跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1338 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贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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发行的“15 景德 01”、“16 景德 01”、“18 景国 01”和“18 景国 02”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李

二〇一九年六月二十七日

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
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债券信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 景德 01	5.00 亿元	7 年（5+2）	AA	AA	2018/6/27
16 景德 01	5.00 亿元	7 年（5+2）	AA	AA	2018/6/27
18 景国 01	2.00 亿元	3 年	AA	AA	2018/6/27
18 景国 02	10.00 亿元	3 年（2+1）	AA	AA	2018/11/30

跟踪评级时间：2019 年 6 月 27 日

财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	440.77	455.69	588.47	609.46
所有者权益（亿元）	127.00	137.40	225.87	226.32
长期债务（亿元）	122.53	113.60	114.47	119.12
全部债务（亿元）	249.73	242.61	258.34	264.49
营业收入（亿元）	100.52	141.96	166.93	30.73
净利润（亿元）	3.26	8.06	7.17	0.05
EBITDA（亿元）	15.70	22.03	26.00	--
经营性净现金流（亿元）	-16.38	5.79	18.05	7.25
营业利润率（%）	17.80	16.37	14.55	6.59
净资产收益率（%）	2.58	6.10	3.95	0.02
资产负债率（%）	71.19	69.85	61.62	62.87
全部债务资本化比率（%）	66.29	63.84	53.35	53.89
流动比率（倍）	1.39	1.31	1.30	1.32
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.09	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.93	2.21	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.71	1.00	1.18	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2019 年一季度数据未经审计，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、本报告已将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，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”）作为景德镇市最重要的国有资本运营主体，当地政府对公司的支持力度强，公司外部发展环境较好。跟踪期内，当地政府对公司进行了大规模的资产划拨，公司净资产规模扩大，公司负债率下降；2018 年，公司收入规模和经营性净现金流规模均继续保持增长态势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司煤化工板块受行业政策及下游行业发展影响较大，利润总额对营业外收入较为依赖，公司整体负债水平仍较高，短期偿债压力较大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规模有望进一步扩张，整体盈利能力和综合经济实力也将进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；维持“15 景德 01”、“16 景德 01”、“18 景国 01”和“18 景国 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2018 年，景德镇市经济实力稳定增长，为公司发展提供了较好的外部发展环境；此外，由于政府划拨资产，公司所有者权益大幅增加，负债率下降。

2．2018 年，受益于煤化工产品价格上涨以及代建项目结算的影响，公司收入规模明显增长；公司经营性净现金流保持净流入态势且净流入规模大幅增长。

3．公司的投资性房地产按照成本计量，存在一定的资产升值空间。

关注

1．公司煤化工板块受行业政策及下游行业发展影响较大，经营可能面临一定的行业波动性风险。

2．2018 年，公司短期债务占比高，短期偿付压力大。

3．公司主营业务盈利能力较弱，利润规模对营业外收入等非经常性损益较为依赖，且营业外收入存在一定的波动性。

分析师

李　莹

电　话：010-85172818

邮　箱：liying@unitedratings.com.cn

王文燕

电　话：010-85172818

邮　箱：wangwy@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：[illegible] 王文燕

联合信用评级有限公司

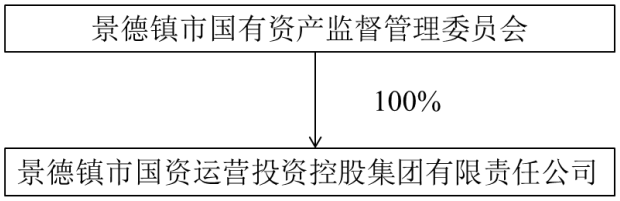
一、主体概况

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〔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 2019 年 3 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2019年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围为：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 2019 年 3 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 26 家；员工合计 11,607 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 588.47 亿元，负债合计 362.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 225.87 亿元，归属于母公司的所有者权益 170.12 亿元。2018 年，公司实现营业收入 166.93 亿元，净利润（含少数股东损益）7.17 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.14 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 609.46 亿元，负债合计 383.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 226.32 亿元，归属于母公司的所有者权益 170.76 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.73 亿元，净利润（含少数股东损益）0.05 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.39 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、债券发行及募集资金使用情况

2015 年，公司发行 5.00 亿元公司债券，债券票面利率为 5.30%，期限为 7（5+2）年，附第 5 年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。起息日期为 2015 年 11 月 19 日，付息日为 2016 年至 2022 年每年的 11 月 19 日，兑付日期为 2022 年 11 月 19 日。本期公司债券于 2015 年 12 月 17 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“15 景德 01”，证券代码“136050.SH”。

2016 年，公司发行 5.00 亿元公司债券，债券票面利率为 4.50%，期限为 7（5+2）年，附第 5 年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。起息日期为 2016 年 1 月 25 日，付息日为 2017 年至 2023 年每年的 1 月 25 日，兑付日期为 2023 年 1 月 25 日。本期公司债券于 2016 年 2 月 24 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 景德 01”，证券代码“136187.SH”。

2018 年，公司发行 2.00 亿元公司债券，债券票面利率为 6.92%，期限为 3 年。起息日期为 2018 年 4 月 27 日，付息日为 2019 年至 2021 年每年的 4 月 27 日，兑付日期为 2021 年 4 月 27 日。本期公司债券于 2018 年 5 月 14 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“18 景国 01”，证券代码“143614.SH”。

2018 年 12 月，公司发行 10.00 亿元公司债券，债券票面利率为 6.20%，期限为 3（2+1）年，附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。起息日期为 2018 年 12 月 14 日，付息日为 2019 年至 2021 年每年的 12 月 14 日，兑付日期为 2021 年 12 月 14 日。本期公司债券于 2018 年 12 月 25 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“18 景国 02”，证券代码“155091.SH”。

截至 2019 年 4 月底，“15 景德 01”和“16 景德 01”募集资金已全部用于补充营运资金；“18 景国 01”募集资金已全部用于偿还公司债务；“18 景国 02”募集资金已全部用于偿还公司债务。公司严格按照募集说明书披露的用途使用募集资金，实行专款专用。募集资金使用严格按照公司相关审批流程进行。公司已于 2018 年 11 月 19 日支付了“15 景德 01”自 2017 年 11 月 19 日至 2018 年 11 月 18 日期间利息；公司已于 2019 年 1 月 25 日支付了“16 景德 01”自 2018 年 1 月 25 日至 2019 年 1 月 24 日期间利息；公司已于 2019 年 4 月 29 日支付了“18 景国 01”自 2018 年 4 月 27 日至 2019 年 4 月 26 日期间利息；“18 景国 02”尚未到首个付息日。

三、行业分析

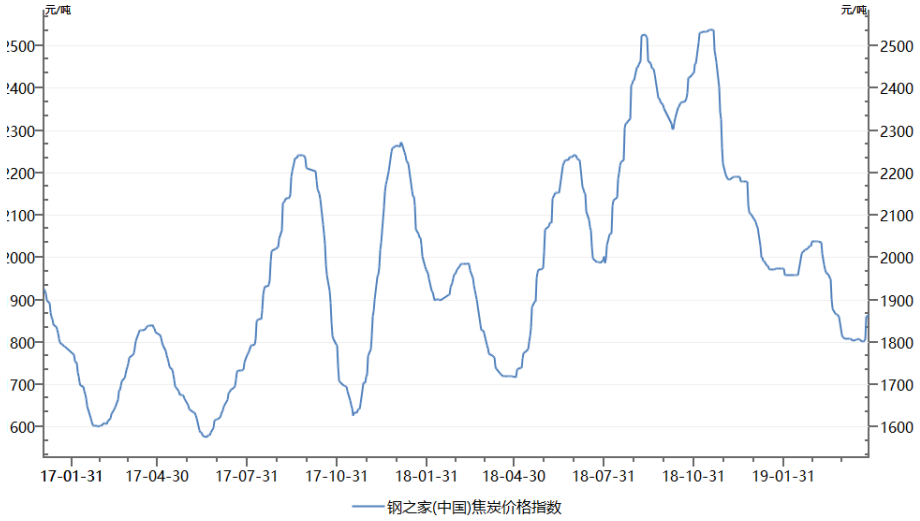
公司是景德镇市国有资产经营管理唯一主体，其主营业务收入主要来源于煤化工产品的生产与销售，煤焦化行业的变动对其影响较大。

1. 行业分析

焦化行业以煤炭为主要原料，产品以焦炭及相关化工产品为主。焦炭主要供应钢铁企业，因此，焦化行业整体运行情况与煤炭和钢铁行业联系紧密。

针对焦炭产能过剩、结构不合理的现状，国家围绕淘汰过剩、落后产能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。目前，焦炭行业处于去产能、淘汰落后产能的产业升级阶段。虽有环保约束、去产能等因素影响，制约焦炭供应，但在下游市场需求带动下，2018 年度焦炭产量略有增长。国家统计局数据显示，2018 年 1~12 月累计焦炭产量 43,820 万吨，同比增长 0.8%（上年为下降 3.3%）。

图 2　2017 年以来焦炭价格指数情况



数据来源：Wind

2018 年，焦化行业环保政策频出，焦化环保限产常态化，这都导致焦炭供求偏紧。受下游钢铁行业景气度好转，2018 年，焦炭价格波动上涨，焦炭企业利润回升。截至 2018 年底，钢之家（中国）焦炭价格指数为 2,102 元/吨。2018 年，焦炭全年均价较上年略有提升。具体看，2018 年 1~4 月，受下游钢铁企业需求下降影响，焦炭价格震荡下行。2018 年 5~9 月后，行业开始限产保价，同时环保严查逐步深化，焦化行业限产力度增大；同期需求端国内钢厂采暖季限产结束复产加快，高炉开工率呈回升态势，供需边际持续改善，焦炭价格上升。至 9 月上旬，焦炭价格升至近年来的高点。2018 年 9~11 月中旬焦价高位震荡。2018 年 11 月下旬在钢市价格大幅下挫影响下，焦炭价格高位回落。2019 年 1~3 月，受下游钢铁企业需求疲软影响，钢之家（中国）焦炭价格指数持续下滑。未来若焦化企业延续 2018 年限产政策，炼焦煤价格稳中偏强，都将对焦炭价格形成支撑。

从上游煤炭行业来看，2018 年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量 36.80 亿元，同比增长 4.43%，增速同比提高 1.11 个百分点。2016~2018 年，煤炭行业合计完成去产能 6.9 亿吨，超出计划 10.8%，完成“十三五”计划的八成以上。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。2018 年，得益于煤炭去产能影响，煤炭供需实现紧平衡，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位。截至 2018 年底，全国综合煤炭价格指数为 163.51，较年初变化不大。

煤化工行业中焦化行业下游行业为钢铁，钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。2018 年，钢铁行业超额完成全年压减钢铁产能 3,000 万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划 1.5 亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，企业盈利持续增强；2018 年，我国生铁、粗钢和钢材产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，同比分别增长 3.00%、6.00%和 8.50%；2018 年，CSPI 国内钢材价格平均指数为 114.75 点，同比上升 7.01 点，其中 1-10 月高于上年同期，11-12 月同比有所下降。

总体看，2018 年以来，受焦炭行业去产能及下游钢铁行业景气度好转影响，我国焦炭产量有所增长，焦炭价格呈高位震荡趋势，焦炭均价较上年略有增长。

2. 外部环境

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。2018 年实现地区生产总值 846.60 亿元，比上年增长 8.2%。其中，第一产业增加值 56.45 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 402.32 亿元，增长 7.7%；第三产业增加值 387.83 亿元，增长 9.4%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 6.7%，第二产业增加值比重为 47.5%，第三产业增加值比重为 45.8%。最终消费支出对地区生产总值增长的贡献率为 57.2%，资本形成总额贡献率为 42.6%。人均地区生产总值 50723 元，比上年增长 7.6%。截至 2018 年底，年底全市常住总人口为 167.32 万人，较上年增加 0.83 万人，其中城镇常住人口为 112.00 万人，占总人口比重（常住人口城镇化率）为 66.94%，较上年底提高 0.99 个百分点。

根据《关于景德镇市 2018 年市级总预算执行情况和 2019 年市级总预算草案的报告》，2018 年景德镇市财政总收入完成 132.5 亿元，同比增长 7.5%，一般公共预算收入 89.9 亿元，同比增长 3.6%。财税质量进一步提升，税收收入首次突破百亿元，同比增长 9.9%。税收占财政总收入比重达到 75.5%，比 2017 年提高 1.6 个百分点。

总体看，景德镇市区域位置良好；经济及财政实力持续增强，为公司发展提供良好的外部环境。

四、管理分析

2018 年，公司组织结构无变化。公司核心管理成员无变化，相关管理架构、管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司仍主要从事煤化工产品的生产与销售、国有资产收购与处置、公用事业运营等，主要产品包括焦炭、炭黑、复合肥、煤气和药用玻璃等。2018 年，公司营业收入为 166.93 亿元，较上年增长 17.58%，主要系炭黑销售和代建项目收入大幅增加所致。2018 年，公司净利润为 7.17 亿元，较上年下降 11.05%，主要系炭黑原材料成本上涨并保持相对高位以及业务扩张导致缴纳较多所得税所致。

从营业收入构成来看，2018 年，公司主营业务收入分为煤化工、国资、公用三大板块；主营业务收入占营业收入比重为 97.49%，主营业务突出；2018 年，公司实现主营业务收入 162.73 亿元，较上年增长 18.03%，主要系炭黑销售和代建项目收入大幅增长所致。其中，煤化工板块收入仍为公司的主要收入来源，2018 年实现收入 129.46 亿元，较上年增长 10.86%，主要系受钢铁行业市场景气度逐步好转，焦化产品价格逐步上升所致；国资板块实现收入 9.28 亿元，较上年增长 43.21%，主要系其他板块收入增加所致，其他板块包括合同能源管理、运输装卸、红叶陶瓷销售、混凝土销售等业务；公用板块实现收入 23.99 亿元，较上年增长 64.09%，主要系代建项目结算金额增加所致。

毛利率方面，2018 年，公司主营业务毛利率为 15.29%，较上年下降 1.91 个百分点。其中，焦炭销售业务毛利率为 13.53%，较上年上升 5.51 个百分点，主要系 2018 年度焦炭市场价格总体走高，同时公司加强成本管理和资源综合利用，有效管控成本所致；炭黑销售业务毛利率由上年的 22.04%下降至 16.18%，主要系原材料价格大幅上涨所致；复合肥销售业务毛利率上升 0.70 个百分点至 12.32%；煤化工附属产品销售业务毛利率上升 1.25 个百分点至 10.92%；国资板块的其他业务毛利率下降 8.66 个百分点至 15.30%，主要系合同能源管理业务和混凝土销售业务毛利率下降所致；代建项目毛利率由上年的 25.18%上升至 26.74%。

表 1　2016~2019 年 3 月公司主营业务情况（单位：亿元、%）

产品		2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤化工板块	焦炭销售	19.39	20.17	9.48	36.18	26.24	8.02	35.93	22.08	13.53	4.55	15.23	11.30
	炭黑销售	36.73	38.20	16.18	56.27	40.81	22.04	66.14	40.64	16.18	13.23	44.30	5.38
	复合肥销售	12.74	13.25	19.67	14.37	10.42	11.62	13.80	8.48	12.32	2.54	8.49	10.24
	煤化工附属产品销售	10.02	10.42	8.68	9.96	7.23	9.67	13.59	8.35	10.92	4.17	13.95	1.21
国资板块	处置不良债权	1.19	1.24	99.45	0.52	0.38	98.21	0.01	0.00	100.00	--	--	--
	其他	4.24	4.41	15.34	5.96	4.32	23.96	9.27	5.70	15.30	4.07	13.61	4.52
公用板块	住宿餐饮	0.61	0.63	77.07	0.53	0.39	76.07	0.58	0.36	72.83	0.14	0.47	72.46
	房地产	8.73	9.08	31.36	6.79	4.92	23.46	4.92	3.02	-13.37	1.18	3.95	33.32
	代建项目	2.50	2.60	64.61	7.30	5.30	25.18	18.49	11.36	26.74	--	--	--
合计		**96.16**	**100.00**	**18.53**	**137.87**	**100.00**	**17.20**	**162.73**	**100.00**	**15.29**	**29.87**	**100.00**	**7.41**

资料来源：公司提供、联合评级整理。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.73 亿元，较上年同期增长 1.52%；同期，公司实现利润总额 0.20 亿元，较上年同期下降 82.76%，主要系原材料价格上涨所致；实现净利润 0.05 亿元，较上年同期下降 94.57%；2019 年 1~3 月，公司毛利率为 7.41%。

总体看，焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品等商品销售仍是公司主营业务收入的主要来源；2018 年，受煤化工产品价格大幅提升影响，公司主营业收入有所增长；受部分产品原材料价格上升影响，公司主营业务毛利率有所下降。

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回升影响，2018 年公司煤化工板块实现收入 129.46 亿元，较上年增长 10.86%，占主营业收入比重由 84.70%下降至 79.55%，仍为公司的主要收入来源。

（1）焦炭及相关副产品

公司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“新昌南公司”）、景德镇市焦化能源有限公司[1]（以下简称“景德镇焦化能源”）负责。跟踪期内，新昌南公司和景德镇焦化能源的销售和结算模式未发生变化。

生产方面，2018 年，该板块产能为 210.00 万吨，较上年无变化；产量为 189.77 万吨，较上年下降 3.37%；产能利用率较上年下降 3.15 个百分点。

表 2　2016~2018 年黑猫集团焦炭产销情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
产能（万吨/年）	210.00	210.00	210.00
产量（万吨）	194.29	196.39	189.77
产能利用率（年化，%）	92.52	93.52	90.37
销量（万吨）	193.22	217.71	187.45

[1] 注：景德镇市焦化能源有限公司于 2019 年 3 月 1 日进行名称变更，曾用名为景德镇开门子陶瓷化工集团有限公司

产销率（%）	99.45	110.86	98.78
平均售价（元/吨）	1,003.55	1,661.71	1,917.03
销售收入（亿元）	19.39	36.18	35.93

资料来源：公司提供

焦炭产品的主要原材料是洗精煤，黑猫集团下属子公司景德镇焦化能源和新昌南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。公司主要供货商有淮北矿业股份有限公司、江西康讯实业有限公司、山东能源国际物流有限公司等公司。2018 年，公司精煤采购量下降 14.45%至 256.39 万吨，主要系焦炉维修所致；采购均价增长 11.74%至 1,367.40 元/吨。受洗精煤采购量减少的影响，采购金额较上年下降 4.40%至 35.06 亿元。2018 年，公司前五名供应商采购额占总采购额 60.50%，供应商集中度高。

表 3　2016~2018 年黑猫集团洗精煤采购情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
采购金额（万元）	251,802.76	366,732.86	350,587.69
采购量（万吨）	341.84	299.69	256.39
采购均价（元/吨）	736.61	1,223.71	1,367.40

资料来源：公司提供

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。2018 年，公司焦炭价格逐步上升，由 2017 年的 1,661.71 元/吨上升至 1,917.03 元/吨；销量大幅下降至 187.45 万吨，主要系公司焦炉维修，产量减少所致。2018 年，公司焦炭销售收入小幅下降 0.69%至 35.93 亿元。

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。2018 年，公司前 5 大销售客户金额合计 34.83 亿元，占焦炭销售收入的比例为 89.39%，集中度高。其中，公司第一大客户销售金额为 12.70 亿元，占焦炭销售收入的比例为 32.59%，存在较大的单一客户依赖风险。

另外，依托于煤气和煤气净化提炼化工产品及延伸加工产业，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。

总体看，2018 年，受焦炉维修因素影响，公司焦炭产能利用率有所下降，产品销量下降明显，但得益于焦炭价格大幅提升，公司焦炭业务销售收入规模同比基本保持稳定。

（2）炭黑

黑猫集团炭黑业务仍以江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）为生产经营主体。截至 2019 年 3 月底，黑猫集团持有黑猫股份 39.69%的股份，共计 288,576,686 股，为黑猫股份第一大股东。

2018 年，公司炭黑板块产能为 110.00 万吨，较上年没有变化；产量为 96.78 万吨，较上年下降 3.04%；产能利用率较上年下降 2.76 个百分点。

表 4　2016~2018 年黑猫股份产销情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
产能（万吨/年）	106.00	110.00	110.00
产量（万吨）	102.74	99.81	96.78
产能利用率（年化，%）	96.92	90.74	87.98

销量（万吨）	102.34	101.90	99.23
产销率（%）	99.62	102.09	102.53
平均售价（元/吨）	3,588.55	5,522.09	6,669.31
销售收入（亿元）	36.73	56.27	66.14

资料来源：公司提供

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%。采购量方面，2018 年，公司主要原材料焦油和蒽油采购量分别为 108.87 万吨和 23.24 万吨，较上年有所减少；炭黑油采购量为 0.85 万吨，较上年有所增长。原材料采购价格方面，2018 年，焦油、蒽油、炭黑油价格较去年有所上升，分别为 2,785.40 元/吨、2,914.75 元/吨和 2,809.88 元/吨。

2018 年，黑猫股份公司前五大供应商采购金额为 10.03 亿元，占全部采金额的 19.49%。

表5　2016~2018年炭黑原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
焦油	147.84	1,414.98	154.03	2,482.76	108.87	2,785.40
蒽油	20.55	1,551.30	26.67	2,588.81	23.24	2,914.75
炭黑油	7.10	1,460.55	0.56	2,576.60	0.85	2,809.88

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。2018 年，公司前 5 大销售客户金额合计 12.84 亿元，占黑猫股份营业收入的比例为 18.97%，集中度较低。跟踪期内，黑猫股份的销售和结算模式未发生变化。

2018 年，黑猫股份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 17.54%至 66.14 亿元；毛利率由上年的 22.04%下降至 16.18%，主要系原材料价格上涨所致。

总体看，2018 年，受炭黑价格大幅提升影响，公司炭黑销售收入大幅增长，但受原材料价格大幅上涨的影响，业务盈利水平下降明显。

（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。此外，开门子肥业拥有铁路专用线，有利于运输成本的控制。2018 年，开门子肥业复合肥销售收入为 13.80 亿元，较上年小幅下降 3.97%。

生产方面，公司复合肥产能为 138.00 万吨，2018 年，复合肥产量 76.27 万吨，较上年下降 6.41%。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，2018 年公司产能利用率较上年下降 5.09 个百分点至 55.27%。

表 6　2016~2018 年开门子肥业销售情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
产能（万吨/年）	138.00	135.00	138.00
产量（万吨）	74.65	81.49	76.27
产能利用率（年化，%）	54.09	60.36	55.27
销量（万吨）	78.95	85.65	71.59
产销率（%）	105.76	105.10	93.86

平均售价（元/吨）	1,613.60	1,656.09	1,927.30
销售收入（亿元）	12.74	14.37	13.80

资料来源：公司提供

公司复合肥生产的主要原料包括煤氮肥、磷肥、钾肥等。2018 年，上述复合肥主要原料采购价格分别为 734.75 元/吨、2,141.20 元/吨和 2,073.48 元/吨，均较 2017 年均有所增长；受产量下降影响，上述原料采购量大幅下降，分别为 31.10 万吨、15.42 万吨和 13.39 万吨。公司前五大供应商采购金额为 0.52 亿元，占全部采金额的 3.71%。

表 7　2016~2018 年复合肥原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
氮肥	43.27	630.03	44.01	731.18	31.10	734.75
磷肥	21.72	1,554.50	22.52	1,764.30	15.42	2,141.20
钾肥	15.16	1,702.39	19.42	1,806.35	13.39	2,073.48
其他	2.62	442.01	2.75	490.86	1.72	479.17

资料来源：公司提供

2018 年，公司复合肥销量为 71.59 万吨，较上年下降 16.42%，主要系产量减少所致；平均售价为 1,927.30 元/吨，较上年增长 16.38%。产品销售渠道方面，2018 年公司前 5 大销售客户金额合计 0.52 亿元，占复合肥收入的比例为 3.71%，集中度较高。公司销售主要采用“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。

总体看，2018 年受复合肥销量下降的影响，复合肥收入有所减少；但受复合肥销售价格上升影响，盈利能力有所提升。

3. 国资板块

公司国资板块仍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，由公司投资管理部负责实际业务的开展。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，处置破产企业的相关债务、资产并安置职工。2018 年，公司处置不良债权业务收入仅为 52.55 万元，同比大幅下降 0.51 亿元，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收入及毛利率波动较大。

除处置不良债权业务外，公司国资业务板块，另含合同能源管理、运输装卸、红叶陶瓷销售、混凝土销售和尿素及粮食销售等业务等其他业务，2018 年，公司其他板块收入 9.27 亿元，较上年大幅增长 55.54%，主要系尿素及粮食销售收入增加所致；毛利率 15.30%，较上年下降 8.66 个百分点，主要系合同能源管理业务和混凝土销售业务毛利率下降所致。

总体看，受其他业务中尿素及粮食销售业务规模扩大带动，2018 年公司国资板块收入大幅增长，但毛利率大幅下降；近年来，公司国资业务规模变化幅度大，收入规模稳定性较弱。

4. 公用板块

公司公用板块主要包括住宿餐饮、房地产和代建项目业务，其中代建项目收入占比较高。

公司代建项目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、景德镇综合物流园项目、汽车产业园项目和古镇综合开发项目等。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，资金回笼较有保障。截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额 127.92 亿元，累计完成投资 59.81 亿元，尚需投资 68.12 亿元。

表8 截至2019年3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	资金回笼
航空及先进装备制造产业基地	18.39	15.41	2.98	18.39
景德镇综合物流园项目（一期）	16.00	10.12	5.88	1.82
汽车产业园	10.25	8.21	2.05	5.13
古镇综合开发	83.28	32.61	50.67	9.50
合计	**127.92**	**59.81**	**68.12**	**34.84**

资料来源：公司提供

航空及先进装备制造产业基地

公司子公司景德镇合盛光电产业投资发展有限公司（以下简称“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（以下简称“高新区管委会”）签订委托代建合同，由合盛光电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。公司项目建设投入计入“开发成本”科目，年底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，该项目一期投资总额为 18.39 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 15.41 亿元，尚需投资 2.98 亿元，已回收资金 18.39 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 2019 年 3 月底，项目已投入 10.12 亿元，尚需投入 5.88 亿元，已回收资金 1.82 亿元。

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 2019 年 3 月底，项目已投入 8.21 亿元，尚需投入 2.05 亿元，已回收资金 5.13 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四级资质。

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2019年3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 2019 年 3 月底已投资	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	14.57	5.14	2013	2019
沿江东路棚户区改造安置房项目	12.28	7.09	5.19	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	2019
合计	**35.54**	**24.95**	**10.59**	--	--

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2019年3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 2019 年 3 月底已投资	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	4.62	2.00	2013	2019
景德镇市中心城区停车场建设项目	12.35	2.37	9.98	2016	2019
三闾庙历史文化街区保护项目	0.77	0.48	0.29	2013	2019

城区老工业区生活社区改造项目	28.00	0.19	27.81	2016	2020
合计	**47.74**	**7.66**	**40.08**	--	--

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，但投资额较大，未来资金投入将为公司带来较大压力。

5. 重大事项

2018 年，公司收到政府划入资产。其中，公司全资子公司枫树山林场有限公司收到政府划拨的景德镇市林业局所属林地及林木资产净额 32.84 亿元；公司收到政府划拨景德镇市水利投资有限公司、景德镇市安居房地产开发有限公司等十一家单位公司股权增加资本公积 20.44 亿元；公司控股子公司景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司、景德镇市国信粮贸资产投资运营有限责任公司收到少数股东单位出资的资本溢价款，公司按持有份额增加 7.95 亿元；国有资本收益金划入 1.88 亿元。

总体看，2018 年，由于收到政府划入资产，公司所有者权益大幅增加。

6. 经营关注

（1）行业周期较强，煤化工板块经营面临较大的波动性风险

公司煤化工产品受行业政策及下游行业发展影响较大。随着国家供给侧改革，钢铁行业仍面临去产能压力，其对焦炭需求增速将放缓，进而对焦炭行业的发展和盈利能力造成不利影响；环保政策导致炭黑行业产能一定规模的关停和限产。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的波动性风险。

（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波动性较大。

（3）在建项目投资规模较大，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新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

公司未来将通过实业投资和股权投资等方式，逐步把景德镇市的优质经营性资产、国有企业及公司化改造后的经营性事业单位整合到集团公司，实现国有资本的统一管理，扩大公司资产规模和实力。此外，公司将不断探索开展多项经营，开发新的业务板块，拓宽公司业务范围，提升国资运营效益和增强自身盈利能力。一方面，公司通过完善园区基础设施，对土地进行出让及基础设施回购实现收益；另一方面，通过对园区内优质企业和项目的孵化和股权投资（如设立产业投资基金），获得超额回报；同时，吸引企业入园，实现招商引资，为入园企业提供多样化中介服务，实现产业

支持平台的经营收益等。

未来，公司将进一步推动国资管理从“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，为进一步实现国有资产保值增值及国有资本市场化运作贡献力量。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度合并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。2019 年一季度财务数据未经审计。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。截至 2018 年底，公司新增纳入合并范围的子公司 22 家，不再纳入合并范围的子公司 1 家。截至 2019 年 3 月底，纳入合并范围的一级子公司共 26 家；由于新纳入合并范围的子公司较多，公司财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 588.47 亿元，负债合计 362.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 225.87 亿元，归属于母公司的所有者权益 170.12 亿元。2018 年，公司实现营业收入 166.93 亿元，净利润（含少数股东损益）7.17 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.14 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 609.46 亿元，负债合计 383.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 226.32 亿元，归属于母公司的所有者权益 170.76 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.73 亿元，净利润（含少数股东损益）0.05 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.39 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 588.47 亿元，较年初大幅增长 29.14%，其中非流动资产和流动资产均大幅增加；其中流动资产 292.45 亿元（占 49.70%），非流动资产 296.02 亿元（占 50.30%），资产结构较为均衡。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 292.45 亿元，较年初大幅增长 21.23%，主要系货币资金和存货大幅增加所致；流动资产主要由货币资金（占 24.05%）、应收票据及应收账款（占 13.45%）、其他应收款（占 10.03%）和存货（占 48.27%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 70.34 亿元，较年初大幅增长 20.81%，主要系公司集中收到 14 亿元棚改项目回购款所致，其中受限制的货币资金 27.45 亿元，占货币资金 39.02%，主要为银行借款质押及三个月以上票据保证金，受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款为 39.32 亿元，较年初大幅增长 25.72%，主要系随着煤化工及相关多元化业务的规模扩大和基础设施建设业务规模扩大导致应收账款增加所致，其中应收账款账面价值 28.16 亿元，已计提坏账准备的应收账款合计金额 2.25 亿元，计提比例 7.39%，主要系对账龄为 5 年以上的应收账款全额计提坏账准备所致；从账龄结构看，账龄在 1 年以内的占比为 88.60%；从集中度看，公司应收账款前五大客户余额合计 10.99 亿元，占比为 36.13%，占比较高。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 29.34 亿元，较年初减少 6.06%，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；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 19.97 亿元，其中 1 年以内的占 62.02%，1~2 年的占 15.59%，账龄较短，但其他应收款规模较大，对公司运营资金形成占用；从集中度看，公司其他应收款前五大客户金额合计 17.03 亿元，占比为 51.22%，较为集中，均为与市政府所属部门、事业单位等的项目建设往来款。

截至 2018 年底，公司存货为 141.15 亿元，较年初大幅增长 32.52%，主要系随着公司业务规模扩大和政府向公司划拨资产及公司股权，公司开发成本、消耗性生物资产增加较多，此外，原材料、在产品、库存商品等亦较去年有增加所致。公司存货主要由开发成本（占 48.81%）、收储土地（占 21.14%）和开发产品（占 12.27%）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

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 296.02 亿元，较年初大幅增长 38.03%，主要系无形资产大幅增加所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.64%）、长期股权投资（占 6.98%）、投资性房地产（占 15.67%）、固定资产（占 29.86%）、在建工程（占 6.50%）和无形资产（占 27.35%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 16.69 亿元，较年初大幅增长 32.16%，主要系增加了对江西银行股份有限公司景德镇分行的股权投资所致。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。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 20.67 亿元，较年初大幅增长 132.07%，主要系由于政府划拨，新增对联营企业江西省景德镇浯溪口水利枢纽工程开发有限公司的股权投资所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 46.40 亿元，全部按成本计量，较年初大幅增长 87.35%，主要系政府划拨景德镇市安居房地产开发有限公司、景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司、景德镇市国信粮贸资产运营有限公司导致合并范围增加、古镇公司在建工程完工转入以及现有投资性房地产增加开发投入所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 88.38 亿元，较年初增长 3.13%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 67.65%）和机器设备（占 28.69%）构成，累计计提折旧 44.68 亿元，固定资产成新率 66.28%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 19.25 亿元，较年初大幅增长 72.99%，主要系中心城区停车场建设项目、御窑景巷圣母堂停车场项目、红叶陶瓷搬迁改造项目等原有在建工程项目增加投入，新增中心城区保障性住房建设项目等在建工程以及随建设规模扩大工程物资增加所致；公司未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 80.96 亿元，较年初大幅增长 550.79%，主要系政府划拨资产导致林地使用权、土地使用权大幅增加所致；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 2.39 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产 117.32 亿元，占资产总额的比例为 19.94%，受限比例一般。

表 11　截至 2018 年底公司所有权或使用权受限制的资产（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	27.45	银行借款质押及三个月以上票据保证金

项目	期末账面价值	受限原因
应收票据	4.72	银行借款质押及银行承兑汇票质押
应收账款	8.51	银行借款质押
存货-开发成本-土地使用权	19.90	银行借款抵押
存货-收储土地	8.91	银行借款及应付债券抵押
长期股权投资	7.26	银行借款及银行承兑汇票质押
投资性房地产	19.11	银行借款抵押
固定资产-房屋	13.56	银行借款及应付债券抵押
固定资产-机器设备	1.30	银行借款抵押
无形资产-土地	4.69	银行借款抵押
在建工程	1.91	银行借款抵押
合计	**117.32**	--

数据来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 609.46 亿元，较年初增长 3.57%。其中，流动资产占 50.94%，非流动资产占 49.06%，较年初变化不大。

总体看，公司资产保持较快增长，资产结构较为均衡，其中存货及固定资产占比高，存货变现能力较好；资产受限比例一般；公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 362.60 亿元，较年初大幅增长 13.92%，其中流动负债 225.62 亿元（占 62.22%），非流动负债 136.98 亿元（占 37.78%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 225.62 亿元，较年初大幅增长 22.29%，主要系应付票据及应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款（占 23.41%）、应付票据及应付账款（占 35.50%）、预收款项（占 12.19%）、其他应付款（占 11.38%）和一年内到期的非流动负债（占 14.59%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 52.81 亿元，较年初大幅减少 15.60%，主要系部分借款到期偿还所致；主要由保证借款（占 44.81%）、信用借款（占 27.97%）和质押借款（占 17.09%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 80.10 亿元，较年初大幅增长 19.38%，主要系应付票据大幅增加所致；公司应付票据主要为银行承兑汇票（占 86.96%）。截至 2018 年底，公司应付账款为 21.96 亿元，较年初大幅增长 20.88%，主要系随着在建项目增加，未结算货款及工程款所致；账龄方面，79.25%的账款集中在 1 年以内。

截至 2018 年底，公司预收款项为 27.49 亿元，较年初大幅增长 152.88%，主要系随着业务规模扩大，预收购房款、货款、工程款等经营业务款项所致。截至 2018 年底，公司其他应付款为 25.68 亿元，较年初大幅增长 21.12%，主要系与政府下属单位借款及往来款增加所致。截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债为 32.92 亿元，较年初大幅增长 88.00%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券、信托贷款增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 136.98 亿元，较年初增长 2.38%；非流动负债主要由长期借款（占 30.16%）、应付债券（占 49.44%）和长期应付款（占 17.60%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 41.31 亿元，较年初大幅减少 28.32%，主要系转入一年内到期

的流动负债科目所致；主要由质押借款（占 21.77%）、抵押借款（占 43.59%）、保证借款（占 28.95%）和信用借款（占 5.69%）构成；其中，2020 年到期的长期借款 15.20 亿元，2021 年到期的长期借款 17.00 亿元，2022 年及以后到期的长期借款 9.11 亿元，未来三年，公司长期借款偿付压力相对均衡。截至 2018 年底，公司应付债券为 67.73 亿元，较年初大幅增长 32.09%，主要系公司新发行公司债和中期票据所致，公司应付债券详细情况见下表。截至 2018 年底，公司长期应付款为 24.11 亿元，较年初增长 9.22%，主要系融资租赁款增加所致。

表 12　截至 2018 年底公司应付债券明细（单位：亿元、年）

债券名称	发行总额	发行日期	期限	余额
13 景德镇国资债	12.00	2013/6/25	7	2.40
15 第一期中期票据	5.00	2015/4/23	5	5.00
15 第二期中期票据	8.00	2015/10/23	5	7.96
15 景德镇国资债	5.00	2015/11/19	7	4.96
16 第一期中期票据	2.50	2016/1/19	5	2.49
16 第二期中期票	4.30	2016/8/29	5	4.27
16 景德镇国资债	5.00	2016/1/20	7	4.96
17 第一期中期票据	2.00	2017/7/10	5	1.99
17 第二期中期票据	10.00	2017/10/19	5	9.93
18 年第一期公司债	2.00	2018/3/15	5	1.98
18 年第一期中期票据	8.00	2018/4/13	5	7.96
18 景德公司债	2.00	2018/4/25	3	1.98
18 年第二期公司债	2.00	2018/9/12	3	1.98
18 景德公司债二期	10.00	2018/12/13	3	9.88
合计	**90.80**	--	--	**67.73**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司全部债务为 258.34 亿元，较年初增长 6.48%。从债务结构看，短期债务 143.87 亿元，长期债务 114.47 亿元，占比分别为 55.69%和 44.31%，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，受所有者权益增长较快因素带动，2018 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 2017 年底的 69.85%、63.84%和 45.26%下降至 61.62%、53.35%和 33.63%，负债水平较高，债务负担偏重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债规模合计 383.15 亿元，较年初增长 5.67%，其中流动负债 235.12 亿元（占 61.37%），非流动负债 148.02 亿元（占 38.63%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 264.49 亿元，较上年增长 2.38%。从债务结构看，短期债务 145.36 亿元，长期债务 119.12 亿元，占比分别为 54.96%和 45.04%，较年初变化不大。从债务指标看，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 61.62%、53.35%和 33.63%上升至 62.87%、53.89%和 34.48%。

总体看，公司负债以流动负债为主，整体负债水平较高，债务负担较重；债务结构以短期债务为主，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 225.87 亿元，较年初大幅增长 64.38%，主要系政府划入导致资本公积金大幅增加所致。公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为 170.12 亿元，其中，实收资本占 36.45%，资本公积占 61.06%，盈余公积占 2.13%，未分配利润为负数，主要系公司支付

股利所致；所有者权益结构的稳定性较好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 226.32 亿元，较年初增长 0.20%，其中归属于母公司的所有者权益占 75.45%，较年初变化不大。

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

2018 年，公司营业收入为 166.93 亿元，较上年增长 17.58%，主要系炭黑销售和代建项目收入大幅增长所致；实现营业成本 140.63 亿元，较上年增长 20.28%，主要系原材料价格上涨所致。2018 年，公司净利润为 7.17 亿元，较上年减少 11.05%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用 21.03 亿元，较上年增长 17.71%。其中，公司管理费用合计 8.07 亿元（占期间费用比重为 38.37%），较上年增长 24.55%，主要系工资薪酬增加所致；公司财务费用为 7.70 亿元（占期间费用比重为 36.63%），较上年增长 24.27%，主要系公司融资成本上升导所致；公司销售费用 5.22 亿元（占期间费用比重为 24.85%），较上年增长 1.49%；公司研发费用 0.03 亿元（占期间费用比重为 0.16%），较上年下降 17.29%。2018 年，公司费用收入比由上年的 12.58%小幅增长至 12.60%，公司费用控制能力偏弱。

2018 年，公司营业外收入和其他收益合计 8.08 亿元，较上年增长 57.97%，主要系公司收到安置房项目补贴款所致；营业外收入和其他收益合计占利润总额的比重为 78.57%，公司盈利对政府补贴较为依赖。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.52%、3.51%和 3.95%，分别较上年增长 0.17 个百分点、增长 0.19 个百分点和下降 2.15 个百分点，整体盈利能力较弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.73 亿元，较上年同期增长 1.52%；同期，公司实现利润总额 0.20 亿元，较上年同期下降 82.76%，主要系原材料价格上涨所致；实现净利润 0.05 亿元，较上年同期下降 94.57%。

总体看，2018 年，煤化工行业好转，公司收入增长明显，但由于原材料价格大幅上涨，公司主营业务盈利能力有所减弱。公司利润对营业外收入等非经常性损益较为依赖，但营业外收入存在一定的波动性。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入为 189.48 亿元，同比大幅增长 19.70%，主要系随着业务规模扩大和收入获现能力增强，公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加所致。2018 年，公司经营活动现金流出为 171.43 亿元，同比大幅增长 12.41%，主要系随着公司业务规模扩大，购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加所致。综上影响，公司经营活动现金净额为 18.05 亿元，较上年大幅增加 12.26 亿元。收入实现质量方面，2018 年公司现金收入比率为 107.15%，较上年增长 3.78 个百分点，收入实现质量较好。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动产生的现金流入量为 4.79 亿元，较上年下降 72.75%，主要系收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出量为 20.32 亿元，较上年下降 63.53%，主要系构建长期资产支付现金和投资支付的现金减少所致；综上影响，投资活动产生的现金流净额为-15.53 亿元，净流出规模较上年-38.14 亿元大幅减少。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入为 123.93 亿元，较上年下降 21.50%，

主要系取得借款收到的现金减少所致；公司筹资活动产生的现金流出量为 117.56 亿元，较上年下降 0.25%；公司筹资活动产生的现金流量净额为 6.37 亿元，较上年下降 84.08%。

2019 年 1~3 月，公司实现经营活动现金流净额 7.25 亿元，公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-9.96 亿元和 7.11 亿元。

总体看，2018 年经营活动现金流仍呈净流入态势，且净流入规模明显扩大，但净流入规模对公司投资活动的支持程度仍较弱。同时考虑到公司在建项目的待投入规模较大的因素，公司未来外部筹资需求仍很大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年公司流动比率由上年的 1.31 倍下降至 1.30 倍；速动比率由上年的 0.73 倍下降至 0.67 倍。公司现金短期债务比由上年的 0.55 倍上升至 0.57 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 合计 26.00 亿元，较上年增长 18.00%，主要系计入财务费用的利息支出增长所致；公司 EBITDA 主要由折旧（占 27.81%）、计入财务费用的利息支出（占 30.87%）和利润总额（占 39.60%）构成；2017~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.93 倍和 2.21 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍和 0.10 倍。公司 EBITDA 对利息支出覆盖程度尚可，但对全部债务的覆盖程度低。整体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至 2019 年底 3 月底，公司共获得银行授信 213.95 亿元，其中未使用额度 38.50 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底 3 月底，公司对外担保余额 3.23 亿元，对外担保比率低。

截至 2019 年 3 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 2019 年 5 月 13 日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息记录。

总体看，公司整体偿债能力有待提升，同时考虑到公司作为景德镇市国有资产经营管理主体，拥有区域垄断性和持续的外部支持，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产达 89.43 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（22.00 亿元）的 4.07 倍，公司现金类资产对本报告跟踪债项待偿本金的覆盖程度很高；净资产达 226.32 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（22.00 亿元）的 10.29 倍，公司净资产能够对本报告跟踪债项的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 26.00 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（22.00 亿元）的 1.18 倍，公司 EBITDA 对本报告跟踪债项待偿本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金净流入为 18.05 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（22.00 亿元）的 0.82 倍，公司经营活动现金净流入对本报告跟踪债项待偿本金的覆盖程较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为景德镇市国有资产经营管理主体，在区域垄断性和外部支持等方面具有优势，公司对本报告跟踪债项的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，公司作为景德镇市最重要的国有资本运营主体，当地政府对公司的支持力度强，公司外部发展环境较好。跟踪期内，当地政府对公司进行了大规模的资产划拨，公司净资产规模扩大，公司负债率下降；2018 年，公司收入规模和经营性净现金流规模均继续保持增长态势。同时，联合评级也关注到公司煤化工板块受行业政策及下游行业发展影响较大，利润总额对营业外收入较为依赖，公司整体负债水平仍较高，短期偿债压力较大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规模有望进一步扩张，整体盈利能力和综合经济实力也将进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；维持“15 景德 01”、“16 景德 01”、“18 景国 01”和“18 景国 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	440.77	455.69	588.47	609.46
所有者权益（亿元）	127.00	137.40	225.87	226.32
短期债务（亿元）	127.20	129.01	143.87	145.36
长期债务（亿元）	122.53	113.60	114.47	119.12
全部债务（亿元）	249.73	242.61	258.34	264.49
营业收入（亿元）	100.52	141.96	166.93	30.73
净利润（亿元）	3.26	8.06	7.17	0.05
EBITDA（亿元）	15.70	22.03	26.00	--
经营性净现金流（亿元）	-16.38	5.79	18.05	7.25
应收账款周转次数（次）	6.68	7.53	6.47	--
存货周转次数（次）	0.76	1.08	1.13	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.32	0.32	0.05
现金收入比率（%）	109.01	103.37	107.15	105.28
总资本收益率（%）	2.03	3.35	3.52	--
总资产报酬率（%）	2.10	3.32	3.51	--
净资产收益率（%）	2.58	6.10	3.95	0.02
营业利润率（%）	17.80	16.37	14.55	6.59
费用收入比（%）	15.75	12.58	12.60	16.06
资产负债率（%）	71.19	69.85	61.62	62.87
全部债务资本化比率（%）	66.29	63.84	53.35	53.89
长期债务资本化比率（%）	49.10	45.26	33.63	34.48
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.93	2.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.09	0.09	--
流动比率（倍）	1.39	1.31	1.30	1.32
速动比率（倍）	0.78	0.73	0.67	0.68
现金短期债务比（倍）	0.52	0.55	0.57	0.62
经营现金流动负债比率（%）	-9.01	3.14	8.00	3.08
EBITDA/待偿债券本金（倍）	0.71	1.00	1.18	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2019 年一季度数据未经审计，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、本报告已将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　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=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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+应付短期债券+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 3　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。