信用等级公告

联合[2018] 1220 号

联合资信评估有限公司通过对景德镇市国资运营投资控股集团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，并维持“13 景国资债/PR 景国资”、“14 景国资 MTN001”、“15 景国资 MTN001”、“15 景国资 MTN002”、“16 景国资 MTN001”、“16 景国资 MTN002”、“17 景国资 MTN001”、“17 景国资 MTN002”、“18 景国资 MTN001” 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

二零一八年六月二十二日

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.lhratings.com

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
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

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 景国资债/PR 景国资	7.2 亿元	2020/06/25	AA	AA
14 景国资 MTN001	5 亿元	2019/07/24	AA	AA
15 景国资 MTN001	5 亿元	2020/04/24	AA	AA
15 景国资 MTN002	8 亿元	2020/10/26	AA	AA
16 景国资 MTN001	2.5 亿元	2021/01/20	AA	AA
16 景国资 MTN002	4.3 亿元	2021/08/29	AA	AA
17 景国资 MTN001	2 亿元	2022/07/10	AA	AA
17 景国资 MTN002	10 亿元	2022/10/19	AA	AA
18 景国资 MTN001	8 亿元	2021/04/13[1]	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	71.74	66.34	70.96	70.49
资产总额(亿元)	393.66	440.77	455.69	465.74
所有者权益合计(亿元)	126.18	127.00	137.40	138.62
短期债务(亿元)	110.37	109.01	129.01	131.83
调整后短期债务(亿元)	122.37	125.01	129.01	131.83
长期债务(亿元)	81.82	114.24	108.90	111.03
调整后长期债务(亿元)	82.22	122.53	125.39	127.24
全部债务(亿元)	192.18	223.25	237.91	242.86
调整后全部债务(亿元)	204.59	247.54	254.40	259.07
营业收入(亿元)	101.68	100.52	141.96	30.27
利润总额(亿元)	6.41	4.84	10.28	1.16
EBITDA(亿元)	17.55	15.70	22.03	--
经营性净现金流(亿元)	-16.65	-16.38	5.79	12.15
营业利润率(%)	14.59	17.80	16.36	14.53
净资产收益率(%)	2.77	2.57	5.87	--
资产负债率(%)	67.95	71.19	69.85	70.24
全部债务资本化比率(%)	60.37	63.74	63.39	63.66
流动比率(%)	133.20	139.02	130.75	128.74
经营现金流动负债比(%)	-9.49	-9.01	3.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.95	14.22	10.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	2.07	2.93	--

注：1、2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2.调整后短期债务=短期债务+其他应付款中有息债务+其他流动负债中有息债务；3.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；4.调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务。

[1] “18 景国资 MTN001”期限为 5（3+2）年，上表假设该债项于第 3 年兑付。

评级观点

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”）作为景德镇最重要的国有资本综合性管理主体，主要从事景德镇市公用事业和国有资产的经营管理。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作为景德镇市政府的国有独资公司，定位为景德镇市国有资产整合重组和国有资本运营管理的重要平台，在国有资产运营管理、区域地位、政府支持等方面具备的综合优势。跟踪期内，公司营业收入和利润总额均有较大幅度增长。同时，联合资信也关注到原材料价格上涨对公司盈利能力产生一定影响、有息债务规模增长、经营活动现金流净额受往来款影响较大、整体盈利能力偏弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司控股子公司和重点参股企业业务主要集中在煤化工、房地产和城市公用事业领域，业务板块多元化，综合抗风险能力强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“13 景国资债/PR 景国资”、“14 景国资 MTN001”、“15 景国资 MTN001”、“15 景国资 MTN002”、“16 景国资 MTN001”、“16 景国资 MTN002”、“17 景国资 MTN001”、“17 景国资 MTN002”、“18 景国资 MTN001”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内，公司炭黑生产经营规模较大，品牌知名度较高，随着炭黑行业去产能、环保稽核政策的落实，公司炭黑产品的毛利大幅提高。
2. 公司是景德镇市政府授权的国有资产管理主体，业务具有一定区域专营性；公司在财政补贴、项目回购等方面得到景德镇市政府持续有力支持。

分析师

喻宙宏 张 超 申晓波

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

关注

1. 跟踪期内，景德镇市地方综合财力对以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入依赖较高；景德镇市政府债务负担较重。
2. 跟踪期内，公司综合盈利能力有所提升，主要系炭黑业务拉动所致，随着原材料价格的上涨，其他板块盈利能力出现不同程度下降。
3. 公司经营性现金流量净额受往来款影响较大。
4. 公司剔除受限资金后的现金类资产对调整后短期债务保障能力较弱，公司面临较大短期债务偿付压力；公司在建项目未来投资额大，公司面临较大融资压力。

声　明

一、本报告引用的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（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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（以下简称“景德镇市国资委”）；根据公司 2016 年 5 月 4 日出具的公告，公司名称更改为现名。公司是景德镇市最重要的国有资本运营主体，截至 2018 年 3 月底公司注册资本 62.00 亿元，景德镇市国资委是公司唯一股东及实际控制人。

截至 2018 年 3 月底，公司本部设有 13 个职能部门：党委办公室、组织部、纪检监察室、运营管理部、投资发展部、财务核算部、资金计划部、项目管理部、风险控制部、总经理办公室、董事会办公室、人力资源部和审计部。

截至2017年底，公司资产总额455.69亿元，所有者权益合计137.40亿元（含少数股东权益35.02亿元）；2017年，公司实现营业收入141.96亿元，利润总额10.28亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额465.74亿元，所有者权益合计138.62亿元（含少数股东权益35.92亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入30.27亿元，利润总额1.16亿元。

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、存续债券概况与募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评公司存续债券尚需偿还债券本金合计52.00亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。

公司存续债券相关募集资金已全部按规定用途使用。

“13景国资债/PR景国资”募投项目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2017年底，项目已投入17.06亿元，尚需投入5.81亿元，预计于2019年完工。

表1　截至本报告出具日公司存续债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
13 景国资债/PR 景国资	12.00	2013/6/25	7.00	7.20	每年付息一次，存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金
14 景国资 MTN001	5.00	2014/7/24	5.00	5.00	每年付息一次，到期一次还本
15 景国资 MTN001	5.00	2015/4/24	5.00	5.00	每年付息一次，到期一次还本
15 景国资 MTN002	8.00	2015/10/26	5.00	8.00	每年付息一次，到期一次还本
16 景国资 MTN001	2.50	2016/1/20	5.00	2.50	每年付息一次，到期一次还本
16 景国资 MTN002	4.30	2016/8/29	5.00	4.30	每年付息一次，到期一次还本
17 景国资 MTN001	2.00	2017/7/10	5.00	2.00	每年付息一次，到期一次还本
17 景国资 MTN002	10.00	2017/10/19	5.00	10.00	每年付息一次，到期一次还本

18 景国资 MTN001	8.00	2018/4/13	5(3+2)	8.00	每年付息一次；发行人有权决定在本期中期票据存续期的第 3 年末调整本期中期票据后 2 年票面利率；投资者有权选择将持有的本期中期票据全部或部分回售给发行人
联合资信评估债券小计	**56.80**	--	--	**52.00**	--
15 景德 01	5.00	2015/11/19	7(5+2)	5.00	每年付息一次；发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 5 年末上调本期债券后 2 年的票面利率；投资者有权选择在本期债券第 5 个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分回售给发行人或转售给第三方
16 景德 01	5.00	2016/1/25	7(5+2)	5.00	每年付息一次；发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 5 年末上调本期债券后 2 年的票面利率；投资者有权选择在本期债券第 5 个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分回售给发行人或转售给第三方
18 景德 01（私募债 150178.SH）	2.00	2018/3/16	5(3+2)	2.00	每年付息一次；发行人有权决定在本期债券存续期的第 3 年末行使本期债券赎回选择权及调整本期债券后 2 年的票面利率；投资者有权选择在本期债券第 3 个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分给发行人
18 景国 01（143614.SH）	2.00	2018/4/27	3.00	2.00	每年付息一次，到期一次还本
其他机构评级债券小计	**14.00**	--	--	**14.00**	--
合　计	**70.80**	--	--	**66.00**	--

资料来源：联合资信整理

四、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，为中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 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（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，中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，中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，中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，一般贸易进出口占中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，中国对美国、欧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，中国对哈萨克斯坦、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，这将对中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中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中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年进出口额基数较高等因素或导致2018年

中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。

五、行业及区域经济环境

（一）煤化工行业

1. 行业概况

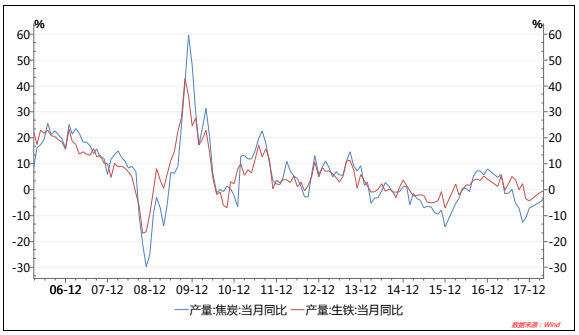
近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。煤化工产业主要产品包括焦炭、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

焦炭

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦化产业链是其中的重要分支。

焦化行业上游为煤炭行业，下游主要是钢铁行业。中国焦化行业市场化程度相对较高，由于行业总体存在一定产能过剩现象，焦炭价格主要取决于下游需求。从焦炭产量和下游生铁产量看，焦炭产量和生铁产量存在较强的正相关性，且生铁产量变动要领先焦炭产量一个统计周期（月），说明焦炭产量主要由生铁产量拉动。因此，和下游钢铁企业建立长期战略合作伙伴关系，是焦炭企业稳定收入和库存管理的重要保障。

图 1　焦炭、生铁产量月度同比增长率

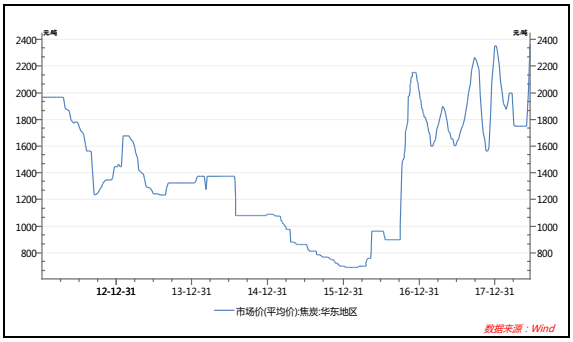


资料来源：Wind

钢铁行业属于强周期行业，粗钢产量与宏观经济运行周期紧密相关。随着中国经济步入新常态，宏观经济增速趋缓，中国粗钢产量在2014 年度达到历史高点 8.23 亿吨以后开始下滑。2015 年为 8.04 亿吨，同比下降 2.31%，产能利用率为 67%，产能过剩严重。2016 年随着去产能政策的推进，钢铁行业完成去产能 6500 万吨，较年初制定目标 4500 万吨超额完成 2000 万吨，但行业产能利用率仍然不足 70%。2017 年，钢铁行业继续推进去产能政策，提出在 2016 年已经压缩 6500 万吨钢铁产能的基础上要再压减钢铁产能 5000 万吨左右，此外，2017 年还清除了 1.4 亿吨“地条钢”产能，这带来了钢铁行业经营情况的全面好转。

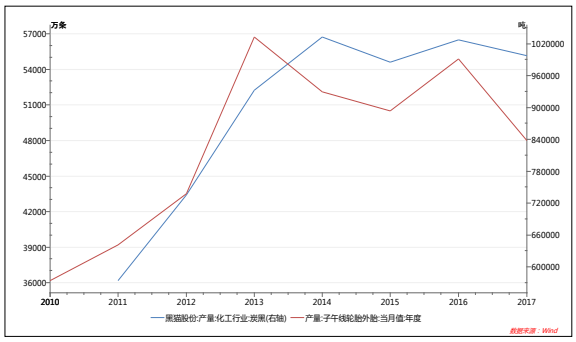
受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2009 年在国家四万亿投资计划拉动下，于 2009 年 8 月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010 年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，后受国际宏观经济复苏不确定性影响，价格持续回落至 2010 年 10 月 1800 元/吨的年度低点。2011 年初，焦炭价格延续反弹行情至 2011 年 3 月年内高点，随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响，价格回落至 2011 年 9 月年度低点。2011 年底至 2012 年初，焦炭价格未出现上两年的季节性上涨，反映出国内宏观经济基本面的转弱，2012 年 2 月以来，随着宏观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到 2012 年 9 月初跌至谷底价格跌至 1246 元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入 2013 年，市场预期价格下跌氛围浓厚，钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。2014 年和 2015 年，受钢铁行业整体产能压缩影响，焦炭价格呈持续下跌趋势。截至 2015 年底，国内焦炭价格均价约为 634 元/吨。进入 2016 年，在煤炭钢铁行业回暖的影响下，焦炭价格快速回升。2017 年，受上游煤炭价格高涨的影响，焦炭价格继续维持高位运行，截至 2017 年底，焦炭现货成交价 1240 元/吨，较 2016 年底小幅下降。

图 2　近年焦炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

图 3　炭黑、轮胎年度产量对比



资料来源：Wind

总体而言，近年来焦炭价格受上游煤炭价格的高涨和下游需求提高影响走势总体呈上涨的趋势，焦炭企业的经营压力有所缓解，盈利状况持续改善。

炭黑

碳黑，煤化工产业链中的一种产品，又名炭黑，是一种无定形碳。轻、松而极细的黑色粉末，表面积非常大，范围从 10~3000m2/g，是含碳物质（煤、天然气、重油、燃料油等）在空气不足的条件下经不完全燃烧或受热分解而得的产物。可作黑色染料，用于制造中国墨、油墨、油漆等，也用于做橡胶的补强剂。

炭黑是人类最早开发、应用且目前产量最大的纳米材料。炭黑的主要应用领域为轮胎。目前，89.50%的炭黑产品应用于橡胶工业，其中约有 67.50%用于汽车轮胎，主要用作轮胎橡胶填充剂和补强剂。“十一五”期间，我国汽车产量大幅增长，轮胎企业纷纷投产子午轮胎生产，国内子午轮胎生产能力迅速扩大，优质炭黑的需求也迅速增长，带动了国内炭黑行业的发展。不同系列的炭黑具有不同的性能和用途。其中， N100 系列耐磨性极高，主要用于特种轮胎的胎面；N200 和 N300 系列具有较高的拉 伸强度和较好的耐磨性，主要用于一般的乘用胎胎面和全钢载重子午胎胎面； N500 系列和 N600 系列弹性好、生热低，主要用于各种轮胎的胎侧和内胎。 N700 系列主 要用于机械制品和鞋底等。

2001 至 2011 年间，我国炭黑产量复合增长率达 18%，进口依存度逐步降低，自给率稳步上升，以煤焦油为主要原料的中国炭黑企业的生产成本优势逐步加强。根据中国橡胶工业协会的统计，炭黑 38 家重点企业 2012 年完成现价工业产值同比增长 4.55%，中国炭黑产量已占世界总产量的 30%以上。2013 年炭黑市场陷入困境，全年炭黑产能为 650 万吨，部分企业亏损严重。进入 2014 年，产能持续扩张展现出了产能过剩的局面，导致行业开工率仅在 60%左右，其中中小型企业开工率明显较低。2015 年，在国内经济环境低迷、世界经济复苏缓慢的形势下，炭黑业迎来了最困难的一年，多数炭黑企业整体运营压力较大，出口受阻，价格大幅跳水，利润明显下滑，甚至跌至亏损线下，部分企业在资金压力下，面临着继续开工还是停产的艰难抉择。2016 年上半年，受供给侧改革深入推进和环保政策趋严影响，上游煤焦行业和钢铁行业相继出现停、限产现象，导致炭黑原料价格大幅上涨，而炭黑对上游议价能力和对下游话语权均较低，因此 1-5 月份炭黑行业呈现亏损态势；之后，下游轮胎等制品业的需求大幅增加带动了国内炭黑市场的销量，行业毛利润扭亏为盈，行业整体开工率较高，缓解了炭黑行业产能过剩。2016 年 11 月以来轮胎行业密集涨价，累计幅度 10%-30%。2017 年我国炭黑产能约 732 万吨，产量约 553 万吨，开工率 7 成左右。

价格方面，2015 年，受煤化工行业产能过

剩的影响，炭黑的价格长期处于低位运行，以N220 炭黑价格为例，其价格从 2015 年初的6022 元/吨，跌至年末最低点 4857 元/吨，跌幅达 1165 元/吨，跌幅达 19.35%。价格下滑受多方面因素影响，其中上游煤焦油价格大幅下滑带动，及下游轮胎等制品业需求低迷利空影响是主要因素。也正是因为炭黑对上下游的整体议价能力低，导致了夹缝中生存的炭黑进入了低价恶性竞争的怪圈。进入 2016 年，炭黑的价格受下游轮胎等制品业的需求大幅增加带动了国内炭黑市场的销量的影响，价格出现较大幅度的增长，国内 N220 的炭黑平均价格从 2016年上半年低点的 4000 元/吨上涨到了 2017 年初的 5800 元/吨，国内 N330 的平均价格从 2016年上半年低点的 3500 元/吨上涨到了 2017 年初的 5200 元/吨以上。2017 年以来，炭黑价格维持高位震荡，其中，华东地区 N220 炭黑平均市场价最高时达 9800 元/吨，最低时为 6800 元/吨，N330 平均市场价最高时为 9300 元/吨，最低时为 6300 元/吨。

总体看，虽然目前炭黑行业产能仍显过剩，但环保力度加大已促使小产能开工不再如以往那般灵活。未来，随着环保整顿和供给侧改革的推进，以及《炭黑行业准入技术规范》的出台，炭黑行业将从重产量转向重质量，加速淘汰中小企业，大企业在产业结构调整中胜出，并进一步扩大市场份额、增强市场地位，行业集中度得以提高，有利于增强大型生产企业在国内和国际的竞争地位。

2. 行业关注

产业集群建设

煤化工行业长期形成的资源高消费模式急需改变，随着经济快速发展能源需求将持续增加，未来资源供给长期偏紧的矛盾将更加突出，产业集群建设概念的核心思想就是提高资源的利用效率。

资源综合利用及循环经济集群：干熄焦、煤调湿、余能余热综合利用，为焦化行业循环经济发展提供技术支撑。

清洁型燃气能源集群：城市及工业燃气项目，为周边工业企业提供氢气、燃气资源，推动周边区域工业企业向资源节约型、低碳经济方式发展，降低对生态环境负面影响。

化工产品深加工集群：煤焦油深加工、苯类深加工、焦炉煤气制甲醇、制液化天然气、二甲醚、炭黑、蒽系列、酚系列、针状焦、石墨碳素等产品，建立焦化行业资源综合化利用新模式。

工艺、技术改造创新

煤化工行业对环境影响较大，未来气候环境的硬性指标将会对煤化工行业形成较大冲击，低碳、环保、节能的要求将会成为企业发展的重要影响因素。煤化工企业对工艺、技术改造与创新需要符合绿色气候环境标准的要求，进一步提高企业经济竞争优势。

煤化工企业需要加速转型发展。向国际化经营方式发展，深化经济技术合作。开发和推广节能、环保、高效、多联产、符合资源综合利用和清洁生产的新技术、新工艺、新流程、新材料。对现有企业生产工艺进行改造，利用新工艺降低老工艺对优质资源的依赖度，企业大力实施技术改造和产业创新，为煤化工企业转型升级提供科学技术支撑，提升煤化工行业创新能力和管理水平。

产品结构调整，扩大和延伸产业链

企业发展高技术含量、高附加值的深加工产品；市场前景好、增长潜力大、辐射拉动作用强的产品品种成为重点发展对象，同时能够为机械制造业的铸造产品升级提供高品质原材料支持。

3. 行业发展

从资源储量角度看，煤是中国潜在的主要化工原料。未来煤化工的发展前景取决于煤化工技术的进展、石油供求及价格变化。

从近期来看，钢铁等冶金工业所用的焦炭仍将依赖于煤的焦化，而炼焦化学品如萘、蒽

等多环化合物仍是石油化工所较难替代的有机化工原料；煤的气化随着气化新技术的开发应用，将是煤化工的一个主要方面；将煤气化制成合成气，然后通过碳一化学合成一系列有机化工产品的开发研究，是近年来进展较快，且引起关注的领域；从煤制取液体燃料，无论是采用低温干馏、直接液化或间接液化，都将取决于技术经济的评价。从长期来看，新工艺将成为企业发展的重要突破方向，突破传统焦化行业概念将成为煤化工行业未来发展的主要方面。在拓展新能源、新技术、新材料、新工艺的生产和应用的同时，企业会以市场为主，发挥自身优势和区域优势，提高化工产品比例，达到扩大和延伸产业链的战略发展布局。

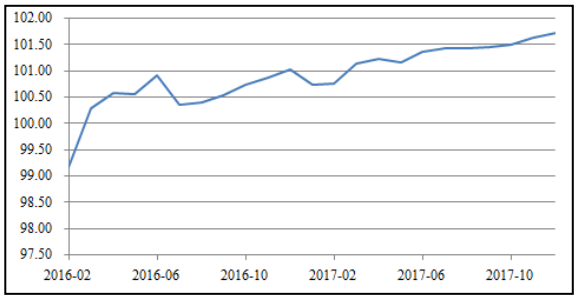
总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

（二）房地产行业

1. 行业概况

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 4　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

2. 房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共

推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

3. 行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增

长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

4. 政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立

起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

（三）城投行业

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，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在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。特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转

	行为的通知》财预【2017】50 号文	型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济及地方财力情况

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，其中瓷土储量最丰富，就目前已探明的储量尚可开采 300 余年。

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%，增速较上年提升 0.2 个百分点。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%。三次产业结构为 6.1：49.9：44.0，第三产业比重比上年提高 6.9 个百分点。

2017 年景德镇市全年全部工业增加值 372.12 亿元，比上年增长 8.4%。规模以上工业增加值增长 8.9%。

2017 年景德镇市全年完成固定资产投资 889.33 亿元，比上年增长 13.5%。其中，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%。

根据《关于景德镇市2017年市级总预算执行情况和2018年市级总预算草案的报告（书面）》，2017年，景德镇市全市一般公共预算收入86.70亿元，同比下降2.25%，主要系税收收入下降所致。其中税收收入54.60亿元，同比下降6.97%，非税收入32.10亿元，同比增长7.00%；税收收入占62.98%，较上年下降3.19个百分点。全区一般公共预算支出191.20亿元，同比增长10.01%。2017年，景德镇全市财政自给率45.35%，较2016年下降5.69个百分点。2017年景德镇全市政府性基金预算收入完成81.49亿元，主要由国有土地使用权出让金收入构成（78.09亿元、占95.83%），同比增长322.78%，主要系国有土地使用权出让收入大幅增长所致；全市政府性基金预算支出70.69亿元，同比增长195.32%。2017年，景德镇全市地方综合财力258.23亿元，同比增长43.65%。

2017 年底，景德镇全市政府债务限额 180.99 亿元，较 2016 年底增长 8.13%。由于暂未获取景德镇市全市 2016、2017 年底的债务余额数据，若以景德镇全市政府债务限额为替代，景德镇全市政府负债率（债务限额/GDP）20.61%，较上年度上升 0.69 个百分点，若以 60%为警戒线，则景德镇全市政府负债率较低。2017 年底景德镇全市政府债务率（政府债务限额/综合财力）70.09%，政府债务负担较高。

整体看，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。景德镇市一般公共预算收入中税收收入占比一般，公共预算收入质量一般，财政自给率较低，财政平衡在一定程度上依靠上级补助收入；景德镇市全市地方综合财力对以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入依赖较高；景德镇市政府债务负担较重。

六、基本素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，景德镇市国资委是公司的唯一出资人和实际控制人。截至2018年3月底，公司注册资本为62.00亿元，实收资本62.00亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及员工结构未发生重大变化。

董事长吴林先生，1959年生，硕士研究生，高级经济师，中共党员。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。

总经理陈望贤先生，1964年11月出生，汉族，本科学历，中共党员。历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、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，市焦化工业集团党委委员、纪委书记。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围合计在职人员 11607 人。其中本科及以上学历 1003 人，剩余人员均在本科以下；年龄结构方面，30 岁以下 4315 人，30~50 岁 6211 人，50 岁以上 1081 人。

公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经历丰富，高管团队的整体素质好。公司本部人员整体素质较好，能够满足公司正常运营。

3. 政府支持

公司是国有独资企业，作为景德镇市国有资产管理和运营主体，公司得到了地方政府的大力支持。

跟踪期内，公司自身盈利能力偏弱，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。2017 年，公司获得政府补助3.71亿元，其中财政补贴3.66亿元。

表 3 公司政府补助情况表(单位：亿元)

年份	补助金额	其中财政补贴金额
2016 年	3.25	1.87
2017 年	4.20	3.66

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司收到景德镇市政府对“11景德镇国资债/11景德镇”募投项目工程回款5.01亿元及“13景德镇/PR景国资”募投项目回款4.00亿元；“13景德镇/PR景国资”募投项目回款未确认收入。

整体看，公司作为景德镇市最主要的城市建设主体，未来有望继续获取景德镇市政府稳定持续的外部支持。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以煤化工及相关多元化产品生产、公用事业和房地产为主业。其中煤化工及相关多元化产品板块主要收入来自焦炭、炭黑、复合肥和煤化工附属产品的生产和销售；公用事业板块主要收入来自基础设施建设业务；房地产板块主要收入来自商品房出售及商业地产租金收入。2017 年，公司主营业务实现收入 137.87 亿元，较上年增长 43.39%，主要系煤炭行业及相关下游行业在景气度回暖及去产能、环保稽核的双重影响下，公司煤化工及相关多元化产品板块的收入大幅度增长，其中焦炭和炭黑分别实现销售收入 36.18 亿元和 56.27 亿元，同比分别增长 86.57%和 53.21%；公司房地产板块收入 6.79 亿元，同比下降 22.28%，主要系 2016 年由于营改增的原因导致公司集中结算了很多项目；公司公用事业板块收入 7.30 亿元，同比增长 192.09%，主要系“11 景德镇国资债/11 景德镇”募投项目江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程及其子项目景东大道、航空及先进装备制造产业基地确认收入确认收入所致；公司其他业务主要包括住宿餐饮、运输装卸、陶瓷销售、混凝土销售、玻璃销售及处置不良债权等业务，收入规模较为稳定，但收入占比较小，2017 年实现收入 7.01 亿元，相当于主营业务收入的 5.08%。

从毛利率来看，2017年公司主营业务毛利率为17.20%，同比下降1.33个百分点。从各板块来看，2017年，公司焦炭板块收入占比有所提高，但受原材料煤炭价格上涨、生产环保设施改造等影响，毛利率有所下降；炭黑板块，受炭黑行业去产能的影响，在需求端保持稳定的情况下，炭黑产品销售价格大幅度提高，导致公司炭黑产品毛利率达22.04%，较上年提升5.86个百分点；复合肥板块，受原材料价格上

涨的影响，毛利率大幅下降至11.62%，较上年下降8.05个百分点；房地产板块受商业地产结算占比下降的影响，毛利率下降至23.46%，减少了7.90个百分点；公用事业板块毛利率大幅下降39.43个百分点至25.18%，主要系按照非净额法确认的项目收入及成本较多所致。

2018年1~3月公司实现收入29.55亿元，相当于2017年全年的21.43%，以煤化工及相关多元化产品板块收入为主，构成与2017年相比变化不大。2018年1~3月公司综合毛利率为16.77%，较2017年略有下降。

表4　2015~2018年3月公司主营业务收入构成表（单位：万元、%）

项目	2015 年度			2016 年度			2017 年度			2018 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	收入	占比	毛利率
焦炭	144684.29	15.13	6.26	193906.23	20.17	9.48	361771.35	26.24	8.02	88097.00	29.81	8.20
炭黑	408314.70	42.70	14.30	367268.38	38.20	16.18	562680.51	40.81	22.04	133724.76	45.25	21.05
复合肥	148954.36	15.58	9.23	127393.88	13.25	19.67	143667.90	10.42	11.62	28915.17	9.79	10.42
煤化工附属产品	119564.65	12.50	8.27	100235.12	10.42	8.68	99639.44	7.23	9.67	17644.58	5.97	11.44
房地产	29260.95	3.06	30.60	87309.05	9.08	31.36	67856.33	4.92	23.46	13655.59	4.62	33.62
代建项目	41038.07	4.29	45.35	25004.18	2.60	64.61	73034.09	5.30	25.18	0.00	0.00	--
其他	64400.29	6.73	43.88	60440.64	6.28	38.14	70086.67	5.08	33.41	13462.14	4.56	33.94
合计	**956217.31**	**100.00**	**15.36**	**961557.48**	**100.00**	**18.53**	**1378736.29**	**100.00**	**17.20**	**295499.24**	**100.00**	**16.77**

资料来源：公司提供

注：公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致。

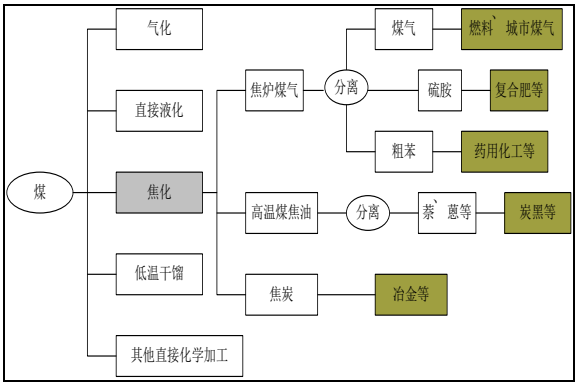
2. 业务经营分析

（1）煤化工及相关多元化产业

公司煤化工及相关多元化产品业务由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”）负责运营。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，拥有下属企业20余家，是一个跨行业、跨地区，集冶金化工、医药化工、硅酸盐化工、农用化工、塑料加工、玻璃制品、物资贸易为一体的企业集团，主要产品包括焦炭、煤气、炭黑、精苯、脑复康、复合肥、编织袋、安瓶、农药等。截至2018年3月底，公司在江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌海、河北邯郸、唐山、山西太原和山东济宁有8个炭黑生产基地，另在江西建设新的炭黑生产基地，目前处于在建阶段；在山东菏泽有1个洗煤基地；在江西、湖南、河南、河北有4个农化肥生产基地；在贵州开阳有1个磷矿基地。截至2018年3月底，焦化集团焦炭产能210万吨/年，炭黑产能110万吨/年，复合肥产能135万吨/年。

焦化集团采用“集团循环经济发展策略”，在主产业链上向前向后延伸，实现闭合循环发展。焦化集团内部产品在原料供应上保持了较好的连续性，所用原料和能源在不断进行的经济循环中得到合理利用，例如，焦化集团生产的煤焦油全部供应给焦化集团控股子公司江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）用于生产炭黑；粗苯供给子公司江西跃华药业有限公司加工纯苯、甲苯等；硫铵供给子公司江西开门子肥业集团有限公司生产复合肥。公司焦化集团的产业链如下图所示：

图5　煤化工上下游关系图



资料来源：公司提供

① **焦炭及相关副产品**

公司焦炭业务的运营主体为焦化集团下属子公司新昌南炼焦化工有限责任公司（以下简称“新昌南炼焦公司”）和景德镇开门子陶瓷

化工集团有限公司（以下简称“景德镇开门子化工”）。截至 2018 年 3 月底，公司拥有 6 座焦炉，具备年产焦炭 210 万吨，年外供煤气 3.65 亿立方米生产能力。

跟踪期内，在去产能政策落实下，中小散乱高污染焦炭生产企业关停，公司历来重视环保投入及循环利用，加之焦炭运输拥有明显的经济半径，公司焦炭业务区域焦炭平均销售价格大幅提升，焦炭销量也有所回升，因此该业务板块收入持续增加。2017 年，公司焦炭板块收入 36.18 亿元，同比增长 86.57%；毛利率 8.02%，较 2016 年减少 1.46 个百分点，主要系原材料价格上涨及生产环保设施改造导致成本上升所致。2018 年 1~3 月，公司焦炭销售收入达到 8.81 亿元，为 2017 年全年的 21.43%，毛利率 8.20%，毛利率基本保持稳定。

生产方面，2017 年，公司焦炭产品产量 196.39 万吨。2016 年以来，受焦炭下游市场回暖，公司产能利用率一直保持较高的水平，2017 年产能利用率 93.52%。2018 年 1~3 月，公司焦炭产品产量 47.78 万吨，产能利用率继续保持较高水平，为 91.01%。

表 5　2015~2018 年 3 月公司焦炭生产销售情况表

（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能	210.00	210.00	210.00	52.50
产量	180.22	194.29	196.39	47.78
产能利用率	85.82	92.52	93.52	91.01
销量	200.83	193.22	217.71	46.17
产销率	111.44	99.45	110.86	96.63
平均售价	810.76	1003.54	1661.61	1907.91

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：2018 年 1~3 月产能按 25%考虑。

在原材料采购方面，焦炭生产主要原材料为精煤，2015~2017 年，公司精煤采购量分别为 275.30 万吨、341.84 万吨和 299.69 万吨；2017 年采购均价为 1223.71 元/吨，同比增长 66.13%。煤炭采购采取合同采购方式，主要用铁路方式运输。原材料采购方面，公司主要供货商有淮北矿业股份有限公司、淮南矿业（集团）有限责任公司、山东能源集团有限责任公司、江西康讯实业有限公司、安徽恒源煤电股份有限公司等公司。新昌南炼焦公司和景德镇开门子化工独立开展采购，2017 年，新昌南炼焦公司前五名供应商采购额占总采购额 76.46%，景德镇开门子化工前五名供应商采购额占总采购额 75.81%。公司供应商集中度高。

表 6　2015~2018 年 3 月公司精煤采购情况表

（单位：万吨、元/吨）

项目	采购量	采购均价
2015 年	275.30	677.00
2016 年	341.84	736.61
2017 年	299.69	1223.71
2018 年 1~3 月	76.71	1252.13

资料来源：公司提供，联合资信整理

销售方面，公司焦炭产品下游需求主要为钢铁企业。钢铁行业为周期性行业，因此下游产量及经济周期对焦炭需求影响显著。近年来，受去产能政策的影响，钢铁行业回暖，公司焦炭价格也持续上涨。2015~2017 年公司焦炭销量分别为 200.83 万吨、193.22 万吨和 217.71 万吨，销售均价分别为 810.76 元/吨、1003.54 元/吨和 1661.61 元/吨。2018 年 1~3 月，焦炭销量为 46.17 万吨，销售均价上升至 1907.91 元/吨。公司焦炭产品的下游客户主要为钢铁企业，2017 年，新昌南炼焦公司前五名客户的销售额占总销售额 87.24%，景德镇开门子化工前五名客户销售额占总销售额 75.81%。公司客户集中度高。

跟踪期内，受下游钢铁行业回暖的影响，焦炭价格大幅度上涨，焦炭板块的收入大幅增长，但受原材料价格上涨幅度更大的影响，公司焦炭板块的盈利能力有所下降。

② 炭黑专业化产业

公司炭黑业务的运营主体为焦化集团控股子公司黑猫股份。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。截至 2018 年 3 月，公司直接持有黑猫股份 0.09%，通过焦化集团间接持有黑猫股

份 39.69%，合计持股比例 39.78%，系黑猫股份第一大股东。

黑猫股份目前是全国最大的炭黑生产企业，炭黑是制造轮胎的主要原料。黑猫股份在江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌海、太原、河北邯郸、唐山、山东济宁等地拥有多条生产线。近年来，黑猫股份产能逐年提升，截至 2018 年 3 月，黑猫股份炭黑产能达 110 万吨/年，位居中国第一、世界第三。黑猫股份上下游客户多为国内大型轮胎企业，销量较为稳定。

跟踪期内，受国内炭黑行业去产能的影响，公司炭黑产能及产量中国第一的市场地位进一步稳固，对下游客户定价能力提升，导致公司炭黑生产板块收入较上一年大幅增长。2017 年公司炭黑板块收入及毛利均大幅提升；实现收入 56.27 亿元，同比增长 53.21%，毛利率 22.04%，较 2016 年提升 5.86 个百分点。2018 年 1~3 月实现收入 13.37 亿元，相当于 2017 年全年 23.77%，毛利率 21.05%，同 2017 年基本保持稳定。

生产方面，2017 年，公司炭黑生产能力较 2016 年小幅上涨，主要系公司新增生产线所致。2017 年，公司炭黑产品产量 99.81 万吨。随着炭黑行业去产能的效果逐步显现，炭黑行业的整体产能收缩显著，市场进一步向优质、规模和环保的大型炭黑企业集中，公司炭黑产能及产量中国第一的市场地位进一步稳固，对下游客户定价能力提升，受益于此，公司产能利用率一直保持较高的水平，2017 年产能利用率 90.74%。2018 年 1~3 月，公司产能利用率小幅下降至 87.85%。

表 7　2015~2018 年 3 月炭黑产品生产销售情况表（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

炭黑指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能	106.00	106.00	110.00	27.5
产量	98.54	102.74	99.81	24.16
产能利用率	92.96	96.92	90.74	87.85
销量	101.25	102.34	101.90	19.14
产销率	102.74	99.62	102.09	79.22
平均售价	4032.89	3588.55	5522.09	6986.48

资料来源：公司提供，联合资信整理
注：2018 年 1~3 月产能按 25%考虑。

在原材料采购方面，生产炭黑的主要原料为焦油、蒽油、炭黑油等，原材料供应受原油价格及煤价的影响较大。公司原材料采购多采取订单形式，订单期限一年，结算方式为先供货后付款，结算周期一般为 30 天左右，结算价格为供货时市场价。跟踪期内，随着煤炭价格的上涨，公司炭黑生产的原材料的价格也明显上涨，造成公司生产成本大幅度上涨。公司在唐山、乌海、邯郸和太原等煤焦油集中产区建立生产基地，大幅节省了运输费用和购置成本，2017 年，公司前五名供应商采购额占总采购额 18.34%，公司供应商集中度较低。

表 8　2015~2018 年 3 月炭黑产品生产销售情况表（单位：万吨、%、元/吨）

材料名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
焦油	141.10	1531.48	147.84	1414.98	154.03	2482.76	38.53	2666.53
蒽油	19.43	1670.72	20.55	1551.30	26.67	2588.81	7.35	2735.03
炭黑油	9.83	1645.57	7.10	1460.55	0.56	2576.60	0.05	2430.22

资料来源：公司提供

销售方面，公司炭黑产品下游需求主要为轮胎生产企业。炭黑是制造轮胎的主要原料。

轮胎制造业受汽车工业的兴衰和发展影响大。近年来，受去产能政策的影响，在需求端保持稳定的情况下，公司炭黑价格也持续上涨。2015~2017年公司炭黑销量分别为101.25万吨、102.34 万吨和 101.90 万吨，销售均价分别为4032.89 元/吨、3588.55 元/吨和 5522.09 元/吨。公司产销率保持较高水平。

公司采取“以销定产”的模式，订单期限通常为一年，根据年度订单确定生产品种和总供货量，按月交付。公司按生产成本基础附加相对固定的毛利率的方式定价，定价按月订单执行，价格调整周期为一个月。这种定价方式能较好地消化原材料上涨带来的成本压力，但由于产品价格调整相对于原材料价格变动周期有所滞后，毛利率存在一定的波动性。公司销售结算方式为先供货后付款，国内以现金和承兑汇票为主，结算周期一般为 30~60 天，国外付款以信用证和电汇为主，结算周期一般为45~60天。公司炭黑产品的下游客户主要为轮胎生产企业，2017 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 16.52%，客户集中度较低。

跟踪期内，受炭黑行业去产能的影响，炭黑价格大幅度上涨，炭黑板块的收入大幅增长，但受煤炭价格上涨的影响，公司原材料价格也大幅度上涨，受产业集中度提高的影响，公司作为中国第一炭黑生产企业，对下游企业定价能力增强，公司炭黑板块的盈利能力有所提升。

③ 复合肥

公司复合肥业务的运营主体为焦化集团的子公司江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）。开门子肥业成立于 2011 年，主要生产复混肥（高浓度）、复合肥（高浓度）、有机、无机复混肥料、掺混肥、水溶肥、缓控释肥及其它类型复合肥。公司复合肥产品在江西省市场份额第一，产量第二。开门子肥业采取分散采购策略，在景德镇、湖南、河南和河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为 25 万吨/年、25 万吨/年、35 万吨/年和 50 万吨/年；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，可一定程度上降低产品成本。

2017 年，公司复合肥板块收入 14.37 亿元，同比增长 12.77%，主要系缓控释肥销量增长所致；毛利率 11.62%，较 2016 年减少 8.05 个百分点，主要系原材料价格上涨所致。2018 年 1~3 月，公司复合肥销售收入达到 2.89 亿元，相当于 2017 年全年的 20.13%，毛利率 10.42%，较 2017 年小幅下降。

生产方面，2017 年，公司复合肥产品产量 81.49 万吨。受化肥行业整体产能过剩影响，复合肥生产企业为规避市场风险，多数开工负荷较低，2017 年公司产能利用率 60.36%。2018 年 1~3 月，公司复合肥产品产量 19.85 万吨，产能利用率继续维持低位，为 58.81%。

表 9　2015~2018 年 3 月公司复合肥生产销售情况表

（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能	138.00	138.00	135.00	33.75
产量	80.48	74.65	81.49	19.85
产能利用率	58.31	54.09	60.36	58.81
销量	78.95	78.95	85.65	14.68
产销率	98.10	105.76	105.1	73.95
平均售价	1886.69	1613.60	1656.09	1969.6

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：2018 年 1~3 月产能按 25%考虑。

在原材料采购方面，生产复合肥的主要原料为氮肥、磷肥、钾肥等，目前，国内基础化肥行业产能过剩，原材料供应主要受原油价格及煤价的影响较大。公司原材料采购多采取分散采购策略，选择供货能力强、产品质量稳定、计划完成率高、具有地域优势的供应单位作为采购的主要渠道。跟踪期内，随着煤炭价格上涨，原材料氮肥、磷肥、钾肥价格上涨明显，公司生产成本大幅度上涨。原材料采购方面，公司供应商主要为大型化工企业或者农资公司，2017 年，公司前五名供应商采购额占总采购额 31.90%，公司供应商集中度较高。

表 10　2015~2018 年 3 月复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
氮肥	54.23	1021.40	43.27	630.03	44.01	731.18	11.01	879.64
磷肥	14.40	2050.18	21.72	1554.50	22.52	1764.30	4.99	2076.37
钾肥	18.55	2108.80	15.16	1702.39	19.42	1806.35	3.47	1971.33
其他	2.86	394.96	2.62	442.01	2.75	490.86	2.35	437.13

资料来源：公司提供

销售方面，公司复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式。公司按区域分别成立了江西、河南、河北、湖南等 13 个直接销售业务部门，另外，通过代销模式，发行人建立起区域总经销 1000 余家，销售网络辐射全国 25 个省、市、自治区。此外，公司拥有铁路专用线，有效降低了产品成本和销售价格，有利于销售工作的开展。

公司结算方式为先款后货，收到预付款后供货，对方单位收到货物后结清尾款。此外，如遇销售淡季，到年底会集中一并结清往来款。目前，公司结算以现金和银行承兑汇票结算为主。受农耕习惯影响，复合肥的销售具有明显的季节性特征，每年 3~5 月和 7~9 月农作物耕作需大量用肥，复合肥销售旺势，资金回笼量大，周转速度快。公司复合肥销售的下游客户主要为相关农资公司，2017 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 3.49%，公司客户集中度很低。

2015~2017 年公司复合肥销量分别为 78.95 万吨、78.95 万吨和 85.65 万吨，销售均价分别为 1886.69 元/吨、1613.60 元/吨和 1656.09 元/吨。

跟踪期内，受缓控释肥销量市场需求增加的影响，复合肥板块的收入小幅增长；同时受限于煤炭价格上涨，复合肥原材料价格上涨，公司复合肥板块盈利能力下降。

④　城市燃气行业

公司城市供气业务主要由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 35.00%，以下简称“景德镇华润燃气”）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，由景德镇华润燃气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，2017 年焦化集团销量达到 2.84 亿立方米，同比增加 0.36 亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入-煤化工附属产品）2.31 亿元，同比增长 28.33%，主要系燃气销量增长所致。

（2）房地产销售

公司房地产业务分为商业地产和棚户区改造安置房。

商业地产的运营主体为景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）和焦化集团下属子公司景德镇市开门子房地产有限公司（以下简称“开门子房地产”），商业地产项目全部位于景德镇市。开发方式分为自主开发及合作开发，合作开发多为公司提供土地出资、合作单位现金出资合作开发的方式，2017 年公司商业地产实现销售收入 1.96 亿元。

2014 年 5 月，景德镇市政府决定对景德镇市老城区进行棚户区改造、实施保护性开发，由公司子公司景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“景德镇古镇投资”）负责项目整体投资、运营，景德镇古镇投资具有房地产企业开发三级资质。具体模式为景德镇古镇投资招拍挂程序取得项目土地，资金来源主要为自有资金和银行贷款，项目建成后销售给景德镇市御窑遗址保护区项目经理部、御窑厂地带棚户区改造项目部、景德镇珠山区戴家弄延伸棚户区改造项目部、景德镇市土地储备中心等部门，2017 年公司安置房实现销售收入 4.83 亿元。

截至 2017 年底，公司暂无房地产开发土地

储备。

表 11　2016~2017 年房地产项目销售情况表（单位：亿元、万平方米）

开发主体	项目名称	总投资	已投资	尚需投资	总建筑面积				已售面积				销售收入	
					商住	商铺	车库	其他	商住	商铺	车库	其他	2016 年	2017 年
景德镇古镇投资	中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房	19.71	12.06	7.65	32.21	4.49	8.78	1.72	18.81	0.00	0.00	0.00	2.56	2.06
景德镇古镇投资	沿江东路棚户区改造安置房	12.28	9.23	3.05	14.88	0.82	3.23	0.00	13.89	0.00	0.00	0.00	1.60	2.77
景德镇古镇投资	景北、尚东安置房	3.55	3.12	0.43	8.58	4.75	1.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
国信置业	国信御城小区	5.25	4.50	0.75	--	--	--	--	--	--	--	--	0.79	0.51
开门子房地产	金鼎国际	2.65	2.63	0.02	5.40	0.00	52.00	1.03	5.40	0.00	52.00	0.00	0.14	0.17
开门子房地产	康家花园	2.72	2.72	0.00	6.98	0.78	0.15	0.00	6.96	0.30	0.00	0.00	0.43	0.63
开门子房地产	木材厂棚户区	1.62	1.62	0.00	8.50	0.30	0.00	0.00	8.47	0.00	0.00	0.00	0.29	0.18
开门子房地产	金岭阳光	0.79	0.71	0.08	2.55	0.00	0.23	0.07	2.60	0.00	0.00	0.00	0.21	0.20
开门子房地产	金和汇景	4.28	4.28	0.00	2.26	2.70	1.05	0.00	0.18	1.51	0.00	0.00	1.64	0.15
开门子房地产	金恒国际	1.79	1.79	0.00	3.18	1.17	0.87	0.00	3.18	1.17	0.00	0.00	0.42	0.12
合　计		**54.64**	**42.66**	**11.98**	**84.54**	**15.01**	**67.83**	**2.82**	**59.49**	**2.98**	**52.00**	**0.00**	**8.08**	**6.79**

资料来源：公司提供
注：2016 年房地产项目销售收入合计小于审计报告数值主要系部分店铺、车库销售未纳入统计。

（3）基础设施建设

公司基础设施建设业务主要为棚户区改造项目（BT项目）及其他委托代建项目，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。由于公司基础设施建设项目有详细的还款安排，项目未完成时将收回大部分资金，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。

2017年，公司代建项目确认收入7.30亿元，全部由“11景德镇国资债/11景德镇”募投项目江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程（BT项目）及其子项目景东大道（委托代建项目）、航空及先进装备制造产业基地（委托代建项目）确认收入所致，2017年上述项目回款13.01亿元。

2017年公司代建项目毛利率25.18%，较2016年下降39.43个百分点，主要系按照非净额法确认的项目收入及成本较多所致。

（4）其他业务

公司经营住宿餐饮、运输装卸、陶瓷销售、混凝土销售、玻璃销售权及处置不良债等其他业务，2017年实现收入7.01亿元，同比增长15.96%。

总体看，跟踪期内，因炭黑行业回暖以及炭黑去产能、环保稽核政策的落实导致公司在炭黑产品上对下游客户定价能力提高，从而带动公司的收入规模大幅增长，公司的综合盈利能力也有所提升，但考虑到其他板块盈利能力下降以及炭黑业务拉动较大的影响，需关注公司未来盈利能力的持续性。

3. 未来发展

2017 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。

在建项目方面，公司现阶段跟踪期内投资项目主要包括综合物流园区项目、城区老工业区生活社区改造项目、年产 20 万吨氨酸复合肥料等在建项目，计划总投资 188.51 亿元，截至 2017 年底，上述项目尚需投资 110.59 亿元，未来公司资本性支出压力较大。

表 12　截至 2017 年底的重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	总投资	已投资	尚需投资
综合物流园区项目	城市基础设施项目	55.00	10.06	44.94
城区老工业区生活社区改造项目	城市基础设施项目	28.00	0.19	27.81
景德镇市中心城区停车场建设项目	城市基础设施项目	12.35	0.46	11.89
房地产项目在建项目	房地产项目	54.64	42.66	11.98
航空及先进装备制造产业基地	城市基础设施项目	18.39	12.00	6.39
汽车产业园项目	城市基础设施项目	10.25	6.79	3.46
老城区保护与利用项目	城市基础设施项目	6.62	4.14	2.48
红叶陶瓷搬迁改造项目	陶瓷项目	1.50	0.52	0.98
乌海 2 万吨炭黑生产线	煤化工项目	1.01	0.86	0.15
年产 20 万吨氨酸复合肥料	煤化工项目	0.75	0.24	0.51
合　计	**—**	**188.51**	**77.92**	**110.59**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了2017年度合并财务报告，该财务报告经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年第一季度财务数据未经审计。

2017年底，公司纳入合并范围子公司合计14家。2017年，公司合并范围内新增1家子公司，减少1家子公司，1家子公司降级为孙公司，公司合并范围新增及减少子公司规模较小，财务数据可比性强。2018年1~3月，公司合并范围没有变化。

截至2017年底，公司资产总额455.69亿元，所有者权益合计137.40亿元（含少数股东权益35.02亿元）；2017年，公司实现营业收入141.96亿元，利润总额10.28亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额465.74亿元，所有者权益合计138.62亿元（含少数股东权益35.92亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入30.27亿元，利润总额1.16亿元。

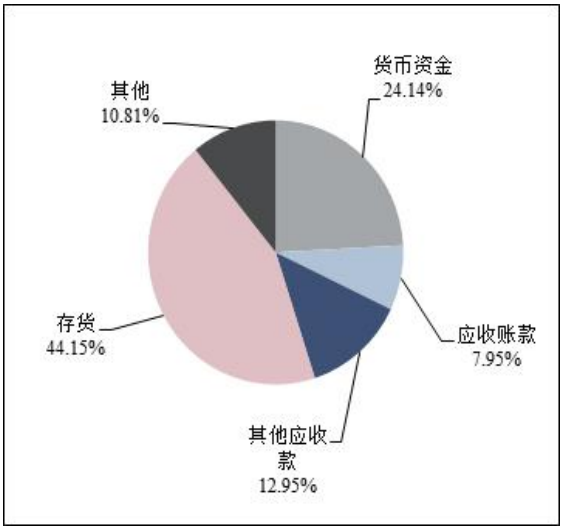
1. 资产质量

流动资产

截至2017年底，公司资产总额为455.69亿元，同比增长3.39%。其中流动资产占52.94%、非流动资产占47.06%，流动资产占比略有下降。

截至2017年底，公司流动资产241.23亿元，同比下降4.53%；主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。

图6　截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司货币资金58.23亿元，同比增长4.49%；主要由银行存款（占57.61%）和保证金存款（占42.03%）构成。银行存款中6.34亿元定期存单质押受限，货币资金受限比例10.89%。

截至2017年底，公司应收账款19.17亿元，同比增长30.48%，主要系煤化工板块销售收入增长带动应收账款增长所致。从账龄看，1年以

内占95.42%；从集中度看，应收账款中前五名合计总额相当于应收账款总额18.08%，账龄全部在1年以内；公司应收账款共计提坏账准备2.03亿元，计提比例9.56%。应收账款账龄偏短，集中度较低，坏账准备计提相对充足。

表 13　2017 年底应收账款前五名欠款单位情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	欠款金额	年限	占应收账款总额比例
景德镇高新技术产业开发区会计集中核算中心	0.98	1 年以内	4.61
中策橡胶集团有限公司	0.97	1 年以内	4.58
PT. GAJAH TUNGGAL TBK	0.80	1 年以内	3.79
东营市方兴橡胶有限责任公司	0.56	1 年以内	2.64
湘潭钢铁集团有限公司	0.52	1 年以内	2.46
合　计	**3.83**	--	**18.08**

资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司其他应收款31.23亿元，同比下降33.00%，主要系景德镇市新成建设投资开发有限责任公司（以下简称“景德镇新成建设”）出表导致项目建设往来款减少以及公司逐步收回相关往来款所致。从集中度看，其他应收款中前五名合计总额相当于应收账款总额的65.13%，欠款客户均为政府单位及国有企业；公司共计提坏账准备3.92亿元，计提比例为11.16%。集中度较高，坏账准备计提相对充足。

表14　2017年底公司其他应收款前五名欠款单位情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	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	12.24	1 年以内	34.81	往来款
景德镇市财政局	5.13	1-4 年	14.59	往来款
景德镇市城市建设开发投资有限责任公司	2.50	1 年以内	7.11	往来款
景德镇桃源开发建设有限公司	1.71	1 年以内	4.87	往来款
陶瓷科技投资经营有限公司	1.32	1 年以内	3.75	往来款
合　计	**22.90**	--	**65.13**	--

资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司存货106.51亿元，同比下降3.28%，主要系主要系陶瓷文化创意园区项目开发成本因景德镇新成建设出表剥离以及部分项目开发成本结转导致开发成本下降所致；其中收储土地占31.23%、开发成本占39.17%、开发产品占15.09%，三者合计占比85.50%；收储土地主要是公司以四大资产管理公司收购的债权向景德镇市改制企业清收所得及行政划拨土地资产；开发成本主要系园区开发、基础设施建设、房地产开发等发生的成本；开发产品主要系已竣工验收、拟对外销售或出租的房地产项目。公司对存货计提跌价准备0.05亿元。

截至2017年底，公司非流动资产214.46亿元，同比增长14.02%，主要系可供出售金融资产、固定资产及其他非流动资产增长所致；以可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和其他非流动资产为主。

截至2017年底，公司可供出售金融资产12.63亿元，同比增长148.30%，主要系公司对景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）（以下简称“景德镇棚改中心”）货币出资7.50亿元所致。

截至2017年底，公司投资性房地产24.77亿元，同比增长17.81%，主要系子公司景德镇古镇投资将4.22亿元出租已完工开发项目由存货中转入所致，该部分权证尚在办理中。

截至2017年底，公司固定资产85.14亿元，同比增长6.95%，主要系朝阳异地搬迁项目及景德镇市国际会展中心自在建工程转入所致；构成主要为房屋建筑物（占66.56%）及机器设备（占29.62%）。

截至2017年底，公司在建工程11.12亿元，同比下降4.51%，主要系部分项目转固所致；构成主要为基础设施建设项目（占52.97%）及煤化工在建项目（占27.44%）。跟踪期内，公司多个在建工程及前期在建项目继续投入。

截至2017年底，公司其他非流动资产54.47亿元，同比增长18.82%，主要系公司与景德镇市财政局签订资产转让协议收购枫树山林场林

权支付预付款增长14.53亿元所致；2017年底，公司收购枫树山林场林权预付款35.48亿元，相当于其他非流动资产的65.14%。

2018年3月底，公司资产总额465.74亿元，较2017年底增长2.20%，主要系存货及其他非流动资产增长所致。从资产结构看同2017年底基本无变化。2018年3月底，公司存货111.58亿元，较2017年底增长4.75%；公司其他非流动资产57.52亿元，较2017年底增长5.60%。

跟踪期内，公司资产规模持续扩大，随着公司其他应收款因子公司剥离下降及对外投资、在建工程持续投入，公司流动资产占比持续下降；公司资产以应收账款、其他应收款、存货、固定资产和其他非流动资产为主，存货中土地资产、基础设施建设形成的开发成本和已竣工验收、拟对外销售或出租的房地产（含安置房）项目成本占比较高，应收类款项规模较大，对公司资金形成一定占用。整体看，公司资产流动性一般，资产质量尚可。

2．负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益合计137.40亿元，同比增长8.19%，主要系少数股东权益增长所致。2017年底，公司所有者权益主要由实收资本（占45.12%）、资本公积（占29.67%）、未分配利润（占16.90%）及少数股东权益（占25.48%）构成。由于每年分配股利（公司2017年分配股利4.26亿元，由景德镇市财政局收缴），公司未分配利润为负且持续增长，2017年公司未分配利润-3.63亿元。

截至2018年3月底，公司所有者权益138.62亿元（含少数股东权益35.92亿元），较2017年底增长0.88%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致；公司所有者权益结构变化较小。

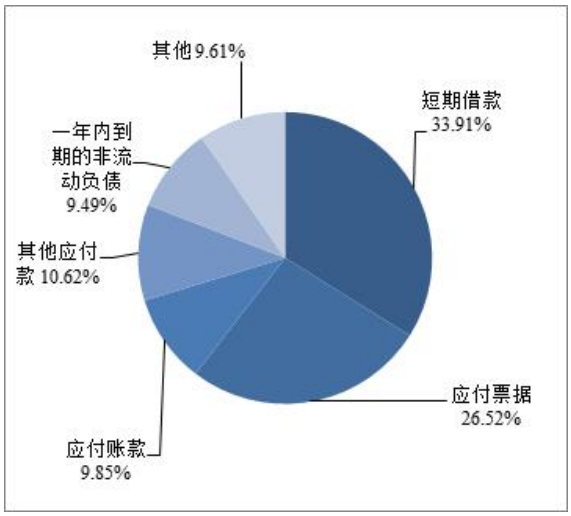
总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2017年底，公司负债合计318.29亿元，同比增长1.44%；其中流动负债占57.97%，非流动负债占42.03%。

2017年底，公司流动负债184.50亿元，同比增长1.51%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债增长所致；以短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

图7　截至2017年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2017年底，公司短期借款62.57亿元，同比增长25.16%，主要系信用借款和质押借款增长所致；构成以信用借款（占20.74%）、质押借款（占29.16%）和保证借款（占43.84%）为主，三者合计占比93.74%。

2017年底，公司应付票据48.93亿元，同比下降3.54%，主要系国内信用证完成支付结算所致；公司应付票据全部由银行承兑汇票构成，短期偿付压力较大。

2017年底，公司应付账款18.17亿元，同比增长8.74%，主要系1年以内应付账款因未结算工程款增长所致。从账龄来看，1年以内占69.86%，1~2年占13.43%，2~3年占6.22%，3年以上占10.49%，公司应付账款以短期为主。

2017年底，公司其他应付款19.60亿元，同比下降45.39%，主要系公司偿付景德镇市土地储备中心、景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室借款合计14.00亿元所致。从构成来看，主要是与政府部门及客户间的往来款。

2017年底，公司一年内到期的非流动负债

17.51亿元，同比增长111.19%，主要系企业债“11景德镇国资债/11景德镇”及“13景国资债/PR景国资”2018年需偿付到期本金6.40亿元所致，其中“11景德镇国资债/11景德镇”债券余额4.00亿元已经于2018年3月到期兑付。从构成来看，全部为上述两笔债券到期本金及一年内到期的长期借款。

2017年底，公司非流动负债合计133.79亿元，同比增长1.36%，主要系长期应付款增长所致；非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

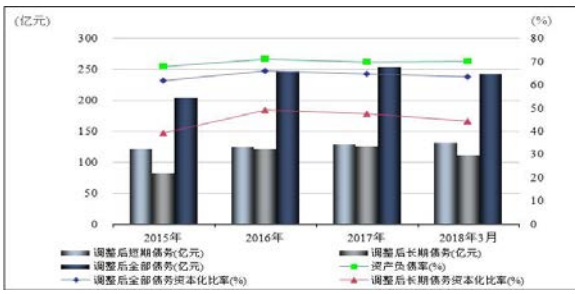
2017年底，公司长期借款57.63亿元，同比下降10.13%。全部由抵质押借款（26.23亿元、占45.52%）和保证信用借款（31.40亿元、占54.48%）构成。

2017年底，公司应付债券51.27亿元，同比增长2.30%。其中公司债券余额14.70亿元（较2016年底减少10.78亿元）、中期票据余额36.57亿元（较2016年底增长11.93亿元）。

2017年底，公司长期应付款16.49亿元，同比增长98.97%，主要系应付融资租赁款及应付对子公司景德镇市古镇投资管理有限公司的投资回购款增长所致；公司长期应付款包括应付投资回购款11.79亿元（占71.50%）和应付融资租赁款4.70亿元（占28.50%）。

2017年底，若将公司其他应付款中的有息债务计入调整后短期债务，长期应付款中的有息债务计入调整后长期债务，则公司调整后有息债务规模254.40亿元，同比增长2.77%，主要系短期借款增长所致。其中调整后短期债务占50.71%、调整后长期债务占49.29%。

图 8　公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

从债务负担指标看，2017年资产负债率、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是69.85%、64.93%、47.71%，较2016年底均有所下降。

2018年3月底，公司负债总额327.12亿元，较2017年底增长2.77%，主要系应付票据、应付债券增长（公司2018年3月发行2.00亿元私募债）所致；从构成看，流动负债和非流动负债分别占58.54%和41.46%，构成较2017年底变化不大。调整后有息债务规模242.86亿元，较2017年底下降4.54%，其中调整后短期债务和调整后长期债务分别占54.28%和45.72%。截至2018年3月底，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70.24%、63.66%和44.48%，同2017年底变化不大。

跟踪期内，公司负债总额及负债结构变化不大；有息债务规模有所增长，公司整体债务负担仍然偏重。

3. 盈利能力

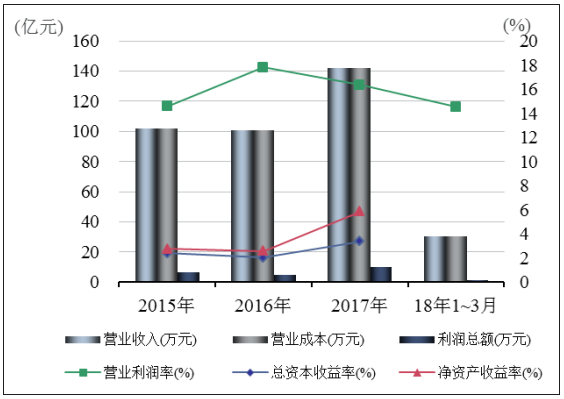
2017年，公司实现营业收入141.96亿元，同比增长41.23%，主要来自焦炭及炭黑销售额的增长。公司期间费用占营业收入的比重持续下降，2017年为12.57%，较2016年底下降3.18个百分点但仍然较高。

2017年，公司实现营业利润5.90亿元，较2016年增长230.89%。

2017年，公司实现营业外收入4.62亿元（主要由政府补助构成），同比增长40.69%，主要系公司合并景德镇陶汇投资发展有限公司（以下简称“景德陶汇”），合并成本小于景德陶汇可辨认净资产公允价值份额确认营业外收入0.87亿元以及政府补助增长所致。

2017年，公司实现利润总额10.28亿元，同比增长112.42%，政府补助是公司利润的重要组成部分。

图 9　公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2017年公司营业利润率16.36%，较2016年下降1.45个百分点，主要系公司代建项目毛利下降所致。2017年净资产收益率5.87%，较2016年上升3.29个百分点，总资本收益率3.37%，较2016年上升1.33个百分点，主要系公司炭黑销售业务大幅好转所致。

2018年1~3月，公司实现营业收入30.27亿元，相当于2017年全年的21.32%。2018年1~3月营业成本25.56亿元，相当于2017年全年的21.86%。公司获得营业外收入1.75亿元，对利润贡献大；公司2018年1~3月实现利润总额1.16亿元，为2017年全年的11.30%。

跟踪期内，在去产能、环保稽核双重影响下，公司焦炭、炭黑销售收入增长明显，炭黑业务盈利能力大幅提升，公司经营性业务盈利能力有所提升但仍然较弱；期间费用占营业收入的比重较高，对公司利润产生较大侵蚀；政府补贴对公司利润贡献程度较高。总体看，公司整体盈利状况偏弱。

4．现金流

经营活动方面，随着公司营业规模的扩大，销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长，2017年为146.74亿元；2017年公司收到其他与经营活动有关的现金7.46亿元，主要包括利息收入、往来款和政府补助。从收入实现能力看，2017年公司现金收入比103.37%，同比略有下降，公司收入实现质量较好。2017年，公司经营活动现金流出152.50亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金为主；公司支付其他与经营活动有关的现金为9.13亿元，较2016年下降16.32亿元，主要系往来款及其他支出下降所致。2017年，公司经营活动产生的现金净额5.79亿元，由净流出转为净流入。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入17.58亿元，主要由因BT项目回款及收回委托贷款合计收到现金12.07亿元构成。2017年公司投资活动现金支出55.72亿元，同比增长19.96%；主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金29.69亿元（主要为收购枫树山林场林权预付款、在建项目投入工程款）及投资支付的现金16.80亿元构成（主要为支付景德镇棚改中心投资款及对外委托贷款）。2017年，公司投资活动现金表现为净流出38.14亿元，净流出规模持续扩大。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入157.87亿元，由子公司吸收投资收到现金9.77亿元及取得借款收到现金148.10亿元构成。筹资活动现金流出117.86亿元，主要为偿还到期债务及利息所支付现金；2017年公司筹资活动产生的现金流量净额40.01亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额12.15亿元：现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金37.86亿元，主要为煤化工、房地产业务回款，另有收到其他与经营活动有关的现金24.91亿元；现金流出主要为购买商品、提供劳务支付的现金28.43亿元及支付其他与经营活动有关的现金18.71亿元。同期，公司现金收入比125.07%，收现质量良好。2018年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额-8.95亿元，现金流入主要由收回投资收到现金0.60亿元构成；现金流出方面，主要由构建购建固定资产、无形资产等支付现金9.43亿元构成。2018年1~3月，公司筹资活动产生的现金流量净额-4.69亿元；其中筹资活动现金流入18.46亿元，主要由取得借款收到现金构成；筹资活动现金流出23.15亿元，主要用于偿还债务。

跟踪期内，公司经营活动的获现能力较好，收入实现质量好；受往来款支出大幅减少影响，公司经营活动现金流由净流出转为净流入；公司投资活动现金流持续净流出，公司经营活动产生现金净额无法满足公司投资活动所需现金需求，需要对外筹资补足；考虑到公司未来在建项目支出及短期债务支付，公司对外融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为130.75%和73.02%，较2016年底均有所下降；2017年公司经营现金流动负债比为3.14%；剔除受限资金后的现金类资产60.81亿元，调整后短期债务规模129.01亿元，公司现金类资产对调整后短期债务的保障能力弱。截至报告出具日，公司存续期债券余额66.00亿元（见表15），公司2018年尚需兑付2.40亿元债券本金。2018年3月底，公司现金类资产70.49亿元，若同时将短期债务考虑在内，2018年公司面临134.23亿元短期债务支出，公司面临较大的短期支付压力。整体看，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力看，2017年公司EBITDA为22.03亿元，同比上升40.35%，调整后全部债务/EBITDA为11.55倍，该指标反映公司EBITDA对全部债务的保护能力较弱。考虑到景德镇市政府持续有力支持及公司间接融资渠道畅通，公司实际长期偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司共获得各商业银行累计授信总额195.61亿元，尚未使用额度34.74亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 对外担保

截至2018年3月底，公司对外担保余额1.23亿元，担保比率0.89%。其中390.00万元系对江西省景德镇市电影发行放映公司提供的担保，目前该公司经营正常；剩余11940.00万元系对陕西黑猫焦化股份有限公司（以下简称“陕西黑猫”）担保，陕西黑猫于2014年在上海证券交易所上市，目前该公司经营正常。整体看，公司或有负债风险很低。

7. 企业信用记录

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G1036020200015580C），截至2018年5月30日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况发生，过往债务履约情况良好。

十、存续债券偿债能力分析

截至报告出具日，公司通过存续期债券共募集资金70.80亿元，其中待偿还债券本金合计66.00亿元。2017年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为待偿还债券合计本金的2.40倍和0.09倍。2017年底，公司EBITDA为待偿还债券合计本金的0.33倍。

公司存续期债券的到期兑付时间统计情况见下表15，公司分别需在2020年和2021年集中偿付20.40亿元和23.80亿元本金。

表15 截至报告出具日公司存续期债券2018~2022年到期兑付时间统计（单位：年、亿元）

债券简称	期限	发行金额	尚需偿付本金	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
13 景国资债/PR 景国资	7	12.00	7.20	2.40	2.40	2.40	--	--
14 景国资 MTN001	5	5.00	5.00	--	5.00	--	--	--
15 景德 01	7(5+2)	5.00	5.00	--	--	5.00	--	--
15 景国资 MTN001	5	5.00	5.00	--	--	5.00	--	--
15 景国资 MTN002	5	8.00	8.00	--	--	8.00	--	--
16 景德 01	7(5+2)	5.00	5.00	--	--	--	5.00	--
16 景国资 MTN001	5	2.50	2.50	--	--	--	2.50	--
16 景国资 MTN002	5	4.30	4.30	--	--	--	4.30	--

17 景国资 MTN001	5	2.00	2.00	--	--	--	--	2.00
17 景国资 MTN002	5	10.00	10.00	--	--	--	--	10.00
18 景德 01（私募债 150178.SH）	5(3+2)	2.00	2.00	--	--	--	2.00	--
18 景国资 MTN001	5(3+2)	8.00	8.00	--	--	--	8.00	--
18 景国 01（143614.SH）	3	2.00	2.00	--	--	--	2.00	--
合　计	--	**70.80**	**66.00**	**2.40**	**7.40**	**20.40**	**23.80**	**12.00**

注：“15景德01”、“16景德01”期限为7（5+2），上表假设这两个债项于第5年兑付；“18景德01（私募债150178.SH）”、“18景国资MTN001”期限为5(3+2)，上表假设这两个债项于第3年兑付。

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2017年公司EBITDA和经营活动现金流入量对2020年需集中偿付的20.40亿元到期债券本金覆盖倍数分别为1.08倍和7.76倍，对2021年需集中偿付的23.80亿元到期债券本金覆盖倍数分别为0.93倍和6.65倍。

整体看，公司经营活动现金流入量对存续债券需集中偿付的本金覆盖程度较高。

另外，“13景国资债/PR景国资”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（2017）第0502号，和赣地源[2017]（景土估）字第0502号，房产总价19.42亿元，土地总价5.23亿元。

“13景国资债/PR景国资”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19.42亿元的房产，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。

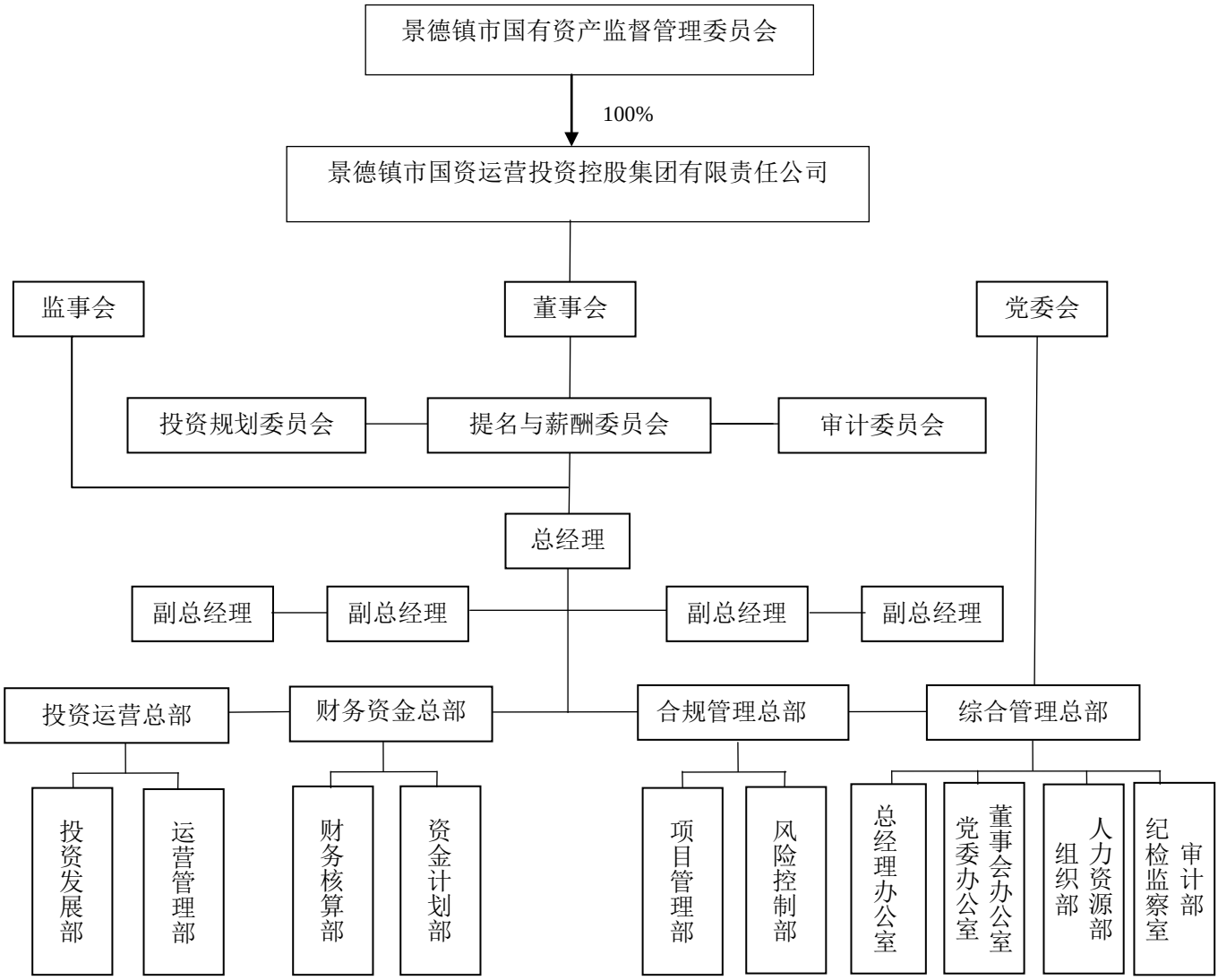
“13景国资债/PR景国资”抵押资产总价值24.65亿元，为“13景国资债/PR景国资”剩余本金7.20亿元的3.42倍，高于警戒线（2.00倍），覆盖程度良好。

联合资信认为，“13 景国资债/PR 景国资”提供抵押担保的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、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，评级展望为稳定，并维持“13景国资债/PR景国资”、“14景国资MTN001”、“15景国资MTN001”、“15景国资MTN002”、“16景国资MTN001”、“16景国资MTN002”、“17景国资MTN001”、“17景国资MTN002”、“18景国资MTN001”的信用等级为AA。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	71.74	66.34	70.96	70.49
资产总额(亿元)	393.66	440.77	455.69	465.74
所有者权益(亿元)	126.18	127.00	137.40	138.62
短期债务(亿元)	110.37	109.01	129.01	131.83
调整后短期债务(亿元)	122.37	125.01	129.01	131.83
长期债务(亿元)	81.82	114.24	108.90	111.03
调整后长期债务(亿元)	82.22	122.53	125.39	127.24
全部债务(亿元)	192.18	223.25	237.91	242.86
调整后全部债务(亿元)	204.59	247.54	254.40	259.07
营业收入(亿元)	101.68	100.52	141.96	30.27
利润总额(亿元)	6.41	4.84	10.28	1.16
EBITDA(亿元)	17.55	15.70	22.03	--
经营性净现金流(亿元)	-16.65	-16.38	5.79	12.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.37	4.19	5.09	--
存货周转次数(次)	0.94	0.76	1.08	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.24	0.32	--
现金收入比(%)	101.66	109.01	103.37	125.07
营业利润率(%)	14.59	17.80	16.36	14.53
总资本收益率(%)	2.38	2.05	3.37	--
净资产收益率(%)	2.77	2.57	5.87	--
长期债务资本化比率(%)	39.34	47.36	44.21	44.48
调整后长期债务资本化比率(%)	39.45	49.10	47.71	44.48
全部债务资本化比率(%)	60.37	63.74	63.39	63.66
调整后全部债务资本化比率(%)	61.85	66.09	64.93	63.66
资产负债率(%)	67.95	71.19	69.85	70.24
流动比率(%)	133.20	139.02	130.75	128.74
速动比率(%)	74.33	78.43	73.02	70.47
经营现金流动负债比(%)	-9.49	-9.01	3.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.95	14.22	10.80	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	11.66	15.77	11.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	2.07	2.93	--

注：1、2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2.调整后短期债务=短期债务+其他应付款中有息债务+其他流动负债中有息债务；3.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；4.调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=【(本期/前 n 年)^（1/(n1)）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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1　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 4-2　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 4-3　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。