

信用等级公告

联合[2011] 053 号

联合资信评估有限公司通过对景德镇市国有资产经营管理
有限公司及其拟发行的 2011 年度 8 亿元市政项目建设债券的信用
状况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⁻

景德镇市国有资产经营管理有限公司

2011 年度 8 亿元市政项目建设债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年一月二十一日

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianhecredit.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与景德镇市国有资产经营管理有限公司构成委托关系外，联合资信、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。

二、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。

三、本信用评级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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业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，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、景德镇市国有资产经营管理有限公司 2011 年度 8 亿元市政项目建设债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

联合资信评估有限公司

二零一一年一月二十一日

景德镇市国有资产经营管理有限公司

2011年度8亿元市政项目建设债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 8 亿元

本期债券期限: 7 年

评级时间: 2011 年 1 月 21 日

财务数据:

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
资产总额(亿元)	47.58	79.85	98.38
所有者权益(亿元)	8.05	28.45	30.82
长期债务(亿元)	2.05	4.24	6.97
全部债务(亿元)	23.44	30.12	42.76
主营业务收入(亿元)	33.71	44.05	44.42
利润总额(亿元)	1.98	0.48	1.27
EBITDA(亿元)	4.28	3.47	5.23
经营性净现金流(亿元)	-0.26	3.83	2.64
主营业务利润率(%)	15.04	11.79	14.09
净资产收益率(%)	18.18	2.05	2.41
资产负债率(%)	76.16	59.31	64.59
全部债务资本化比率(%)	67.39	48.11	55.10
流动比率(%)	88.35	85.97	82.15
全部债务/EBITDA(倍)	5.47	8.68	8.17
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.54	0.43	0.65

分析师

陈静 李想
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对景德镇市国有资产经营管理有限公司(以下简称“公司”或“国资公司”)的评级结果反映了公司作为景德镇市国有资产经营的主体平台,在区域经济增长潜力、经营垄断性和政府支持等方面的显著优势。同时,联合资信也关注到景德镇市经济总量总体相对较小,公司对下属子公司控制力较弱,盈利能力波动较大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

随着区域经济的稳步提升,公司整体盈利能力有望得到增强。同时,景德镇市不断提高的财政实力及其对公司支持力度的加大将进一步提升公司整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

土地及房产抵押对本期债券本息覆盖程度良好,同时本期债券设立专项偿债基金,有助于当期债券的偿还;此外,分期归集、分期偿还本金的还款方式也有效地降低集中偿付风险。总体看,本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 景德镇市市域经济实力和财政实力不断增强,为公司营造了良好的发展环境。
2. 公司作为景德镇市政府授权的国有资产管理的主体平台,得到地方政府在资产注入和财力上的大力支持。
3. 公司针对本期债券采取了设置土地抵押、设立专项偿债基金和分期偿还本金等保障措施,对本期债券本息的保障作用良好。

关注

1. 景德镇市地区经济总量相对较小。
2. 公司对下属子公司的管控力度仍有改善空间。

一、发债主体概况

景德镇市国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”或“景德镇国资公司”），前身为景德镇市工业投资有限公司，2007年4月24日经景德镇市人民政府（景府办字〔2007〕21号）批准变更为景德镇市国有资产经营管理有限公司，公司主管部门为景德镇市国有资产监督管理委员会，公司注册资本90000万元。

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，土地收储，城市基础设施建设，基本建设，基金管理；房地产开发；陶瓷、建材、钢材销售。

截至2009年底，公司本部设有7个职能部门：物资贸易部、资产管理部、行政人事部、投资发展部、财务稽核部、债券处置部及法律事务部。公司财务报表中反映的控股子公司34家（纳入合并范围28家），公司（本部）拥有在职员工43人。

截至2009年底，公司（合并）资产总额为98.38亿元，负债总额63.54亿元，所有者权益（不含少数股东权益）30.82亿元；2009年公司实现主营业务收入44.42亿元，利润总额1.27亿元。

公司注册地址：景德镇市瓷都大道992号；法定代表人：吴林。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2011年发行8亿元市政项目建设债券（以下简称“本期债券”），债券期限为7年，采用固定利率，并于第五年开始各年分别按照25%、25%、50%的比例归还本金。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

公司针对本期债券采取了分期偿还本金、设立专项偿债基金和设置土地抵押等保障措施，

对本期债券本息的保障作用良好。

2. 本期债券筹资项目概况

本期债券募集资金8亿元，其中6.5亿元将用于江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目，其余1.5亿元用于补充公司营运资金。

乐平矿区棚户区基础设施改造工程

该项目已经景德镇市发展与改革委员会景发改能源字[2009]418号文批准建设；景德镇市环境保护局以[2009]192号文同意实施江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程。

乐平矿区地处景德镇市珠山区、乐平市、浮梁县，矿区总面积36平方公里。乐平矿区棚户区内共有居民11514户，36256人，总建筑面积46.20万平方米。该项目工程建设内容主要包括：棚户区异地新建小区（景东小区，位于景德镇市东市区）的场地平整，基础设施配套与城市供水、排水、供气、电力、道路、交通等室外工程；棚户区就地改造小区（沿沟小区，涌山小区，仙槎小区，鸣山小区，桥头丘小区，高家山小区）的基础设施配套，与城市供水、排水、供气、电力、道路、交通等室外工程；各社区医疗站、小学、幼儿园、社区管理用房的建设等；棚户区基础设施维修；存在滑坡、挡土墙倒塌等容易诱发地质灾害的治理工程。该项目概算总投资额13.27亿元，本期债券募集资金投入占总投资额比重为48.98%。

该项目的建成，将对乐平矿区棚户区居民居住生活条件的改善、生命财产安全的保障起到积极作用，进而有利于景德镇市区域经济的可持续发展及社会的和谐稳定。项目社会效益明显。

三、区域经济

公司为景德镇市政府国有资产管理和运营平台，其发展直接受景德镇市经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市发展规划密切相关。

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、西与鄱阳县接壤，东北与安徽祁门县、东偏南与婺源县毗连。下辖乐平市、浮梁县、珠山区和昌江区一市、一县、两区；全市土地面积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，全市人口156.5万人。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，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。2009年，景德镇市各种运输方式完成货运量1670万吨，比上年增长4.4%。全年完成客运量2357万人次，比上年增长7.5%，其中铁路客运量128万人次，增长0.98%；公路客运量2205万人次，增长5%；民航客运量24.28万人次，增长28.3%。

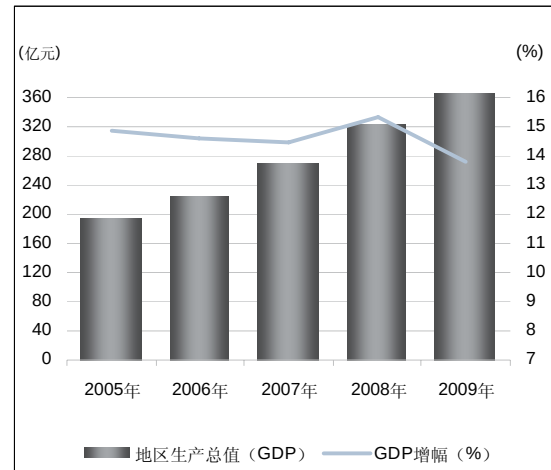
景德镇市又称“瓷都”，自然资源丰富。矿藏资源有瓷土、煤、钨、锰、铜、铝、金以及大理石、海泡石等，其中瓷土储量最丰，就目前已探明的储量尚可开采300余年。

区域经济

2005~2009年，景德镇市区域经济总量持

续稳步增长，地区生产总值（GDP）年均复合增长17.10%。2009年，景德镇市实现GDP364.03亿元，同比增长13.8%，人均GDP为23174元。

图1 2005~2009年景德镇市地区生产总值



资料来源：景德镇市各年统计公报

从三次产业结构来看，2009年，景德镇市第一产业实现增加值33.64亿元，增长7.0%，第二产业实现增加值211.98亿元，增长14.8%，第三产业实现增加值118.41亿元，增长13.8%；三产结构为9.24: 58.23: 32.53。

随着区域经济总量的增长，景德镇市财政实力不断增强。2005~2009年，全市财政总收入年均复合增长24.70%，2009年达到35.55亿元，较上年增长25.1%；地方一般预算收入年均复合增长30.30%，2009年实现24.33亿元，增幅31.4%。

表1 2009年江西省各地级市财政总收入及地方财政收入情况（单位：亿元）

地区	财政总收入	增幅 (%)	增幅排序	地方一般预算收入	增幅 (%)	增幅排序
南昌市	211.7	11.5	8	115.8	13.4	10
赣州市	111.3	11.1	9	68.1	22.8	7
九江市	86.2	30.3	2	50.5	31.4	2
上饶市	83.5	22.8	5	48.1	31.2	4
宜春市	80.6	24.2	4	47.7	30.7	5
吉安市	64.4	20.3	6	39.7	22.5	8
抚州市	50.9	33.4	1	35.6	36.9	1
新余市	56.6	2.7	11	33	26.6	6

萍乡市	46.9	13.6	7	27.3	16.5	9
鹰潭市	37.1	2.9	10	18.1	10.9	11
景德镇市	35.6	25.1	3	24.3	31.4	3

资料来源：公司提供

从地方可支配收入来看，2007~2009年，景德镇市地方可支配收入增长迅速，年均复合增长率为32.62%，2009年达到73.9亿元，详见表2。

表2 2007~2009年景德镇市可支配收入（单位：亿元）

序号	科目	2007年	2008年		2009年		三年年均复合增长率(%)	2009年各项占比(%)
		数据	数据	增幅(%)	数据	增幅(%)		
1	一般预算收入	11.9	18.5	55.5	24.3	31.3	42.90	32.88
2	税收收入	8.6	13.4	55.4	18.6	38.5	46.72	25.17
3	非税收入	3.3	5.1	55.8	5.7	12.2	32.23	7.71
4	基金收入	11.1	12.2	10.1	12.5	2.5	6.21	16.91
7	上级补助收入	19.0	24.9	30.8	37.1	49.0	39.59	50.20
8	返还性收入	2.2	2.3	3.2	2.5	9.6	6.36	3.38
9	财力性转移支付	9.3	11.0	18.8	18.2	65.2	40.04	24.63
10	专项转移支付	7.6	11.6	53.6	16.4	41.4	47.38	22.19
11	地方可支配收入总计	42.0	55.6	32.3	73.9	32.9	32.62	100.00

资料来源：景德镇市财政局

近年来，景德镇市固定资产投资力度不断增强，增速一直保持在40%以上的高位运行态势，2009年，景德镇市全年完成固定资产投资330.55亿元，同比增长43.7%，其中城镇以上固定资产投资317.48亿元，同比增长42.8%。城镇固定资产投资规模的大幅增长将有利于促进公司业务规模的扩张。

未来发展规划

根据景德镇市《2009年政府工作报告》精神，2010年，景德镇市将扎实推进项目建设，积极争取棚户区改造、御窑保护等重大基础设施项目，加快推进景德半导体多晶硅项目、长虹机电产业项目等重大产业项目建设，提高项目投资收益；抓住鄱阳湖生态经济区建设上升为国家战略的有利时机，利用国家资源枯竭型城市转型的政策支持，做好建设规划，加快资源转型发展；优化产业发展布局，坚持以工业化为核心，围绕光伏、LED半导体照明、航空

制造、新材料高技术陶瓷、生物和新医药、清洁汽车及动力电池、现代农业和有机食品、文化及创意产业等八大战略性新兴产业，突出工业项目，狠抓工业投入。全市规模以上工业增加值增长20%，达到178亿元。

2010年景德镇市国民经济和社会发展的主要目标是：全市生产总值增长13%；财政总收入、地方财政一般预算收入增长13%；全社会固定资产投资增长30%；规模以上工业增加值增长20%；城镇居民人均可支配收入增长8%；农民人均纯收入增长8%。

总体看，景德镇市区域经济总量相对较小，但近年来景德镇市加大产业项目建设及招商引资力度，地区生产总值及财政收入增幅均位居江西省前列，经济增长潜力较大；公司作为市政府国有资产管理运营平台，有望持续受益于地方财政的支持。

四、公司素质

1. 公司职能

公司作为景德镇市政府重点构建的综合性投融资平台，主要从事景德镇市公共事业和国有资产的经营管理工作，提高国有资本的运营效率，实现国有资产的保值增值，在促进景德镇市经济和社会发展中发挥了较好的作用。截至 2009 年底，公司资产总额为 98.38 亿元，所有者权益合计（不含少数股东权益）为 30.82 亿元。

2. 公司人员素质

(1) 公司高管

公司设总经理 1 名，副总经理 3 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。

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) 公司人员情况

截至 2009 年底，公司（本部）合计在职人员 43 人。其中：本科及以上学历 19 人，占比 44.19%；中级以上职称人员 5 人，占比 11.63%；年龄结构方面，30 岁以下占 30%，30~50 岁占 61%，50 岁以上占 9%。

整体看，公司本部人员整体素质较好。

3. 政府支持

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平台，公司得到了地方政府的大力支持。

(1) 国有资本投入及股权划拨

公司自成立以来，不断得到景德镇市政府在国有资本投入方面的大力支持，公司注册及实收资本不断增加。截至 2009 年底，公司实收资本已由 2006 年的 1000 万元增至 90000 万元（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）。

(2) 补贴收入

公司自身的盈利能力偏弱，景德镇市政府每年会给予公司一定的财政资金补贴，包括增值税免税收入补贴、煤气价格补贴、燃料油补助款、交通专项经费补助、窑炉改造资金、技术改造贷款贴息、免费乘车补贴等。2007~2009 年公司补贴收入合计为 4.04 亿元，2009 年为 1.57 亿元。

表 3 公司 2007~2009 年财政补贴情况表

年份	补贴金额	主要补贴相关文件
2007 年	9625.28	“景财预字[2008]168 号文” “景财预字[2007]75 号文” “财税[2001]113 号文”
2008 年	15090.35	“景财预字[2009]29 号文” “景财预字[2008]2 号文” “财税[2001]113 号文”
2009 年	15681.22	“景财办字[2010]2 号文” “景财预字[2009]9 号文” “景府办抄字[2009]170 号抄告单” “财税[2001]113 号文”

资料来源：审计报告

(3) 偿债安排

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，工程代建投资款为 13.27 亿元，双方约定在代建投资额之外，每年加计项目代建人投资利息，产

生的应收账款合计为 24.20 亿元，从 2010 年开始分 10 年回款。

整体看，公司作为景德镇市国有资产管理、运营及投融资平台，人员配置合理，地区政府给与支持力度强，综合素质较好。

五、公司管理

1. 法人治理结构

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》，景德镇市国有资产监督管理委员会根据景德镇市市委、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。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：决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；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，依照法律、法规的规定，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；当前述人员的行为损害公司的利益时，要求前述人员予以纠正等。公司监事会由 5 人组成，其中包括 2 名由职工代表出任的监事。

同时，根据业务性质，公司设立投资决策委员会和资产处置委员会，委员会对董事会负责。

2. 公司内部管理

公司组织结构：公司本部下设物资贸易部、资产管理部、行政人事部、投资发展部、财务稽核部、债权处置部及法律事务部等 7 个职能部门。

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、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。

公司对下属子公司的管控情况，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物安全性。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，下属子公司均处于新近并入阶段，公司本部对下属子公司经营管理制度上尚未完善，管理力度较弱。

总体来看，公司法人治理结构比较完善，管理制度比较规范，但对下属子公司的管理力度尚存在改善空间。

六、公司经营

公司承担着景德镇市公共事业和国有资产的经营管理职能，进入 2009 年以后，公司也逐步涉及城市基础设施建设领域，成为景德镇市城市基础设施建设重要的建设主体。

2007~2009 年，公司主营业务收入以商品销售收入为主，其次包括住宿餐饮收入和公共交通收入等。（详见下表 4）

表 4 公司主营业务收入（单位：亿元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
商品销售收入	32.87	42.96	42.36
住宿餐饮收入	0.33	0.45	0.69
公共交通收入	0.50	0.53	0.55
房屋租赁收入	0.02	0.11	0.19
出售抵债资产收入	--	--	0.12
处置不良债权收益	--	--	0.11
其他收入	--	--	0.41
合计	33.71	44.05	44.42

资料来源：审计报告

从收入贡献主体来看，公司全资子公司景德镇市焦化工业集团有限责任公司（以下简称“焦化集团”）贡献了公司90%以上的收入和利润，其次为景德镇市公共交通公司（以下简称“公交公司”）。

1. 焦化集团

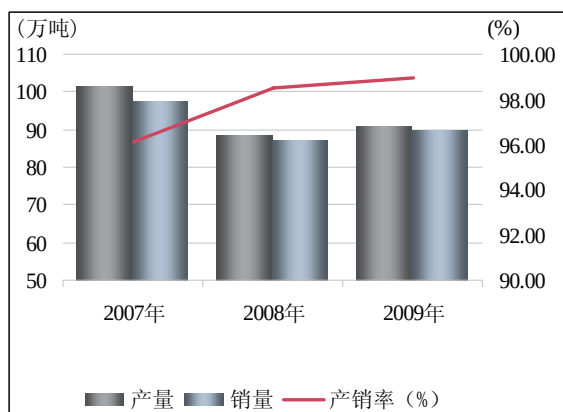
焦化集团成立于2008年6月，其前身为景德镇市焦化煤气总厂。截至2009年底，焦化集团总资产76.98亿元，所有者权益10.99亿元，2009年全年实现销售收入44.30亿元。焦化集团主要由煤化工及相关多元产业及炭黑专业化产业板块构成。

煤化工及相关多元产业

焦化集团煤化工产品包括焦炭、煤气及精制产品。截至2009年底，焦化集团煤化工产业拥有4座焦炉，年产焦炭90.79万吨，年外供煤气2.4亿立方米，其中5号焦炉（正在建设中，高6米）已2009年9月投产，投产后将新增焦炭年产55万吨。

受全球金融危机影响，2007~2009年，公司焦炭产、销量均呈现波动，2009年分别为90.97万吨和89.99万吨，均较2007年有所下滑。2007~2009年，公司产销率保持96%以上。

图2 2007~2009年焦炭产销情况图



资料来源：公司提供

从销售单价来看，2007~2008年，公司焦炭销售单价持续上涨，2008年达到1954.36元/吨，但2009年受宏观经济影响销售单价有所下降。

降，达到1422.32元/吨。

表5 2007~2009年焦炭销售情况表

年份	销量 (万吨)	销售单价 (元/吨)	销售收入 (万元)
2007年	97.62	1129.44	110260.18
2008年	87.20	1954.36	170415.52
2009年	89.99	1422.32	127995.02

资料来源：公司提供

炭黑专业化产业

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”）生产，黑猫股份于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。景德镇国有资产经营管理公司持有其0.85%股份，国资公司全资子公司焦化公司持有其56.68%股份，黑猫股份目前是全国最大的炭黑生产企业。经营范围：生产销售炭黑及其尾气、硅材料、工业萘、轻油、洗油、脱酚油、粗酚、蒽油、中温沥青、燃料油；对外贸易经营。

黑猫股份在江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌海等四地拥有多条生产线，产量雄居全国第一、世界第八，同时拥有20万吨煤焦油精加工装置，生产轻油、脱酚油、沥青等。黑猫股份近年来销售情况见下表，炭黑产品在2008年8月份前产品价格攀升较快，但后期价格逐步有所下降。

表6 2007~2009年炭黑销售情况表

年份	销量 (万吨)	销售单价 (元/吨)	销售收入 (万元)
2007年	23.80	5800.50	138040.30
2008年	25.63	6142.04	157432.03
2009年	32.55	5722.49	186267.13

资料来源：公司提供

2. 公交公司

近年来，景德镇市公共交通行业客货运运输均保持持续增长态势，增速稳定。2009年度，景德镇市客运量为1091万人，旅客周转量分别

为 104930 万人公里，均为历史最高水平。“十一五”期间景德镇市将建设快速便捷的综合交通运输体系，以满足经济社会发展及人民生活需要。

表 7 2007~2009 年景德镇市客运情况

项目	2007 年	2008 年	2009 年
客运量（万人）	927	1008	1091
客运周转量（万人公里）	89265	96500	104930

资料来源：公司提供

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，注册资本 1367.00 万元，下属 6 个营运分公司及 4 个修理厂、9 个直属部门、17 个行政机关科室，拥有 4 个停车场。

截至 2009 年底，公交公司资产总额为 3179 万元，负债总额为 2697 万元，所有者权益为 482 万元。

下表反映公交公司近三年来的运营情况，总体呈稳步增长态势，同时，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。

表 8 2007~2009 年公交公司运营情况

项目	2007 年	2008 年	2009 年
营运车辆（辆）	372	394	394
客运收入（万元）	4981.64	5334.08	5460
营运里程（万公里）	1610	1683	1749
营运路线（条）	31	33	33
IC 卡乘车人数所占比例（%）	32	34	34

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 9 2007~2009 年公交公司获得政府补贴情况

（单位：万元）

补贴种类	2007 年	2008 年	2009 年
国家直补	42.86	89.98	381.78
市临时性补助	--	10.00	100.00
老年卡补助	20.00	20.00	20.00
其他	70.00	35.00	50.00

资料来源：公司提供

3. 未来发展

“十五”期间，景德镇市城市基础设施建设取得了较快发展，城市面貌发生显著变化。中心城市新区框架拉开，景德镇市区面积扩大到 43 平方公里，人居环境明显改观，初步形成了“山水、生态、文化”的城市特色，获得中国优秀旅游城市和江西省园林城市、江西省卫生城市等称号，国家园林城市已通过国家建设部考核验收。“十一五”期间，景德镇市将进一步加强基础设施建设，加大投资力度，推进交通、能源、水利、信息基础设施建设，使基础设施保障能力与经济发展水平相适应。

公司城市基础设施建设业务由其全资子公司景德镇市投资有限责任公司（以下简称“投资公司”）承担。根据景德镇市的统一布局，公司将充分发挥其国有资产经营管理平台的优势，逐步加大对投资公司在城市基础设施建设领域的支持。本次债券募集资金投资项目——江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目，即通过该公司建设。江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目项目概算总投资额 13.27 亿元，本期债券募集资金投入占总投资额比重为 48.98%，6.5 亿元，且项目完工后，由市政府授权市财政局予以全额回购保障公司利益。

未来随着景德镇市城市化进程的进展，投资公司必将承担更多的城市基础设施建设项目，资金需求逐步加大。

七、财务分析

公司提供了 2007~2009 年度连审财务合并报表，由立信大华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2007~2009 年，公司执行同一企业会计准则。

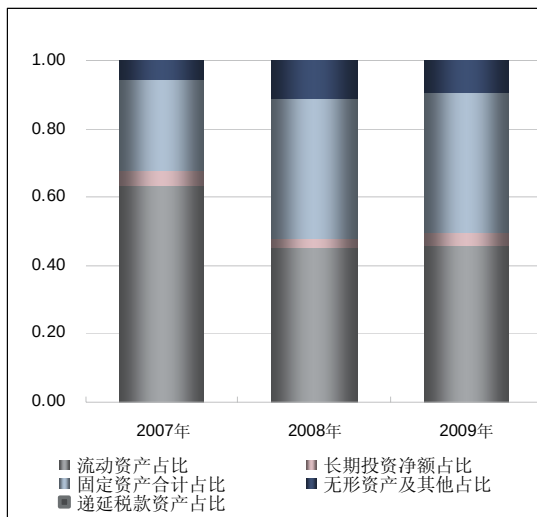
2007~2009 年，公司核心子公司焦化集团子公司数量逐年有所增多，因此公司合并范围逐年扩大。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额为 98.38 亿元，负债总额 63.54 亿元，所有者权益（不含少数股东权益）30.82 亿元；2009 年公司实现主营业务收入 44.42 亿元，利润总额 1.27 亿元。

1. 资产质量

2007~2009 年，公司资产规模呈快速增长趋势，年均复合增长率为 43.79%，其中 2008 年增幅明显（67.83%），主要为政府划入大量房产、店面等资产（体现在固定资产原值科目，已经按照评估价值入账）所致。截至 2009 年底，公司资产总额为 98.38 亿元，同比增长 23.20%。

图 3 公司 2007~2009 年资产结构变化情况

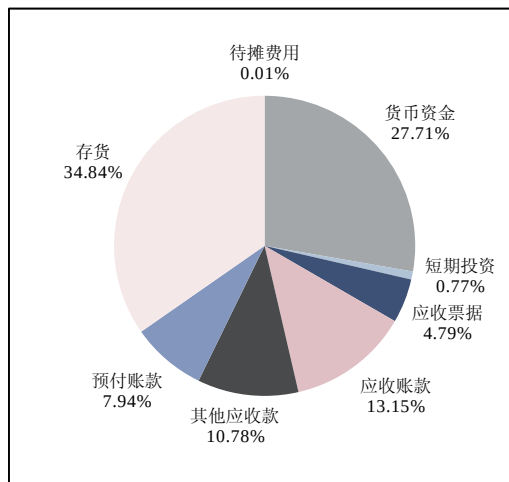


资料来源：根据审计报告整理

从资产结构来看，2007~2009 年，公司资产结构未发生实质性变化（见图 3），以流动资产为主。2009 年底，公司流动资产和固定资产分别占资产总额 45.68% 和 40.95%，无形资产及其他占 8.97%，长期投资净额占 4.32%，递延税款借项占 0.08%。

2007~2009 年，公司流动资产复合增长率为 22.13%，截至 2009 年底，公司流动资产为 44.94 亿元，主要构成情况见图 4。从图 4 可以看出，公司流动资产以存货及货币资金为主，其次为应收账款、其他应收款等。

图 4 2009 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据审计报告整理

2007~2009 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长率为 42.58%，2009 年底达到 12.45 亿元，较 2008 年底增长 46.99%，其中，其他货币资金（承兑汇票的保证金）占比 80.98%、银行存款占比 18.99%。

2007~2009 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 15.12%，主要是公司销售规模的扩大所带来的应收货款的增加所致，2009 年底为 5.91 亿元，从应收账款账面余额期限结构来看，1 年以内的占 77.14%、1~3 年的占 10.13%、3 年以上的占 12.73%。公司为上述应收账款累计计提坏账准备 9253.77 万元，坏账准备较为充足，公司应收账款回收可能性大。

2007~2009 年，公司其他应收款年均复合增长 14.21%，2009 年底为 4.85 亿元，其中，1 年以内的占 58.88%，1~2 年的占 12.28%，2~5 年的占 12.10%，5 年以上的占 16.74%，账龄偏长。欠款客户主要为市财政部门及未纳入合并范围子公司等，欠款回收较有保障。

2007~2009 年，公司预付账款年均复合减少 17.74%，期间呈现波动，2009 年底为 3.57 亿元，主要为预付原材料采购款及工程款等。从账龄结构来看，1 年以内的占 82.63%、1~2 年的占 9.04%、2~3 年的占 1.86%、3 年以上的占 6.47%，其中账龄 3 年以上的预付款主要为二级

子公司开门子房地产公司预付的工程款，由于房地产结算周期较长所产生。

2007~2009年，随着公司业务规模扩张，公司存货规模也逐年扩大，年均复合增长率为39.19%。截至2009年底，公司存货余额15.66亿元。从存货构成来看，主要为开发成本（占56.89%，主要为二级子公司景德镇市开门子房地产开发有限公司土地开发成本）、库存商品（占比24.22%）以及原材料（占比17.10%）。总体看，公司存货以土地开发成本为主，受房地产市场价格波动影响大。

2007~2009年，公司长期投资净额快速增长，年均复合增长率为39.96%。2009年底公司长期投资净额4.25亿元，全部为股权投资，占期末所有者权益的比例为4.32%。

2007~2009年，公司固定资产原值年均复合增长71.66%，其中，2008年度公司固定资产增幅明显（113.83%），主要是接受政府划拨大量房屋、店面等资产所致。截至2009年底，公司固定资产合计40.28亿元，其中固定资产净额38.45亿元（占比95.44%，主要以房屋建筑物及机器设备为主），在建工程1.82亿元（占比4.51%，主要为干熄焦工程、乌海发电工程、净化改造工程等）。

总体来看，近年来，公司资产规模增长速度快，从资产构成来看，流动资产所占比重相对较高；应收账款及其他应收款数额相对较大，账龄偏长，但公司坏账准备计提比例较合理，其他应收款的欠款客户性质较好，坏账风险较低。综上所述，目前公司整体资产质量一般。

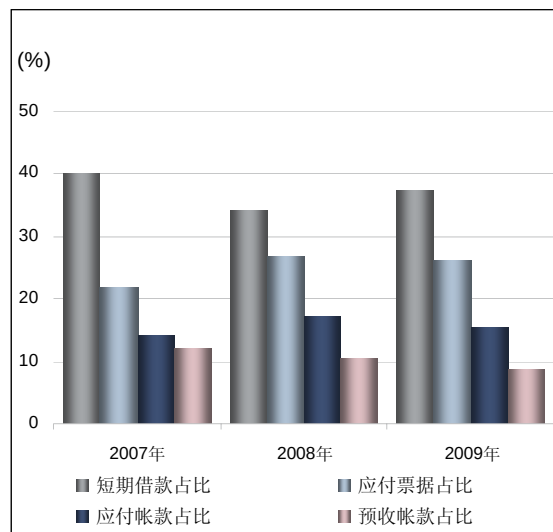
2. 负债及所有者权益

2007~2009年，公司所有者权益迅猛增长，年均增长95.68%，主要体现为资本公积和实收资本的增长。截至2009年底，公司所有者权益30.82亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占29.20%、67.79%和2.57%。截至2009年底，公司资本公积20.89亿元，主要以政府股权划拨为主（占比99.20%，主要为

子公司整体注入）。公司所有者权益结构较为稳定。

2007~2009年，随着公司业务规模的不断扩大，公司负债规模持续增加，年均增幅为32.42%，慢于资产总额的增长速度。截至2009年底，公司负债合计63.54亿元，其中流动负债占86.09%，长期负债占13.91%，流动负债占比较大，公司负债结构较合理。

图5 2007~2009年公司流动负债主要构成图



资料来源：根据审计报告整理

2007~2009年公司流动负债规模持续扩大，年均增幅为26.66%，从流动负债结构来看，主要由短期借款、应付票据、应付款项、预收账款及其他应付款构成，2007~2009年，公司流动负债结构基本保持稳定。

2007~2009年，公司长期负债持续快速增长，年均复合增长率为103.43%。截至2009年底，公司长期负债总额8.84亿元，主要为长期借款（占比78.88%）和长期应付款（占比16.61%）。其中，长期应付款主要是下属二级子公司融资租赁业务所形成。

2007~2009年公司主要债务指标呈现波动。截至2009年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.59%、55.10%、16.67%，公司债务压力一般。

如果考虑本期计划发行的8亿元市政项目建设债券，以2009年的合并财务数据为基准，

公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至为67.25%、59.30%和30.06%，公司债务负担水平进一步加重。

3. 盈利能力

2007~2009年，随公司生产规模的扩大，公司主营业务收入规模稳步增长，三年复合增长率为14.79%。2009年全年公司实现主营业务收入44.42亿元。

2007~2009年，公司主营业务利润率分别为15.04%、11.79%和14.09%，其中2008年受原材料价格上涨等因素影响，主营业务利润率有所降低。

2007~2009年，公司期间费用逐年快速增长，扣除各项期间费用后，公司实现营业利润分别为1.12亿元、-0.76亿元和-0.17亿元。

补贴收入是公司利润的另一重要来源。2007~2009年公司每年获得财政补贴收入总额持续增长，2009年达到1.57亿元。公司补贴收入主要为增值税免税收入补贴、煤气价格补贴、燃料油补助款、交通专项经费补助等，补贴收入稳定性较强（详见政府支持部分）。

2007~2009年，受政府划拨股份所致净资产大幅增加、全球经济金融危机、有色金属冶炼及轮胎等下游行业景气度下滑等因素影响，公司盈利能力呈弱化趋势。从主要盈利指标看，2009年底，公司账面总资本收益率和净资产收益率分别为2.90%和2.41%，较2007年的7.76%和18.18%降幅明显。

整体来看，公司主营业务盈利能力一般，除此之外，补贴收入是公司利润的一个重要来源。受期间费用增长以及全球性经济金融危机影响，近年来公司盈利能力有所弱化。随着宏观经济的逐步复苏，公司整体盈利能力有望得以改善。

4. 现金流

经营活动方面，公司经营活动现金流量以

商品买卖销售所形成的现金流为主。2007~2009年公司经营活动产生的现金流量净额呈现波动，主要为往来款项现金流波动所致（2009年增加明显，主要为与市政府往来款项增加）。2009年，公司经营活动产生的现金流入量为63.13亿元，流出量为60.48亿元，现金流量净额为2.64亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流以流出为主，且净流出量逐年增加。2007~2009年，随着公司生产规模的扩大，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金也逐年增大，同时，2007~2009年公司投资项目逐年增加，投资所支付的现金逐步增加，导致公司投资活动产生的现金净流出量逐年增大，2009年为6.47亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动产生的现金流以借款所收到的现金及偿还债务所支付的现金为主，2007~2009年，公司融资需求逐年增加。2009年，公司筹资活动产生的现金流入量为33.82亿元，流出量为26.01亿元，净流量位7.81亿元。

整体来看，公司经营活动产生的现金流量以商品销售形成的现金流为主，现金流情况较为正常。随着生产规模的扩大，公司投资活动产生的现金流以流出为主，且规模逐年扩大，经营活动所产生的现金流入量不能提供足够的支撑，公司对外部融资的需求大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2007~2009年，随着流动负债规模的逐年加大，公司流动比率和速动比率整体呈小幅下降趋势，2009年底两项比例分别为82.15%和53.53%，公司的短期支付能力偏弱。

受经营活动现金流量净额波动的影响，2007~2009年公司经营现金流动负债比相应有所波动，2009年为4.83%，公司经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护能力弱。

从长期偿债指标看，2007~2009年，公司

全部债务/EBITDA 加权平均值为 7.79 倍, 2009 年为 8.17 倍, 长期债务压力较大。随着公司逐步涉及城市基础设施建设领域, 受项目投资额大、建设周期长的影响, 公司未来外部融资压力逐渐加大, 但考虑到景德镇市政府对公司此类项目的政策扶持力度, 公司可以获得相应的财政补贴, 进而对公司偿债能力形成支撑。

八、债权保护条款分析

公司拟发行的本期债券采用土地使用权和房产所有权抵押, 并以公司日常生产经营所产生的收入及代建回购资金中提取部分资金建立封闭式偿债基金, 用于本期债券的偿还。

公司将通过法律上的适当手续将其部分财产进行抵押, 以保障本期债券本息的如期兑付, 一旦出现偿债困难, 则变现抵押资产进行清偿债务。

1. 土地使用权及房产所有权抵押担保 抵押资产

公司为本期债券提供的抵押资产包括 13 宗土地使用权(土地使用权总面积共计 260279.23 平方米)和 24 宗房产所有权(其中土地使用权总面积 116661.03 平方米, 房产总建筑面积 59757.63 平方米), 土地及房产均位于景德镇市内, 土地及房产用途为商业, 使用权类型皆为出让, 价值总计 128301.55 万元(评估详细情况见附件 2)。

资产评估

2010 年 9 月 15 日, 北京仁达房地产评估有限公司以 2010 年 9 月 3 日为评估基准日对用于提供抵押担保的 13 宗土地及 24 宗房地产进行了评估, 出具了仁达房估字 20100610100069 号《房产估价报告》及 2010062000070 号《土地评估报告》, 确认的地价总值为 80206.24 万元, 房产总值为 48095.31 万元, 上述抵押担保资产总值 128301.55 万元, 为本期债券发行总额的 1.60 倍。

抵押方案

在本期债券发行完毕后十五个工作日内, 公司应在景德镇市土地管理部门及房产部门完成抵押资产的抵押登记手续。抵押登记所需费用由公司承担。抵押资产设定抵押的期限应能够覆盖本期债券存续期间。因特殊情况不能覆盖本期债券存续期间的, 公司应在原有抵押期限到期前续办新的抵押登记, 直至抵押期限覆盖本期债券存续期间。公司在债券存续期内每年聘请土地评估机构对抵押资产进行跟踪评估, 评估工作应当在本期债券发行日(本息偿付日)之前三十个工作日内完成。

为了维护全体债权人的合法权益, 公司特为债券持有人聘请太平洋证券股份有限公司(以下简称“太平洋证券”)担任本期债券的债权代理人, 同时为了保障抵押资产的安全, 债权代理人聘请中国工商银行股份有限公司景德镇市分行作为抵押资产监管人, 对上述抵押资产进行监管。抵押资产监管人将严格承担监管责任, 动态监督、跟踪抵押资产的价值变动情况, 当抵押资产价值低于价值警戒线(为本期债券未偿付本金及一年利息之和的 1.3 倍)时, 有义务第一时间告知债权代理人, 并督促公司补足差额。

抵押资产的追加机制和触发机制

抵押资产监管人应在收到资产评估机构出具的资产评估报告的两个工作日内计算抵押综合比率(抵押资产的总价值与本期债券未偿还本金与一年期利息之和的比率)。一旦抵押综合比率低于 1.3 倍时, 或抵押资产发生影响债权人利益或抵押资产价值的任何情形致使需要追加抵押资产, 则抵押资产监管人应按照《抵押资产监管协议》的要求通知并督促公司追加抵押品以弥补价值差额部分。公司应当在收到《追加抵押资产通知书》后 1 个月内完成抵押资产追加工作。公司未实现前述约定的, 债权代理人可提交债券持有人会议, 讨论是否要求公司提前偿付本息, 启动提前偿债程序。

本期债券足额还本付息后, 所有的抵押资

产经法定解除程序解除抵押登记后释放。

法律意见

江西求正沃德律师事务所《关于2011年景德镇国有资产经营管理有限公司市政项目建设债券发行之法律意见书》，对本期债券担保相关的协议及文件的批准与授权给出了如下的法律意见：截至本意见书出具之日，用于抵押的上述国有土地使用权及房屋所有权属公司所有，公司同意以该资产为本期债券提供抵押担保；《资产抵押协议》签订系各方真实意思表示，合同内容符合法律、法规及其他规范性法律文件的规定，属受法律保护的合法契约。故本期债券全体持有人根据公司的申请，成为《资产抵押协议》项下的抵押权人、享有相应合同项下权利不存在法律障碍。

2. 偿债基金专户和偿债机制

公司将设立偿债基金及专项偿债账户，通过对该账户的专项管理，公司于本期债券付息日和兑付日前定期提取一定比例的偿债基金存入偿债专户，专项用于本期债券的本息偿付。

偿债基金的计提方案

公司承诺按以下进度提取并固化本息偿债基金，并于本期债券付息日和兑付日前十个工作日内将偿债资金划拨到账。

表 10 偿债基金归集金额表 (单位: 亿元)

支付时间	当期归集金额	当年支付金额
T+1 年	0.8	0.64
T+2 年	0.8	0.64
T+3 年	0.8	0.64
T+4 年	0.8	0.64
T+5 年	3	2.64
T+6 年	3	2.48
T+7 年	5	4.32

资料来源：公司提供；

注：本期债券利息按照8%预估；本期债券发行当年为T年。

偿债基金来源

偿债基金的来源包括：(1)公司的日常经营

收入。该等日常经营收入主要有：商品销售收入、住宿餐饮收入、公共交通收入、房地产租赁收入和出售或处置不良债权收入等；(2)本期债券募集资金投资建设的江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目将采取“BT”（建设—移交）建设模式，并在建成后移交给景德镇市政府，由景德镇市财政局向景德镇市国有资产经营管理有限公司分期支付回购款项。公司应收的回购款包括回购项目投资额和投资利息/建设资金利息总额为24.2亿元，分10年支付。以BT模式建设所形成的应收账款是公司的经营性收入，也是本期债券重要的偿付资金来源。

偿债基金的监管措施

按照公司、太平洋证券股份有限公司（债权代理人）及中国工商银行股份有限公司景德镇分行（监管银行）签署的《账户及资金监管协议》，发行人将在中国工商银行股份有限公司景德镇分行开立偿债账户。《账户及资金监管协议》明确约定偿债账户是专项用于本期债券本息偿付的账户，除本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用外，偿债账户资金不得用于其他用途。

监管银行应根据公司的指令，于债券每一付息日或兑付日（即T日）前3个工作日（即T-3日）将当期应付本金和利息划转至本期债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司和债权代理人。本期债券登记结算机构另有规定的，按登记结算机构的相关规定执行。

在本期债券还本付息日前5个工作日，若偿债账户内没有足够的资金用于支付当期应偿付债券本息，债权代理人可按《2011年景德镇市国有资产经营管理有限公司公司债券持有人会议规则》的规定召集债券持有人大会，由债券持有人大会决议实现债券债权的方式。如公司按期兑付本期债券利息或本金的十个工作日内，债券代理人可以根据《资产抵押协议》约定的方式实现抵押权。

3. 债权保护条款评价

公司拟发行的本期企业债券采用土地使用权及房产所有权抵押，并以公司自身收益和景德镇市政府分期回购资金建立封闭式偿债基金，用于本期债券的偿还公司用于抵押的自由资产不存在法律障碍。公司抵押资产评估价值约为本期债券额度的1.60倍。

联合资信认为，公司用于抵押的资产对本期债券的覆盖程度较高。但是，联合资信也注意到，抵押资产价值大、未来的变现价值和可操作性存在不确定性。

根据本期债券的发行方案，公司建立了偿债基金专户，并采取封闭式运作，以保障本期债券的偿付。偿债基金具有一定的集中性，计提相对充分，计提方案明确，可操作性强，以公司自身收益和代建回购资金24.2亿元建立封闭式偿债基金对本期债券偿还提供保障。

综上所述，公司用于抵押的土地及房屋资产有效提升了本期债券本息偿还的安全性。而公司封闭式偿债基金专户的设置对本期债券的到期偿还具有一定的保护能力。联合资信将密切关注公司偿债基金提取情况，并及时出具跟踪评级报告。

期偿还本金的还款方式也有效地降低集中偿付风险。基于对公司主体长期信用等级以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

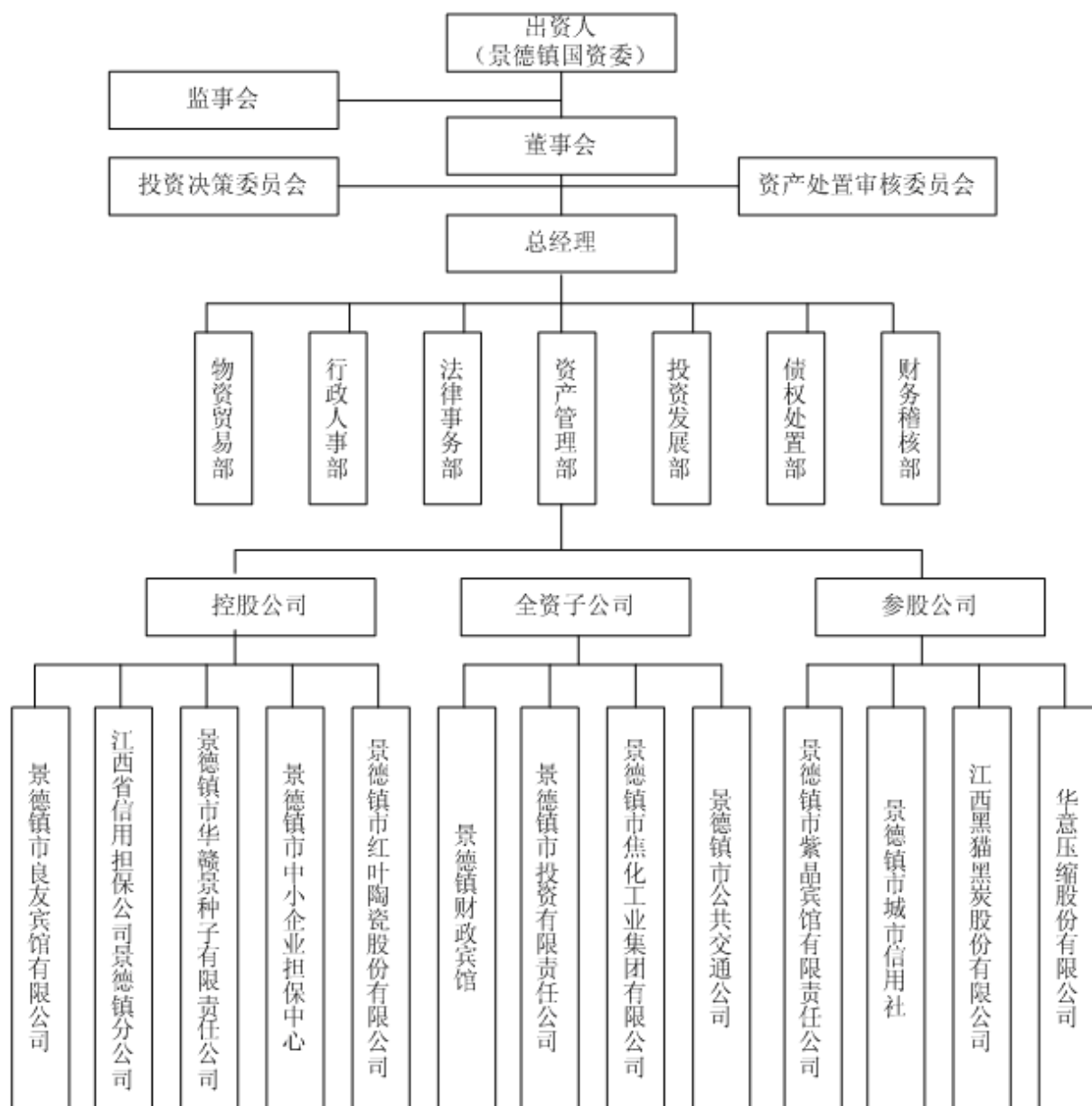
九、综合评价

景德镇市经济保持稳定发展势头，财政实力不断增强，城市化进程明显加快。公司作为景德镇市政府重点构建的综合性投融资平台，在财政资金方面得到景德镇政府的大力支持。

公司主营业务收入和资产规模均保持快速增长。公司存货变现能力受房地产行业波动影响，资产质量一般；盈利能力受经济周期影响波动明显。考虑到公司在景德镇市域内所具有的垄断优势，以及近年来景德镇市财政对公司的支持，公司主体信用风险较低。

土地及房产抵押对本期债券本息覆盖程度良好；同时公司为本期债券设立专项偿债基金，有助于当期债券的偿还；此外，分期归集、分

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 本期债券抵押资产—房产资产情况表

序号	产权证号	建筑面积 (m²)	土地使用权状况				评估价值 (万元)
			土地使用权证号	土地用途	土地类型	面积（平方米）	
1	景房权证字第 0902646 号	3740.00	景土国用(2008)第 0251 号	商业	出让	750.40	1060.39
2	景房权证字第 0902912 号	3955.90	景土国用(2008)第 0245 号	商业	出让	1609.42	1426.04
3	景房权证字第 0903165 号	1652.20	景土国用(2008)第 0278 号	商业	出让	1930.00	1406.71
4	景房权证字第 0902467 号	8572.00	景土国用(2008)第 0252 号	商业	出让	4346.64	2935.65
5	景房权证字第 0903105 号	1343.00	景土国用 2009 第 039 号	商业	出让	6471.06	3518.13
6	景房权证字第 0903163 号	1155.00	景土国用(2008)第 0254 号	商业	出让	4276.91	1932.51
7	景房权证字第 0903162 号	317.00	景土国用(2008)第 040 号	商业	出让	2288.00	1050.83
8	景房权证字第 0903259 号	828.00	景土国用(2008)第 0273 号	商业	出让	1737.04	648.48
9	景房权证字第 0903254 号	1296.00	景土国用(2008)第 0257 号	商业	出让	2272.13	729.27
10	景房权证字第 0902719 号	1355.00	景土国用(2008)第 0267 号	商业	出让	12293.79	1803.21
11	景房权证字第 0903086 号	2430.00	景土国用 2009 第 045 号	商业	出让	7840.80	2341.62
12	景房权证字第 0903108 号	2860.00	景土国用(2008)第 0247 号	商业	出让	2048.99	738.50
13	景房权证字第 0902474 号	4928.00	景土国用(2008)第 0261 号	商业	出让	11630.81	3212.62
14	景房权证字第 0903076 号	700.00	景土国用(2008)第 0285 号	商业	出让	3667.40	1787.09
15	景房权证字第 0902656 号	5162.00	景土国用(2008)第 0296 号	商业	出让	4685.73	2794.32
16	景房权证字第 0902266 号	2930.40	景土国用(2008)第 0292 号	商业	出让	2847.83	2315.08
17(1)	景房权证字第 0902648 号	2000.00	景土国用(2008)第 0284 号	商业	出让	21809.90	8796.53
17(2)	景房权证字第 0902652 号	1000.00		商业	出让		
17(3)	景房权证字第 0902653 号	1100.00		商业	出让		
18	景房权证字第 0903106 号	4810.00	景土国用(2008)第 0290 号	商业	出让	4800.39	2829.72
19	景房权证字第 0902465 号	2784.46	景土国用(2008)第 0270 号	商业	出让	2185.00	875.98
20	景房权证字第 0902448 号	664.00	景土国用(2008)第 0258 号	商业	出让	2488.59	830.20
21(1)	景房权证字第 0900754 号	1770.70	景土国用 2009 第 043 号	商业	出让	14680.20	5062.41
21(2)	景房权证字第 0900753 号	2403.97		商业	出让		
合计						116661.03	48095.31

资料来源：北京仁达房地产评估有限公司房地产抵押估价报告（仁达房估字 20100610100069 号）

附件 2-2 本期债券抵押资产—土地资产情况表

序号	土地座落	土地证号	土地用途	使用权面积(M ²)	评估价值(万元)	土地单价(元/M ²)
1	胜利路	景土国用(2010)第 5035 号	商业	955.00	859.50	9000.00
2	童街村瓦窑坞	景土国用(2010)第 5037 号	商业	12800.00	4416.00	3450.00
3	河西茅墩桥	景土国用(2010)第 5031 号	商业	31578.35	10105.07	3200.00
4	小港咀新亭下	景土国用(2010)第 5038 号	商业	2509.50	1111.71	4430.01
5	胜利路 63 号	景土国用(2010)第 5029 号	商业	2830.90	2554.89	9025.01
6	新罗汉肚区	景土国用(2010)第 5004 号	商业	23246.60	10298.24	4430.00
7	十八渡麻布袋	景土国用(2010)第 5040 号	商业	19048.80	5524.15	2900.00
8	新平路 8 号	景土国用(2010)第 5033 号	商业	18962.00	6547.58	3453.00
9	苏家坂 52 号	景土国用(2010)第 5039 号	商业	1352.47	612.67	4530.01
10	中华北路 76 号	景土国用(2010)第 5030 号	商业	1051.30	862.07	8200.04
11	官庄	景土国用(2009)第 042 号	商业	10011.59	3003.48	3000.00
12	景德镇市新厂西路 1 号	景土国用(2008)第 0269 号	商业	12006.72	3602.02	3000.00
13	西郊丁家洲	景土国用(2010)第 5022 号	商业	123926.00	30708.86	2478.00
合计		--	--	260279.23	80206.24	--

资料来源：北京仁达房地产评估有限公司土地估价报告（仁达土估字 20100620000070 号）

附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	61269.25	84733.87	124548.90	42.58
短期投资净额		7870.00	3470.00	
应收票据	24729.90	13532.91	21513.02	-6.73
应收股利				
应收利息				
应收账款	44580.32	52268.45	59085.25	15.12
其他应收款	37157.12	46341.38	48465.23	14.21
减：坏账准备				
应收账款净额	81737.44	98609.83	107550.48	14.71
预付账款	52729.29	54240.70	35683.23	-17.74
存货净额	80814.18	102316.24	156568.90	39.19
待摊费用		0.72	60.18	
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	301280.07	361304.27	449394.71	22.13
长期投资				
长期股权投资	21679.68	21418.42	42465.23	39.96
长期债权投资				
长期投资合计	21679.68	21418.42	42465.23	39.96
长期投资净额	21679.68	21418.42	42465.23	39.96
固定资产				
固定资产原值	155084.93	331618.08	456968.93	71.66
减：累计折旧	45488.30	51988.90	72478.58	26.23
固定资产净值	109596.63	279629.18	384490.35	87.30
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	109596.63	279629.18	384490.35	87.30
工程物资			175.60	
在建工程	17220.69	48685.16	18177.52	2.74
固定资产合计	126817.33	328314.33	402843.47	78.23
无形资产及其他资产				
无形资产	25458.65	82391.71	86128.95	83.93
长期待摊费用	132.54	1667.68	69.13	-27.78
长期应收款				
其他长期资产		2075.00	2075.00	
无形资产及其他资产合计	25591.18	86134.39	88273.08	85.72
递延税项				
递延所得税资产	412.63	1350.43	790.51	38.41
资产总计	475780.89	798521.85	983767.01	43.79

附件 3-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	137109.25	144196.00	204698.00	22.19
应付票据	75011.25	112825.50	142895.00	38.02
应付账款	47903.66	73223.99	85006.37	33.21
预收账款	41464.02	44330.33	48068.03	7.67
应付工资	954.79	160.44	647.12	-17.67
应付福利费	583.31	174.36	632.92	4.17
应付股利	37.84	37.84	37.84	
应交税金	2714.96	4898.17	55.17	-85.74
其他应交款	597.89	568.17	603.57	0.47
其他应付款	29423.16	37818.21	53741.66	35.15
预提费用	170.50	221.85	383.25	49.93
预计负债	3228.97			
一年内到期的长期负债	1800.00	1800.00	10260.00	138.75
其他流动负债				
流动负债合计	340999.60	420254.86	547028.92	26.66
长期负债				
长期借款	20460.77	42409.00	69702.00	84.57
应付债券				
长期应付款	892.98	8151.16	14673.98	305.37
专项应付款		555.00	1555.00	
其他长期负债		2206.00	2434.74	
长期负债合计	21353.75	53321.16	88365.72	103.43
递延税项				
递延税项贷款	4.96			
递延收益				
负债合计	362358.31	473576.03	635394.64	32.42
少数股东权益	32932.95	40407.42	40165.95	10.44
所有者权益				
实收资本	6000.00	90000.00	90000.00	287.30
资本公积	78453.33	192680.39	208924.36	63.19
盈余公积	396.79	396.79	1356.09	84.87
未确认的投资损失				
未分配利润	-4360.48	1461.21	7925.97	
外币报表折算差额				
所有者权益合计	80489.64	284538.40	308206.41	95.68
负债及所有者权益合计	475780.89	798521.85	983767.01	43.79

附表 4 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	337141.96	440458.73	444221.20	14.79
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	337141.96	440458.73	444221.20	14.79
减: 主营业务成本	284771.54	386151.26	379174.51	15.39
主营业务税金及附加	1651.85	2384.43	2474.56	22.40
二、主营业务利润	50718.57	51923.05	62572.13	11.07
加: 其他业务利润	1735.18	1861.00	3024.93	32.03
减: 存货跌价损失				
营业费用	15845.15	18682.57	21568.97	16.67
管理费用	14974.29	27784.14	34866.45	52.59
财务费用	10429.82	14870.61	10897.81	2.22
其他				
三、营业利润	11204.49	-7553.27	-1736.17	
加: 投资收益	-482.02	-1819.38	494.51	
补贴收入	9625.28	15090.35	15681.22	27.64
营业外收入	626.75	421.93	339.28	-26.42
其他				
减: 营业外支出	1209.12	1369.59	2061.43	30.57
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	19765.39	4770.04	12717.40	-19.79
减: 所得税	850.57	-605.84	3400.70	99.95
减: 少数股东损益	4280.83	-445.81	1892.65	-33.51
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	14633.99	5821.70	7424.05	-28.77

附表 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
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	486382.31	518923.84	425585.61	-6.46
收到的税费返还	951.98	1932.01	165.00	-58.37
收到的其他与经营活动有关的现金	8667.47	15426.55	205511.73	386.94
现金流入小计	496001.75	536282.40	631262.34	12.81
购买商品、接受劳务支付的现金	431830.29	436993.55	413185.91	-2.18
支付给职工以及为职工支付的现金	13600.79	17389.25	19499.60	19.74
支付的各项税费	15521.44	23817.91	16578.12	3.35
支付的其他与经营活动有关的现金	37640.54	19763.35	155581.38	103.31
现金流出小计	498593.05	497964.07	604845.01	10.14
经营活动产生的现金流量净额	-2591.30	38318.33	26417.33	
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	276.38	5819.64	38212.95	1075.85
取得投资收益所收到的现金	34.62	1071.83	716.40	354.92
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	3705.94	442.56	215.58	-75.88
处置子公司及其他营业单位收到的现金			1688.99	
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	4016.93	7334.03	40833.92	218.83
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	23121.17	42091.76	61574.95	63.19
投资所支付的现金	5460.89	11638.63	43969.14	183.75
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	28582.06	53730.39	105544.09	92.16
投资活动产生的现金流量净额	-24565.13	-46396.35	-64710.17	62.30
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	3720.00	7490.00	160.00	-79.26
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	104725.60	182336.65	317810.77	74.20
收到的其他与筹资活动有关的现金			20253.81	
现金流入小计	108445.60	189826.65	338224.58	76.60
偿还债务所支付的现金	77110.86	142096.67	224973.05	70.81
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	13248.84	16187.34	15162.08	6.98
支付的其他与筹资活动有关的现金			19981.57	
现金流出小计	90359.70	158284.01	260116.70	69.67
筹资活动产生的现金流量净额	18085.90	31542.64	78107.87	107.82
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-9070.52	23464.62	39815.03	

附表 5-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	14633.99	5821.70	7424.05	-28.77
加: 少数股东损益	4280.83	-445.81	1892.65	-33.51
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备	581.20	13177.32	-609.09	
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9599.96	10938.98	20687.02	46.80
无形资产摊销	604.27	1328.10	2166.21	89.34
长期待摊费用摊销	507.04	2193.74	1655.51	80.69
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	4.60	88.53	-5.39	
待摊费用减少(减:增加)	183.10	-0.72	-59.46	
预提费用增加(减:减少)	-171.24	51.35	161.39	
固定资产报废损失	634.48	717.17	1453.91	51.38
财务费用	12347.37	16046.67	15097.65	10.58
投资损失(减:收益)	-482.02	-1819.38	-494.51	1.29
递延所得税资产减少(减:借项)	38.30	-937.80	559.92	282.35
递延所得税负债增加(减:减少)	2.73	-4.96		
存货的减少(减:增加)	-17641.92	-21502.06	-54252.67	75.36
经营性应收项目的减少(减:增加)	-93134.28	44882.04	-39673.53	-34.73
经营性应付项目的增加(减:减少)	65420.28	-32216.54	70413.66	3.75
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	-2591.30	38318.33	26417.33	
二、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	61269.25	84733.87	124548.90	42.58
减: 货币资金的期初余额	70339.77	61269.25	84733.87	9.76
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	-9070.52	23464.62	39815.03	

附表 6 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.68	6.52	6.07
存货周转次数(次)	3.96	4.22	2.93
总资产周转次数(次)	0.78	0.69	0.50
现金收入比(%)	144.27	117.81	95.80
盈利能力			
主营业务利润率(%)	15.04	11.79	14.09
总资本收益率(%)	7.76	3.40	2.90
净资产收益率(%)	18.18	2.05	2.41
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	15.28	11.54	16.67
全部债务资本化比率(%)	67.39	48.11	55.10
资产负债率(%)	76.16	59.31	64.59
偿债能力			
流动比率(%)	88.35	85.97	82.15
速动比率(%)	64.65	61.63	53.53
经营现金流动负债比(%)	-0.76	9.12	4.83
全部债务/EBITDA(倍)	5.47	8.68	8.17
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	-0.03	-0.09
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.20	-0.52	-2.54

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	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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 × 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%
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 / 利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

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 + 一年内到期的长期 (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
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 景德镇市国有资产经营管理有限公司 2011 年度 8 亿元市政项目建设债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

景德镇市国有资产经营管理有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。景德镇市国有资产经营管理有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，景德镇市国有资产经营管理有限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市国有资产经营管理有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现景德镇市国有资产经营管理有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，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，联合资信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，联合资信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。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送景德镇市国有资产经营管理有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一一年一月二十一日