跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1170 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“PR景德镇/11景德镇国资债”AA^{+}的信用等级和“PR景国资/13景国资债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
PR 景德镇/11 景德镇国资债	8 亿元	2011/3/23-2018/3/23	AA+	AA+
PR 景国资/13 景国资债	12 亿元	2013/6/25-2020/6/25	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.33	48.54	71.74	68.46
资产总额(亿元)	287.94	344.61	393.66	418.22
所有者权益(亿元)	92.86	114.48	126.18	125.70
短期债务(亿元)	98.30	105.73	110.37	108.76
全部债务(亿元)	132.04	152.20	192.18	208.87
营业收入(亿元)	112.12	113.01	101.68	17.96
利润总额 (亿元)	1.94	4.95	6.41	0.21
EBITDA(亿元)	11.53	14.19	17.55	--
经营性净现金流(亿元)	-7.65	22.06	-16.65	-12.82
营业利润率(%)	14.15	16.20	14.59	15.96
净资产收益率(%)	1.13	1.79	2.77	--
资产负债率(%)	67.75	66.78	67.95	69.94
全部债务资本化比率(%)	58.71	57.07	60.37	62.43
流动比率(%)	105.48	104.78	133.20	140.49
全部债务/EBITDA(倍)	11.45	10.72	10.95	--
经营现金流动负债比(%)	-5.19	12.63	-9.49	--

注：1. 信托融资款计入“其他应付款”科目，本报告将其调整至长短期债务；融资租赁款计入“长期应付款”科目，本报告将其调至长期债务；

2. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王宇勍　章 演

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

跟踪期内，景德镇市本级财政实力有所增强，景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”）作为景德镇市国有资产经营的主体，继续得到地方政府在财政资金方面的较大支持。跟踪期内，焦炭行情低迷，公司收入略有下降，但资产规模有所上升，补贴收入增长较多。公司盈利能力弱，债务负担重，但考虑到地方政府给予 BT 项目回款、上缴收入返还等的支持及公司在景德镇市国有资产经营领域的垄断地位，公司偿债能力得到较强支撑。

“11 景德镇/11 景德镇国资债”和“13 景德镇/13 景国资债”采取分期归集、分期偿还本金的还款方式，有效地降低了集中偿付风险。同时，土地及房产抵押和担保对两期债券本金覆盖程度良好；“11 景德镇/11 景德镇国资债”和“13 景德镇/13 景国资债”设立专项偿债基金，有助于当期债券的偿还。由于 13 景德镇/13 景国资债”抵押房产过于分散，总量较大，处置价值存在不确定性，对债项信用水平提升效果有限。

综合考虑，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；并维持“11 景德镇/11 景德镇国资债” AA+的信用等级，维持“13 景德镇/13 景国资债”AA 的信用等级。

优势

1. 公司是景德镇市政府授权的国有资产管理的主体，跟踪期内得到地方政府在项目回购及资金拨付方面的大力支持。
2. “11 景德镇/11 景德镇国资债”和“13 景德镇/13 景国资债”专项偿债基金归集情况良好，政府足额拨付回购资金，实现质量好。
3. 土地及房产抵押担保对“11 景德镇/11 景德

镇国资债”覆盖程度良好。

关注

1. 公司对下属子公司的管控力度仍有改善空间。焦炭行情低迷给公司带来一定经营压力，公司盈利能力弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模增长，债务负担加重。

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）与景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与景德镇市国资运营投资控股集团有限责任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，未因景德镇市国资运营投资控股集团有限责任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资运营投资控股集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、 企业基本情况

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇国控集团”）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（以下简称“景德镇国资委”）；根据公司 2016 年 5 月 4 日出具的公告，公司名称更改为景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司。公司是景德镇市最重要的国有资产经营管理实体，截至 2016 年 3 月底公司注册资本 9.00 亿元，景德镇国资委是公司唯一股东及实际控制人。

公司经营范围：资产收购、资产处置、资产托管，股权投资、实业投资、资本运营，投资管理咨询、财务咨询、企业重组策划、代理咨询；对外担保（不含融资性担保），土地收储，城市基础设施建设，基本建设，房地产开发；基金管理（不含证券投资基金管理）；陶瓷、建材、钢材销售。

截至 2016 年 3 月底，公司本部设有 10 个职能部门：运营管理部、投资发展部、资金计划部、风险控制部、财务核算部、人力资源部组织部、总经理办公室、项目管理部、审计部纪检监察室和董事会办公室党委办公室。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 393.66 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 24.54 亿元）合计 126.18 亿元；2015 年公司实现营业收入 101.68 亿元，利润总额 6.41 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 418.22 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 24.26 亿元）合计 125.70 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 17.96 亿元，利润总额 0.21 亿元。

公司注册地址：江西省景德镇市昌江区瓷都大道 1109 号；法定代表人：吴林。

三、 宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相对于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、 区域经济及行业

1. 基础设施建设行业分析

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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**财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面

银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司为景德镇市政府国有资产管理和运营主体，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。下辖一市、一县、两区（乐平市、浮梁县、珠山区和昌江区）；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。

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。

经济概况

2015 年景德镇市全年实现地区生产总值 772.06 亿元，比上年增长 8.6%。其中，第一产业增加值 57.22 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 437.58 亿元，增长 8.9%；第三产业增加值 277.25 亿元，增长 8.8%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 7.4%，第二产业增加值占比为 56.7%，第三产业增加值占比为 35.9%。非公有制经济增加值 433.90 亿元，比上年增长 8.9%，占地区生产总值比重 56.2%。

2015 年景德镇市全年完成固定资产投资 690.88 亿元，比上年增长 11.0%。其中，民间投资 574.65 亿元，增长 14.1%，占固定资产投资的比重为 83.2%。在固定资产投资中，第一产业投资 5.15 亿元，比上年下降 21.3%；第二产业投资 487.48 亿元，增长 6.7%；第三产业投资 198.25 亿元，增长 24.7%。

总体来看，近年景德镇市区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

地方政府财力

2015年景德镇市财政总收入111.56亿元，比上年增长9.9%；一般公共预算收入90.59亿元，增长10.3%。在财政总收入中：税收收入89.28亿元，增长9.6%，税收收入占比80.0%。

2015年，景德镇市本级财力有所增长，较2014年增长12.50%，2015年为111.62亿元。2015年，景德镇市本级地方一般预算收入为22.01亿元，占比19.72%；转移支付收入71.56亿元，占比64.11%；国有土地使用权出让收入17.07亿元，占比15.29%，景德镇市本级财政收入稳定性一般。

表 1　2014～2015 年景德镇市本级财政实力（单位：万元、%）

地方财力（2015 年度）	2014 年	2015 年
（一）地方一般预算本级收入	213000	220100
1、税收收入	127000	127300
2、非税收入	86000	92800
（二）转移支付和税收返还收入	641000	715600
1、一般性转移支付收入	407800	457400
2、专项转移支付收入	206700	231500
3、税收返还收入	26500	26700
（三）国有土地使用权出让收入	131400	170700
1、国有土地使用权出让金	127500	16600
2、国有土地收益基金	3900	3900
3、农业土地开发资金	-	200
4、新增建设用地有偿使用费	-	--
（四）预算外财政专户收入	6800	9800
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**992200**	1116200

资料来源：景德镇市财政局

地方政府债务主要由直接债务及政府可能承担一定救助责任的债务以及政府负有担保责任的债务三部分构成。截至2015年底，景德镇市本级负有偿还责任的债务为79.05亿元，负有担保责任的债务10.98亿元，可能承担一定救助责任的债务47.67亿元，负有偿还责任的债务率

为70.82%。

跟踪期内，景德镇市整体财政实力有所增长，市本级政府债务水平较高。

表2　2015年景德镇市本级政府债务余额表（单位：亿元）

地方债务（截至2015年底）	金额	地方财力（2015年度）	金额
（一）政府负有偿还责任的债务	79.05	（一）地方一般预算本级收入	22.01
（二）政府负有担保责任的债务	10.98	1、税收收入	12.73
（三）政府可能承担一定救助责任的债务	47.67	2、非税收入	9.28
1、金融机构	75.15	（二）转移支付和税收返还收入	71.56
2、国际金融组织	1.4	1、一般性转移支付收入	45.74
3、外国政府	2.14	2、专项转移支付收入	23.15
4、机关	23.02	3、税收返还收入	2.67
5、融资平台公司	6.4	（三）国有土地使用权出让收入	17.07
6、公用事业单位		1、国有土地使用权出让金	16.66
7、其他单位	29.38	2、国有土地收益基金	0.39
8、个人	0.15	3、农业土地开发资金	0.02
9、不特定对象		4、新增建设用地有偿使用费	
10、国有企业（非融资平台公司）	0.02	（四）预算外财政专户收入	0.98
		地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	111.62
负有偿还责任的债务率=（政府负有偿还责任的债务÷地方综合财力）×100%=70.82%			

资料来源：景德镇财政局

五、 基础素质

1. 产权状况

公司出资人是景德镇市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”），为市政府直属特设机构，代表市政府履行出资人职责，负责监管市属国有资产。公司接受市国资委监管，依法经营授权范围内的国有资产，在授权范围内行使国有资产出资人职能，并对市国资委承担国有资产保值增值责任，跟踪期内无变化。

公司是国有独资有限责任公司，市国资委是公司的唯一出资人和实际控制人。

2. 政府支持

现金补贴

公司自身的盈利能力偏弱，景德镇市政府每年给予公司一定的财政资金补贴，包括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。2015年为10.82亿元，2016年1~3月公司累计获得财政资金补贴合计0.39亿元。

表3　公司财政补贴情况表（单位：万元）

年份	补贴金额	主要补贴相关文件
2014年	48824.60	财税[2007]92号 景府抄字[2009]8号 兰政[2009]44号 景府字[2009]77号 景府办抄字[2012]403号 景高新办抄字[2013]19号 景府办抄字[2013]317号
2015年	108221.07	兰政【2009】44号 景府办抄字【2009】8号 预算拨款申请单省级追加文号（赣财建指[2012]141号和赣财建指[2013]237号） 景府字【2009】77号 景高新办抄字【2014】36号 景府办抄【2014】65号 景公交字【2014】23号
2016年1~3月	3855.70	景府办抄字【2009】8号 景府字【2009】77号 兰政【2009】44号 景公交字【2014】23号

资料来源：根据公司审计报告编制

回购安排

2011年，公司发行“11景德镇/11景德镇国

资债”，募投项目为江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程，根据景府字[2009]68 号文件规定，景德镇市人民政府同意募投项目形成的应收账款作为公司“11 景德镇/11 景德镇国资债”的还款来源。该工程代建投资款为 13.27 亿元，双方约定在代建投资额之外，每年加计投资利息支付公司回购项目建设资金本息总额 24.20 亿元，从 2010 年开始分 10 年回款。

表 4 “11 景德镇/11 景德镇国资债”回购计划表

（单位：亿元）

支付时间	当期归集金额
2010 年	0.80
2011 年	0.80
2012 年	0.80
2013 年	0.80
2014 年	3.00
2015 年	3.00
2016 年	5.00
2017 年	5.00
2018 年	2.50
2019 年	2.50
总额	24.20

资料来源：公司提供

“13景德镇/13景国资债”募投项目为西瓜洲地段棚户区改造项目、中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目，景德镇市人民政府与公司就募投项目签署了《委托实施政府保障性住房集中建设项目及回购框架协议书》，项目完工后由景德镇市人民政府按协议分8年支付项目回购资金总额25.50亿元。募投项目概算总投资额22.87亿元。

表 5 “13 景德镇/13 景国资债”回购计划表

（单位：亿元）

支付时间	当期归集金额
2013 年	2.00
2014 年	2.00
2015 年	4.00
2016 年	4.00
2017 年	4.00
2018 年	4.00
2019 年	4.00
2020 年	1.50
总额	25.50

资料来源：公司提供

2014年“11景德镇/11景德镇国资债”和“13景德镇/13景国资债”分别获得回购资金3.41亿元和2.90亿元，2015年“11景德镇/11景德镇国资债”和“13景德镇/13景国资债”分别获得回购资金3.04亿元和4.28亿元，募投项目总共从政府获得项目回购资金7.32亿元，计入“长期应收款”资金足额到位。

政府与公司签订的回购协议，为公司债券的偿还提供了稳定的资金来源保障。

上缴收入返还

为支持地方企业发展，根据景府办抄字[2010]109号文，景德镇市将公司上缴的部分收入返还公司，计入公司资本公积，进一步充实了公司的资本实力，2015年公司资本公积增加了3.11亿元。

六、 管理分析

根据公司 2016 年 5 月 4 日出具的公告，公司名称更改为景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司，公司以资本公积转增注册资本的方式将注册资本由 9 亿元增至 62 亿元。公司在经营范围、公司高管以及法人治理结构方面发生了重大变化。

经营范围

公司经营范围新增投资管理咨询以及陶瓷、建材、钢材销售。

公司高管

公司总经理由吴林变更为陈望贤，陈望贤 1964 年 11 月生，汉族，本科学历，中共党员。曾任江西德兴铜矿技术员、市房屋建设开发公司技术员、经理助理、市房屋建设开发公司副经理；市房屋建设开发公司副经理、副书记，市房屋建设开发公司经理、副书记；市房屋建设开发公司经理、书记、市房管局住房置业担保中心主任，市焦化工业集团任党委委员、纪委书记、市房管局住房置业担保中心主任、市焦化工业集团任党委委员、纪委书记。现任公司总经理。

法人治理结构

公司新设立党委，董事长兼任党委书记。公司党委由 7 名委员组成，其中书记 1 名，副书记 1 名，纪委书记 1 名。根据工作需要和党员人数，批准所属企业设立基层党组织，基层委员会应由党员大会或党员代表大会选举产生。公司党委参与企业重大问题决策，支持董事会、监事会和经理层依法行使职权。

七、 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。2015 年，公司主营业务收入以商品销售收入为主，其次为处置不良债权收入等，主营业务收入总额为 95.62 亿元，较上年略有下降，主要系商品销售收入和处置不良债权收入下降所致。2016 年 1~3 月收入构成较 2015 年变化不大。

从毛利率来看，跟踪期内公司商品销售业务及住宿餐饮变化不大；公共交通业务由于为公用事业，仍然处于亏损态势。装卸运输业务由于销售收入减少，管理成本较高，导致 2015 年毛利率较 2014 年有所下降；合同能源业务由于行业不景气导致销售下滑，毛利率有所下降。2016 年第一季度由于运输装卸部分收入为年底结转，导致收入偏低。综上所述，公司跟踪期内毛利率为 15.36%，较上年有所下降，2016 年 1~3 月毛利率为 19.46%，较 2015 年有所增长。

表 6 公司主营业务收入成本构成（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品销售	1017522.99	92.09	13.30	918392.30	96.04	14.64	154931.21	88.33	14.18
住宿餐饮	8108.96	0.73	75.24	7854.51	0.82	72.95	1678.44	0.96	77.36
公共交通	4991.83	0.45	-63.52	4593.77	0.48	-37.83	-	--	--
装卸运输	3044.48	0.28	13.42	4795.20	0.51	6.05	2954.34	1.68	-3.81
合同能源	2856.54	0.26	26.61	2664.47	0.28	12.31	299.47	0.17	24.87
处置不良债权	67419.43	6.10	80.78	16466.95	1.72	43.49	10751.65	6.13	
其他	948.09	0.09	31.96	1450.11	0.15	45.49	4777.43	2.72	3.96
合计	**1104892.32**	**100.00**	**17.58**	**956217.31**	**100.00**	**15.36**	**175392.54**	**100.00**	**19.46**

资料来源：根据公司审计报告编制，2015 年 1~3 月数据由公司提供。

1. 煤化工及相关多元化产业（商品销售）

（1） 煤化工

景德镇市焦化工业集团有限责任公司（以下简称“焦化集团”）煤化工产品包括焦炭、煤气及精制产品。截至 2016 年 3 月底，焦化集团煤化工产业拥有 6 座焦炉，年产焦炭 180.97 万吨，年外供煤气 134 亿立方米，较 2015 年略有下降。

从销售单价来看，2015年受行业持续低迷影响，焦炭价格持续下跌至815.85元/吨，2016年3月底，焦炭价格下降至651.06元/吨。

跟踪期内，随着公司焦炭价格的下降，焦炭销售收入较去年有所减少。

表 7 2013~2016 年 3 月焦化集团焦炭销售情况表

年份	销量（万吨）	销售单价（元/吨）	销售收入（万元）
2013 年	189.44	1254.44	237641.37
2014 年	192.79	1025.14	197640.18
2015 年	177.34	815.85	144684.29
2016 年 1~3 月	31.30	651.06	20376.61

资料来源：公司提供

（2） 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，产量位居全国第一、世界第四。黑猫股份跟踪期内炭黑销售情况见下表。2015 年，炭黑销售收入有所下降，为 40.83 亿元。除此以外，2016 年 1~3 月黑猫股份炭黑还有其炭黑附属产品销售约 7.43 亿元。

表 8　2013~2016 年 3 月炭黑销售情况表

年份	销量（万吨）	销售单价	销售收入
2013 年	92.68	5262.78	487741.00
2014 年	100.30	5259.12	527469.90
2015 年	101.25	4032.89	408314.70
2016 年 1~3 月	22.89	3243.94	74253.82

资料来源：公司提供

（3） 城市燃气行业

公司城市供气业务主要由其全资子公司焦化集团及参股公司景德镇华润燃气有限公司（持股比例为35%）负责。焦化集团利用其煤化工一体化发展的优势，将生产的煤气供应给景德镇华润燃气有限公司，由景德镇华润燃气有限公司通过管道直接供应给景德镇市居民使用。公司在景德镇市居民燃气市场中处于垄断地位，2014年焦化集团煤气销量达到2.7亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入--商品销售）2.67亿元。2015年焦化集团销量达到2.40亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入--商品销售）2.29亿元。2016年1～3月焦化集团销量达到0.96亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入--商品销售）0.81亿元。

（4）复合肥

焦化集团复合肥产品主要江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）生产，在江西省市场份额第一，产量第二。截至 2016 年 3 月底，开门子肥业集团在景德镇、湖南、河南、河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为 28 万吨、25 万吨、35 万吨和 50 万吨；在贵州拥有一个磷石矿基地，可有效满足现有三个复合肥生产基地所需的原料磷肥。此外，开门子肥业拥有铁路专用线，能在一定程度上降低产品成本。2015 年，复合肥销售收入基本保持稳定，为 14.90 亿元，较上年略有上升。

表 9　2013~2016 年 3 月复合肥销售情况

年份	销量(万吨)	销售收入(万元)
2013 年	60.74	124031.37
2014 年	67.97	127647.18
2015 年	75.43	148954.36
2016 年 1~3 月	21.42	35416.15

资料来源：公司提供。

2. 公用事业

（1）城市公交

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 万元，下属 6 个营运分公司及 4 个修理厂，拥有 5 个停车场。

下表反映公交公司跟踪期内的运营情况，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，毛利率持续为负。2015 年由于车辆老化报废导致运营车辆减少。

表 10　2013～2016 年 3 月公交公司运营情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
营运车辆（辆）	395	374	291	--
营运里程(万公里)	3043	3030	2602	--
营运路线（条）	37	37	40	--

资料来源：公司提供。

表 11　2013～2016 年 3 月公交公司获得政府补贴情况

（单位：万元）

补贴种类	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
国家直补	2750	1971.87	3427.83	--
市临时性补助	300	392.5	1600.00	--
老年卡补助	40	40	--	--
其他	--	10.41	20.00	--

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。跟踪期内，公交公司获得的政府补助如下表所示。2016 年公交

公司进行改制，该板块无收入，改制方案未定，该板块未来收入具有不确定性。

（2） BT项目

公司BT项目主要为棚户区改造项目，项目资金来源主要为借款、发债募集的资金及公司自有资金。由于公司BT项目有详细的还款安排，回款较有保障，但在项目前期，受资金拨付进度影响，公司仍需先垫付大量的项目款。

公司BT项目支出计入长期应收款，获得回款后直接将其冲减。截至2015年底，公司长期应收款中余额12.40亿元，即公司项目支出资金中未获得回款部分。公司收到与支出的建设资金计入其他与经营活动有关的现金中，项目2010～2015年分别回款0.64亿元、1.23亿元、1.80亿元、3.25亿元、6.31亿元和7.32亿元。2016年1~3月公司收到项目回款合计0.12亿元。

公司 BT 项目详细情况见上文政府支持—回购安排部分。

（3） 国有资产经营管理

公司受政府委托管理国有企业和经营性资产，通过自身经营、以市场化方式处置产权等方式，获得收入，盘活存量资产，确保国有资产保值增值。公司收购资产管理公司的坏账资产包，并处置破产企业的相关债务，处置资产并安置职工。2015 年，公司处置不良债权实现收入 1.65 亿元。未完成职工安置及债权处置的部分与成本之差，公司将其计入专项应付款，因此该业务经营成本在损益表中未体现。截至 2015 年底，公司专项应付款中该部分余额分别为 6.49 亿元，坏账资产包已全部纳入表内。

3. 未来发展

公司在建拟建项目主要为 2015 年建设项目为景东大道（二期）工程建设，总投资额为 1.30 亿元，截至 2016 年 3 月底已投 9620.00 万元，剩余投资额 0.34 亿元；建设赣东北综合物流园（一期），总投资 16.00 亿元，截至 2016 年 3 月底已投 3.66 亿元，剩余投资额 12.34 亿元；西瓜洲地段棚户区改造项目和中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目，总投资 22.87 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 8.19 亿元，剩余投资额 14.68 亿元。

2015 年，公司结合中央深化改革，提高国有资产营运质量和效率，从国有资产的管理向国有资产的运营转化，成立国资运营集团，成为景德镇唯一的国有资本运营机构。同时，经营范围有所增加，未来公司将以投资控股的形式拓宽投资领域，预期公司营业收入以及盈利能力有所改善。

八、 募集资金使用情况及偿债保障措施

“11景德镇/11景德镇国资债”8.00亿元人民币，其中6.50亿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1.50亿元用于补充公司营运资金。募投项目概算总投资额13.27亿元，截至2016年3月底，募集资金已全部使用，完成建设保障房4000套。

“13景德镇/13景国资债”总发行额度12亿元人民币，用于西瓜洲地段棚户区改造项目和中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目。募投项目概算总投资额22.87亿元。截至2016年3月底，募集资金已全部使用，完成保障性住房4414套。

总体看，募投项目工程进展顺利。

九、 财务分析

公司提供了 2015 年度财务合并报表，由大信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。公司提供的 2016 年一季度财务报表未经审计。

2015 年公司新纳入合并财务报表范围的子公司有三家。分别为景德镇市国信资产管理有限公司、景德镇市高新惠农建设有限公司和景德镇市高新高新建设开发有限公司，截至 2015 年底净资产分别为 0.50 亿元、3.63 亿元和 2.11 亿元；另外不再将景德镇陶瓷交易所有限公司纳入合并范围。新增子公司规模较小，公

司财务数据具有可比性。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 393.66 亿元，负债总额 267.47 亿元，所有者权益合计 126.18 亿元；2015 年公司实现营业收入 101.68 亿元，利润总额 6.41 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 418.22 亿元，负债总额 292.52 亿元，所有者权益合计 125.70 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 17.96 亿元，利润总额 0.21 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模略有下降，2015 年全年公司实现营业收入 101.68 亿元，较 2014 年下降 10.03%；其中商品销售收入 91.84 亿元，占营业收入的 90.32%，另有公共交通、运输装卸和处置不良债权等收入。2015 年，公司营业利润率为 14.59%，较上年的 16.20%下降 1.61 个百分点。

2015 年公司期间费用为 17.15 亿元，较上年增长 24.76%，主要系管理费用的增长。期间费用占营业收入之比由 2014 年的 0.12 上升到 2015 年的 0.17。扣除各项期间费用后公司实现营业利润-3.69 亿元。

补贴收入是公司利润的重要来源。2015 年公司获得财政补贴收入总额为 10.82 亿元，较 2014 年大幅增长。公司补贴收入主要为增值税免税收入补贴、契税返还补贴（仅 2012 年与 2014 年上半年有，不具有持续性）、燃料油补贴款等。从主要盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率有所上升，2015 底分别为 2.38%和 2.77%，较 2014 年的 2.24%和 1.79%有所上升。

2016 年 1~3 月公司收入合计 17.96 亿元，为 2015 年全年的 17.66%，商品销售收入仍为公司最主要的收入来源。当期公司营业利润率为 15.96%，较 2015 年上升 1.37 个百分点。

整体来看，跟踪期内，营业收入略有下降，公司利润水平较低。补贴收入是公司利润的重要来源。总体来看，公司盈利能力较弱。

2. 现金流分析

经营活动方面，公司经营活动现金流量以商品销售所形成的现金流为主，伴随着收入规模的提升，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐步提升，2015 年为 103.37 亿元，基本来自于焦化集团，2015 年现金收入比为 101.66%，较 2014 年小幅下降，公司收入实现质量较好。公司收到的其它与经营活动有关的现金主要反映为焦化集团往来款项、补贴款等，2015 年为 13.26 亿元。公司购买商品、接受劳务支付的现金有所增加，2015 年为 97.11 亿元。公司支付的其他与经营活动有关的现金有所增长，2015 年为 23.31 亿元。2014~2015 年，公司经营活动产生现金流量净额分别为 22.06 亿元和 -16.65 亿元，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

投资活动方面，公司投资活动现金流入较少，以流出为主。2014~2015 年，投资活动产生的现金流入有所增加，分别为 1.31 亿元和 12.87 亿元，增长主要系新增收回投资收到的现金 11.35 亿元。2014~2015 年，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呈下降趋势，分别为 11.26 亿元和 14.37 亿元。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-11.65 亿元和-13.36 亿元，均为负值。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入以借款所收到的现金为主，2015 年公司取得借款收到现金 139.85 亿元。公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主，为 98.28 亿元。筹资活动产生的现金净额为 44.40 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入合计 33.17 亿元，其中大部分为销售商品、提供劳务收到的现金（19.46 亿元）；同期公司经营活动现金流出合计 45.99 亿元，其中 22.13 亿元为购买商品、接受劳务支付的现金，支付其他与经营活动有关的现金 22.72 亿元。当期公司经营活动现金流净额合计-12.82 亿元。2016 年 1~3 月公司投资活动现金流入合计 0.20 亿元，投资活动现金流出合计 3.99 亿元，投资

活动产生的现金流量净额-3.79 亿元。2016 年 1~3 月公司筹资活动现金流入合计 35.13 亿元，其中 69.66%为取得借款收到的现金，7.71 亿元为吸收投资收到的现金；当期公司筹资活动现金流出合计 17.60 亿元，其中 83.30%为偿还债务支付的现金，筹资活动产生的现金流量净额为 17.53 亿元。

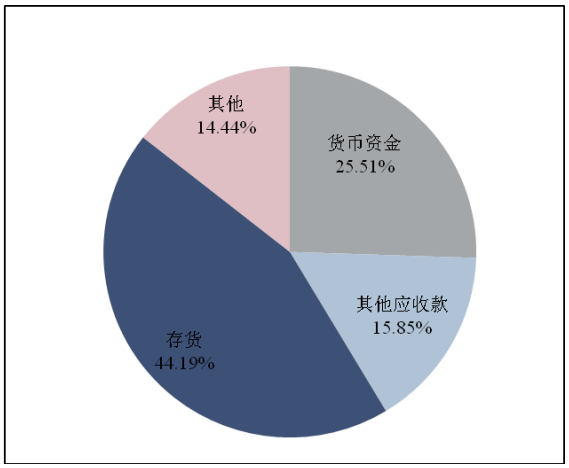
整体来看，受购买商品、接受劳务支付的现金不稳定影响，公司经营流量净额波动较大，但总体来看，2015 年公司经营活动所产生的净现金流无法覆盖大规模的支出，公司融资压力较大。

3. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模呈快速增长趋势，同比增长 14.23%，主要系货币资金、应收票据、存货和其他非流动资产的增长所致。从资产结构来看，2015 年公司资产结构变动不大，截至 2015 年底，公司流动资产和非流动资产分别占 59.34%和 40.66%。

流动资产

图1 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告编制。

2015 年公司流动资产较 2014 年增长 27.61%，主要来源于货币现金、应收票据和存货的大幅增长。截至 2015 年底，公司流动资产为 233.59 亿元，主要构成科目为存货、货币资金和其它应收款。

2015 年，公司货币资金较 2014 年增长了 47.71%，2015 年底达到 59.60 亿元，其中，其他货币资金 23.53 亿元，为焦化集团和黑猫炭黑的银行承兑汇票保证金，受限比率高。

2015 年，公司应收票据较 2014 年增长 51.14%，2015 年底余额 11.42 亿元，其中银行承兑汇票 9.96 亿元、商业承兑汇票 1.14 亿元、国内信用证 0.32 亿元。

2015 年，公司应收账款较 2014 年下降 23.13%，2015 年底账款净值合计 11.42 亿元，主要为焦化集团应收账款。从账龄结构来看，账龄在 1 年以内的应收账款占 82.84%，未计提坏账准备；账龄在 1~2 年内的应收账款占 5.30%，坏账计提比例为 10%；账龄在 2~3 年内占比 1.04%，坏账计提比例为 20%；账龄在 3～4 年的占比 0.90 亿元，坏账计提比例为 50%；账龄在 4～5 年的占比 0.52%，坏账计提比例为 50%；占比 5 年以上的应收账款占 8.18%，5 年以上的占比 9.48%，计提比例为 100%。公司为应收账款计提坏账准备 1.45 亿元，坏账准备计提较为充足。

表12 2015年底公司应收账款前五名主要情况

（单位：亿元）

债务人名称	欠款金额	年限	占应收账款比例
印尼佳通（PT.GAJAN.TUNGGAL TBK）	0.79	1 年以内	5.86
山东玲珑轮胎股份有限公司	0.47	1 年以内	3.46
贵州轮胎股份有限公司	0.40	1 年以内	2.91
风神轮胎股份有限公司	0.36	1 年以内	2.66
湘潭钢铁集团有限公司	0.35	1 年以内	2.58
合计	**2.37**	--	**17.47**

资料来源：根据审计报告编制

2015 年公司预付款项较 2014 年下降 15.19%，截至 2015 年底为 3.94 亿元，主要为焦化集团预付原材料采购款等。账龄在 1 年以内的预付款项占 63.02%，账龄在 1~3 年内的预付款项占 13.68%，账龄在 3 年以上的预付款项占 23.31%。

2015 年，公司其他应收款系公司与政府部门往来款，较 2014 年增长 19.16%，2015 年底

账面净值 37.03 亿元，公司计提坏账准备 4.49 亿元。从账龄看，1 年以内的其他应收款占 70.62%，1~2 年的其他应收款占 7.44%，2~5 年占比 17.39%，5 年以上占比 4.55%。账龄较长，前五名欠款单位占比 50.83%，集中度一般。考虑到公司其他应收款欠款客户多为政府单位及国有大型企业，回款风险较小。

表13　2015年底公司其他应收款前五名欠款单位情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额（亿元）	账龄	占比	款项性质
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	9.69	1 年以内	21.58	往来款
景德镇市城市建设开发投资有限责任公司	4.62	1 年以内	10.28	往来款
景德镇市财政局	4.43	1 年以内	9.86	往来款
新区办拆迁资金专户	2.71	2-4 年	6.04	往来款
景德镇市老城区保护利用工程推进工作领导小组办公室	1.37	1-4 年	3.06	往来款
合计	**22.82**	--	**50.83**	--

资料来源：根据公司审计报告编制

2015 年，随着公司业务规模扩张，公司存货规模有所扩大，同比增长 31.67%，2015 年底存货净值合计 103.23 亿元，主要是子公司房地产公司的开发成本和收储土地。截至 2015 年底，公司收储土地 33.79 亿元，主要系改制企业的抵债资产（抵债土地使用权等）及根据景府办抄字[2011]319 号及景府抄字[2011]312 号新增确权的 93 宗土地，变现能力受房地产行业波动影响大。

非流动资产

2015 年，公司非流动资产同比下降 0.93%，主要来源于长期应收款和无形资产的减少。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 160.06 亿元，主要体现为固定资产、长期应收款、无形资产、投资性房地产和其他非流动资产。

2015 年底，公司长期应收款合计 12.40 亿元，主要系公司两支企业债券募投项目的 BT 项目款。

2015 年，公司长期股权投资同比下降 73.88%，主要系处置江西银行景德镇分行股权；长期股权投资账面价值 1.36 亿元，投资领域主要为煤化工、陶瓷、物业和房地产等。

2015 年公司投资性房地产基本保持稳定，截至 2015 年底公司投资性房地产 21.90 亿元，主要为子公司开发的商业楼盘。

2015 年，公司固定资产 79.89 亿元，较 2014 年下降 0.41%，其中 52.44 亿元为房屋建筑物、25.27 亿元为机器设备。

2015 年，公司在建工程较 2014 年同比增长 41.51%。截至 2015 年底，公司在建工程账面价值 8.82 亿元，主要系煤化工相关升级改造等工程。

2015 年，公司无形资产较 2014 年下降 25.04%，截至 2015 年底，公司无形资产 14.30 亿元，土地使用权占公司无形资产的 97.41%。

2015 年，公司其他非流动资产 10.80 亿元，同比增长 44.77%，其中 4.43 亿元系公司以土地资产投入江西省陶瓷工业公司，由于江西省陶瓷工业公司未进行公司制改制，目前所投入土地资产暂列资本公积，因此公司年初进行会计科目调整，从长期股权投资转入非流动资产。其他为系预付土地款、预付工程款以及预缴契税等。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总计 418.22 亿元，较上年底增长 6.24%。从结构来看，流动资产占比 61.30%，非流动资产占 38.70%，较 2015 年底流动资产比例增长。截至 2016 年 3 月底公司流动资产合计 256.37 亿元，较上年底增长 9.75%，主要是应收账款和其他应收款的增加所致。截至 2016 年 3 月底公司应收账款合计 15.79 亿元，较上年底增长 31.69%；同期存货合计 106.63 亿元，较上年底增长 3.29%，其他应收款合计 53.35 亿元，同比增长 44.05%。截至 2016 年 3 月底公司非流动资产合计 161.85 亿元，较上年底增长 1.11%。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模增长速度快；从构成来看，公司资产以存货和固定资产为主，存货中土地较多，变现能力受房地

产行业波动及政策影响大，固定资产主要体现为房产建筑物。总体来看，公司资产质量一般。

4. 负债及所有者权益

2015 年，公司所有者权益同比增长 10.22%，主要体现为少数股东权益的增长。截至 2015 年底，公司所有者权益 126.18 亿元，其中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 7.13%、73.37%、-1.94%和 19.45%。公司未分配利润有所减少主要系上缴国有资本。截至 2015 年底，公司资本公积 92.57 亿元，较上年同期增加 3.48%，主要是子公司景德镇合盛光电产业投资有限公司接受景德镇市高新技术产业开发区注入资金，公司根据持股比例享有 3.64 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 125.70 亿元，较上年底下降 0.38%，主要是少数股东权益所致。截至 2016 年 3 月底公司少数股东权益 24.26 亿元，较上年底增长 1.14%，

综合看，公司所有者权益以资本公积为主，公司所有者权益较稳定。

跟踪期内，随着公司业务的扩大，公司负债规模同比增长 16.23%。截至 2015 年底，公司负债合计 267.47 亿元，其中流动负债占 65.57%，非流动负债占 34.43%，流动负债占比下降。

2015 年公司流动负债规模略有增长，同比增长 0.38%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 175.37 亿元，从流动负债结构来看，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成。

跟踪期内，公司短期借款同比增长 19.13%。截至 2015 年底，公司短期借款为 55.13 亿元。

截至 2015 年底，公司应付票据合计 48.45 亿元，同比下降 4.46%，大部分为焦化集团银行承兑汇票。

公司其他应付款主要是公司与政府部门及客户间的往来和借款，跟踪期同比增长 8.17%。截至 2015 年底，公司其他应付款合计 30.08 亿元。

表 14 2015 年底公司其他应付款主要情况

（单位：亿元）

债权人名称	欠款金额	性质或内容
景德镇市土地储备中心	12.23	借款
景德镇市老城区保护利用工程推进工作领导小组办公室	2.60	往来款
景德镇市财政局	2.24	往来款
浮梁县国有资产投资管理有限公司	1.73	土地款
景德镇市高新区财政局	1.46	借款
景德镇市金阳凯旋房地产开发有限公司	0.54	履约保证金
合计	**20.80**	--

资料来源：根据公司审计报告编制。

2015 年，公司非流动负债同比增长 66.16%。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 92.10 亿元，主要为长期借款和应付债券。

2015 年，公司长期借款合计 38.99 亿元，同比增长 91.76%，其中质押借款占比 24.37%，抵押借款占比 51.09%。

2015 年，公司应付债券合计为 42.83 亿元，为公司 2011 年和 2013 年发行的企业债券，以及 2014 年、2015 年（两期）和 2016 年发行的中票。

从有息债务来看，截至 2015 年底，公司全部债务 152.20 亿元，其中短期债务 192.18 亿元，长期债务 81.82 亿元。从债务指标来看，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均有所增长，分别为 67.95%、60.37%和 39.34%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 292.52 亿元，较上年底增长 9.36%，主要是长期借款、其他应付款增长所致。从结构来看，流动负债占比 62.38%，非流动负债占比 37.72%，较上年底流动负债占比下降。截至 2016 年 3 月底公司全部债务合计 208.87 亿元，较上年底增长 8.68%，其中短期债务占比合计 52.07%，长期债务占比合计 47.93%。截至 2016 年 3 月底公司债务负担略有上升，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2015 年底略有上升，分别为 69.94%、62.43%和

44.33%。

总体来看，跟踪期内，公司债务负担有所加重。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015 年公司流动比率和速动比率有所增长，为 133.20%和 74.33%；2016 年 3 月底公司流动比率与速动比率均有所上升，分别为 140.49%和 82.06%。2015 年公司经营现金流动负债比由正转负，2015 年为-14.05%，由于公司短期债务规模大，公司存在短期支付压力。

从长期偿债指标看，2015 年，公司全部债务/EBITDA 有所上升，为 10.95 倍，长期债务压力仍较大。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有增大趋势，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及稳定的 BT 回款，进而对公司偿债能力形成支撑。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 153.28 亿元，已使用 100.31 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保余额 2.25 亿元，担保比率 1.79%，为对陕西黑猫焦化股份有限公司的 2.00 亿元担保，以及景德镇市政工程管理处的 2500.00 万元担保，被担保企业运营正常。总体来看，公司对外担保总额较小，担保比率低，或有负债风险相对较低。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2016 年 6 月 6 日，公司无已结清及未结清的不良信贷。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及景德镇市区域及财力状况、景德镇市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、 对已发行债券额保障能力分析

1. 续存期债券偿还能力

公司分别于 2011 年和 2013 年发行 8 亿元和 12 亿元企业债券，其中“11 景德镇/11 景德镇国资债”在存续期 5、6、7 年末按照发行总额 25%、25%和 50%偿还债券本金，“13 景德镇/13 景国资债”在存续期 3、4、5、6、7 年末分别按照 20%、20%、20%、20%和 20%偿还本金，两期债券偿还高峰期出现在 2018 年，当年共需偿还 6.4 亿元。2014~2015 年，公司经营活动现金流入量是两期债券偿还高峰期本金的 20.82 倍和 18.37 倍。2014~2015 年公司 EBITDA 为 6.4 亿元的 2.22 倍和 2.74 倍。但考虑到公司经营活动现金流入量和 EBITDA 基本系焦化集团，公司对应付债券的保障能力一般。

2. 土地使用权及房产所有权抵押担保

（1）11景德镇/11景德镇国资债

“11景德镇/11景德镇国资债”以公司持有的土地使用权（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）提供抵押担保。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。

根据江西省地源评估咨询有限责任公司出具的赣地源[景房估]字（2016）第0501号评估报告，公司拥有抵押房地产（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）在2016年5月19日评估时点的市场价值总计4.84亿元，有效期为一年。

根据江西省地源评估咨询有限责任公司出具的赣地源[2016]（景土估）字第0501号，评估时点为2016年5月19日（有效期一年），公司用于“11景德镇/11景德镇国资债”抵押土地使用权评估价值8.09亿元。

“11景德镇/11景德镇国资债”抵押资产总价值为12.92亿元，为“11景德镇/11景德镇国资

债”剩余本金6.00亿元的2.15倍，覆盖程度良好。

（2）13景德镇/13景国资债

“13景德镇/13景国资债”以119处房产和5宗土地使用权提供担保，根据江西省地源评估咨询有限责任公司出具的赣地源[景房估]字（2016）第0502号，和赣地源[2016]（景土估）字第0502号，房产总价19.21亿元，土地总价5.13亿元，有效期为一年。

本期债券提供抵押担保的资产中的119处房屋所有权，抵押房产过于分散，对未来可能的抵押物处置造成不利影响。公司抵押房产总量较大，如公司集中处置价值19.21亿元的房产，处置获得的资金可能由于其对区域房地产市场的冲击而远低于评估值。

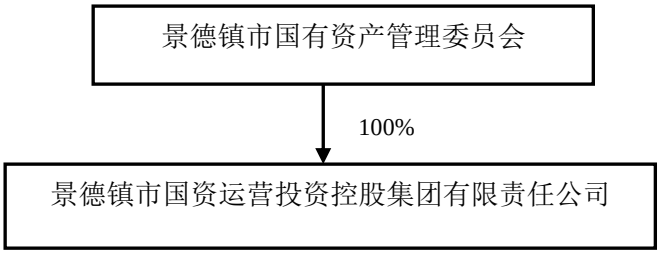
“13景德镇/13景国资债”抵押资产总价值24.34亿元，为“13景德镇/13景国资债”剩余本金9.60亿元的2.54倍，高于警戒线（2.00倍），覆盖程度良好。

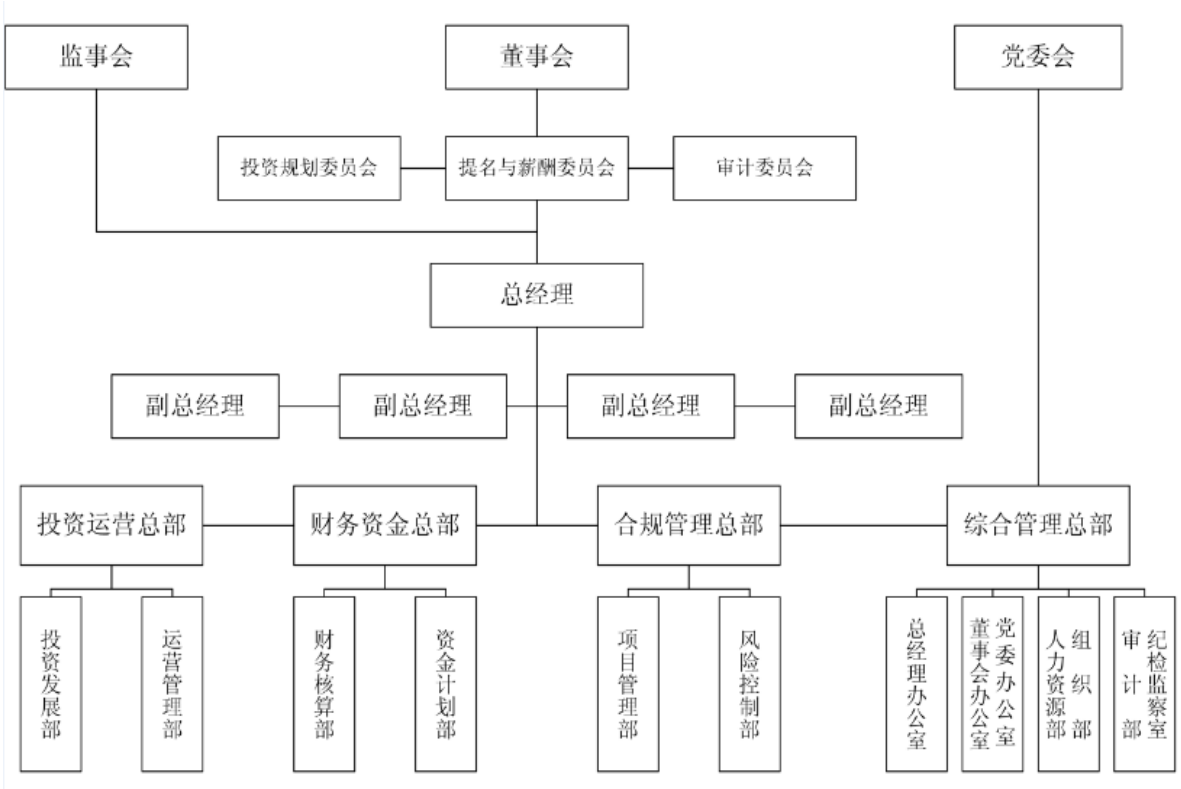
联合资信认为，本期债券土地及房产覆盖程度较好，但由于房产过于分散，总量较大，处置价值存在不确定性，抵押增级效果有限。

十一、 综合评价

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，对公司的评级展望为稳定，并维持“11景德镇/11景德镇国资债”的信用等级为AA^+，维持“13景德镇/13景国资债”AA的信用等级。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.33	48.54	71.74	68.46
资产总额(亿元)	287.94	344.61	393.66	418.22
所有者权益(亿元)	92.86	114.48	126.18	125.70
短期债务(亿元)	98.30	105.73	110.37	108.76
长期债务(亿元)	33.74	46.47	81.82	100.11
全部债务(亿元)	132.04	152.20	192.18	208.87
营业收入(亿元)	112.12	113.01	101.68	17.96
利润总额(亿元)	1.94	4.95	6.41	0.21
EBITDA(亿元)	11.53	14.19	17.55	--
经营性净现金流(亿元)	-7.65	22.06	-16.65	-12.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.77	4.29	4.37	--
存货周转次数(次)	1.50	1.28	0.94	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.36	0.28	--
现金收入比(%)	103.36	104.80	101.66	108.34
营业利润率(%)	14.15	16.20	14.59	15.96
总资本收益率(%)	2.04	2.23	2.38	--
净资产收益率(%)	1.13	1.79	2.77	--
长期债务资本化比率(%)	26.65	28.87	39.34	44.33
全部债务资本化比率(%)	58.71	57.07	60.37	62.43
资产负债率(%)	67.75	66.78	67.95	69.94
流动比率(%)	105.48	104.78	133.20	140.49
速动比率(%)	60.46	59.90	74.33	82.06
经营现金流动负债比(%)	-5.19	12.63	-9.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.45	10.72	10.95	--

注：1. 信托融资款计入“其他应付款”科目，本报告将其调整至长短期债务；融资租赁款计入“长期应付款”科目，本报告将其调至长期债务；

2. 2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　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	（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	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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+一年内到期的长期负债+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

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4　中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行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》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。