跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]826 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发行的“15 景德 01”和“16 景德 01”进行了跟踪评级，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”和“16 景德 01”信用等级为“AA”

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十八日

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
公司债券2016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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
15景德01	5亿元	7年	AA	AA	2015年7月8日
16景德01	5亿元	7年	AA	AA	2015年7月8日

跟踪评级时间：2016年6月28日

财务数据

项　目	2014年	2015年	16年3月
资产总额（亿元）	344.61	393.66	418.22
所有者权益（亿元）	114.48	126.18	125.70
长期债务（亿元）	46.37	81.92	100.21
全部债务（亿元）	153.10	197.28	213.97
营业收入（亿元）	113.01	101.68	17.96
净利润（亿元）	2.05	3.49	0.20
EBITDA（亿元）	13.84	17.89	--
经营性净现金流（亿元）	22.06	-16.65	-12.82
营业利润率（%）	16.20	14.59	15.96
净资产收益率（%）	1.98	2.90	0.16
资产负债率（%）	66.78	67.95	69.94
全部债务资本化比率（%）	57.22	60.99	62.99
流动比率（倍）	1.05	1.33	1.40
EBITDA全部债务比（倍）	0.09	0.09	--
EBITDA利息倍数（倍）	3.91	3.13	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.38	1.79	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；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；2、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主体，拥有区域垄断性和较强的政府支持，公司总资产及所有者权益增长较快。但受外部环境影响，公司营业收入继续下降，营业利润为负，盈利依赖于营业外收入；公司债务负担持续加重，短期偿债压力依然存在等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司组织机构调整的完成，景德镇市所属国有资产的继续注入，以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，整体盈利能力和综合经济实力也将进一步增强。同时，随着区域经济的发展，景德镇市财政实力有望进一步增强。

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

优势

1．2015年，景德镇市本级财政实力有所增强，为公司发展提供了较好支持。

2．2015年，公司作为景德镇市国有资产经营管理唯一主体，继续在补贴收入等方面获得地方政府的大力支持，实现了净利润的增长。

3．2016年，公司组织机构重组完成，公司各主要经营板块有所扩张。

关注

1. 2015年，公司煤化工板块复苏低于预期，受市场价格不断下探影响，公司收入与盈利能力明显下滑，营业利润为负值。

2．国资板块主要为不良债权处置，收入和利润波动较大。

3．2015 年，公司有息债务增长较快、债务负担持续加重，短期债务占比高，短期偿付压力大。

4．公司营业收入继续下降，营业利润为负，盈利依赖于营业外收入。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

郑 鹏

电话：010-85172818

邮箱：zhengp@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：郑鹏

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0.10亿元，其中：景德镇市中小企业信用担保中心出资950万元，占注册资本的95%；景德镇市企业产权交易中心出资50万元，占注册资本的5%。

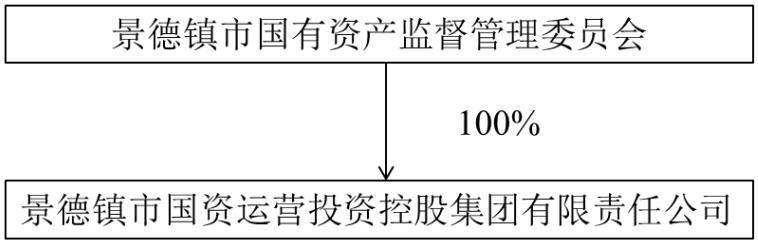
2007年4月24日，经景德镇市人民政府（景府办字[2007]21号）批准，景德镇市中小企业信用担保中心和景德镇市企业产权交易中心将所持景德镇市工业投资有限公司股权划转给景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇市国资委”），并更名为景德镇市国有资产经营管理有限公司。2007年7月，为提高公司资本实力，景德镇市国资委以经评估的价值0.30亿元的固定资产向公司增资，公司注册资本增加至0.40亿元。2007年10月，景德镇市国资委再次以货币资金0.45亿元向公司增资，其中0.20亿元用于增加公司的注册资金。公司完成本次增资后注册资本合计0.60亿元。

2008年12月，景德镇市人民政府办公室签发景府办抄字[2008]290号《景德镇市人民政府办公室抄告单》，同意将景德镇市公共交通公司（以下简称“公交公司”）国有股权及其它国有经营性资产划转至公司，并以资本公积转增股本方式将注册资本由6,000万元增加到9亿元。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。

截至2016年3月底，公司注册资本9.00亿元，由景德镇市国资委全额出资。

2016年，公司进行组织机构调整，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，公司以资本公积转增注册资本的方式将注册资本由人民币9亿元增至人民币62亿元。

图1　截至2016年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供。

2016年公司组织机构调整后，经营范围变更为：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（不含证券投资管理）；陶瓷、建材、钢材销售（依法经须批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

2016年公司组织机构调整后，公司本部设有投资发展部、运营管理部、财务核算部、资金计划部、项目管理部、风险控制部、总经理办公室、董事会办公室、党委办公室、人力资源部、组织部、审计部和纪检监察室等13个部门。截至2016年3月底，公司拥有全资和控股子公司14家，拥有在职员工12,365人。

截至2015年底，公司合并资产总额393.66亿元，负债合计267.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计126.18亿元，其中归属于母公司的所有者权益101.64亿元。2015年，公司实现合并营业收入101.68亿元，净利润（含少数股东损益）3.49亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.29亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.65亿元，现金及现金等价物净增加额14.34亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额418.22亿元，负债合计292.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.70亿元，其中归属于母公司的所有者权益101.43亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入17.96亿元，净利润（含少数股东损益）0.20亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.61亿元；经营活动产生的现金流量净额12.82亿元，现金及现金等价物净增加额0.92亿元。

公司注册地址：江西省景德镇市昌江区瓷都大道1109号；法定代表人：吴林。

二、债券发行及募集资金使用情况

“15景德01”

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。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”。

“16景德01”

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。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”。

以上两期债券均附债券第5年个计息年度末发行人调整票面利率及投资者回售选择权。截至本报告出具日，公司债券募集资金已全部用于补充营运资金，“15景德01”和“16景德01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

2015年，公司主营业务仍为煤化工产品的生产与销售。

1．行业概况

煤化工是指以煤为原料经过化学加工，使煤转化为气体、液体和固体燃料及化学品的过程，主要包括煤的高温干馏、煤的低温干馏、煤的气化、煤的液化、煤制化学品及其它煤加工制品。煤化工产业具有技术、资金、资源密集型特征，涉及煤炭、电力、石化等领域，对能源、水资源的消耗较大，对资源、生态、安全、环境和社会配套条件要求较高。按生产工艺与产成品划分，煤化工产业可以分为传统煤化工和现代煤化工。其中，前者主要包括合成氨、甲醇、焦化、电石等子行业；后者则包括二甲醚、煤制油、煤制烯烃、煤制天然气、煤制乙二醇等石油替代产品。目前，煤化工产业以传统煤化工为主，而现代煤化工产业还处在示范阶段，大部分项目正在建设中，尚未形成产业化。

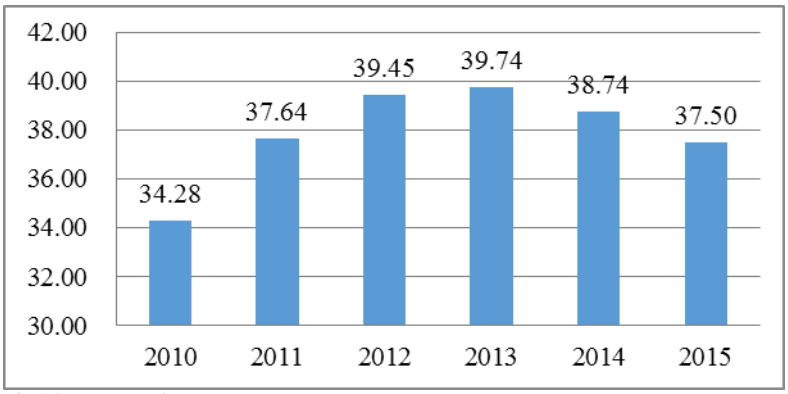
近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一，2015年全年我国

焦炭产量4.48亿吨，电石产量2,647.30万吨，合成氨产量5,791.39万吨，甲醇产量4,010.5万吨。与此同时，以煤制油、煤制烯烃、煤制天然气为代表的现代煤化工产业升级也正在加速推进中。

2．上游分析

产量方面，2015年，宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都在继续压缩煤炭需求的增长空间，全年原煤产量进一步下降至37.50亿吨。虽然原煤产量开始下降，但煤炭市场供大于求矛盾依然突出。煤炭企业库存增加、效益下降、经营压力明显。

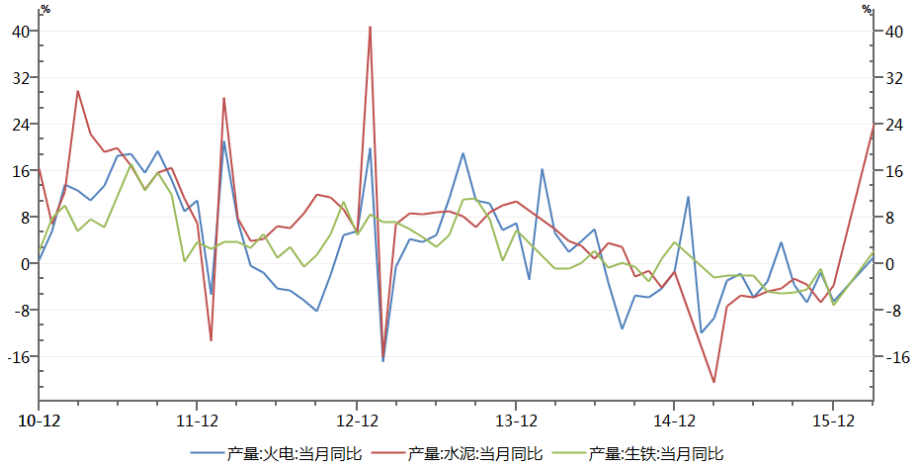
图 2　2010~2015 年我国原煤产量情况单位（单位：亿吨）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

我国煤炭市场需求在较大程度上受宏观经济状况和相关下游行业发展的影响，属于典型的需求拉动型市场。从消费结构来看，我国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁等行业。2015年，煤炭主要下游行业持续低迷，对煤炭需求形成了一定的压力。

图 3　2010 年以来煤炭下游行业煤炭消费当月同比增长情况（单位：%）



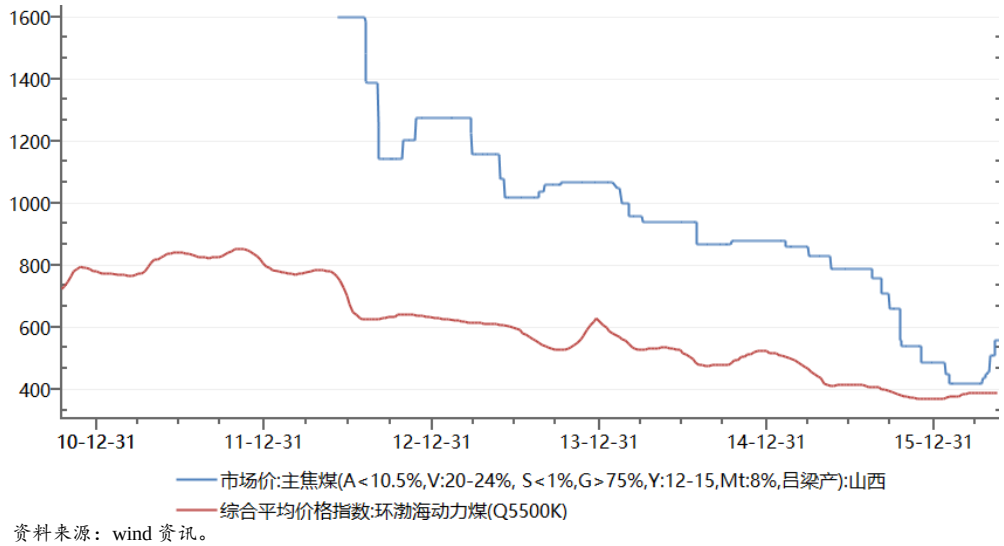
资料来源：wind 资讯，联合评级整理。
注：2014 年、2015 年水泥、生铁 1、2 月产量增速数据未取得，为便于比较，此处省略其 1、2 月数值。

总体看，2015年煤炭市场低迷，供大于求矛盾依然突出，下游电力、房地产、钢铁等行业需求疲软，煤炭产品需求增长乏力。

价格方面，从动力煤方面来看，2015年，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，全国用电量增速下滑，动力煤价格持续下降。截至2016年5月底，环渤海动力煤价格指数为389元/

吨。从焦煤方面来看，由于下游钢铁行业需求不振，2015年后半年主焦煤价格出现大幅下滑，2016年一季度后出现小幅回升，截至2016年5月24日，我国主焦煤（吕梁产）价格为560元/吨。

图 4　2010 年以来我国代表性主焦煤与动力煤价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯。

总体看，2015年由于下游行业需求不振，焦煤、动力煤等煤炭价格整体处于下行通道。

3．行业关注

宏观经济波动风险

作为工业基础性原料产品，煤化工行业高度依赖于宏观经济的运行。在投资、出口增长乏力的情况下，尽管政府刺激政策有一定的作用，但所带来的消费增量依然有限。目前，企业“融资难、库存大、成本高”等三大问题依然困扰着各类经济主体，进而导致我国宏观经济下行风险仍须持续关注，这也成为制约煤化工行业发展的首要问题。虽然央行近期频向市场释放流动性，可以部分地缓解融资压力、降低通缩风险，对复苏实体经济有一定的积极意义。但是，短期内投资大幅增加将会产生金融风险，尤其是政府增加投资在拉动经济发展复苏过程中可能会出现一些经济效益较差，提高不良资产比重，对国民经济的可持续发展带来潜在风险。

产业政策风险

煤化工行业是资源型行业，污染严重，能耗大历来是产业政策关注的重点行业。近年来国家相继出台焦炭行业准入标准、调整关税、管理出口配额、淘汰落后产能等政策。国家限制焦炭出口意图明显，即使是在2009年焦炭出口急剧下滑的情况下，出口关税也没有减少的迹象。此外，目前推出的产业政策着力于焦炭行业更加健康发展为目标，但对于中小型焦炭企业来说，政策风险在加大。以工信部出台的《焦化行业准入条件》为例，该政策旨在促进焦化行业结构调整，通过改善提高工艺技术水平和环保设施达标，将使一些中小型焦炭企业由于不满足行业条件而面临淘汰出局的风险。

上下游行业风险

上游原材料影响焦炭企业的主要因素是价格变化，以及供应保障程度。其中，影响最大的是独立焦化企业，主要不具备长期稳定的焦煤供应保证能力，只能在现货市场采购焦炭资源，但随着煤炭工业重组力度加大，以后煤炭资源将主要集中于议价能力和综合实力较大的大型煤炭集团手中，进而导致独立焦炭企业增加了成本压力和经营风险。下游行业主要是钢铁企业，由于钢

铁行业往往产能集中度高，面对焦炭企业在价格制定和需求数量等方面拥有更多的决定权，基本上能够左右焦炭市场，造成对现有焦炭企业的利润挤压。因此，当面临焦炭价格大起大落时，在产业链中端的焦炭企业两头都会受挤压，经营风险加大，只有借助于“煤—焦—钢”一体化才能有效化解行业风险。

企业竞争和重组风险

焦炭企业间的竞争主要有大中型企业和小型企业之间的竞争，独立焦企和钢铁企业附属焦企之间的竞争。其中，前者往往大中型焦企在规模上占有绝对优势，而小型焦企则在生产上较为灵活、库存低、成本控制能力强，获利性较好，但面临产业政策调整将会受到严峻挑战；后者往往独立焦企直接面对市场，能够承受较大市场压力，抗风险能力更强，而钢铁企业附属焦企由于缺少销售渠道，经常出现产品积压等问题，但迫于市场压力，独立焦企的联合与兼并重组势在必行，这其中隐藏着大量的重组风险。

4．未来发展

在国际油价急剧震荡、全球对替代化工原料和替代能源的需求越发迫切的背景下，大力发展现代煤化工业是未来世界煤化工业发展的必然趋势。对于一个相对“富煤少油”的国家，我国适当有序发展现代煤化工产品更是具有一定的战略意义。经过多年的努力，我国已经开发和建设了煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制乙二醇和煤制天然气等现代煤化工产品、技术和装备，并且初具规模，为其进一步发展打下了坚实基础。未来的发展趋势主要表现在以下几个方面：

产业结构调整与升级

从长远看，钢铁行业受出口疲软、房地产下行影响，库存增加，利润和开工率下降，焦炭和兰炭行业的需求和利润空间受到影响；合成氨、尿素、甲醇等产业产能过剩，因此，传统煤化工行业面临落后产能淘汰、技术升级换代。

环境保护与清洁生产

未来将执行更加严格的排放标准；逐步淘汰如常压固定床气化技术等落后技术；加大水资源节约利用，采取水资源消耗减量化指标作为考量标准；进一步推广空冷技术、中水回用等措施，以及粉尘治理、有机废水处理和脱硫脱硝技术的应用。

对石油化工替代性增强

煤气化的平台技术继续多样化与成熟化；煤化工产品技术多样化如芳烃、乙醇等；已有技术的继续进步：煤焦油的分离、加氢；乙二醇技术成熟；煤制烯烃、煤制油、煤制天然气等产业快速发展，对石油均有替代效应。

四、区域经济

1．区域概况

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；全市土地面积5,256平方公里。其中，市区面积422平方公里，市区建成区面积72.84平方公里。截至2015年底，年末全市常住总人口为1,640,515人，比上年末增加10,761人，其中城镇常住人口为1,042,219人，占总人口比重（常住人口城镇化率）为63.53%，比上年末提高1.25个百分点。

景德镇市又称“瓷都”，自然资源丰富。矿藏资源有瓷土、煤、钨、锰、铜、铝、金以及大理石、海泡石等，其中瓷土储量最丰，就目前已探明的储量尚可开采300余年。

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

作为“中部崛起”发展战略的重要城市之一，景德镇市以鄱阳湖生态经济发展战略为核心，正在加速推进新型工业化、城市化和新农村建设。2015年实现地区生产总值772.06亿元，比上年增长8.6%。其中，第一产业增加值57.22亿元，增长3.6%；第二产业增加值437.58亿元，增长8.9%；第三产业增加值277.25亿元，增长8.8%。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56.7%，第三产业增加值占比为35.9%。非公有制经济增加值433.90亿元，比上年增长8.9%，占地区生产总值比重56.2%。

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

2015年，景德镇市完成财政总收入111.56亿元，完成全市汇总预算的100.04%，比上年实际完成数增长9.9%。全市一般公共预算收入完成90.6亿元，完成预算的101.9%，比上年增长10.3%。一般公共预算收入主要项目执行情况是：税收收入69.3亿元，比上年增长11.7%；非税收入21.3亿元，比上年增长6%。

2015年，受房地产市场回暖的影响，景德镇市本级综合财力小幅增至111.62亿元，较上年同期增加12.25%。其中，地方一般预算本级收入22.01亿元，占比19.72%；转移支付和税收返还收入71.56亿元，占比64.11%；国有土地使用权出让收入17.07亿元，占比15.29%；预算外财政专户收入0.98亿元，占比0.88%。

表1　2014~2015年景德镇市本级财政实力（单位：万元、%）

地方财力	2014 年	2015 年
（一）地方一般预算本级收入	213,000.00	220,100.00
1、税收收入	127,000.00	127,300.00
2、非税收入	86,000.00	92,800.00
（二）转移支付和税收返还收入	641,000.00	715,600.00
1、一般性转移支付收入	407,800.00	457,400.00
2、专项转移支付收入	206,700.00	231,500.00
3、税收返还收入	26,500.00	26,700.00
（三）国有土地使用权出让收入	131,400.00	170,700.00
1、国有土地使用权出让金	127,500.00	16,600.00
2、国有土地收益基金	3,900.00	3,900.00
3、农业土地开发资金	-	200.00
4、新增建设用地有偿使用费	-	
（四）预算外财政专户收入	6,800.00	9800.00
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**992,200.00**	**1,116,200.00**

资料来源：景德镇市财政局。

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2015年底，景德镇市本级负有

偿还责任的债务为79.05亿元，负有担保责任的债务10.98亿元，可能承担一定救助责任的债务47.67亿元，负有偿还责任的债务率为57.41%。

表2　2015年景德镇市本级政府债务余额表（单位：亿元）

地方债务（截至2015年年底）	金额	地方财力（2015年度）	金额
（一）政府负有偿还责任的债务	79.05	（一）地方一般预算本级收入	22.01
（二）政府负有担保责任的债务	10.98	1、税收收入	12.73
（三）政府可能承担一定救助责任的债务	47.67	2、非税收入	9.28
1、金融机构	75.15	（二）转移支付和税收返还收入	71.56
2、国际金融组织	1.4	1、一般性转移支付收入	45.74
3、外国政府	2.14	2、专项转移支付收入	23.15
4、机关	23.02	3、税收返还收入	2.67
5、融资平台公司	6.4	（三）国有土地使用权出让收入	17.07
6、公用事业单位		1、国有土地使用权出让金	16.66
7、其他单位	29.38	2、国有土地收益基金	0.39
8、个人	0.15	3、农业土地开发资金	0.02
9、不特定对象		4、新增建设用地有偿使用费	
10、国有企业（非融资平台公司）	0.02	（四）预算外财政专户收入	0.98
		地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	111.62
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%			

资料来源：景德镇市财政局。

总体看，景德镇市财政实力持续增强，本级财政收入稳定性一般，政府性债务风险总体可控。

五、管理分析

1．治理结构

2016年公司组织机构调整完成后，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，依法享有审议批准公司章程、按照干部管理权限经规定程序批准后指定公司董事长、建立公司负责人业绩考核制度；审核公司的战略发展规划、审核审批公司关系国有资产出资人权益的重大事项等权利。

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。董事任期届满未及时更换、委派、或者董事在任职期内提出辞职，未经出资人免职的，原董事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定履行董事职务。公司董事主要享有出席董事会并依照有关规定行使表决权、根据公司章程规定或董事会的委托代表公司执行有关业务等权利：其中，公司董事长主要有召集主持董事会会议、督促检查董事会决议的执行，及根据董事会授权与所出资的全资、控股企业法定代表人签定年度国有资产经营目标责任书等权利。

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。监事任期每届三年，监事任期届满未及时更换、委派、或者监事在任职期内提出辞职，未经市国资委免职的，原监事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定履行监事职务。公司监事会主要行使检查公司贯彻执行有关法律、行政法规和规章制度的情况、检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、列席董事会和经营班子等会议并对决策事项提出质询或者建议等职权。

总体上看，2016 年公司组织机构调整完成后建立了完整的公司治理结构。

2．主要人员变动

2016年公司组织机构调整后，董事会、监事、高管人员发生较大变化。

董事方面，董事长不变，仍为吴林，陈望贤、李晓东、李保泉、吴浪、夏跃中、胡景平任公司董事，曹俊秀任公司职工董事。监事方面，万进军任公司监事会主席，程新华、胡建平任公司监事。管理层方面，公司总经理由吴林变更为陈望贤，潘占辉、李晓东任公司副总经理。

其中，公司新任总经理陈望贤，1964年11月生，汉族，本科学历，中共党员。曾任景德镇市房屋建设开发公司副经理，景德镇市房屋建设开发公司副经理、副书记，景德镇市房屋建设开发公司经理、副书记，景德镇市房屋建设开发公司经理、书记，房管局住房置业担保中心主任，景德镇市焦化工业集团党委委员、纪委书记、房管局住房置业担保中心主任，景德镇市焦化工业集团党委委员、纪委书记。现任公司总经理。

总体看，公司组织机构调整完成后，组织架构及人员构成变化较大，为公司多元化的未来发展战略奠定了基础。公司董事会与监事会人数尚不足公司章程约定人数。

六、经营分析

1．经营概况

2015年，公司主营煤化工产品的生产和销售，主要产品包括焦炭、炭黑、复合肥及其他附属产品，计入主营业务-商品销售。2015年，公司主营业务收入同比下降13.46%至95.62亿元，主要系焦炭、炭黑销售价格下降导致商品销售业务收入下降所致；受此影响，公司营业利润从2014年的0.19亿元下降至-3.69亿元。

表3　2014~2015年公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品销售	101.75	90.04	13.30	91.84	90.32	14.64
住宿餐饮	0.81	0.72	75.24	0.79	0.77	72.95
公共交通	0.50	0.44	-63.52	0.46	0.45	-37.83
处置不良债权	6.74	5.97	80.78	1.65	1.62	43.49
运输装卸	0.30	0.27	13.42	0.48	0.47	6.05
合同能源管理	0.29	0.25	26.61	0.27	0.26	12.31
其他	0.09	0.08	31.96	0.15	0.14	45.49
合计	**110.49**	**100.00**	**17.58**	**95.62**	**100.00**	**15.36**

资料来源：公司审计报告。

从收入构成看，2015年公司商品销售板块收入占主营业务的90.32%，其他板块收入占比较小。具体来看，2015年，公司商品销售业务收入91.84亿元，较上年下降9.74%，主要系焦炭、炭黑

等主要产品销售价格下降所致，商品销售业务收入主营业务收入的90.32%，占比较上年提高0.28个百分点，商品销售业务收入仍然为公司最主要收入来源；处置不良债权业务实现收入1.65亿元，同比大幅下降75.58%，主要系处置不良债权业务减少所致。2015年，公司住宿餐饮、公共交通、运输装卸和合同能源管理收入整体规模仍然较小，对主营业务收入影响较小。

从毛利率方面看，2015年公司主营业务整体毛利率水平从17.58%下降至15.36%，主要系处置不良债权的毛利率大幅下降所致。2015年，公司商品销售毛利率提高1.34个百分点至14.64%；处置不良债权的毛利率大幅降低37.29个百分点至43.49%，主要系当年处置的不良债权本身的风险性质所致。

受行业下行及处置不良债权收入下降影响，2016年1~3月，公司营业收入由上年同期的24.29亿元大幅降至3.49亿元；营业利润由上年同期的0.19亿元下降至-0.35亿元。

总体看，2015年，受公司商品销售业务收入缩减的影响，公司主营业务收入同比有所下降，公司主营业务毛利率水平略有降低。

2．煤化工板块

2015年，焦化集团仍然为公司煤化工板块的运营主体，主要生产炭业、焦炭及相关副产品产业、复合肥。2015年公司焦炭销售毛利率为6.26%；炭黑销售毛利率为14.30%。

焦炭及相关副产品

截至2016年3月底，焦化集团煤化工产业拥有6座焦炉，年可产焦炭180.97万吨，年外供煤气1.34亿立方米。

从销售单价来看，由于焦炭下游需求主要为钢铁企业，钢铁为周期性行业，下游产量及经济周期对焦炭价格影响显著。2015年焦炭价格呈现单边下行的态势，成交价格低至815.85元/吨。

表 4　2014~2016 年 3 月焦化集团焦炭销售情况表

年份	销量（万吨）	销售单价（元/吨）	销售收入（万元）
2014 年	192.79	1,025.14	197,640.18
2015 年	177.34	815.85	144,684.29
2016 年 1~3 月	31.30	651.06	20,376.61

资料来源：公司提供。

随着国内焦炭市场价格暴跌，焦化集团减少了焦炭的销售，2015年焦化集团的焦炭收入出现了明显的下降，为14.47亿元。考虑到2016年一季度煤炭制品市场并未出现任何好转，价格仍在强力下探，并导致焦化集团的第一季度销量和收入均进一步下滑。如果2016年全年焦炭市场不能改变一季度低迷的状况，将对焦化集团的生产经营构成较大冲击。

2015年焦化集团燃气销量达到2.4亿立方米，较上年的2.7亿立方米有所下降，合并报表体现燃气销售收入（营业收入-商品销售）2.29亿元。2016年1~3月焦化集团销量达到0.96亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入-商品销售）0.81亿元。

公司未来拟建项目集中在焦化集团，本部拟建项目为景东大道（二期）工程建设，总投资额为1.30亿元，该项目已于2015年开工，截至2016年3月底已投0.96亿元。

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，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。

炭黑

焦化集团炭黑业务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。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2016年3底，焦化集团持有黑猫股份43.60%，共计264,645,103股，为黑猫股份第一大股东。

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年第一季度情况亦不容乐观，炭黑价格继续走低，导致第一季度收入进一步减少。

表5　2014~2016年一季度黑猫股份炭黑产销情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
产能（万吨）	98	106	26.5
产量（万吨）	103.26	98.54	24.65
产能利用率（年化，%）	105.37	92.96	93.02
销量（万吨）	100.30	101.25	22.89
产销率（%）	97.13	102.74	92.86
平均售价（元/吨）	5,259.12	4,032.89	3,243.94
销售收入（亿元）	52.75	40.83	7.43

资料来源：公司提供。

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、河南拥有三个复合肥生产基地；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。2015年，开门子肥业复合肥销售量75.43万吨，较上年增长10.98%；销售收入为14.90亿元，较上年增长16.77%。

公司煤化工板块除了焦炭、炭黑、复合肥等三大类产品以外，还有煤化工附属产品的生产与销售。2015年，公司煤化工附属产品实现销售收入11.96亿元，较上年下降8.91%。

总体看，公司煤化工板块主要产品焦炭、炭黑销售价格快速下降，销售收入急剧下降，仅复合肥销售收入有所上升。

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2016年3月31日，公司已累计达成21个资产包收购协议，合计债权总额62.07亿元（含不良债权原值及债权存续期利息），收购成本不超过10亿元，涉及景德镇市约500家企业，公司已处置债权总额合计33.00亿元。公司依法取得改制企业的土地逾3,000亩，公司获得的改制企业土地已获得或正在办理土地证，针对清收来的原产权单位土地属划拨性质的，公司缴纳相关费用变性为出让用地。

2015年，公司实现处置不良债权收入6.74亿元，较上年同期减少75.58%，系相关业务量减

少所致；毛利润0.72亿元，较上年同期减少4.73亿元，系2015处置的不良债权本身风险性质所致。2016年1~3月，实现处置不良债权收入1.07亿元，毛利率100%。

总体看，公司不良债权处置收入与利润波动较大。

4．公用板块

公司公用板块主要由公司委派项目部或项目公司对棚户区基础设施实施改造，以及由全资子公司景德镇市公共交通公司负责全市公共交通业务。2015年，公司公交板块收入依然较少。

公司基础设施建设业务主要为棚户区改造项目，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。

目前公司本部较大的在建投资项目为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，该项目总投资22.87亿元，截至2016年3月底已投资8.19亿元

公司BT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2014年底，公司长期应收款中余额12.40亿元，即公司项目支出资金中未获得回款部分。截至2015年底，公司长期应收款为12.40亿元，较上年减少2.82亿元。

总体看，公司BT项目投资规模较大，公司项目垫款较多，给公司资金周转产生了一定不利影响，如果项目回购款能如约收回，可为公司带来一定的利润；公交板块收入依然较小。

5．在建和拟建项目

2015年公司新开四个重要项目，总投资额为32.90亿元，投资力度较大，考虑到近期煤炭及其相关行业不景气，新项目的上马可能会对公司资金链带来一定的压力，但以上四个项目建成之后，对于公司多板块业务协调发展具有重要推动作用。公司2015年和2016年新增重大在建工程项目如下表所示。

表 6　公司 2015 年和 2016 年一季度新增在建或拟建项目表（单位：亿元 ）

项目名称	总投资额	截至 2016 年 3 月底已完成投资	未来投资计划		自有资金金额	资本金到位情况
			2016 年	2017 年		
赣东北综合物流园（一期）	16.00	3.66	4.50	4.65	0.85	0.85
陶瓷创业孵化基地	1.55	1.55	-	-	0.03	0.03
国信御城商住小区	3.35	3.35	-	-	0.46	0.46
济宁黑猫新建项目	12.00	12	-	-	2.84	0.24
合计	**32.90**	**20.56**	**4.50**	**4.65**	**4.18**	**1.58**

资料来源：公司提供。

总体看，公司在建项目对于实现多业务板块协调发展具有重要推动作用，但公司主营业务所处行业尚处于低迷期，未来资金投入及利息支出将为公司带来较大压力。

6．经营关注

（1）2015年及2016年第一季度，煤炭化工制品价格持续暴跌，已对公司收入构成较大影响，在行业持续低迷期，公司扭亏面临较大困难。

（2）国资板块主要为不良债权处置，收入和利润波动较大。

（3）2015年公司经营状况有所下滑，可能会影响到公司未来三年重大投资的实施和推进，并可能影响公司的后续融资。

（4）公司在多元化经营及新业务拓展中，仍然存在因管理人才跟不上而出现的管控风险。

7．未来发展

未来，公司将继续深化国资国企改革，完善国资管理和运营架构，优化国资布局结构，发挥公司现有优势，进一步整合全市国有资产资源，明确企业功能定位。同时，公司将转变国资经营模式，由“管资产”到“管资本”，从“资产经营”到“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。最后，全面提升国资运营效益，开发新的盈利增长点。

七、财务分析

1．财务概况

公司2015年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结论。2016年1~3月报表未经审计。

2015年，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

表 7　2015 年公司合并范围变动情况（单位：万元）

项目	名　　称	期末净资产	本期净利润
2015 年新纳入合并范围的子公司	景德镇市国信资产管理有限公司	5,023.77	217.39
	景德镇市高新惠农建设有限公司	36,258.07	-489.15
	景德镇市高新高新建设开发有限公司	21,113.30	2,053.38
2015 年不再纳入合并范围的子公司	景德镇陶瓷交易所有限公司	194.41	--

资料来源：公司审计报告。

截至2015年底，公司合并资产总额393.66亿元，负债合计267.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计126.18亿元，其中归属于母公司的所有者权益101.64亿元。2015年，公司实现合并营业收入101.68亿元，净利润（含少数股东损益）3.49亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.29亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.65亿元，现金及现金等价物净增加额为14.34亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额418.22亿元，负债合计292.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.70亿元，其中归属于母公司的所有者权益101.43亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入17.96亿元，净利润（含少数股东损益）0.20亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.61亿元；经营活动产生的现金流量净额12.82亿元，现金及现金等价物净增加额0.92亿元。

2．资产质量

资产

截至2015年底，公司资产总额393.66亿元，较年初增长14.23%，主要系流动资产增长所致。截至2015年底，公司资产构成中，流动资产占比59.34%，非流动资产占比40.66%，公司资产构成以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产233.59亿元，较年初大幅增长27.61%，主要系货币资金、其他应收款和存货的大幅增长所致。截至2015年底，公司流动资产主要由货币资金（占比25.51%）、

其他应收款（占比15.85%）和存货（占比44.19%）构成。

截至2015年底，公司货币资金59.60亿元，较年初大幅增长47.71%，主要系公司借款增加以及加大回款力度所致。截至2015年底，公司货币资金中，库存现金44.82万元（占比0.01%），银行存款36.07亿元（占比60.52%），其他货币资金23.53亿元（占比39.48%）；公司货币资金中，受限货币资金26.53亿元（占比44.51%），主要是受限制的银行存款和用于担保的定期存单等，公司受限货币资金占比较高。

截至2015年底，公司应收账款账面余额13.59亿元，计提坏账准备1.60亿元，应收账款账面价值11.99亿元，较年初大幅下降23.13%。从账龄看，1年以内应收账款账面余额占比82.88%，未计提坏账准备；1~2年占比5.29%，计提0.07亿元坏账准备；2~3年占比1.01%，计提0.03亿元坏账准备；3年以上占比10.81%，计提1.35亿元坏账准备。公司账龄在1年以内的应收账款均未计提坏账准备，主要系公司认为不存在坏账或减值的迹象。从集中度看，应收账款前五大单位合计欠款2.37亿元，占比17.47%，集中度较低。整体看，公司应收账款计提坏账准备充分，且应收账款以1年内为主，坏账风险较小。

表8　截至2015年底公司应收账款前五大单位情况（单位：亿元）

单位名称	金额	账龄	与本公司关系
印尼佳通（PT.GAJAN.TUNGGAL TBK）	0.80	1 年以内	非关联方客户
山东玲珑轮胎股份有限公司	0.47	1 年以内	非关联方客户
贵州轮胎股份有限公司	0.40	1 年以内	非关联方客户
风神轮胎股份有限公司	0.36	1 年以内	非关联方客户
湘潭钢铁集团有限公司	0.35	1 年以内	非关联方客户
合计	**2.37**	--	--

资料来源：公司提供。

公司其他应收款主要为与政府部门的往来款。截至2015年底，公司其他应收款账面余额41.52亿元，计提坏账准备4.49亿元，计提比例10.82%，其他应收款账面价值37.03亿元，较年初增长19.16%。从账龄看，1年以内其他应收款账面余额占比70.61%，未计提坏账准备；1~2年占比7.45%，计提坏账准备0.31亿元，计提比例6.88%；2~3年占比10.58%，计提坏账准备0.88亿元，计提比例19.57%；3年以上占比11.36%，计提坏账准备3.30亿元，计提比例73.55%。公司其他应收款前五大单位合计欠款22.82亿元，占比50.83%，集中度高；欠款方主要为景德镇市城市建设资金管理小组办公室和景德镇市城市建设开发投资有限责任公司等企事业单位，坏账风险一般。整体看，公司其他应收款规模较大，账龄较短，但对公司资金形成一定的占用。

截至2015年底，公司存货账面余额103.45亿元，计提跌价准备0.22亿元，账面价值103.23亿元，较年初大幅增长31.67%，主要系公司收储的土地和开发成本大幅增长所致。截至2015年底，公司存货主要由收储土地（占比32.67%）和开发成本（占比53.25%）构成。

截至2015年底，公司非流动资产总额160.06亿元，较年初小幅下降0.93%。公司非流动资产主要系固定资产（占比49.91%）投资性房地产（占比13.68%）。

公司的固定资产主要以房屋及建筑物和机器设备为主，截至2015年底，公司的固定资产原值109.21亿元，累计折旧29.32亿元，固定资产账面价值79.89亿元，成新率73.15%，较年初微幅减少0.41%。

公司投资性房地产均以成本计量，截至2015年底，公司的投资性房地产原值23.08亿元，累计折旧1.19亿元，净值为21.90亿元，较年初微幅增长0.10%。

截至2016年3月底，公司资产总额418.22亿元，较年初增长6.24%。其中，流动资产占比61.30%，非流动资产占比38.70%，较年初变化较小。

总体看，公司资产规模较大，构成以流动资产为主；流动资产中存货占比较大，符合煤化工企业资产结构特征；公司货币资金规模较大，但使用受限比例较高，其他应收款对公司资金形成占用；非流动资产中固定资产占比较大，符合煤化工企业资产结构特征；整体看，公司资产质量一般。

3．负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计267.47亿元，较年初增长16.23%，主要系有息债务的大幅增长所致。截至2015年底，公司负债构成中，流动负债占比65.57%，非流动负债占比34.43%，公司负债以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债175.37亿元，较年初微幅增长0.38%。公司流动负债主要以短期借款（占比31.44%）、应付票据（占比27.63%）、预收账款（占比8.53%）、应付账款（占比8.25%）和其他应付款（占比17.15%）为主。

截至2015年底，公司短期借款55.13亿元，较年初增加19.13%。公司短期借款中，质押借款占比16.02%、抵押借款占比19.26%、信用借款占比5.15%、保证借款占比59.57%。

截至2015年底，公司应付票据48.45亿元，较年初小幅减少4.46%，其中银行承兑汇票47.73亿元，占比98.51%，其它少量票据为商业承兑汇票和国内信用证。

公司应付账款主要是应付工程款。截至2015年底，公司应付账款14.47亿元，较年初大幅减少16.45%，主要系工程款结算所致。从账龄看，1年以内8.91亿元，占比61.61%；1~2年2.72亿元，占比18.80%；2~3年1.22亿元，占比8.44%；3年以上1.61亿元，占比11.15%。

截至2015年底，公司预收款项14.95亿元，较年初小幅增长2.12%。从账龄看，1年以内9.23亿元，占比61.71%；1年以上5.72亿元，占比38.29%。

截至2015年底，公司其他应付款项30.08亿元，较年初增长8.17%，从账龄看，1年以内10.85亿元，占比36.05%；1~2年7.96亿元，占比26.46%；2~3年5.96亿元，占比19.80%；3年以上5.32亿元，占比17.69%。公司其他应付款主要是景德镇市土地储备中心拆借资金以及部分往来款和履约保证金。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债6.79亿元，较年初下降12.36%，主要系一年内到期的长期借款逐步偿还所致。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债全部系一年内到期的长期借款。

截至2015年底，公司非流动负债合计92.10亿元，较年初大幅增长66.16%，主要系长期借款和应付债券的增长所致。截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比42.33%）和应付债券（占比46.50%）构成。

截至2015年底，公司长期借款38.99亿元，较年初大幅增长91.76%。公司长期借款中，质押借款9.50亿元，占比24.37%；抵押借款19.92亿元，占比51.08%；保证借款4.91亿元，占比12.60%；信用借款4.66亿元，占比11.95%。

截至2015年底，公司应付债券余额为42.83亿元，较年初增长64.50%，主要系新发债券所致，2015年，公司新增应付债券16.79亿元，主要系公司2015年新增中期票据等债券所致。

截至2015年底，公司递延所得税负债0.83亿元，较年初大幅增长47.29%。

截至2015年底，公司全部债务197.28亿元，较年初大幅增长28.86%，主要系长期借款增加

以及发行中期票据等债券所致。其中短期债务为115.37亿元（占比58.48%），长期债务为81.92亿元（占比41.52%）；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67.95%、60.99%和39.36%，分别较上年上升1.17、3.77和10.53个百分点，债务负担有所增加。

截至2015年底，公司所有者权益合计126.18亿元，较年初增长10.22%，主要系少数股东权益大幅增长所致。其中归属于母公司的所有者权益为101.64亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本9.00亿元，占比8.85%；资本公积92.57亿元，占比91.08%；盈余公积2.49亿元，占比2.45%；未分配利润-2.44亿元，占比-2.38%。公司所有者权益中，资本公积占比较大，权益的结构稳定性较好。截至2015年底，公司少数股东权益24.54亿元，较年初大幅增长56.53%，主要系景德镇合盛光电产业投资发展有限公司当期归属于少数股东的损益大幅增长所致。

截至2016年3月底，公司所有者权益125.70亿元，较年初下降0.38%，公司权益结构较年初变化较小。

总体看，跟踪期内公司负债规模大幅增长，所有者权益由于少数股东权益的增长而有所增长。

4．盈利能力

2015年，公司营业收入101.68亿元，较上年减少10.03%，主要系商品销售业务收入下滑所致；公司营业成本85.37亿元，较上年小幅下降7.72%。成本的下降幅度小于收入的下降幅度导致公司营业利润率较上年下降1.61个百分点至14.59%。

2015年，公司期间费用总额17.15亿元，较上年小幅增长2.15%，主要系管理费用的上升带动所致。公司期间费用构成中，销售费用占比29.30%；管理费用占比41.10%；财务费用占比29.60%。2015年，公司销售费用由上年的5.52亿元小幅下降8.97%至5.02亿元；管理费用由上年的6.02亿元上升17.07%至7.05亿元，主要由管理层的工资薪酬上涨以及发生的改制费用所致；公司财务费用小幅降低3.26%至5.07亿元。2015年，公司费用收入比由上年的14.85%上升至16.86%，公司费用控制能力有所减弱。

由于2015年起公司联营企业与合营企业投资收益出现较大亏损，导致公司按照权益法核算的长期股权投资收益为-0.56亿元，2015年公司投资收益为-0.41亿元（占营业利润比重11.19%）。

2015年，公司营业外收入为11.17亿元，较上年大幅增加124.57%，主要构成为非流动资产处置利得（占比2.43%）和政府补助（占比96.92%）；公司营业外支出1.06亿元，较上年大幅增长387.32%，主要系非流动资产处置损失大幅增长（占比94.72%）所致。公司利润总额全部由营业外收入贡献。公司营业外收入中政府补助金额较大，显示公司对政府补贴较为依赖；营业外收入和支出中的非流动资产处置利得与损失具有偶然性，稳定性较差。

2015年，公司利润总额为6.41亿元，较上年大幅增加29.65%，主要系公司获得大量政府补贴所致。2015年，公司净利润3.49亿元，较上年大幅增长70.55%。

受上述因素影响，2015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2.50%、2.79%和2.90%，较上年分别提升0.22、0.11和0.92个百分点。

总体看，跟踪期内，由于商品销售业务收入下滑，公司营业整体收入有所下滑，营业成本有所下降，但降幅低于收入的降幅，导致营业利润小幅下降；公司对于政府补贴等营业外收入的依赖程度仍未减轻，并通过政府弥补了2015年营业利润的亏损。

5．现金流

从经营活动看，2015年，公司经营活动流入现金117.55亿元，较上年下降11.77%，主要系

收入下降引起销售商品、提供劳务收到的现金下降所致；经营活动现金流出方面，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。公司经营活动产生的现金流量净额转为净流出状态，为-16.65亿元，较上年大幅减少-175.46%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金收入减少但购买商品、接受劳务支付的现金有所增长所致，显示公司经营现金流量有所恶化。公司2015年现金收入比为101.66%，较上年的104.80%有所下降，收入实现质量尚可。

从投资活动看，2015年公司投资活动现金流入量12.87亿元，增幅达到881.13%，主要系乐平棚户区改造等 BT 项目的投资回收款增长所致；公司投资活动现金流出26.22亿元，较上年增长102.30%，主要系支付建工程工程款及设备采购款所支付的现金。公司投资活动产生的现金流量净额仍然保持净流出状态，为13.36亿元，较上年净流出扩大14.65%，主要系公司加大固定资产投资，对外投资金额持续高于收回投资资金所致。

从筹资活动看，2015年，公司筹资活动流入现金为156.30亿元，较上年大幅增长25.59%，其中取得借款收到现金139.85亿元，吸收投资收到的现金14.27亿元；公司筹资活动现金流出111.90亿元，较上年减少13.63%，主要系偿还债务以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。公司筹资活动产生的现金流量净额为44.40亿元，较上年大幅增长969.41%，主要系公司2015年增加长期借款及发行债券的金额明显高于偿还债务、分配股利和支付利息的金额所致。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金净流量为净流出，有待改善；收入实现质量尚可；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；公司筹资活动产生的现金呈净流入状态，且大幅增长，公司未来仍有一定的融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，伴随公司流动资产规模的迅速上升，2015年底公司流动比率由上年的1.05倍增长至1.33倍；公司存货规模较大，但剔除存货后，速动比率仍由上年的0.60倍上升至0.74倍。受2015年经营收入下降影响，公司现金类资产有所减少，公司现金短期债务比由上年的0.45倍下降至0.62倍。整体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司 EBITDA 合计17.89亿元，主要由计入财务费用的折旧（占比36.90 %）、利息支出（占比24.76%）和利润总额（占比35.85%）构成；2015年，公司 EBITDA 较上年大幅增长29.24%，主要系折旧、利息支出和利润总额均有一定程度的增长所致。2015年，公司 EBITDA 利息倍数为3.13倍，EBITDA 全部债务比为0.09倍。公司 EBITDA 能够完全覆盖利息支出，但对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至2016年3月底，公司对外担保余额2.25亿元，对外担保比率较低为1.79%，公司对外担保风险较小。

截至2015年底，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2016年6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，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力有待提升；但考虑到公司在综合实力、品牌知名度、经营模式以及煤化工经营等方面具有一定的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

八、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产达71.74亿元，约为“15景德01”和“16景德01”本金合计（10.00亿元）的7.17倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达126.18亿元，约为“15景德01”和“16景德01”本金合计（10.00亿元）的12.62倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为17.89亿元，约为“15景德01”和“16景德01”本金合计（10.00亿元）的1.79倍，公司EBITDA对“15景德01”和“16景德01”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入为117.55亿元，约为“15景德01”和“16景德01”本金合计（10.00亿元）的11.76倍，公司经营活动现金流入对“15景德01”和“16景德01”的覆盖程度尚可。

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，在区域垄断性和政府支持等方面具有优势，公司对“15景德01”和“16景德01”的偿还能力很强。

九、综合评价

跟踪期内，公司作为景德镇市国有资产经营管理主体，拥有区域垄断性和较强的政府支持，公司总资产及所有者权益增长较快。但受外部环境影响，公司营业收入继续下降，营业利润为负，盈利依赖于营业外收入；公司债务负担持续加重，短期偿债压力依然存在等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司组织机构调整的完成，景德镇市所属国有资产的继续注入，以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，整体盈利能力和综合经济实力也将进一步增强。同时，随着区域经济的发展，景德镇市财政实力有望进一步增强。

综上所属，联合评级维持公司“AA”的主体信用等级，评级展望为“稳定”；维持“15景德01”和“16景德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	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	344.61	393.66	418.22
所有者权益（亿元）	114.48	126.18	125.70
短期债务（亿元）	106.73	115.37	113.76
长期债务（亿元）	46.37	81.92	100.21
全部债务（亿元）	153.10	197.28	213.97
营业收入（亿元）	113.01	101.68	17.96
净利润（亿元）	2.05	3.49	0.20
EBITDA（亿元）	13.84	17.89	--
经营性净现金流（亿元）	22.06	-16.65	-12.82
应收账款周转次数(次)	6.79	6.66	
存货周转次数（次）	1.28	0.94	
总资产周转次数（次）	0.36	0.28	
现金收入比率（%）	104.80	101.66	108.34
总资本收益率（%）	2.28	2.50	--
总资产报酬率（%）	2.68	2.79	--
净资产收益率（%）	1.98	2.90	--
营业利润率（%）	16.20	14.59	15.96
费用收入比（%）	14.85	16.86	16.85
资产负债率（%）	66.78	67.95	69.94
全部债务资本化比率（%）	57.22	60.99	62.99
长期债务资本化比率（%）	28.83	39.36	44.36
EBITDA 利息倍数（倍）	3.91	3.13	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.09	--
流动比率（倍）	1.05	1.33	1.40
速动比率（倍）	0.60	0.74	0.82
现金短期债务比（倍）	0.45	0.62	0.60
经营现金流动负债比率（%）	12.63	-9.49	-7.02
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.38	1.79	--

注：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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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。