跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1388 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”、“16 景德 01”和“18 景国 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：

二零一八年六月二十七日

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 2018 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	2017/6/28
16 景德 01	5.00 亿元	7 年（5+2）	AA	AA	2017/6/28
18 景国 01	2.00 亿元	3 年	AA	AA	2018/3/28

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	440.77	455.69	465.74
所有者权益（亿元）	127.00	137.40	138.62
长期债务（亿元）	122.53	125.39	111.03
全部债务（亿元）	249.73	254.40	256.64
营业收入（亿元）	100.52	141.96	30.27
净利润（亿元）	3.26	8.06	0.92
EBITDA（亿元）	15.70	22.03	--
经营性净现金流（亿元）	-16.38	5.79	12.15
营业利润率（%）	17.80	16.36	14.53
净资产收益率（%）	2.58	6.10	--
资产负债率（%）	71.19	69.85	70.24
全部债务资本化比率（%）	66.29	64.93	70.24
流动比率（倍）	1.39	1.31	1.29
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.93	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.31	1.84	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2018 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

2017 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，外部支持和外部发展环境较好，收入和利润规模有所增长。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，盈利能力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”、“16 景德 01”和“18 景国 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2017 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。

2．2017 年，受煤化工行业市场景气度逐步好转影响，公司收入和利润规模有所增长。

3．作为景德镇市国有资产经营管理唯一主体，公司收到政府补贴等持续的外部支持。

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．公司不良资产收购业务波动性较大，业务稳定性较弱。

3．2017 年，公司整体负债水平仍较高，短期债务占比高，短期偿付压力大；2019~2021

年有一定集中偿付压力。

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　婷
电　话：010-85172818
邮　箱：yangt@unitedratings.com.cn

倪　昕
电　话：010-85172818
邮　箱：nix@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。

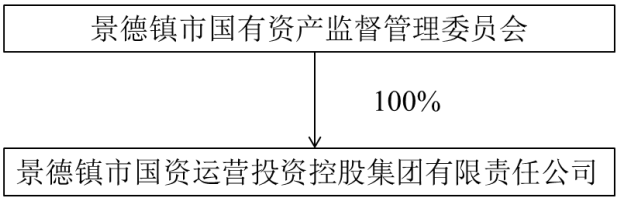
分析师：

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 2018 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2018年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围变更为：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 2018 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一级子公司共 14 家，其中全资子公司 7 家，控股子公司 7 家；员工合计 11,607 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 455.69 亿元，负债合计 318.29 亿元，所有者权益 137.40 亿元。2017 年，公司实现营业收入 141.96 亿元，净利润 8.06 亿元；经营活动现金流量净额为 5.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 465.74 亿元，负债合计 327.12 亿元，所有者权益 138.62 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.27 亿元，净利润 0.92 亿元；经营活动现金流量净额为 12.15 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.48 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 年末附发行人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 年末附发行人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 2016 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”。

截至报告出具日，“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，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 2017 年 11 月 20 日支付了“15 景德 01”自 2016 年 11 月 19 日至 2017 年 11 月 18 日期间利息；公司已于 2018 年 1 月 25 日支付了“16 景德 01”自 2017 年 1 月 25 日至 2018 年 1 月 24 日期间利息；“18 景国 01”尚未到首个付息日。

三、行业与外部环境

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。

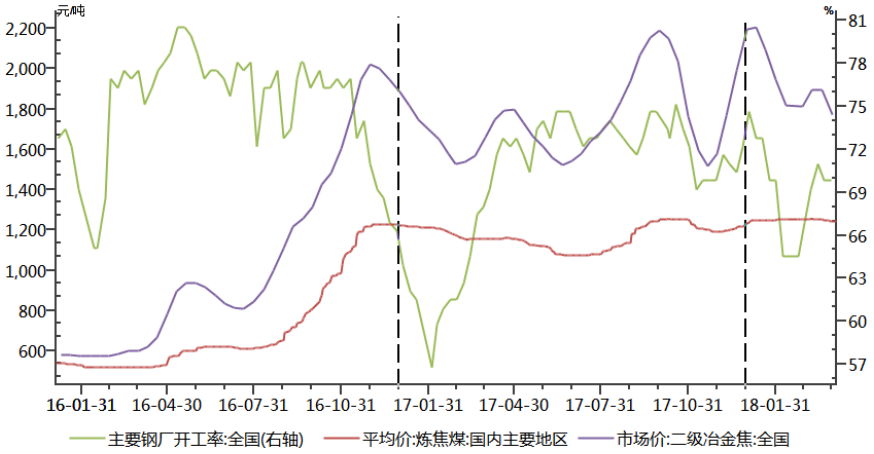
1. 行业分析

焦化行业是以煤炭为主要原料生产焦炭及部分化工产品，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。

从上游煤炭行业来看，2017 年全国煤炭产量约 35 亿吨，较上年增长 3.2%。2017 年全国煤炭去产能为 1.83 亿吨，加上 2016 全国煤炭去产能 2.9 亿吨，合计达到 4.73 亿吨，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。得益于煤炭去产能影响，2017 年煤炭价格高位稳定运行。截至 2017 年底，国内炼焦煤价格 1,230 元/吨，较年初 1,220 元/吨的价格变动不大，全年振幅小于 200 元/吨。

从下游钢铁行业来看，2017 年全国粗钢产量约 8.3 亿吨，较上年增长 5.7%。钢铁行业全年去产能工作落实有力，超额完成 5,000 万吨的去产能目标。截至 2017 年底，退出过剩钢铁产能已超过 1 亿吨，有望在 2018 年提前完成“十三五”钢铁去产能 1.5 亿吨的上限目标。从钢材价格来看，全年呈上升态势。截至 2017 年底，国内钢材价格指数（中钢协）121.8 点，较年初的 99.0 点上涨了约 23%，2018 年一季度，钢材价格有所回落，但仍处于相对高位。

图 1　炼焦煤和焦炭价格以及下游钢厂开工率情况（单位：万吨）



数据来源：Wind

从焦炭市场运行来看，2017 年焦炭产量 4.3 亿吨，较上年下降 3.3%，2017 年我国焦炭实现去产能 1,682 万吨，新增 510 万吨，净减少 1,172 万吨。焦炭价格整体高于 2016 年，截至 2017 年底国内焦炭二级冶金焦市场价格约为 2,200 元/吨，较年初 1,900 元/吨的市场价格上涨 15.79%。价格作为供需的最终体现，直观及时的反映了上下游供需以及价格传导的情况。从全年变动看焦炭价格大体分四个阶段。

上半年焦炭市场承压，价格表现相对疲软。主要系钢厂开工率仍低，又因之前采购力度较大，钢厂库存至饱和状态，采购积极性较弱所致。

2017 年 6 月~9 月，焦炭价格呈上涨趋势。从上游来看，部分地区进行环保检查，炼焦煤的生产受到一定的阻碍，焦化企业采购原料比较吃力，导致焦炭库存量偏低，且焦炭原料价格居高不下，推升焦炭价格走高；其次，从焦炭本身来看，受到焦化企业内焦炭库存偏低的影响，焦企出货少，对价格的上涨有一定的推动力；另外，从下游钢企来看，部分钢铁企业焦炭到货情况较差，且有部分钢厂计划恢复生产，从需求方面支持了煤焦的价格上涨。

2017 年 9 月~11 月，焦炭市场呈下跌趋势。下游钢厂的焦炭库存在高位，焦炭补库疲软，随着天气转冷，北方进入供暖季，焦企钢厂开工率受限，钢材市场逐渐进入需求淡季，钢企库存压力增大，开工率降低，钢厂焦炭库存居高不下，使得焦炭价格有所回落。

2017 年 12 月，焦炭市场再次表现强势。从焦炭本身来看，冬季环保限产的持续推进，焦化企业开工率下降，产能受限，焦炭供应短缺，焦企挺价拉涨的信心较强；另外，从下游钢企来看，在钢厂以及贸易商补库存积极。另外，北方供暖季，钢厂开工率受限，随着库存的不断消耗钢材价格持续上涨，钢材市场需要补库存，对原材料焦炭的需求变大，焦炭价格回升。

2018 年一季度焦炭价格整体呈下降趋势，主要系一季度为焦炭行业传统淡季，加之春节、环保以及北方冬季供暖等因素影响所致，截至 2018 年 3 月末，二级冶金焦市场价 1,771 元/吨，较年初下降 19.5%，较上年同期上涨 6.68%。

2017 年 3 月，李克强总理在政府工作报告中提出，2018 年要继续破除无效供给，坚持用市场化法制化手段，严格执行环保、质量、安全等法规标准，化解过剩产能、淘汰落后产能。充分表明中央去产能“高压、提速”决心不变。未来焦化行业竞争将进一步规范，以往劣币驱逐良币的情况有望改善，为规范运营的行业内龙头企业提供更好地经营和竞争环境。

总体看，受去产能政策及秋冬季大气污染治理等因素叠加影响，焦炭产量略有下降，但价格维持高位，未来主要受环保影响以及下游钢厂开工率和焦炭库存影响较大。

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。2017 年实现地区生产总值 878.25 亿元，较上年增长 8.8%。其中，第一产业增加值 53.60 亿元，较上年增长 4.2%；第二产业增加值 438.42 亿元，较上年增长 8.0%；第三产业增加值 386.23 亿元，较上年增长 10.5%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 6.1%，第二产业增加值占比为 49.9%，第三产业增加值占比为 44.0%。截至 2017 年底，年底全市常住总人口为 165.49 万人，较上年增加 1.44 万人，其中城镇常住人口为 166.49 万人，占总人口比重（常住人口城镇化率）为 65.95%，较上年底提高 1.16 个百分点。

根据《景德镇市 2017 年市级总预算执行情况和 2018 年市级总预算草案的报告》，2017 年，景德镇市完成财政总收入 123.2 亿元，完成调整预算的 100.2%，较上年实际完成数增长 6.4%。全市一般公共预算收入完成 86.70 亿元，较上年增长 7.7%；政府性基金收入 81.49 亿元，较上年增长 322.2%。2017 年，景德镇市一般公共预算支出完成 191.2 亿元，较上年增长 11.1%。

2017 年，景德镇市市本级实现转移支付和税收返还收入 95.28 亿元，较上年增长 13.56%；景德镇市市本级实现国有土地使用权出让收入 63.63 亿元，较上年增长 446.81%。

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。

3. 外部支持

2017 年，公司作为景德镇市国有资产管理和运营主体，继续得到较大的外部支持。

政府补助方面，景德镇市政府每年给予公司一定的财政资金补贴，主要为政府对公司各主营业务的补贴，2017 年，公司收到补助资金 3.71 亿元，较上年增长 14.20%，主要为财政补贴、挥发性有机物治理项目补助款、国家级单位单项冠军培育企业奖等，计入营业外收入；收到其他收益 0.50 亿元，主要为资源综合利用退税、福利企业退税、增值税退税等。

资金注入方面，2017 年，公司收到财政拨款 1.17 亿元，其中：政府资本性投入直接划入 0.66 亿元，国有资本收益金划入 0.30 亿元，专项应付款转入 0.21 亿元，计入资本公积。

总体看，公司作为景德镇市唯一的国有资产经营管理主体，继续得到较大的外部支持。

四、管理分析

2017 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

2017 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。2017 年，公司营业收入为 141.96 亿元，较上年增长 41.23%，主要系煤化工产品销售收入大幅增长所致。

从营业收入构成来看，2017 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 97.12%，主营业务突出；2017 年，公司实现主营业务收入 137.87 亿元，较上年增长 43.38%，主要系煤化工产品销售收入大幅增长所致。其中，煤化工板块收入仍为公司的主要收入来源，2017 年实现收入 116.78 亿元，较上年增长 48.05%，主要受钢铁行业市场景气度逐

步好转，焦化产品价格逐步上升影响；国资板块实现收入 6.48 亿元，较上年增长 19.34%；公用板块实现收入 11.84 亿元，较上年增长 23.48%，主要系代建项目结算金额增加所致。

毛利率方面，2017 年，公司主营业务毛利率为 17.20%，较上年下降 1.33 个百分点。其中，焦炭销售业务毛利率为 8.02%，较上年下降 1.46 个百分点，主要系 2017 年环保政策趋严，环保成本增加所致；炭黑销售业务毛利率由上年的 16.18%上升至 22.04%，主要系炭黑产品价格上升及炭黑技术改造所致；复合肥销售业务毛利率下滑 8.05 个百分点至 11.62%，主要系原材料价格上升所致；房地产业务毛利率为 23.46%，较上年下降 7.90 个百分点，主要系 2016 年主要结转商业房产，2017 年结转了部分毛利率较低的棚改安置房所致；代建项目毛利率由上年的 64.61%大幅下降至 25.18%，主要系 2017 年公司采用全额法结算的代建项目比例较高且部分项目成本调整所致。

表 3　2016~2017 年公司主营业务情况（单位：亿元、%）

	项目	2016 年			2017 年		
		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
	炭黑销售	36.73	38.20	16.18	56.27	40.81	22.04
	复合肥销售	12.74	13.25	19.67	14.37	10.42	11.62
	煤化工附属产品销售	10.02	10.42	8.68	9.96	7.23	9.67
国资板块	处置不良债权	1.19	1.24	99.45	0.52	0.38	98.21
	其他	4.24	4.41	15.34	5.96	4.32	23.96
公用板块	住宿餐饮	0.61	0.63	77.07	0.53	0.39	76.07
	房地产	8.73	9.08	31.36	6.79	4.92	23.46
	代建项目	2.50	2.60	64.61	7.30	5.30	25.18
	合计	**96.16**	**100.00**	**18.53**	**137.87**	**100.00**	**17.20**

资料来源：公司提供、联合评级整理

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.27 亿元，较上年同期下降 2.64%，变化不大；实现净利润 0.92 亿元，较上年同期增长 109.09%。

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；2017 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及环保成本增加影响，公司主营业务毛利率略有下降。

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，主要销售产品包括焦炭、炭黑、复合肥、煤气和药用玻璃等。受煤化工行业景气度回升影响，2017 年公司煤化工板块实现收入 137.87 亿元，较上年增长 43.38%，占主营业收入比重由 82.03%上升至 84.70%，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。2017 年公司焦炭价格逐步上调，由 2016 年的 1,003.55 元/吨上升至 1,661.71

元/吨。2018 年 1~3 月，焦炭价格继续回升，平均售价 1,908.10 元/吨，较上年增长 14.83%。

2017 年，随着焦炭价格的逐步上调及销量的增长，焦化集团焦炭销售收入有所增长。2017 年，焦炭销售收入为 36.18 亿元，较上年大幅增长 86.59%；2018 年 1~3 月，焦炭销售收入为 8.81 亿元，为 2017 年全年的 24.35%。

表 4　2016~2018 年一季度焦化集团焦炭产销情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能（万吨）	210.00	210.00	52.50
产量（万吨）	194.29	196.39	47.78
产能利用率（年化，%）	92.52	93.52	91.01
销量（万吨）	193.22	217.71	46.17
产销率（%）	99.45	110.86	96.63
平均售价（元/吨）	1,003.55	1,661.71	1,908.10
销售收入（亿元）	19.39	36.18	8.81

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；2017 年，随着洗精煤采购量和采购均价的增长，采购金额较上年增长 45.64%至 36.67 亿元。

表 5　2016~2018 年一季度焦化集团洗精煤采购情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
采购金额（万元）	251,801.20	366,732.86	251,801.20
采购量（万吨）	341.84	299.69	76.71
采购均价（元/吨）	736.61	1,223.71	1,252.13

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。2017 年，公司前 5 大销售客户金额合计 31.74 亿元，占焦炭销售收入的比例为 87.73%，集中度高。

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，2017 年，受焦炭价格逐步上调及销量增长影响，公司焦炭销售收入大幅增长。

（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（股票代码：002068.SZ）于 2006 年 9 月在深圳证券交易所上市，主营业务为炭黑及其尾气的生产与销售。截至 2018 年 3 月底，焦化集团持有黑猫股份 39.69%的股份，共计 288,576,686 股，为黑猫股份第一大股东。

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。

2017 年，黑猫集团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 53.20%，为 56.27 亿元；毛利率由上年的 16.18%上升至 22.04%，主要系炭黑产品价格上升及

炭黑技术改造所致。2018 年 1~3 月，炭黑价格继续回升，平均售价 6,986.48 元/吨；实现销售收入 13.37 亿元，为 2017 年全年的 23.77%。

表 6　2016~2018 年一季度黑猫股份产销情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能（万吨）	106.00	110.00	27.50
产量（万吨）	102.74	99.81	24.16
产能利用率（年化，%）	96.92	90.74	87.85
销量（万吨）	102.34	101.90	19.14
产销率（%）	99.62	102.09	79.22
平均售价（元/吨）	3,588.55	5,522.09	6,986.48
销售收入（亿元）	36.73	56.27	13.37

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%。2017 年，黑猫股份前五大原料供应商采购量占全部采购量的 18.34%；产品销售渠道方面，黑猫股份客户为国内外大型轮胎企业。2017 年，公司前 5 大销售客户金额合计 11.48 亿元，占黑猫股份营业收入的比例为 16.52%，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，2017 年，受炭黑价格大幅提升及技术改造影响，公司炭黑销售收入有所增长，盈利能力有所提升。

（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 25 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。

2017 年，开门子肥业复合肥销售收入有所增长，为 14.37 亿元，较上年增长 12.79%，主要系销量增长及产品销售价格上升所致。2018 年 1~3 月，复合肥销售价格继续大幅上升 313.51 元/吨至 1,969.60 元/吨，实现复合肥销售收入 2.89 亿元，为 2017 年全年的 20.13%。

表 7　2016~2018 年一季度开门子肥业销售情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能（万吨）	138.00	135.00	33.75
产量（万吨）	74.65	81.49	19.85
产能利用率（年化，%）	54.09	60.36	58.81
销量（万吨）	78.95	85.65	14.68
产销率（%）	105.76	105.10	73.95
平均售价（元/吨）	1,613.60	1,656.09	1,969.60
销售收入（亿元）	12.74	14.37	2.89

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。2017 年，复合肥主要原料采购量和采

购价格均有所增长，前五大原料供应商采购量占全部采购量的 31.90%；产品销售渠道方面，2017 年公司前 5 大销售客户金额合计 0.50 亿元，占复合肥收入的比例为 3.49%，集中度低。

表 8　2016~2018 年一季度复合肥原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	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	11.01	879.64
磷肥	21.72	1,554.50	22.52	1,764.30	4.99	2,076.37
钾肥	15.16	1,702.39	19.42	1,806.35	2.47	1,971.33
其他	2.62	442.01	2.75	490.86	2.35	437.13

总体看，2017 年受复合肥产品价格上涨影响，复合肥收入有所增长；但受原材料价格上升影响，盈利能力有所下降。

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 年底，公司已累计达成 30 个资产包收购协议，合计债权总额 67.22 亿元（含不良债权原值及债权存续期利息），收购成本不超过 10 亿元，涉及景德镇市约 500 家企业，公司已处置债权总额合计 35.32 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。

2017 年，公司处置不良债权收入 0.52 亿元，较上年减少 56.30%；毛利率 98.21%，较上年变化不大。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。

总体看，2017 年公司处置不良债权收入有所减少，毛利率水平变动不大；公司该业务板块收入不确定性因素较多，收入稳定性较弱。

4. 公用板块

（1）基础设施建设

公司基础设施建设业务主要包括园区开发建设、棚户区改造等项目，具体包括航空及先进装备制造产业基地、综合物流园区、乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目、西瓜洲地段棚户区改造项目及中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目等。项目建设资金主要来源于自有资金和银行贷款。公司基础设施建设项目有详细的还款安排，资金回笼较有保障。截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额 109.53 亿元，累计完成投资 54.12 亿元，尚需投资 55.41 亿元。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	累计完成投资	累计确认收入	2017 年收到回款	累计收到回款
乐平矿区棚户区改造项目	13.27	13.27	4.53	5.01	19.21
西瓜洲地段棚户区和中渡口北片区棚户区项目	22.87	18.00	--	4.00	16.00
航空及先进装备制造产业基地	18.39	13.72	9.36	4.00	9.36
赣东北综合物流园	55.00	10.07	--	--	--
合计	**109.53**	**55.16**	**13.89**	**13.01**	**44.57**

资料来源：公司提供

棚户区改造项目

公司棚户区代建项目支出计入长期应收款，获得回款后直接将其冲减，在公司损益表中，项目未完工前暂不体现成本及收入；项目全部移交后，回购款项总额超出项目总投资额和投资资金利息的部分作为代建费收入计入利润表。

乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目代建投资款为 13.27 亿元，公司与景德市政府约定在代建投资额之外，每年加计投资利息。公司回购项目建设资金本息总额 24.20 亿元，从 2010 年开始分 10 年回款。2017 年，公司实现回款 5.01 亿元。截至 2018 年 3 月底，项目已完工，并办理了部分竣工结算，整个项目计划将于 2019 年完成全部竣工决算。

根据景发改体改字[2011]872 号文件批准，公司与市政府签订了《委托实施政府保障性住房集中建设项目及回购框架协议书》，委托公司实施西瓜洲地段棚户区和中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目。西瓜洲地段棚户区改造项目规划用地总面积为 397,635 平方米（约 596.45 亩），总建筑面积为 783,519 平方米，项目总投资 15.78 亿元。中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目规划用地总面积为 116,506 平方米（约 174.76 亩），总建筑面积为 407,760 平方米，项目总投资 7.09 亿元。协议约定，上述代建项目的回购总金额为人民币 25.50 亿元。根据该协议，景德镇市政府分 8 年向公司支付项目回购资金。截至 2018 年 3 月底，上述项目已投资 18.00 亿元，尚需投入 4.87 亿元。2017 年，公司取得回购款 4.00 亿元。

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，基地一期项目投资总额为 18.39 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 13.72 亿元，尚需投资 4.67 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 2018 年 3 月底，项目已投入 10.07 亿元，尚需投入 44.93 亿元。

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。

（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。2017 年，公司实现房地产收入 6.79 亿元，较上年下降 22.22%，主要系房地产项目结转金额减少所致。

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 2017 年底，国信置业项目总投资额为 5.25 亿元，未来尚需投资约 0.75 亿元。其中一期项目已完成住房 415 套、商铺 42 套、车库 2.02 万平方米建设，共销售 449 套；二期项目完成住房 464 套、商铺 236 套、地下室 0.24 万平方米，已销售完成住宅 418 套、商铺 64 间。

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可售面积为 38.52 万平方米，截至 2017 年底，已售面积 29.77 万平方米。

总体看，2017 年公司房地产项目结转金额有所减少，公司房地产业务收入有所下降，但对公司利润仍形成补充。

5. 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。

6. 未来发展

2018 年，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 2017 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。2018 年一季度财务数据未经审计。会计政策变更方面，公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，采用未来适用法处理；自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，采用未来适用法处理；2017 年度报表执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），采用追溯调整法。2017 年底，公司新增纳入合并范围的子公司 3 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，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至2017年底，公司合并资产总额455.69亿元，较年初增长3.39%。其中流动资产占比为52.94%，非流动资产占比为 47.06%，非流动资产占比较年初有所提升，资产结构较为均衡。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 241.23 亿元，较年初下降 4.53%，主要系其他应收款和存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 24.14%）、应收票据（占 5.02%）、应收账款（占 7.95%）、其他应收款（占 12.95%）和存货（占 44.15%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 58.23 亿元，较年初增长 4.49%，其中受限制的货币资金 30.81 亿元，占 52.92%，主要为保证金存款及银行定期存单，受限比例较高。公司应收票据 12.11 亿元，较年初增长 22.87%，主要为银行承兑汇票。公司应收账款 19.17 亿元，较年初增长 30.48%，主要系焦化集团业务规模扩大所致；计提坏账准备的应收账款合计金额 1.81 亿元，计提比例 8.65%。从集中度看，公司应收账款前五大客户余额合计 3.83 亿元，占比为 18.08%，较为分散。公司其他应收款 31.23 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，较年初下降 33.00%，主要系往来款减少所致；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 17.79 亿元，其中 1 年以内的占 64.55%，1~2 年的占 4.59%，2~3 年的占 4.74%，3 年以上的占 26.12%，账龄较长。从集中度看，公司其他应收款前五大客户金额合计 22.90 亿元，占比为 65.13%，较为集中。公司存货净值 106.51 亿元，较年初下降 3.28%，主要由开发成本（占 39.17%）、收储土地（占 31.23%）、开发产品（占 15.09%）和库存商品（占 7.57%）构成。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 0.05 亿元。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 214.46 亿元，较年初增长 14.02%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.89%）、投资性房地产（占 11.55%）、固定资产（占 39.70%）、在建工程（占 5.18%）、无形资产（占 5.80%）和其他非流动资产（占 25.40%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 12.63 亿元，较年初增长 148.30%，主要系公司新增对景德镇棚改股权投资基金（有限合伙）（7.50 亿元）、景德镇梧桐大道建设工程有限公司等的投资；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。公司投资性房地产 24.77 亿元，较年初增长 17.81%，主要系子公司景德镇市古镇投资管理有限公司将用于出租的已完工开发项目转入所

致；公司投资性房地产按成本计量。公司固定资产账面价值 85.14 亿元，较年初增长 6.95%，主要包括房屋及建筑物（占 66.56%）和机器设备（占 29.62%），固定资产成新率 68.54%，成新率一般。公司在建工程 11.12 亿元，较年初下降 4.51%，主要包括朝阳异地搬迁项目、江西昌河景德镇产业基地项目等；公司对肥业集团当阳硫铵厂项目工程计提减值准备 123.74 万元。公司无形资产 12.44 亿元，较年初下降 17.19%，主要系景德镇市新成建设投资开发有限责任公司（以下简称“新成建设”）不再纳入公司合并范围所致；公司无形资产 12.44 亿元，较年初下降 17.19%，主要由土地使用权构成，占比为 97.44%；无形资产累计摊销 2.26 亿元。公司其他非流动资产 54.47 亿元，主要由资产收购款、预付土地款等构成，较年初增长 18.82%，主要由公司收购枫树山林场林权预付款的资产收购款，以及预付土地款、工程款构成。

截至 2017 年底，公司受限资产 112.14 亿元，其中货币资金 30.81 亿元，应收票据 3.81 亿元，应收账款 12.51 亿元，长期股权投资 7.29 亿元，投资性房地产、固定资产、无形资产和存货抵押总额 57.71 亿元，占资产总额的比例为 24.61%，受限比例较高。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总计 465.74 亿元，较年初增长 2.20%，其中流动资产占比为 52.93%，非流动资产占比为 47.07%，较年初变化不大。

总体看，公司资产保持较快增长；非流动资产占比有所提升，资产结构较为均衡；存货、固定资产占比高，变现能力较弱，优质资产受限比例较高，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 318.29 亿元，较年初增长 1.44%。其中流动负债占比为 57.97%，非流动负债占比为 42.03%，较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 184.50 亿元，较年初增长 1.51%。公司流动负债主要由短期借款（占 33.91%）、应付票据（占 26.52%）、应付账款（占 9.85%）、预收款项（占 5.89%）、其他应付款（占 10.62%）和一年内到期的非流动负债（占 9.49%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 62.57 亿元，较年初增长 25.16%，主要由保证借款（占 43.84%）、信用借款（占 20.74%）和质押借款（占 29.16%）构成。公司应付票据 48.93 亿元，较年初下降 3.54%，全部为银行承兑汇票。公司应付账款 18.17 亿元，较年初增长 8.74%，主要为未结算工程款；账龄方面，69.86%的账款集中在 1 年以内。公司预收款项 10.87 亿元，较年初下降 13.40%，主要系预收房款结转房地产收入减少所致。公司其他应付款 19.60 亿元，较年初下降 45.39%，主要系与政府下属单位借款及往来款减少所致。公司一年内到期的非流动负债 17.51 亿元，较年初大幅增长 111.19%，主要系长期借款及 6.40 亿元应付债券转入所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 133.79 亿元，较年初增长 1.36%。公司非流动负债主要由长期借款（占 43.07%）、应付债券（占 38.32%）和长期应付款（占 12.33%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 57.63 亿元，较年初下降 10.13%，主要由质押借款（占 21.77%）、抵押借款（占 23.74%）、保证借款（占 30.29%）和信用借款（占 24.19%）构成。其中，2019 年到期的长期借款 21.57 亿元，2020 年到期的长期借款 14.39 亿元，2021 年到期的长期借款 12.84 亿元，2022 年及以后到期的长期借款 8.82 亿元，公司未来三年有一定集中偿付压力。公司应付债券 51.27 元，较年初增长 2.30%，公司应付债券详细情况见下表。公司长期应付款 16.49 亿元，较年初增长 98.97%，主要系新增融资租赁款和江西振兴发展（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；本报告已将长期应付款计入公司长期债务核算。

表 10　截至 2017 年底公司应付债券明细（单位：亿元）

项目	面值	发行日期	期限	账面价值
13 景德镇国资债	12.00	2013.6.25	7 年	4.80
14 第一期中期票据	5.00	2014.7.24	5 年	5.00
15 第一期中期票据	5.00	2015.4.23	5 年	5.00
15 第二期中期票据	8.00	2015.10.23	5 年	7.94
15 景德镇国资债	5.00	2015.11.19	7 年	4.95
16 第一期中期票据	2.50	2016.1.19	5 年	2.48
16 第二期中期票	4.30	2016.8.29	5 年	4.26
16 景德镇国资债	5.00	2016.1.20	7 年	4.95
17 第一期中期票据	2.00	2017.7.10	5 年	1.98
17 第二期中期票据	10.00	2017.10.19	5 年	9.91
合计	**58.80**	--	--	**51.27**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司全部债务为 254.40 亿元，与上年变化不大。从债务结构看，短期债务 129.01 亿元，长期债务 125.39 亿元，占比分别为 50.71%和 49.29%，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影响，2017 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 2016 年底的 71.19%、66.29%和 49.10%下降至 69.85%、64.93%和 47.71%，负债水平高，债务压力大。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 327.12 亿元，较年初增长 2.77%。其中流动负债占比为 58.54%，非流动负债占比为 41.46%，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，整体负债水平高，债务压力重；债务结构以短期债务为主，存在较大的短期偿债压力，且 2019~2021 年有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 137.40 亿元，较年初增长 8.19%，主要系少数股东权益增长所致；归属于母公司的所有者权益合计 102.39 亿元，较年初变化不大；其中，实收资本占 60.55%，资本公积占 39.82%，盈余公积占 3.13%，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 2018 年 3 月底，所有者权益 138.62 亿元，与年初增长 2.20%。其中，归属于母公司的所有者权益 102.70 亿元，与年初基本持平；归属于母公司的所有者权益中实收资本占 60.37%，资本公积占 39.89%，盈余公积占 3.13%，未分配利润为负。

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

2017 年，公司实现营业收入 141.96 亿元，较上年增长 41.23%，主要系 2017 年煤化工行业好转，公司炭黑、焦炭等商品销售收入增长所致；实现营业成本 116.94 亿元，较上年增长 43.87%，成本的上升幅度大于收入的上升幅度使得公司营业利润率较上年下降 1.45 个百分点至 16.36%。2017 年，公司利润总额较上年增长 112.42%，为 10.28 亿元；同期，净利润为 8.06 亿元，较上年增长 146.87%，主要系营业收入及营业外收入增长所致。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用 17.84 亿元，较上年增长 12.72%。其中，公司管理费用

合计 6.50 亿元，与上年基本持平，主要为工资薪酬及折旧、摊销，管理费用占期间费用比重为 36.42%；公司财务费用为 6.20 亿元（占期间费用比重为 34.73%），较上年增长 33.77%；公司销售费用 5.15 亿元（占期间费用比重为 28.85%），较上年增长 9.32%。2017 年，公司期间费用占营业收入的比重由上年的 15.75%下降至 12.57%。

2017 年，公司其他收益 0.50 亿元，主要为资源综合利用退税、企业福利退税、增值税退税等税费返还及资金补助。公司营业外收入 4.62 亿元，较上年增长 40.94%，主要为政府补助，具有一定波动性；营业外收入和其他收益占利润总额的比重为 49.78%，公司对政府补贴较为依赖。

从盈利指标来看，2017 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 3.29%、3.32%和 6.10%，较上年分别增长 1.27 个百分点、1.23 个百分点和 3.52 个百分点，盈利能力有所提升，整体盈利能力一般。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.27 亿元，较上年同期下降 2.64%；同期，受营业外收入增长影响，公司实现利润总额 1.16 亿元，较上年同期增长 96.61%；实现净利润 0.92 亿元，较上年同期增长 109.09%。

总体看，2017 年煤化工行业好转，公司收入净利润增长明显，但公司利润总额对营业外收入的依赖程度仍较高，营业外收入具有一定波动性，整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动产生的现金流入量为 158.29 亿元，较上年增长 38.25%，主要系营业收入增长带动销售商品、提供劳务收到的现金增长，以及往来款回收及政府补助增长带动收到其他与经营活动有关的现金增长所致；经营活动现金流出方面，2017 年公司经营活动现金流出 152.50 亿元，较上年增长 16.52%；公司经营活动产生的现金流量净额为 5.79 亿元，较上年大幅增加 22.17 亿元，由净流出转为净流入。收入实现质量方面，2017 年公司现金收入比为 103.37%，较上年下降 5.64 个百分点，但收入实现质量仍较好。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动产生的现金流入量为 17.58 亿元，较上年下降 34.71%，主要是赎回理财产品减少所致；投资活动现金流出量为 55.72 亿元，较上年增长 19.96%，主要系新成建设不再纳入公司合并范围，账面现金净额减少计入支付其他与投资活动有关的现金所致；同期，投资活动产生的现金流净额为-38.14 亿元，保持净流出状态，且流出规模有所扩大。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动产生的现金流入为 157.87 亿元，较上年增长 28.48%，主要系借款增加所致；公司筹资活动产生的现金流出量为 117.86 亿元，较上年增长 25.47%，主要为偿还债务支付的现金增长所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为 40.01 亿元，较上年增长 38.24%。

2018 年 1~3 月，公司实现经营活动现金流净额 12.15 亿元，现金收入比 125.07%，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-8.95 亿元和-4.69 亿元。

总体看，2017 年经营活动现金流状况明显改善，投资活动流出规模继续扩大，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，2017 年公司流动比率由上年的 1.39 倍下降至 1.31 倍；速动比率由上年的 0.78 倍下降至 0.73 倍。公司现金短期债务比由上年的 0.52 倍上升至 0.55 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，2017 年，公司 EBITDA 合计 22.03 亿元，较上年增长 40.35%，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 主要由折旧（占 30.31%）、计入财务费用的利息支出（占 20.87%）和利润总额（占 46.68%）构成；2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.93 倍，EBITDA 全部债务比为 0.09 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。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至 2018 年底 3 月底，公司共获得银行授信 195.61 亿元，其中未使用额度 34.71 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 390.00 万元，对外担保比率低。

截至 2018 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 2018 年 5 月 30 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 2018 年 3 月底，公司现金类资产达 70.49 亿元，约为“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 01”余额合计（12.00 亿元）的 5.87 倍，公司现金类资产对“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 01”的覆盖程度高；净资产达 138.62 亿元，约为“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 01”余额合计（12.00 亿元）的 11.55 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 22.03 亿元，约为“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 01”余额合计（12.00 亿元）的 1.84 倍，公司 EBITDA 对“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入为 158.29 亿元，约为“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 01”余额合计（12.00 亿元）的 13.19 倍，公司经营活动现金流入对“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 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，在区域垄断性和外部支持等方面具有优势，公司对“15 景德 01”、“16 景德 01”和“18 景国 01”的偿还能力很强。

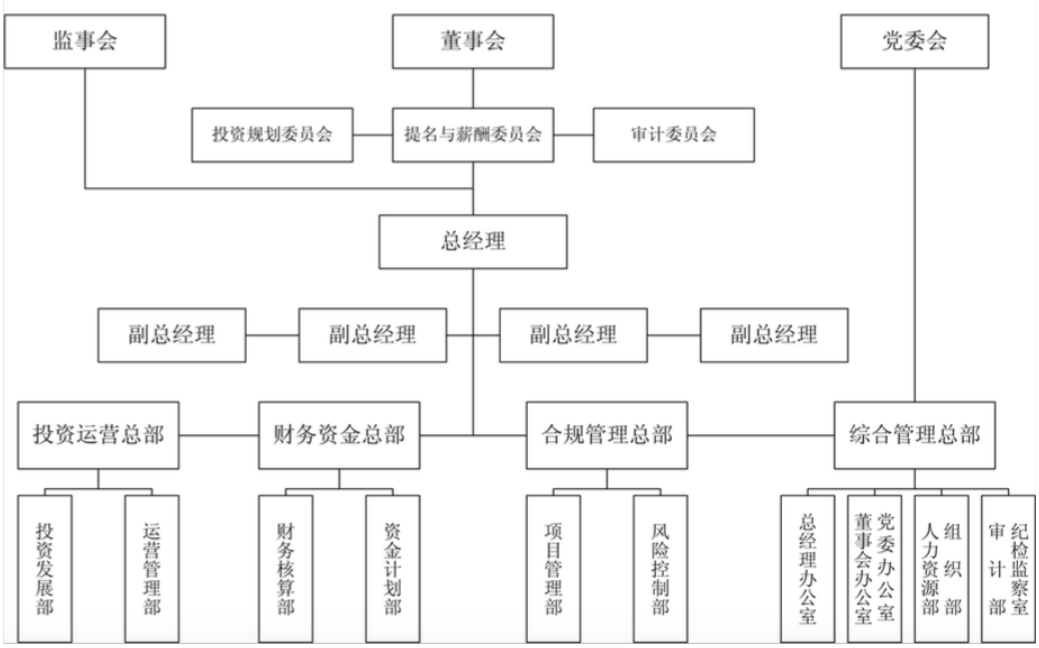
八、综合评价

2017 年，公司作为景德镇市最重要的国有资本运营主体，外部支持和外部发展环境较好，收入和利润规模有所增长。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，盈利能力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”、“16 景德 01”和“18 景国 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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	440.77	455.69	465.74
所有者权益（亿元）	127.00	137.40	138.62
短期债务（亿元）	127.20	129.01	145.61
长期债务（亿元）	122.53	125.39	111.03
全部债务（亿元）	249.73	254.40	256.64
营业收入（亿元）	100.52	141.96	30.27
净利润（亿元）	3.26	8.06	0.92
EBITDA（亿元）	15.70	22.03	--
经营性净现金流（亿元）	-16.38	5.79	12.15
应收账款周转次数（次）	6.68	7.53	--
存货周转次数（次）	0.76	1.08	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.32	--
现金收入比率（%）	109.01	103.37	125.07
总资本收益率（%）	2.03	3.29	--
总资产报酬率（%）	2.10	3.32	--
净资产收益率（%）	2.58	6.10	--
营业利润率（%）	17.80	16.36	14.53
费用收入比（%）	15.75	12.57	15.86
资产负债率（%）	71.19	69.85	70.24
全部债务资本化比率（%）	66.29	64.93	64.93
长期债务资本化比率（%）	49.10	47.71	44.48
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.09	--
流动比率（倍）	1.39	1.31	1.29
速动比率（倍）	0.78	0.73	0.70
现金短期债务比（倍）	0.52	0.55	0.48
经营现金流动负债比率（%）	-9.01	3.14	6.35
EBITDA/待偿债券本金（倍）	1.31	1.84	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、2018 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 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% （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 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。