

信用等级公告

联合〔2019〕1546号

联合资信评估有限公司通过对景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 赣陶瓷债/PR 赣陶债”和“18 景德镇专债 01/18 景陶 01”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十日



景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 赣陶瓷债 /PR 赣陶债	8.00 亿元	2022/11/27	AA	AA
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	4.00 亿元	2025/08/27	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	11.55	28.43	39.31
资产总额(亿元)	135.35	236.84	342.43
所有者权益(亿元)	74.08	142.50	166.99
短期债务(亿元)	3.14	2.92	28.61
长期债务(亿元)	42.80	80.88	110.39
全部债务(亿元)	45.94	83.80	139.00
营业收入(亿元)	10.69	11.64	14.35
利润总额(亿元)	1.21	2.02	2.17
EBITDA(亿元)	1.73	2.88	3.13
经营性净现金流(亿元)	-7.90	-6.71	0.16
应收类款项/资产总额(%)	6.43	3.92	3.06
营业利润率(%)	8.62	18.93	15.26
净资产收益率(%)	1.48	1.18	1.14
资产负债率(%)	45.27	39.83	51.24
全部债务资本化比率(%)	38.28	37.03	45.43
流动比率(%)	1332.89	2474.24	530.82
经营现金流流动负债比(%)	-111.89	-100.95	0.32
全部债务/EBITDA(倍)	26.48	29.08	44.36

分析师：喻宙宏 姜泰钰

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，景德镇经济持续发展，景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司（以下简称“公司”）作为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体及国有资产运营管理主体，业务区域专营优势明显，在资本金注入、土地出让金返还和财政补贴等方面获得持续有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司城市基础设施建设业务回款效率偏低、公司资产流动性弱、债务规模大幅增长、盈利能力仍然偏弱、在建及拟建项目未来投资规模相对较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着公司在建及拟建项目的逐步推进，公司未来有望稳步发展。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“15赣陶瓷债/PR赣陶债”和“18景德镇专债01/18景陶01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司在资本金注入、土地出让金返还和财政补贴等方面继续获得景德镇市政府的大力支持，资本实力有所提升。
- 跟踪期内，公司在棚户区改造项目建设方面保持专营优势，同时负责部分国有资产管理运营，整体业务稳步发展。

关注

- 跟踪期内，公司经营活动和投资活动现金流净额持续为负；且在建和拟建项目未来投资支出大，未来存在较大的对外融资压力。
- 公司存货和无形资产占比很高，受限资产规模大，存货中基础设施项目受结算模式影响回款的时间相对较长，公司资产流动性弱；利润对政府补贴依赖性较大，整体盈利能力偏弱。

- 跟踪期内，公司城市基础设施建设业务回款效率偏低，未签订协议的公益性项目未来资金回流不确定。联合资信将密切关注公司未来业务回款情况。

声 明

一、本报告引用的资料主要由景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东未发生变化，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”）、国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）和景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）（以下简称“景德镇棚改投资中心”）仍分别持股 87.00%、4.30%和 8.70%。公司实际控制人仍为景德镇市国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。2018 年公司新设立 4 家子公司，截至 2018 年底，公司拥有二级子公司 9 家；公司本部设立了综合管理部、人力资源部、财务部、发展规划部、资产管理部、成本合约部、审计法务部等 7 个职能部门。

截至 2018 年底，公司资产总额 342.43 亿元，所有者权益 166.99 亿元；2018 年公司实现营业收入 14.35 亿元，利润总额 2.17 亿元。

公司注册地址：江西省景德镇市珠山区朝阳路 299 号；法定代表人：刘子力。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年底，联合资信所评“15 赣陶瓷债/PR 赣陶债”尚需偿还债券余额 8.00 亿元，“18 景德镇专债 01/18 景陶 01”尚需偿还债券余额 4.00 亿元。跟踪期内，公司已按期支付存续债券需偿付的本金和利息。

截至 2018 年底，“15 赣陶瓷债/PR 赣陶债”募集资金已全部使用，“18 景德镇专债 01/18 景陶 01”已使用募集资金 1.50 亿元，剩余部分

资金仍存放于募集资金专户中。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 赣陶瓷债/PR 赣陶债	10.00	8.00	2015/11/27	7 年
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	4.00	4.00	2018/08/27	7 年

资料来源：联合资信整理

截至 2019 年 5 月底，“15 赣陶瓷债/15 赣陶债”募投项目景德镇市东城老工厂棚户区改造项目基本完工，待竣工结算，收入实现情况见经营分析；“18 景德镇专债 01/18 景陶 01”募投项目总投资 20.60 亿元，项目已投资金额 5.10 亿元，已使用募集资金 3.39 亿元，尚未产生收入。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

(1) 行业分析

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府

基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未

被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。

2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体及国有资产运营管理主体，景德镇市经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

景德镇市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《景德镇市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年景德镇市全年地区生产总值846.60亿元，比上年增长8.2%。其中，第一产业增加值56.45亿元，增长3.4%；第二产业增加值402.32亿元，增长7.7%；第三产业增加值387.83亿元，增长9.4%。三次产业结构由6.1:49.9:44.0优化为6.7:47.5:45.8。全年完成固定资产投资比上年增长11.2%。其中，民间投资增长12.3%，占固定资产投资的比重为65.9%。在固定资产投资中，第一产业投资比上年下降21.0%；第二产业投资下降0.7%；第三产业投资增长29.5%。全年房地产开发投资65.71亿元，比上年增长43.2%。其中，住宅投资53.96亿元，增长42.9%，占房地产开发投资的比重为82.1%，安装工程完成投资5.09亿

元，下降2.0%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为22.99亿元，其中景德镇市国资委持股87.00%、国开基金持股4.30%、景德镇棚改投资中心持股8.70%，公司实际控制人仍为景德镇市国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，公司股东支持能力较强，公司继续获得景德镇市政府在资本金注入、土地出让金返还、专项资金及财政补贴方面的大力支持，增强了公司的资本实力。

公司为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体及国有资产运营管理主体，承建了景德镇市主要的省级棚户区改造项目，持续获得政府在资本金注入、资产划拨和财政补贴等方面的大力支持。

股东支持能力

2018年，景德镇市全市完成财政总收入132.46亿元，比上年增长7.5%。其中一般公共预算收入89.86亿元（税收收入57.45亿元，非税收入32.41亿元），比上年增长3.6%；政府性基金收入125.90亿元，同比增长54.2%；中央和省财政补助一般公共预算转移支付总额76.11亿元，政府性基金转移支付总额0.98亿元。景德镇市财政实力持续增长。2018年，景德镇市一般公共预算支出204.05亿元，财政自给率为44.04%，财政自给能力仍偏弱。

资本金投入及土地出让金返还

2018年，景德镇市财政局对公司投入增加资本公积0.54亿元；公司收到市财政土地出让金及相关税费返还作为资本金投入，增加资本公积25.41亿元；景德镇市财政局对公司注资增加资本公积0.28亿元。2018年全年公司资

本公积增加26.23亿元。

专项资金

2018年，公司获得专项资金9.17亿元，主要是收到的保障性安居工程配套基础设施建设中央专项资金和博物馆专项资金，计入“专项应付款”。

补贴收入

2018年，公司获得政府补贴1.49亿元，较2017年的1.31亿元略有增长。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：Q1036020314500571N），截至2019年5月8日，公司无已结清及未结清的不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年6月2日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司城市基础设施建设业务稳步发展，营业收入稳步增长，收入构成变化较小；由于基础设施建设业务结转收入项目的毛利率不同，基础设施建设业务毛利率较2017年有所下降，公司整体业务毛利率有所下滑。

2018年，公司主营业务收入为14.17亿元，同比增长23.49%，主要系城市基础设施建设项目收入增长。其中城市基础设施建设项目收入占比91.30%，资产管理收入占1.81%、酒店餐饮收入占2.49%，主营业务收入结构较2017

年变化较小。

毛利率方面，2018年，公司主营业务毛利率为16.11%，较2017年的19.24%有所下滑，

主要系2018年城市基础设施建设业务结转收入的项目毛利率不同使得该板块业务毛利率有所波动。

表3 2017~2018年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

分行业	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市基础设施建设项目收入	105990.51	92.34	18.71	129411.91	91.30	14.15
资产管理收入	2555.36	2.23	32.10	2564.90	1.81	30.06
酒店餐饮收入	2269.87	1.98	38.23	3531.31	2.49	53.92
其他	3961.14	3.45	14.28	6229.21	4.39	29.66
合计	114776.88	100.00	19.24	141737.32	100.00	16.11

注：其他收入主要包含销售商品收入、租金收入、物业费收入和矿石销售收入；

资料来源：公司提供

2. 经营分析

（1）城市基础设施建设业务

跟踪期内，公司城市基础设施建设业务稳步发展，政府回款效率仍偏低；在建及拟建项目未来投资规模大，未来有较大的资金需求和融资压力；公司未签订相关协议的项目无明确收入来源，其未来能否回款目前来看具有不确定性。

公司城市基础设施建设项目主要包括棚户区改造项目建设和公益性基础设施项目建设。公益性基础设施项目是公司在景德镇建设的未签订相关代建协议或购买服务协议并且未来没有明确收入来源的项目。

跟踪期内，公司棚户区改造项目建设模式未发生变化。一种是公司与景德镇市人民政府签订工程建设协议，即根据景德镇市人民政府项目投资计划，公司通过自有资金和项目贷款进行项目前期投资建设，景德镇市政府自项目竣工验收后分期支付公司项目代建管理费（加成比例一般为10%）和项目投入成本。另一种建设模式为公司与政府签订购买服务协议，由政府对公司提供的棚户区改造服务进行购买，建设期满前政府支付的服务费用根据公司服务完成进度进行核定，建设期满或公司完成项目建设后，公司经政府验收合格后，政府按照购买服务协议附件《购买服务费用年度支付计划》表中的支付计划逐年向公司支付服务费用，涉

及增加或减少服务费的情形时，以景德镇市财政局财政评审中心及金融机构共同确定的相关数据作为核定依据，公司购买服务协议项目毛利率相对较高。

账务处理方面，公司签订代建协议和购买服务协议项目的账务处理均未发生变化。其中，公司签订代建协议的代建项目一般在项目建设投入时，计入“存货-工程施工”，每年按照项目建设进度确认营业收入；确认收入时，公司不形成应收，工程毛利仍在存货科目核算，待项目竣工验收后，才形成“应收账款”。由于代建项目在竣工前确认收入的同时并未实现现金回流，也未确认应收款项，相关成本及毛利在存货中予以反映，代建项目整体回款较慢。对于签订政府购买服务协议的项目公司一般按照购买服务费用年度支付计划表中政府每年需要拨付的金额确认营业收入，未收回的款项计入“应收账款”；对于尚未签订代建协议或者政府购买服务协议的公益性基础设施建设项目目前不确认营业收入，项目支出在“存货”和“其他非流动资产”中反映。

2018年，公司确认城市基础设施建设项目收入12.94亿元。其中东城老工厂棚户区改造项目（代建协议，项目加成为10%）确认收入3.83亿元，由于账务处理原因未产生相应的应收账款，2018年公司未收到该项目回款；珠山片区棚户区改造项目（购买服务协议）确认收

入 5.78 亿元；中华北路棚户区改造项目（购买服务协议）确认收入 3.33 亿元；公司全年收到政府回款 6.07 亿元，回款效率仍偏低。

2018 年底，公司景德镇市东城老工厂棚户区改造项目已基本完工，尚未竣工验收，项目已累计确认收入 33.00 亿元，尚未收到回款，按代建协议约定，项目完工后分三期支付，预计第一期将于 2019 年支付。2018 年底，公司主要在建项目情况见表 4。除签订代建协议和

购买服务协议的项目外，其中景德镇市老城棚户区改造项目和景德镇市御窑厂地带棚户区改造项目一部分建设资金来源于财政，目前尚未签订相关协议，未来是否能由政府回购具有不确定性，剩余为公益性基础设施建设项目。公司在建基础设施建设项目总投资 195.18 亿元，已投资 136.52 亿元，未获取 2019 年计划投资额。

表 4 截至 2018 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	项目类别	是否签订相关协议	开工时间	竣工时间	总投资	已投资额
景德镇市老城棚户区改造项目	代建	尚未签订协议	2015 年	2019 年	102178.00	93506.00
景德镇市御窑厂地带棚户区改造项目	代建	尚未签订协议	2016 年	2019 年	127500.00	126133.91
景德镇市珠山片区城中村棚户区改造项目	代建	政府购买协议	2016 年	2019 年	99869.00	75778.54
景德镇市珠山东区棚户区改造项目	代建	政府购买协议	2017 年	2020 年	199310.40	95539.05
景德镇市中华北路棚户区改造项目	代建	政府购买协议	2017 年	2020 年	199660.00	255585.56
景德镇市中心城区陶瓷老工厂搬迁改造及保护利用项目（搬迁部分）	代建	尚未签订协议	2016 年	2019 年	15000.00	20982.85
景德镇御窑博物馆及御窑厂遗址保护设施建设项目	代建	政府购买服务协议	2016 年	2019 年	96682.00	46070.81
景德镇国家森林公园、松涛公园配套基础设施建设及文化产业园项目	代建	尚未签订协议	2017 年	2019 年	18674.00	14435.26
景德镇陶溪川、御窑厂周边配套路网延伸建设项目	代建	尚未签订协议	2016 年	2019 年	57569.00	24281.44
江西景德镇国家粮食储备库搬迁还建项目	代建	尚未签订协议	2017 年	2019 年	32531.00	1878.15
景德镇城区老瓷厂改造项目	代建	尚未签订协议	2017 年	2019 年	121281.00	43510.15
景德镇凤凰山云门公园建设项目	代建	尚未签订协议	2017 年	2019 年	42580.00	600.00
景德镇市凤凰山片区棚户区改造项目	代建	政府购买服务协议	2018 年	2021 年	144744.90	111085.45
观溪郡小区安置房建设项目	代建	尚未签订协议	2017 年	2021 年	195000.00	105079.98
景德镇观英小区棚户区改造安置房建设项目	代建	尚未签订协议	2018 年	2021 年	131390.00	57171.95
景德镇学院搬迁工程项目	代建	尚未签订协议	2017 年	2019 年	100000.00	26110.66
景德镇陶阳里历史街区保护利用(珠山大桥-中渡口段改造提升)项目	代建	尚未签订协议	2018 年	2020 年	13166.20	2462.81
景德镇市东城老工厂棚户区改造项目	代建	委托代建协议	2013 年	2018 年	254648.84	264955.37
合计	--	--	--	--	1951784.34	1365167.94

资料来源：公司提供

公司目前拟建基础设施建设项目有景德镇景瑶小区城市棚户区改造安置房建设项目和景德镇学院配套小区建设项目，均尚未签订代建协议或政府购买服务协议，项目总投资合计 31.88 亿元。公司在建及拟建基础设施建设项目尚需投资支出规模较大。考虑到公司很多在建项目均尚未签订代建协议，其未来能否回款目前来看具有不确定性。

（2）资产管理业务及酒店餐饮业务

跟踪期内，公司资产管理业务及酒店餐饮业务稳步发展，酒店餐饮业务毛利率有所增长。

公司资产管理收入来源系景德镇市政府

将部分房产、物业等委托公司进行管理，公司向市政府支付租金，同时向陶瓷研究所、瓷器工作室及商户等出租收取租金，公司向景德镇市政府支付的租金为业务成本。

公司目前持有的经营性国有资产主要为商铺等商业物业，总面积 3.54 万平方米。2018 年，公司实现资产管理收入 0.26 亿元，业务毛利率为 30.06%，较 2017 年略有下滑。

2016 年开始，公司新增酒店餐饮收入，主要系景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属项目工程完工后公司新增陶溪川酒店等资产所致。陶溪川酒店 2016 年为试运营阶段，公司酒店餐饮业务收入及毛利率均较

低，2017年该酒店正式对外开放，2018年酒店入住率大幅提升，使得公司2018年酒店餐饮业务收入及毛利率均大幅上升。2018年，公司酒店餐饮业务收入实现0.35亿元，业务毛利率上升至53.92%，陶溪川酒店的整体入住率有76.57%。

3. 其他业务

跟踪期内，公司其他业务新增租金收入，业务收入大幅增长。

公司其他业务主要为销售商品收入和租金收入。商品销售业务为2017年新增业务，2017年初政府将景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属项目工程划入公司后，公司新增陶溪川空间等资产，陶溪川空间从景德镇陶瓷大学学生手中收取陶瓷作品，再对外销售，因而产生商品销售收入。2018年公司销售商品收入为0.40亿元，业务毛利率为9.46%。2018年公司新增租赁业务，主要包含陶邑商铺租金收入、陶欣资产旧厂房租金收入和物业商铺租金收入，业务毛利率为92.32%，毛利率很高主要系其相应人员管理成本不易分摊，一次性计入期间费用。

4. 未来发展

公司作为景德镇市级主要的棚户区改造项目 and 保障性住房建设主体，区域专营优势明显。随着景德镇市城区改造的进一步推进，公司未来将承接更多的棚改和保障性住房建设任务，贯彻落实景德镇市市政府关于统筹建设全市城市和城镇建设的要求，加快推进棚户区及保障房项目建设，提高和加强主营业务的管

理和运营优选投资项目与创新运作，进一步强化内部组织建设管理，不断提升企业的核心竞争力，促进项目建设。

在国有资产经营方面，公司将加强项目管理，顺应市场发展，将部分租赁物业改造升级为文化产业园，通过借助景德镇陶瓷文化影响力，打造陶瓷创意产业园，提高物业资产的文化品位和盈利能力。公司目前在建的自建项目主要为景德镇窑山陶瓷工业综合体项目，项目总投资18.79亿元，2018年底已投资4.51亿元，项目未来建设完成后转为固定资产，预计可产生一定的陶瓷加工收入。

八、财务分析

公司提供了2018年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2018年底，公司纳入合并范围的二级子公司9家。2018年公司合并范围新增4家二级子公司，全部为投资设立，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，存货和无形资产占比很高，受限资产规模大，存货中基础设施项目受结算模式影响回款的时间相对较长，公司资产流动性弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额342.43亿元，较上年底增长44.58%。公司资产仍以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.43	12.00	39.31	11.48
存货	119.76	50.57	183.65	53.63
预付款项	5.11	2.16	31.93	9.32
流动资产	164.38	69.41	267.05	77.99
投资性房地产	19.00	8.02	19.55	5.71

无形资产	39.82	16.81	39.71	11.60
其他非流动资产	10.32	4.36	10.77	3.15
非流动资产	72.46	30.59	75.38	22.01
资产总计	236.84	100.00	342.43	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司流动资产 267.05 亿元，较上年底增长 62.46%，主要系预付款项、存货大幅增长。2018 年底，公司货币资金 39.31 亿元，较上年底增长 38.29%，其中受限货币资金 1.29 亿元；公司应收账款 6.18 亿元，较上年底增长 109.71%，主要系应收景德镇市财政局款项大幅增长，其中应收景德镇市财政局 6.15 亿元，应收账款前五名单位合计应收 6.16 亿元，账龄均在 1 年以内，应收账款集中度高，账龄短；公司预付款项 31.93 亿元，较上年底增长 525.41%，主要系预付景德镇市财政局的土地出让金款项大幅增长，其中预付景德镇市财政局款项 26.40 亿元、预付中国建筑第二工程局有限公司 1.65 亿元、预付中国建筑一局（集团）有限公司 1.33 亿元；公司其他应收款 4.29 亿元，较上年底下降 32.18%，其中应收景德镇市国资运营投资控股往来款 3.36 亿元、应收景德镇市土地储备中心往来款 0.52 亿元；公司存货 183.65 亿元，较上年底增长 53.35%，主要系建造合同形成的资产大幅增长，其中建造合同形成的资产 131.33 亿元、土地使用权 47.62 亿元，公司建造合同形成的资产主要为签订购买服务协议、代建协议项目及未签订相关协议的项目建设形成，土地使用权全部为出让用地，主要为商业用地和商住用地，存货中用于抵质押的土地使用权合计 18.52 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 75.38 亿元，较上年底增长 4.04%；公司投资性房地产 19.55 亿元，较上年底增长 2.88%，主要为公允价值变动；公司在建工程 4.54 亿元，较上年底增长 75.01%，主要为景德镇陶瓷工业综合

体项目投入增长；公司无形资产 39.71 亿元，较上年底下降 0.27%，主要由土地使用权（账面价值 3.24 亿元）和采矿权（账面价值 36.45 亿元）构成，其中采矿权中 35.24 亿元账面价值已经用于抵质押贷款；公司其他非流动资产 10.77 亿元，较上年底增长 4.37%，主要为公益性项目。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 56.53 亿元，其中受限应收账款账面价值 2.77 亿元、受限存货账面价值 18.52 亿元、受限无形资产账面价值 35.24 亿元。公司受限资产规模大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，实收资本和资本公积占比高，所有者权益稳定性依然较好；公司债务规模快速增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担有所加重。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 166.99 亿元，较上年底增长 17.18%，主要系资本公积增长；公司实收资本无变化，仍为 22.99 亿元，其中景德镇市国资委占比 87.00%、国开发展基金有限公司占比 4.30%、景德镇市棚改项目投资中心占比 8.70%；公司资本公积 135.10 亿元，较上年底增长 20.48%，主要系景德镇市财政局对公司注资以及景德镇市政府对公司返还土地出让金及相关税费作为资本金投入。

截至 2018 年底，公司负债 175.45 亿元，较上年底增长 85.99%，其中流动负债占 28.67%、非流动负债占 71.33%，负债仍以非流动负债为主。

表 6 公司主要负债构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	0.00	0.00	3.00	1.71
预收款项	0.08	0.08	15.42	8.79
其他应付款	0.38	0.40	3.40	1.94
一年内到期的非流动负债	1.71	1.81	24.32	13.86
流动负债	6.64	7.04	50.31	28.67
长期借款	51.03	54.10	92.31	52.61
应付债券	29.85	31.64	18.07	10.30
非流动负债	87.69	92.96	125.14	71.33
负债合计	94.33	100.00	175.45	100.00
实收资本	22.99	16.13	22.99	13.77
资本公积	112.13	78.69	135.10	80.9
未分配利润	6.66	4.67	7.94	4.75
所有者权益	142.50	100.00	166.99	100.00

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司流动负债50.31亿元，较上年底增长657.25%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债大幅增长；公司短期借款3.00亿元，全部为质押借款；公司预收款项为15.42亿元，较2017年底增长15.34亿元，主要系预收房款大幅增长，预收房款主要为公司负责建设的陶新家园安置房的房款（陶新家园安置房项目为公司接受政府委托建设的拆迁安置房，由政府成立的拆迁项目组将拆迁款项按户汇至公司子公司，并与公司子公司签署批量购房协议。在该协议项下，由单个拆迁户按购房人与置业公司签订房屋买卖合同，并办理余款补足或按揭等相关业务手续。待项目验收后，确认相关收入。公司盈利主要是政府采购价格与建设成本价的空间，一般以10~15%的利润率为准，采取逐年、逐项目单个协商方式确认）；公司一年内到期的非流动负债24.32亿元，较上年底增长1321.90%，其中一年内到期的长期借款2.36亿元、一年内到期的应付债券21.96亿元。

截至2018年底，公司非流动负债125.14亿元，较上年底增长42.70%，主要系长期借款和专项应付款增长所致；公司长期借款92.31亿元，较上年底增长80.89%，全部为质押借款和抵押借款；公司应付债券18.07亿元，较上年底下降39.45%，主要系“16景陶01”和“16景陶02”调整至一年内到期的非流动负债科目核算，公司当年新发行了4亿元的“18景陶01”和8.2

亿元的“18景旅01”；公司专项应付款12.93亿元，较上年底增长157.37%，主要系保障性安居工程配套基础设施建设中央专项资金（期末账面余额9.70亿元）及博物馆专项资金（期末账面余额2.23亿元）大幅增长。

有息债务方面，将长期应付款中有息债务调入长期债务和全部债务核算后，截至2018年底，公司调整后全部债务140.68亿元，同比增长64.38%，其中短期债务占20.34%、调整后长期债务占79.66%，长期债务占比较上年有所下降。随着公司有息债务规模的大幅增长，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别上升至51.24%、45.72%和40.16%，债务负担有所加重。考虑到公司所有者权益中包含部分明股实债资金，公司实际债务负担和指标高于上述测算值。2019~2021年，公司有息债务到期规模分别为28.02亿元、16.10亿元和10.98亿元，公司2019年存在集中兑付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，受业务性质影响，公司整体盈利能力仍弱，利润对政府补贴依赖性依然较强。

2018年，公司实现营业收入14.35亿元，较上年底增长23.25%；公司营业成本为11.89亿元，较上年底增长28.25%，高于营业收入增幅，

公司营业利润率由2017年的18.93%下降至15.26%。

2018年,公司期间费用为2.10亿元,较2017年的1.66亿元有所增长,期间费用占营业收入的比重为14.63%,较2017年的14.23%略有增长,公司期间费用控制能力仍偏弱。

2018年,公司获得政府补贴1.49亿元,全年实现利润总额2.17亿元,公司利润对政府补贴的依赖性依然较强。

盈利指标方面,2018年,公司调整后总资产收益率和净资产收益率分别为0.84%和1.14%,较2017年略有下滑,公司整体盈利能力仍弱。

4. 现金流

跟踪期内,随着预收房款的大幅增长,公司经营净现金流由流出转为流入,投资活动保持大幅净流出,公司外部融资规模依然较大,业务发展对外部融资的依赖性较大,考虑到公司在建和拟建项目未来支出规模大以及基础设施建设业务回款较慢,公司未来对外融资压力依然较大。

经营活动方面,2018年公司经营活动现金流入25.90亿元,同比增长99.01%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为22.20亿元(较2017年的9.83亿元大幅增长,主要系当年收到大规模的预收房款);收到其他与经营活动有关的现金为3.70亿元,主要为公司与政府和其他企业之间的往来款和政府补助收入。2018年,公司现金收入比分别为154.72%,较2017年的84.46%大幅增长,主要系当年收到大规模的预收房款,公司基础设施代建业务回款效率仍偏低。2018年,公司经营活动现金流出25.74亿元,同比增长30.52%。其中购买商品、接受劳务支付现金21.27亿元,主要为项目建设支出;支付其他与经营活动有关的现金为2.62亿元,主要为公司与其他企业之间的往来款。2018年,公司经营活动现金流净额为0.16亿元,由上年大幅流出转为流入。

投资活动方面,2018年公司投资活动现金流出3.14亿元,主要为收回投资收到的现金(主要为赎回理财产品的资金);公司投资活动现金流出65.17亿元,同比下降23.42%,其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为63.82亿元。2018年,公司投资活动现金流净额为-62.03亿元,投资活动现金流净流出规模有所增长。

筹资活动方面,2018年,公司筹资活动现金流入82.09亿元,由吸收投资收到的现金22.98亿元(主要为景德镇市财政局对公司的注资以及景德镇市政府土地出让金返还对公司注资)、取得借款46.91亿元和发行债券收到的现金12.20亿元构成。2018年公司筹资活动现金流出10.62亿元,主要为偿还债务支付的现金。公司筹资活动现金流净流入71.47亿元,净流入规模较2017年有所下降。

5. 偿债能力

公司短期债务规模大,但现金类资产较充裕,公司短期偿债能力尚可;跟踪期内,由于公司有息债务规模大幅增长,公司长期偿债压力加大,但考虑股东对公司持续的大力支持,公司整体偿债风险很小。

从短期偿债指标看,2018年底,公司流动比率和速动比率均大幅下降,分别为530.82%和165.78%。2018年,公司经营现金流动负债比为0.32%,经营活动净现金流对短期债务覆盖能力弱。2018年底,公司现金类资产为39.31亿元,对短期债务的覆盖倍数为1.37倍。总体看,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看,2018年,公司EBITDA为3.13亿元,调整后全部债务/EBITDA为44.89倍,公司长期偿债压力大,但考虑股东对公司持续的大力支持,公司整体偿债风险很小。

截至2019年3月底,公司无对外担保。

截至2019年3月底,公司获得银行授信额度合计119.90亿元,已使用授信额度113.90亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 母公司财务概况

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额338.76亿元，同比增长39.56%。其中流动资产占82.10%、非流动资产占17.90%，资产仍以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的98.93%，占比高。

截至2018年底，母公司所有者权益合计165.17亿元，同比增长17.32%。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的98.91%，占比高。

截至2018年底，母公司负债合计173.59亿元，同比增长70.28%。其中流动负债占32.05%、非流动负债占67.95%，母公司非流动负债占比较2017年有所下降。母公司负债占合并报表负债的98.94%，占比高。

2018年，母公司实现营业收入13.30亿元，同比增长21.32%，占合并报表营业收入的92.73%；母公司利润总额为1.98亿元，同比下降22.99%，占合并报表利润总额的91.26%。母公司营业收入及利润总额占合并报表的比重均高。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额42.20亿元，一年内到期的应付债券22亿元，2019年为公司存续债未来三年偿债峰值，公司现金类资产充裕，短期偿债压力较小。

截至2018年底，公司一年内到期兑付债券余额为22.00亿元，2019年即为存续债券待偿本金峰值。截至2018年底，公司现金类资产39.31亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为25.90亿元、0.16亿元和3.13亿元，对公司存续债券保障情况如下表，公司短期偿债压力较小。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018年
一年内到期债券余额	22.00
未来待偿债券本金峰值	22.00

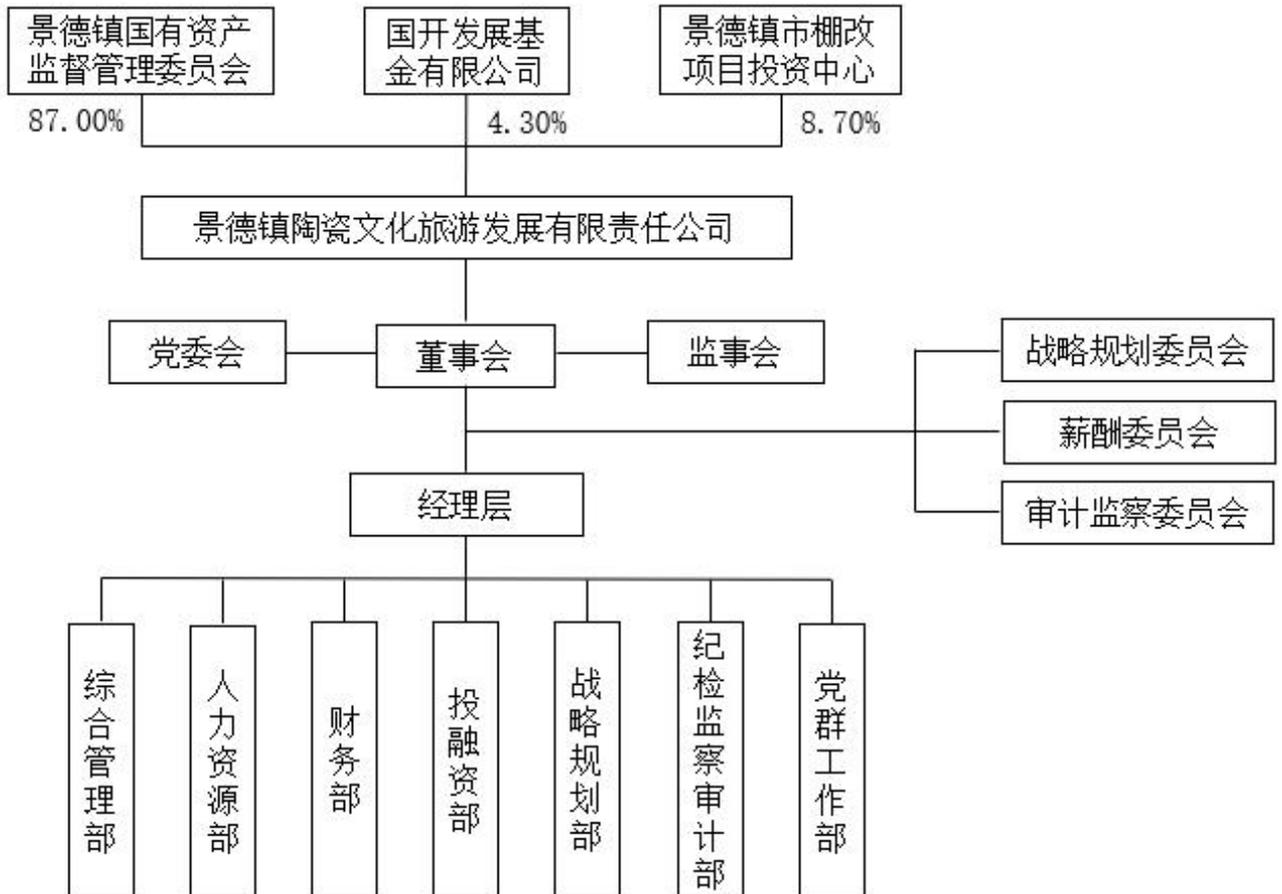
现金类资产/一年内到期债券余额	1.79
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.18
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.01
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“15赣陶瓷债/PR赣陶债”和“18景德镇专债01/18景陶01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.55	28.43	39.31
资产总额(亿元)	135.35	236.84	342.43
所有者权益(亿元)	74.08	142.50	166.99
短期债务(亿元)	3.14	2.92	28.61
调整后短期债务(亿元)	3.14	2.92	28.61
长期债务(亿元)	42.80	80.88	110.39
调整后长期债务(亿元)	51.22	82.66	112.07
全部债务(亿元)	45.94	83.80	139.00
调整后全部债务(亿元)	54.36	85.58	140.68
营业收入(亿元)	10.69	11.64	14.35
利润总额(亿元)	1.21	2.02	2.17
EBITDA(亿元)	1.73	2.88	3.13
经营性净现金流(亿元)	-7.90	-6.71	0.16
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.56	2.60	3.14
存货周转次数(次)	0.20	0.10	0.08
总资产周转次数(次)	0.11	0.06	0.05
现金收入比(%)	28.23	84.46	154.72
应收类款项/资产总额(%)	6.43	3.92	3.06
营业利润率(%)	8.62	18.93	15.26
总资本收益率(%)	1.19	1.05	0.85
调整后总资本收益率(%)	1.12	1.05	0.84
净资产收益率(%)	1.48	1.18	1.14
长期债务资本化比率(%)	36.62	36.21	39.80
调整后长期债务资本化比率(%)	40.88	36.71	40.16
全部债务资本化比率(%)	38.28	37.03	45.43
调整后全部债务资本化比率(%)	42.32	37.52	45.72
资产负债率(%)	45.27	39.83	51.24
流动比率(%)	1332.89	2474.24	530.82
速动比率(%)	466.02	671.65	165.78
经营现金流动负债比(%)	-111.89	-100.95	0.32
全部债务/EBITDA(倍)	26.48	29.08	44.36
调整后全部债务/EBITDA(倍)	31.33	29.70	44.89

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变