

# 信用等级公告

联合（2020）1855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”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年六月二十四日



## 景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

### 评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
15 赣陶瓷债 /PR 赣陶债	AA	稳定	AA	稳定
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	AA	稳定	AA	稳定

### 跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 赣陶瓷债 /PR 赣陶债	10.00 亿元	6.00 亿元	2022/11/27
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	4.00 亿元	4.00 亿元	2025/08/27

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020 年 6 月 24 日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业评级模型	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

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基础设施、棚改项目建设主体及国有资产运营管理主体。跟踪期内,公司面临良好的外部发展环境,并持续获得有力的外部支持。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项目垫资压力大、部分项目资金平衡方式尚未确定、面临较大的资金支出压力、资产流动性弱及债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。随着公司承建的城市基础设施建设项目逐步推进和安置房的交付结转,公司经营状况有望保持稳定。

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,景德镇市经济实力有所增强,为公司提供了良好的外部发展环境。2019 年,景德镇市实现地区生产总值 926.11 亿元,较上年增长 7.8%;景德镇市完成固定资产投资较上年增长 10.4%。
- 跟踪期内,公司持续得到有力的外部支持,权益规模增长明显。2019 年,公司收到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 65.20 亿元;公司收到政府注资 5.65 亿元;公司收到上缴利润返还款 0.35 亿元;景德镇市人民政府将陶新家园底层商业及独栋商业、古街底层商业房产注入公司,增加资本公积 9.10 亿元;公司获得专项资金 21.60 亿元;公司获得财政专项补贴收入合计 1.79 亿元,计入其他收益科目。

### 关注

- 城市基础设施建设项目垫资压力大,部分项目资

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa <sup>-</sup>		评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	3	
			企业管理	3	
			经营分析	2	
财务风险	F2	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	1	
		资本结构			1
		偿债能力			2
调整因素和理由				调整子级	
政府支持				1	

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级,各级因子评价划分为6档,1档最好,6档最差;财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级,各级因子评价划分为7档,1档最好,7档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 喻宙宏 李志昂

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

金平衡方式尚未确定。公司城市基础设施建设项目款项返还周期较长,垫资压力大,部分项目仍未签订协议,资金平衡方式尚未确定。

2. 公司面临较大的资金支出压力。公司投资活动现金流仍呈净流出状态,且在建及拟建项目未来投资金额大,面临较大的资金支出压力。

3. 公司资产流动性弱。公司资产中存货和无形资产占比很高,且存货中土地使用权尚未取得权证及受限的规模较大,无形资产中采矿权受限规模较大,公司整体资产流动性弱。

4. 公司债务规模快速增长,存在集中偿付压力。公司债务规模快速增长,若“19景旅01”“19景旅02”和“19景旅03”均于2021年全部行权,2020-2022年,公司到期债务分别为29.75亿元、48.98亿元和28.96亿元,2023年及以后到期债务为93.89亿元,公司2021年将面临一定集中偿付压力。

主要财务数据:

项目	合并口径		
	2017年	2018年	2019年
现金类资产(亿元)	28.43	39.31	35.40
资产总额(亿元)	236.84	342.43	512.46
所有者权益(亿元)	142.50	166.99	250.52
短期债务(亿元)	2.92	28.61	29.75
长期债务(亿元)	80.88	110.39	164.44
全部债务(亿元)	83.80	139.00	194.19
营业收入(亿元)	11.64	14.35	27.33
利润总额(亿元)	2.02	2.17	2.68
EBITDA(亿元)	2.88	3.13	3.43
经营性净现金流(亿元)	-6.71	0.16	0.22
营业利润率(%)	18.93	15.26	13.22
净资产收益率(%)	1.18	1.14	0.96
资产负债率(%)	39.83	51.24	51.11
全部债务资本化比率(%)	37.03	45.43	43.67
流动比率(%)	2474.24	530.82	651.27
经营现金流流动负债比(%)	-100.95	0.32	0.34
现金短期债务比(倍)	9.74	1.37	1.19
EBITDA利息倍数(倍)	1.53	1.10	1.02
全部债务/EBITDA(倍)	29.08	44.36	56.60
公司本部(母公司)			
项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	242.74	338.76	495.61
所有者权益(亿元)	140.79	165.17	248.25
全部债务(亿元)	80.09	135.78	171.99

营业收入(亿元)	10.97	13.30	14.08
利润总额(亿元)	2.57	1.98	2.14
资产负债率(%)	42.00	51.24	49.91
全部债务资本化比率(%)	36.26	45.12	40.93
流动比率(%)	967.21	499.90	434.92
经营现金流流动负债比(%)	-82.96	-8.95	-5.32

主体评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 赣陶瓷债 /PR 赣陶瓷、18 景德镇专债 01/18 景陶 01	AA	AA	稳定	2019/6/20	喻宙宏、姜泰钰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	AA	AA	稳定	2018/5/30	喻宙宏、申晓波	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	<a href="#">阅读全文</a>
15 赣陶瓷债 /PR 赣陶瓷	AA	AA	稳定	2015/7/23	过国艳、张依	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	<a href="#">阅读全文</a>

注:上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅;2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号

## 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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

## 2020 年跟踪评级报告

### 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”）及相关债券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，公司职能定位未发生变化，经营范围增加“产教融合实训”，组织架构亦发生调整，由 2019 年的 7 个职能部门调整为财务管理部、投融资部、运营管理部、审计法务部及发展规划部等 12 个职能部门。截至 2019 年底，公司合并范围拥有二级子公司 15 家，较上年底增加二级子公司 4 家、三级子公司 3 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 512.46 亿元，所有者权益 250.52 亿元（其中少数股东权益 0.07 亿元）；2019 年公司实现营业收入 27.33 亿元，利润总额 2.68 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 2019 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 2020 年 4 月底，“15 赣陶瓷债/PR 赣陶债”和“18 景德镇专债 01/18 景陶 01”募集资金均已全部用于募投项目建设；“15 赣陶瓷债/PR 赣陶债”募投项目已经完工，“18 景德镇专债 01/18 景陶 01”募投项目基本完工。

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	6.00	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

### 四、行业及区域经济环境

#### 1. 城市基础设施建设行业

##### （1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008

年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

## （2）行业监管与政策

**2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。**

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降

低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施

建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

### (3) 行业发展

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，评级展望为稳定。

受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务



与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来,我国将以整体优化、协同融合为导向,统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展,打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前,中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度,2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设,并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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,评级展望为稳定。

同时,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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年,城投企业非标产品接续难度增加,“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

## 2. 区域经济

公司为景德镇市重要的基础设施、棚改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。

**跟踪期内,景德镇市经济实力有所增强,为公司提供了良好的外部发展环境。**

根据《景德镇市2019年国民经济和社会发展统计公报》,2019年,景德镇市实现地区生产总值926.11亿元,较上年增长7.8%。其中,第一产业增加值61.31亿元,增长3.1%;

第二产业增加值409.56亿元,增长7.9%;第三产业增加值455.23亿元,增长8.4%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为6.6%,第二产业增加值比重为44.2%,第三产业增加值比重为49.2%。人均地区生产总值5.52万元,较上年增长7.3%。2019年景德镇市完成固定资产投资较上年增长10.4%。在固定资产投资中,第一产业投资较上年下降17.4%,第二产业投资增长5.5%,第三产业投资增长16.8%。全年房地产开发投资较上年下降20.8%。其中,住宅投资下降36.2%,占房地产开发投资的比重为66.2%。

## 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2019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,景德镇市一般公共预算收入有所增长,财政自给能力仍较弱;公司继续在资金注入、资产注入、专项资金拨付及财政补贴等方面获得有力的外部支持。**

根据《2019年1—12月景德镇市主要经济指标简况》,2019年,景德镇市实现一般公共预算收入99.69亿元,较上年增长10.9%。一般公共预算支出为235.71亿元,较上年增长15.3%,财政自给率为42.29%,财政自给能力较弱。

2019年,公司收到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65.20亿元。根据景德镇市人民政府景府办抄字(2018)91号文件,公司收到政府注资5.65亿元,增加资本公积。根据景德镇市人民政府景府办抄字(2019)92号文件,公司收到上缴利润返还款0.35亿元,增加资本公积。

2019年，根据景德镇市人民政府景府办抄字〔2019〕14号、景府办抄字〔2019〕52号文件，景德镇市人民政府将陶新家园底层商业及独栋商业、古街底层商业房产注入公司，增加资本公积9.10亿元。此外，景德镇市人民政府将陶阳里历史街区特许经营权注入公司，增加资本公积1.81亿元。

2019年，公司获得专项资金21.60亿元，主要为获得的保障性安居工程配套基础设施建设中央专项资金，计入专项应付款。

2019年，公司获得财政专项补贴收入合计1.79亿元，计入其他收益科目。

### 3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无已结清和未结清不良信贷记录，信贷履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码为：91360200158792896H），截至2020年5月22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2020年6月24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，公司董事有所调整、新聘任1位副总经理，但核心管理人员未发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

2019年4月，景德镇国资委任命陈天助

为公司董事。2019年7月，景德镇国资委免去吴雄飞的外部董事职务，任命江虹为公司外部董事。截至2019年底，公司董事均任命到位。

2019年，公司聘任冯小苏为公司副总经理。

冯小苏先生，1978年生，研究生学历，中共党员；曾在景德镇高等专科学校学生处工作，历任景德镇高等专科学校委员会副书记、书记；2019年5月起任公司副总经理。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司业务仍以城市基础设施建设为主，营业收入大幅增长，综合毛利率小幅下降。

2019年，公司实现营业收入27.33亿元，较上年大幅增长90.47%，主要系城市基础设施建设收入增加所致。公司主营业务在营业收入中的占比为99.45%，主营业务突出。

从收入构成来看，城市基础设施建设收入仍是公司的最主要收入来源，随着项目结算规模增加，2019年公司城市基础设施建设收入较上年大幅增长84.75%；公司其他业务收入规模较小。

毛利率方面，2019年，公司城市基础设施建设业务毛利率较上年小幅下降，主营业务毛利率较上年小幅下降1.92个百分点。

表3 2018-2019年公司主营业务构成及毛利率（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市基础设施建设	129411.91	91.30	14.15	239087.48	87.98	13.01
销售商品	4008.52	2.83	9.46	16377.29	6.03	5.30
其他	8316.90	5.87	49.81	16294.41	6.00	40.33
合计	141737.32	100.00	16.11	271759.18	100.00	14.18

资料来源：公司提供

### 2. 业务经营分析

#### (1) 城市基础设施建设

跟踪期内，公司城市基础设施建设项目款项返还周期较长，垫资压力大，部分项目仍未

签订协议，资金平衡方式尚未确定；此外公司城市基础设施建设项目未来资金需求较大，面临一定资金支出压力。

公司城市基础设施建设仍主要为棚户区改造项目及基础设施建设。

跟踪期内，公司城市基础设施建设项目两种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，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服务协议，由政府对公司提供的城市基础设施建设服务进行购买，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，建设期开始或公司完成项目建设后，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，但实际可能提前支付。账务处理方面，签订代建协议的项目结算款将在竣工结算后支付，在项目未满足协议条款约定的结算条件前，不确认应收款项。对于尚未签订协议的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。截至2019年底，公司主要的尚未签订协议的基础设施建设项目总投资额54.07亿元，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已完工，投资规模较大，后续资金平衡方式尚未确定。

2019年，公司城市基础设施建设业务确认收入23.91亿元，分别来自景德镇市东城老工厂棚户区改造项目确认收入1.40亿元、景德镇市中华北路棚户区改造项目购买服务协议确认收入12.35亿元和景德镇学院搬迁工程项目确认收入10.17亿元。

回款方面，2019年，公司城市基础设施建设业务实现回款15.86亿元（分别来自景德镇市中华北路棚户区改造项目6.95亿元和景德镇学院搬迁工程项目8.91亿元），较上年的6.07亿元有所增长。整体看，受结算模式影响，公司城市基础设施建设项目款项返还周期仍较长，垫资压力大。

截至2019年底，公司主要城市基础设施建设项目合计总投资额为175.28亿元，尚需投资18.24亿元，拟建项目为老厂片区城中村棚户区改造项目，总投资额9.35亿元，模式尚未确定。公司在建及拟建的城市基础设施建设项目面临一定资金支出压力。

表4 截至2019年底公司主要城市基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	签订协议情况	项目状态	总投资	已投资	建设周期	回购周期
江西省景德镇御窑博物馆及御窑厂保护设施建设项目	购买服务协议	在建	7.35	5.81	2016.10—2019.12	2019—2029
景德镇市御窑厂周边道路街面改造工程	未签订协议	在建	2.32		2016.10—2019.12	--
景德镇市东城老工厂棚户区改造项目	代建协议	已完工	25.46	25.18	2014.08—2018.12	2018—2033
景德镇市老城棚户区改造项目	未签订协议	已完工	10.22	9.37	2015.12—2017.12	--
景德镇市御窑厂地带棚户区改造项目	未签订协议	已完工	12.75	12.68	2017.03—2017.12	--
景德镇市珠山片区城中村棚户区改造项目	购买服务协议	已完工	9.99	7.65	2016.10—2017.12	2017—2037
景德镇市中华北路棚户区改造项目	购买服务协议	已完工	19.97	26.94	2017.03—2020.03	2020—2045
景德镇市珠山东区棚户区改造项目	购买服务协议	已完工	19.93	28.24	2017.03—2020.03	2020—2045
景德镇市珠山环境治理棚户区改造项目	购买服务协议	在建	20.54	19.97	2018.07—2021.07	2019—2039
景德镇市凤凰山片区棚户区改造项目	购买服务协议	在建	17.97	17.13	2018.07—2021.07	2019—2044
景德镇市马鞍山片区城中村棚户区改造项目	未签订协议	在建	28.78	16.09	2018.11—2020.10	--

合计	--	--	175.28	169.06	--	--
----	----	----	--------	--------	----	----

注：1. 江西省景德镇御窑博物馆及御窑厂保护设施建设项目和景德镇市御窑厂周边道路街面改造工程未按期完工，系尚有修缮工作未完成所致；2. 景德镇市东城老工厂棚户区改造项目已完工，但尚有尾款未支付完毕；3. 景德镇市中华北路棚户区改造项目和景德镇市珠山东区棚户区改造项目建设过程中超预算

资料来源：公司提供

### (2) 安置房业务

跟踪期内，公司在建安置房预收房款是现金流的重要补充，但项目未来投资金额大，面临较大的资金支出压力。

公司的安置房项目通过面向拆迁户销售安置房实现回款，销售价格由政府确定。

截至 2019 年底，公司无已完工安置房项

目，在建安置房项目 5 个，总投资额 96.52 亿元，已完成投资 30.17 亿元，未来投资金额大，面临较大的资金支出压力。截至 2019 年底，公司安置房可安置面积合计 212.47 万平方米，已安置 55.52 万平方米，预收房款 27.02 亿元，公司安置房预收房款对现金流形成重要补充。

表 5 截至 2019 年底公司安置房项目情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	项目工期	总投资	已投资	可安置面积	已安置面积	预收房款	均价
景德镇观溪郡小区城市棚户区改造安置房建设项目	2017.09—2020.09	22.20	7.62	51.55	13.42	10.02	4499
景德镇观溪郡小区（二期）城市棚户区改造安置房建设项目	2018.10—2021.10	21.70	7.90	35.88	15.62	7.89	4499
景德镇昌飞嘉园安置房建设项目	2017.12—2019.11	15.88	4.82	48.36	9.50	1.84	4499
景德镇观英小区安置房建设项目	2018.06—2020.06	13.14	8.64	22.50	12.81	5.42	4499
景德镇景瑶小区城市棚户区改造安置房建设项目	2019.03—2021.03	23.60	1.19	54.18	4.17	1.85	4725
合计	--	96.52	30.17	212.47	55.52	27.02	--

注：景德镇昌飞嘉园安置房建设项目分为两期。因第二期尚未开始建设，项目工期为一期的工期，目前一期已完工，正在进行竣工结算

资料来源：公司提供

### 3. 自建项目

公司自建项目主要围绕陶瓷文化、陶瓷产业及旅游产业展开，后续存在较大资金支出压力，未来公司营业收入规模及多元化程度有望提升。

公司自建项目主要围绕陶瓷文化、陶瓷产业及旅游产业展开，截至 2019 年底，公司主要自建项目预计总投资额 72.87 亿元，尚需投资 55.43 亿元，后续存在较大资金支出压力。浮梁县荻湾乡村振兴开发项目未来将通过农产品销售、泉水销售及旅游业经营收入平衡项目资金。景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发续建（陶机厂）项目经营收入主要来自各类工作室、展陈室、陈列室出租经营收入、自产瓷器销售收入、举办活动经营收入及配套停车场经营收入等。陶瓷工坊二期经营收入主要来自陶瓷创新园区和创业孵化楼建筑物销售；物流中心、配送中心、成品仓库销售；配套商

业出租等。

表 6 截至 2019 年底公司主要自建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期	总投资	累计已投资
景德镇陶瓷文化旅游综合体项目（原老瓷厂项目）	2018.07—2021.07	17.73	7.13
浮梁县荻湾乡村振兴开发项目	2019.04—2021.04	14.79	0.47
景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发续建（陶机厂）项目	2019.10—2021.09	13.16	0.58
景德镇陶瓷智造工坊二期	2018.07—2021.07	15.01	1.41
景德镇陶瓷工业综合体项目	2016.11—2019.06	8.30	7.00
陶瓷原料基地	2019.01—2021.01	3.88	0.85
合计	--	72.87	17.44

注：公司发行的 10.00 亿元“20 景德陶瓷 MTN002”全部用于浮梁县荻湾乡村振兴开发项目，发行的“20 景德专项债”中 4.80 亿元拟用于景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发续建（陶机厂）项目建设，10.00 亿元“20 景德陶瓷 MTN001”全部用于陶瓷原料基地项目及景德镇陶瓷智造工坊二期项目

资料来源：公司提供

#### 4. 重大事项

公司收购音飞储存将有利于陶瓷智能制造建设的完善,但需关注公司溢价收购形成的商誉减值风险。

根据南京音飞储存设备(集团)股份有限公司(以下简称“音飞储存”,股票代码603066.SH)发布的公告,音飞储存控股股东盛和泰世(日照)股权投资有限公司(原名为“江苏盛和投资有限公司”,以下简称“盛和泰世”)及其一致行动人上海北项企业管理中心(有限合伙)(以下简称“上海北项”)于2020年4月22日与公司签署了《股份转让协议》,盛和泰世及上海北项拟通过协议转让方式,合计转让音飞储存90,180,800股股份(约占音飞储存总股本的29.99%)给公司,本次交易总价款为人民币12.39亿元,交易资金来源为公司自有资金和并购贷款。

根据音飞储存2020年6月4日发布的公告,本次交易已于2020年6月2日完成过户登记。本次交易完成后,公司将持有音飞储存90,180,800股有表决权股份(约占音飞储存总股本的29.99%),音飞储存控股股东将由盛和泰世变更为公司,实际控制人将由金跃跃先生变更为景德镇国资委。

音飞储存主营业务是物流装备制造和系统集成业务,公司收购音飞储存旨在其提供陶瓷产业智能化物流、信息流支持和仓储设备、仓储物流运营服务。截至2019年末,音飞储存资产总额14.57亿元,净资产9.79亿元。2019年,音飞储存实现营业收入7.01亿元,较上年增长1.70%;归属于上市公司股东的净利润0.78亿元,较上年下降15.63%,主要系计提的应收账款坏账准备增加使得信用减值损失增加所致。

#### 5. 未来发展

近年来,景德镇市大力开展城市基础设施建设,着重加强对于老城区的开发改造,公司通过承建各类棚改项目,从景德镇市政府获得了现金、土地等方面的支持,资产和盈利规模快速发展。

未来,公司将坚持多元化发展道路,发展陶瓷制造、文化旅游、品质教育、乡村振兴、安置房和商业地产、医疗康养等产业。

### 八、财务分析

公司提供了2019年度财务报告,审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)对该报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。2019年,公司新增合并范围二级子公司4家,未减少合并范围子公司,涉及合并范围变动的子公司规模较小。因会计准则及其他法律法规修订,公司部分会计政策变更,报表项目列报有所调整,但对公司的当期损益、总资产和净资产无影响。公司无会计估计变更。总体看,公司新增子公司资产规模较小,会计政策连续,财务数据可比性较强。

#### 1. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模快速增长,资产结构变化不大。流动资产仍主要以存货为主,建造合同形成的资产对资金占用明显,且其中土地使用权尚未取得权证及受限的规模较大;非流动资产中采矿权受限规模较大。公司整体资产流动性弱,资产质量一般。

截至2019年底,公司资产总额512.46亿元,较上年底增长49.65%,主要系流动资产增长所致。资产结构仍以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.43	12.00	39.31	11.48	35.40	6.91
应收账款	2.95	1.25	6.18	1.80	20.42	3.98
预付款项	5.11	2.16	31.93	9.32	13.98	2.73

其他应收款	6.33	2.67	4.29	1.25	6.89	1.34
存货	119.76	50.57	183.65	53.63	339.07	66.17
其他流动资产	1.81	0.76	1.68	0.49	5.18	1.01
<b>流动资产</b>	<b>164.38</b>	<b>69.41</b>	<b>267.05</b>	<b>77.99</b>	<b>420.94</b>	<b>82.14</b>
投资性房地产	19.00	8.02	19.55	5.71	28.67	5.59
在建工程	2.60	1.10	4.54	1.33	10.29	2.01
无形资产	39.82	16.81	39.71	11.60	41.42	8.08
其他非流动资产	10.32	4.36	10.77	3.15	8.70	1.70
<b>非流动资产</b>	<b>72.46</b>	<b>30.59</b>	<b>75.38</b>	<b>22.01</b>	<b>91.52</b>	<b>17.86</b>
<b>资产总额</b>	<b>236.84</b>	<b>100.00</b>	<b>342.43</b>	<b>100.00</b>	<b>512.46</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

截至 2019 年底，公司流动资产为 420.94 亿元，较 2018 年底增长 57.63%，主要系应收账款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金及存货构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 35.40 亿元，较上年底下降 9.95%，主要系项目投资规模增加及购买土地使用权支出增加所致；货币资金主要为银行存款（占 96.81%），其中受限资金 1.12 亿元，为银行汇票保证金。公司应收账款较上年底大幅增长 230.30%，主要系应收景德镇市财政局城市基础设施建设项目建设回购款增长所致。其中应收景德镇市财政局项目回购款占公司应收账款总额的 98.28%，集中度高，账龄在 1 年以内，公司应收账款累计计提坏账准备 2.31 万元。公司预付款项较年初下降 56.23%，主要系预付景德镇市财政局土地出让金及保证金款下降所致。公司存货较上年底增长 84.63%，主要系建造合同形成的资产及公司购买的商服、商住用土地使用权大幅增长所致，其中，建造合同形成的未结算资产为 172.73 亿元，土地使用权为 161.48 亿元（较年初增加 113.86 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、商住用地和商服用地，未来计划用于项目建设，但面积为 194.60 万平方米、账面价值为 129.21 亿元的土地使用权未有土地使用权证，尚在办理中，29.59 亿元的土地使用权受限，公司土地使用权流动性弱；公司存货未计提跌价准备。

截至 2019 年底，公司非流动资产较上年

底增长 21.41%，主要系投资性房地产和在建工程增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产及无形资产构成。

截至 2019 年底，公司投资性房地产较上年底增长 46.62%，主要系收到划拨的商业房产 9.10 亿元所致；投资性房地产主要为政府划拨的资产，采用公允价值计量。公司在建工程较上年底大幅增长 126.35%，主要系景德镇陶瓷工业综合体项目、陶瓷原料基地、景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发续建（陶机厂）项目、昌南阁项目等投入增加所致；在建工程主要为景德镇陶瓷工业综合体项目，未计提减值准备。公司无形资产较上年底增长 4.31%，主要由土地使用权（占 7.59%）和采矿权（占 88.06%，为紫砂泥土矿、釉果矿和陶瓷土矿）构成，公司未对无形资产计提减值准备。公司其他非流动资产较上年底下降 19.23%，主要系部分项目因当年与政府结算而转入“存货”科目所致，其他非流动资产主要为尚未明确支出平衡方式的公益性项目。

截至 2019 年底，公司受限资产 71.51 亿元，其中受限货币资金 1.12 亿元，受限应收账款 5.56 亿元，受限存货 29.59 亿元，受限无形资产采矿权 35.24 亿元；受限资产占总资产比重为 13.95%，受限资产规模一般。

## 2. 资本结构

**跟踪期内，受益于资金及资产注入，公司所有者权益大幅增长，权益稳定性仍较强。**

截至 2019 年底，公司所有者权益为 250.52 亿元，较上年底增长 50.02%，主要系资本公

积增长所致。其中归属于母公司所有者权益 250.44 亿元（占 99.97%），实收资本、资本公积和未分配利润分别占 9.18%、86.70% 和 3.63%。所有者权益稳定性较强。

截至 2019 年底，公司资本公积 217.21 亿元，较上年底增长 60.78%，原因详见外部支持中资金注入及资产注入部分。

表 7 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	22.99	16.13	22.99	13.77	22.99	9.18
资本公积	112.13	78.69	135.10	80.90	217.21	86.70
未分配利润	6.66	4.67	7.94	4.75	9.10	3.63
<b>所有者权益合计</b>	<b>142.50</b>	<b>100.00</b>	<b>166.99</b>	<b>100.00</b>	<b>250.52</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担尚可。若考虑债券回售情况，或将于 2021 年面临一定集中偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债 261.94 亿元，较上年底增长 49.30%，主要系非流动负债增长所致。公司负债仍以非流动负债为主。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00	3.00	1.71	6.56	2.50
应付票据	1.21	1.28	1.29	0.74	1.12	0.43
预收款项	0.08	0.08	15.42	8.79	27.17	10.37
一年内到期的非流动负债	1.71	1.81	24.32	13.86	22.07	8.43
<b>流动负债</b>	<b>6.64</b>	<b>7.04</b>	<b>50.31</b>	<b>28.67</b>	<b>64.63</b>	<b>24.67</b>
长期借款	51.03	54.10	92.31	52.61	109.22	41.70
应付债券	29.85	31.64	18.07	10.30	55.22	21.08
专项应付款	5.03	5.33	12.93	7.37	25.62	9.78
<b>非流动负债</b>	<b>87.69</b>	<b>92.96</b>	<b>125.14</b>	<b>71.33</b>	<b>197.31</b>	<b>75.33</b>
<b>负债</b>	<b>94.33</b>	<b>100.00</b>	<b>175.45</b>	<b>100.00</b>	<b>261.94</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告及财务报表

截至 2019 年底，公司流动负债较上年底增长 28.47%，主要系短期借款和预收款项增长所致。公司流动负债主要由预收款项和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2019 年底，公司短期借款较上年底大幅增长 118.77%，主要系增加保证借款 2.56 亿元和信用借款 1.00 亿元所致，此外，短期借款还包含质押借款 3.00 亿元。公司预收款项较上年底增长 76.16%，主要系预收房款增长所致；预收款项主要由预收房款构成。公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 9.27%，由一年内到期的长期借款 8.10 亿元、一年内到期的应

付债券 10.20 亿元及一年内到期的长期应付款 3.76 亿元构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债较上年底增长 57.68%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。

截至 2019 年底，公司长期借款较年初增长 18.31%，主要系抵押借款增长所致；包含一年内到期的长期借款在内，长期借款主要由质押借款 60.77 亿元和抵押借款 54.05 亿元构成。公司应付债券较上年底大幅增长 205.53%，主要系发行 3 期私募债合计 24.30 亿元及 3 期定

向工具合计 15.00 亿元所致。公司长期应付款 7.11 亿元，较上年底增加 5.44 亿元，主要系融资租赁增加所致；专项应付款 25.62 亿元，较上年底增加 12.69 亿元，主要系收到保障性安居工程配套基础设施建设中央专项资金 19.36 亿元所致，本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算。

截至 2019 年底，公司调整后全部债务 201.30 亿元，较上年底增长 43.09%。其中，短期债务占 14.78%，长期债务占 85.22%，仍以长期债务为主。公司短期债务 29.75 亿元，较上年底增长 3.99%；调整后长期债务 171.55 亿元，较上年底增长 53.08%。截至 2019 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 51.11%、44.55% 和 40.64%，较上年底略有下降。公司债务负担尚可。若“19 景旅 01”“19 景旅 02”和“19 景旅 03”均于 2021 年全部行权，2020—2022 年，公司到期债务分别为 29.75 亿元、48.98 亿元和 28.96 亿元，2023 年及以后到期债务为 93.89 亿元，公司 2021 年将面临一定集中偿付压力。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内，公司收入大幅增长，费用控制能力尚可，利润实现对政府补助依赖度仍较高，公司整体盈利能力较弱。**

2019 年，公司实现营业收入及营业成本较上年均有所增长，但营业成本增幅大于营业收入，使得营业利润率较上年下降 2.04 个百分点。同期，公司营业利润较上年增长 25.07% 至 2.70 亿元，利润总额较上年增长 23.45% 至 2.68 亿元，均主要系营业毛利增长所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额较上年增长 30.09%，主要系职工薪酬、服务费、咨询费及租赁费等增长使得管理费用增长所致。2019 年，公司费用收入比为 9.99%，较上年下降 4.64 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司其他收益较上年增长 20.42%，主要系收到的财政专项补贴收入增长所致；其他收益占营业利润比重为 66.44%，利润实现对政府补助依赖度仍较高。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，公司整体盈利能力仍较弱。

### 4. 现金流分析

**跟踪期内，公司经营活动现金流保持小幅净流入，投资活动现金流净流出规模扩大，受益于政府的资金注入，公司筹资活动现金净流入规模有所增长。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收入返还周期较长，公司未来对外融资需求依然较大。**

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 98.24 亿元，较上年大幅增长 279.34%，主要为城市基础设施建设业务回款、预收购房款、收到的政府专项资金及与政府部门、其他公司的往来款。同期，经营活动现金流出 98.02 亿元，较上年大幅增长 280.85%，主要为城市基础设施建设项目支出、安置房建设支出、预付土地出让金及与政府部门、其他公司的往来款。2019 年，公司经营活动现金净流入较上年有所增长。2019 年，公司现金收入比为 104.48%，较上年下降 50.24 个百分点，收现质量仍较高系收到预收购房款所致。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 6.30 亿元，较上年增长 100.53%，主要为收回投资收到的现金（主要为赎回理财产品的资金）。同期，投资活动现金流出 91.48 亿元，较上年增长 40.35%，主要为自建项目投资支出及购买土地使用权等支付的现金。2019 年，公司投资活动净流出规模进一步扩大，较上年增长 37.30%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 129.53 亿元，较上年增长 57.79%，主要为收到的土地出让金及相关税费返还、资



本金注入及公司取得的银行借款、发行债券收到的现金。同期，筹资活动现金流出 48.32 亿元，较上年大幅增长 354.86%，主要为偿还债务及利息支付的现金。2019 年，公司筹资活动净流入规模有所增长。

#### 5. 偿债能力

**公司短期偿债能力仍较强、长期偿债能力一般，但考虑到公司作为景德镇市重要的基础设施、棚改项目建设主体，持续得到了有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率较上年底有所增长，速动比率和短期债务比均有所下降，分别为651.27%、126.67%和1.19倍。整体看，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司 EBITDA 为 3.43 亿元，较上年增长 9.49%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 16.33%）及利润总额（占 78.09%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数较上年有所下降，EBITDA 对利息的覆盖程度有所下降；公司 EBITDA 全部债务比较上年变化不大，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力仍一般。

截至2019年底，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

截至2019年底，公司获得银行授信额度合计 150.20 亿元，未使用额度为 21.57 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

#### 6. 母公司财务概况

**公司收入主要来源于母公司和子公司，母公司对子公司管控力度较强。公司资产和债务主要集中于母公司，母公司所有者权益稳定性较强、债务负担适中、盈利能力弱。**

公司收入来自于母公司和子公司，其中母公司营业收入占合并营业收入的 51.54%，为城市基础设施建设收入。公司子公司大部分通过

投资设立产生，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 495.61 亿元，较年初增长 46.30%。其中，流动资产占 68.56%，非流动资产占 31.44%。从构成看，流动资产主要由其他应收款及存货构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 23.11 亿元，占合并报表货币资金的 65.27%；存货 231.21 亿元，占合并报表存货的 68.19%。

截至 2019 年末，母公司负债总额 247.36 亿元，较年初增长 42.50%。其中，流动负债 78.13 亿元（占 31.58%），非流动负债 169.23 亿元（占 68.42%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款及一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。截至 2019 年末，母公司全部债务 171.99 亿元，其中，短期债务 23.14 亿元（占 13.45%），长期债务 148.86 亿元（占 86.55%），以长期债务为主。截至 2019 年末，母公司资产负债率为 49.91%，较年初下降 1.33 个百分点；全部债务资本化比率 40.93%，较年初下降 4.19 个百分点。公司全部债务集中于母公司。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 248.25 亿元，较年初增长 50.30%，主要由实收资本（占 9.26%）和资本公积（占 86.49%）构成，所有者权益稳定性较强。

2019 年，母公司营业收入为 14.08 亿元，利润总额为 2.14 亿元，总资本收益率和净资产收益率分别为 0.64% 和 0.96%。

#### 九、存续债券偿债能力分析

**截至2019年底，公司存续债券余额59.70亿元，一年内到期兑付债券余额为10.20亿元，若“19景旅01”“19景旅02”和“19景旅03”均于2021年行权，2021年公司到期兑付债券金额将达到峰值，公司存续债券短期兑付压力较小。**

截至2019年底，公司存续债券余额59.7亿元，一年内到期兑付债券余额为10.20亿元，若“19景旅01”“19景旅02”和“19景旅03”均于2021年全部行权，2021年公司到期兑付债券金额将达到峰值33.50亿元。截至2019年底，公司现金类资产为35.40亿元；2019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98.24亿元、0.22亿元和3.43亿元，对公司存续债券保障情况见下表。公司存续债券短期兑付压力较小，若“19景旅01”“19景旅02”和“19景旅03”均于2021年全部行权，公司2021年将面临集中兑付压力。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

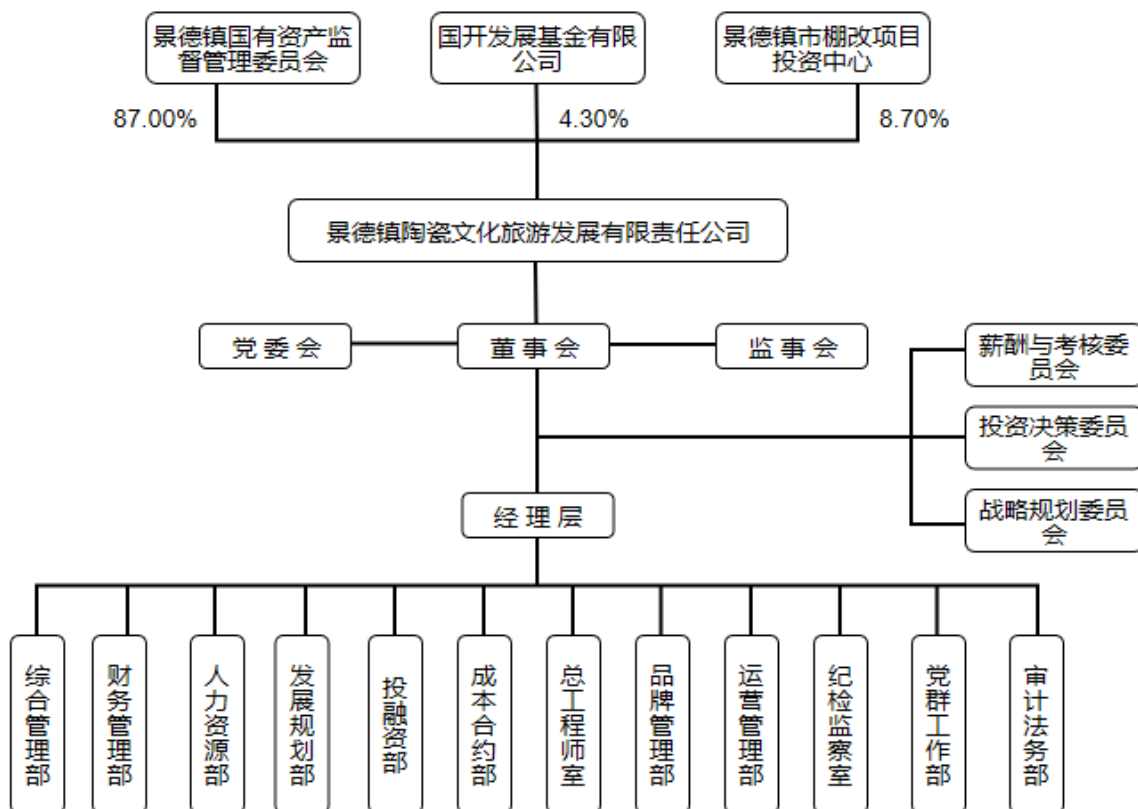
项目	2018年
一年内到期债券余额	10.20
未来待偿债券本金峰值	33.50
现金类资产/一年内到期债券余额	3.47
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.93
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.01
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.10

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赣陶瓷”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 截至 2019 年底公司股权及组织结构图



**附件 2 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况**

序号	企业名称	级次	企业类型	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)	取得方式
1	景德镇陶邑文化发展有限公司	二级	1	陶瓷及相关设施运作	10,000.00	100.00	100.00	投资设立
2	景德镇陶源矿业有限公司	二级	1	瓷土开采、销售	3,000.00	100.00	100.00	投资设立
3	景德镇玉山瓷业有限公司	二级	1	陶瓷制造及相关配套建设	20,000.00	100.00	100.00	投资设立
4	景德镇陶阳置业有限公司	二级	1	房地产开发、销售等	50,000.00	100.00	100.00	投资设立
5	景德镇陶邑酒店管理有限公司	三级	1	餐饮及酒店管理咨询	--	100.00	100.00	投资设立
6	景德镇陶欣资产管理有限公司	二级	1	租赁和商务服务业	500.00	100.00	100.00	投资设立
7	景德镇陶新物业服务服务有限公司	三级	1	物业管理服务	--	100.00	100.00	投资设立
8	景德镇共兴商贸有限公司	二级	1	陶瓷, 日用百货, 家电销售	219.65	96.22	96.22	划拨
9	浮梁荻湾乡村振兴有限公司	二级	1	农业建设、农业综合开发	50,000.00	100.00	100.00	投资设立
10	景德镇花朝科技文化发展有限公司	二级	1	陶瓷科技研发、陶瓷制造; 房地产开发、销售	--	100.00	100.00	投资设立
11	景德镇文旅基金管理有限公司	二级	1	投资管理、资产管理	2,000.00	100.00	100.00	投资设立
12	景德镇陶溪川产业运营有限公司	三级	1	产业运营管理、策划及咨询	4,722.22	90.00	90.00	投资设立
13	景德镇陶邑保安服务有限公司	三级	1	保安服务	300.00	100.00	100.00	投资设立
14	景德镇陶邑旅游服务有限公司	三级	1	旅游服务	500.00	100.00	100.00	投资设立
15	景德镇玉山陶瓷智造有限公司	三级	1	陶瓷制品及配套产品的制造	2,655.81	100.00	100.00	投资设立
16	景德镇文晟投资合伙企业	二级	1	创业投资、企业管理	500.00	80.00	80.00	投资设立
17	景德镇陶溪川教育发展有限公司	二级	1	教育文化产业及配套产业投资	600.00	100.00	100.00	投资设立
18	景德镇市建筑设计院有限公司	二级	1	建筑工程设计、管理、咨询、工程技术服务	302.90	100.00	100.00	划拨
19	景德镇厚陶贸易有限公司	二级	1	建筑材料、日用百货等销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立

资料来源: 公司审计报告

## 附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	28.43	39.31	35.40
资产总额(亿元)	236.84	342.43	512.46
所有者权益(亿元)	142.50	166.99	250.52
短期债务(亿元)	2.92	28.61	29.75
长期债务(亿元)	80.88	110.39	164.44
调整后长期债务(亿元)	82.66	112.07	171.55
全部债务(亿元)	83.80	139.00	194.19
调整后全部债务(亿元)	85.58	140.68	201.30
营业收入(亿元)	11.64	14.35	27.33
利润总额(亿元)	2.02	2.17	2.68
EBITDA(亿元)	2.88	3.13	3.43
经营性净现金流(亿元)	-6.71	0.16	0.22
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	2.60	3.14	2.05
存货周转次数(次)	0.10	0.08	0.09
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06
现金收入比(%)	84.46	154.72	104.48
营业利润率(%)	18.93	15.26	13.22
总资本收益率(%)	1.05	0.85	0.67
调整后总资本收益率(%)	1.05	0.84	0.66
净资产收益率(%)	1.18	1.14	0.96
长期债务资本化比率(%)	36.21	39.80	39.63
调整后长期债务资本化比率(%)	36.71	40.16	40.64
全部债务资本化比率(%)	37.03	45.43	43.67
调整后全部债务资本化比率(%)	37.52	45.72	44.55
资产负债率(%)	39.83	51.24	51.11
流动比率(%)	2474.24	530.82	651.27
速动比率(%)	671.65	165.78	126.67
经营现金流动负债比(%)	-100.95	0.32	0.34
现金短期债务比(倍)	9.74	1.37	1.19
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	1.10	1.02
全部债务/EBITDA(倍)	29.08	44.36	56.60
调整后全部债务/EBITDA(倍)	29.70	44.89	58.67

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 3-2 主要财务数据及指标** (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	24.71	30.47	23.11
资产总额(亿元)	242.74	338.76	495.61
所有者权益(亿元)	140.79	165.17	248.25
短期债务(亿元)	1.62	27.84	23.14
长期债务(亿元)	78.48	107.94	148.86
全部债务(亿元)	80.09	135.78	171.99
营业收入(亿元)	10.97	13.30	14.08
利润总额(亿元)	2.57	1.98	2.14
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-15.93	-4.98	-4.15
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	2.46	2.93	1.13
存货周转次数(次)	0.10	0.08	0.06
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.03
现金收入比(%)	81.32	46.91	70.73
营业利润率(%)	18.96	14.55	14.18
总资本收益率(%)	1.01	0.61	0.47
净资产收益率(%)	1.59	1.12	0.80
长期债务资本化比率(%)	35.79	39.52	37.49
全部债务资本化比率(%)	36.26	45.12	40.93
资产负债率(%)	42.00	51.24	49.91
流动比率(%)	967.21	499.90	434.92
速动比率(%)	360.37	214.48	138.98
经营现金流动负债比(%)	-82.96	-8.95	-5.32
现金短期债务比(倍)	15.29	1.09	1.00
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/

注：母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 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 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。

## 附件 5-3 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