跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1415 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”“18 景国 02”“19 景国 01”和“20 景控 01”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：

二〇二〇年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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+	2019.12.4
16 景德 01	5.00 亿元	7 年（5+2）	AA+	AA+	2019.12.4
18 景国 01	2.00 亿元	3 年	AA+	AA+	2019.12.4
18 景国 02	10.00 亿元	3 年（2+1）	AA+	AA+	2019.12.4
19 景国 01	8.00 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2019.12.4
20 景控 01	6.00 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2020.5.22

跟踪评级时间：2020 年 6 月 17 日

财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	455.69	588.47	716.81	727.98
所有者权益（亿元）	137.40	225.87	289.15	288.56
长期债务（亿元）	113.60	114.47	140.63	146.83
全部债务（亿元）	242.61	258.34	325.14	344.81
营业收入（亿元）	141.96	166.93	164.64	24.36
净利润（亿元）	8.06	7.17	2.96	-0.61
EBITDA（亿元）	22.03	26.00	24.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.79	18.05	-79.71	-2.59
营业利润率（%）	16.37	14.55	12.75	5.40
净资产收益率（%）	6.10	3.95	1.15	--
资产负债率（%）	69.85	61.62	59.66	60.36
全部债务资本化比率（%）	63.84	53.35	52.93	54.44
流动比率（倍）	1.31	1.30	1.54	1.56
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.93	2.21	1.94	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.61	0.72	0.67	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 2020 年 1—3 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. 本报告已将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务、其他流动负债的短期融资券调入短期债务核算；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

跟踪期内，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”）作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，继续享有区域垄断性和持续的政府支持。公司下属黑猫集团作为炭黑行业龙头企业，在生产规模、产品质量、原料获取等方面保持竞争优势。2019 年，景德镇市政府通过现金方式对公司增资 70 亿元，公司注册资本增加至 100 亿元，公司所有者权益大幅增加，资本实力显著增强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司经营状况易受宏观经济、煤化工行业周期波动的影响；公司盈利水平下降且对非经常性损益较为依赖；债务规模增长，整体负债水平较高；经营活动产生的现金净流出规模较大等因素可能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。

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”“18 景国 02”“19 景国 01”和“20 景控 01”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. 景德镇市区域经济和财政实力的增长为公司营造了良好的外部发展环境。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，跟踪期内，继续保持一定区域垄断性。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，为公司可持续发展营造了良好的外部发展环境。

2. 公司在多方面获得地方政府的支持。公司作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主

体，跟踪期内，在财政补贴、资金注入等方面持续获得地方政府的支持。2019 年，景德镇市政府通过现金方式对公司增资 70 亿元，公司注册资本增加至 100 亿元，公司所有者权益大幅增加，资本实力显著增强。

3．公司下属黑猫集团为炭黑行业龙头企业。跟踪期内，公司下属黑猫集团保持了炭黑行业龙头地位，在生产规模、产品质量、原料获取等方面具备竞争优势。

关注

1．公司受行业政策及下游行业发展影响较大。从外部经营环境来看，跟踪期内，炭黑主要的下游需求汽车行业下行，经营可能面临一定的行业波动性风险，此外，随着环保政策趋严，公司环保压力加大。

2．公司债务规模大幅增长，短期债务占比高，未来存在一定的融资压力。跟踪期内，公司债务规模大幅增长且短期债务占比高。考虑到公司资产流动性不强，受限资产占比较高等因素，较大规模的投资支出以及债务到期给未来融资带来压力。

3．公司利润对非经常性损益较为依赖。跟踪期内，公司主营业务盈利能力下降，同时，期间费用增长较快，公司扣非后净利润大幅下降，利润对其他收益和资产处置收益等非经常性损益依赖性强。此外，公司经营性净现金流稳定性较差，对投资和偿债保障程度有限。

分析师

王　越　登记编号（R0040216050003）
王文燕　登记编号（R0040217100010）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：

联合信用评级有限公司

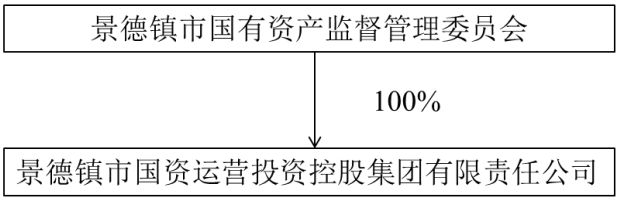
一、主体概况

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。2019 年 8 月 27 日，景德镇市政府签发景府办抄字〔2019〕59 号抄告单，以货币形式对公司增资 70 亿元（截至 2019 年 10 月底，公司到位资金 44.45 亿元，其中 38 亿元作为注册资本）。截至 2019 年 9 月 4 日，公司已完成工商变更，变更后注册资本为 100 亿元整。

截至 2019 年底，公司注册资本 100.00 亿元，由景德镇市国资委全额出资。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构



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 2019 年底，公司设有运营管理部、投资发展部、风险控制部、财务核算部、资金计划部、项目管理部等 10 个职能部门；公司纳入合并报表的子公司共 26 家；员工合计 11,607 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 716.81 亿元，负债合计 427.66 亿元，所有者权益 289.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 236.78 亿元。2019 年，公司实现营业收入 164.64 亿元，净利润 2.96 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额-79.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.67 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 727.98 亿元，负债合计 439.43 亿元，所有者权益 288.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 236.75 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 24.36 亿元，净利润-0.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.29 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”。

2019 年 8 月，公司发行 8.00 亿元公司债券，债券票面利率为 5.65%，期限为 5（3+2）年，附第 3 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 2019 年 8 月 14 日，付息日为 2020 年至 2024 年每年的 8 月 14 日，兑付日期为 2024 年 8 月 14 日。本期公司债券于 2019 年 8 月 2 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“19 景国 01”，证券代码“155598.SH”。

2020 年 6 月，公司发行 6.00 亿元公司债券，债券票面利率为 4.50%，期限为 5（3+2）年，附第 3 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 2020 年 6 月 8 日，付息日为 2021 年至 2025 年每年的 6 月 8 日，兑付日期为 2025 年 6 月 8 日。证券简称“20 景控 01”，证券代码“163590.SH”。

截至 2020 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；“19 景国 01”已按照募集说明书披露的用途使用，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。公司已支付了“15 景德 01”自 2018 年 11 月 19 日至 2019 年 11 月 18 日期间利息、“16 景德 01”自 2019 年 1 月 25 日至 2020 年 1 月 24 日期间利息、“18 景国 01”自 2019 年 4 月 27 日至 2020 年 4 月 26 日期间利息、“18 景国 02”自 2018 年 12 月 14 日至 2019 年 12 月 13 日期间利息；“19 景国 01”和“20 景控 01”尚未到首个付息日。

三、行业分析

跟踪期内，公司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. 焦化行业

（1）行业概况

近几年，国家供给侧改革对焦化及其上下游产业成效显著，产业链相关产品价格维持高位，焦化行业景气度得以延续，但焦炭行业产能过剩的问题仍然存在，2019 年以来，价格逐步回落。

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。

近年来，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，但焦炭行业产能过剩的问题仍然存在，2019 年累计焦炭产量 4.71 亿吨，同比增长 5.2%，2019 年，焦炭平均价格由上年的 2,130.19 元/吨回落至 1,885.67 元/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）。近几年，煤炭行业供给侧改革持续推。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。2019 年，我国原煤产量 37.46 亿吨，同比增长 4.20%，增速较 2018 年基本保持稳定。2019 下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。截至 2019 年底，全国综合煤炭价格指数为 153.30，较年初下降 6.27%。

煤化工行业中焦化工行业的下游行业为钢铁，钢铁行业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。2019 年我国粗钢产量 9.96 亿吨，较上年增长 8.30%，增速仍保持在相对较高水平。2019 年，国内钢材价格平均指数由上年的 114.75 点降至 108.22 点。

（2）行业竞争

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占更多机会。

目前，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。

（3）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。

（4）行业发展

随着供给侧改革的推进，焦炭景气度将在短期内维持；同时，行业淘汰低端产能、发展精细化工是未来行业发展的趋势。

随着供给侧改革的推进，焦化企业经营者通过观念的转变、及时的行业沟通、对市场变化敏感

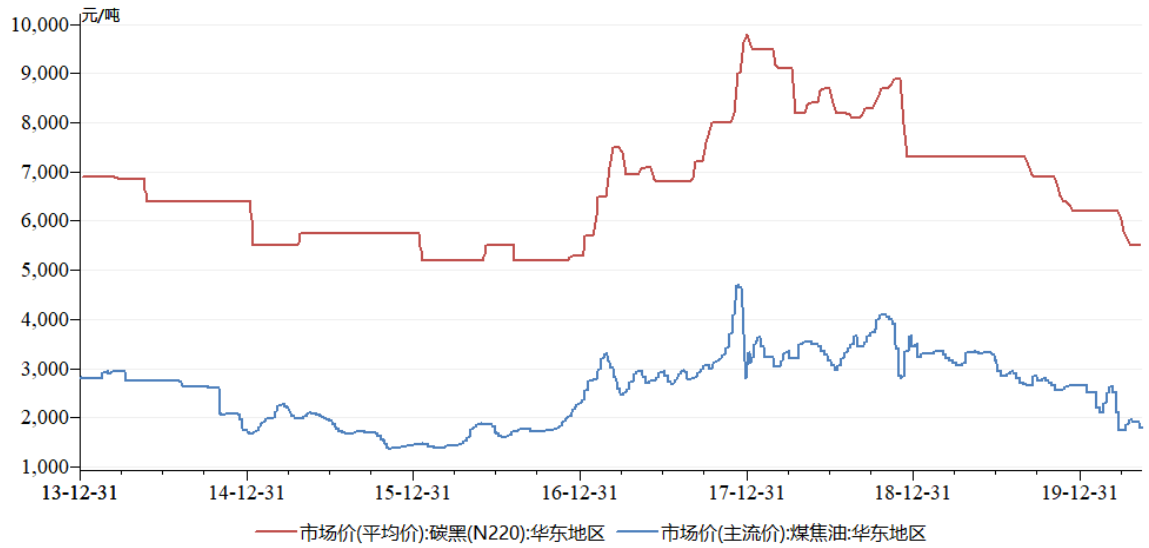
灵活的应对、以及成本端、下游钢材价格支撑等，焦炭景气度将在短期内维持。另外，基于政府对环保、供给侧改革的重视，华北、东北等主要产区的焦钢企业限产成常态。行业淘汰低端产能、发展精细化工是行业发展的必然趋势，但短期内，产业结构调整任务艰巨，行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

2. 炭黑行业

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。2019 年以来，受下游需求不足的影响，炭黑价格呈震荡下行态势。

价格方面，受上游煤焦油价格大幅下降及下游轮胎等制品业需求低迷利空影响，而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，炭黑的价格连续多年处于低位运行。受下游开工及需求减少的影响，2019 年以来，炭黑价格呈震荡下行态势。

图2　近年来国内炭黑和煤焦油价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

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。受下游需求不足的影响，2019 年以来，煤焦油价格大幅下滑。

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。汽车方面，2019 年，汽车销量 2,576.90 万辆，较去年同期下降 8.30%。受此影响，轮胎企业开工均出现下滑；橡胶制品方面，受汽车销量影响，橡胶制品企业订单减少，部分厂家年内停产较多，终端需求偏弱。

3. 区域经济环境及财政实力

跟踪期内，景德镇市经济及财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

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。2019 年，实现生产总值 926.1 亿元，增长 7.8%；完

成财政总收入 139.4 亿元，其中一般公共预算收入 99.7 亿元，增长 10.9%；规模以上工业增加值增长 8.3%；固定资产投资增长 10.4%；社会消费品零售总额增长 11.4%；实际利用外资增长 6.1%；城乡居民人均可支配收入分别增长 8%、8.9%。

四、管理分析

2019 年以来，公司部分管理人员有所更换，但核心技术人员较为稳定，管理运作正常。

2019 年 5 月 20 日，景德镇市国资委党委任命程坚同志任集团委员会委员。2019 年 8 月 30 日，经市委同意，集团党委委派姚涛同志任集团党委委员、纪委书记，王聪同志为集团党委委员。2019 年 9 月 23 日，国资委党委任命胡景平同志为集团党委委员、副董事长、常务副总经理。景德镇市国资委于 2019 年 12 月 15 日出具出资人决议，免去吴浪、夏跃中的董事职务，增补周敏建、张纯、饶玮担任公司董事。

五、经营分析

1. 经营概况

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；2019 年以来，受下游需求不足影响，公司收入规模和主营业务毛利率均有所下降。2020 年一季度，公司营业收入同比大幅下降，净利润为负。

公司以煤化工及相关多元化产品生产、公共事业板块（代建项目）和房地产为主业。其中煤化工及相关多元化产品板块收入主要来自焦炭、炭黑、复合肥和煤化工附属产品的生产和销售；公用事业板块收入主要来自基础设施建设业务（代建项目）；房地产板块收入主要来自商品房出售及商业地产租金收入。

2019 年，公司实现营业收入 164.64 亿元，较上年下降 1.37%。2019 年，公司净利润为 2.96 亿元，同比下降 58.66%；2019 年，公司扣除非经常性损益后净利润仅为 0.43 亿元，同比下降 86.15%，主要系炭黑价格大幅下降所致。

从营业收入构成来看，公司主营业务收入分为煤化工及相关多元化产品生产、公共事业板块（代建项目）和房地产。2018－2019 年，公司主营业务收分别为 162.73 亿元和 159.80 亿元，占比分别为 97.48%和 97.06%，公司主营业务仍突出。具体看，2019 年，焦炭实现收入 35.28 亿元，较上年下降 1.81%，变动不大；炭黑实现收入 54.72 亿元，较上年下降 17.28%，主要系销量和价格下降所致；复合肥实现收入 11.38 亿元，较上年下降 17.54%，主要系复合肥销售量下降所致；煤化工附属产品实现收入 15.53 亿元，较上年增长 14.28%，主要系白炭黑及其他农用化工销售增加所致；房地产实现收入 6.81 亿元，较上年增长 38.41%，主要系房地产项目结转金额增加所致。2019 年，代建项目实现收入 25.89 亿元，较上年增长 40.02%，主要系韭菜园棚改项目结转 12.8 亿元收入所致。公司其他业务主要包括住宿餐饮、陶瓷销售、合同能源管理及处置不良债权等业务，2019 年实现收入 10.17 亿元，占比较小。

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有所下降，2018－2019 年，分别为 15.29%和 13.62%。2019 年，焦炭销售业务毛利率为 17.20%，较上年上升 3.67 个百分点，主要系原材料的利用率提升，导致成本降低所致；炭黑销售业务毛利率为 5.85%，较上年下降 10.33 个百分点，主要系受下游轮胎行业开工及采购意愿下降所致；复合肥销售业务毛利率基本保持稳定；

煤化工附属产品销售业务毛利率大幅下降至-17.14%，主要系原材料价格大幅上涨所致；地产板块毛利率由-13.37%增长至 28.95%，主要系受房地产销售以及结转收入所致；代建项目板块毛利率由26.74%增长至 27.65%，变动不大。公司其他业务板块占比较小。

表2　2017—2019年公司主营业务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦炭	36.18	26.24	8.02	35.93	22.08	13.53	35.28	22.08	17.20
炭黑	56.27	40.81	22.04	66.14	40.64	16.18	54.72	34.24	5.85
复合肥	14.37	10.42	11.62	13.80	8.48	12.32	11.38	7.12	12.30
煤化工附属产品	9.96	7.23	9.67	13.59	8.35	10.92	15.53	9.72	-17.14
房地产	6.79	4.92	23.46	4.92	3.02	-13.37	6.81	4.26	28.95
代建项目	7.30	5.30	25.18	18.49	11.36	26.74	25.89	16.20	27.65
其他	7.01	5.08	33.41	9.85	6.06	18.72	10.17	6.36	45.40
合计	**137.87**	**100.00**	**17.20**	**162.73**	**100.00**	**15.29**	**159.80**	**100.00**	**13.62**

资料来源：公司提供、联合评级整理

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 24.36 亿元，较上年同期下降 20.71%，主要系受“新冠疫情”影响，公司销量减少所致。公司费用负担重，主要依赖政府补助弥补亏损，利润总额由上年同期 0.20 亿元转为亏损 0.46 亿元；实现净利润-0.61 亿元，由上年同期 0.05 亿元转为亏损。

2. 煤化工板块

跟踪期内，公司煤化工板块仍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。

（1）焦炭及相关副产品

跟踪期内，受焦炭价格下降的影响，公司焦炭销售收入有所下降，客户集中度高。受原材料采购量下降影响，采购金额有所下降；供应商集中度高。

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。

焦炭产品的主要原材料是洗精煤，2019 年，公司精煤采购量下降至 251.50 万吨，主要系公司消化库存所致；采购均价小幅增长至 1,378.51 元/吨。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。2019 年，公司前五名供应商采购额占总采购额 69.20%，公司供应商集中度高。

表 3　2017—2019 年公司洗精煤采购情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
采购金额（万元）	366,732.86	350,587.69	346,695.27
采购量（万吨）	299.69	256.39	251.50
采购均价（元/吨）	1,223.71	1,367.40	1,378.51

资料来源：公司提供

[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

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，2019 年公司焦炭下降至 1,820.46 元/吨。

2018－2019 年，焦炭销量分别为 187.45 万吨和 193.78 万吨；其中，2019 年焦炭销量大幅增长，主要系公司 2018 年焦炉停产维修所致。2018－2019 年，焦炭销售收入分别为 35.93 亿元和 35.28 亿元，2019 年下降主要系受焦炭价格下降所致。

表4　2017－2019年焦炭产销情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
产能（万吨）	210.00	210.00	210.00
产量（万吨）	196.39	189.77	200.06
产能利用率（年化，%）	93.52	90.37	95.27
销量（万吨）	217.71	187.45	193.78
产销率（%）	110.86	98.78	96.86
平均售价（元/吨）	1,661.71	1,917.03	1,820.46
销售收入（亿元）	36.18	35.93	35.28

资料来源：公司提供

产品销售渠道方面，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。2019 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 68.00%，客户集中度较高。

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延伸加工产业，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。

（2）炭黑

公司炭黑生产能力稳定，经营模式较为成熟，2019年，产销量受下游客户需求影响下降的影响，产品价格均下降，公司炭黑板块的收入规模和盈利能力有所下滑。

公司炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。截至2019年底，公司直接持有黑猫股份0.11%股权，通过全资子公司黑猫集团间接持有黑猫股份39.69%股权，是黑猫股份第一大股东。

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。2019年，黑猫股份前五大供应商采购金额为25.09%，公司供应商集中度一般。

采购量方面，2018－2019 年，公司主要原材料焦油采购量分别为 108.87 万吨和 137.94 万吨；蒽油采购量分别为 23.24 万吨和 28.99 万吨；炭黑油采购量分别为 0.85 万吨和 3.22 万吨。2019 年，公司主要原材料采购量均大幅上涨，主要系公司提升炭黑领域的差异化产品，精细化工产业链延伸布局增加采购所致。

原材料采购定价方面，2018－2019 年，焦油、蒽油、炭黑油价格均有所下降，主要系受行业影响所致。

表5　2017—2019年炭黑原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
焦油	154.03	2,482.76	108.87	2,785.40	137.94	2,613.99
蒽油	26.67	2,588.81	23.24	2,914.75	28.99	2,866.13
炭黑油	0.56	2,576.60	0.85	2,809.88	3.22	2,562.51

资料来源：公司提供

2019年，黑猫股份炭黑产量和销量都有所减少，导致销售收入下降，主要系国内汽车行业自2018年下半年开始遭遇寒冬，公司下游轮胎行业开工及采购意愿下降所致。2019年，公司炭黑产品产能利用率小幅下降至87.83%，公司炭黑产品产销率小幅下降至99.70%。

表6　2017—2019年黑猫股份产炭黑销情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
产能（万吨）	110.00	110.00	110.00
产量（万吨）	99.81	96.78	96.61
产能利用率（年化，%）	90.74	87.98	87.83
销量（万吨）	101.90	99.23	96.32
产销率（%）	102.09	102.53	99.70
平均售价（元/吨）	5,522.09	6,669.31	5,680.02
销售收入（亿元）	56.27	66.14	54.71

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。2019 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 21.04%，客户集中度一般。跟踪期内，黑猫股份销售结算方式未发生变化。

（3）复合肥

跟踪期内，复合肥产销量下降，复合肥板块的收入减少；受部分复合肥原材料价格上涨影响，公司复合肥板块盈利能力有所下降；在行业整体产能过剩，经营环境较差的情况下，公司逆势扩张产能，导致产能利用率大幅下降。

截至 2019 年底，公司在景德镇、湖南、河南、河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为 33 万吨、30 万吨、35 万吨和 50 万吨。2019 年，公司复合肥产品产量 60.00 万吨，较上年下降 21.33%，主要系受销量影响所致。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，产能利用率整体较低，其中 2019 年公司产能利用率较上年下降 14.73 个百分点至 40.54%。

表 7　2017—2019 年开门子肥业产销情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
产能（万吨）	135.00	138.00	148.00
产量（万吨）	81.49	76.27	60.00
产能利用率（年化，%）	60.36	55.27	40.54
销量（万吨）	85.65	71.59	57.93
产销率（%）	105.10	93.86	96.55
平均售价（元/吨）	1,656.09	1,927.30	1,965.11
销售收入（亿元）	14.37	13.80	11.38

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。2019年公司前五大供应商66.12%，公司供应商集中度高。

采购量方面，2019 年，除钾肥采购量小幅下降，公司其他主要原材料采购量均有所增加。原材料采购定价方面；2019 年，氮肥采购价格有所增长，磷肥和钾肥采购价格有所下降，主要系受市场价格变动所致。

表8　2017－2019年复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
氮肥	44.01	731.18	31.10	734.75	32.70	746.39
磷肥	22.52	1,764.30	15.42	2,141.20	16.00	1,948.85
钾肥	19.42	1,806.35	13.39	2,073.48	11.34	2,053.66
其他	2.75	490.86	1.72	479.17	2.37	493.80

资料来源：公司提供

产品销售渠道方面，2019年，公司前五名客户的销售额占总销售额1.15%，公司客户集中度低。跟踪期内，开门子肥业复合肥销售结算方式未发现变化

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。2018－2019年，煤化工附属产品实现销售收入分别为13.59亿元和15.53亿元。

3. 基础设施建设板块

公司代建项目投资额较大，回款周期较长，虽然项目有详细的回款安排，但未来资金投入将为公司带来一定的资金压力，届时若委托方资金紧张，或出现代建回款与项目融资错配，导致公司出现阶段性流动性风险。

公司基础设施建设业务主要为棚户区改造项目（BT项目）及其他委托代建项目，项目资金来源主要为借款、发债募集的资金及公司自有资金。由于公司基础设施建设项目有详细的还款安排，项目未完成时将收回大部分资金，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2019年底，公司主要在建基础设施项目合计总投资220.07亿元，已完成投资金额合计138.52亿元，尚需投资81.55亿元，已收到项目回款62.27亿元。2019年，公司主要在建基础设施项目确认收入21.20亿元。

表9　截至2019年底公司主要基础建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	确认收入
航空及先进装备制造产业基地	18.39	17.58	0.81	2.01
综合物流园区	16.00	10.38	5.62	0.32
汽车产业园	10.25	8.64	1.61	2.65
中渡口至 瓷都大桥棚户区改造安置房项目	19.71	18.74	0.97	0.61
沿江东路棚户区改造安置房项目	12.28	5.68	6.60	0.38
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	3.03	0.52	0.13

老城区保护与利用项目	6.62	4.71	1.91	0.05
景德镇市中心城区停车场建设项目	12.35	3.33	9.02	0.06
城区老工业区生活社区改造项目	28.00	0.24	27.76	--
三闾庙历史文化街区保护项目	0.77	0.39	0.38	--
乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目	13.27	13.27	0.00	0.36
西瓜洲地段棚户区改造项目和中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目	22.87	20.7	2.17	--
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	25.90	18.18	7.72	12.8
景德镇市殡仪馆及公墓配套设施建设项目	4.52	1.62	2.90	--
其他市政建设项目	25.59	12.03	13.56	1.83
合计	**220.07**	**138.52**	**81.55**	**21.20**

资料来源：公司提供

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年底，项目已投入10.38亿元，尚需投入5.62亿元。

景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目列入了 2018 年国家棚户区改造计划，项目采取政府购买服务形式。公司于 2018 年 6 月中标了景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目（含 A 区、B 区、C 区），并于 2018 年 7 月与景德镇市房产管理局签订了政府购买服务协议，服务内容为韭菜园片区的土地征收补偿及相关基础设施建设。项目总投资为 25.90 亿元（其中 A 区 4.19 亿元、B 区 6.67 亿元、C 区 15.04 亿元），政府购买服务协议总价款为 36.91 亿元（其中 A 区 5.90 亿元、B 区 9.38 亿元、C 区 21.63 亿元）。景德镇市房产管理局按照协议约定的支付计划逐年支付服务费用，上述资金支付逐年纳入景德镇市本级的财政预算支出。

4. 经营效率

2019年，公司经营效率下降，整体经营效率一般。

从经营效率指标看，2019 年，公司应收账款周转次数由 6.47 次下降至 5.12 次，主要系应收账款增加所致；随着公司基础设施建设业务的投入增加，公司存货周转次数由 1.13 次下降至 0.74 次；公司总资产周转次数由 0.32 次下降至 0.25 次。

5. 重大事项

2019 年，公司继续获得市政府大力支持，公司资本实力大幅提升。

2019 年，根据景府办抄字〔2019〕59 号相关内容，景德镇市政府同意对公司以货币形式增资人民币 70 元。其中，增加注册资本 38 亿元，增加资本公积 32 元。截至 2019 年底，公司已收到全部增资款。公司营业执照已变更完成，变更后公司注册资本为 100 亿元整。

根据景府办抄字〔2019〕62 号相关内容，景德镇市政府同意拨给公司 4.05 亿元作为 2019 年补贴收入。其中，中小企业发展补贴 2.15 亿元，棚改安置房项目建设补贴 1.90 亿元。

2019 年，公司收到划拨土地，增加资本公积 3.98 亿元。

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。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）公司主要基础建设项目投资规模较大，外部融资需求较大

公司主要基础建设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。

（3）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。

（4）复合肥产能利用率低的风险

公司在行业整体产能过剩，经营环境较差的情况下，公司逆势扩张产能，导致产能利用率大幅下降；公司复合肥产能利用率低。

7. 未来发展

公司发展定位明确，产业布局较为清晰，规划较为长远，但产业较为分散，产业间协同效果一般，尚需投入规模大和沟通协调多方资源，对公司经营管理能力要求高，考虑到对外部环境的变化，公司规划的顺利实现存在一定不确定性。

未来，公司规划从“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，发挥“政府性项目投融资管理平台、全市国资布局结构调整和资源整合平台、投资企业管理和服务平台”作用。

按照国有资本投资、运营公司的定位，根据景德镇市国资委的安排，公司通过内部业务整合，形成六个板块产业。一、投资板块：按照经营性项目模式投资现代物流、农批市场、园区、教育和水利等业务领域，通过市场化运营实现合理的投资回报，增加经营性现金流入量。二、城市运营板块：通过景德镇市国信城市运营发展有限公司，运营管理景德镇市内土语场馆、会展场馆；推进智慧城市和“瓷云”建设和运营工作；按照市场化原则产于城市维护和物业管理等业务，做好景德镇市民生服务工作。三、金融板块：依托公司金控平台扩大信用担保、陶瓷交易所能力，拓展发展产业基金、小额贷款、融资租赁等金融牌照业务，参股保险业形成新的收入。四、产业板块：依托黑猫集团雄厚的产业基础，积极推进向高附加值产品转型，为公司营业收入增长提供稳定有力的保障。五、房地产板块：积极参与城市棚户区改造项目，发回房地产子公司作用。通过安置房建设，激活存量资产，提升土地价值，增加公司地产板块的流动性。六、打造节能、环保板块：依托新三板上市公司，进一步提升工业节能、绿色能源、危废处置等业务能力，积极推进增材制造等新材料项目建设。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度财务报表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。2020 年 1－3 月财务数据未经审计。公司执行最新的会计准则。从合并范围来看，2019 年，公司新增纳入合并范围的子公司 6 家，不再纳入合并范围的子公司 4 家。2020 年 1－3 月，公司合并范围无变化。整体看，公司财务数据可比性一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 716.81 亿元，负债合计 427.66 亿元，所有者权益 289.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 236.78 亿元。2019 年，公司实现营业收入 164.64 亿元，净利润 2.96 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额-79.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.67 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 727.98 亿元，负债合计 439.43 亿元，所有者权益 288.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 236.75 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 24.36 亿元，净利润-0.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.29 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产保持较快增长，随着项目开发投资增加，存货规模迅速扩大，固定资产和无形资产占比仍较高，公司资产流动性仍较弱；此外，考虑到公司资产受限比例较高，对后续再融资有一定不利影响；公司整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 716.81 亿元，较年初增长 21.81%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 56.74%，非流动资产占 43.26%。公司资产结构较为均衡。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 406.70 亿元，较年初增长 39.07%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 19.97%）、应收账款（占 7.69%）、其他应收款（占 5.68%）和存货（占 59.53%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 81.21 亿元，较年初增长 15.46%，主要系长期借款增加所致。其中受限制的货币资金 29.65 亿元，占货币资金 36.51%，主要为质押定期存单及保证金存款，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 31.29 亿元，较年初增长 11.10%，主要系景德镇合盛产业投资发展有限公司新增高新区管委会项目结算款所致。应收账款账龄已计提坏账准备的应收账款合计金额 2.57 亿元，计提比例 7.59%，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 84.08%；从集中度看，公司应收账款前五大客户余额合计 12.38 亿元，占比为 36.57%，占比较高。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值 23.10 亿元，较年初下降 21.25%，主要系景德镇合盛产业投资发展有限公司其他应收款减少所致。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 14.63 亿元，其中 1 年以内的占 54.35%，1~2 年的占 9.93%，2~3 年的占 17.92%；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 14.18 亿元，占比为 54.04%，较为集中，主要为与市政府所属部门、事业单位等的项目建设往来款和借款。

截至 2019 年底，公司存货 242.12 亿元，较年初增长 71.53%，主要系公司继续增加基础设施建

设及相关业务投入所致。公司存货主要由开发成本（占 80.57%）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 0.47 亿元。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 310.10 亿元，较年初增长 4.76%；公司非流动资产主要由长期应收款（占 6.07%）、长期股权投资（占 7.92%）、投资性房地产（占 19.37%）、固定资产（占 24.07%）、在建工程（占 5.51%）和无形资产（占 27.42%）构成。

截至 2019 年底，公司长期应收款 18.82 亿元，较年初增长 138.79%，主要系公司增加对城西韭菜园城中村棚改项目、陶瓷工业园区铁炉村及唐英大道周边棚户区改造项目的应收款项所致。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 24.55 亿元，较年初增长 18.76%，主要系对联营企业投资增加所致。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 60.08 亿元，较年初增长 29.48%，主要系将 19.36 亿元租赁性房产从固定资产调至投资性房地产所致。

截至 2019 年底，公司固定资产 74.63 亿元，较年初下降 15.56%，主要系部分固定资产转入投资性房地产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 62.24%）和机器设备（占 33.20%）构成，累计计提折旧 43.30 亿元，固定资产成新率 62.99%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程 17.07 亿元，较年初下降 11.30%，主要系在建工程转固所致；公司在建工程未计提跌价准备。

截至 2019 年底，公司无形资产 85.02 亿元，较年初增长 5.01%。公司无形资产主要由土地使用权（占 24.42%）和林地使用权（占 75.29%）构成；无形资产累计摊销 2.82 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产 144.96 亿元，占资产总额的比例为 20.22%，受限比例较高。

表 10　截至 2019 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	29.65	银行借款定期存单质押及三个月以上票据保证金
应收票据	2.49	银行承兑汇票质押
应收账款	9.59	银行借款质押
长期应收款	15.28	韭菜园片区城中村棚户区改造项目 A、B 区未来应收款项收益权质押借款
存货-开发成本-土地使用权	34.12	银行借款抵押
存货-开发产品	1.52	银行借款抵押
长期股权投资	6.66	银行借款及银行承兑汇票质押
投资性房地产	28.89	银行借款抵押
固定资产-房屋	6.50	银行借款抵押
无形资产-土地	8.27	银行借款抵押
未来收益权	2.00	未来应收账款收益权质押借款
合计	**144.96**	--

数据来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 727.98 亿元，较上年底增长 1.56%，变化不大。其中，流动资产占 57.04%，非流动资产占 42.96%。

3. 负债及所有者权益

负债

跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，整体负债水平较高；债务负担有所减轻，但整体债务负担仍较重；公司债务规模有所增长，短期债务规模较大，存在较大的短期偿债压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 427.66 亿元，较年初增长 17.94%，主要系流动负债和非流动负债共同增加所致。其中，流动负债占 61.65%，非流动负债占 38.35%。公司负债以流动负债为主。

流动负债

截至 2019 年底，公司流动负债 263.66 亿元，较年初增长 16.86%，主要系短期借款、其他流动负债和应付票据增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 23.10%）、应付票据（占 26.86%）、应付账款（占 7.46%）、其他应付款（占 8.12%）、预收款项（占 12.08%）、一年内到期的非流动负债（占 13.20%）和其他流动负债（占 6.83%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 60.89 亿元，较年初增长 15.30%，主要系黑猫集团因业务需要增加短期借款所致；短期借款主要由保证借款（占 53.18%）、信用借款（占 22.39%）、抵押借款（占 12.96%）和质押借款（占 11.47%）构成。

截至 2019 年底，公司应付票据 70.82 亿元，较年初增长 21.82%，主要系黑猫集团增加应付银行承兑汇票所致。

截至 2019 年底，公司应付账款 19.67 亿元，较年初下降 10.45%，主要系支付前期未结算工程款所致。账龄方面，61.14%的账款集中在 1 年以内。

截至 2019 年底，公司预收款项 31.85 亿元，较年初增长 15.85%，主要系预收购房款、货款、工程款等经营业务款项增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 21.42 亿元，较年初下降 16.58%，主要系与政府下属单位借款及往来款减少所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 34.80 亿元，较年初增长 5.71%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 18.02 亿元，较年初增长 17.98 亿元，主要系公司新增发行 18 亿元短期融资券所致。

非流动负债

截至 2019 年底，公司非流动负债 164.00 亿元，较年初增长 19.72%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 38.08%）、应付债券（占 42.88%）和长期应付款（占 16.58%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 62.45 亿元，较年初增长 51.17%，主要系公司增加大量棚改贷款所致；主要由质押借款（占 39.87%）、抵押借款（占 22.52%）、保证借款（占 26.73%）和信用借款（占 10.88%）构成。

截至 2019 年底，公司应付债券 70.33 亿元，较年初增长 3.84%，公司应付债券详细情况见下表。

表 11　截至 2019 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
15 景德镇国资债	5.00	2015/11/19	7	4.97
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	4.28
16 景德镇国资债	5.00	2016/1/20	7	4.97
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	9.95
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	1.99

18 年第二期公司债	2.00	2018/9/12	3	1.99
18 景德公司债二期	10.00	2018/12/13	3	9.92
2019 年度第一期中期票据	10.00	2019/7/22	5	9.92
2019 第一期小公募发行债券	8.00	2019/8/14	5	7.91
合计	**70.80**	**--**	**--**	**70.33**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司长期应付款 27.20 亿元，较年初增长 12.80%，主要系融资租赁款增加所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 325.14 亿元，较年初增长 25.86%，主要系短期债务和长期债务均增加所致。其中，短期债务占 56.75%，长期债务占 43.25%，短期债务占比较高，短期偿付压力较大，债务结构有待改善。短期债务 184.51 亿元，较年初增长 28.25%，主要系短期借款、其他流动负债和应付票据增加所致。长期债务 140.63 亿元，较年初增长 22.86%，主要系长期借款和应付融资租赁款增加所致。截至 2019 年末，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为 59.66%、52.93%和 32.72%，较年初分别下降 1.96 个百分点、下降 0.42 个百分点和下降 0.91 个百分点，均有所下降，主要系受所有者权益增长较快影响，但公司债务水平较高，债务负担偏重。

从到期分布来看，公司全部债务 2020 年到期金额 184.51 亿元，2021 年到期 37.30 亿元，2022 年到期 45.00 亿元，2023 年及以后到期金额 58.33 亿元，公司长期债务的到期分布较为均衡，但公司短期债务增长较快，2020 年存在较大的偿付压力。

表 12　截至 2019 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年以后	合计
短期借款	60.89	--	--	--	**60.89**
应付票据	70.82	--	--	--	**70.82**
一年内到期的非流动负债	34.80	--	--	--	**34.80**
其他流动负债的短期融资券	18.00				**18.00**
长期借款	--	10.50	13.50	38.44	**62.44**
应付债券	--	23.80	30.00	16.53	**70.33**
融资租赁款	--	3.00	1.50	3.36	**7.86**
合计	**184.51**	**37.30**	**45.00**	**58.33**	**325.14**
占比	**56.75**	**11.47**	**13.84**	**17.94**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 439.43 亿元，较上年底增长 2.75%。其中，流动负债占 60.45%，非流动负债占 39.55%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 344.81 亿元，较年初增长 6.05%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务 197.97 亿元（占 57.42%），较年初增长 7.30%，主要系短期借款增加所致。长期债务 146.83 亿元（占 42.58%），较年初增长 4.41%。截至 2020 年 3 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为 60.36%、54.44%和 33.72%，较年初分别提高 0.70 个百分点、提高 1.51 个百分点和提高 1.00 个百分点。

所有者权益

受益于景德镇市政府的增资，公司所有者权大幅增加；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强。未分配利润为负数，对公司所有者权益造成侵蚀。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 289.15 亿元，较年初增长 28.02%，主要系景德镇市政府现金增资导致公司实收资本以及资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 81.89%，

少数股东权益占比为 18.11%。归属于母公司所有者权益 236.78 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 42.23%、56.61%、-0.42%和-0.23%。所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 288.56 亿元，较上年底下降 0.21%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 82.05%，少数股东权益占比为 17.95%。

4. 盈利能力

2019 年，受下游需求不足影响，公司收入规模和主营业务毛利率均有所下降，同时财务费用支出增长较快，公司扣非后净利润大幅下降，利润对其他收益、资产处置收益等非经常性损益依赖度高，但该部分收益可持续性和稳定性一般；资产减值损失侵蚀利润。2020 年一季度，受疫情影响，公司营业收入同比大幅下降，经营出现亏损。

2019 年，公司实现营业收入 164.64 亿元，较上年下降 1.37%；营业成本为 141.92 亿元，较上年增长 0.91%，较上年变化不大；实现营业利润 6.23 亿元，较上年下降 22.32%，主要系财务费用增加所致；公司净利润为 2.96 亿元，同比下降 58.66%，主要系营业外收入减少所致；2019 年，公司扣除非经常性损益后净利润仅为 0.43 亿元，同比下降 86.15%，主要系炭黑价格大幅下降所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 22.74 亿元，较上年增长 8.16%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 21.98%、34.54%、0.61%和 42.87%。其中，销售费用为 5.00 亿元，较上年下降 4.30%；管理费用为 7.85 亿元，较上年下降 2.64%，较上年变化不大；财务费用为 9.75 亿元，较上年增长 26.59%，主要系公司债务规模增加导致利息支出增加所致。2018－2019 年，公司费用收入比分别为 12.60%和 13.81%，公司费用控制能力较弱。

2019 年，公司投资收益占营业利润比重为-2.96%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 8.00 亿元，较上年增长 44.70%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 128.31%，对营业利润影响很大。2019 年，公司实现资产处置收益 1.54 亿元，较上年增长 9,628.88%，主要系公司固定资产处置利得增加所致；资产处置收益占营业利润比重为 24.63%，对营业利润影响较大。2019 年，公司实现营业外收入 0.16 亿元，较上年下降 93.67%；营业外收入占利润总额比重为 2.66%，对利润影响不大。公司对政府补贴和资产处置收益较为依赖，但政府补助具有一定波动性。2019 年，公司资产减值损失 1.37 亿元，较上年增长 92.99%，主要系坏账损失增加所致；资产减值损失占利润总额比重为 22.60%，对利润有所侵蚀。

从盈利指标看，2019 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 2.31%、2.42%和 1.15%，较上年分别下降 1.21 个百分点、下降 1.09 个百分点和下降 2.80 个百分点。整体盈利能力较弱。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 24.36 亿元，较上年同期下降 20.71%，主要系受“新冠疫情”影响，公司销量减少所致。公司费用负担重，主要依赖政府补助弥补亏损，利润总额由上年同期 0.20 亿元转为亏损 0.46 亿元；实现净利润-0.61 亿元，由上年同期 0.05 亿元转为亏损。

5. 现金流

2019 年，由于基础设施建设及相关投入增加，公司经营活动现金流转为净流出，收入实现质量一般；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；公司债务偿付以及投资支出所需现金主要依赖筹资活动，其中股东支持下吸收投资规模较大，但考虑到公司后续投资以及债务到期情况，融资需求较大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 178.42 亿元，较上年下降 5.84%。2019 年，公司经营活动现金流出 258.13 亿元，较上年增长 50.58%，主要系基础设施建设及相关投入增加所致。2019 年，公司经营活动现金净额由上年 18.05 亿元转为-79.71 亿元。2019 年，公司现金收入比由 107.15%下降至 96.60%，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 7.03 亿元，较上年增长 46.77%，主要系处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额增加所致。2019 年，公司投资活动现金流出 23.61 亿元，较上年增长 16.15%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 16.57 亿元，较上年增长 6.71%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 255.02 亿元，较上年增长 105.78%，主要系公司通过借款收到的现金增加所致。2019 年，公司筹资活动现金流出 150.22 亿元，较上年增长 27.78%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2019 年，公司筹资活动现金净额 104.80 亿元，较上年增加 98.43 亿元。

2020 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流出 2.59 亿元，由上年同期 7.25 亿元净流入转为净流出，主要系受新冠疫情影响，黑猫集团亏损所致。公司实现投资活动现金净流出 4.68 亿元，净流出规模较上年同期下降 53.05%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。公司实现筹资活动现金净流入 15.56 亿元，较上年同期增长 118.86%，主要系公司通过借款取得的现金增加所致。

6. 偿债能力

跟踪期内，因公司债务增长较快，长短期偿债能力指标下降，但考虑到公司作为景德镇市国有资产经营管理唯一主体，仍拥有区域垄断性和持续的政府支持，融资能力较强，同时，旗下黑猫集团细分行业具备竞争优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.30 倍和 0.67 倍分别提高至 1.54 倍和下降至 0.62 倍，流动比率和速动比率均表现一般。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.57 倍下降至 0.50 倍。整体看，公司短期债务偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 24.22 亿元，较上年下降 6.84%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 32.24%）、计入财务费用的利息支出（占 40.07%）、利润总额（占 25.14%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.21 倍下降至 1.94 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.10 倍下降至 0.07 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信 234.05 亿元，其中未使用额度 36.56 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 4.23 亿元，对外担保比率低。

截至 2019 年底，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 2020 年 5 月 18 日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息记录。

7. 母公司财务分析

公司业务主要在子公司层面，2019 年，母公司层面收入规模较小，利润主要来自其他收益。资产构成主要为其他应收款、存货以及长期股权投资，资产负债率尚可；母公司对外投资支出规模较

大，对筹资活动较为依赖。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 348.44 亿元，较年初增长 47.05%，主要系存货和长期股权投资大幅增加所致。从构成来看，母公司资产主要包括其他应收款 60.85 亿元、存货 86.06 亿元和长期股权投资 101.25 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 170.45 亿元，较年初增长 26.24%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致。从构成来看，主要包括其他应付款 17.25 亿元、一年内到期的非流动负债 17.36 亿元、长期借款 20.67 亿元和应付债券 70.33 亿元。母公司的资产负债率为 48.92%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 177.98 亿元，主要包括实收资本 62.00 亿元、资本公积金 20.83 亿元和未分配利润 15.43 亿元。

损益方面，2019 年，母公司收入为 21.46 亿元，利润总额为 7.63 亿元。同期，其他收益为 6.24 亿元，母公司的利润规模对其他收益等非经常性损益较为依赖。

现金流方面，2019 年，母公司实现经营活动现金流净额-48.25 亿元，投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-46.11 亿元和 102.98 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

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

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 91.82 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（36.00 亿元）的 2.55 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度很高；截至 2019 年末，公司净资产为 289.15 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（36.00 亿元）的 8.03 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，2019 年，公司 EBITDA 为 24.22 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（36.00 亿元）的 0.67 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 178.42 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（36.00 亿元）的 4.96 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，继续享有区域垄断性和持续的政府支持。公司下属黑猫集团作为炭黑行业龙头企业，在生产规模、产品质量、原料获取等方面保持竞争优势。2019 年，景德镇市政府通过现金方式对公司增资 70 亿元，公司注册资本增加至 100 亿元，公司所有者权益大幅增加，资本实力显著增强。同时，联合评级也关注到公司经营状况易受宏观经济、煤化工行业周期波动的影响；公司盈利水平下降且对非经常性损益较为依赖；债务规模增长，整体负债水平较高；经营活动产生的现金净流出规模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有望保持稳定，综合实力将进一步增强。

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”“18 景国 02”“19 景国 01”和“20 景控 01”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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	455.69	588.47	716.81	727.98
所有者权益（亿元）	137.40	225.87	289.15	288.56
短期债务（亿元）	129.01	143.87	184.51	197.97
长期债务（亿元）	113.60	114.47	140.63	146.83
全部债务（亿元）	242.61	258.34	325.14	344.81
营业收入（亿元）	141.96	166.93	164.64	24.36
净利润（亿元）	8.06	7.17	2.96	-0.61
EBITDA（亿元）	22.03	26.00	24.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.79	18.05	-79.71	-2.59
应收账款周转次数（次）	7.53	6.47	5.12	--
存货周转次数（次）	1.08	1.13	0.74	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.32	0.25	--
现金收入比率（%）	103.37	107.15	96.60	145.07
总资本收益率（%）	3.43	3.52	2.31	--
总资产报酬率（%）	3.32	3.51	2.42	--
净资产收益率（%）	6.10	3.95	1.15	--
营业利润率（%）	16.37	14.55	12.75	5.40
费用收入比（%）	12.58	12.60	13.81	17.89
资产负债率（%）	69.85	61.62	59.66	60.36
全部债务资本化比率（%）	63.84	53.35	52.93	54.44
长期债务资本化比率（%）	45.26	33.63	32.72	33.72
EBITDA 利息倍数（倍）	2.93	2.21	1.94	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.07	--
流动比率（倍）	1.31	1.30	1.54	1.56
速动比率（倍）	0.73	0.67	0.62	0.61
现金短期债务比（倍）	0.55	0.57	0.50	0.50
经营现金流动负债比率（%）	3.14	8.00	-30.23	-0.97
EBITDA/待偿债券本金（倍）	0.61	0.72	0.67	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 2020 年 1－3 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. 本报告已将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务、其他流动负债的短期融资券调入短期债务核算；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。