跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1117 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公开发行的“15 景德 01”和“16 景德 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：周旭

二零一七年 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 2017 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	债券规模	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（5+2）年	AA	AA	2016/6/28
16 景德 01	5.00 亿元	7（5+2）年	AA	AA	2016/6/28

跟踪评级时间：2017 年 6 月 28 日

财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	393.66	440.77	456.72
所有者权益（亿元）	126.18	127.00	124.88
长期债务（亿元）	81.87	114.24	124.46
全部债务（亿元）	204.45	241.44	243.69
营业收入（亿元）	101.68	100.52	31.09
净利润（亿元）	3.49	3.26	0.44
EBITDA（亿元）	17.55	15.70	--
经营性净现金流（亿元）	-16.65	-16.38	5.99
营业利润率（%）	14.59	17.80	12.66
净资产收益率（%）	2.90	2.58	0.35
资产负债率（%）	67.95	71.19	72.66
全部债务资本化比率（%）	61.84	65.53	66.12
流动比率（倍）	1.33	1.39	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	2.07	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.75	1.57	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2017 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、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

2016 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的综合性管理主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持，外部发展环境较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司盈利能力对营业外收入较为依赖；公司债务负担持续加重，短期偿债压力较大 以及资产受限程度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司煤化工板块为主的各经营板块稳步发展，公司经营性业务收入有望持续扩张，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”和“16景德01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2016年，景德镇市财政实力稳定增长，为公司发展提供了较好的外部发展环境。

2．2016年，公司完成集团组建，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及政府性项目投融资平台，拥有区域垄断性。

3．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支持。

关注

1．公司国资板块主要为不良债权处置，受债权清收进度影响，收入和利润存在不确定性。

2．公司受限资产比例较高，资产质量一般。

3．2016 年，公司债务规模增长较快，债务负担持续加重，短期债务占比高，短期偿付压

力大。

4. 公司盈利能力对营业外收入较为依赖，营业外收入具有一定波动性。

分析师

杨世龙

电 话：010-85172818

邮 箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电 话：010-85172818

邮 箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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。

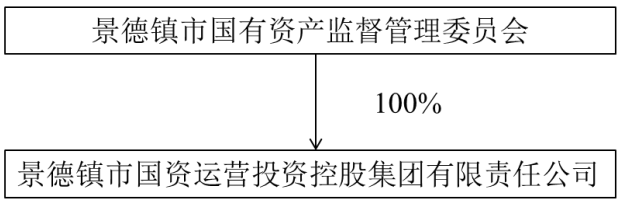
分析师：杨世龙 李[illegible]

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”）前身为景德镇市工业投资有限公司。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。2016年5月，根据景德镇市国有资产监督管理委员会《关于同意国资公司通过变更企业名称登记设立景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司的批复》（景国资发[2016]1号），公司名称由“景德镇市国有资产经营管理有限公司”变更为“景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司”，同时以资本公积转增注册资本的方式将注册资本增至62.00亿元。截至2017年3月底，公司注册资本62.00亿元，由景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇国资委”）全额出资。

图1　截至2017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）。

截至2016年底，公司本部设有10个职能部门：运营管理部、投资发展部、风险控制部、财务核算部、资金计划部、项目管理部、审计部、人力资源部、党委办公室和总经理办公室；公司纳入合并报表的子公司共15家，其中全资子公司9家，控股子公司6家；员工合计11,607人。

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

截至2017年3月底，公司合并资产总额456.72亿元，负债合计331.84亿元，所有者权益（含少数股东权益）124.88亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入31.09亿元，净利润（含少数股东损益）0.44亿元；经营活动现金流量净额为5.99亿元，现金及现金等价物净增加额12.15亿元。

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。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。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个计息年度末公司调整票面利率及投资者回售选择权。公司债券募集资金已全部用于补充营运资金，公司债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。公司已于2016年11月19日支付了“15景德01”自2015年11月19日至2016年11月18日期间利息；公司已于2017年1月25日支付了“16景德01”自2016年1月25日至2017年1月24日期间利息。

三、行业与区域经济环境

公司是景德镇市最重要的国有资产经营管理实体，主营业务主要为煤化工产品的生产与销售。

1．行业分析

在煤化工行业中，用于炼焦的主要原材料为炼焦煤（包括焦煤、气煤、瘦煤和肥煤等煤种）。煤炭产量方面，2016 年初，我国开始煤炭去产能工作。随着去产能政策初见成效，2016 年，全国煤炭产量 33.64 亿吨，同比下降 10.22%。全国炼焦精煤产量 4.36 亿吨，同比下降 9.82%。

煤炭价格方面，受 2016 年煤炭去产能影响，2016 年下半年煤炭价格大幅上升，2017 年 1~3 月煤炭价格较为稳定。煤化工行业中焦化工下游行业为钢铁，钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。钢铁行业的周期性很强，2015 年，在钢材下游需求继续萎缩、钢价大幅下跌和钢企亏损不断加剧等多重因素倒逼下，中国粗钢产量出现 20 年首次负增长。2016 年粗钢产量与上年基本持平，为 8.08 亿吨。

焦炭价格方面，2016 年 3 月起，受去产能政策效果显现影响，钢铁价格上调，生产回暖，对焦炭采购积极，焦炭供需失衡；同时，高位坚挺的煤价及运费大大拉高了焦炭成本，对焦价形成一定支撑；加之各地环保严查，焦企开工不高，焦炭库存偏紧，大都供不应求，使得主焦煤价格未发生大幅上涨的情况下焦炭价格走高。根据国家统计局数字，截至 2017 年 3 月 26 日，国内焦炭兰炭市场平均价为 1,440 元/吨。

行业竞争方面，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。

行业政策方面，我国“富煤、少油、缺气”的能源结构决定了充分利用煤炭资源优势发展煤化工产业是符合我国国情的实现能源多元化的首选。2016 年 4 月，中国石化联合会发布《现代煤化工“十三五”发展指南》，对“十三五”煤化工发展制定了三大目标：规模发展目标、技术创新目标、节能减排目标。2016 年 6 月，国家发改委、工信部、国家能源局印发《中国制造 2025-能源装备实施方案》，围绕确保能源安全供应、推动清洁能源发展和化石能源清洁高效利用三个方面确定了 15 个领域的能源装备发展任务。2016 年 7 月，国务院办公厅发布了《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，指出现代煤化工将来可能因技术进步而竞争力有所提升，但必须要遵照 “在中西部符合资源环境条件的地区，结合大型煤炭基地开发，按照环境准入条件要求，有序发展现代煤化工产业”的要求，有序发展。

2017年随着供给侧改革的推进，且随着焦化企业经营者观念的转变，及时的行业沟通、对市场变化敏感灵活的应对、以及成本端、下游钢材价格支撑等，焦炭的议价能力将在2017年有很大提升。2017年运输问题将会得到有效解决，运输成本端利润将会受到挤压，即长距运输有100~150元/吨的议价空间。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，焦炭供应端减少的同时，下游需求端也在收缩，且基本会保持同步。

总体看，2016 年，煤炭及焦炭产品价格受供给端去产能及需求回升影响呈上涨趋势，但仍面临产能过剩的问题。未来随着相关政策的实施，技术的完善成熟，拥有较长煤化工产业链的企业，将更有效利用自身资源优势，在应对市场波动方面具有较强抗风险能力。

2．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。截至2016年底，年末全市常住总人口为1,654,896人，比上年末增加14,381人，其中城镇常住人口为1,072,207人，占总人口比重（常住人口城镇化率）为64.79%，比上年末提高1.26个百分点。

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

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

3．财政实力

根据《景德镇市2016年市级总预算执行情况和2017年市级总预算草案的报告》，2016年，景德镇市完成财政总收入115.8亿元，完成全市汇总预算的101.8%，较上年实际完成数增长15.5%。全市一般公共预算收入完成88.7亿元，完成预算的100.6%，较上年增长7.2%；政府性基金收入19.27亿元，较上年下降49.3%。

2016年，景德镇市市本级地方综合财力118.72亿元，较上年增长6.36%；其中，一般公共预算本级收入、转移支付和税收返还收入较上年有所增长。一般公共预算本级收入、转移支付和税收返还收入及国有土地使用权出让收入在综合财力中的占比分别为19.05%、70.67%和9.81%，景德镇市地方可控财力主要来自于一般公共预算本级收入及转移支付和税收返还收入。

2016 年，景德镇市一般公共预算本级收入 22.62 亿元，较上年增长 2.77%；其中，税收收入 9.13 亿元，较上年下降 28.28%%；税收收入在一般公共预算收入中的占比为 40.36%，较上年的 57.84%

大幅下降；同期，实现非税收入 13.49 亿元，较上年增长 45.37%。

2016 年，景德镇市市本级实现转移支付和税收返还收入 83.90 亿元，较上年增长 17.24%，其中，一般性转移支付收入 52.52 亿元，较上年增长 14.82%，专项转移支付收入 22.30 亿元，较上年增长 3.67%，返还性收入 9.08 亿元，较上年大幅增长 240.07%；2016 年，转移支付和税收返还收入占综合财力的比重为 70.67%，其综合财力增长对于上级补助的依赖程度较高。

2016 年，景德镇市市本级实现国有土地使用权出让收入 11.65 亿元，较上年下降 31.75%，其中国有土地使用权出让收入 10.83 亿元，较上年下降 34.99%。

表1　2015~2016年景德镇市本级财政实力（单位：亿元、%）

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

资料来源：景德镇市财政局

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

表2　2016年景德镇市本级政府债务余额表（单位：亿元）

地方债务（截至 2016 年年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）政府负有偿还责任的债务	84.63	（一）地方一般预算本级收入	22.62
（二）政府负有担保责任的债务	10.20	1、税收收入	9.13
（三）政府可能承担一定救助责任的债务	47.94	2、非税收入	13.49
1、金融机构	98.77	（二）转移支付和税收返还收入	83.90
2、国际金融组织	1.65	1、一般性转移支付收入	52.52
3、外国政府	2.42	2、专项转移支付收入	22.30
4、机关	19.55	3、税收返还收入	9.08
5、融资平台公司	3.34	（三）国有土地使用权出让收入	11.65
6、公用事业单位	--	1、国有土地使用权出让金	10.83
7、其他单位	16.87	2、国有土地收益基金	0.81

8、个人	0.15	3、农业土地开发资金	0.01
9、不特定对象	--	4、新增建设用地有偿使用费	--
10、国有企业（非融资平台公司）	0.02	（四）预算外财政专户收入	0.55
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**89.73**	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**118.72**
负有偿还责任的债务率=（政府负有偿还责任的债务÷地方综合财力）×100%			**75.58%**

资料来源：景德镇市财政局。

总体看，景德镇市财政实力稳定增长，市本级财政实力继续增强，但对上级各项补助收入依赖较大，且地方政府债务率较高。

四、管理分析

1．治理结构

2016 年公司组织机构调整后，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。

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。

总体看，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．主要人员变动情况

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。

五、经营分析

1．经营概况

2016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。2016年，公司营业收入为100.52亿元，较上年变化不大；同期，受营业外收入减少影响，公司利润总额有所下降，为4.84亿元；实现净利润3.26亿元，较上年下降6.57%。

从营业收入构成来看，2016年，公司主营业务收入分为煤化工、国资、公用等三大板块；主营业务收入占营业收入比重为95.66%；2016年，公司实现主营业务收入96.16亿元，同比增长0.56%，主要系房地产项目确认收入增加所致。其中，煤化工板块收入仍为公司的主要收入来源，2016年实现收入78.12亿元，较上年下降4.92%，主要受炭黑和复合肥产品持续下行影响；国资板块实现收入5.44亿元，较上年增长4.64%；公用板块实现收入11.84亿元，较上年增长43.08%，主要系房地产项目确认收入增加所致。

毛利率方面，2016年，受钢铁行业市场景气度逐步好转，焦化产品价格逐步上调，公司综合毛利率较上年上升3.17个百分点至18.53%。其中，焦炭销售业务毛利率为9.48%，较上年上升3.22个百分点，主要系焦炭产品价格上升所致；炭黑销售业务毛利率由上年的14.30%上升至16.18%，复合肥销售业务毛利率上升10.44个百分点至19.67%，主要系2016年前三季度受煤化工行业景气度下降影响，炭黑和复合肥产品价格及成本有所下降，2016年四季度受侧供给影响炭黑和复合肥价格回升，但成本联动性滞后所致；房地产业务毛利率为31.36%，较上年变化不大；代建项目毛利率由上年的45.35%大幅上升至64.61%，主要系2015年公司代建收入全部采用总额法核算，2016年公司部分代建收入采用净额法核算所致。

表3　2015~2016年公司主营业务情况（单位：亿元、%）

	项目	2015 年			2016 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤化工板块	焦炭销售	14.47	15.13	6.26	19.39	20.17	9.48
	炭黑销售	40.83	42.70	14.30	36.73	38.20	16.18
	复合肥销售	14.90	15.58	9.23	12.74	13.25	19.67
	煤化工附属产品销售	11.96	12.50	8.27	10.02	10.42	8.68
国资板块	处置不良债权	1.65	1.72	60.81	1.19	1.24	99.45
	其他	3.55	3.71	40.16	4.24	4.41	15.34
公用板块	公共交通	0.46	0.48	-37.83	--	--	--
	住宿餐饮	0.79	0.82	72.95	0.61	0.63	77.07
	房地产	2.93	3.06	30.60	8.73	9.08	31.36
	代建项目	4.10	4.29	45.35	2.50	2.60	64.61
	合计	**95.62**	**100.00**	**15.36**	**96.16**	**100.00**	**18.53**

资料来源：公司提供、联合评级整理

受下游行业景气度提升，产品价格逐步上调影响，2017年1~3月，公司营业收入由上年同期的17.96亿元增长至31.09亿元；营业利润亏损额有所减少，由上年同期的-0.35亿元减亏至-0.18亿元。

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；2016 年，受房地产项目确认收入增加影响，公司主营业收入略有上升；受钢铁行业市场景气度逐步好转，焦化产品价格上调影响，公司主营业务毛利率有所上升。

2．煤化工板块

公司煤化工板块仍由全资子公司焦化集团负责经营，主要产品包括焦炭、炭黑、复合肥、煤气和药用玻璃等。受煤化工行业景气度下行影响，2016 年公司煤化工板块实现收入 78.88 亿元，较上年减少 3.28 亿元，占主营业收入比重由 85.92%下降至 82.03%，但仍为公司的主要收入来源。

（1）焦炭及相关副产品

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

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。2016 年公司焦炭价格逐步上调，由 2015 年的 720.43 元/吨上升至 1,003.55 元/吨。2017 年 1~3 月，焦炭价格继续回升，平均售价 1,673.13 元/吨，较上年增长 66.72%。

2016 年，随着焦炭价格的逐步上调，焦化集团焦炭销售收入有所上升。2016 年，焦炭销售收入为 19.39 亿元，较上年增长 34.00%；2017 年 1~3 月，焦炭销售收入达到 8.13 亿元，为 2016 年全年的 41.93%。

表4　2015~2017年一季度焦化集团焦炭产销情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
产能（万吨）	210.00	210.00	210.00
产量（万吨）	180.22	194.29	49.81
产能利用率（年化，%）	85.82	92.52	23.72
销量（万吨）	200.83	193.22	48.58
产销率（%）	111.44	99.45	97.53
平均售价（元/吨）	720.43	1,003.55	1,673.13
销售收入（亿元）	14.47	19.39	8.13

资料来源：公司提供

焦炭产品的主要原材料是洗精煤，焦化集团下属子公司景德镇开门子陶瓷化工集团有限公司、新昌南炼焦化工有限责任公司拥有自己的铁路专用线，一定程度上保证了原材料供应的及时、稳定；产品销售渠道方面，焦化集团焦炭业务客户主要为三安钢铁、新余钢铁等钢铁企业。2016 年，公司前 5 大销售客户金额合计 13.59 亿元，占焦炭销售收入的比例为 70.08%，集中度较高。

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。

总体看，2016 年，受焦炭价格逐步上调影响，公司焦炭销售收入有所增长。

（2）炭黑

焦化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。黑猫股份（SZ：002068）于 2006 年 9 月在深圳交易所上市，主营业务为炭黑及其尾气的生产与销售。截至 2017 年 3 月底，焦化集团持有黑猫股份 43.59%，共计 264,645,103 股，为黑猫股份第一大股东。

炭黑销售采取“以销定产”的模式，订单期限通常为一年，根据年度订单确定生产品种和总供货量，按月交付。黑猫股份按生产成本基础附加相对固定的毛利率的方式定价，定价按月订单执行，

价格调整周期为一个月。黑猫股份销售结算方式为先供货后付款，国内以现金和承兑汇票为主，结算周期一般为 30~60 天，国外付款以信用证和电汇为主，结算周期一般为 45~60 天。

2016 年，黑猫集团炭黑产量和销量都有所增长，但受炭黑价格继续走低影响，销售收入继续减少。2017 年 1~3 月，炭黑价格大幅回升，平均售价 4,706.89 元/吨；实现销售收入 12.85 亿元，为 2016 年全年的 34.99%。

表5　2015~2017年一季度黑猫股份产销情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
产能（万吨）	106.00	106.00	106.00
产量（万吨）	98.54	102.74	26.91
产能利用率（年化，%）	92.96	96.92	25.39
销量（万吨）	101.25	102.34	27.30
产销率（%）	102.74	99.62	101.45
平均售价（元/吨）	4,032.89	3,588.55	4,706.89
销售收入（亿元）	40.83	36.73	12.85

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%。2016 年，黑猫股份前五大原料供应商采购量占全部采购量的 20.73%；产品销售渠道方面，黑猫股份客户为国内外大型轮胎企业。2016 年，公司前 5 大销售客户金额合计 7.19 亿元，占黑猫股份营业收入的比例为 16.42%，集中度较低。

总体看，公司炭黑生产具备一定的产业布局和技术优势，2016 年，炭黑销量有所增长，但受炭黑价格下降影响较大，销售收入有所减少。

（3）复合肥

焦化集团复合肥产品仍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。开门子肥业在景德镇、湖南、河南和河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为 28 万吨、25 万吨、35 万吨和 50 万吨；在贵州拥有一个磷石矿基地，可有效满足现有三个复合肥生产基地所需的原料磷肥。此外，开门子肥业拥有铁路专用线，能在一定程度上降低产品成本。复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式；销售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，以现金和银行承兑汇票结算为主。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。

2016 年，开门子肥业复合肥销售收入有所减少，为 12.74 亿元，主要系产品销售价格下降所致。2017 年 1~3 月，实现复合肥销售收入 4.65 亿元，为 2016 年全年的 36.50%。

表6　2015~2017年一季度开门子肥业销售情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
产能（万吨）	138.00	138.00	138.00
产量（万吨）	80.48	74.65	33.57
产能利用率（年化，%）	58.31	54.09	--
销量（万吨）	78.95	78.95	32.63
产销率（%）	98.10	105.76	97.20
平均售价（元/吨）	1,886.69	1,613.60	1,425.07
销售收入（亿元）	14.90	12.74	4.65

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，煤化工板块仍是公司营业收入的主要来源，受煤化工行业景气度下行影响，公司煤化工板块营业收入有所减少。

3．国资板块

公司国资板块仍由公司（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，处置破产企业的相关债务、资产并安置职工。

截至 2017 年 3 月底，公司已累计达成 30 个资产包收购协议，合计债权总额 67.20 亿元（含不良债权原值及债权存续期利息），收购成本不超过 10 亿元，涉及景德镇市约 500 家企业，资产质量较好，公司已处置债权总额合计 33.06 亿元。公司依法取得改制企业的土地逾 3,000 亩，公司获得的改制企业土地已获得或正在办理土地证，针对清收来的原产权单位土地属划拨性质的，公司缴纳相关费用变性为出让用地。

2016 年，公司处置不良债权收入 1.19 亿元，较上年减少 27.60%；毛利率 99.45%，较上年增长 38.64 个百分点，由于不良资产处置不确定因素较多，如债务人实际抵债能力、资产包资产质量以及职工安置难度等，公司不良资产处置业务毛利率波动较大。

主要系公司持续加大债权清收力度，以前年度已结转成本的债权在本年度收回所致。2017 年 1~3 月，实现处置不良债权收入 101.85 万元，毛利率为 98.05%。

总体看，2016 年公司处置不良债权收入有所减少，受不良资产处置不确定因素较多影响，公司不良资产处置业务毛利率波动较大。

4．公用板块

（1）基础设施建设

公司基础设施建设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，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。

目前公司较大的在建投资项目为乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目、西瓜洲地段棚户区改造项目和中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目。乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目投资总额为13.27亿元，回购款项包括回购项目投资额和投资利息/建设资金利息总额共计24.20亿元，从2010年起分10年回款，2016年实现回款2.90亿元。截至2016年末，项目已完工，并于2016年度办理了部分竣工结算，整个项目计划将于2018年完成全部竣工决算。2016年，乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目1.04亿元收入采用净额法核算，将收入减去成本后的净额计入主营业务收入。

西瓜洲地段棚户区改造项目和中渡口北片区棚户区改造项目计划总投资22.87亿元，回购款项包括回购项目投资额和投资利息/建设资金利息总额共计25.50亿元，从2013年起分8年回款，2016年实现回款2.75亿元。截至2016年末，项目已投入15.50亿元，尚需投入7.37亿元，预计2019年完工。

总体看，公司基础设施建设投资规模较大，公司项目垫款较多，给公司资金周转产生了一定不利影响。

（2）房地产业务

公司房地产业务的开发主体主要为景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）和焦化公司下属子公司开门子房地产公司。2016年，公司实现房地产收入8.73亿元，较上年增加5.80亿元，主要系房地产项目确认收入增加所致。

国信置业主要项目为国信御城小区，总建筑面积为17.42万平方米，可售面积9.49万平方米，项目分为两期实施。截至2016年底，国信置业项目总投资额为4.03亿元，未来尚需投资约1亿元；已售面积共6.75万平方米。

开门子房地产公司自主开发项目主要包括金鼎国际、木材厂棚户区项目、康家花园一期商品房项目、金岭阳光项目，目前均已开盘并预售；合作开发项目包括金和汇景和金恒国际两个项目，采取开门子房地产公司土地出资、合作单位现金出资合作开发的方式。开门子房地产公司项目总建筑面积为38.39万平方米，截至2016年底，已售面积27.00万平方米。

总体看，2016年随着房地产项目确认收入的增加，公司房地产业务收入大幅增长，对公司利润形成补充。

5．在建项目

截至2017年3月底，公司重要在建项目总投资额为65.26亿元，已完成投资额20.17亿元，尚需投资45.09亿元，投资力度较大，未来可能会对公司资金支出带来一定的压力，但项目建成之后，对于公司多板块业务协调发展具有重要推动作用。截至2017年3月底，公司重要在建项目如下表所示。

表 7　截至 2017 年一季度公司重要在建项目表（单位：亿元 ）

项目名称	总投资额	截至 2017 年 3 月底已完成投资	未来投资计划		自有资金	资本金到位情况
			2017 年	2018 年		
赣东北综合物流园（一期）	16.00	4.84	4.65	2.81	0.85	0.85
吕蒙航空小镇项目	40.00	7.70	6.00	8.00	10.00	3.00
国信御城商住小区	4.86	4.12	0.74	--	3.86	3.86
景德镇国际会展中心	4.40	3.51	0.89	--	4.40	4.40
合计	**65.26**	**20.17**	**12.28**	**10.81**	**19.11**	**12.11**

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，但投资力度较大，未来资金投入将为公司带来较大压力。

6．经营关注

（1）行业周期较强，煤化工板块面临较大经营压力

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

（2）国资板块经营波动性较大

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

（3）在建项目投资规模较大，对外部融资需求较大

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

7．未来发展

2016年，公司完成集团组建，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”。未来，公司将继续在做大做强煤化工产业的同时，进一步整合全市国有资产资源，发挥公司现有优势，努力开拓陶瓷、旅游、直升机产业新的盈利增长点；另一方面，运营方式更为高效。进一步完善国资管理和运营架构，推动国资管理从“管资产”向“管资本”、从“资产经营”向“资本运营”转型，实现“资产、资本、资金、资源”的良性循环和国资运营方式的升级。

总体看，公司未来发展战略较清晰，有利于公司实现稳健发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2016年度财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017年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。2016年，公司新增纳入合并范围的子公司1家，不再纳入合并范围的子公司1家，对公司合并财务报表影响不大，且公司主营业务未发生重大变化。整体看，公司财务数据可比性较强。

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

截至2017年3月底，公司合并资产总额456.72亿元，负债合计331.84亿元，所有者权益（含少数股东权益）124.88亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入31.09亿元，净利润（含少数股东损益）0.44亿元；经营活动现金流量净额为5.99亿元，现金及现金等价物净增加额12.15亿元。

2．资产质量

截至2016年底，公司资产总额440.77亿元，较年初增长11.97%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占比为57.33%，非流动资产占比为42.67%，较上年变化不大，公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 252.68 亿元，较年初增长 8.17%，主要系其他应收款和存货的增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 22.05%）、应收账款（占 5.82%）、其他应收款（占 18.45%）和存货（占 43.58%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 55.72 亿元，较年初下降 6.50%，其中受限制的货币资金 29.48 亿元，占 52.91%，主要为银行承兑汇票保证金和定期存单保理。公司货币资金受限比例较高。

截至 2016 年底，公司应收账款 14.69 亿元，较年初增长 22.53%，主要原因为应收账款大部分由焦化集团日常经营产生，煤化工产品在第四季度销售回暖，导致其应收账款的增加。提坏账准备的应收账款合计金额 1.82 亿元，计提比例 11.04%。从集中度看，公司应收账款前五大客户金额合计

2.56 亿元，占比为 15.48%，较为分散。

截至 2016 年，公司其他应收款 46.62 亿元，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，较年初增长 25.87%，主要系公司业务拓展、基础设施项目建设往来及拆迁、建设垫付款增加所致。从账龄结构看，公司其他应收款账龄在 1 年以内的占比为 75.18%，账期尚可。从集中度看，公司其他应收款前五大客户金额合计 33.57 亿元，占比为 72.01%，较为集中。

截至 2016 年底，公司存货 110.12 亿元，较年初增长 6.67%，主要由开发成本（占 47.02%）、收储土地（占 30.69%）和开发产品（占 10.84%）构成。由于各产品销售价格环比下降较快，公司对原材料及库存商品分别计提了存货跌价准备，累计计提 0.22 亿元。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 188.08 亿元，较年初增长 17.51%，主要系其他流动资产的增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 11.18%）、固定资产（占 42.32%）、无形资产（占 7.99%）和其他非流动资产（占 24.37%）构成。

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

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 79.60 亿元，与年初基本持平，主要包括房屋及建筑物（占 64.28%）和机器设备（占 31.66%），固定资产成新率 69.77%，成新率一般。

截至 2016 年底，公司无形资产 15.02 亿元，较年初增长 5.08%，主要由土地使用权构成，占比为 97.59%。

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

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

截至 2017 年 3 月底，公司资产总计 456.72 亿元，较年初增长 3.62%，其中流动资产占比为 58.76%，非流动资产占比为 41.24%，较年初变化不大。

总体看，公司资产保持较快增长。资产结构中，货币资金半数以上已受限；存货、固定资产占比高，变现能力较弱。公司资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 313.77 亿元，较年初增长 17.31%，主要系非流动负债增长所致。其中流动负债占比为 57.93%，非流动负债占比为 42.07%，公司负债结构以流动负债为主。

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

截至 2016 年底，公司短期借款 49.99 亿元，较年初下降 9.32%，主要系公司调整了债务结构，偿还部分短期借款所致。短期借款主要由信用借款（占 62.86%）构成。

截至 2016 年底，公司应付票据 50.73 亿元，较年初增长 4.70%，主要由银行承兑汇票（占 97.24%）

构成。

截至 2016 年底，公司应付账款 16.71 亿元，较年初增长 15.49%。账龄方面，68.24%的账款集中在 1 年以内。

截至 2016 年底，公司预收款项 12.55 亿元，较年初下降 16.03%，主要系预收房款结转房地产收入所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 35.89 亿元，较年初增长 19.30%，主要系与政府下属单位借款及往来款增加所致。账龄方面，1 年以内其他应付款 19.42%，占 54.11%，1 至 2 年占 22.54%。

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

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

截至 2016 年底，公司应付债券 50.12 元，较年初增长 17.03%，主要系公司发行 6.80 亿元中期票据和 5.00 亿元公司债所致。

截至 2016 年底，公司长期应付款 8.29 亿元，较年初增加 7.88 亿元，主要系新增江西振兴发展（古镇 1 号）基金对景德镇古镇投资管理有限公司的投资回购款所致。

截至 2016 年底，公司全部债务为 241.44 亿元。从债务结构看，短期债务 127.20 亿元，长期债务 114.24 亿元，占比分别为 52.68%和 47.32%，短期债务占比较高，短期偿付压力较大，债务结构有待改善。从债务指标看，2016 年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 2015 年底的 67.95%、61.84%和 39.35%上升至 71.19%、65.53%和 47.36%，负债水平较高，债务负担有所加重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 331.84 亿元，较年初增长 5.76%，增长主要来自长期借款的增加。其中流动负债占比为 56.07%，非流动负债占比为 43.93%，负债结构仍以流动负债为主。

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

所有者权益

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

截至 2017 年 3 月底，所有者权益 124.88 亿元，与年初相比变化不大。其中，归属于母公司的所有者权益 98.09 亿元；归属于母公司的所有者权益中实收资本占 63.21%，资本公积占 39.87%，盈余公积占 2.75%，未分配利润为负数。

总体看，所有者权益中实收资本和资本公积占比高，所有者权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 100.52 亿元，较上年下降 1.14%，其中主营业务收入 96.16 亿元；实现营业成本 81.28 亿元，同比减少 4.79%，成本的下降幅度大于收入的下降幅度使得公司营业利润率较上年上升 3.22 个百分点至 17.80%。

期间费用方面，2016年，公司期间费用15.83亿元，较上年下降7.67%，主要系公司加强费控管理所致。其中，公司管理费用合计6.49亿元，主要为工资薪酬及折旧、摊销，管理费用占期间费用比重为40.99%；公司财务费用为4.63亿元（占期间费用比重为29.26%），较上年下降8.71%，主要系公司新增债务多为长期借款，主要用于长期项目建设，利息支出资本化金额较多所致；公司销售费用4.71亿元（占期间费用比重为29.74%）；2016年，公司期间费用占营业收入的比重由上年的16.86%下降至15.75%，公司期间费用控制能力有所加强但仍处于较低水平。

营业外收入方面，2016 年，公司营业外收入 3.29 亿元，较上年下降 70.56%，主要原因为 2016 年 5 月公司完成集团公司组建，焦化集团 2016 年经营也实现由亏损转为持平，进而市政府减小了支持力度，营业外收入占利润总额的比重为 67.89%；公司营业外收入中政府补助金额较大，公司对政府补贴较为依赖，但政府补助具有一定波动性。

受营业外收入减少影响，2016 年，公司利润总额较上年减少 24.51%，为 4.84 亿元；同期，净利润为 3.26 亿元，较上年下降 6.57%，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.58 亿元。

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

2017 年 1~3 月，煤化工行业经营环境的持续好转使得公司实现营业收入较上年同期增长 73.08%至 31.09 亿元；同期，实现利润总额 0.59 亿元；实现净利润 0.44 亿元。

总体看，2016 年公司利润总额对营业外收入的依赖程度仍较高，公司盈利能力有所下降，整体盈利能力一般。

5．现金流

经营活动方面，2016年，公司经营活动产生的现金流入量为114.50亿元，较上年下降2.59%，主要系政府补助减少使得收到的其他与经营活动有关的现金下降所致；经营活动现金流出方面，2016年公司经营活动现金流出130.88亿元，较上年下降2.47%；公司经营活动产生的现金流量净额为-16.38亿元，保持净流出状态。收入实现质量方面，2016年公司现金收入比为109.01%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2016年，公司投资活动产生的现金流入量为26.93亿元，较上年增长109.29%，主要是赎回理财产品增长所致；投资活动现金流出量为46.45亿元，较上年增长77.13%，增长主要来自公司预付的枫树山林场林权收购款；同期，投资活动产生的现金流净额为-19.52亿元，保持净流出状态，且流出规模有所扩大。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动产生的现金流入为122.88亿元，较上年下降21.38%，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动产生的现金流出量为93.93亿元，较上年下降16.06%，主要为偿还债务支付的现金；公司筹资活动产生的现金流量净额为28.95亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流入47.78亿元，经营活动现金流出41.79亿元，现金流净额5.99亿元。现金收入比114.40%，收入实现质量较好。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-4.31亿元和10.47亿元。

总体看，由于经营活动和投资活动呈净流出状态，公司现金流依赖筹资活动，融资需求较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，伴随公司流动资产规模的迅速上升，2016年公司流动比率由上年的1.33倍增长至1.39倍；公司存货规模较大，但剔除存货后，速动比率仍由上年的0.74倍增长至0.78倍。公司现金短期债务比由上年的0.59倍下降至0.52倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度有所降低。整体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司 EBITDA 合计15.70亿元，较上年下降10.55%，主要由折旧（占比为39.91%）、计入财务费用的利息支出（占比为24.84%）和利润总额（占比为30.84%）构成；2016年，公司 EBITDA 利息倍数为2.07倍，EBITDA 全部债务比为0.07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。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至2017年底3月底，公司共获得银行授信222.81亿元，其中未使用额度66.99亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2017年3月底，公司对外担保余额3.24亿元，对外担保比率低，为2.55%。

截至2017年3月底，公司无未决重大诉讼。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1036020200015580C），截至2017年5月2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政府支持，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2016年底，公司现金类资产达66.34亿元，约为“15景德01”和“16景德01”本金合计（10.00亿元）的6.63倍，公司现金类资产对“15景德01”和“16景德01”的覆盖程度较高；净资产达127.00亿元，约为“15景德01”和“16景德01”本金合计（10.00亿元）的12.70倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15景德01”和“16景德01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为15.70亿元，约为“15景德01”和“16景德01”本金合计（10.00亿元）的1.57倍，公司EBITDA对“15景德01”和“16景德01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入为114.50亿元，约为“15景德01”和“16景德01”本金合计（10.00亿元）的11.45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。

八、综合评价

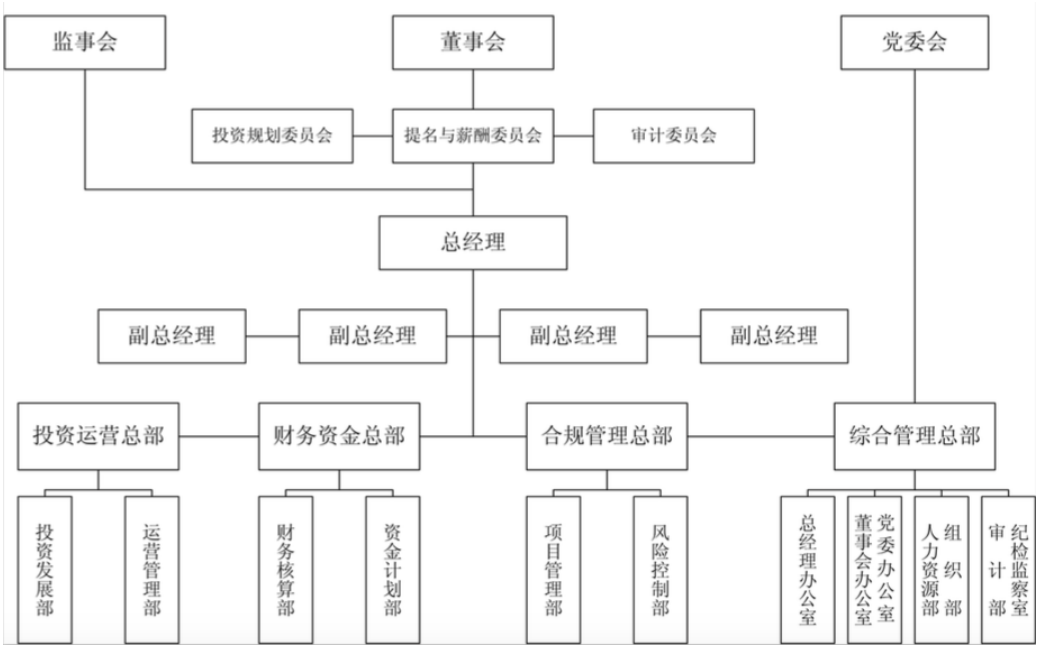
2016 年，公司作为景德镇市最重要的国有资本的综合性管理主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持，外部发展环境较好。同时，联合评级也关注到公司盈利能力对营业外收入较为依赖；公司债务负担持续加重，短期偿债压力较大 以及资产受限程度较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司煤化工板块为主的各经营板块稳步发展，公司经营性业务收入有望持续扩张，

整体盈利能力和综合经济实力也将进一步增强。

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”。

附件 1　景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司组织结构图



附件 2　景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	393.66	440.77	456.72
所有者权益（亿元）	126.18	127.00	124.88
短期债务（亿元）	122.58	127.20	119.23
长期债务（亿元）	81.87	114.24	124.46
全部债务（亿元）	204.45	241.44	243.69
营业收入（亿元）	101.68	100.52	31.09
净利润（亿元）	3.49	3.26	0.44
EBITDA（亿元）	17.55	15.70	--
经营性净现金流（亿元）	-16.65	-16.38	5.99
应收账款周转次数（次）	6.67	6.78	--
存货周转次数（次）	0.94	0.76	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.24	--
现金收入比率（%）	101.66	109.01	114.40
总资本收益率（%）	2.52	2.05	--
总资产报酬率（%）	2.85	2.10	--
净资产收益率（%）	2.90	2.58	--
营业利润率（%）	14.59	17.80	12.66
费用收入比（%）	16.86	15.75	12.46
资产负债率（%）	67.95	71.19	72.66
全部债务资本化比率（%）	61.84	65.53	66.12
长期债务资本化比率（%）	39.35	47.36	49.92
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	2.07	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.07	--
流动比率（倍）	1.33	1.39	1.44
速动比率（倍）	0.74	0.78	0.82
现金短期债务比（倍）	0.59	0.52	0.64
经营现金流动负债比率（%）	-9.49	-9.01	3.22
EBITDA/待偿债券本金（倍）	1.75	1.57	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2017 年一季度数据未经审计；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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×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]
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
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）
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	自由负债/自有资产×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	
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
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。