

信用等级公告

联合[2015]371 号

景德镇市国有资产经营管理有限公司：

联合信用评级有限公司通过对景德镇国有资产经营管理有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

景德镇市国有资产经营管理有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

景德镇市国有资产经营管理有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年七月八日

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>

景德镇市国有资产经营管理有限公司

2016 年公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 10 亿元（含 10 亿元）

债券期限：不超过 7 年（含 7 年）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2015 年 7 月 8 日

财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	223.50	287.94	344.61	361.95
所有者权益(亿元)	83.13	92.86	114.48	118.38
长期债务(亿元)	16.65	33.74	46.47	55.83
全部债务(亿元)	83.46	131.04	156.20	166.79
营业收入(亿元)	87.45	112.12	113.01	24.29
净利润(亿元)	1.06	1.05	2.05	0.28
EBITDA(亿元)	9.77	11.53	14.73	--
经营性净现金流(亿元)	8.25	-7.65	22.06	-3.93
营业利润率(%)	11.35	14.15	16.20	13.10
净资产收益率(%)	1.32	1.19	1.98	0.24
资产负债率(%)	62.81	67.75	66.78	67.29
全部债务资本化比率(%)	50.10	58.53	57.71	58.49
流动比率	1.12	1.05	1.05	1.10
EBITDA 全部债务比	0.12	0.09	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.35	3.26	2.58	--
EBITDA/本期发债额(倍)	0.98	1.15	1.47	--

注：1、公司 2015 年 1 季度相关指标未年化。

2、信托融资款计入“其他应付款”科目，本报告将其调整至长短期债务；融资租赁款计入“长期应付款”科目，本报告将其调整至长期债务。

3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对景德镇市国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其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逐年增长，经营性业务发展稳定，财务弹性良好。联合评级同时也关注到公司有息债务增长较快、债务负担持续加重，存在短期偿债压力，并对子公司管控力度较弱等不利因素对公司信用状况所带来的影响。

未来，随着公司煤化工板块产销量规模的不断增长、公用事业板块各产品线的稳步发展，以及国有资产经营管理板块业务规模的大幅提升，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充实，财政对公司准经营性业务的支持将有效提升公司偿债能力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 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将不断增强，为公司营造了良好的外部发展环境。

2. 公司是景德镇市国有资产经营管理唯一主体，在补贴收入、项目回购、资产注入、税收返还等方面能得到地方政府的大力支持。

3. 随着景德镇市属国有资产的改制、注入，公司国资板块业务规模将逐渐扩张，进而有效增强整体盈利能力。

关注

1. 公司煤化工板块复苏低于预期，盈利能力持续下滑。
2. 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，面临偿付压力大，债务结构有待优化。
3. 公司在多元化经营及新业务拓展中因管理人才跟不上而出现的管控风险。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与景德镇市国有资产经营管理有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与景德镇市国有资产经营管理有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因景德镇市国有资产经营管理有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由景德镇市国有资产经营管理有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本期债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

景德镇市国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”）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1,000万元，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2,980万元的固定资产向公司增资，公司注册资本增加至3,980万元。2007年10月，景德镇市国资委再次以货币资金4,450万元向公司增资，其中2,020万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6,000万元。

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2015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。

图1 截至2015年3月底公司股权结构



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2015年3月底，公司本部设有9个职能部门：资产管理部、工程技术部、稽核审计部、风险控制部、投资管理部、计划财务部、人力资源部、党群工作室和总经理办公室（见附件1）。

截至2014年底，公司拥有全资和控股子公司21家，拥有在职员工近12,000人。

截至2015年3月底，公司纳入合并报表的子公司共14家。¹其中，全资子公司9家，控股子公司

¹ 公司少数子公司未纳入合并报表的原因主要在于公司对其不具有实际控制，没有在被投资单位派驻董事等高级管理人员，对被投资单位不行使表决权。

5家，基本情况如下表所示：

表1 公司下属子公司基本情况

序号	单位名称	业务性质	主要经营地	持股比例
1	景德镇市国信置业有限公司	房地产开发	景德镇市	100%
2	景德镇市古镇投资管理有限公司	投资管理	景德镇市	100%
3	景德镇市国信瓷立方陶瓷有限公司	生产贸易	景德镇市	100%
4	景德镇陶瓷交易所有限公司	产权交易等	景德镇市	90%
5	景德镇市国信节能科技有限公司	节能业务等	景德镇市	51%
6	景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	土地开发及房地产	景德镇市	88%
7	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	市政基础设施建设	景德镇市	100%
8	景德镇市国信再生资源有限公司	废品回收销售加工	景德镇市	100%
9	景德镇市华信建设投资有限公司	项目投资	景德镇市	100%
10	景德镇合盛光电产业投资发展有限公司	土地开发及房地产	景德镇市	51%
11	景德镇市焦化工业集团有限责任公司	生产企业	景德镇市	100%
12	景德镇市公共交通公司	公共交通	景德镇市	100%
13	景德镇红叶陶瓷股份有限公司	生产企业	景德镇市	100%
14	景德镇市清源医疗废物处理有限公司	医疗废物收集处理	景德镇市	60%

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司合并资产总额344.61亿元，负债合计230.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）114.48亿元。2014年，公司实现营业收入113.01亿元，净利润（含少数股东损益）2.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.33亿元；经营活动产生的现金流量净额22.06亿元，现金及现金等价物净增加额5.31亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额361.95亿元，负债合计243.57亿元，所有者权益（含少数股东权益）118.38亿元。2015年1~3月，公司实现营业收入24.29亿元，净利润（含少数股东损益）0.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.02亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.93亿元，现金及现金等价物净增加额3.06亿元。

公司注册地址：景德镇市瓷都大道1109号；法定代表人：吴林。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“景德镇市国有资产经营管理有限公司 2016 年公司债券”，发行规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），分期发行。本期债券的期限不超过 7 年（含 7 年），可以为单一年品种，也可以是多种期限的混合品种。本期债券的期限构成、各期限品种的发行规模，以及是否设置发行人或者投资者选择权等将由发行人和主承销商根据市场情况确定。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券由主承销商组织承销团，采取余额包销的方式承销。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金。

三、行业分析

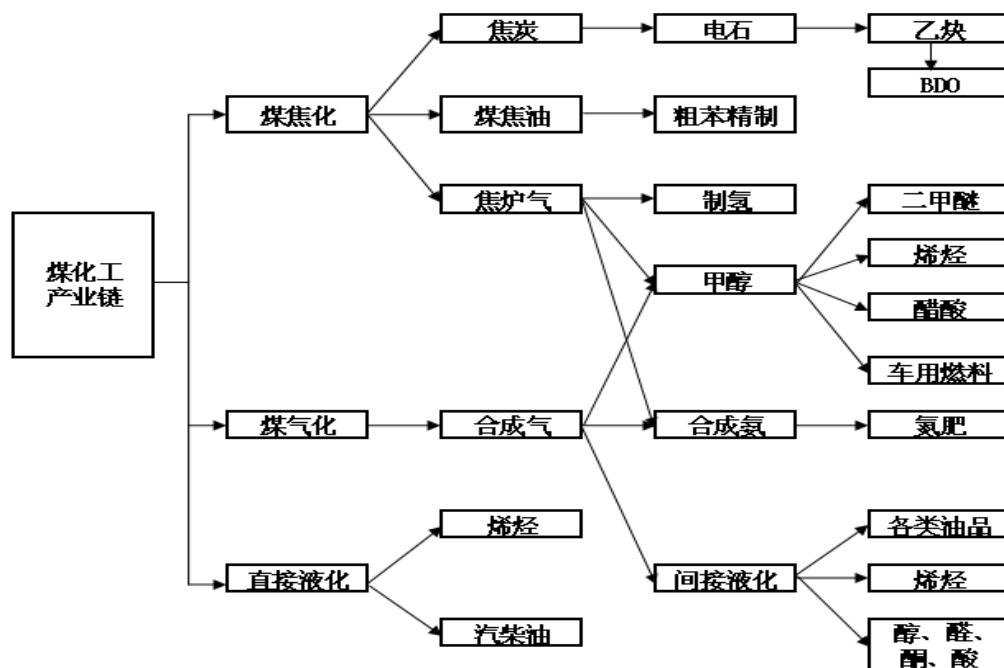
公司是景德镇市最重要的国有资产经营管理实体，主要从事煤化工产品的生产与销售、城市基础设施建设与运营、国有资产收购与处置等。其中，作为煤化工产品经营主体的焦化集团营业收入占公司营业总收入的 90%以上。²

煤化工行业

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。

图2 煤化工产业链示意图



资料来源：国家煤化工网

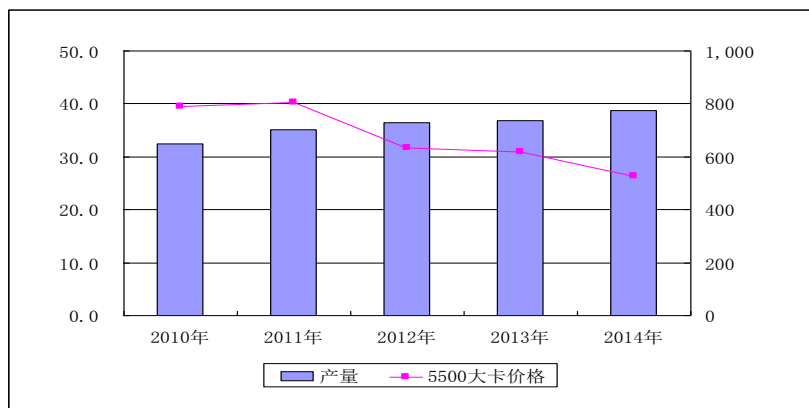
近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。2014年全年国内焦炭产量4.77亿吨，电石产量22,547.90万吨，合成氨产量5,699.49万吨，甲醇产量3,740.7万吨，均居世界前列。与此同时，以煤制油、煤制烯烃、煤制天然气为代表的现代煤化工产业升级也正在加速推进中。

² 2012~2014 年，焦化集团营业收入占公司营业总收入的比重分别为 98.78%、95.35%和 92.04%。

2. 上游原料

作为煤化工的主要原料，煤炭在我国呈现“西多东少、北富南贫”，且集中分布于山西、内蒙古、山西、新疆、贵州、宁夏等 6 省（自治区）。近年来，受房地产行业遇冷、宏观经济下行等影响，主要耗煤行业煤炭需求减缓，造成煤炭市场供需压力加大，整体销售价格持续下滑的局面。同时，由于安全生产和环保力度的加大，煤炭生产成本的提高限制了销售价格的下跌空间，预计短期内市场价格将保持宽幅震荡之势。因此，煤炭市场销售价格的低位运行，对下游煤化工行业尤其是改善传统煤化工产品盈利空间具有一定正面影响。

图 3 2010~2014 年我国原煤产量及价格走势情况（单位：亿吨、元/吨）



数据来源：国家统计局、秦皇岛煤炭网。

3. 价格分析

煤化工产业链较长，产品品种丰富，但从目前的技术水平看，焦炭仍是国内煤化工的基础产品，近年来原煤价格有所下降，但下游需求持续疲软，焦炭生产企业面临的上游压力有所缓解，利润空间趋于稳定，但整体产能仍然过剩，平均产能利用率长期维持在 70% 左右。由于焦炭消费高度依赖于钢铁工业的运行，导致焦炭价格与钢铁价格高度相关，也表现出明显的周期性。2009 年在国家四万亿投资计划拉动下，焦炭价格于 2009 年 8 月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010 年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，但后受国内需求大幅压缩、国际经济复苏缓慢等影响，价格总体呈现持续回落态势，并屡创新低。截至 2015 年 3 月底，国内焦炭价格均价约为 880 元/吨。

煤化工的重要产品之一，2010~2012 年国内煤焦油价格振幅较大，整体呈现波动上行趋势，并于 2011 年 2 月一举创造 3600 元/吨的阶段峰值。此后，由于下游需求放缓，国内煤焦油价格以整体弱势震荡运行为主，局部小幅下跌。进入 2015 年，在社会货源不足、企业供应减少和下游开始巩固等三大利好消息的刺激下，国内煤焦油市场迎来了一波快速反弹行情。截至 2015 年 3 月底，国内煤焦油市场上扬至 2000 元/吨附近。

与传统煤化工形成鲜明反差的是，2011~2014 年国内煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇等现代煤化工产品市场行情一路高涨，这主要得益于现代煤化工行业供需缺口大、成本优势明显。数据显示，2013 年我国进口石油 2.8 亿吨，进口天然气 530 亿方，进口烯烃 1000 多万吨，而当石油价格高位徘徊时，这些石油化工产品都可通过现代煤化工加以置换和替代。以陕西省为例，“十二五”期间拟规划投资 5557 亿元建设 27 个现代煤化工重大项目，打造煤—甲醇—烯烃—合成材料及深加工产品、煤—甲醇—醋酸—精细化工产品、煤—焦化—焦油—成品油及系列产品、煤—液化制油等 4 条现代煤化工产业链，使现代煤化工产品规模达到甲醇 4200 万吨、煤制烯烃 1000 万

吨、下游化工产品 2200 万吨、煤制油 1500 万吨。预计到 2020 年，随着石油资源的日益紧张和 market 价格的逐步回升，原来由石油化工路线生产的化工产品将会有三分之一被现代煤化工所替代，进而导致以煤制烯烃为标志的现代煤化工产品长期市场行情向好。截至 2015 年 3 月底，国内煤制 PE、煤制 PP 市场销售价格均维持在 7000 元/吨附近。

4. 市场竞争

煤化工行业产品种类繁多，受资源禀赋、经济环境、技术发展等因素综合影响，生产不同产品的细分行业所面临的市场竞争态势也存在较大差异。以焦炭细分行业为例，作为煤化工行业的重要组成部分，由于该行业属于传统工业领域，资金和技术壁垒不高，由此导致我国存在大量小产能、小规模的生产企业，行业处于完全竞争市场。从竞争格局看，我国焦化企业通过自我发展或联合重组基本形成了以鞍本钢铁集团、武汉钢铁（集团）公司、中国首钢集团等钢铁联合焦化企业和旭阳煤化工集团有限公司、神华乌海能源有限责任公司、中煤焦化控股有限责任公司等大型独立焦化企业为主体，中小焦化企业并存的产业发展格局。

（1）钢铁联合焦化企业

焦炭是钢铁工业的重要原材料，大型钢铁企业一般配套建设焦炭生产线。随着钢铁企业产能的迅速扩张，配套焦炭生产线的规模也随之扩大，但由于我国特大型钢铁企业往往布局在大城市，环保容量的限制使得部分大型钢铁企业存在焦炭产量不能满足自身钢铁生产需要的状况。

对于钢铁联合焦化企业来说，其焦化产品以焦炭为主，并基本用于自身钢铁生产，不直接投向市场。其焦炭生产中的副产品如煤焦油、焦炉煤气等一般直接用于发电、燃料等，不进行化产加工，不形成化工产品。

中国产业信息网发布的《2014-2020 年中国焦炭产业现状及发展趋势报告》显示，2012 年和 2013 年我国钢铁联合企业焦炭产量约占全国焦炭总量的 35%和 33%。

（2）独立焦化企业

独立焦化企业的焦炭产品直接销售给钢铁企业和其他冶炼企业等。目前，独立焦化企业除生产焦炭外，其竞争力主要体现在“化产”部分，即综合利用焦炭生产过程中的副产品进行化工产品的生产。由于副产品的综合利用需要一定的规模，因此特别适合大型焦化企业。大型焦化企业除了凭借自身规模提供一定量的副产品进行深加工外，还可以回收小型焦化企业无法利用的副产品来进行加工，在竞争中处于有利地位。

据中国焦化行业协会统计，2012 年和 2013 年我国独立焦化企业焦炭产量约占全国焦炭总量的 65%和 67%。

5. 行业政策

由于国家近年来加强了对煤焦化行业的结构调整力度，国家发改委于 2004 年底颁布了《焦化行业准入条件》并于 2008 年及 2014 年予以修订，形成一定的政策壁垒。经修订的《焦化行业准入条件》对工艺与装备、资（能）源消耗等指标要求进一步提高，如新建捣固焦炭化室高度必须 5.5 米、企业生产能力 100 万吨/年及以上、吨焦耗水从 3.5 吨降低为 2.5 吨，焦炉煤气利用率从 95%提高到 98%、水循环利用率从 85%提高到 95%等，从而对新建或改扩建焦化企业在资金、规模、技术和环保等方面提出更高的要求。此外，国务院办公厅于 2013 年 1 月 23 日印发的《能源发展“十二五”规划》基本上对煤化工定调：“重点在中西部煤炭净调出省区，选择水资源相对丰富、配套基础条件好的重点开发区，建设煤基燃料、烯烃及多联产升级示范工程”。

表2 近年来国家煤化工主要产业政策一览

时间	文件	发文部门	内容
2013 年 1 月	《能源发展“十二五”规划》	国务院	重点在中西部煤炭净调出省区, 选择水资源相对丰富、配套基础条件好的重点开发区, 建设煤基燃料、烯烃及多联产升级示范工程。“十二五”时期, 新开工煤制天然气、煤炭间接液化、煤制烯烃项目能源转化效率分别达到 56%、42%、40%以上。
2012 年 12 月	《合成氨行业准入条件》	工信部	要求新建生产企业合成氨单位产品能耗应符合规定的准入值。以无烟块煤为原料的合成氨装置单位产品综合能耗 $\leq 1,500$ 千克标准煤/吨, 其他煤种能耗 $\leq 1,800$ 千克标准煤/吨, 天然气、焦炉气原料 $\leq 1,150$ 千克标准煤/吨。现有企业应在三年内达到上述要求。
2012 年 12 月	《天然气发展 “十二五” 规划》	发改委	预计 2015 年国产天然气供应能力达到 1,760 亿立方米左右。其中, 常规天然气约 1,385 亿立方米; 煤制天然气约 150-180 亿立方米; 煤层气地面开发生产约 160 亿立方米。
2012 年 8 月	《节能减排“十二五”规划》	国务院	煤炭方面, 要求发展煤炭地下气化、脱硫、水煤浆、型煤等洁净煤技术。化工方面, 合成氨行业重点推广先进煤气化技术、节能高效脱硫脱碳、低位能余热吸收制冷等技术, 实施综合节能改造。
2012 年 6 月	《合成氨行业准入条件(征求意见稿)》	工信部	3 年内原则上不再新建配套尿素的合成氨装置、单套生产装置应不低于 1,000 吨/日。
2012 年 4 月	《煤炭深加工示范项目规划》、《煤化工产业政策》	发改委、能源局	“十二五”重点组织实施好现代煤化工产业的升级示范项目建设, 规划了 15 个煤炭深加工示范项目。
2012 年 3 月	《煤炭工业发展“十二五”规划》	发改委	在内蒙古、陕西、山西、云南、贵州、新疆等地选择煤种适宜、水资源相对丰富的地区, 重点支持大型企业开展煤制油、煤制天然气、煤制烯烃等升级示范工程建设, 加快先进技术产业化应用。不断创新和完善技术, 提高能源转化效率、降低水耗和煤耗、降低生产成本, 增强竞争力。支持开展二氧化碳捕集、利用和封存技术研究和示范。
2012 年 2 月	《石化和化学工业 “十二五” 发展规划》	工信部	综合考虑煤炭、水资源、生态环境、交通运输、地区经济发展情况及区域二氧化碳、节能和主要污染物减排指标等综合条件, 在蒙、陕、新、宁、贵等重点产煤省区, 适度布局, 并采取集中集约、上下游一体化方式建设现代煤化工生产基地; 煤炭调入和基本平衡省区、生态环境脆弱地区、大气联防联控重点区域、主要污染物排放总量超标和节能评估审查不合格的地区, 严格限制现代煤化工的发展。新建项目烯烃规模要达到 50 万吨/年以上; 在沿海地区慎重布局进口甲醇制烯烃项目。
2012 年 1 月	《工业转型升级规划(2011-2015 年)》	国务院	不再审批单纯扩能的焦炭、电石项目, 结合淘汰落后产能, 对合成氨和甲醇等通过上大压小、产能置换等方式提高竞争力。在现代煤化工领域, 加强统筹规划, 严格行业准入, 在煤炭资源和水资源丰富、环境容量较大的地区有序推进煤制烯烃产业化项目; 支持具备条件地区适度发展煤制天然气项目, 严格控制煤制油项目。
2011 年 4 月	《关于规范煤化工产业有序发展的通知》	发改委	暂停年产 50 万吨及以下煤经甲醇制烯烃、100 万吨及以下煤制甲醇、100 万吨及以下煤制二甲醚、100 万吨及以下煤制油、20 亿立方米及以下煤制天然气、20 万吨及以下煤制乙二醇项目。
2011 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	国务院	有序开展煤制天然气、煤制液体燃料和煤基多联产研发示范, 稳步推进产业化发展。
2010 年 6 月	《关于规范煤制天然气产业发展有关事项的通知》	发改委	明确煤制天然气项目由国家发改委统一核准。
2009 年 9 月	《抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干指导意见》	国务院	今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目, 原则不再安排新的现代煤化工试点项目。
2009 年 5 月	《石化产业调整和振兴规划细则》	国务院	重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程, 探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。

2008年12月	《焦化行业准入条件（2008年修订）》	工信部	提高了焦化行业准入门槛，对符合行业准入条件的企业名单进行公告。按照有关要求，“十一五”期间计划淘汰焦炭落后产能 8,000 万吨。
2008年9月	《关于加强煤制油项目管理有关问题的通知》	发改委	除了神华集团的两大煤制油项目外，一律暂停其他煤制油项目的审批。
2007年11月	《煤炭产业政策》	发改委	在水资源充足、煤炭资源丰富地区适度发展煤化工，限制在煤炭调入区和水资源匮乏地区发展煤化工，禁止在环境容量不足地区发展煤化工。
2007年10月	《电石行业准入条件（2007年修订）》	发改委	新建电石企业电石炉初始总容量必须达到 100,000 千伏安及以上，其单台电石炉容量≥25,000 千伏安。现有生产能力 1 万吨（单台炉容量 5,000 千伏安）以下电石炉和敞开式电石炉必须依法淘汰。“十一五”期间淘汰电石落后产能 200 万吨。
2007年1月	《煤炭工业发展“十一五”规划》	发改委	有序推进煤炭转化示范工程建设。做好煤化工基地规划，调控煤化工建设规模，防止低水平、小规模盲目建设，推进煤炭液化示范工程建设。
2006年7月	《关于加强煤化工项目建设管理促进产业健康发展的通知》	发改委	一般不批准年产规模在 300 万吨以下的煤制油项目、100 万吨以下的甲醇和二甲醚项目、60 万吨以下的煤制烯烃项目。

资料来源：国家煤化工网

6. 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利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。

7. 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工业是未来世界煤化工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。

能源效率提高

煤炭分级利用：焦油—固体燃料—化工产品；煤炭多联产：电力、热力、化工产品；工程设计的进一步优化；节能技术的应用。

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。

国有资产收购与处置

1. 行业概况

国有资产管理是指对所有权属于国家的各类资产的经营和使用，进行组织、指挥、协调、监督和控制的一系列活动的总称。具体地说，就是对国有资产的占有、使用、收益和处置进行管理。国有资产管理的根本目标是实现国有资产的保值与增值。

在我国，国务院是国有资产的所有者和代表者，在国务院下设国有资产管理委员会，作为国务院直属的正部级特设机构。国资委代表国家相对集中地行使国有资产管理职能，统一制定国有资产管理行政规章制度，对各级地方国资委和国有资产运营主体进行指导和监督。同时，国资委将原来分散于各部委的国有资产管理职能加以整合，并对其直属的国资运营主体或企业直接行使出资人职能。

近年来，各地也根据实际进行了大量的探索，目前全国已有上海、河北、内蒙古、吉林、安

徽、浙江、青海、陕西、重庆、湖北、广西等 11 个省、市、自治区及深圳经济特区先后建立了新的国有资产管理体制。尽管各地做法不尽相同，但新的管理体系基本上是按照三个层次的框架建立的。其大致情况是：在省（直辖市）、自治区政府一级成立了国有资产管理委员会（简称国资委），下设国有资产管理办公室（简称国资办）；在中间层建立资产经营公司；在下层是由企业群组成。这三个层次，在上层通过国资委直接管理资产经营公司，而不是靠各部门分工把关，这样既能实现将政府各部门的社会经济管理职能与资产所有者职能分开，又直接加强了对资产经营的监督和领导，形成了有效的制约机制；在中间层建立了国有出资人制度，为资本运营构建合格的载体，使企业对投资主体负责，投资主体对出资人负责，出资人向政府负责，实现了国有资产监管职能与国有资产经营职能的分离；在下层由国有独资企业、国有控股、参股及合资企业群组成，这些企业根据国家法律拥有法人财产权，具有企业法人资格，依法自主经营、自负盈亏、照章纳税、独立承担民事责任，并具体承担国有资产保值增值的任务，从而实现了国家终极所有权与企业法人财产权的分离，理顺了政府与企业的关系，初步实现了政企分开。

2. 立法历程

2003 年，为建立适应社会主义市场经济需要的国有资产监督管理体制，进一步搞好国有企业，推动国有经济布局和结构的战略性调整，发展和壮大国有经济，实现国有资产保值增值，制定《企业国有资产监督管理暂行条例》；随后，为规范企业国有产权转让行为，加强企业国有产权交易的监督管理，促进企业国有资产的合理流动、国有经济布局和结构的战略性调整，防止企业国有资产流失，根据《企业国有资产监督管理暂行条例》和国家有关法律、行政法规的规定，国务院国资委和财政部联合制定《企业国有产权转让管理暂行办法》。

为了维护国家基本经济制度，巩固和发展国有经济，加强对国有资产的保护，发挥国有经济在国民经济中的主导作用，促进社会主义市场经济发展，十一届全国人大于 2008 年 10 月 28 日审议通过了《中华人民共和国企业国有资产管理法》。该法从总则、履行出资人职责的机构、国家出资企业、国家出资企业管理者的选择与考核、关系国有资产出资人权益的重大事项、国有资本经营预算、国有资本监督、法律责任、附则等九大方面做出了规定，并明确指出：国务院和地方人民政府应当按照政企分开、社会公共管理职能与国有资产出资人职能分开、不干预企业依法自主经营的原则，依法履行出资人职责。

此外，为加强行政单位国有资产管理，规范行政单位资产处置工作，财政部于 2014 年适时制定了《地方行政单位国有资产处置管理暂行办法》。该办法适用于地方各级党的机关、政府机关、人大机关、政协机关、审判机关、检察机关、各民主党派机关（以下统称地方行政单位）国有资产处置工作。其中，地方行政单位国有资产处置，是指行政单位对其占有、使用的资产，进行产权转移或核销的行为。处置方式包括：无偿转让、有偿转让、置换、报废、报损等。

整体看，通过长期探索和实践，我国已经建立起了比较完整的国有资产管理法律体系，这不仅给各类主体受托管理国有企业和经营性资产提供了良好的法制环境，更为市场化处置国有资产，实现国有资产最优化配置，进而确保其保值增值提供了可能。

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 2014 年底，全市常住人口 162.98 万人，其中城镇人口 101.50 万人。

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。

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。

2. 经济实力

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。2014 年，全市实现地区生产总值 738.21 亿元，比上年增长 8.8%；规模以上工业增加值 273.06 亿元，较上年增长 11.3%；完成固定资产投资 622.54 亿元，较上年增长 15.6%；全年社会消费品零售总额 239.88 亿元，比上年增长 12.5%；出口总值 7.58 亿美元。

(1) “三农”基础不断夯实。农业总产值 82.67 亿元，增长 4.5%。粮食总产 62.9 万吨，实现“十一连增”。蔬菜和茶叶产值合计完成 20.29 亿元，增长 5.78%。市级以上龙头企业发展到 109 家，规模以上休闲农业企业 140 余家。39 个乡镇完成乡镇总规和控规修编，7 个中心镇、3 条美丽乡村综合示范带、233 个新农村点建设扎实推进。

(2) 工业发展势头良好。以“一线五点”工业走廊为主平台，全面打响工业强攻战，全部规模以上工业增加值 273 亿元，增长 11.3%。工业产业加速集聚，直升机及通航、汽车及零部件等六大优势产业占比 76.34%，提高 7.24 个百分点。航空产业实现总产值 144.43 亿元，增长 7.62%。汽车产业实现总产值 101.03 亿元，增长 26.9%。陶瓷产业总产值 291.6 亿元，增长 17%。此外，焦化集团实现营业收入 107 亿元、出口 3 亿美元；华意新 600、世龙实业氯化亚砷扩产、大瓷庄骨质瓷等 26 个重点项目竣工投产；恒盛化年产 27 万吨表面活性剂和洗涤用品等亿元项目开工。

(3) 现代服务业加快发展。实现服务业增加值 254 亿元，增长 7%。文化遗产、近现代工业遗存保护和开发力度加大，申遗工作取得重大突破，荣膺“世界手工艺与民间艺术之都”，成为联合国教科文组织全球创意城市网络正式会员。接待国内外游客突破 2,500 万人次，旅游总收入突破 200 亿元，A 级景区从 11 个增加到 18 个，乐平怪石林升格为 4A 景区，瑶里镇入选“中国十大最美乡愁旅游目的地小镇”，丽阳镇入选“古色江西——江西十大文化古镇”。民航客、货运吞吐量分别增长 14.5% 和 186.6%，创历史新高。

总体看，景德镇市经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。

3. 财政实力

2014 年景德镇市财政总收入 101.52 亿元，比上年增加 8.90 亿元，增长 9.6%；公共财政预算收入 82.15 亿元，增加 8.38 亿元，增长 11.4%。在财政总收入中：税收收入 81.42 亿元，增加 9.86 亿元，增长 13.8%。

2014 年，受房地产市场持续低迷的影响，景德镇市本级综合财力小幅下滑至 99.22 亿元，较上年同期减少 3.39%。其中，地方一般预算本级收入 21.30 亿元，占比 21.47%；转移支付和税收返还收入 64.10 亿元，占比 64.60%；国有土地使用权出让收入 13.14 亿元，占比 13.24%；预算外

财政专户收入 0.68 亿元，占比 0.68%。

表3 2012~2014年景德镇市本级财政实力（单位：亿元、%）

地方财力	2012 年	2013 年	2014 年	14/13 增长率
（一）地方一般预算本级收入	19.36	19.88	21.30	7.12
1、税收收入	10.72	11.45	12.70	10.93
2、非税收入	8.64	8.44	8.60	1.95
（二）转移支付和税收返还收入	23.09	58.18	64.10	10.18
1、一般性转移支付收入	10.55	35.94	40.78	13.47
2、专项转移支付收入	11.10	19.58	20.67	5.54
3、税收返还收入	1.44	2.65	2.65	-0.16
（三）国有土地使用权出让收入	24.56	24.09	13.14	-45.45
1、国有土地使用权出让金	23.24	22.24	12.75	-42.68
2、国有土地收益基金	0.80	1.11	0.39	-64.74
3、农业土地开发资金	0.06	0.05	-	-
4、新增建设用地有偿使用费	0.46	0.69	-	-
（四）预算外财政专户收入	0.27	0.55	0.68	23.73
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	67.27	102.69	99.22	-3.39

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 2014 年底，景德镇市本级负有偿还责任的债务为 72.55 亿元，负有担保责任的债务 13.78 亿元，可能承担一定救助责任的债务 48.11 亿元，负有偿还责任的债务率为 73.12%。

表4 2014年景德镇市本级政府债务余额表（单位：亿元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）政府负有偿还责任的债务	72.55	（一）地方一般预算本级收入	21.30
（二）政府负有担保责任的债务	13.78	1、税收收入	12.70
（三）政府可能承担一定救助责任的债务	48.11	2、非税收入	8.60
1、金融机构	69.82	（二）转移支付和税收返还收入	64.10
2、国际金融组织	1.37	1、一般性转移支付收入	40.78
3、外国政府	2.10	2、专项转移支付收入	20.67
4、机关	22.74	3、税收返还收入	2.65
5、融资平台公司	6.05	（三）国有土地使用权出让收入	13.14
6、公用事业单位	-	1、国有土地使用权出让金	12.75
7、其他单位	32.18	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	-
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	0.68
		地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	99.22

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%=73.12%

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。

4. 未来发展规划

今后一段时期内，景德镇市将以主导产业、城市建设和金融服务业等三个方面为发展重点，进一步推进工业强市战略，加快结构转型、突出创新驱动，努力实现经济健康较快发展。

在主导产业方面，景德镇将以骨干企业为龙头，进一步延伸产业链，壮大航空、汽车、陶瓷三大主导产业，加速产业集聚。主要包括：（1）推进直升机产业集群建设，加快直升机产业推介会签约项目的落地投产，倾力支持昌飞、602 所和江直投、昌兴航空等企业发展，努力打造较为完备的直升机产业链和技术创新体系，吕蒙总装园基本完成建设任务；（2）全面深化与北汽集团的战略合作，加速新昌河汽车总部基地建设，全产业链发展汽车产业，新基地实现新车下线，老厂区力争总产突破 15 万辆；（3）通过文化内涵、科技手段、经营业态、营销方式、资本运作等创新，推动陶瓷产业转型升级，壮大日用瓷骨干企业，加快发展高档手工制瓷，培育高技术陶瓷，继续保持艺术陶瓷领先地位。建成红叶陶瓷项目并力争投产，开工建设玉山陶瓷工业综合体，名坊园正式开园；（4）稳步推进制冷压缩机及冰箱产业升级，提高精细化工及生物医药产业的资源高效循环利用水平。

在城市建设方面，景德镇市将对接环鄱阳湖城市群高速通道工程，推进全市新一轮铁路、公路建设，加强航道建设，形成连接南北、沟通东西的综合运输通道格局，构建高效便捷的综合交通运输体系。以快速客运铁路和干线铁路建设为重点，加快铁路通道、重要客运设施和铁路枢纽建设，开工建设九景街铁路、皖赣铁路新建双线、皖赣铁路既有电气化改造、六安至景德镇铁路项目，提高铁路建设标准。完善全市骨架公路网，加快高速公路建设，提高高速公路覆盖密度，建成德昌高速公路（景德镇段）、浮祁高速公路、景德镇绕城高速公路。加强城区主通道、城镇组团快速通道、大运量地面公交系统建设，编制公共交通专项规划，优先发展城市公共交通，加强国道省道升级改造，积极推进农村客运网络化和城乡公交一体化建设。

总体看，景德镇市发展规划符合市情，较好地解决了自然资源禀赋、特色产业优势与经济发展诉求之间的内在矛盾，进而为促进区域经济可持续发展奠定了坚实的基础。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为景德镇市政府重点构建的综合性国有资产运营主体，主要从事景德镇市国有资产和公共事业的经营管理工作，提高国有资本的运营效率，实现国有资产的保值增值，在景德镇市国有资产经营方面处于垄断地位。

公司下属子公司焦化集团，经历 20 余年的发展，由一个投产初期年销售额仅有 7,000 万元的单一炼焦制气企业，发展成为拥有下属企业 20 余家、生产基地遍布全国各地的大型企业集团。其中，江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌海、河北邯郸、唐山、山西太原和山东济宁共计有 8 个炭黑生产基地及江西在建基地；山东菏泽有 1 个洗煤基地；江西、湖南、河南、河北共计有 4 个农化生产基地及贵州开阳磷矿基地。

焦化集团炭黑专业化产品主要由江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）负责生产经营。黑猫股份目前已完成全国产业布局，在国内拥有多条生产线，产量位居全国第一、产能位居世界第四，行业竞争实力较强。

2. 人员素质

(1) 公司高管

公司设董事长 1 名，由出资人指定产生，为公司的法定代表人；监事会主席 1 名，由出资人在监事会成员中指定；总经理 1 名，总经理对董事会负责，主持公司的全面生产经营管理工作。

吴林先生，1959 年生，硕士研究生，高级经济师，中共党员。现任景德镇市国有资产经营管理有限公司董事长、总经理，兼任景德镇市国有资产管理中心主任。曾任景德镇市经贸委企业科负责人、景德镇市包装技术协会副秘书长、景德镇市企业管理协会秘书长、景德镇市节能中心主任、景德镇市中小企业信用担保中心主任、景德镇市华信产权事务有限公司总经理、景德镇市工业投资有限公司董事长。2008 年获景德镇市劳动模范称号。

付开元先生，1956 年生，中共党员。现任景德镇市国有资产经营管理有限公司监事会主席。

总体看，公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经验丰富，高管团队的整体素质好。

(2) 员工构成

截至 2014 年底，公司本部合计在职人员 47 人。其中：本科及以上学历 33 人，大专及以下学历 14 人；年龄结构方面，30 岁以下 14 人，30~50 岁之间 25 人，50 岁以上 8 人；专业结构方面，中高级职称 21 人，其他 26 人。

截至 2014 年底，公司子公司合计在职人员 11,159 人。其中：本科及以上学历 1,116 人，大专及以下学历 10,043 人；年龄结构方面，30 岁以下 4,611 人，30~50 岁之间 5,526 人，50 岁以上 1,022 人；专业结构方面，中高级职称 548 人，其他 10,611 人。

总体看，公司建立了较为完善的人事管理制度，人员整体素质较好。

3. 股东支持

公司是景德镇市政府直属的国有独资企业，作为景德镇市国有资产管理和运营主体，公司得到了地方政府的大力支持。

(1) 政府补助

公司自身的盈利能力偏弱，景德镇市政府每年给予公司一定的财政资金补贴，包括税收返还、燃油补贴款、福利企业增值税退税补贴等。2012~2014 年公司收到补助资金分别为 5.19 亿元、2.54 亿元和 4.88 亿元，2012 年收到资金较多的原因在于公司于当年取得民生工程补助资金 2.10 亿元，但该项补助不具有可持续性。整体看，税收返还是公司收到政府补助的主要来源，2012~2014 年收到税收返还分别为 2.30 亿元、1.82 亿元和 3.75 亿元，分别占到当年收到政府补助的 44.24%、71.76%和 76.89%。根据景德镇市人民政府办公室抄告单“景府抄字[2009]8 号”文件，公司在对国有企业重组过程中资产过户、出资而缴纳的契税、营业税等，按实际缴纳数额的地方分成部分由市政府给予奖返。

表5 2012~2014年公司收到的政府补助情况（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年
税收返还	2.30	1.82	3.75
燃油补贴款	0.29	0.34	0.14
福利企业增值税退税补贴	0.11	0.06	0.14
民生工程补助资金	2.10	0.00	0.00
其他补助资金	0.39	0.32	0.84
合计	5.19	2.54	4.88

资料来源：公司审计报告、联合评级整理。

（2）国有资本投入及政府划拨

公司自成立以来，不断得到市政府在国有资本注入方面的大力支持，使得注册及实收资本不断增加。截至2014年底，公司实收资本已由2006年的0.1亿元增至9亿元（子公司整体注入），公司注册资本于2008年12月30日业经景德镇诚信联合会计师事务所有限责任公司诚信联合验字（2008）第092号验资报告验证。同时，根据景府办抄字[2010]109号文，市政府还将公司上缴的部分收入返还公司，计入公司资本公积—政府划拨，使公司的资本实力得到进一步增强。

2012年，公司收到财政返还上交利润款1.80亿元。接受政府划拨土地0.39亿元。

2013年，公司收到财政返还上交利润款1.80亿元。接受财政拨江西直升机产业投资管理有限公司增资款0.15亿元；接受财政拨付景德镇市新成建设投资开发有限责任公司增资款0.76亿元。

2014年，公司收到本公司收取财政拨款3.00亿元，其中：财政返还上交利润款1.90亿元，财政对华信建设投资款1.10亿元；接受行政划拨景德镇陶艺馆景土国用2013第0500号土地（面积：30,693.7平方米，均价：209元/平方米），评估价值0.06亿元；接受行政划拨景德镇市清源医疗废物处理有限公司60%股权，增加资本公积0.03亿元；子公司景德镇市新成建设投资开发有限责任公司接受财政拨款0.40亿元。

总体看，公司作为景德镇市国有资产管理、运营及投融资主体，地方政府给予支持力度较强。

六、管理分析

1. 治理结构

公司严格按照《国有资产监督管理条例》、《中华人民共和国公司法》及相关法律、法规、规章的要求，制定并完善了《公司章程》，景德镇市国资委根据景德镇市市委、市政府的决定和授权，对公司行使《公司章程》中规定的权利并履行相关义务。公司作为国有独资公司，不设股东会，设董事会和监事会。

董事会是公司的最高决策机构。公司董事会由5人组成，设董事长1名，为公司法定代表人。董事会成员由出资人委派或更换，但其中的职工代表（1人）由公司职工代表大会选举产生。董事会职责包括：制定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制定发行公司债券的方案；决定公司内部管理机构的设置；制订公司的基本管理制度等。

公司设监事会，由5人组成，其中包括2名由职工代表出任的监事。非职工代表出任的监事由出资人制定，职工代表出任的监事由公司职工代表大会选举产生。监事会主席由出资人在监事会成员中指定。依照法律、法规的规定，监事会对公司的国有资产实施监督管理，并依法行使下列职权，包括：检查公司的财务；对公司董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设经营管理机构，负责公司的日常经营管理工作。经营管理机构设总经理一名，由董事长兼任，对董事会负责。总经理行使下列职权，包括：主持公司的经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营管理计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案；拟定公司的基本管理制度；制定公司的具体规章；提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人等。

总体看，公司严格履行了国家有关规章制度，董事会、监事会、经营管理机构独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况尚可。

2. 管理制度

公司董事会及管理层在不断完善公司治理结构的基础上，设置了资产管理部、工程技术部、稽核审计部、风险控制部、投资管理部、计划财务部、人力资源部、党群工作室和总经理办公室等 9 个职能部门，公司本部主要行使管控职能，不从事生产经营活动。为加强公司内部管理，规范运作，公司根据自身特点建立了相应的管理制度，主要包括财务制度、资金拨付制度、投资与资产管理制度、人事劳资培训制度、后勤管理制度、工程管理制度等。

在财务制度方面，公司制定了系统规范的财务管理制度，涵盖财务预算管理、资金管理、采购管理、应收账款管理、投资管理等内容。对于现金的管理，公司根据需要核实现金的库存限额，超出限额部分要及时送存银行。严禁白条抵库和任意挪用现金，出纳人员必须每日结出现金日记账的账面余额，并与库存现金相核对，发现不符要及时查明原因。公司短期投资须在公司授权范围内进行，按现行财务制度规定记账、核算收入成本和损益。对于长期投资，公司须进行可行性和认证，按公司审批许可权的规定批准后，由财务部门办理入账手续。公司对被投资单位无实际控制权的长期投资采用成本法核算，拥有实际控制权的长期投资采用权益法核算。

从公司对下属子公司的管控来看，公司均按照规定委派了董事、监事，并在各子公司的章程中明确规定了重要高级管理人员的选任方式和职责权限等。公司本部主要以净资产回报率为考核指标，兼顾子公司的可持续发展和财务安全性。财务管理方面，公司制定了统一的财务管理制度，在《财务管理制度》中制定责任追究条款，并单独对会计政策变更、会计估计、重大会计差错更正、资产减值等做出相关规定。子公司财务上独立核算，子公司之间、公司本部与子公司之间的业务往来按市场化操作。目前，下属子公司均处于融合阶段，公司本部对下属子公司经营管理度上尚未完善，管控力度存在改善空间。

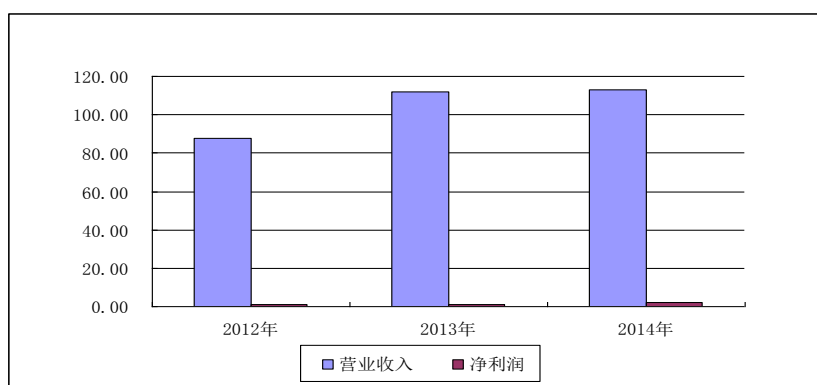
总体看，公司部门设置齐全，管理制度比较规范，但对下属子公司的管控力度有待提高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事煤化工产品的生产与销售、国有资产收购与处置、公用事业各产品线建设与运营等。其中，煤化工板块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；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；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，以及由全资子公司公交公司负责全市公共交通业务等。公司近三年营业收入和净利润的复合增长率分别为13.68%和38.98%，2014年公司分别实现营业收入和净利润113.01亿元2.05亿元，分别较上年增长0.80%和95.77%，以税收返还为主的政府补助增加是公司净利润大幅增长的主要原因。

图4 2012~2014年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

近三年公司主营业务情况如下表所示。从业务类别上来看，公司主营业务收入分为煤化工、国资、公用等三大板块；从主营产品上来看，公司主营业务收入主要集中在焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品等商品销售。总体上看，近三年公司主营业务收入稳步增长，毛利率逐年提升，主要得益于公司国资板块在处置不良债权上经营规模的不断扩张和盈利能力的持续提升。

表6 2012~2014年公司主营业务情况（单位：亿元、%）

	产品	2012 年			2013 年			2014 年		
		营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
煤化工板块	焦炭销售	15.17	18.60	9.03	23.76	21.75	4.43	19.76	17.89	5.71
	炭黑销售	40.67	49.85	16.26	48.77	44.63	11.44	52.75	47.74	14.36
	复合肥销售	13.31	16.32	5.47	12.40	11.35	11.67	12.76	11.55	10.92
	煤化工附属产品销售	10.51	12.88	-1.33	14.86	13.60	16.46	13.13	11.88	21.92
国资板块	处置不良债权	0.06	0.07	98.58	3.40	3.11	100.00	6.74	6.10	80.78
	其他	0.4	0.50	13.07	1.49	1.36	5.45	2.04	1.84	13.27
公用板块	公共交通	0.52	0.64	-35.91	0.52	0.48	-45.62	0.50	0.45	-63.52
	住宿餐饮	0.89	1.10	78.86	0.84	0.76	74.69	0.81	0.73	75.24
	房地产	0.00	0.00	-	3.23	2.96	20.18	1.99	1.80	21.78
	房屋租赁	0.03	0.03	7.01	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-
合计		81.58	100.00	11.29	109.28	100.00	13.77	110.49	100.00	17.58

资料来源：公司提供、联合评级整理。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.29 亿元，同比下降 9.31%，主要系本期公司炭黑销售收入和处置不良债权收入较上年同期下滑所致；实现净利润 0.28 亿元，同比下滑 66.46%，主要系本期公司营业利润亏损额进一步加大，以及营业外收入较上年同期大幅减少 0.38 亿元所致。

2. 煤化工板块

公司煤化工板块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。焦化集团成立于 2008 年 6 月，其前身为景德镇市焦化煤气总厂。焦化集团主要由

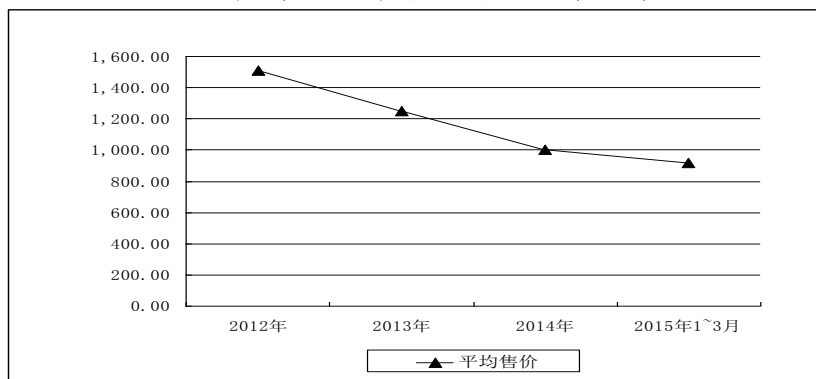
炭黑产业、焦炭及相关副产品产业及复合肥产业板块构成。其中，焦炭及炭黑销售主要由焦化集团控股子公司黑猫股份负责，这也构成公司煤化工板块收入的绝大部分来源。受宏观经济下滑影响，公司煤化工板块营业收入增长缓慢，但得益于黑猫股份自 2009 年以来新建生产基地陆续投产，各地产能布局合理，产能规模优势逐步显现及生产效率提升导致该板块销售毛利率走出阶段性低点。2012~2014 年，公司焦炭销售毛利率分别为 9.03%、4.43%和 5.71%；炭黑销售毛利率分别为 16.26%、11.44%和 14.36%。

(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。截至 2014 年 12 月 31 日，焦化集团年产焦炭 210 万吨，年外供煤气 3.7 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。2012~2014 年，焦化集团焦炭平均售价持续走低。2012 年受经济下行压力影响，焦炭价格由上年的 1,768.96 元/吨下降至 1,507.97 元/吨；2013 年，焦炭价格继续下降至 1,249.10 元/吨；2014 年受行业产能过剩等影响，焦炭价格再次下跌至 1,000.52 元/吨。2015 年 1~3 月，焦炭价格依然颓势未改，平均售价 918.81 元/吨，仅为 2011 年平均售价的 51.94%。

图5 2012~2015年一季度焦化集团焦炭价格变动情况（单位：元/吨）



资料来源：公司提供

尽管焦炭价格连续下滑，但由于销量的逐年上升，焦化集团焦炭销售收入呈现波动增长之势。2012~2014 年，焦炭销售收入分别为 15.17 亿元、23.76 亿元和 19.76 亿元。2015 年 1~3 月，焦炭销售收入达到 4.09 亿元，为 2014 年全年的 20.71%。

表7 2012~2015年一季度焦化集团焦炭产销情况

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产能（万吨）	120.00	120.00	210.00	210.00
产量（万吨）	72.19	85.22	73.01	15.98
产能利用率（年化，%）	60.15	71.02	73.01	15.98
销量（万吨）	100.62	105.34	96.03	20.12
产销率（%）	139.38	123.61	131.53	125.91
平均售价（元/吨）	1,507.97	1,249.1	1,000.52	918.81
销售收入（亿元）	15.17	23.76	19.76	4.09

资料来源：公司提供

煤焦化上游为煤炭产业，下游需求主要来自钢铁冶炼，目前焦炭行业产能过剩情况严重，导致行业整体盈利能力偏低。同时，由于钢铁行业需求与国民经济增长速度相关，受钢铁行业传导影响，存在较强的周期性。短期内，钢铁行业复苏可能性较小，焦炭行业产能过剩一时难以化解，

进而导致全行业盈利能力尚无恢复的可能。

另外，依托于煤气和煤气净化提炼化工产品及其延伸加工产业，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。

（2）炭黑

焦化集团炭黑业务以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 2015 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。

黑猫股份是国内率先完成全国产业布局的炭黑生产企业，在江西景德镇、辽宁朝阳、陕西韩城、内蒙古乌海、河北邯郸和唐山、山西太原、山东济宁建立了八个生产基地，产能高达 98 万吨/年，产能及产销量位列全国第一。同时，黑猫股份拥有 20 万吨煤焦油精加工装置，用于生产轻油、脱酚油、沥青等。

2012~2014 年，尽管炭黑平均售价一路下滑，但是黑猫股份炭黑销售收入依然呈递增态势，分别为 40.67 亿元、48.78 亿元和 52.75 亿元，主要系济宁黑猫和太原黑猫新增部分产能所致。2015 年 1~3 月，炭黑价格继续下探，平均售价 4,424.43 元/吨，仅为 2011 年平均售价的 76.18%；实现销售收入 10.49 亿元，为 2014 年全年的 19.88%。

表8 2012~2015年一季度黑猫股份产销情况

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产能（万吨）	72.67	90	98	24.5
产量（万吨）	73.55	93.27	103.26	25.28
产能利用率（年化，%）	101.21	103.63	105.37	103.18
销量（万吨）	70.02	92.68	100.30	23.70
产销率（%）	98.38	99.37	97.13	93.75
平均售价（元/吨）	5,808.19	5,262.78	5,259.12	4,424.43
销售收入（亿元）	40.67	48.78	52.75	10.49

资料来源：公司提供

（3）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，产能分别为 26 万吨、30 万吨和 30 万吨；在贵州拥有一个磷石膏基地，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。

2012~2014 年，开门子肥业复合肥销售收入出现小幅下滑之势，分别为 13.31 亿元、12.40 亿元和 12.76 亿元，主要系产品销售价格走低所致；2015 年 1~3 月，实现销售收入 4.26 亿元，为 2014 年全年的 33.40%。

表9 2012~2015年一季度开门子肥业销售情况

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
销量（万吨）	57.11	60.74	67.97	23.56
销售收入（亿元）	13.31	12.40	12.76	4.26

资料来源：公司提供

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。2012~2014 年，煤化工附属产品实现销售收入分别为 10.51 亿元、14.86 亿元和 13.13 亿元；

2015年1~3月，实现销售收入3.14亿元，为2014年全年的23.93%。

总体上，公司煤化工板块营业收入增长缓慢，盈利能力尚在恢复之中。

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2015年3月底，公司已累计达成21个资产包收购协议，合计债权总额61.92亿元（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27.17亿元。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。

2014年，公司实现处置不良债权收入6.74亿元，较上年同期增长98.38%；毛利润5.45亿元，较上年同期增长64.24%。2015年1~3月，实现处置不良债权收入0.23亿元，毛利率高达100%，主要系公司将未完成职工安置及债权处置的部分与成本之差计入专项应付款，导致该业务经营成本在损益表中未体现。

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。

（1）棚户区改造

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。

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15.22亿元，即公司项目支出资金中未获得回款部分。公司收到与支出的建设资金计入其他与经营活动有关的现金中，项目2012~2014年分别回款1.80亿元、3.25亿元和6.31亿元。2015年1~3月收到项目回款合计1.86亿元。

公司基础设施建设项目详细情况如下：

①“11景德镇国资债”项目：根据景府字[2009]68号文件规定，景德镇市人民政府同意公司以投资建设与转让收购（BT）模式建设江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目并以其形成的应收账款作为公司“11景德镇国资债”的还款来源。该工程代建投资款为13.27亿元，双方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。

表10 乐平矿棚户区改造项目回购资金安排表（单位：亿元）

序号	支付时间	支付比例	当期支付额
1	2010年	3.31%	0.80
2	2011年	3.31%	0.80
3	2012年	3.31%	0.80

4	2013年	3.31%	0.80
5	2014年	12.40%	3.00
6	2015年	12.40%	3.00
7	2016年	20.66%	5.00
8	2017年	20.66%	5.00
9	2018年	10.32%	2.50
10	2019年	10.32%	2.50
合计		100.00%	24.20

资料来源：公司提供

②“13景德镇国资债”项目：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。其中，居住建筑面积689,030平方米，建设棚户区改造安置房5,267套，安置拆迁户4,432户；建设公租房4,300套。公共设施建筑面积94,489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。其中，居住建筑面积356,760平方米，建设棚户区改造安置房2,044套，安置拆迁户1,775户；建设廉租房2,880套。商业、公共服务设施建筑面积51,000平方米，项目总投资7.09亿元。

表11 西瓜洲地段及中渡口北片区棚户区改造项目回购资金安排（单位：亿元）

	总额	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
资金安排	25.50	2.00	2.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	1.50

资料来源：公司提供

协议约定，上述代建项目的回购总金额为人民币25.50亿元，其中项目代建投资款22.87亿元，公司应收取的代建费2.63亿元（该费用将在项目全部移交后体现在损益表中，移交前投入资金及收到回款仅体现在长期应收款中）。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2014年底，上述项目已投资16.96亿元，2015年计划投资3亿元，2016年计划投资2.4亿元，2017年计划投资0.51亿元。2013年、2014年公司分别取得回购款2.07亿元、2.90亿元。截至2014年底，应收回购款4亿元，实收回购款4.97亿元，回款情况良好。

按照景德镇市政府工作部署，由公司所负责的乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目、西瓜洲地段棚户区及中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目的回购款已从2014年景德镇市地方政府存量债务中剥离，转移至景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室，尚未支付的回购款未来将由景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室负责支付给公司。截至2014年底，景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室尚有13.42亿元回购款未有支付，公司垫付项目款金额较大。

③景德镇高新开发区扩区建设项目（一期）：2014年公司下属子公司和盛光电与景德镇高新技术开发区管委会签订了《景德镇高新技术开发区扩区建设项目（一期）委托代建合同》，由合盛光电负责园区6,000亩土地开发，26公里道路建设，配套供水管网、附属基础设施和电力工程建设。项目总投资10亿元。

表12 高新区扩区建设项目回购资金安排（单位：亿元）

	总额	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
资金安排	13.00	2.50	3.50	3.50	3.50	3.50

资料来源：公司提供

协议约定，上述代建项目的回购总金额为人民币13亿元，包括代建管理费、投资利息、投资回报、代建工程款、征地拆迁费用等（该费用将在项目全部移交后体现在损益表中，移交前投入资金及收到回款仅体现在长期应收款中）。按照协议安排，高新区管委会分4年向公司支付项目回购资金。截至2014年底，上述项目已投资1.65亿元，公司尚未如约取得2013、2014年回款款。

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，但项目整体收益率较高，如果项目回购款能如约收回，可为公司带来较大的利润。

（2）公共交通

公司下属子公司公交公司是景德镇市最大的公共交通运营主体。公交公司成立于1991年2月，注册资本1,367万元，经营范围主要包括：城市公共汽车客运；汽车出租、公交广告；住宿、餐饮。截至2014年底，公交公司拥有营运车辆374辆，营运里程达3,030万公里，营运路线37条。

2012~2014年，公交公司整体运营情况良好，营业收入呈稳步增长态势，但毛利率持续为负，主要系随着IC卡乘客比例的增加，公交公司承担了更多的公益性职能。此外，2013年以来公交营运车辆减少主要系车辆老化报废所致。

表13 2012~2015年一季度公交公司整体运营情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
营运车辆（辆）	398	395	374	370
营运里程（万公里）	3,104	3,043	3,030	725
营运路线（条）	37	37	37	37
营业收入（万元）	5,199.79	5,191.09	4,991.80	1,294.40
毛利率（%）	-31.91	-45.62	-63.52	-29.28

资料来源：公司提供

公交公司从事城市公交客运业务，受业务性质限制，公交公司日常盈利能力较弱，需要政府补贴弥补日常经营损失。近年来，公交公司获得的政府补助如下表所示。

表14 2012~2015年一季度公交公司获得政府补贴情况（单位：万元）

补贴种类	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
国家直补	2,639.00	2,750.00	1,971.87	1,557.83
市临时性补助	200.00	300.00	392.50	56.25
老年卡补助	40.00	40.00	40.00	-
其他	-	-	10.41	25.00
合计	2,879.00	3,090.00	2,414.78	1,639.08

资料来源：公司提供

总体看，公交公司整体运营情况良好，但盈利性较差。

5. 经营风险

由于公司采取以股权资本为纽带的母子公司战略管控型的管理体制，基本不从事具体的生产经营活动，因此公司的经营风险主要集中在资本运营管理方面。

补贴收入占比较高的风险

2012年、2013年和2014年，公司补贴收入分别为5.22亿元、2.54亿元和4.88亿元，近三年分别占每年利润总额的268.92%、130.79%和98.70%，占比较高。公司补贴收入的主要来源是增值税免税收入、契税返还、燃油补贴等，受国家经济政策、地方政府预算收入等影响较大。如果

国家整体经济及地方政府财政收入出现较大变化时，将可能影响公司的整体经营和可持续发展。

经营性现金净流量波动较大的风险

2012年、2013年和2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为8.25亿元、-7.65亿元和22.06亿元，整体波动较大，公司经营性业务获现能力有待加强。若在未来数年内，公司经营、筹资和投资所产生的净现金流恶化，将会对公司的持续经营和偿还债务带来不利影响。

未来投资性支出较大的风险

为配合各项战略目标的实现，公司未来三年有多项重大投资处于实施或计划实施过程中，未来随着公司业务规模的扩大，资本支出规模有可能进一步增加，因此资金充裕与否是关系到项目能否及时推进、公司发展战略能否落实到位的关键因素。除了利用经营活动产生的现金流外，公司还需要对外融资。而对外融资可能存在若干不确定因素，包括：公司未来经营状况、财务状况和现金流状况；国内外金融市场的状况；有关融资政策的变化；投资者的信心和需求等。若未来不能取得足够资金支持，则公司业务发展将可能受到不利影响。

6. 未来发展

根据景德镇市委、市政府《关于进一步深化国资国企改革的意见》(景党发[2014]13号)文件要求，为加快景德镇市国有资产经营管理有限公司改革创新转型发展，依据《公司法》、《企业国有资产法》等有关法律法规，公司拟更名组建景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“国控集团”）。

通过成立国控集团，公司未来发展将出现质的飞跃，主要体现在两个方面：一方面，业务结构更加丰富。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，朝着资本实力雄厚、治理结构规范、投融资能力强、具有可持续发展能力的国有资本投资运营集团目标前进。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012~2014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。2015年一季度财务数据未经审计。

2014年公司实施财政部当年度最新修订的企业会计准则及相关具体规定，并对2012、2013年的比较财务报表进行了重述。报告期内无会计估计和重要前期差错更正事项。下文所引用财务数据均来自重述后财务报表。2014年，景德镇市国信再生资源有限公司、景德镇市华信建设投资有限公司、景德镇合盛光电产业投资发展有限公司和景德镇市清源医疗废物处理有限公司纳入本期报表合并范围，未有进行追溯调整，但四家公司资产规模一般，营业收入较低，对公司合并财务报表影响不大。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2014年底，公司合并资产总额344.61亿元，负债合计230.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）114.48亿元。2014年公司实现营业收入113.01亿元，净利润（含少数股东损益）2.05亿元；经营活动现金流量净额为22.06亿元，现金及现金等价物净增加额5.31亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额361.95亿元，负债合计243.57亿元，所有者权益（含少数股东权益）118.38亿元。2015年1~3月公司实现营业收入24.29亿元，净利润（含少数股东损益）

0.28亿元；经营活动现金流量净额为-3.93亿元，现金及现金等价物净增加额3.06亿元。

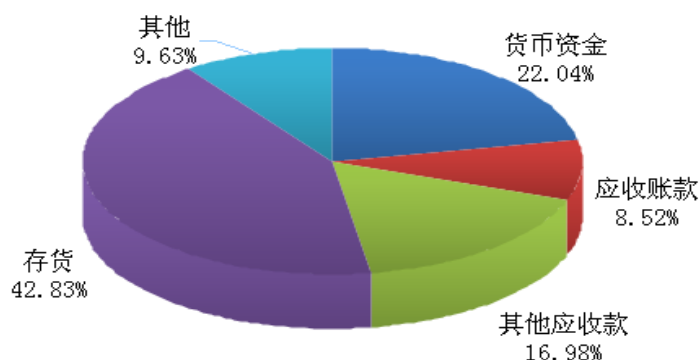
2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为24.17%，截至2014年底，公司资产总额344.61亿元，其中流动资产占比53.12%，非流动资产占比46.88%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

流动资产方面，2012~2014年，公司流动资产稳步增长，年复合增长23.79%。截至2014年底，公司流动资产合计183.05亿元，主要由货币资金（占22.04%）、应收账款（占8.52%）、其他应收款（占16.98%）和存货（占42.83%）构成。

图6 2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，随着对外融资的持续扩大，公司货币资金增长较快，年均复合增长37.63%，截至2014年底，公司货币资金40.35亿元，较年初增长29.24%，主要系公司于本年成功发行中期票据所致。其中受限制的货币资金21.61亿元，占比53.57%，主要为银行承兑汇票保证金。公司货币资金受限比例较高。

2012~2014年，公司应收账款逐步增长，年均复合增长15.29%。截至2014年底，公司应收账款15.60亿元，较年初增长5.29%，变化不大。其中按账龄风险组合计提坏账准备的应收账款为16.91亿元，占比98.87%。从账龄结构看，账龄在1年以内的占比89.72%，发生大规模坏账的风险较低。1年以上的，公司分别按照账龄计提了不同比例的坏账准备，金额合计1.36亿元，计提比例8.07%。2014年底，公司应收账款中有6位债务人由于停产资金链断裂等原因丧失还款能力，公司相应计提了坏账准备，并在单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款科目中反映，账款余额0.19亿元，计提准备0.13亿元，计提比例68.90%，计提较充分。从集中度看，公司应收账款前五大客户金额合计2.87亿元，均为原材料采购欠款，占比9.93%，较为分散。

表15 截至2014年底公司应收账款金额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	金额	年限	占应收账款总额的比例
印尼佳通（PT.GAJAN.TUNGGAL TBK）	非关联方客户	11,745.44	1年以内	6.87
山东玲珑轮胎股份有限公司	非关联方客户	4,811.43	1年以内	2.81
中策橡胶集团有限公司	非关联方客户	4,202.05	1年以内	2.46

贵州轮胎股份有限公司	非关联方客户	4,140.04	1 年以内	2.42
新余钢铁股份有限公司	非关联方客户	3,825.80	1 年以内	2.24
合 计		28,724.78		9.93

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司其他应收款大幅增长，年均复合增长 60.60%。截至 2014 年，公司其他应收款 31.08 亿元，较年初增长 72.02%，主要系往来款增加所致。从账龄结构看，公司其他应收款账龄主要集中在 3 年以内，占比 92.78%，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 25.11 亿元，占比 72.84%，较为集中。此部分欠款，公司认为发生坏账的风险较小，并未计提坏账准备。

表 16 截至 2014 年底公司其他应收款金额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	金额	年限	占其他应收款总额的比例
景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室	非关联方	134,219.56	1 年以内	38.94
景德镇市老城区保护利用工程推进工作领导小组办公室	非关联方	68,980.98	1-3 年	20.01
新区办拆迁资金专户	非关联方	27,125.00	1-3 年	7.87
中农集团控股股份有限公司	非关联方	13,766.00	1 年以内	3.99
中电电气集团有限公司	非关联方	7,000.00	3-5 年	2.03
合 计		251,091.54		72.84

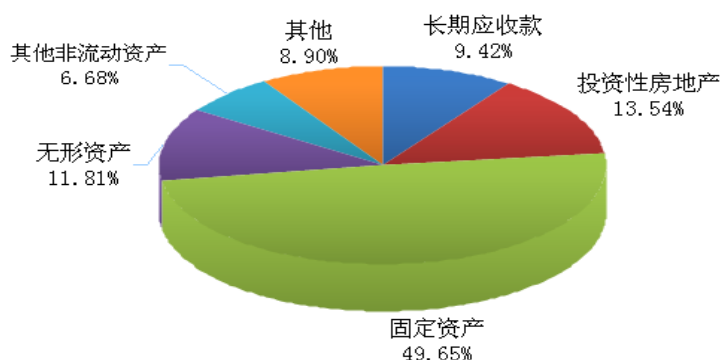
资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货逐年增长，年均增长 13.59%。截至 2014 年底，公司存货 78.40 亿元，较上年增长 18.13%。公司存货主要由库存商品（占比 10.47%）、收储土地（占比 38.16%）和开发成本（占比 39.94%）构成。库存商品主要是归焦化集团所属，收储土地主要系改制企业的抵债资产（抵债土地使用权等）及根据景府办抄字[2011]319 号及景府抄字[2011]312 号新增确权的 93 宗土地。2014 年底，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 0.29 亿元，计提较充分。

非流动资产

非流动资产方面，2012~2014 年，公司非流动资产快速长，年复合增长 24.61%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 161.56 亿元，主要由长期应收款（占 9.42%）、投资性房地产（占 13.54%）、固定资产（占 49.65%）和无形资产（占 11.81%）构成。

图 7 2014 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司长期应收款大幅增长，年均复合增长 50.79%。截至 2014 年底，公司长期应收款 15.22 亿元，较年初增长 12.13%，为应收 BT 项目回购款，包括乐平矿、西瓜洲、中渡口北片区棚户区改造及景德镇高新开发区扩区建设项目（一期）。截至 2014 年底，乐平矿区项目已完成 13.27 亿元，2012~2014 年公司取得回款金额合计 6.39 亿元。西瓜洲及中渡口北片区项目已完成投资 16.96 亿元，截至 2014 年底公司尚未取得回款。在会计处理上，公司将项目所投资金中债券募集部分和自筹部分分别计入长期应收款和其他应收款科目。

2012~2014 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 78.42%。截至 2014 年底，公司投资性房地产 21.87 亿元，较年初增长 231.13%，主要系公司投资性房地产按照成本进行初始计量，采用成本模式进行后续计量，在 2014 年度焦化集团子公司间以超过房屋建筑物账面价值 8.19 亿元的价格关联交易开门子房地产公司下的购物广场一期房产，使该处房产购置成本增加 13.05 亿元所致。

2012~2014 年，公司固定资产稳步增长，年均复合增长率 9.74%。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值 80.22 亿元，主要包括房屋（占 65.65%）和机器设备（占 30.96%），固定资产成新率 77.57%，固定资产质量较好。

2012~2014 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 46.35%。截至 2014 年底，公司无形资产 19.07 亿元，较年初增长 22.23%，主要系土地使用权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权构成，占到无形资产的 97.86%。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总计 361.95 亿元，较年初增长 5.03%，其中流动资产占比 53.93%，非流动资产占比 46.00%，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；BT 项目公司垫款多，回购时间不确定性大；存货、固定资产占比高，变现能力弱。公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

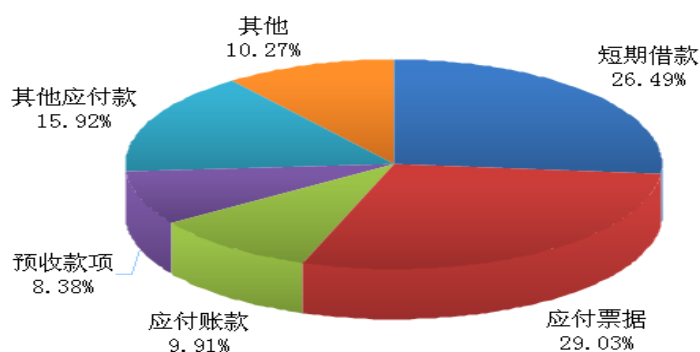
负债

2012~2014 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 28.04%。截至 2014 年底，公司负债合计 230.13 亿元，其中流动负债占比 75.91%，非流动负债占比 24.09%，公司流动负债占比较高。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，年复合增长 27.87%；截至 2014 年底，公司流动负债合计 174.70 亿元，主要由短期借款（占 26.49%）、应付票据（占 29.03%）、应付账款（占 9.91%）、预收款项（占 8.38%）和其他应付款（占 15.92%）构成。

图8 2014年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款波动增长，截至 2014 年底，公司短期借款 46.28 亿元，较上年减少 24.89%，主要系公司于本期调整了债务结构，减少了短期借款，增加了票据支付。短期借款主要由抵押借款（占 18.08%）、质押借款（占 10.43%）和保证借款（占 68.68%）构成。

2012~2014 年，公司应付票据快速增长，年均复合增长 34.38%，截至 2014 年底，公司应付票据 50.71 亿元，较年初增长 82.26%，主要由银行承兑汇票（占 90.20%）构成。

2012~2014 年，公司应付账款平稳增长，截至 2014 年底，公司应付账款 17.32 亿元，较年初增长 11.05%。其中焦化集团应付货款 15 亿元。账龄方面，75.33%的账款集中在 1 年以内，具有一定的赊账能力。

2012~2014 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 23.49%。截至 2014 年底，公司预收款项 14.64 亿元，主要是焦化集团预收货款 9.31 亿元和古镇公司预收购房款 4.19 亿元。

2012~2014 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 30.91%。截至 2014 年底，公司其他应付款 27.81 亿元，主要是往来款。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 28.59%；截至 2014 年底，公司非流动负债合计 55.43 亿元，由长期借款（占 36.68%）、应付债券（占 46.97%）和专项应付款（占 12.56%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款年均复合增长 57.66%，截至 2014 年底，公司长期借款 20.33 亿元，主要由抵押借款（占 55.52%）和质押借款（占 39.15%）构成。

2012~2014 年，公司应付债券大幅增长，年均复合增长 75.30%，截至 2014 年底，公司应付债券余额 26.04 亿元，主要由 11 景德镇国资债、13 景德镇国资债和 14 第一期中期票据。从债券到期情况看，公司 2011 年发行 8 亿元 7 年期“11 景德镇国资债”，将于 2016~2018 年分别偿还本金 2 亿、2 亿和 4 亿。2013 年发行 12 亿元 7 年期“13 景国资债”，将于 2016~2020 年每年各偿还本金 2.4 亿。公司 2014 年注册的 10 亿元 5 年期中期票据，分别于 2014 年、2015 年分别发行 5 亿元，并将于 2019 年、2020 年各偿还本金 5 亿元。综上所述，公司将于 2016~2020 年，分别偿还 4.4 亿元、4.4 亿元、6.4 亿元、7.4 亿元和 7.4 亿元，偿付压力较大。

表 17 2014 年底公司应付债券明细（单位：万元）

债券名称	面值	发行日期	债券期限	年初应付利息	本期应计利息	本期已付利息	期末应付利息	期末余额
11 景德镇国资债	8 亿	2011-3-23	7 年	4,720.71	5,984.00	5,984.00	4,720.71	84,720.71
13 景德镇国资债	12 亿	2013-6-25	7 年	4,085.80	7,908.00	7,908.00	4,085.80	124,085.80
14 第一期中期票据	5 亿	2014-7-24	5 年		1,548.19			51,548.19
合计	25 亿			8,806.51	15,440.19	13,892.00	8,806.51	260,354.71

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司专项应付款逐年减少。截至 2014 年底，公司专项应付款 6.96 亿元主要为政府下发的专项资金。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 243.57 亿元，较年初增长 5.84%，增长主要来自长期借款的增加。其中流动负债占比 72.85%，非流动负债占比 27.15%。

2012~2014 年，公司有息债务规模快速增长，年均增长 36.80%。截至 2014 年底，公司全部债务为 156.20 亿元。从债务结构看，短期债务 109.73 亿元，长期债务 46.47 亿元，占比分别为 70.25%

和 29.75%，短期债务占比过高，短期面临偿付压力大。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 166.79 亿元，较年初增长 6.78%。其中，短期债务 110.96 亿元与年初基本持平，长期债务 55.83 亿元较年初略有增长。

从债务指标看，2012~2014 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呈上升态势，三年加权平均值分别为 66.28%、56.43%和 25.77%；2014 年底三项指标分别为 66.78%、57.71%和 28.87%，均高于三年加权平均值。2015 年 3 月底三项指标继续上升，分别升至 67.29%、58.49%和 32.05%。

总体看，公司有息债务增长快、债务负担持续加重，短期债务占比高，面临偿付压力大，债务结构有待优化。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长 17.35%。截至 2014 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）114.48 亿元，增长主要来自资本公积的增加。

截至 2014 年底，归属于母公司的所有者权益合计 98.80 亿元，其中，实收资本占 9.11%，资本公积占 90.56%，盈余公积占 1.98%，未分配利润为负数，主要系会计准则调整引起已分配利润无法调回所致。公司资本公积占比大，主要为政府划拨款（占 66.75%）和资产增值所形成的资本溢价（占 23.80%）。截至 2015 年 3 月底，所有者权益较年初增长 3.41%，与年初相比变化不大。

总体看，所有者权益中由政府划拨款及资本溢价构成的资本公积占比高，稳定性较为可靠。

4. 盈利能力

2012~2014 年，随着公司不良债权处置收入的快速增长，公司主营业务收入年均复合增长达 16.40%，同期，公司主营业务成本复合增长 12.20%。受高毛利率不良债权处置收入在公司主营业务板块中占比逐年上升影响，公司近三年主营业务毛利率得到持续提高。2014 年，公司实现营业收入 113.01 亿元，其中主营业务收入 110.49 亿元，主要包括商品销售（占 92.09%）和处置不良资产（占 6.10%）收入；实现主营业务毛利率 17.58%，较上年同期增长 3.81 个百分点。

期间费用方面，2012~2014 年，受公司有息债务规模扩大影响，公司财务费用增长较快，而销售及管理费用也逐年增长，使得公司费用收入比又有增长趋势，近三年分别为 15.01%、14.28%和 14.85%。期间费用控制能力有待加强。

营业外收入方面，2012~2014 年，公司营业外收入波动下降，分别为 5.33 亿元、2.62 亿元和 4.97 亿元。从营业外收入构成看，政府补助在公司营业外收入占比较大。2012~2014 年，政府补助分别占到营业外收入的 97.88%、96.82%和 98.19%。

2012~2014 年，公司营业利润分别为-2.96亿元、-0.32亿元和0.19亿元，公司营业利润逐年好转。近三年，政府补助仍然是公司盈利的主要来源，收益相关的政府补助分别占到了利润总额的2.69倍、1.31倍和0.99倍，在弥补亏损后使得公司近三年利润总额分别为1.94亿元、1.94亿元和4.95亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为0.57亿元、1.02亿元和1.33亿元。

2015年1~3月，焦化集团经营环境的继续恶化使得公司实现营业收入较上年同期减少9.31%至24.29亿元。而本期所获政府补助的大幅减少使得利润总额和归属于母公司所有者的净利润分别降至0.36亿元和0.02亿元。

从盈利指标来看，由于BT项目尚未完工，公司暂不计入所获收益，导致公司盈利水平整体较低。近三年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率加权平均值分别为2.42%、2.79%和1.98%。2014年三项指标分别为2.40%、2.79%和1.98%，盈利水平有所改善。

总体看，随着公司主营业务板块业绩的逐年好转，公司盈利能力将得到一定提高。而BT项目的完工将会给公司的整体盈利能力带来一定的改善。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入量波动增长，年复合增长4.28%；2014年为133.23亿元，主要是销售商品提供劳务所收到的现金（占88.89%），BT项目和政府补助收到的现金（占8.21%）。近三年，公司经营活动产生的现金流出量年复合下降1.37%，2014年为111.17亿元，主要由购买商品接受劳务支付的现金（占66.59%）和往来款（占20.29%）构成。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为8.25亿元、-7.65亿元和22.06亿元。收入实现质量方面，近三年公司现金收入比分别为121.98%、103.36%和104.80%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2012~2014年，公司投资活动产生的现金流入量大幅增长，年复合增长125.88%，分别为0.25亿元、0.55亿元和1.29亿元，主要是购买理财产品所致。近三年投资活动现金流出量分别为12.00亿元、30.03亿元和12.94亿元，主要用于购买生产设备和BT项目投资。同期，投资活动产生的现金流净额分别为-11.74亿元、-29.48亿元和-11.65亿元。2012~2014年筹资活动前现金流净额分别为-3.49亿元、-37.14亿元和10.41亿元。

筹资活动方面，2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流入分别为86.16亿元、130.08亿元和124.45亿元，主要为取得借款收到的现金；近三年公司筹资活动产生的现金流量分别为80.21亿元、86.72亿元和129.56亿元，使得近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为5.95亿元、43.36亿元和-5.11亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入32.60亿元，经营活动现金流出36.53亿元，现金流净额-3.93亿元。现金收入比105.80%，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-7.31亿元和14.30亿元，公司债务规模继续增加。

总体看，2014年公司经营活动获取现金的能力得到增强，使得筹资活动前现金流量净额增长较大，但近三年经营活动所获现金流量净额的波动较大，稳定性较弱。考虑到公司较大的短期债务规模及未来将大力开拓陶瓷、旅游、直升机产业等新的盈利增长点所需投资资金，使得公司仍然面临一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率变化不大，三年平均值分别为1.07倍和0.59倍，2014年底两项指标分别为1.05倍和0.60倍。近三年，公司经营现金流动负债比分别为7.72%、-5.19%和12.63%。现金短期债务比分别为0.41倍、0.48倍和0.44倍，经营活动所获现金流量净额、现金类资产对公司短期债务的保障能力一般。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为1.10倍和0.65倍，较年初有所提高。考虑到公司短期有息债务规模大和货币资金受限比率高，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA持续增长，分别为9.77亿元、11.53亿元和14.73亿元；同期，公司EBITDA全部债务比逐年下降，分别为0.12倍、0.09倍和0.09倍，公司EBITDA利息倍数逐年减小，分别为3.35倍、3.26倍和2.58倍。EBITDA对全部债务的保障能力较弱。但随着公司主营业务板块业绩的逐年好转，公司盈利能力将得到一定提高，而BT项目的完工将会给公司的整体盈利能力带来一定的改善，预计EBITDA有望继续获得提升，在现有债务水平下，对利息及债务的保障能力也将更强，公司长期偿债能力尚可。

截至2014年底，公司为非关联方提供担保余额8.05亿元，存在一定的或有负债风险。

截至2015年3月底，公司获得银行综合授信110.30亿元，未使用额度22.04亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业信用报告(银行版)(信用机构代码为G1036020200015580C)，截至2015年6月1日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期有息债务规模较大，现金类资产对公司短期债务的保障能力也较低，即使公司将短期债务置换成中、长期债券，短期内公司也将面临较大偿付压力，加之目前盈利主要来源于财政补贴，收入及利润规模的稳定性偏弱；公司整体偿债能力有待提升。

九、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年3月底，公司债务总额为166.79亿元，本期拟发行公司债规模10亿元，占全部债务的6.00%，对公司现有债务结构影响较小。

以2015年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为28.87%、57.71%和66.78%，债务负担有所加重，但公司以流动负债为主的债务结构将明显改善。

2. 本期公司债偿债能力分析

以2014年的财务数据为基础，公司2014年EBITDA为14.73亿元，为本期公司债券发行额度(10亿元)的1.47倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较好。公司2014年经营活动产生的现金流入133.23亿元，为本期公司债券发行额度(10亿元)的13.32倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

未来，随着公司煤化工板块产销量规模的不断增长、公用事业板块各产品线的稳步发展，以及国有资产经营管理板块业务规模的大幅提升，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明显增强。同时，随着区域经济的发展，景德镇市财政实力有望进一步充实。此外，随着景德镇市属国有资产的改制、注入，公司国资板块业务规模将逐渐扩张，盈利水平将显著提升，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司性质、经营规模、外部环境等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

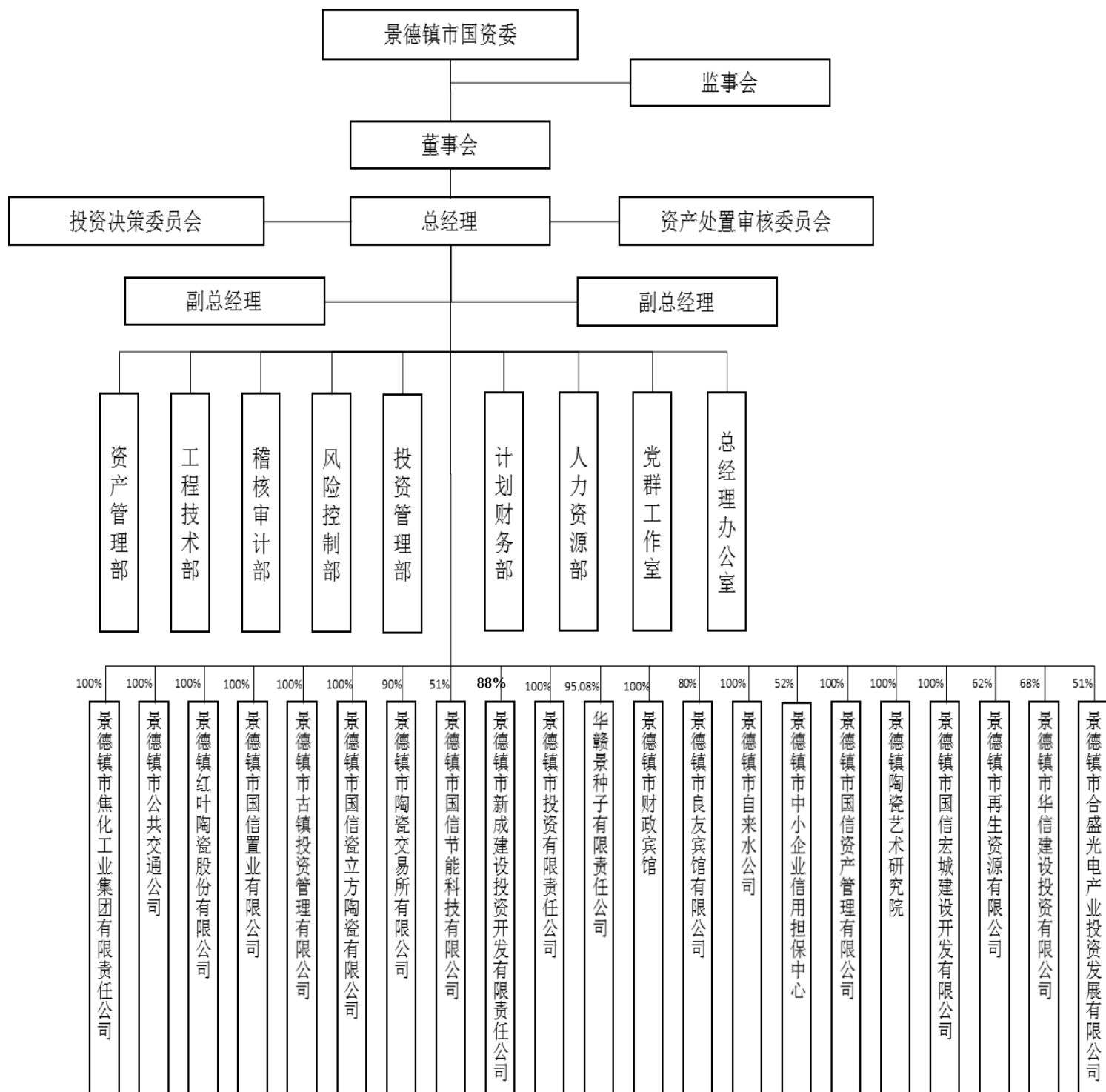
十、综合评价

公司作为景德镇市国有资产经营管理唯一主体，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逐年增长，经营性业务发展稳定，财务弹性良好。联合评级同时也关注到公司有息债务增长快、债务负担持续加重，存在短期偿债压力，并对子公司管控力度较弱等不利因素对公司经营管理所带来的影响。

未来随着公司改革创新发展战略的成功落地，公司国资板块业务规模和盈利水平将明显提升，整体竞争实力也将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 景德镇市国有资产经营管理有限公司组织结构图



附件 2-1 景德镇市国有资产经营管理有限公司
2012~2015 年 3 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	213,003.63	312,188.68	403,468.37	37.63	433,423.24
交易性金融资产	4,320.80	4,424.96	6,344.21	21.17	7,044.21
应收票据	58,084.30	146,721.94	75,546.30	14.05	67,666.76
应收账款	117,382.12	148,177.24	156,012.58	15.29	200,768.86
预付款项	73,552.15	92,004.74	46,444.88	-20.54	67,466.06
应收利息					
应收股利					
其他应收款	120,498.52	180,673.91	310,792.54	60.60	326,036.44
存货	607,616.20	663,661.60	783,998.72	13.59	802,871.93
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	17.05	7,030.73	47,867.43	5,199.15	46,632.39
流动资产合计	1,194,474.76	1,554,883.80	1,830,475.04	23.79	1,951,909.89
非流动资产：					
可供出售金融资产	20,873.92	17,336.98	17,336.98	-8.87	17,536.98
持有至到期投资	300.02	0.00	0.00	-100.00	0.00
长期应收款	66,929.36	135,715.16	152,181.54	50.79	146,565.78
长期股权投资	53,446.39	48,286.45	52,386.18	-1.00	85,150.30
投资性房地产	68,710.24	66,059.30	218,742.23	78.42	218,742.23
固定资产	666,155.15	755,707.02	802,179.37	9.74	808,810.04
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	69,941.48	91,767.77	62,359.51	-5.58	68,327.52
工程物资	2,667.28	1,283.41	775.21	-46.09	407.01
固定资产清理	0.00	0.00	57.50		57.50
无形资产	89,053.42	156,044.62	190,733.08	46.35	203,307.62
开发支出	0.00	217.90	425.89	--	425.89
商誉	0.00	4,468.44	5,102.22	--	5,102.22
长期待摊费用	554.13	1,063.54	1,301.62	53.26	2,046.63
递延所得税资产	1,943.53	2,245.68	4,056.51	44.47	4,175.01
其他非流动资产	0.00	44,301.65	108,003.84	--	106,956.19
非流动资产合计	1,040,057.92	1,324,497.92	1,615,641.68	24.61	1,667,610.93
资产总计	2,235,049.69	2,879,381.72	3,446,116.71	24.17	3,619,520.82

附件 2-2 景德镇市国有资产经营管理有限公司
2012~2015 年 3 月底合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	351,549.11	616,132.20	462,772.16	14.73	475,265.70
交易性金融负债					
应付票据	280,794.83	278,220.98	507,088.93	34.38	511,963.44
应付账款	143,876.34	155,927.91	173,159.03	9.71	170,851.18
预收款项	96,003.52	127,972.18	146,411.24	23.49	149,299.11
应付职工薪酬	2,328.39	1,889.53	2,116.26	-4.66	1,817.74
应交税费	-4,532.56	-13,047.96	48,167.02		46,670.44
应付利息	399.52	1,746.34	1,674.66	104.74	1,219.09
应付股利	49.63	49.63	51.28	1.65	51.28
其他应付款	162,281.56	226,582.46	278,125.49	30.91	294,971.64
一年内到期的非流动负债	35,760.00	58,600.00	77,429.00	47.15	72,329.00
其他流动负债	0.00	20,017.69	50,016.75		50,000.42
流动负债合计	1,068,510.34	1,474,090.95	1,747,011.84	27.87	1,774,439.02
非流动负债：					
长期借款	81,800.00	128,640.00	203,329.00	57.66	297,919.00
应付债券	84,720.71	208,806.51	260,354.71	75.30	259,391.21
长期应付款	196.98	27.86	1,053.65	131.28	1,055.24
专项应付款	161,972.13	131,099.70	69,633.09	-34.43	83,105.40
预计负债					
递延收益	5,976.34	7,672.69	14,283.29	54.60	14,165.31
递延所得税负债	574.10	412.04	5,646.86	213.62	5,646.86
其他非流动负债					
非流动负债合计	335,240.26	476,658.81	554,300.60	28.59	661,283.02
负债合计	1,403,750.60	1,950,749.76	2,301,312.44	28.04	2,435,722.04
所有者权益：					
股本	90,000.00	90,000.00	90,000.00	0.00	90,000.00
资本公积	629,691.66	723,367.30	894,636.91	19.20	909,070.79
减：库存股					
专项储备	0.00	13.60	84.89	--	84.89
盈余公积	8,417.59	11,600.06	19,576.03	52.50	21,241.87
未分配利润	9,312.00	-2,634.35	-16,292.86	518.48	-26,090.05
外币报表折算差额	0.00	0.00	-2.11	--	-2.11
归属于母公司所有者权益合计	737,421.25	822,346.61	988,002.87	15.75	994,305.39
少数股东权益	93,877.84	106,285.34	156,801.41	29.24	189,493.39
所有者权益合计	831,299.09	928,631.95	1,144,804.28	17.35	1,183,798.78
负债和所有者权益总计	2,235,049.69	2,879,381.72	3,446,116.71	24.17	3,619,520.82

附件 3 景德镇市国有资产经营管理有限公司

2012~2015 年一季度合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
一、营业收入	874,517.33	1,121,209.47	1,130,136.39	13.68	242,897.13
减: 营业成本	768,819.47	955,245.85	925,052.95	9.69	207,351.96
营业税金及附加	6,406.04	7,355.15	22,037.25	85.47	3,725.12
销售费用	44,508.26	51,686.00	55,192.74	11.36	13,396.56
管理费用	52,085.92	64,468.19	60,193.71	7.50	12,528.79
财务费用	34,643.66	43,948.54	52,462.56	23.06	9,630.84
资产减值损失	6,503.91	7,037.66	18,571.15	68.98	949.36
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)	963.50	104.17	1,682.12	32.13	0.00
投资收益(损失以“—”号填列)	7,910.62	5,256.07	3,614.09	-32.41	-16.06
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	4,555.19	3,372.23	--	0.00
汇兑收益(损失以“—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	-29,575.82	-3,171.68	1,922.23	--	-4,701.57
加: 营业外收入	53,332.18	26,216.77	49,722.98	-3.44	8,375.15
减: 营业外支出	4,345.53	3,637.12	2,179.38	-29.18	155.60
其中: 非流动资产处置损失	0.00	480.02	1,090.38	--	0.00
加: 以前年度损益调整	0.00	0.00	0.00	--	76.78
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	19,410.83	19,407.97	49,465.83	59.64	3,594.76
减: 所得税费用	8,803.96	8,942.37	28,976.93	81.42	1,171.05
减: 未确认投资损失	0.00	0.00	0.00	--	350.21
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	10,606.88	10,465.60	20,488.91	38.98	2,773.92
其中: 归属于母公司所有者的净利润	5,734.50	10,236.12	13,317.46	52.39	202.80
少数股东损益	4,872.38	229.49	7,171.44	21.32	2,571.12
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益					
(二) 稀释每股收益					
六、其他综合收益	0.00	0.00	-4.85	--	0.00
七、综合收益总额	10,606.88	10,465.60	20,484.06	38.97	2,773.92
归属于母公司所有者的综合收益总额	5,734.50	10,236.12	13,315.36	52.38	202.80
归属于少数股东的综合收益总额	4,872.38	229.49	7,168.70	21.30	2,571.12

附件 4 景德镇市国有资产经营管理有限公司
2012~2015 年一季度合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	1,066,715.57	1,158,931.15	1,184,376.23	5.37	256,991.02
收到的税费返还	22,445.22	16,961.27	38,557.03	31.07	824.43
收到其他与经营活动有关的现金	136,069.49	177,157.43	109,401.77	-10.33	68,140.88
经营活动现金流入小计	1,225,230.28	1,353,049.86	1,332,335.04	4.28	325,956.34
购买商品、接受劳务支付的现金	926,911.27	1,101,915.66	740,293.15	-10.63	295,953.11
支付给职工以及为职工支付的现金	39,989.68	51,901.95	59,313.28	21.79	11,265.98
支付的各项税费	50,694.41	58,348.87	86,542.71	30.66	15,467.41
支付其他与经营活动有关的现金	125,103.36	217,431.14	225,546.72	34.27	42,591.96
经营活动现金流出小计	1,142,698.72	1,429,597.62	1,111,695.86	-1.37	365,278.46
经营活动产生的现金流量净额	82,531.56	-76,547.76	220,639.18	63.51	-39,322.13
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	220.00	0.00	7,000.00	464.08	0.00
取得投资收益收到的现金	1,504.41	3,922.15	535.26	-40.35	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	802.46	1,551.78	91.26	-66.28	5,803.10
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	235.28	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	5,031.02	--	3,378.15
投资活动现金流入小计	2,526.87	5,473.93	12,892.82	125.88	9,181.25
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	117,075.76	173,417.16	112,615.71	-1.92	38,307.45
投资支付的现金	2,883.02	1,500.00	1,175.00	-36.16	41,017.50
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	15,612.24	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	125,406.22	0.00	--	3,002.55
投资活动现金流出小计	119,958.79	300,323.38	129,402.95	3.86	82,327.50
投资活动产生的现金流量净额	-117,431.91	-294,849.45	-116,510.13	-0.39	-73,146.25
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	70,488.37	124,161.60	102,174.90	20.40	66,972.36
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
取得借款收到的现金	742,377.04	1,066,063.28	1,016,385.31	17.01	565,859.70
收到其他与筹资活动有关的现金	48,781.10	110,533.54	125,952.74	60.69	24,701.88
筹资活动现金流入小计	861,646.50	1,300,758.42	1,244,512.94	20.18	657,533.94
偿还债务支付的现金	743,582.06	757,706.36	1,123,961.94	22.95	462,299.06
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	47,489.72	66,934.83	79,473.48	29.36	26,577.49
支付其他与筹资活动有关的现金	11,056.23	42,523.68	92,145.06	188.69	25,633.88
筹资活动现金流出小计	802,128.01	867,164.87	1,295,580.48	27.09	514,510.43
筹资活动产生的现金流量净额	59,518.49	433,593.55	-51,067.54	--	143,023.51
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-2,067.08	79.18	--	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	24,618.13	60,129.26	53,140.68	46.92	30,555.14
加: 期初现金及现金等价物余额	49,456.43	74,074.56	134,203.82	64.73	187,344.50
六、期末现金及现金等价物余额	74,074.56	134,203.82	187,344.50	59.03	217,899.64

注: 公司 2012~2015 年一季度合并财务报表资产负债表期末货币资金与期末现金及现金等价物余额不等的原因在于, 按照新会计准则, 在资产负债表日后 3 个月内不可以用于支付的, 使用受限的应从期末现金及现金等价物余额中扣除。因此, 公司期末“现金”中未包含货币资金中保证金存款, 导致二者余额不等。

附件 5 景德镇市国有资产经营管理有限公司

2012~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	10,606.88	10,465.60	20,488.91	38.98
加: 资产减值准备	0.00	7,037.66	18,571.15	--
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,503.91	56,384.11	51,328.12	180.92
无形资产摊销	40,320.65	3,816.80	1,933.05	-78.10
长期待摊费用摊销	2,347.91	268.10	295.22	-64.54
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	234.67	339.26	25.42	-67.09
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	-147.21	0.00	949.62	--
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	0.00	-104.17	-1,682.12	--
财务费用(收益以“-”号填列)	-963.50	35,428.47	55,619.81	--
投资损失(收益以“-”号填列)	29,284.95	-5,256.07	-3,614.09	--
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-7,910.62	-302.15	-1,810.83	-52.16
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-1,637.00	-162.06	5,234.82	--
存货的减少(增加以“-”号填列)	-5.57	-86,538.53	-84,197.93	12,196.52
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-106,214.51	-270,300.65	95,738.24	--
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-11,383.03	172,375.86	61,759.79	--
其他	121,494.02	0.00	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	82,531.56	-76,547.76	220,639.18	63.51
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	74,074.56	134,203.82	187,344.50	59.03
减: 现金的期初余额	49,456.43	74,074.56	134,203.82	64.73
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	24,618.13	60,129.26	53,140.68	46.92

附件 6 景德镇市国有资产经营管理有限公司

主要财务指标

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	7.23	7.62	6.77	1.31
存货周转次数 (次)	1.39	1.50	1.28	0.26
总资产周转次数 (次)	0.42	0.44	0.36	0.07
现金收入比率 (%)	121.98	103.36	104.80	105.80
盈利能力				
总资本收益率 (%)	2.55	2.35	2.40	0.10
总资产报酬率 (%)	2.32	2.14	2.79	0.10
净资产收益率 (%)	1.32	1.19	1.98	0.24
主营业务毛利率 (%)	11.29	13.77	17.58	--
营业利润率 (%)	11.35	14.15	16.20	13.10
费用收入比 (%)	15.01	14.28	14.85	14.64
财务构成				
资产负债率 (%)	62.81	67.75	66.78	67.29
全部债务资本化比率 (%)	50.10	58.53	57.71	58.49
长期债务资本化比率 (%)	16.69	26.65	28.87	32.05
担保比率 (%)	--	--	--	--
偿债能力				
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.35	3.26	2.58	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.09	0.09	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.10	-0.06	0.14	-0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.04	-0.28	0.07	-0.07
流动比率 (倍)	1.12	1.05	1.05	1.10
速动比率 (倍)	0.55	0.60	0.60	0.65
现金短期债务比 (倍)	0.41	0.48	0.44	0.46
经营现金流动负债比率 (%)	7.72	-5.19	12.63	-2.22
经营现金利息偿还能力 (倍)	2.83	-2.16	3.86	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-1.20	-10.49	1.82	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数 (倍)	0.98	1.15	1.47	--
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	12.25	13.53	13.32	3.26
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	0.83	-0.77	2.21	-0.39
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.98	1.15	1.47	--

附件 7 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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 8 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。

联合信用评级有限公司关于 景德镇市国有资产经营管理有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年景德镇市国有资产经营管理有限公司完成审计报告后 2 个月内对景德镇市国有资产经营管理有限公司 2016 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

景德镇市国有资产经营管理有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。景德镇市国有资产经营管理有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注景德镇市国有资产经营管理有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现景德镇市国有资产经营管理有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如景德镇市国有资产经营管理有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至景德镇市国有资产经营管理有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送景德镇市国有资产经营管理有限公司、监管部门、交易机构等。

