情况开始增加，全国全年焦炭产量约为4.48亿吨，较上年下降6.5%。2016年上半年，全国焦炭产量保持低位；随着去产能效果的逐步显现，以及下游钢铁行业景气度回升，下半年焦炭产量较上年出现回升。2016年全年，全国焦炭产量约为4.49亿吨，较上年增长0.60%。2017年，全国焦炭产量为4.31亿吨，较上年下降3.30%。

图 2 2013~2017 年全国焦炭产量及增速情况



资料来源: Wind

另一方面，随着焦化产业结构调整的不断深入，在焦炉投资放缓的同时，煤焦化下游化工产品加工和煤气高效利用装置投资加大；在环保压力不断加剧的政策背景下，业内企业积极拓展焦炉煤气产化工品等循环经济产业链项目，化工业务投资热情较高。

总体看，煤焦化行业近年来发展迅速，但结构不合理，同时由于近年来下游需求不足，焦炭业务产能过剩的问题突出，制约焦炭产量增长，而化工业务投资热情较高。

（2）行业上下游

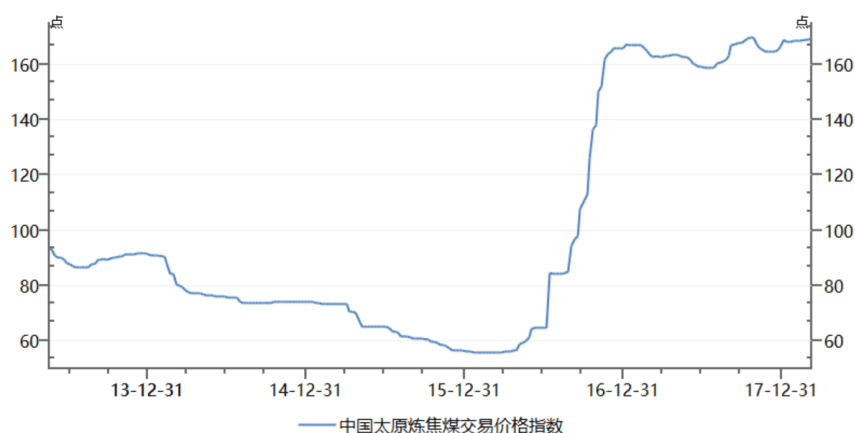
原材料

煤焦化的主要原材料为炼焦煤（包括焦煤、气煤、瘦煤和肥煤等煤种）。我国的炼焦煤储量低，仅为 2,758 亿吨，占全国查明煤炭资源储量的 27.10%；其中，气煤占我国煤炭总资源量的 13.75%、肥煤占 3.53%，主焦煤占 5.81%，瘦煤占 4.01%。去除高灰、高硫、难洗选、不能用于炼焦的部分，优质的焦煤和肥煤的资源稀缺，占查明煤炭资源储量的比例不足 6% 和 3%。

因下游钢铁需求受基建刺激拉动，炼焦煤产量快速增长，于 2013 年产量达到历史峰值 5.70 亿吨（以炼焦精煤计）。其后受钢铁需求转弱影响，炼焦精煤产量呈逐年下跌趋势，2016 年，全国产量较上年缩减 9.82% 至 4.36 亿吨，较峰值累计下滑 23.56%。进出口方面，2016 年，我国炼焦煤进口量 5,923.23 万吨，较上年增长 24.37%；出口量 120.30 万吨，较上年增长 24.20%。2017 年，我国炼焦煤进口量 6,935.00 万吨，较上年增长 22.28%；出口量 230.00 万吨，较上年增长 98.10%。

从炼焦煤的价格来看，与动力煤不同，炼焦煤需求的季节性特征不太明显，其价格变化更多取决于下游产品产量和市场行情变化，其波动和钢材价格波动基本一致，受钢材价格影响十分明显，由于钢铁行业需求不振，焦煤价格在 2011 年后进入震荡下行通道。截至 2015 年 12 月 25 日，唐山一级冶金焦价格为 720 元/吨，较年初减少 34.35%；天津港一级冶金焦价格为 815 元/吨，较年初减少 31.22%。从太原炼焦煤交易价格指数情况来看，炼焦煤近三年价格持续下跌，于 2016 年 1 月跌至 56 点以下，其后保持低位震荡；于 2016 年 5 月开始回升，由于焦炭价格回升的带动，炼焦煤市场价格回升显著。2016 年 12 月 31 日，全国二级冶金焦市场价 1,883.50 元/吨，价格约为年初的 3 倍左右。2017 年 12 月 31 日，全国二级冶金焦市场价上升至 2,193.00 元/吨。

图3 近期中国太原炼焦煤交易价格指数情况



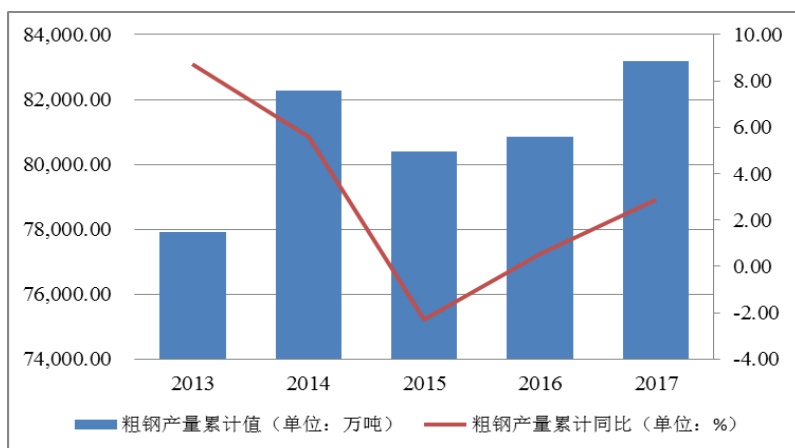
资料来源: Wind

总体看,煤焦化行业主要原材料为炼焦煤,近年来,受大宗商品价格下行及下游行业需求减少的影响,炼焦煤价格有所下降,近期焦炭价格带动炼焦煤价格回升显著,未来炼焦煤价格的变化仍将依赖于钢铁行业的需求。

下游消费及行业供需分析

煤焦化下游行业为钢铁冶炼,钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的80%以上。从世界钢铁和我国钢铁的历史来看,钢铁行业的周期性很强,其发展与国民经济周期有很强的关联性。自2008年全球金融危机引发全球经济衰退以来,钢铁行业出现了明显的波动,粗钢产量整体仍呈上升趋势。2014年,我国粗钢产量约为8.23亿吨,较上年增长约5.60%。2015年,去产能的效果开始显现,全年粗钢产量约为8.04亿吨,较上年下降约2.29%,为1981年以来首次下滑。钢铁行业持续走弱导致焦炭需求受到影响,焦炭行业供过于求的局面突显,焦炭企业经营压力持续加大。进入2016年,粗钢产量逐步企稳,于9月出现累计较上年回升,2016年,全国粗钢产量8.08亿吨,较上年小幅增长1.20%。2017年,全国粗钢产量8.32亿吨,较上年增长2.89%。

图4 2013~2017年全国粗钢累计产量及增长情况

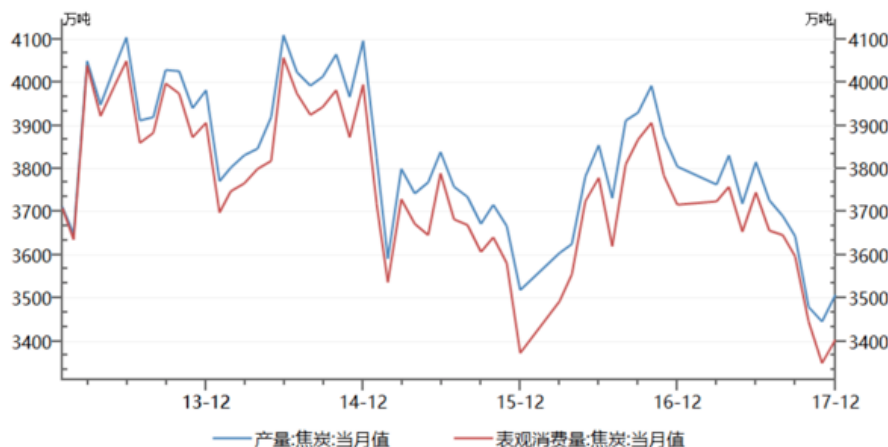


资料来源: Wind

从焦炭行业供需关系看,自2009年以来,焦炭供求关系呈现良好态势,产销量的差额均不到当年产量的1%。2010年~2014年,我国焦炭产量保持持续增长,相应的焦炭表观消费量也随之变化。

2015年以来，我国焦炭产量和焦炭表观消费量同步下跌，月度供求差额达到100万吨以上，供过于求现象逐步显现，2016年以来，尽管消费量回升，此种差异情况仍在延续。考虑到需求量仍处于低位震荡，在行业整体去产能进度完成前，供需矛盾仍将存在，行业产能释放仍面临较大阻力。

图 5 近年来全国焦炭供需情况



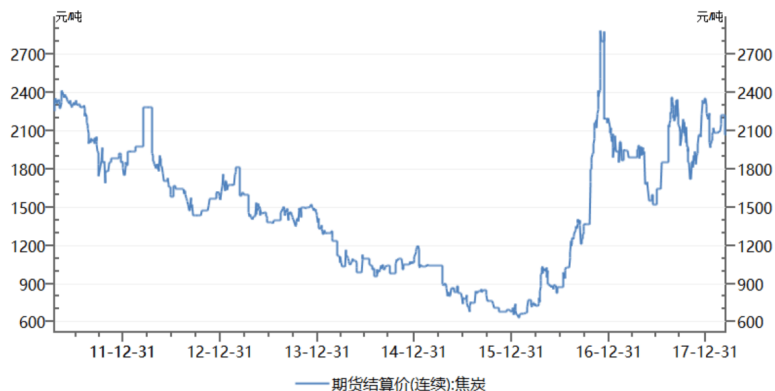
资料来源：Wind

总体看，下游钢铁行业景气度低迷，焦炭需求不振，供过于求现象较为严峻，供求矛盾短时间内难以缓解。

产品价格

2010年以来，国内经济增速放缓，焦化行业出现产能过剩，产品竞争激烈导致利润空间大大压缩。从焦炭的价格变化来看，自2012年1月开始，全国焦炭价格整体呈现波动下行的趋势。2015年，受钢铁行业产能压缩及产量增速大幅下降的影响，焦炭价格持续下行，全年焦炭均价下跌约380元/吨，跌幅高达37.5%。受焦炭价格持续下跌影响，多数焦炭企业处于亏损或微利状态，焦炭企业开工率明显下降。2016年以来，焦炭价格有所反弹，截至2016年6月底国内焦炭期货结算价上升至871元/吨，较2015年底上涨了194元/吨；焦炭期货结算价于2016年10月下旬开始出现暴涨，至12月初上涨至2,800元/吨以上；其后，期货结算价迅速回落，并于2017年12月底在2,353元/吨左右保持震荡。钢铁行业回暖及去产能政策效果的显现，激发焦炭市场结构性供需矛盾，焦炭价格短时间内迅速上涨并冲高回落，未来价格走势尚有不不确定性。

图 6 近年来国内焦炭期货结算价格情况（单位：元/吨）



资料来源：wind

另一方面，目前我国煤焦化产业链中，技术较为成熟且已形成工业规模的焦炭副产品主要为甲醇、合成氨和粗苯。甲醇及苯是煤制焦炭过程中产生的副产品，其产量与焦炭产量高度相关，但下游需求主要来自化工行业，与钢铁行业相关度较低，导致甲醇及粗苯价格与焦炭价格波动趋势存在一定差异。在焦炭价格低迷时期，甲醇、苯等副产品成为焦化企业的重要利润来源。

2014年以来，国内甲醇市场价格呈大幅下跌变化趋势，并出现宽幅震荡。2015年，受原油价格下跌、甲醇及粗苯供应增加等因素影响，国内甲醇及粗苯等化工产品价格随之下跌，甲醇价格下探至1,700元/吨，跌幅显著。进入2016年，国内甲醇价格低位震荡，于9月开始大幅回升。2016年底，全国甲醇（优等品）价格上涨至2,870.30元/吨。我国甲醇生产以煤制路线为主，甲醇价格此番大幅上涨，主要系成本推动所致。2017年初，甲醇价格开始震荡回落，但仍处于高位，2017年12月31日，全国甲醇（优等品）价格上涨至3,381.90元/吨。长期来看，甲醇价格受产品需求影响很大，下游新兴产业的开工情况、国际原油和相关化工产品价格，以及主要区域市场库存量变动，都是甲醇价格变动的重要影响因子。

图 7 近年来全国甲醇（优等品）价格情况



总体看，长期以来，受国内经济增速放缓的影响，煤焦产品市场需求下降，焦炭价格整体呈现波动下行的趋势，于2016年中出现大幅回升，甲醇、苯等副产品价格同时回升。考虑到供需矛盾尚未在根本上解决，价格回升的持续情况仍有待观察。

（3）行业竞争

我国的煤焦化行业集中度较低，煤焦化企业生产规模普遍较小，中小焦化企业数量在80%以上；目前，全国现有规模以上焦化企业700余家，其中产能规模100万吨及以上的仅有180家左右。大型钢铁企业一般配套建设焦炭企业，其产品以焦炭为主，并全部用于自身钢铁生产。独立焦化企业除生产焦炭外，其竞争力还体现在“化产”部分，即综合利用焦炭生产过程中的副产品进行化工产品生产。由于副产品的综合利用需要一定的规模效应（例如100万吨焦炭仅副产约4万吨煤焦油），因此特别适合大型焦化企业。大型焦化企业除了凭借自身规模提供一定量的副产品进行深加工外，还可以回收小型焦化企业无法利用的副产品来进行加工，在竞争中居于有利地位。

煤炭企业特别是焦煤生产企业在原有煤炭开采、洗选的基础上，开始进一步向下游业务发展，进行焦炭生产。煤炭企业下属的焦化企业的竞争优势主要在于煤炭资源的供应有保障，劣势在于其培养市场需要一定时间，在人才、技术储备等方面尚有欠缺。独立焦化企业也开始向上游扩张，建

立自己的煤炭储备，同时，将来独立焦化企业与煤炭企业下属焦化企业的竞争也会加剧。

总体看，我国的煤焦化行业集中度低，企业生产规模普遍较小，煤焦化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。

（4）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。就煤焦化行业而言，近年来国家颁布实施了一系列行业政策，主要包括：

表 1 煤焦化行业政策

公布时间	公布文件
2013 年 9 月	国家发改委《关于加大工作力度确保实现 2013 年节能减排目标任务的通知》，确定 2013 年淘汰落后焦炭产能 1,405 万吨
2013 年 10 月	国家质检总局和国家标准委《焦炭单位产品能源消耗限额》
2014 年 3 月	国家工业和信息化部《焦化行业准入条件（2014 年修订）》
2015 年 3 月	国家工业和信息化部《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》
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》
2017 年 1 月	国务院《“十三五”节能减排综合工作方案》
2017 年 4 月	能源局、发改委《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》
2017 年 7 月	能源局、发改委《关于推进供给侧结构性改革化解煤电产能过剩风险的意见》

资料来源：国家发改委和工信部等部门网站

2013年至今，国务院和各部委陆续发布了《关于加大工作力度确保实现2013年节能减排目标任务的通知》、《焦化行业准入条件（2014年修订）》和《焦炭单位产品能源消耗限额》等一系列政策，主要从控制焦炭总量、优化焦化结构、加强焦化节能环保、提高行业准入条件和促进焦化技术进步等方面规范了焦化行业发展。

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焦化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。

（5）行业关注

行业易受宏观经济周期性影响

煤焦化行业与钢铁行业有很强的相关性，钢铁行业对焦炭需求占焦炭总产量的80%左右，2011年底以来，受宏观经济周期性波动影响，钢铁市场持续低迷，钢厂产能利用率降低，焦炭维持供大于求的局面，焦炭企业被迫降低开工率。

行业面临较大环保压力

近两年，随着全国范围内的环境问题日渐突出，国家也对煤焦化行业的节能减排制定了更加严格和标准更高的规定。2013年10月，《焦炭单位产品能源消耗限额》发布，新标准规定了焦炭单位产品能源消耗限额的限定值、准入值和先进值的技术要求、统计范围和计算方法。2014年3月，工业和信息化部发布了《焦化行业准入条件（2014年修订）》，增加了执行环境影响评价制度、执行《炼焦化学工业污染物排放标准》（GB16171-2012）和执行危险化学品相关制度等要求。国务院2017年1月发布《“十三五”节能减排综合工作方案》也对相关能源消耗及污染物排放标注提出了要求。严格的环保要求给煤焦化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压力。

行业产能过剩凸显

煤焦化行业中重要的产品为焦炭，目前行业中焦炭产能严重过剩。从集约经营的角度看，总体上仍处于多、小、散的状况，化解产能过剩和淘汰落后产能，不可能在短期内得到解决。此外，企业管理粗放、自主创新能力不强、各类人才匮乏，焦化行业生存发展环境还有待改善。

(6) 行业发展

从全国看，近年来焦炭价格大幅下行，产能利用率持续降低，毛利率持续下滑，半数以上焦炭企业出现亏损，行业景气度下降。

下游需求方面，近年来，受宏观经济增速下降影响，钢铁产量增速大幅回落，导致焦炭消费增量随之下滑。短期看，未来钢铁行业需求低迷的现状仍将持续，焦炭需求面临较大压力。

上游供给方面，全国焦煤资源稀缺，主要省份焦煤资源集中度提高，对下游焦炭企业的议价能力有所增强。此外，有限的焦煤进口量对国内焦煤的市场格局影响有限，不改变行业基本走势。

上下游挤压以及焦炭行业本身诸多不利因素影响，近年来，焦炭行业资产负债率持续上升并维持高位，毛利率持续下滑，全行业盈利状况堪忧，偿债压力加大。焦炭市场的不景气促使越来越多的煤焦化企业向下游深入，近年来，越来越多的煤制甲醇、煤制气等项目的投产，有利于焦化企业优化自身产业结构，形成了新的利润增长点。随着供给侧改革效果的逐步显现，落后产能不断淘汰，供需关系将在可观的一段时期改善并维持较好，资产规模大、生产成本低和产业链结构完善的焦化企业能够展现竞争优势，取得较好经营业绩。长期来看，随着经济增速下滑，行业供需矛盾仍持续对业内企业形成经营压力。

总体看，随着相关煤焦化技术的更加完善成熟，拥有较长产业链的企业，将更有效利用自身资源优势，充分提高焦化产品的附加值，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. 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。截至2016年底，年末全市常住总人口为165.49万人，比上年末增加1.44万人，其中城镇常住人口为107.22万人，占总人口比重（常住人口城镇化率）为64.79%，比上年末提高1.26个百分点。

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。2016年实现地区生产总值840.15亿元，比上年增长8.6%。其中，第一产业增加值61.94亿元，增长4.2%；第二产业增加值466.51亿元，增长7.9%；第三产业增加值311.70亿元，增长10.5%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为7.4%，第二产业增加值占比为55.5%，第三产业增加值占比为37.1%。非公有制经济增加值469.22亿元，比上年增长8.6%，占地区生产总值比重55.8%。

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2016年市级总预算执行情况和2017年市级总预算草案的报告》，2016年，景德镇市完成财政总收入115.80亿元，较上年实际完成数增长15.50%。全市一般公共预算收入完成88.7亿元，较上年增长7.20%；政府性基金收入19.27亿元，较上年下降49.30%。2016年，全市一般公共预算支出完成173.80亿元，较上年增长0.70%，财政自给率为51.04%。

2016年，景德镇市市本级地方综合财力118.72亿元，较上年增长6.36%；其中，一般公共预算本级收入、转移支付和税收返还收入较上年有所增长。一般公共预算本级收入、转移支付和税收返还收入及国有土地使用权出让收入在综合财力中的占比分别为19.05%、70.67%和9.81%，景德镇市地方可控财力主要来自于一般公共预算本级收入及转移支付和税收返还收入。2016年，景德镇市一般公共预算本级收入22.62亿元，较上年增长2.77%；其中，税收收入9.13亿元，较上年下降28.28%，主要是受“营改增”因素的影响；税收收入在一般公共预算收入中的占比为40.36%，较上年的57.84%大幅下降；同期，实现非税收入13.49亿元，较上年增长45.37%。

2016年，景德镇市市本级实现转移支付和税收返还收入83.90亿元，较上年增长17.24%；景德镇市市本级实现国有土地使用权出让收入11.65亿元，较上年下降31.75%，其中国有土地使用权出让收入10.83亿元，较上年下降34.99%。

表2 2014~2016年景德镇市本级财政实力（单位：亿元、%）

地方财力	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般公共预算本级收入	21.30	22.01	22.62
1、税收收入	12.70	12.73	9.13
2、非税收入	8.60	9.28	13.49
（二）转移支付和税收返还收入	64.10	71.56	83.90
1、一般性转移支付收入	40.78	45.74	52.52
2、专项转移支付收入	20.67	23.15	22.30
3、税收返还收入	2.65	2.67	9.08
（三）国有土地使用权出让收入	13.14	17.07	11.65
1、国有土地使用权出让金	12.75	16.66	10.83
2、国有土地收益基金	0.39	0.39	0.81
3、农业土地开发资金	--	0.02	0.01
4、新增建设用地有偿使用费	--	--	--
（四）预算外财政专户收入	0.68	0.98	0.55
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	99.22	111.62	118.72

资料来源：景德镇市财政局

政府债务余额方面，截至2016年末，景德镇市本级政府债务余额89.73亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务规模较2015年末的84.54亿元有所增加；其中，负有偿还责任的债务为84.63亿元，较上年末增加5.58亿元。截至2016年末，景德镇市政府债务率75.58%。整体看，景德镇市本级政府债务率较高。

表3 2016年景德镇市本级政府债务余额表（单位：亿元）

地方债务（截至2016年年底）	金额	地方财力（2016年度）	金额
（一）政府负有偿还责任的债务	84.63	（一）地方一般公共预算本级收入	22.62
（二）政府负有担保责任的债务	10.20	1、税收收入	9.13

(三) 政府可能承担一定救助责任的债务	47.94	2、非税收入	13.49
1、金融机构	98.77	(二) 转移支付和税收返还收入	83.90
2、国际金融组织	1.65	1、一般性转移支付收入	52.52
3、外国政府	2.42	2、专项转移支付收入	22.30
4、机关	19.55	3、税收返还收入	9.08
5、融资平台公司	3.34	(三) 国有土地使用权出让收入	11.65
6、公用事业单位	--	1、国有土地使用权出让金	10.83
7、其他单位	16.87	2、国有土地收益基金	0.81
8、个人	0.15	3、农业土地开发资金	0.01
9、不特定对象	--	4、新增建设用地上有使用费	--
10、国有企业(非融资平台公司)	0.02	(四) 预算外财政专户收入	0.55
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	89.73	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	118.72
负有偿还责任的债务率=(政府负有偿还责任的债务÷地方综合财力)×100%			75.58%

资料来源：景德镇市财政局

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；但对上级各项补助收入依赖较大，且地方政府债务率较高。

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) 公司子公司焦化集团具备一定的产业布局优势，竞争实力强

公司下属子公司焦化集团，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106万吨/年，居全国第一、世界第四。近年来，焦化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

焦化集团炭黑专业化产品主要由江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）负责生产经营，黑猫股份拥有20万吨煤焦油精加工装置，用于生产轻油、脱酚油、沥青等。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，公司子公司焦化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。现任景德镇国控董事长、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，市焦化工业集团任党委委员、纪委书记。现任景德镇国控总经理、董事。

截至2017年9月底，公司合计在职人员11,603人。其中：本科及以上学历占8.66%，大专及以下学历占91.34%；年龄结构方面，30岁以下占37.17%，30~50岁之间占53.52%，50岁以上占9.31%；专业结构方面，中高级职称占4.35%，其他占82.62%。

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，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。

（1）政府补助

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。2014~2016年公司收到补助资金分别为4.88亿元、10.82亿元和3.25亿元。2015年，为支持景德镇国控集团公司组建和推动国资运营投资控股平台转型，市政府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，焦化集团经营亏损，为支持焦化集团通过技术改造等对落后产能实现更新换代，政府加大了对焦化集团的扩大再生产和技术改造补助。受公司业务开展情况影响，公司获得的相关补助金额有一定的波动，但财政补贴具有持续性。

（2）资金注入

2014年，公司收到财政拨款3.00亿元，其中：财政返还上交利润款1.90亿元，财政对华信建设投资款1.10亿元，子公司景德镇市新成建设投资开发有限责任公司接受财政拨款0.40亿元；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光电产业投资有限公司（以下简称“合盛光电”）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。

（3）资产划拨及股权划转

2014年，公司接受行政划拨景德镇陶艺馆景土国用2013第0500号土地（面积：30,693.7平方米，均价：209元/平方米），评估价值0.06亿元，计入资本公积；接受行政划拨景德镇市清源医疗废物处理有限公司60%股权，增加资本公积0.03亿元。

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、资金注入及资产划拨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。

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。为进一步加强对于子公司的控制管理，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。

2014~2016年，公司营业收入逐年减少，年均复合下降5.69%，主要系受煤化工行业下行，产品价格波动影响，公司煤化工板块收入逐年减少所致；

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波动下降，2015年，公司实现主营业务收入95.62亿元，较上年减少13.46%，主要是受炭黑产品价格下降影响，炭黑销售收入较上年减少22.59%所致。2016年，公司实现主营业务收入96.16亿元，较上年小幅增长0.56%。

表4 2014~2016年公司主营业务情况（单位：亿元、%）

	产品	2014 年			2015 年			2016 年		
		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	19.76	17.89	5.71	14.47	15.13	6.26	19.39	20.17	9.48
	炭黑销售	52.75	47.74	14.36	40.83	42.70	14.30	36.73	38.20	16.18
	复合肥销售	12.76	11.55	10.92	14.90	15.58	9.23	12.74	13.25	19.67
	煤化工附属产品销售	13.13	11.88	21.92	11.96	12.50	8.27	10.02	10.42	8.68
国资 板块	处置不良债权	6.74	6.10	80.78	1.65	1.72	60.81	1.19	1.24	99.45
	其他	2.04	1.84	13.27	3.55	3.71	40.16	4.24	4.41	15.34
公用板 块	公共交通	0.50	0.45	-63.52	0.46	0.48	-37.83	--	--	--
	住宿餐饮	0.81	0.73	75.24	0.79	0.82	72.95	0.61	0.63	77.07
	房地产	1.99	1.80	21.78	2.93	3.06	30.60	8.73	9.08	31.36
	代建项目	--	--	--	4.10	4.29	45.35	2.50	2.60	64.61
	合计	110.49	100.00	17.58	95.62	100.00	15.36	96.16	100.00	18.53

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17.58%、15.36%和18.53%。其中，焦炭销售业务毛利率逐年上升，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；炭黑和复合肥销售业务毛利率均波动上升，主要系受炭黑和复合肥产品价格波动影响所致；房地产业务毛利率逐年上升，主要系房地产项目确认收入增加所致；2016年，代建项目毛利率由上年的45.35%大幅上升至64.61%，主要系2015年公司代建收入全部采用总额法核算，2016年公司部分代建收入采用净额法核算所致。

受下游行业景气度提升，产品价格逐步上调影响，2017年1~9月，公司营业收入由上年同期的66.28亿元增长至96.46亿元；营业利润由亏损转为盈利，由上年同期的-0.76亿元增长至1.23亿元。

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，公司主营业务收入波动减少，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焦化集团负责经营，主要产品包括焦炭、炭黑、复合肥、煤气和药用玻璃等。焦化集团成立于2008年6月，其前身为景德镇市焦化煤气总厂。焦化集团主要由炭黑产

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下行，产品价格波动影响，公司煤化工板块营业收入逐年减少，2014~2016年，实现收入分别为98.41亿元、82.15亿元和78.88亿元，占主营业务收入比重分别为89.06%、85.91%和82.03%，占比逐年下降，但仍为公司的主要收入来源。

（1）焦炭及相关副产品

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

焦炭产品的主要原材料是洗精煤，焦化集团下属子公司景德镇开门子陶瓷化工集团有限公司、新昌南炼焦化工有限责任公司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。

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。2014~2016年，焦化集团焦炭平均售价有所波动。2015年受行业产能过剩等影响，焦炭价格由上年的1,084.05元/吨下跌至720.43元/吨；2016年受下游钢铁行业景气度提升，焦炭价格逐步上调，上升至1,003.55元/吨。2017年1~9月，焦炭价格继续回升，平均售价1,463.88元/吨，较上年末增长45.87%。

受焦炭价格波动下降影响，焦化集团焦炭销售收入呈现波动下降之势。2014~2016年，焦炭销售收入分别为19.76亿元、14.47亿元和19.39亿元。2017年1~9月，随着焦炭价格的提升，焦炭销售收入达到24.29亿元，为2016年全年的125.26%。

表5 2014~2017年9月焦化集团焦炭产销情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
产能（万吨）	210.00	210.00	210.00	210.00
产量（万吨）	191.41	180.22	194.29	160.64
产能利用率（年化，%）	91.15	85.82	92.52	101.99
销量（万吨）	182.28	200.83	193.22	165.92
产销率（%）	95.23	111.44	99.45	103.29
平均售价（元/吨）	1,084.05	720.43	1,003.55	1,463.88
销售收入（亿元）	19.76	14.47	19.39	24.29

资料来源：公司提供

产品销售渠道方面，焦化集团焦炭业务客户主要为三安钢铁、新余钢铁等钢铁企业。2016年，公司前5大销售客户金额合计13.59亿元，占焦炭销售收入的比例为70.08%，集中度较高。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，焦化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，近三年受焦炭价格波动下跌影响，焦化集团焦炭销售收入波动下降。

（2）炭黑

焦化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2017年9月底，公司直接持有黑猫股份0.11%股份，通过焦化集团间接持有其36.69%股份，合计持股比例36.80%。

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%。焦化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。2016年，黑猫股份前五大原料供应商采购量占全部采购量的20.73%。

2014~2016年，随着炭黑平均售价的持续下滑，黑猫股份炭黑销售收入逐年减少，分别为52.75亿元、40.83亿元和36.73亿元。2015年，黑猫股份炭黑产能有所增长，但受到国内市场炭黑价格大跌的影响，实际产量较上年有所下降，产能利用率降至92.96%，同时销量较上年仅增长0.95万吨，导致当年炭黑收入大幅下降至40.83亿元。2016年，炭黑产量和销量都有所增长，但受炭黑价格继续走低影响，销售收入继续减少。2017年1~9月，炭黑价格大幅回升，平均售价5,245.92元/吨；实现销售收入39.35亿元，为2016年全年的107.16%。

表6 2014~2017年9月黑猫股份产销情况

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
产能（万吨）	98.00	106.00	106.00	106.00
产量（万吨）	103.26	98.54	102.74	49.44
产能利用率（年化，%）	105.37	92.96	96.92	93.28
销量（万吨）	100.30	101.25	102.34	49.78
产销率（%）	97.13	102.74	99.62	100.68
平均售价（元/吨）	5,259.12	4,032.89	3,588.55	5,135.86
销售收入（亿元）	52.75	40.83	36.73	25.60

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。2016年，公司前5大销售客户金额合计7.19亿元，占黑猫股份营业收入的比例为16.42%，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，公司炭黑生产具备一定的产业布局和技术优势，炭黑销量逐年增长，但受炭黑价格波动影响较大，销售收入逐年减少。

（3）复合肥

焦化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28万吨、25万吨、35万吨和50万吨；在贵州拥有一个磷石矿基地，可有效满足现有三个复合肥生产基地所需的原料磷肥。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。

2014~2016年，开门子肥业复合肥销售收入有所波动，分别为12.76亿元、14.90亿元和12.74亿元，主要系产品销售价格波动下降所致。2017年1~9月，公司实现复合肥销售收入11.15亿元，为2016年

全年的87.55%。

表 7 2014~2017 年 9 月开门子肥业产销情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
产能（万吨）	138.00	138.00	138.00	138.00
产量（万吨）	71.91	80.48	74.65	68.30
产能利用率（年化，%）	52.11	58.31	54.09	65.99
销量（万吨）	67.97	78.95	78.95	71.08
产销率（%）	94.52	98.10	105.76	104.07
平均售价（元/吨）	1,877.99	1,886.69	1,613.60	1,569.16
销售收入（亿元）	12.76	14.90	12.74	11.15

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。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。2016年开门子肥业前五大原料供应商采购量占全部采购量的20.25%。

2016年，开门子肥业前5大销售客户金额合计0.49亿元，占开门子肥业营业收入的比例为3.98%，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。2014~2016年，煤化工附属产品实现销售收入逐年减少，分别为13.13亿元、11.96亿元和10.02亿元。2017年1~9月，煤化工附属产品实现销售收入9.69亿元。

总体看，煤化工板块是公司营业收入的主要来源，受煤化工行业景气度下行，产品价格波动影响，公司煤化工板块营业收入逐年减少；2017年煤化工产品价格大幅回升，预计煤化工板块营业收入将有所增长。

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2017年9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，资产质量较好，公司已处置债权总额合计33.06亿元。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。

2014~2016年，公司处置不良债权收入逐年减少，分别为6.74亿元、1.65亿元和1.19亿元。2016年，公司实现处置不良债权收入较上年减少27.60%；毛利率99.45%，较上年增长55.96个百分点，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。2017年1~9月，实现处置不良债权收入549.35万元，毛利率100%。

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、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）改造项目等。项目建设资金主要来源于自有资金和银行贷款。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。截止2017年9月底，公司主要代建项目总投资额109.53亿元，累计完成投资50.43亿元，尚需投资59.10亿元。

表8 截至2017年9月底公司主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	累计完成投资	累计确认收入	累计收到回款
乐平矿区棚户区改造项目	13.27	13.27	1.04	19.21
西瓜洲地段棚户区和中渡口北片区棚户区项目	22.87	16.20	--	16.00
航空及先进装备制造产业基地	18.39	10.91	5.60	5.40
赣东北综合物流园	55.00	10.05	--	--
合计	109.53	50.43	6.64	40.61

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。截至2016年底，公司长期应收款中余额7.17亿元，即公司项目的成本归集与回款总额余额部分。项目2014~2016年分别回款6.31亿元、7.32亿元和5.65亿元。

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。2014~2016年，公司分别实现回款3.41亿元、3.04亿元和2.90亿元。截至2017年9月底，项目已完工，并办理了部分竣工结算，整个项目计划将于2018年完成全部竣工决算。2016年，乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目1.04亿元收入采用净额法核算确认收入。

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。西瓜洲地段棚户区改造项目规划用地总面积为397,635平方米（约596.45亩），总建筑面积为783,519平方米，项目总投资15.78亿元。中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目规划用地总面积为116,506平方米（约174.76亩），总建筑面积为407,760平方米，项目总投资7.09亿元。协议约定，上述代建项目的回购总金额为人民币25.50亿元。根据该协议，景德镇市政府分8年向公司支付项目回购资金。截至2017年9月底，上述项目已投资16.20亿元，尚需投入6.67亿元。2014~2016年，公司分别取得回购款2.90亿元、4.28亿元和2.75亿元。

航空及先进装备制造产业基地

公司子公司合盛光电负责航空及先进装备制造产业基地的投资、建设与运营。合盛光电与景德

镇高新技术产业开发区管理委员会签订委托代建合同，由合盛光电负责基础设施项目的投资、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。公司项目建设投入计入“开发成本”科目，年末根据工程进度与政府结算施工收入，同时结转成本，计入“主营业务成本”科目。

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2017年9月底已投资10.91亿元，尚需投资7.48亿元，预计于2019年竣工。

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2017年9月底，项目已投入10.05亿元，尚需投入44.95亿元。

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等工作。

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，未来资金投入将为公司带来较大压力。

(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”）和焦化公司下属子公司开门子房地产公司。2014~2016年，公司实现房地产收入1.99亿元、2.93亿元和8.73亿元，2016年房地产收入较上年增加5.80亿元，主要系房地产项目确认收入增加所致。

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2016年底，国信置业项目总投资额为4.03亿元，未来尚需投资约1亿元；已售面积共6.75万平方米。

开门子房地产公司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。截至2016年底，开门子房地产公司项目总建筑面积为38.39万平方米，已售面积27.00万平方米。

总体看，随着房地产项目确认收入的增加，公司房地产业务收入大幅增长，对公司利润形成补充。

5. 经营效率

从经营效率指标看，2014~2016年，公司应收账款周转次数较为稳定，近三年分别为6.77次、6.63次和6.68次，主要系营业收入逐年下降，应收账款呈波动下降所致；随着公司基础设施建设业务的持续投入，公司存货快速增长，公司存货周转次数呈下降态势，三年分别为1.28次、0.94次和0.76次；近三年，公司总资产周转次数逐年下降，三年分别为0.36次、0.28次和0.24次。

整体看，公司经营效率一般。

6. 经营关注

（1）行业周期较强，煤化工板块面临较大经营压力

近年来，我国宏观经济呈现持续放缓的趋势，公司所处的煤化工行业也随之进入一个较为低迷的周期。炭黑等产品需求随宏观经济增速放缓，行业整体出现了竞争形势加剧、利润率不断下滑的局面。宏观经济发展已经进入新常态，未来市场环境将更加严峻，公司煤化工板块可能面临较大经营压力。

（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。

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，努力开拓直升机产业等新的盈利增长点，抓好物流园、北汽工业园、航空产业基地等重点工程建设，加大对养老地产等新产业的投资力度；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2014~2016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。2017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。2015年，公司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，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。

2. 资产质量

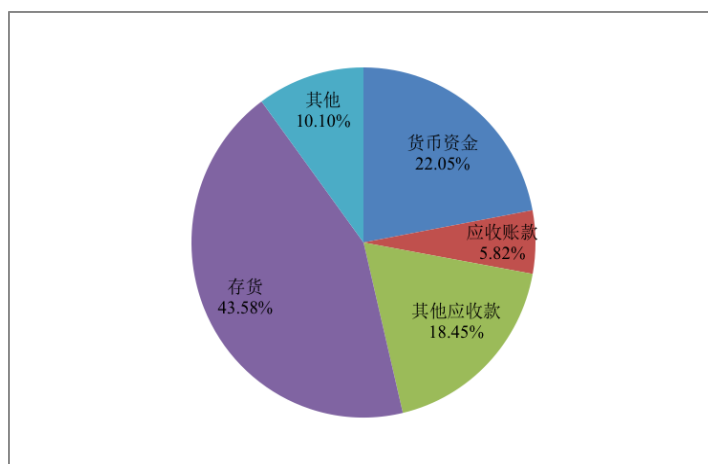
2014~2016年，公司资产总额持续增长，年均复合增长率为13.09%，截至2016年底，公司资产总额440.77亿元，其中流动资产占比57.33%，非流动资产占比42.67%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

流动资产方面，2014~2016年，公司流动资产稳步增长，年复合增长17.49%。截至2016年底，公司流动资产合计252.68亿元，较年初增长8.17%，主要系其他应收款和存货的增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占22.05%）、应收账款（占5.82%）、其他应收款（占18.45%）和存货（占43.58%）

构成。

图8 截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金波动增长，年均复合增长17.52%，截至2015年底，公司货币资金59.60亿元，较年初增长47.71%，主要系公司于2015年分别发行13亿元中期票据和5亿元公司债导致银行存款增加所致。截至2016年底，公司货币资金55.72亿元，较年初下降6.50%，其中受限制的货币资金29.48亿元，占52.91%，主要为银行承兑汇票保证金和定期存单保理。公司货币资金受限比例较高。

2014~2016年，公司应收账款逐年减少，年均复合下降2.95%。截至2015年底，公司应收账款较年初减少23.13%，主要系应收账款随营业收入减少而同步下降。截至2016年底，公司应收账款账面价值14.69亿元，较年初增长22.53%，主要原因为应收账款大部分由焦化集团日常经营产生，煤化工产品在第四季度销售回暖，导致其应收账款的增加。其中按账龄风险组合计提坏账准备的应收账款为13.40亿元，占比91.17%。从账龄结构看，账龄在1年以内的占比93.60%。1年以上的，公司分别按照账龄计提了不同比例的坏账准备，金额合计1.45亿元，计提比例9.87%。截至2016年底，公司应收账款中有8位债务人丧失还款能力，公司相应计提了坏账准备，并在单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款科目中反映，账款余额0.21亿元，计提准备0.20亿元，计提比例96.02%，计提较充分。从集中度看，公司应收账款前五大客户金额合计2.56亿元，占比15.48%，较为分散。

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、陶瓷、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，2014~2016年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长22.47%。截至2016年，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。从账龄结构看，公司其他应收款账龄在1年以内的占比75.18%，账期尚可。从集中度看，公司其他应收款前五大客户金额合计33.57亿元，占比72.01%，较为集中。

2014~2016年，公司存货逐年增长，年均增长18.52%。截至2015年底，公司存货103.23亿元，较年初增长31.67%，主要系公司基础设施建设和不良债权处置业务发展较快，导致收储土地和开发成本持续上升所致。截至2016年底，公司存货110.12亿元，较年初增长6.67%，主要由开发成本（占47.02%）、收储土地（占30.69%）和开发产品（占10.84%）构成。截至2016年底，由于各产品销售价格环比下降较快，公司对原材料及库存商品分别计提了存货跌价准备，累计计提0.22亿元。

非流动资产

非流动资产方面，2014~2016年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长7.90%。截至2016年

底，公司非流动资产合计188.08亿元，较年初增长17.51%，主要系其他流动资产的增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占11.18%）、固定资产（占42.32%）、无形资产（占7.99%）和其他非流动资产（占24.37%）构成。

图9 截至2016年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司投资性房地产变化不大，年均复合下降1.97%。截至2016年底，公司投资性房地产21.02亿元，较年初下降4.00%，主要为金鼎商贸广场和景德镇城区瓷都大道高新区会展中心大楼等商用房产，公司投资性房地产按成本计量。

2014~2016年，公司固定资产逐年小幅减少，年均复合下降0.39%。截至2016年底，公司固定资产账面价值79.60亿元，与年初基本持平，主要包括房屋及建筑物（占64.28%）和机器设备（占31.66%），固定资产成新率69.77%，成新率一般。

2014~2016年，公司无形资产波动减少，年均复合下降11.25%。截止2015年底，公司无形资产14.30亿元，较年初减少25.04%，主要系2015年子公司合盛光电将其部分土地使用权转入到开发成本用于吕蒙航空小镇建设所致。截至2016年底，公司无形资产15.02亿元，较年初增长5.08%，主要由土地使用权构成，占比为97.59%。

2014~2016年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长106.03%。截至2016年底，公司其他非流动资产45.84亿元，主要由资产收购款、预付土地款等构成，较年初增长193.21%，主要系公司收购枫树山林场林权预付20.95亿元，以及预付土地款、工程款增加所致。

2014~2016年，公司长期应收款逐年减少，年均复合下降31.38%。截至2016年底，公司长期应收款7.17亿元，较年初减少42.22%，主要系公司根据相关BT协议约定收到项目回款冲减长期应收款所致。

截至2016年底，公司受限资产126.94亿元，其中货币资金29.48亿元，应收账款8.07亿元，股权质押2.25亿元，固定资产、无形资产和存货抵押总额87.14亿元，占资产总额的比例为28.80%。

截至2017年9月底，公司资产总计478.79亿元，较年初增长8.63%，其中流动资产占比61.19%，非流动资产占比38.81%，流动资产占比较年初略有上升。

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

3. 负债及所有者权益

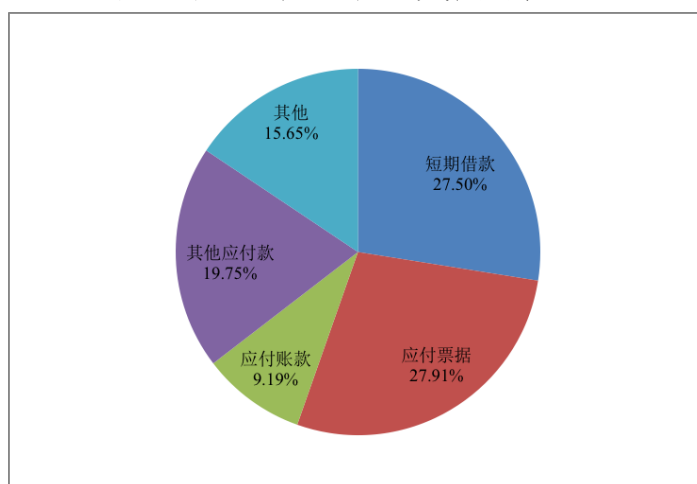
负债

2014~2016年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长16.77%。截至2016年底，公司负债合计313.77亿元，较年初增长17.31%，主要系非流动负债增长所致。其中流动负债占比为57.93%，非流动负债占比为42.07%，公司负债结构以流动负债为主。

流动负债

2014~2016年，公司流动负债持续增长，年均复合增长2.00%；截至2016年底，公司流动负债合计181.76亿元，较年初增长3.65%，主要由短期借款（占27.50%）、应付票据（占27.91%）、应付账款（占9.19%）、预收款项（占6.91%）和其他应付款（占19.75%）构成。

图10 截至2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司短期借款波动增长，年均复合增长3.94%。截至2015年底，公司短期借款55.13亿元，较上年增长19.13%，主要系子公司焦化集团新增短期借款5.12亿元及公司增加交银国际信托短期借款4.50亿元所致。截至2016年底，公司短期借款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。短期借款主要由保证借款（占62.86%）构成。

2014~2016年，公司应付票据变动不大。截至2016年底，公司应付票据50.73亿元，较年初增长4.70%，主要由银行承兑汇票（占97.24%）构成。

2014~2016年，公司应付账款波动减少，年均复合下降1.77%。截至2016年底，公司应付账款16.71亿元，较年初增长15.49%。账龄方面，68.24%的应收账款集中在1年以内。

2014~2016年，公司预收款项波动下降，年均复合下降7.40%。截至2016年底，公司预收款项12.55亿元，较年初下降16.03%，主要系预收房款结转房地产收入所致。

2014~2016年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长13.60%。截至2016年底，公司其他应付款35.89亿元，较年初增长19.30%，主要系与政府下属单位借款及往来款增加所致。账龄方面，1年以内其他应付款19.42%，占比为54.11%，1至2年占比为22.54%。

非流动负债

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长54.32%。截至2016年底，公司非流动负债合计132.00亿元，较年初增长43.32%，主要系长期借款的大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占48.58%）、应付债券（占37.97%）和长期应付款（占6.28%）构成。

2014~2016年，公司长期借款快速增长，年均复合增长77.59%。截至2016年底，公司长期借款64.12亿元，较年初增长64.46%，主要由质押借款（占22.51%）、抵押借款（占43.84%）和保证借款（占22.53%）构成。其中，2018年到期的长期借款占20.52%，2019年到期的长期借款占15.57%，2020年到期的长期借款占17.41%，2020年及以后到期的长期借款占46.50%，期限结构较为分散，集中偿付压力较小。

2014~2016年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长38.75%。截至2015年底，公司应付债券42.83亿元，较年初增长64.50%，主要系公司发行13亿元中期票据和5亿元公司债所致；截至2016年底，公司应付债券50.12元，较年初增长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。从债券到期情况看，公司2011年发行8亿元7年期“11景德镇国资债”，将于2017~2018年分别偿还本金2亿和4亿。2013年发行12亿元7年期“13景国资债”，将于2017~2020年每年各偿还本金2.4亿。公司2014年注册的10亿元5年期中期票据，分别于2014年、2015年分别发行5亿元，并将于2019年、2020年各偿还本金5亿元。公司于2015年发行8亿元5年期中期票据，将于2020年偿还本金8亿元。综上所述，公司将于2017~2020年，分别偿还4.4亿元、6.4亿元、7.4亿元和15.4亿元，有一定偿付压力。

表9 截至2016年底公司应付债券明细（单位：万元）

债券名称	面值	发行日期	债券期限（年）	期末余额
11 景德镇国资债	80,000.00	2011/3/23	7	60,000.00
13 景德镇国资债	120,000.00	2013/6/25	7	96,000.00
14 第一期中期票据	50,000.00	2014/7/24	5	50,000.00
15 第一期中期票据	50,000.00	2015/4/23	5	50,000.00
15 第二期中期票据	80,000.00	2015/10/23	5	79,157.16
15 景德公司资债	50,000.00	2015/11/19	7	49,432.65
16 第一期中期票据	25,000.00	2016/1/19	5	24,720.42
16 第二期中期票据	43,000.00	2016/8/29	5	42,478.43
16 景德公司债	50,000.00	2016/1/20	7	49,415.11
合计	548,000.00	--	--	501,203.76

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司长期应付款大幅增长，年均复合增长786.88%。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。

2014~2016年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长24.33%。截至2016年底，公司全部债务为241.44亿元。从债务结构看，短期债务127.20亿元，长期债务114.24亿元，占比分别为52.68%和47.32%，短期债务占比较高，短期偿付压力较大，债务结构有待改善。从债务指标看，2016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分别由2015年底的67.95%、61.84%和39.35%上升至71.19%、65.53%和47.36%，负债水平较高，债务负担有所加重。

截至2017年9月底，公司负债合计346.93亿元，较年初增长10.57%，增长主要来自长期借款的增长。其中流动负债占比55.54%，非流动负债占比44.46%；公司全部债务273.81亿元，较年初增长13.41%。其中，短期债务140.77亿元，长期债务133.04亿元，占比分别为51.41%和48.59%。截至2017年9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继续上升，分别升至72.46%、67.50%和50.22%。

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

2014~2016年，公司所有者权益逐年增长，年复合增长5.33%。截至2016年底，公司所有者权益（含少数股东权益）127.00亿元，与上年基本持平；归属于母公司的所有者权益合计100.57亿元，其中，实收资本62.00亿元，较年初大幅增长588.89%，主要系公司以资本公积53.00亿元转增注册资本、将注册资本增至62.00亿元所致；归属于母公司的所有者权益中实收资本占61.65%，资本公积占38.88%，盈余公积占2.68%，未分配利润为负数，主要系2016年公司支付股利所致，所有者权益结构的稳定性较好。

截至2017年9月底，所有者权益131.85亿元，较年初增长3.82%。其中，归属于母公司的所有者权益98.48亿元；归属于母公司的所有者权益中股本占62.96%，资本公积占40.52%，盈余公积占2.74%，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，稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016年，受煤化工行业下行因素影响，公司营业收入逐年减少，年均复合下降5.69%，同期，公司营业成本持续减少，年均复合下降6.26%。2016年，公司实现营业收入100.52亿元，较上年减少1.14%，其中主营业务收入96.16亿元；实现营业成本81.28亿元，较上年减少4.79%，成本的下降幅度大于收入的下降幅度使得公司营业利润率较上年上升3.22个百分点至17.80%。

期间费用方面，2014~2016年，公司期间费用波动下降，年均复合下降2.88%。2016年，公司期间费用15.83亿元，较上年下降7.67%。其中，公司管理费用合计6.49亿元，主要为工资薪酬及折旧、摊销，管理费用占期间费用比重为40.99%；公司财务费用为4.63亿元（占期间费用比重29.26%），较上年下降8.71%，主要系公司新增债务多为长期借款，主要用于长期项目建设，利息支出资本化金额较多所致；公司销售费用4.71亿元（占期间费用比重29.74%）；近三年期间费用占营业收入的比重分别为14.85%、16.86%和15.75%，整体看，公司期间费用控制能力一般。

营业外收入方面，2014~2016年，公司营业外收入波动下降。2015年，公司营业外收入11.17亿元，较上年大幅增长124.57%，主要为政府补助的增加，主要原因是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，焦化集团经营亏损，为支持焦化集团通过技术改造等对落后产能实现更新换代，政府加大了对焦化集团的扩大再生产和技术改造补助。2016年公司完成集团公司组建，焦化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。公司营业外收入占利润总额的比重为67.89%，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。

受营业外收入减少影响，2014~2016年，公司利润总额波动减少；同期，净利润分别为2.05亿元、3.49亿元和3.26亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为1.33亿元、2.29亿元和2.04亿元。

从盈利指标来看，2016年，受营业外收入减少影响，公司总资产报酬率较上年下降0.75个百分点至2.10%；公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.05%和2.58%，较上年分别下降了0.47和0.33个百分点，盈利能力有所下降，整体盈利能力一般。

2017年1~9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45.55%至96.46亿元；同期，实现利润总额4.01亿元，较上年同期增长133.10%；实现净利润3.32亿元，较上年同期增长105.91%。

总体看，公司利润总额对营业外收入的依赖程度较高，公司盈利能力有所下降，整体盈利能力

一般。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量逐年减少，分别为133.23亿元、117.55亿元和114.50亿元，主要系收入下降使得销售商品、提供劳务收到的现金波动下降所致；经营活动现金流出方面，2015年公司经营活动现金流出134.20亿元，较上年大幅增长20.71%，主要系焦化集团采购增加引起的购买商品、接受劳务支付的现金增长所致；2016年公司经营活动现金流出130.88亿元，较上年下降2.47%；近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为22.06亿元、-16.65亿元和-16.38亿元，自2015年起，经营活动现金流量净额转为净流出状态，主要系日常购买商品、接受劳务所支付的现金增加，管理费用增加和往来款及其他支出增加导致支付的其他与经营活动有关的现金维持在较高水平所致。收入实现质量方面，近三年公司现金收入比分别为104.80%、101.66%和109.01%，收入实现质量尚可。

投资活动方面，2014~2016年，公司投资活动产生的现金流入量大幅增长，年复合增长353.14%，分别为1.31亿元、12.87亿元和26.93亿元，主要是赎回理财产品增长所致。近三年投资活动现金流出量持续增长，2015年公司投资活动现金流出26.22亿元，较上年增长102.30%，主要系支付建设工程工程款及设备采购款所支付的现金；2016年公司投资活动现金流出46.45亿元，较上年增长77.13%，增长主要来自公司预付的枫树山林场林权收购款；同期，投资活动产生的现金流净额分别为-11.65亿元、-13.36亿元和-19.52亿元，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，包括焦化集团为改进产能、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，2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流入分别为124.45亿元、156.30亿元和122.88亿元，主要为取得借款收到的现金；近三年公司筹资活动产生的现金流出量持续减少，分别为129.56亿元、111.90亿元和93.93亿元，主要为偿还债务支付的现金；近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-5.11亿元、44.40亿元和28.95亿元，公司融资能力有所增强。

2017年1~9月，公司经营活动现金流入156.67亿元，经营活动现金流出153.50亿元，现金流净额3.17亿元。现金收入比108.80%，收入实现质量较好。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-15.92亿元和24.86亿元。

总体看，公司经营活动现金净流量从2015年起保持净流出，有待改善；收入实现质量尚可；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，2014~2016年，公司流动比率分别为1.05倍、1.33倍和1.39倍，速动比率分别为0.60倍、0.74倍和0.78倍。近三年，公司现金短期债务比分别为0.44倍、0.59倍和0.52倍，公司现金类资产对公司短期债务的保障能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，公司近三年的EBITDA分别为14.19亿元、17.55亿元和15.70亿元，其中2016年EBITDA主要由折旧（占比为39.91%）、计入财务费用的利息支出（占比为24.84%）和利润总额（占比为30.84%）构成。近三年公司EBITDA利息保障倍数分别为2.74倍、2.66倍和2.07倍，公司的EBITDA全部债务比为0.09倍、0.09倍和0.07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2017年底9月底，公司共获得银行授信260.20亿元，其中未使用额度75.86亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2017年9月底，公司对外担保余额4.34亿元，对外担保比率低，为3.29%。被担保公司分别为江西省景德镇市电影发行放映公司、景德镇市陶汇投资发展有限公司（以下简称“陶汇投资”）和陕西黑猫焦化股份有限公司，公司尚未完成对陶汇投资的实缴注资并取得对其的控股股东地位和实际控制权，陶汇投资将纳入公司2017年度合并报表。

截至2017年9月底，公司无未决重大诉讼。

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2月6日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息记录。

总体看，公司短期偿债能力一般，长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2017年9月底，公司全部债务为273.81亿元，本次拟发行公司债券额度为不超过20.00亿元，总发债额度相对于公司全部债务规模较小。

以2017年9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1.10个百分点、1.53个百分点和3.49个百分点至73.57%、69.02%和53.72%；本期公司债券发行后，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0.56个百分点、0.78个百分点和1.81个百分点至73.02%、68.28%和52.04%，公司负债负担有所上升。

2. 本期公司偿债能力分析

以2016年末的相关财务数据为基础，公司2016年EBITDA为15.70亿元，为本次债券发行额度（20.00亿元）的0.78倍，为本期债券发行额度（10.00亿元）的1.57倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度一般，对本期债券的覆盖程度尚可；2016年经营活动产生的现金流入114.50亿元，为本次债券发行额度（20.00亿元）的5.73倍，为本期债券发行额度（10.00亿元）的11.45倍，公司经营活动现金流入量对本次债券及本期债券覆盖程度较高；现金类资产66.34亿元，为本次债券发行额度（20.00亿元）的3.32倍，为本期债券发行额度（10.00亿元）的6.63倍，现金类资产对本次债券及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

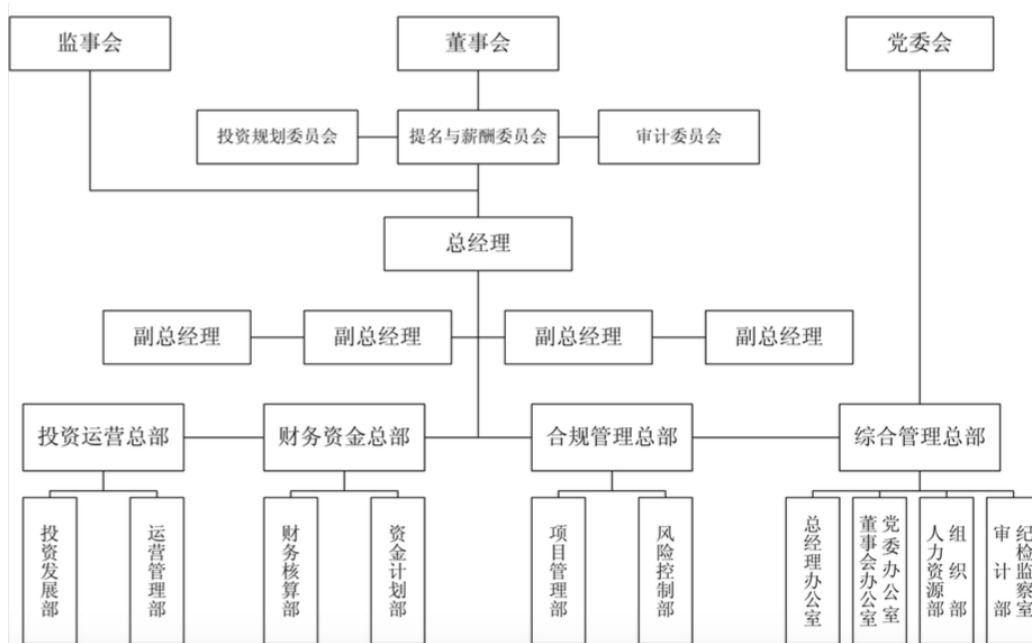
公司作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持；景德镇市区域经济实力和财政实力稳定增长，为公司营造了良好的外部发展环境。同时，联合评级也关注到公司经营易受宏观经济、煤化工行业发展周期的影响；公司盈利能力对营业外收入较为依赖；债务负担持续加重，短期偿债压力较大以及资产受限程度较高等因素对公司信用水平带来的不利影

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	344.61	393.66	440.77	478.79
所有者权益（亿元）	114.48	126.18	127.00	131.85
短期债务（亿元）	109.73	122.58	127.20	126.77
长期债务（亿元）	46.47	81.87	114.24	133.04
全部债务（亿元）	156.20	204.45	241.44	273.81
营业收入（亿元）	113.01	101.68	100.52	96.46
净利润（亿元）	2.05	3.49	3.26	3.32
EBITDA（亿元）	14.19	17.55	15.70	--
经营性净现金流（亿元）	22.06	-16.65	-16.38	3.17
应收账款周转次数（次）	6.77	6.63	6.68	--
存货周转次数（次）	1.28	0.94	0.76	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.28	0.24	--
现金收入比率（%）	104.80	101.66	109.01	108.80
总资本收益率（%）	2.41	2.52	2.05	--
总资产报酬率（%）	2.79	2.85	2.10	--
净资产收益率（%）	1.98	2.90	2.58	--
营业利润率（%）	16.20	14.59	17.80	12.88
费用收入比（%）	14.85	16.86	15.75	11.61
资产负债率（%）	66.78	67.95	71.19	72.46
全部债务资本化比率（%）	57.71	61.84	65.53	67.50
长期债务资本化比率（%）	28.87	39.35	47.36	50.22
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.66	2.07	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.09	0.07	--
流动比率（倍）	1.05	1.33	1.39	1.52
速动比率（倍）	0.60	0.74	0.78	0.87
现金短期债务比（倍）	0.44	0.59	0.52	0.64
经营现金流动负债比率（%）	12.63	-9.49	-9.01	1.65
EBITDA/本次债券发债额度（倍）	0.71	0.88	0.78	--
EBITDA/本期债券发债额度（倍）	1.42	1.75	1.57	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、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；3、公司 2017 年 1~9 月报表未经审计，相关指标未年化；4、其他应付款中借款及其他流动负债中超短期融资券已计入短期债务。

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（第一期）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，并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，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，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，可公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。

