

信用等级公告

联合[2018] 857 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长期信用状况及拟发行的 2018 年第一期景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司城市停车场建设专项债券进行综合分析和评估，确定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，2018 年第一期景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司城市停车场建设专项债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年五月三十日



2018年第一期景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司 城市停车场建设专项债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA
本期专项债券信用等级: AA
评级展望: 稳定

本期专项债券发行规模: 4 亿元

本期专项债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 在债券存续期第 3~7 年
每年偿还 20% 的债券本金

募集资金用途: 用于景德镇市城市停车场建设项
目

评级时间: 2018 年 5 月 30 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	9.57	11.55	28.43
资产总额(亿元)	62.91	135.35	236.84
所有者权益(亿元)	31.99	74.08	142.50
短期债务(亿元)	0.50	3.14	2.92
长期债务(亿元)	24.10	42.80	80.88
全部债务(亿元)	24.59	45.94	83.80
营业收入(亿元)	9.56	10.69	11.64
利润总额(亿元)	2.04	1.21	2.02
EBITDA(亿元)	2.19	1.73	2.88
经营性净现金流(亿元)	-7.90	-7.90	-6.71
营业利润率(%)	8.45	8.62	18.93
净资产收益率(%)	5.92	1.48	1.18
资产负债率(%)	49.14	45.27	39.83
全部债务资本化比率(%)	43.46	38.28	37.03
流动比率(%)	1277.77	1332.89	2474.24
经营现金流流动负债比(%)	-199.85	-111.89	-100.95
全部债务/EBITDA(倍)	11.24	27.68	32.01

分析师

喻宙宏 申晓波

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

景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司(以下简称“公司”)是景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体及国有资产管理和运营主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司业务区域专营优势明显,在资本金注入、资产划拨和财政补贴等方面持续获得股东的大力支持。同时,联合资信也关注到公司城市基础设施建设业务回款质量较差;公司资产流动性弱,债务规模大幅增长,盈利能力偏弱;筹资活动前现金流持续大幅净流出,在建及拟建项目未来投资规模相对较大,未来存在一定融资压力等不利因素给公司带来的负面影响。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期专项债券将用于景德镇市停车场项目建设。本期专项债券设置了本金分期偿还条款,一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。基于对公司主体长期信用及本期专项债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期专项债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 景德镇市近年来经济稳步发展,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体,同时负责部分国有资产管理和运营,区域专营优势明显。
3. 近三年,公司得到了股东在资本金注入、资产划拨以及财政补贴等方面的持续大力支持,公司资本实力有所提升。

关注

1. 近三年,公司经营活动和投资活动现金流

净额持续为负，公司业务发展对外部融资依赖程度大。同时公司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。

2. 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。
3. 公司城市基础设施建设业务回款较慢，近三年回款质量较差，公司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。
4. 本期专项债券存续期内，募投项目税后经营净现金流为负，且募投项目未来收益易受经济形势和项目建设、销售进度影响。公司未来可能需要自有资金偿付本期专项债券本息。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2018年第一期景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司 城市停车场建设专项债券信用评级报告

一、主体概况

景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司（以下简称“公司”）原名江西省陶瓷工业公司，前身为景德镇市瓷业公司。

2015年12月，公司进行改制，由全民所有制企业改制成为有限责任公司，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”）为公司唯一股东，公司名称变更为现名，注册资本由资本公积转增至20.00亿元。

2017年11月，景德镇国资委、国开发展基金有限公司和景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）签订《景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司2017年出资人决议》，同意公司注册资金由20亿元增加到22.99亿元，增资后景德镇国资委、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”）分别持股87.00%、4.30%和8.70%。公司实际控制人为景德镇国资委。

公司经营范围：陶瓷制造、销售；投资与资产管理；文化项目、旅游项目的策划、投资、建设、运营；文物及非物质文化遗产保护；市政基础设施工程；项目投资管理；公园、游览景区管理；企业管理。

截至2017年底，公司拥有子公司5家；公司本部设立了综合管理部、人力资源部、财务部、投融资部、战略规划部、纪检监察审计部和党群工作部7个职能部门。

截至2017年底，公司资产总额236.84亿元，所有者权益142.50亿元。2017年公司实现营业收入11.64亿元，利润总额2.02亿元。

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。

二、本期专项债券及募投项目概况

1. 本期专项债券概况

公司计划于2018年发行第一期城市停车场建设专项债券，发行规模4.00亿元（以下简称“本期专项债券”），发行期限为7年。本期专项债券为固定利率债券，按年付息，并拟于债券存续期第3~7年每年偿付20%本金。

2. 本期专项债券投资项目概况

本期专项债券募集资金全部用于景德镇市城市停车场建设项目。

表1 本期专项债券募集资金投向

(单位: 万元)

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
景德镇市城市停车场建设项目	206008.65	40000.00	19.42%

资料来源：公司提供

(1) 项目概况

根据江苏汇诚投资咨询管理有限公司出具的《景德镇市城市停车场建设项目可行性研究报告》，景德镇市城市停车场建设项目总投资20.60亿元。其中建筑工程费用12.43亿元、设备购置及安装费2.44万元、工程建设其它费用2.79亿元（含土地费用）、预备费0.88亿元、建设期利息1.44亿元、流动资金0.61亿元。项目建设期限2年，起止时间为：2017年5月~2019年4月，具体建设内容见表2。截至2017年底，募投项目国家森林公园和松涛公园两处停车场已开工建设，已完成停车场前期土地平整工作，资金投入约为9000.00万元；其他11处停车场目前尚未开工。

表2 景德镇市停车场建设内容一览表

序号	名称	土地性质	土地面积 (亩)	是否有土地证	停车场建筑面积 (平方米)	车位个数
1	宇宙瓷厂东南角和西南角地块	商业	17.70	有	14875.43	572
2	昌河东苑地块	商服住宅	83.74	有	46917.85	1805
			13.75	有使用权	11555.78	444
3	化工厂水塘地块	住宅	33.81	有	27625.31	1063
4	雕塑瓷厂地块	商业	68.83	有	35809.50	1377
5	何家桥 1#、2#地块	住宅	97.31	有	54520.85	2097
6	景北地块	商业	184.00	有	55227.60	2124
7	化工厂地块	商住	100.00	有	52026.00	2001
8	中厦地块	住宅	9.00	有	6963.48	268
			27.00	有使用权	20170.08	776
9	陶溪川二期地块	商业	410.00	有使用权	68914.44	2651
10	新风路地块	商业	67.75	有使用权	50611.96	1947
11	茶园塘地块	商业	42.72	有使用权	39891.94	1534
12	国家森林公园	绿地	28.53	有使用权	26641.31	1025
13	松涛公园地块	广场	18.00	有使用权	16808.40	646
	合计	--	1202.14	--	528560.00	20330

资料来源：《景德镇市城市停车场建设项目可行性研究报告》

(2) 项目审批情况

体批复情况如下表所示：

该建设项目已获得相关部门的批准，具

表3 本期专项债券募投项目获得相关批复情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
社会稳定风险评估备案表	--	中共景德镇市委维护稳定领导小组办公室	2017年3月20日
《关于对景德镇市城市停车场建设项目规划预审的意见回复函》	景规函【2017】43号	景德镇市城市规划局	2017年5月10日
《景德镇市国土资源局关于景德镇市城市停车场建设项目的用地意见》	景国土资字【2017】36号	景德镇市国土资源局	2017年5月10日
《江西省企业投资项目备案通知书》	--	景德镇市珠山区发展和改革委员会	2017年9月01日
《建设项目选址意见书》	选字第[2017]098号	景德镇市城市规划局	2017年9月01日
《建设用地规划许可证》	地字第[2017]101号	景德镇市城市规划局	2017年9月01日
《建设工程规划许可证》	建字第[2017]066号	景德镇市城市规划局	2017年9月01日
《珠山区环境保护局关于对〈景德镇市城市停车场建设项目〉的预审意见》	珠环预[2017]01号	景德镇市珠山区环境保护局	2017年9月04日

资料来源：公司提供

(3) 项目收益

本项目建成投入运营后，项目收入主要为停车场停车位出售收入、景点旁停车场出租收入和其他停车场出租收入。根据南昌华信投资咨询有限公司出具的《关于〈景德镇市城市停车场建设项目〉的评审报告》，公司募投项目运营期为 18 年，运营期间可实现经

营收入 48.08 亿元，税后项目投资财务内部收益率为 8.97%。假设本期专项债券于 2018 年发行，债券存续期（2018 年至 2025 年）内，根据评审报告预测，该项目能够实现合计收入约 21.73 亿元。

三、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，我国国内生产总值(GDP) 82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数(CPI)有所回落，工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大；制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升，财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续

改善。2017年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元，同比增长7.2%(实际增长1.3%)，增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降；制造业投资增速(4.8%)小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均

保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，我国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，我国对美国、东盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造

业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（1）行业概况

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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着

至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国

办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化

率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 区域经济环境

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、西与鄱阳县接壤，东北与安徽祁门县、东偏南与婺源县毗连。下辖一市、一县、两区（乐平市、浮梁县、珠山区和昌江区）；景德镇市土地面积5256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；景德镇市人口162.98万人。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。

近年来景德镇市交通运输迅速发展，景德镇市已形成了水、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。

2015~2017年，景德镇市地区生产总值分别为772.06亿元、840.15亿元和878.25亿元。根据《景德镇市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年景德镇市全年实现地区生产总值878.25亿元，比上年增长8.8%。其中，第一产业增加值53.60亿元，增长4.2%；第二产业增加值438.42亿元，增长8.0%；第三产业增加值386.23亿元，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%。2017年全市全年完成固定资产投资889.33亿元，比上年增长13.5%。其中，民间投资599.37亿元，下降0.6%，占固定资产投资的比重为67.4%。在固定资产投资中，第一产业投资38.67亿元，比上年增长347.4%；第二产业投资513.65亿元，下降2.9%；第三产业投资337.01亿元，增长37.0%。全年房地产开发投资45.89亿元，比上年增长7.0%。其中，住宅投资37.08亿元，增长9.1%。

近三年，景德镇经济稳步发展，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2017年底，公司注册资本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%，公司实际控制人为景德镇市国资委。

2. 企业规模

公司为景德镇市重要的国有资产运营主体，承担着景德镇市区内棚户区改造及保障性住房建设和国有资产的经营管理职能，是景德镇市区内棚户区改造建设项目的重要市级主体。

作为公司前身的景德镇瓷业公司（以下简

称“瓷业公司”)原为景德镇市支柱企业,下辖的建国瓷厂、为民瓷厂等十大瓷厂,覆盖了全市 80%以上的陶瓷产能,市区内的瓷厂厂区、家属宿舍等均为瓷业公司管理。自上世纪 90 年代开始,国有瓷厂由于效益原因逐步关停,公司业务由陶瓷制品的生产、销售转为国有资产的保值增值。自 2012 年开始,随着市政府对于老城地区尤其是各瓷厂厂区及家属宿舍区的旧城改造的开展,公司由于其历史原因和地位的特殊性,对于承担棚户区改造项目具有先天的便利性,因此被景德镇市政府定位为唯一从事市区内棚户区改造建设项目的市级主体,负责城区内的工厂及老旧宿舍拆迁、土地平整和相关居民安置及保障房建设。

公司承建了景德镇市级所有的省级棚户区改造项目。目前主要在建棚改项目有景德镇市东城老工厂棚户区改造项目、景德镇市珠山片区城中村棚户区改造项目和景德镇市中华北路棚户区改造项目,均纳入到省级棚户区改造规划当中。

总体看,公司作为景德镇市重要的棚户区改造建设的市级主体,承建了景德镇市主要的省级棚户区改造项目,公司在景德镇市竞争实力较强。

3. 人员素质

2017 年底,公司共有高级管理人员 5 名,其中总经理 1 名、副总经理 4 名。

刘子力先生,1965 年 11 月出生,本科学历,1985 年 8 月参加工作;曾任市红星瓷厂分厂管理员、劳人科、企管科科长,厂团委副书记;景德镇市团委青联副秘书长;红旗瓷厂厂长助理、厂长;2011 年进入公司任董事长兼总经理,2017 年 6 月辞任总经理,目前仅任公司董事长。

余笑兵先生,1967 年出生,研究生学历,1990 年参加工作;曾任华意压缩机股份有限公司总经理、董事长;景德镇高新科技产业开发区党工委委员、副主任;2017 年 6 月至今任公

司总经理。

姚名卫先生,1967 年出生,本科学历;1989 年参加工作并进入江西省陶瓷工业公司,曾任生产经营部科员;计划统计处副主任、主任;江西省陶瓷工业公司副总经理、景德镇玉山瓷业有限公司总经理;2016 年 2 月至今任公司副总经理。

熊洪华先生,1968 年出生,本科学历;1987 年参加工作并进入公司,曾任公司劳服司副经理、经理、景德镇陶邑公司发展有限公司(以下简称“陶邑公司”)营销策划部部长、总经理助理、副总经理;2016 年 4 月至今任公司副总经理。

吴淑萍女士,1967 年出生,本科学历;1986 年参加工作,1993 年任交通银行景德镇分行会计主管和城东支行行长,2006 年任交通银行景德镇分行业务部处长,2011 年任景德镇陶邑文化发展有限公司副总经理;2016 年 4 月开始担任公司总经理助理和财务总监职务,2017 年 12 月开始担任公司副总经理职务。

从员工结构来看,截至 2018 年 3 月底,公司在职工 358 人(不含棚改拆迁临时人员),按岗位划分,管理人员占比 10%、技术人员占比 10%、其他人员占比 80%。按职工受教育程度划分,研究生及以上学历占比 8%、本科学历占比 82%、专科学历占比 10%。

整体看,公司高管人员经验丰富,文化素质较高,可满足公司管理的需求,整体员工素质尚可,能满足公司日常经营的需求。

4. 外部支持

股东支持能力

2015~2017 年,景德镇市全市财政总收入持续增长,分别为 111.60 亿元、115.80 亿元和 123.20 亿元。其中税收收入分别为 69.30 亿元、58.69 亿元和 54.60 亿元,非税收入分别为 21.30 亿元、30.00 亿元和 32.10 亿元。从景德镇市市本级口径的地方财力结构来看,一般预算收入和上级补助收入是景德镇市财政收入的主要

来源。2015~2017年，景德镇市市本级财政一般公共预算收入分别为22.01亿元、22.62亿元和23.00；上级补助收入分别为71.56亿元、83.90亿元和95.28亿元。近三年景德镇市本级一般公共预算收入在财政总收入中占比整体处于偏低水平，受限于景德镇市的经济发展水平，一般公共预算收入对财政收入的贡献度较低。2015~2017年，景德镇市本级一般公共预算支出分别为61.50亿元、56.96亿元和64.30亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为35.79%、39.71%和35.77%，景德镇市本级财政自给率较低，政府财政对上级补助的依赖性较强。

2016年底，景德镇市本级债务为89.73亿元（按担保债务余额的50%核算），政府债务率为75.58%，整体债务负担较重。2017年底景德镇市政府债务数据未获取。

资本金投入

2016年，景德镇市市财政局对公司资本金注入12.28亿元，之后根据景办发【2015】34号文件，公司资本公积转增实收资本17.00亿元。

2017年，景德镇市市财政局对公司注入资本金7.77亿元。2017年11月，景德镇国资委、国开发展基金有限公司和景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）签订《景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司2017年出资人决议》，确定国开基金对公司投资6.60亿元，这部分资金是国开基金2016年对公司的增资，属于明股实债，由景德镇市国资委回购。2017年公司将原计入长期应收款科目的6.60亿元转入权益科目。其中0.99亿元转入实收资本，其余转入资本公积。景德镇棚改投资中心对公司投资29.98亿元，其中计入实收资本2.00亿元，其余计入资本公积。

资产划拨

2017年，景德镇市政府将景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属建设项目（主要为房屋建筑物等，该项目又称“陶溪川”）划拨至公司，以评估价值入账，增加资本公积

18.14亿元，同时计入“投资性房地产”；景德镇市政府将原属于江西省陶瓷工业公司瓷器划拨至公司，以评估价值入账，增加资本公积4.51亿元，由于瓷器目前不能对外销售，该资产质量较差。

专项资金

2015~2017年，公司分别获得专项资金0.54亿元、2.21亿元和2.03亿元，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。

补贴收入

自2012年起，公司持续获得景德镇市下拨的专项补助资金和企业发展资金。2015~2017年，公司分别获得补贴收入1.60亿元、0.92亿元和1.31亿元。

总体看来，公司股东支持能力较强，公司持续获得景德镇市政府在资本金注入、资产划拨、专项资金及财政补贴方面的大力支持，在一定程度上增强了公司的资本实力。

5. 企业信用记录

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2018年4月26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2018年5月29日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

2016年公司改制后形成了新的法人治理结构。公司根据《中华人民共和国公司法》、《企业国有资产法》和国家有关法律法规的规定，制定了公司章程。

公司设董事会，出资人授权公司董事会根据章程行使部分出资人职权。公司董事会由九名董事成员组成，其中董事长一名，副董事长

一名，董事长为公司法定代表人，董事会成员除职工董事外，由出资人按有关程序派出，职工董事根据有关规定由公司职工代表大会选举产生，董事长、副董事长由出资人按照国有企业领导人员的任免权限从董事会成员中指定。董事任期每届三年，董事任期届满，经考核合格的可以连任，董事任期届满未及时改选或改派的或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出或改派的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。

公司设监事会，由五名监事组成，由市国资委按有关程序派出，但两名职工监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席一名，按干部管理权限由市国资委在监事会成员中指定。公司董事和总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员不得兼任监事。监事任期每届三年，监事任期届满未及时改选或改派的，或者监事在任期内辞职导致监事会成员低于法定人数的，在改选出或改派的监事就任前，原监事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行监事职务。

公司设总经理1名，副总经理4名，经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘。根据业务发展需要，经出资人批准或授权，可设总工程师、总经济师、总会计师等其他高级管理职位，协助总经理开展工作。总经理、副总经理任期三年，经考核合格可续聘。

2. 管理水平

从内部管理来看，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、关联交易控制制度、工程管理制度、资金拨付制度、招标管理制度、投资与资产管理制度、人事管理制度、后勤管理制度等。

财务管理制度

根据《会计法》和国家统一会计制度、财政部有关会计法规，结合公司内部财务管理的需要，公司制定了财务管理制度，包含会计管

理体系、会计人员岗位责任制度、会计基础工作规范、内部资产管理制度、财产清查制度、财务收支审批制度、财务会计分析制度等内容。公司实行总经理直接领导、财务副总经理或财务总监分管，财务分工负责，分级核算，分级管理，“统一会计制度”的财务管理体制。

关联交易控制制度

公司建立了关联交易的决策权限和决策程序。公司拟进行的关联交易由相关职能部门提出议案，议案应就该关联交易的具体事项、定价依据和对公司及股东利益的影响程度做出详细说明。关联交易需公司董事会审议通过后方可执行。公司关联交易的定价机制遵循诚实信用的原则和公平、公开、公允的原则，关联交易的价格原则上不应偏离市场独立第三方的价格或收费的标准。

工程建设项目管理

为使公司工程建设项目管理工作有章可循，做到工程建设项目管理制度化、标准化、规范化、程序化，确保工程安全、质量，有效控制工期和建设费用，结合公司实际情况，制定工程建设项目管理办法。

招标管理制度

公司投资项目部主要负责组织工程招标、组织工程预算核对和审核、工程预算送评审、合同审签、工程款支付、施工过程中甲方材料设备询价、零星工程预算等工作。公司制定招标管理制度明确每个流程的操作规则、时间期限等条款。

人事管理制度

为规范公司的人事管理，公司制定了人事管理制度。公司聘用各级员工以学识、品德、能力、经验适合于职务或工作者为原则。同时该制度明确新进职工的聘用、请销假、奖惩、离职及退休等事项运作要求。

综合看，公司法人治理结构较为规范，内部管理制度相对健全。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体以及公益性基础设施项目建设主体，同时负责部分国有资产管理和运营。

2015~2017年，公司营业收入持续增长，分别为9.56亿元、10.65亿元和11.48亿元。其中城市基础设施建设项目收入占比很高，达90%以上。随着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的完工，以及政府将该项目形成的资产划入公司，公司新增酒店餐饮收入和陶瓷销售收入。2017年公司新增销售商品收入，主要为陶瓷销售产生，公司其他业务收入主要为销售商品收入和矿石销售收入。

毛利率方面，2015~2017年，公司主营业务毛利率大幅增长，分别为8.74%、8.72%和19.24%，主要系2017年城市基础设施建设业务毛利率大幅提升所致。

表4 2015~2017年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

分行业	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	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	92442.00	96.71	9.09	102149.54	95.78	9.09	105990.51	92.34	18.71
资产管理收入	2998.32	3.14	1.05	2839.71	2.66	-1.81	2555.36	2.23	32.10
其他	151.30	0.15		162.31	0.26	-46.66	3961.14	3.45	14.28
酒店餐饮收入	--	--	--	1382.77	1.30	9.60	2269.87	1.98	38.23
合计	95591.62	100.00	8.74	106534.33	100.00	8.72	114776.88	100.00	19.24

资料来源：公司提供

注：其他收入主要包含销售商品收入和矿石销售收入

2. 业务经营分析

城市基础设施建设业务

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建设和公益性基础设施项目建设。

目前公司是景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体以及公益性项目建设主体。其中棚户区改造项目具体实施由公司本部负责。公益性基础设施建设项目由子公司景德镇陶阳置业有限公司（以下简称“陶阳置业”）负责。公益性基础设施项目是公司在景德镇建设的未来没有明确收入来源的项目。

公司棚户区改造项目主要为两种建设模式：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。结算款的具体支付办法：第一期（自竣工之日算起12个月内），

支付结算价款（含项目代建管理费和项目投入成本）总额的58%；第二期（自项目竣工验收之日起18个月内），支付结算价款总额的22%；第三期（自项目竣工验收之日起35个月内），支付结算价款总额的20%。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”。在这种账务处理方式下，营业收入和营业成本直接对冲，对已确认收入但未竣工验收的，不确认应收账款，而在“存货”中予以反映；待项目竣工验收后，将已确认收入并挂账在“存货”科目内的款项转至“应收账款”，待收到回款时冲减“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应，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。

2015~2016年，公司确认营业收入的项目均为代建项目。公司根据每年投入项目总额（除部分拟建项目前期零星投入款项外）确认代建项目建设成本，按照成本加成10%确认城市基础设施建设业务收入；公司分别确认营业收入9.24亿元和10.21亿元，毛利率均为9.09%，每年收到政府回款分别为0亿元和2.46亿元。由于代建项目账务处理原因，2016年底公司形成应收账款6.01亿元。2017年，公司确认营业收入10.60亿元。其中景德镇市东城老工厂棚户

区改造项目（代建协议，项目加成为10%）确认收入5.96亿元，由于账务处理原因未产生相应的应收账款，2017年公司未收到该项目回款；景德镇市珠山片区城中村棚户区改造项目（购买服务协议，项目毛利率为36.92%）确认收入4.64亿元，2017年公司收到该项目回款1.88亿元。由于景德镇市珠山片区城中村棚户区改造项目毛利率较高，公司2017年基础设施建设业务毛利率大幅增长至18.71%。业务回款方面，2017年，公司基础设施建设业务全年收到政府回款7.83亿元，除景德镇市珠山片区城中村棚户区改造项目回款，剩余全部为以前年度结转收入的项目的回款。整体看，近三年公司基础设施建设业务回款质量较差。

目前公司主要在建项目情况见表5。除签订代建协议和购买服务协议的项目外，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；公益性基础设施建设项目主要为景德镇市御窑厂周边道路街面改造工程和陶溪川园区配套路网建设工程（为宇路延伸段道路）；自有项目为景德镇陶瓷工业综合体项目（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）。公司在建项目总投资107.23亿元，截至2017年底已投资75.15亿元，2018年计划投资26.60亿元。

表5 截至2017年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	签订协议状况(代建协议 & 购买服务协议)	开工时间	预计建成时间	截至2017年底已完成投资	2018年计划投资
江西省景德镇御窑博物馆及御窑厂保护设施建设项目	73482.00	购买服务协议	2016年10月	2019年12月	58358.48	1385.00
陶溪川园区、御窑厂周边配套路网建设	57569.00	未签订协议	2016年10月	2019年12月	49092.75	1745.00
景德镇市东城老工厂棚户区改造项目	254649.00	代建协议	2014年8月	2018年12月	291723.28	--
景德镇陶瓷工业综合体项目	58000.00	未签订协议	2016年11月	2018年12月	31739.13	26260.87
景德镇市中华北路棚户区改造项目	199660.00	购买服务协议	2017年3月	2019年3月	65389.64	120152.63

景德镇市珠山东区棚户区改造项目	199310.40	购买服务协议	2017年3月	2019年3月	67358.47	116438.87
景德镇市老城棚户区改造项目	102178.00	未签订协议	2015年12月	2017年12月	83396.73	0
景德镇市御窑厂地带棚户区改造项目	127500.00	未签订协议	2016年3月	2017年12月	104415.32	0
合计	1072348.40	--	--	--	751473.80	265982.37

资料来源：公司提供

公司目前拟建项目主要为景德镇市陶溪川文创街区二期项目、景德镇陶阳里历史街区保护利用项目、景德镇观英小区安置房建设项目和景德镇市浮梁县西湖农业综合开发项目，项目总投资合计 112.35 亿元。

总体看，公司城市基础设施建设业务在建及拟建项目未来投资规模大，除了已经签订代建协议和购买服务协议的项目未来有明确收入来源，其余目前来看均未有明确收入来源，加上业务回款较慢，公司未来有较大的资金需求和融资压力。

资产管理业务

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。2015 年~2017 年，公司实现资产管理收入 0.30 亿元、0.28 亿元和 0.26 亿元。2015~2017 年，公司资产管理业务毛利率分别为 1.05%、-1.81% 和 32.10%，2017 年毛利率大幅提升，主要系 2017 年景德镇市政府将公司上交的部分租金返还给公司导致业务成本下降所致。

酒店餐饮业务

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。2016~2017 年，公司酒店餐饮收入分别为 1382.77 万元和 2269.87 万元。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，酒店入住率大幅提升，公司酒店餐饮业务收入及毛利率均大幅上升，毛利率由 2016 年的 9.60% 上升至 38.23%。

其他业务

公司其他业务主要为商品销售和矿石销售。其中商品销售业务为 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。2017 年公司销售商品收入为 0.36 亿元，业务毛利率为 12.20%。矿石销售业务由公司全资子公司景德镇陶源矿业有限公司（以下简称“陶源矿业”）负责。陶源矿业成立于 2011 年底，成立时间短，目前主要集中于整合原陶瓷公司所属的停工或租赁出去的矿山资源以及新发现的紫砂泥矿山的取得，故近三年收入规模小，且前期有一定成本投入，同期的毛利率持续为负值。

3. 未来发展

公司作为景德镇市级主要的棚户区改造项目和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。公司未来将贯彻落实景德镇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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015 年、2016 年和 2017 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

2016 年公司合并范围新增 1 家子公司，为景德镇国资委划入，该公司 2017 年底总资产 561.56 万元，所有者权益 499.52 万元。2017 年底，公司纳入合并范围的子公司 5 家，公司

近三年合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

2017 年底，公司资产总额 236.84 亿元，所有者权益 142.50 亿元。2017 年公司实现营业收入 11.64 亿元，利润总额 2.02 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 94.03%。2017 年底，公司资产总额 236.84 亿元，其中流动资产占比 69.41%，非流动资产占比 30.59%。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长 80.35%，主要来自于货币资金和存货的增长。2017 年底，公司流动资产合计 164.38 亿元，同比增长 74.77%。

表 6 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.57	15.21	11.55	8.53	28.43	12.00
存货	34.78	55.29	61.17	45.20	119.76	50.57
流动资产	50.54	80.34	94.06	69.49	164.38	69.41
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	19.00	8.02
无形资产	11.66	18.54	39.90	29.48	39.82	16.81
非流动资产	12.37	19.66	41.29	30.51	72.46	30.59
资产总计	62.91	100.00	135.35	100.00	236.84	100.00

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司货币资金 28.43 亿元，同比增长 146.11%，主要为银行存款，货币资金中无受限情况。

2017 年底，公司应收账款下降至 2.95 亿元，同比下降 50.92%。其中 2.93 亿元为应收景德镇市财政局，账龄在 1 年以内，已全部用于质押贷款。公司应收账款回收风险较小、账龄较短。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 185.67%。2017 年底，公司其他应收款 6.33 亿元，同比增长 134.92%，主要是公司与景德镇市国资运营投资控股集团有限

责任公司及珠山区国有资产经营管理有限公司的往来款（合计 5.00 亿元、账龄在 1 年以内）。公司其他应收款回收风险相对较小、账龄较短。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 85.56%。2017 年底，公司存货 119.76 亿元，同比增长 95.78%，主要系建造合同形成的资产及土地使用权大幅增长所致。其中建造合同形成的已完工未结算资产为 85.38 亿元、土地使用权为 29.73 亿元，公司建造合同形成的资产主要为签订服务协议、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。公司存货中用于抵质押的土地使用权合计 9.27 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 142.06%。2017 年底，公司非流动资产 72.46 亿元，同比增长 75.48%，主要系投资性房地产及代建公益性项目投入增长所致。

2017 年，公司投资性房地产新增 19.00 亿元，系 2017 年年初景德镇市政府将景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属建设项目（主要为房屋建筑物等）划拨至公司所形成。

2015~2017 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 84.76%，主要系公司 2016 年由全民所有制改制为有限责任公司，公司原有采矿权以评估价值入账增值 28.67 亿元。2017 年底，公司无形资产 39.82 亿元，同比下降 0.21%，主要系计提摊销所致。2017 年底，公司无形资产主要由土地使用权（账面价值 3.34 亿元）和采矿权（账面价值 36.45 亿元）构成，其中采矿权已经用于抵质押贷款。

总体来看，近三年，公司资产规模持续快速增长，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。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 111.05%，主要系资本公积和实收资本增长所致。2017 年底，所有者权益合计 142.50 亿元，同比增长 92.38%，所有者权益以实收资本和资本公积为主（合计占比 94.82%）。

2015~2017 年，公司实收资本快速增长，年均复合增长 176.83%。2016 年，公司将资本公积 17.00 亿元转增实收资本，实收资本由 2015 年底的 3.00 亿元上升至 20.00 亿元。2017 年，公司资本公积增加 2.99 亿元，主要为景德镇棚改投资中心以及国开基金对公司的投资。其中景德镇棚改投资中心对公司投资 29.98 亿元，计入实收资本 2.00 亿元，剩余部分增加资本公积；国开基金对公司投资 6.60 亿元，计入实收资本 0.99 亿元，剩余部分增加资本公积。

2015~2017 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 115.52%。2016 年底，公司资本公积 48.12 亿元，同比增长 99.36%。其中新增 12.28 亿元为景德镇市财政局投入公司的资本金，新增 28.67 亿元为公司改制将采矿权以评估价值入账的增值部分。2017 年底，公司资本公积 112.13 亿元，同比增长 133.00%。其中 5.61 亿元系国开基金对公司的投资、27.98 亿元系景德镇市棚改项目投资中心对公司的增资、7.77 亿元系景德镇市财政局投入资本金、18.14 亿元系景德镇市人民政府将景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属建设项目完工后产生的资产划拨至公司、4.51 亿元系景德镇市人民政府将原属于江西省陶瓷工业公司的瓷器划拨至公司。

近三年，公司所有者权益快速增长，实收资本和资本公积占比高，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 74.68%，主要系长期借款和应付债券增长所致。2017 年底负债总额 94.33 亿元，同比增长 53.96%。从负债结构来看，近三年，公司非流动负债占比持续上升，三年分别为 87.21%、88.48% 和 92.96%。

表 7 公司主要负债构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

流动负债	3.96	12.79	7.06	11.52	6.64	7.04
长期借款	14.19	45.91	13.02	21.25	51.03	54.10
应付债券	9.90	32.03	29.77	48.60	29.85	31.64
非流动负债	26.96	87.21	54.21	88.48	87.69	92.96
负债合计	30.91	100.00	61.27	100.00	94.33	100.00

资料来源：公司审计报告

流动负债方面，2015~2017年，公司流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长29.60%。2017年底，公司流动负债合计6.64亿元，同比下降5.85%，主要系短期借款下降所致。

2015~2017年，公司应付账款波动增长但规模仍然很小，年均复合增长232.99%。2017年底，公司应付账款1.36亿元（主要由应付工程款构成，占99.72%），同比下降40.88%，主要系支付应付工程款所致。

2015~2017年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降26.83%。2017年底，公司其他应付款0.38亿元，同比下降46.73%，主要为保证金和往来款。

非流动负债方面，2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长80.35%，主要系长期借款和应付债券增长所致。2017年底，公司非流动负债87.69亿元，同比增长61.75%。

2017年底，公司长期借款51.03亿元，同比增长291.94%，主要为质押借款。

2015~2017年，公司应付债券快速增长，年均复合增长73.63%。2016年底，公司应付债券29.77亿元，同比增长200.71%，主要系2016年发行了10.00亿元“16景陶01”私募债和10.00亿元“16景陶02”私募债所致。2017年底，公司应付债券29.85亿元，同比增长0.25%，主要系应付债券溢折价摊销所致。

2015~2017年，公司长期应付款全部由国开发展基金有限公司对公司的长期借款构成，年均复合下降7.49%。2016年底，公司长期应付款8.42亿元，同比增长304.95%，主要为国开基金对公司本部及公司子公司的投资款，这部分资金由景德镇国资委回购，公司承担利息

（资金成本为1.2%），由于未办理工商变更，暂时计入此科目。2017年，随着国开基金对公司本部投资资金的工商变更完成，公司长期应付款科目中0.99亿元调入实收资本、5.61亿元调入资本公积。2017年底，公司长期应付款为1.78亿元，同比下降78.87%，由于这部分负债为有息债务，已经计入调整后长期债务和调整全部债务核算。

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。2015~2017年，公司调整后全部债务规模快速增长，年均复合增长79.13%；以调整后长期债务为主，三年占比均在90.00%以上。2017年底，公司调整后全部债务85.58亿元，同比增长57.44%。2015~2017年，公司所有者权益快速增长，受此影响，公司资产负债率有所下降，三年分别为49.14%、45.27%和39.83%；调整后全部债务资本化比率逐年下降，三年分别为45.47%、42.32%和37.52%；调整后长期债务资本化比率逐年下降，三年分别为45.00%、40.88%和36.71%。整体看，公司债务负担一般。

整体看，近三年公司债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，同时所有者权益保持快速增长，整体债务负担一般。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入持续增长，三年分别为9.56亿元、10.69亿元和11.64亿元。2015、2016年公司营业利润率基本保持稳定，分别为8.45%、8.62%；2017年，公司营业利润率18.93%，较2016年大幅提升，主要系2017年城市基础设施建设业务确认收入项目的毛利率相对较高所致。

表 8 2015~2017 年公司收入及利润情况

(单位: 亿元、%)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	9.56	10.69	11.64
营业成本	8.72	9.72	9.27
毛利	0.84	0.96	2.37
其他收益	0.00	0.00	1.30
营业利润	0.46	0.30	2.10
营业外收入	1.60	0.92	0.00
利润总额	2.04	1.21	2.02

资料来源: 公司审计报告

2015~2017年, 公司期间费用快速增长, 年均复合增长122.21%, 分别为0.34亿元、0.74亿元和1.66亿元, 随着业务的扩增及融资规模的扩增, 公司管理费用和财务费用快速增长; 期间费用占营业收入的比重大幅上升, 分别为3.51%、6.91%和14.23%。公司期间费用控制能力有待加强。

2017年, 公司获得景德镇市财政局财政专项补贴1.31亿元, 根据财政部财会【2017】30号计入“其他收益”科目(以前年度计入“营业外收入”科目)。

2015~2016年, 公司营业外收入分别为1.60亿元、0.92亿元, 主要为政府补助收入。2017年公司营业外收入26.14万元, 较以前年度大幅下降, 主要系财政补贴计入“其他收益”科目核算。

2015~2017年, 公司利润总额分别为2.04亿元、1.21亿元和2.02亿元, 公司利润对政府补贴的依赖性较强。

盈利指标方面, 2015~2017年, 随着有息债务规模及所有者权益大幅增长, 公司总资本收益率、净资产收益率持续下滑。总资本收益率三年分别为3.23%、1.12%和1.05%; 净资产收益率三年分别为5.92%、1.48%和1.18%。受行业性质影响, 公司整体盈利能力偏弱。

总体看, 近三年, 公司营业收入持续增长, 受业务性质影响, 公司整体盈利能力较弱, 利润对政府补贴依赖性较强。

5. 现金流

经营活动方面, 2015~2017年, 公司经营活动现金流入有所增长, 年均复合增长5.43%。2017年公司经营活动现金流入13.01亿元, 同比增长9.77%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为9.83亿元(较2016年大幅增长, 主要为系收到项目的政府回购款); 收到其他与经营活动有关的现金为3.18亿元, 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。2015~2017年, 公司现金收入比分别为3.42%、28.23%和84.46%, 2016年公司完工棚改项目开始回款, 近三年回款状况有所改善, 但整体回款状况仍然较差。2015~2017年, 公司经营活动现金流出规模基本稳定, 年均复合增长0.27%, 2017年, 公司经营活动现金流出19.72亿元。其中购买商品、接受劳务支付现金9.27亿元, 主要为项目建设支出; 支付其他与经营活动有关的现金为9.92亿元, 主要为公司与其他企业之间的往来款。公司近三年经营活动现金流净额分别为-7.90亿元、-7.90亿元和-6.71亿元, 经营活动现金流持续净流出。

投资活动方面, 2015~2017年, 公司投资活动现金流入大幅增长, 年均复合增长199.87%, 三年分别为3.57亿元、33.94亿元和32.07亿元。2016年和2017年, 公司收回投资收到现金分别为33.88亿元和31.81亿元, 均主要为赎回理财。2015~2017年, 公司投资活动现金流出大幅增长, 年均复合增长245.20%, 三年分别为7.14亿元、66.33亿元和85.11亿元。2016年及2017年均主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金以及投资支付现金(主要为购买理财产品)构成。2015~2017年, 公司投资活动现金流净额分别为-3.58亿元、-32.39亿元和-53.04亿元, 投资活动现金流流出规模大幅增长。

筹资活动方面, 2015~2017年, 公司筹资活动现金流入大幅增长, 年均复合增长94.35%, 三年分别为21.42亿元、49.06亿元和80.93亿元。其中2015年主要由取得借款19.34

亿元构成；2016年由景德镇市财政局投入公司资本金12.28亿元、取得借款16.40亿元和发行私募债“16景陶01”和“16景陶02”20.00亿元构成；2017年由吸收投资收到的现金39.77亿元（主要为景德镇棚改投资中心和景德镇市财政局对公司的增资资金）和取得借款41.15亿元构成。2015~2017年，公司筹资活动现金流净流入规模大幅增长，分别为19.27亿元、42.27亿元和76.63亿元。

总体看，近三年，随着公司业务的扩增，公司经营活动现金流及投资活动现金流大幅净流出，公司外部融资规模不断增长，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。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017年，公司流动比率快速增长，三年分别为1277.77%、1332.89%和2474.24%；速动比率快速增长，三年分别为398.42%、466.02%和671.65%。2015~2017年，公司经营活动现金流持续净流出，对短期债务无覆盖能力。2017年底，公司现金类资产为28.43亿元，短期债务为2.92亿元，公司现金类资产对短期债务保障能力强。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为2.19亿元、1.73亿元和2.88亿元，调整后全部债务/EBITDA分别为12.19倍、31.33倍和29.70倍，公司长期债务规模快速增长，长期偿债压力加大，但考虑股东对公司持续的大力支持，公司整体偿债能力强。

截至2017年底，公司无对外担保。

截至2017年底，公司获得银行授信额度合计72.90亿元，未使用授信余额为20.15亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、本期专项债券偿债能力分析

1. 本期专项债券对公司现有债务的影响

本期专项债券计划发行4.00亿元，相当于2017年底公司调整后长期债务的4.84%、调整后全部债务的4.67%，对公司债务规模有一定影响。

2017年底，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为39.83%、37.52%和36.71%，若本期专项债券2018年发行成功，以2017年底数据为基础，上述三个指标将上升至40.83%、38.60%和37.82%，债务水平略有上升，但仍处于一般水平。

2. 本期专项债券偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为本期专项债券的0.55倍、0.43倍和0.72倍；公司经营活动现金流入量分别为本期专项债券的2.93倍、2.96倍和3.25倍。公司经营活动净现金流为负，对本期专项债券无保障能力。公司EBITDA对本期专项债券的保障能力较弱，经营活动现金流入量对本期专项债券的保障能力较强。本期专项债券设置了分期偿还条款，自债券发行后第3~7年末分别偿付20%本金，即0.80亿元。2015~2017年，公司EBITDA分别为分期偿还额度的2.73倍、2.17倍和3.60倍，经营活动现金流入量分别为分期偿还额度的14.64倍、14.82倍和16.27倍，公司EBITDA对分期偿还额度的保障能力较强，经营活动现金流入量对分期偿还额度的覆盖能力强。

此外，公司于2015年11月发行10.00亿元“15赣陶瓷债/15赣陶债”，将于2018~2022年分期偿还本金2亿元；公司于2016年8月发行10.00亿元“16景陶01”，期限为5(3+2)，附债券持有人第三年回售权；公司于2016年11月发行10.00亿元“16景陶02”，期限为5(3+2)，附债券持有人第三年回售权。假设本期专项债券于2018年发行成功，“16景陶01行”及“16景陶02”的

债券持有人均不行使回售权，预计公司将于2021年集中偿付本金22.80亿元。2017年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为集中偿付本金的0.13倍和0.57倍，公司EBITDA和经营活动现金流入量对集中偿付本金的保障能力弱。

总体看，公司EBITDA对本期专项债券分期偿还额度的保障能力较强，经营活动现金流入量对分期偿还额度的覆盖能力强。在考虑集中兑付的情况下，公司EBITDA和经营活动现金流入量对集中偿付本金的保障能力弱。

3. 本期专项债券偿债资金来源

本期专项债券的偿债资金来源于债券募集资金投资项目的收益及公司经营性收入。募投项目建成投入运营后，项目收入主要为停车场停车位出售收入、景点旁停车场出租收入和其他停车场出租收入。根据南昌华信投资咨询有限公司出具的《关于〈景德镇市城市停车场建设项目〉的评审报告》，停车场泊位具体出售价格和出租价格等情况见下表。

表9 景德镇市停车场车位出租、销售价格表

序号	名称	车位个数	出租车位个数	出售车位个数	出售价格（万元/个）	出租价格（小时/元）	备注
1	宇宙东南角和西南角地块	572	572	--	--	4	--
2	昌河东苑地块	1805	--	1805	15	--	--
		444	444	--	--	4	--
3	化工厂水塘地块	1063	---	1063	15	--	--
4	雕塑瓷厂地块	1377	551	826	15	4	--
5	何家桥 1#、2#地块	2097	--	2097	15	--	--
6	景北地块	2124	2124	--	--	4	--
7	化工厂地块	2001	800	1201	15	4	--
8	中厦地块	268	268	--	--	4	--
		776	776	--	--	4	--
9	陶溪川二期地块	2651	2651	--	--	8	邻近景区
10	新风路地块	1947	1947	--	--	4	--
11	茶园塘地块	1534	1534	--	--	8	邻近景区
12	国家森林公园	1025	1025	--	--	8	邻近景区
13	松涛公园地块	646	646	--	--	8	邻近景区

资料来源：《关于〈景德镇市城市停车场建设项目〉的评审报告》

募投项目的评审报告中根据景德镇市统计数据，临近景点停车场停车时间按平均 10 小时/天计算，其他停车场停车时间按平均 8 小时/天计算，出租泊位利用效率由 2019 年的 60%逐年提升 5%，至 2024 年达到 85%，车位销售计划情况见下表。

表 10 景德镇市停车场项目车位销售计划表

项目名称	出售车位个数	2019 年	2020 年	2021 年
昌河东苑地块	1805	600	600	605
化工厂水塘地块	1063	300	300	463
雕塑瓷厂地块	826	200	300	326

何家桥 1#、2#地块	2097	600	700	797
化工厂地块	1201	300	400	501

资料来源：《关于〈景德镇市城市停车场建设项目〉的评审报告》

根据上述出租和销售计划，经计算本期专项债券存续期内每年经营收入情况及本期专项债券存续期内募投项目的营业收入和所得税后净现金流对本期专项债券募集资金中用于募投项目建设额度的分期待偿还本金的覆盖能力的测算见下表。

表 11 本期专项债券存续期内募投项目收入测算（单位：万元、倍）

序号	项目	建设期		经营期						合计
		债券存续期								
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	--
1	现金流入	--	--	45503.10	51295.02	58466.94	19378.87	20670.80	21962.72	217277.45
1.1	营业收入	--	--	45503.10	51295.02	58466.94	19378.87	20670.80	21962.72	217277.45
	其中：车位出售收入	--	--	30000.00	34500.00	40380.00	--	--	--	104880.00
	景点旁停车场出租	--	--	10259.71	11114.69	11969.66	12824.64	13679.62	14534.59	74382.91
	其他停车场出租收入	--	--	5243.39	5680.33	6117.28	6554.23	6991.18	7428.13	38014.54
2	现金流出	162965.19	28643.46	4269.95	4461.09	4697.76	3407.86	3450.48	3493.12	215388.91
3	所得税前净现金流量	-162965.19	-28643.46	41233.15	46833.93	53769.18	15971.01	17220.32	18469.60	1888.54
4	调整所得税	--	--	--	5467.38	6867.58	8601.39	-848.15	-535.83	19552.37
5	所得税后净现金流量	-162965.19	-28643.46	41233.15	41366.55	46901.60	7369.62	18068.47	19005.43	-17663.83
6	当期待偿还本金	--	--	--	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	40000.00
7	现金流入对待偿还本金覆盖倍数	--	--	--	6.41	7.31	2.42	2.58	2.75	5.43
8	所得税后净现金流对待偿还本金覆盖倍数	--	--	--	5.17	5.86	0.92	2.26	2.38	--

资料来源：《关于〈景德镇市城市停车场建设项目〉的评审报告》

注：现金流出主要包含投资建设支出、流动资金、经营成本、税金及附加

募投项目在本期专项债券存续期内的现金流入总和对待偿还本金4.00亿元的覆盖倍数为5.43倍，专项债券存续期内每年现金流入及所得税后净现金流对分期待偿还本金的覆盖能力强。考虑到募投项目仍需其他融资渠道资金用于项目建设，本期专项债券存续期内募投项目营业收入总和对本期专项债券的保障能力有所下降。

同时，联合资信也关注到，项目预期收益的实现依赖于项目运营后实际租金和销售收入情况，项目收益受经济形势及区域环境等因素影响较大。考虑到项目预测收益的不可控性，且各子项目的竣工时间有可能发生变化，项目收益的规模和实现时间具有一定不确定性，公

司未来可能需要自有资金偿付本期专项债券本息。

4. 偿债资金监管

本期专项债券将设立募集资金专项账户，并设立偿债基金专项账户。募集资金账户是公司在监管银行处开立的专门用于本期专项债券募集资金存放和使用的银行账户，偿债基金专项账户是公司在监管银行处开立的专门用于支付本期专项债券本息的资金账户。本期专项债券监管银行将按照《募集资金监管协议》和《偿债基金专项账户监管协议》对偿债账户和募集资金账户进行监督和管理，以保障本期专项债券本息的偿付。

募集资金监管方面，公司与九江银行股份有限公司景德镇分行（以下简称“九江银行景德镇分行”）和东莞证券股份有限公司（以下简称“东莞证券”）签订了《2017年景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司城市停车场建设专项债券募集资金三方监管协议》（以下简称：《募集资金监管协议》），为本期专项债券设立了募集资金专项账户。根据该协议，九江银行景德镇分行应监督公司的募集资金使用符合募集说明书的用途；公司一次或十二个月内累计从专户中支取的金额超过1亿元或超过募集资金净额的10%的，九江银行景德镇分行应当及时以传真方式通知东莞证券，同时提供专用账户的支出清单；公司不按募集说明书约定的用途使用募集资金的，东莞证券将书面通知公司在限定时间内予以纠正，如公司在限定时间内不能纠正募集资金的使用，东莞证券将要求九江银行景德镇分行暂停募集资金账户向公司支付资金，并根据有关协议召集债券持有人会议。

偿债资金监管方面，公司与九江银行景德镇分行签订了《2017年景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司城市停车场建设专项债券偿债基金专项账户监管协议》（以下简称：《偿债基金专项账户监管协议》），公司委托九江银行景德镇分行对偿债基金专项账户及债券本息的偿付进程全程监管。根据该协议，本期专项债券发行结束后二十个工作日内，公司应在九江银行景德镇分行开设唯一的偿债专户，用于偿债资金的接收、划转及存储；九江银行景德镇分行应加强对偿债专户资金的监管，并按照协议的规定进行偿债专户资金的划转，确保资金安全；九江银行景德镇分行应依据协议的约定，管理偿债专户，执行公司的资金拨付指令，负责办理本期专项债券名下的资金往来；公司应在本期专项债券的每个还本付息日前十个工作日之前向偿债专户中划入偿债资金，保证在本期专项债券的每个还本付息日前五个工作日偿债专户有足额的资金支付债券当期本息；九江银行景德镇分行应依据协议的约定保管偿债专

户内的资金，并监督公司对该资金的使用；偿债专户内的资金只能以银行存款或银行协定存款的方式存放和使用，不得用于其他任何用途。

十、结论

近年来景德镇市经济不断发展，为公司的经营发展提供了良好的外部环境。

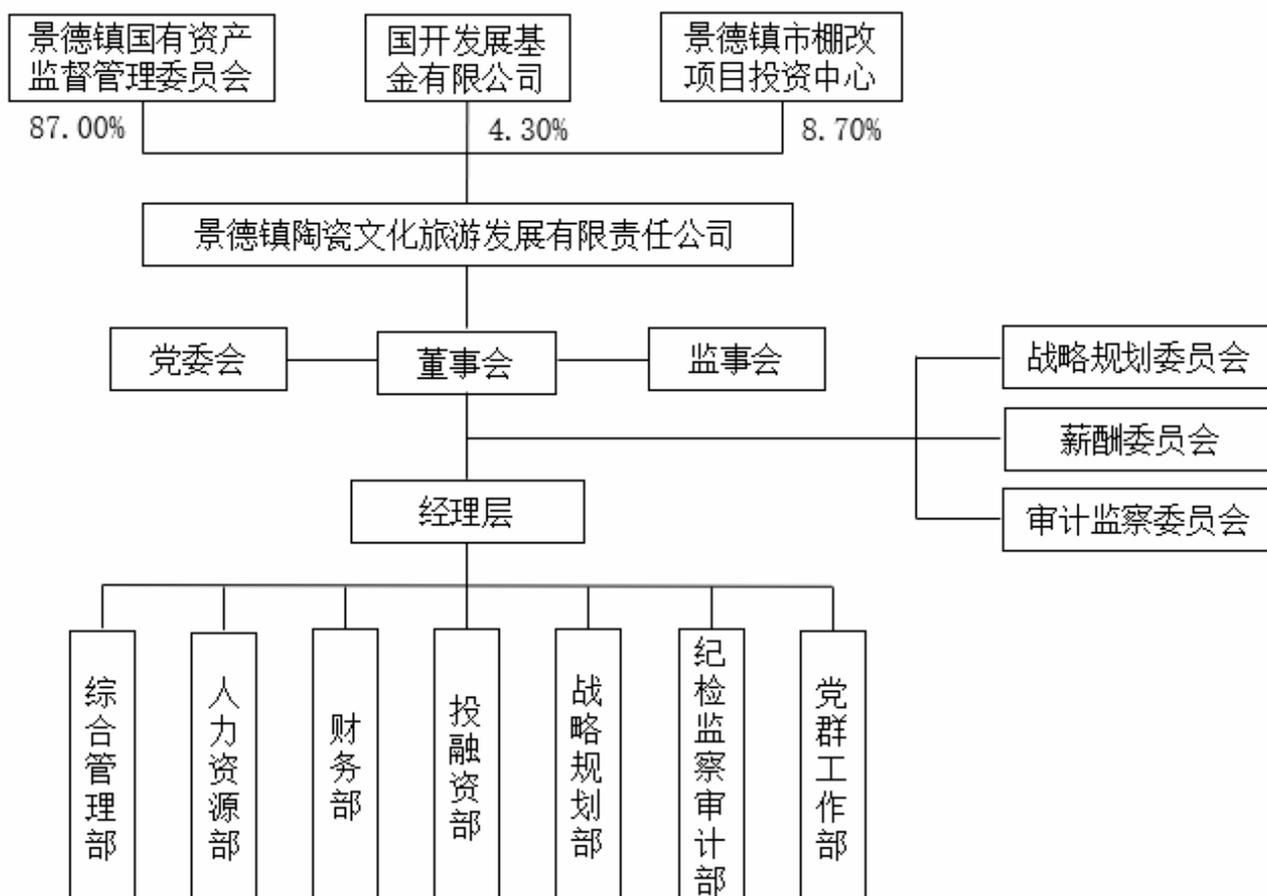
公司作为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体，同时负责部分国有资产管理和运营，在资本金注入、资产划拨、财政补贴、项目建设等方面得到景德镇市政府的持续大力支持，区域优势明显。

近三年，景德镇市经济持续发展，公司净资产规模快速提升，营业收入稳步增长。公司资产以存货和无形资产为主，资产流动性弱，资产质量一般；债务规模大幅增长，债务负担一般。随着在建及拟建项目的推进，公司业务有望保持稳定发展。公司整体偿债能力强。

本期专项债券发行对现有债务规模具有一定影响；公司 EBITDA 对本期专项债券分期偿还额度的保障能力较强，经营活动现金流入量对分期偿还额度的覆盖能力强。本期专项债券存续期内募投项目现金流入对本期专项债券本金的覆盖能力强。本期专项债券设置本金分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期专项债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期专项债券不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 合并范围子公司

企业名称	持股比例	注册资本（万元）	经营范围
景德镇陶邑文化发展有限公司	100%	10000.00	陶瓷文化传播及特色景点游览服务；陶瓷科技研发及陶瓷制造、销售；工艺品销售；经营进出口业务；房地产开发及经营，土地开发，物业管理，房屋租赁，绿化工程、亮化工程，市政基础设施工程
景德镇陶源矿业有限公司	100%	3000.00	瓷土开采；陶瓷原料、瓷用化工原料（不含化学危险品）销售
景德镇邑山瓷业有限公司	100%	1000.00	日用陶瓷制品制造；陶瓷原材料研制、生产、销售；陶瓷新产品开发；技术咨询；产品包装；品牌运营；资产租赁；外包服务
景德镇陶阳置业有限公司	100%	3000.00	房地产开发、销售；物业管理服务；停车场管理服务；营销策划、商务信息咨询、展览展示服务；日用百货、建材、装饰材料销售；市政工程、绿化工程、亮化工程
景德镇共兴商贸有限公司	96.22%	219.60	陶瓷，日用百货，家电销售

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.57	11.55	28.43
资产总额(亿元)	62.91	135.35	236.84
所有者权益(亿元)	31.99	74.08	142.50
短期债务(亿元)	0.50	3.14	2.92
长期债务(亿元)	24.10	42.80	80.88
调整后长期债务	26.18	51.22	82.66
全部债务(亿元)	24.59	45.94	83.80
调整后全部债务(亿元)	26.67	54.36	85.58
营业收入(亿元)	9.56	10.69	11.64
利润总额(亿元)	2.04	1.21	2.02
EBITDA(亿元)	2.19	1.73	2.88
经营性净现金流(亿元)	-7.90	-7.90	-6.71
财务指标			
销售债权周转次数(次)	15574.13	3.56	2.60
存货周转次数(次)	0.30	0.20	0.10
总资产周转次数(次)	0.19	0.11	0.06
现金收入比(%)	3.42	28.23	84.46
营业利润率(%)	8.45	8.62	18.93
总资本收益率(%)	3.23	1.12	1.05
净资产收益率(%)	5.92	1.48	1.18
长期债务资本化比率(%)	42.96	36.62	36.21
调整后长期债务资本化比率(%)	45.00	40.88	36.71
全部债务资本化比率(%)	43.46	38.28	37.03
调整后全部债务资本化比率(%)	45.47	42.32	37.52
资产负债率(%)	49.14	45.27	39.83
流动比率(%)	1277.77	1332.89	2474.24
速动比率(%)	398.42	466.02	671.65
经营现金流动负债比(%)	-199.85	-111.89	-100.95
全部债务/EBITDA(倍)	11.24	27.68	32.01
调整后全部债务/EBITDA(倍)	12.19	31.33	29.70

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 4 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%
盈利指标	
总资产收益率	(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 5-1 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

附件 5-2 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

附件 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 2018年第一期景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司 城市停车场建设专项债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。