

信用等级公告

联合[2017] 471 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及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

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

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年四月五日



景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2017年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 2 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次性还本付息

募集资金用途: 用于偿还到期债务

评级时间: 2017 年 4 月 5 日

财务数据:

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	46.33	48.54	71.74	74.94
资产总额(亿元)	287.94	344.61	393.66	442.37
所有者权益(亿元)	92.86	114.48	126.18	132.90
短期债务(亿元)	97.30	104.73	110.37	108.90
长期债务(亿元)	33.74	46.37	81.82	112.72
全部债务(亿元)	131.04	151.10	192.18	221.63
营业收入(亿元)	112.12	113.01	101.68	66.28
利润总额(亿元)	1.94	4.95	6.41	1.72
EBITDA(亿元)	11.53	14.19	17.55	--
经营性净现金流(亿元)	-7.65	22.06	-16.65	-15.24
营业利润率(%)	14.15	16.20	14.59	14.70
净资产收益率(%)	1.13	1.79	2.77	--
资产负债率(%)	67.75	66.78	67.95	69.96
全部债务资本化比率(%)	58.53	56.89	60.37	62.51
流动比率(%)	105.48	104.78	133.20	150.72
经营现金流动负债比(%)	-5.19	12.63	-9.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.37	10.65	10.95	--

注: 2016 年三季度财务数据未经审计。

分析师

王宇勍 葛亮

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

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”)作为景德镇市政府建立的综合性国有资产运营主体, 主要从事景德镇市公共事业和国有资产的经营管理。联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对公司的评级结果反映了公司作为景德镇市国有资产经营主体, 业务区域专营性和政府支持等方面的优势。同时, 联合资信也关注到公司债务规模快速增长, 经营流量净额波动较大, 整体盈利能力弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司未来有望成为景德镇市唯一的国有资本运营主体, 经营范围和营业收入有望进一步扩大, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较好。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性高。

优势

1. 景德镇市经济和财政实力稳步增强, 为公司提供了良好的外部发展环境。
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。
3. 公司在财政补贴、项目回购、股权划拨、收入返还等方面得到地方政府的大力支持。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。

关注

1. 公司整体盈利能力弱。
2. 2013~2015 年公司经营性净现金流波动较大。

3. 2013~2015 年公司债务规模快速增长，存在较大的短期支付压力。

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在后续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 2017年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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，于 2004 年 11 月批准设立，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”）；2016 年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 9 月底公司注册资本 62.00 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 9 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 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 9 月底，公司（合并）资产总额 442.37 亿元，所有者权益（包括少数股东权益 24.79 亿元）合计 132.90 亿元；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 66.28 亿元，利润总额 1.72

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。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2017 年注册 20 亿元的中期票据，2017 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行 2 亿元，期限 5 年。全部用于偿还到期债务。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存

款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016

年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业分析及区域经济

1. 行业概况

基础设施建设行业

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府

融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、

非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的融资政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

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

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强

力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

煤炭行业

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，无烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。无烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2015年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量占全国煤炭总产量的40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014年以来出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2015年底，全国煤矿产能总规模为57亿吨，其中有超过8亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为39亿吨，同期新建及扩产的产能为14.96亿吨。而根据国家统计局预测的2015年煤炭消费量39.52亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩17.48亿吨。

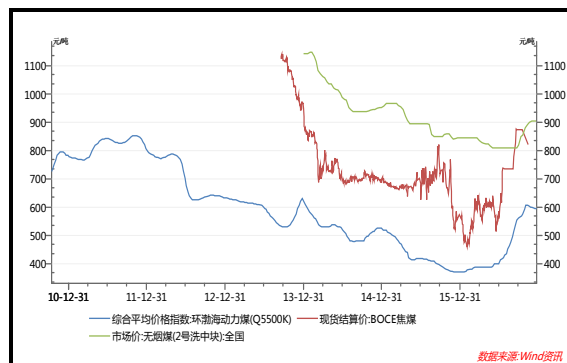
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，

但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在2013~2015年出现深度调整。

煤炭价格方面，2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种价格



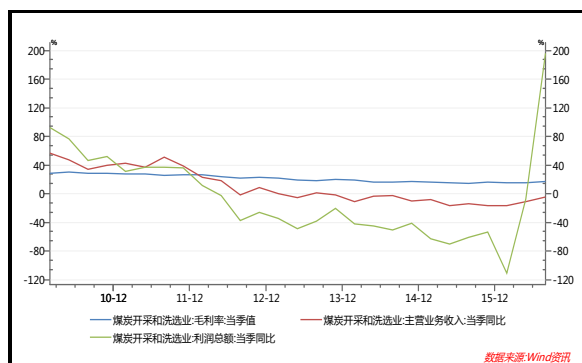
资料来源：Wind资讯

截至2015年12月31日，环渤海动力煤（Q5500K）、BOCE焦煤和无烟煤（2号洗中块）分别下降至372元/吨、574元/吨和844.20元/吨，触及近年来最低水平。2016年以来，动力煤及焦煤市场持续走强，产品价格逐步上升，截至2016年9月30日，环渤海动力煤（Q5500K）和BOCE焦煤价格分别提升至561元/吨和874元/吨，较2015年底分别上升50.81%和52.26%，无

烟煤（2号洗中块）价格较2015年底有所下降，为819.60元/吨。

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态，2016年1~9月，煤炭行业利润状况同比明显好转。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

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。矿产资源有瓷土、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

2016 年景德镇市全年实现地区生产总值 840.15 亿元，比上年增长 8.6%。其中，第一产业增加值 61.94 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 466.51 亿元，增长 7.9%；第三产业增加值 311.70 亿元，增长 10.5%。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 55.5%，第三产业增加值占比为 37.1%。非公有制经济增加值 469.22 亿元，比上年增长 8.6%，占地区生产总值比重 55.8%。

2016 年景德镇市全年全部工业增加值 408.48 亿元，比上年增长 8.0%。规模以上工业增加值 276.38（不含军工涉密企业）亿元，增长 8.5%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有企业下降 8.9%，集体企业增长 0.8%，股份制企业增长 8.0%，外商及港澳台商投资企业增长 4.4%，其他经济类型企业增长 9.2%。在规模以上工业中，十大战略性新兴产业实现增加值 32.12 亿元，比上年增长 6.1%；六大优势产业实现增加值 202.21 亿元，增长 9.6%；陶瓷工业实现增加值 57.84 亿元，增长 10.5%。

2016 年景德镇市全年完成固定资产投资 783.64 亿元，比上年增长 13.4%。其中，民间投

资603.23亿元，增长5.0%，占固定资产投资的比重为77.0%。在固定资产投资中，第一产业投资8.64亿元，比上年增长68.1%；第二产业投资529.00亿元，增长8.5%；第三产业投资246.00亿元，增长24.1%。全年房地产开发投资42.88亿元，比上年增长56.3%。其中，住宅投资37.61亿元，增长57.9%；商业营业用房投资2.92亿元，增长22.3%。

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

2013~2015年景德镇市财政实力逐年增强，全市财政收入总计分别为92.62亿元、101.5亿元、111.56亿元，其中，公共财政预算收入分别为73.77亿元、82.15亿元、90.59亿元。

2013~2015年，景德镇市本级综合财力波动中有所增长，其中，2015年为111.62亿元。2015年，景德镇市财政一般公共预算本级收入为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%，景德镇市财政收入稳定性一般。

表1 2013~2015年景德镇市本级财政实力情况（单位：万元、%）

地方财力（2015年度）	2013年	2014年	2015年
（一）地方一般公共预算本级收入	198848	213000	220100
1、税收收入	114490	127000	127300
2、非税收入	84358	86000	92800
（二）转移支付和税收返还收入	581773	641000	715600
1、一般性转移支付收入	359384	407800	457400
2、专项转移支付收入	195846	206700	231500
3、税收返还收入	26543	26500	26700
（三）国有土地使用权出让收入	240872	131400	170700
1、国有土地使用权出让金	222421	127500	16600
2、国有土地收益基金	11060	3900	3900
3、农业土地开发资金	496	--	200
4、新增建设用地有偿使用费	6895	--	--
（四）预算外财政专户收入	5496	6800	9800
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1026989	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%。债务负担较重。

综合来看，景德镇市经济和财政实力稳步增强，本市及政府债务水平较高。

表2 2015年景德镇市本级政府债务余额表（单位：万元）

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）地方一般公共预算本级收入	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：景德镇市财政局

未来发展规划

未来景德镇市将加快培育壮大高新技术陶瓷及创意、航空、生物和新医药、光伏、清洁汽车及动力电池、LED半导体照明、现代农业和有机食品等八大战略性新兴产业。到2015年，力争使战略性新兴产业达到2000亿产值的规模。

在城市建设方面，景德镇市将对接环鄱阳湖城市群高速通道工程，推进全市新一轮铁路、公路建设，加强航道建设，形成连接南北、沟通东西的综合运输通道格局，构建高效便捷的综合交通运输体系。以快速客运铁路和干线铁路建设为重点，加快铁路通道、重要客运设施和铁路枢纽建设，开工建设九景衢铁路、皖赣铁路新建双线、皖赣铁路既有线电气化改造、六安至景德镇铁路项目，提高铁路建设标准。完善全市骨架公路网，加快高速公路建设，提高高速公路覆盖密度，建成德昌高速公路（景德镇段）、浮祁高速公路、景德镇绕城高速公路。加强城区主通道、城镇组团快速通道、大运量地面公交系统建设，编制公共交通专项规划，优先发展城市公共交通，加强国省道升级改造，积极推进农村客运网络化和城乡公交一体化建设。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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. 企业规模

公司作为景德镇市政府重点构建的综合性国有资产运营主体，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，在景德镇市国有资产经营方面具有一定优势。

公司下属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”），经历 20 余年的发展，由一个投产初期年销售额仅有 7000 万元的单一炼焦制气企业，发展成为拥有下属企业 20 余家，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，其中江西景德镇、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 个炭黑生产基地及江西在建基地；山东菏泽有 1 个洗煤基地；江西、湖南、河南、河北有 4 个农化生产基地及贵州开阳的磷矿基地，年产焦炭 210 万吨，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。

焦化集团炭黑专业化产品主要由子公司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,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、产能位居世界第四,行业竞争实力较强。

3. 人员素质

公司高管

公司设董事长1名,为公司的法定代表人,监事会主席1名,总经理1名。

董事长吴林先生,1959年生,硕士研究生,高级经济师,中共党员。现任景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司董事长,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。

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,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。

副总经理李晓东先生,1967年出生,汉族,本科学历,中共党员。景德镇陶瓷学院毕业,高级经济师职称。历任景德镇市经济管理干部培训中心从事教务科长、景德镇市中小企业信用担保中心副主任,景德镇市中小企业担保中心主任,景德镇市华信建设投资有限公司副总经理。

潘占辉先生,1972年3月生,汉族,研究生学历,经济师,中共党员。曾任景德镇市华

力电瓷厂副厂长,景德镇市重阳水泥责任公司总经理,景德镇市国信节能科技股份有限公司总经理。现任公司副总经理、景德镇市国信宏城建设开发有限公司董事长。

截至2016年9月底,公司(本部)合计在职人员62人。其中:本科及以上学历45人;年龄结构方面,30岁以下21人,30~50岁33人,50岁以上8人。

整体看,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。

4. 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。

财政补贴

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。2013~2015年分别为2.54亿元、4.88亿元和10.82亿元,2016年1~9月公司累计获得财政资金补贴2.54亿元。

表3 公司财政补贴情况表(单位:亿元)

年份	补贴金额	主要补贴相关文件
2013年	2.54	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]7号 景高新办抄字[2013]19号 内财政(2013)248号文件 景府办抄字[2013]317号
2014年	4.88	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	10.82	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 1~9月	2.54	景公交字【2014】23号文 景高新(办)抄字党政抄告单【2014】36号 赣财建指【2013】302号 景府办抄字【2014】65号 景府办抄字【2013】26号

资料来源：公司提供

项目回购安排

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”回购情况表

(单位:亿元)

支付时间	当期应归集金额	当期归集金额
2010年	0.80	0.64
2011年	0.80	1.23
2012年	0.80	1.80
2013年	0.80	1.18
2014年	3.00	3.41
2015年	3.00	3.04
2016年	5.00	--
2017年	5.00	--
2018年	2.50	--
2019年	2.50	--
总额	24.20	11.30

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”回购情况表

(单位:亿元)

支付时间	当期应归集金额	当期归集金额
2013年	2.00	2.07
2014年	2.00	2.90
2015年	4.00	4.28
2016年	4.00	--
2017年	4.00	--
2018年	4.00	--
2019年	4.00	--
2020年	1.50	--
总额	25.50	9.25

资料来源：公司提供

2014年10月9日,考虑到上述项目属城市建设范畴,经景德镇市财政局、公司、景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室三方签署《棚户区改造项目收购义务转移协议》,由景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室(为财政局下属办公室)代替景德镇市财政局履行上述项目的后续回购义务,景德镇市财政局不再承担收购协议约定的义务,自三方签署《棚户区改造项目收购义务转移协议》后生效。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,资金足额到位。

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2016年9月底,公司实收资本已由2006年的1000万元增至620000万元,其中根据《关于同意市国资公司通过变更企业名称登记设立景德镇市国资运营投资控

股集团有限责任公司批复》(景国资发【2016】1号)2016年1~9月公司资本公积转增注册资本53.00亿元。

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,2013~2015年公司资本公积分别增加了1.90亿元、1.90亿元和3.11亿元,主要系财政拨款。

整体看,公司作为景德镇市国有资产管理、运营及投融资主体,在财政补贴、项目回购安排、国有资本投入及股权划拨、上缴收入返还等方面获得了地区政府的大力支持力。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告,截至2017年3月27日,公司无已结清及未结清的不良信贷。

六、管理分析

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9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,监事会成员5人,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,其中职工不低于监事会成员的1/3,目前监事会3人。

公司设总经理1名,副总经理4名,人选经规定程序批准后,由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责,主持并向董事会报告公司生产经营管理工作,组织实施董事会决议;拟定公司战略发展规划和年度经营计划,提交董事会审议。

2. 管理水平

从内部管理来看,公司根据自身特点建立了相应的管理制度,主要包括项目建设管理制度、财务管理制度、内部审计制度和投融资决策制度等。

公司对子公司的控制管理,在财务管理方面,统一执行《景德镇市国资运营投资控股集团有限公司财务管理办法》、《景德镇市国资运营投资控股集团有限公司会计核算办法》;在人力资源和薪酬管理方面,执行《景德镇市国资运营投资控股集团有限公司人力资源管理规定》;在产品销售方面,对主要产品的销售进行统一管理。

财务管理方面,公司根据实际情况,实行了财务人员外派制,公司制定了开支审批管理办法,财务分析(暂行)办法,财务开支审批管理办法,固定资产管理办法,货币资金管理(暂行)办法,票据管理(暂行)办法、融资管理(暂行)办法等制度,对日常费用、项目资金的运营与管理、融资工作的管理进行了有效的规范,保证资金使用的安全。制度对成本费用的控制、执行有详细规定,如员工申请借款只能在规定的范围按审批程序进行,差旅费报销有明确的标准,部分发票对明细和附件有

详细要求。对于低值易耗品和固定资产的管理，使用单位提供齐全的单据、总经理办公室负责入库登记、财务部负责记账盘点。

项目建设方面，公司坚持投资项目业主制、招投标制、监理制和合同管理制。在项目管理中，承包方选择过程严格参照《中华人民共和国招标投标法》及其它相关法律法规实行。在投资控制中，所有工程项目建设都必须编制工程（概）预算。设计单位必须根据初步设计图纸（含扩初）概（预）算定额、概算指标和费用定额等资料编制总概算（含修正总概算），报成本控制部门审批。工程建设款支付管理中，制定严格的工程款支付流程，提高工作效率。

总体看，公司法人治理结构较为健全，机构设置合理；同时建立了一整套管理制度和较好的管理机制，可满足公司日常经营管理的需

要。

七、经营分析

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。2013~2015 年公司营业收入呈波动下降态势，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。从 2013~2015 年收入贡献主体来看，焦化集团为公司贡献 90%以上的收入，主要体现在“商品销售”板块。其余业务如住宿餐饮、公共交通等对公司收入影响小。2016 年 1~9 月公司实现主营业务收入 63.23 亿元，为 2015 年的 66.13%。公司主营业务收入结构及毛利率情况详见表 6。

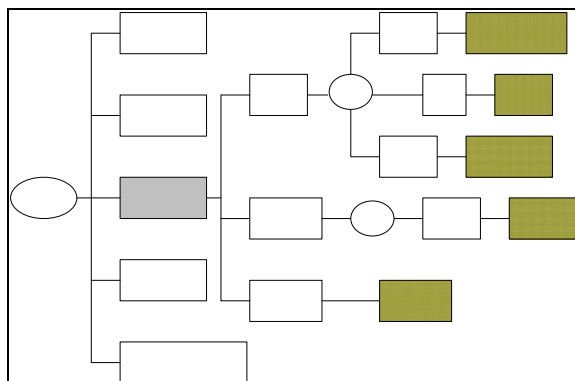
表 6 公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2013 年度			2014 年度			2015 年度			2016 年 1~9 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
商品销售	1030369.93	94.29	12.17	1017522.99	92.09	13.30	918392.30	96.04	14.64	599791.76	94.86	12.88
住宿餐饮	8354.62	0.76	74.69	8108.96	0.73	75.24	7854.51	0.82	72.95	4579.78	0.72	77.47
公共交通	5191.09	0.48	-31.33	4991.83	0.45	-63.52	4593.77	0.48	-37.83	18.02	0.00	-275.53
装卸运输	11315.12	1.04	2.19	3044.48	0.28	13.42	4795.20	0.51	6.05	11014.53	1.74	1.16
合同能源	2979.59	1.04	2.19	2856.54	0.26	26.61	2664.47	0.28	12.31	4503.18	0.71	11.92
处置不良债权	33984.44	3.11	100.00	67419.43	6.10	80.78	16466.95	1.72	43.49	12136.54	1.92	100.00
其他	562.00	0.05	9.90	948.09	0.09	31.96	1450.11	0.15	45.49	262.60	0.04	41.74
合计	1092756.78	100.00	15.97	1104892.32	100.00	17.58	956217.31	100.00	15.36	632306.41	100.00	14.82

资料来源：公司提供

1. 煤化工及相关多元化产业

图 3 煤化工上下游关系图



资料来源：公司提供

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。焦化集团主要由炭黑产业、焦炭及相关副产品产业及复合肥产业板块构成。

焦炭及相关副产品

焦化集团煤化工产品包括焦炭、煤气及精制产品。截至 2016 年 9 月底，焦化集团煤化工产业拥有 6 座焦炉，年产焦炭 210 万吨，年外供煤气 2.47 亿立方米。

从销售单价来看，由于焦炭下游需求主要为钢铁企业，钢铁为周期性行业，下游产量及

经济周期对焦炭价格影响显著，近年来，公司焦炭价格波动很大。2013~2015 年公司焦炭销售均价持续下跌，分别为 1254.44 元/吨、1025.16 元/吨和 815.85 元/吨。2016 年 1~9 月，焦炭销售均价下降至 807.42 元/吨。

近年来焦炭价格出现持续下滑，公司焦炭销量波动下降，因此该业务板块收入持续下降。2013~2015 年，公司焦炭销售收入分别为 23.76 亿元、19.76 亿元和 14.47 亿元，毛利率分别为 4.43%、5.71%和 6.26%，毛利率上升系成本下降幅度大于收入所致。2016 年 1~9 月，公司焦炭销售收入达到 11.00 亿元，为 2015 年全年的 76.02%，毛利率 3.88%，毛利率下降主要系销售单价下降所致。

表 7 2013~2016 年 9 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	1025.16	197640.18
2015 年	177.34	815.85	144684.29
2016 年 1~9 月	136.21	807.42	109978.76

资料来源：公司提供

煤焦化上游为煤炭产业，下游需求主要来自钢铁冶炼，目前焦炭行业产能过剩，导致行业整体盈利能力偏低。同时由于钢铁行业需求与国民经济增长速度相关，受钢铁行业传导影响，存在较强的周期性。

短期内，焦化行业仍存在结构性产能过剩，行业盈利能力难以恢复。

炭黑专业化产业

焦化集团炭黑专业化产品为公司商品销售的主要部分，主要由黑猫股份生产。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。公司持有焦化集团 100%股份，焦化集团持有黑猫股份 43.59%，为黑猫股份第一大股东。

炭黑是制造轮胎的主要原料，黑猫股份目前是全国最大的炭黑生产企业，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，

产能达 98 万吨/年，位居中国第一、世界第四。黑猫股份产能逐年提升，加上下游客户多为国内大型轮胎企业，销量快速提升，但近年炭黑销售单价呈下降趋势，总体来说，该板块收入呈波动下降态势。2013~2015 年分别实现收入 48.77 亿元、52.75 亿元和 40.83 亿元，毛利率分别为 11.44%、14.36%和 14.30%；2016 年 1~9 月实现收入 26.07 亿元，占 2015 年全年的 63.85%，毛利率 11.44%，毛利率下降主要系销售单价下降所致。

表 8 2013~2016 年 9 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 1~9 月	75.35	3459.51	260672.19

资料来源：公司提供

复合肥

表 9 2013~2016 年 9 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 1~9 月	67.71	108847.40

资料来源：公司提供

焦化集团复合肥产品主要由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。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 28 万吨、25 万吨和 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。公司 2013~2015 年复合肥销售情况如表 9 所示。2013~2015 年，复合肥销售收入基本有所增长，分别为 12.40 亿元、12.76 亿元和 14.90 亿元，三年毛利率有所下降分别为 11.67%、10.92%和 9.23%。2016 年 1~9 月为

10.88 亿元，毛利率 19.79%。毛利率上升系销售上涨所致。

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，2013 年焦化集团煤气销量达到 2.80 亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入--商品销售）2.69 亿元；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 1~9 月焦化集团销量达到 1.78 亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入--商品销售）1.31 亿元。

房地产销售

公司房地产业务的开发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”）。

国信置业承担了国资公司房地产开发相关业务，目前主要开发了国信御城小区，总建筑面积为 17.42 万平方米，其中商用房 1.61 万平方米，商品住宅 11.41 万平方米。项目分为两期实施，其中一期建筑面积 7.12 万平方米，二期建筑面积 7.39 万平方米。截至 2016 年 9 月底总体投资已达 3.86 亿元。项目资金来源均为自筹。项目采取滚动开发方式争取资金自求平衡。截至 2016 年 9 月底，一期项目已完成住房 415 套、商铺 42 间、车库 20180 平方米建设，共销售 433 套。其中一期项目中有 220 套住房于 2013 年已全部卖给市文广局御窑遗址保护项目部用于安置御窑遗址拆迁安置户，此外还有对外销售住宅、商铺及车库等。二期 15 号-16

号楼住宅 240 套、商铺 236 套、地下室 2421 平方米，已销售完成住宅 191 套、61 间。其中有 61 套住宅被房管局御窑项目部定购，安置御窑项目拆迁户，面积 6426.68 平方米。由于部分住房按揭贷款未办理完毕和二期拆迁户的购房发票暂未出具，因此部分首付款计入预收账款科目，尚无法确认收入。截至 2016 年 9 月底，国信御城小区计入预收账款 5174.36 万元。

开门子房地产为房地产开发二级资质，自主开发项目有金鼎国际、木材厂棚户区项目、康家花园一期商品房项目（9、11、5-6 号楼）、金岭阳光项目及合作开发项目金和汇景项目、金恒国际项目。

金鼎国际项目总投资 26459 万元，截至到 2016 年 9 月底，已完成投资 25509 万元，该项目已实现销售收入 20407 万元。木材厂棚户区和康家花园一期商品房项目（9、11、5-6 号楼）总投资 38951 万元，截至到 2016 年 9 月底，已完成投资 43202 万元，实现销售收入 12960 万元，计入“主营业务收入-商品销售”科目。

金岭阳光项目总投资 7946 万元，截至 2016 年 9 月底，已完成投资 7230 万元，已销售 2.53 万平方米。金和汇景项目采取开门子房地产土地出资、合作单位现金出资合作开发的方式，项目总投资 4.5 亿，截至 2016 年 9 月底，该项目获得预收房款 1137.89 万元。金恒国际项目采取开门子房地产土地出资、合作单位现金出资合作开发的方式，项目总投资 4 亿，截至 2016 年 9 月底，预收房款 4629.58 万元，以上项目因部分住房按揭贷款尚未办理完毕，购房发票暂未出具等原因，将预收房款计入“预收账款”科目。

2. 公用事业

城市公交

公司下属子公司景德镇市公共交通公司（以下简称“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 2013~2016 年 9 月的运营情况，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。2016 年公交公司进行改制，该板块后续不会再产生收入，目前公司车辆等资产还未剥离，后续方案待确定。

表 10 2013~2016 年 9 月公交公司运营情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 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

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 11 2013~2016 年 9 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 1~9 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

基础设施建设

公司基础设施建设业务主要为 BT 项目即棚户区改造项目，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。

公司部分 BT 项目由景德镇市古镇投资管理有限公司建设，该部分项目成本计入“存货”科目，每年按照回购款金额确认收入并相应结转成本，其余 BT 项目支出计入“长期应收款”，获得回款后直接将其冲减，在公司损益表中，

项目未完工前暂不体现成本及收入，项目全部移交后，回购款项总额超出项目总投资额和投资资金利息的部分作为代建费收入计入利润表。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。

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。2013~2015 年，公司处置不良债权实现收入 3.40 亿元、6.74 亿元和 1.65 亿元。截至 2016 年 9 月底，公司已累计达成 30 个资产包收购协议，合计债权总额 67.2 亿元（含不良债权原值及债权存续期利息），收购成本不超过 10 亿元，处置债权总额 33.01 亿元。

4. 未来发展

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、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013~2015 年度财务合并报表，由大信会计师事务所有限公司对公司报表

进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年前三季度财务报表未经审计。

2013~2015 年，公司新纳入合并财务报表范围的子公司有 7 家，不再将景德镇市国信创业投资管理有限公司和景德镇陶瓷交易所有限公司纳入合并范围。2016 年 1~9 月，新纳入合并范围子公司 1 家。新增子公司规模均较小，公司财务数据具有可比性。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 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。

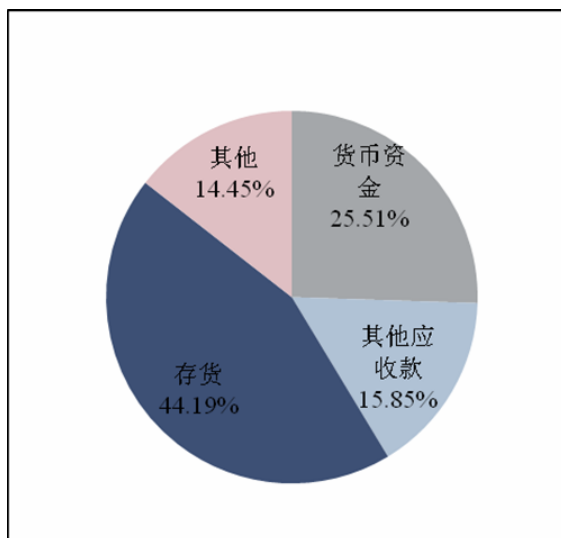
截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 442.37 亿元，负债总额 309.47 亿元，所有者权益合计 132.90 亿元；2016 年 1~9 月公司实现营业收入 66.28 亿元，利润总额 1.72 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模呈快速增长趋势，年均复合增长 16.93%，主要系货币资金、其他应收款、存货、投资性房地产和其他非流动资产的增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额 393.66 亿元，流动资产和非流动资产分别占 59.34%和 40.66%。

流动资产

图4 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。

2013~2015 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 22.57%，主要来源于货币现金、其他应收款和存货的大幅增长。截至 2015 年底，公司流动资产为 233.59 亿元。

2013~2015 年，公司货币资金大幅增长，年均复合增长 38.17%，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，受限比率较高。

2013~2015 年，公司应收票据有所下降，年均复合下降 11.78%，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。

2013~2015 年，公司应收账款有所下降，年均复合下降 10.03%，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 82.88%，账龄较短，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

2013~2015 年，公司预付款项大幅下降，年均复合下降 34.57%，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%。

2013~2015 年，公司其他应收款大幅增长，年均复合增长 43.17%，系公司与政府部门往来款，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 70.61%，1~2 年的其他应收款占 7.45%，2~5 年占比 17.39%，5 年以上占比 4.55%，账龄较长，前五名欠款单位合计占比 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: 亿元、%)

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

2013~2015 年，随着公司业务规模扩张，公司存货规模有所扩大，年均复合增长 24.72%，2015 年底存货净值合计 103.23 亿元，主要是子公司房地产公司开发成本、物流园土地一级开发成本和部分公司 BT 项目的开发成本（合计 55.08 亿元）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

2013~2015 年，公司非流动资产年均复合增长 9.93%，主要来源于投资性房地产和其他非流动资产的增长。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。

2013~2015 年，公司长期应收款有所下降，年均复合下降 4.41%，截至 2015 年底合计 12.40 亿元，主要系公司两支企业债券募投项目的部分 BT 项目款。

2013~2015 年，公司长期股权投资大幅下降，年均复合下降 64.78%，主要系处置江西银行景德镇分行股权；截至 2015 年底为 1.36 亿元，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。

2013~2015 年，公司投资性房地产大幅增长，年均复合增长 82.06%，截至 2015 年底公司投资性房地产 21.90 亿元，主要为公司对外出租的商铺、办公楼和厂房等，该部分租赁收入计入“其他业务收入”。

2013~2015 年，公司固定资产略有增长，年均复合增长 2.82%，截至 2015 年底为 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。

2013~2015 年，公司在建工程略有下降，年均复合下降 1.94%。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。

2013~2015 年，公司无形资产有所下降，年均复合下降 4.28%，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%。

2014~2015 年，公司其他非流动资产有所增长，截至 2015 年底为 15.64 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。其他为预付土地款、预付工程款以及预缴契税等。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 442.37 亿元，较上年底增长 12.37%。其中，流动资产占 63.13%，非流动资产占 36.87%，较 2015 年底流动资产占比提高。截至 2016 年 9 月底，公司流动资产合计 279.29 亿元，较上年底增长 19.56%，主要是应收账款和其他应收款的增加

所致。截至 2016 年 9 月底，公司应收账款合计 17.59 亿元，较上年底增长 46.64%，主要为焦化集团新增贸易款；同期存货合计 109.36 亿元，较上年底增长 5.94%，其他应收款合计 62.24 亿元，同比增长 68.08%，增长主要为公司垫付工程款以及往来款增长。截至 2016 年 9 月底公司非流动资产合计 163.09 亿元，较上年底增长 1.89%，主要为在建工程的增长。

总体来看，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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 16.57%，主要是少数股东权益和资本公积的增长。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%。公司未分配利润为负且规模持续扩大主要系上缴国有资本。截至 2015 年底，公司资本公积 92.57 亿元，年均复合增长 13.13%，主要是 2014 年公司控股公司景德镇金鼎实业发展有限公司清产核资，资产增值 15.16 亿元以及 2015 年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 9 月底，公司所有者权益合计 132.90 亿元，较上年底上升了 5.33%，实收资本增至 62.00 亿元，系资本公积转增所致；另外公司子公司收到圳正盈基金公司古镇 1 号基金 6.80 亿元（期限 5+2，到期由公司回购，如出现资金缺口，由景德镇市财政局补足），以及子公司收到中国农业发展银行重点建设基金 1.00 亿元，计入“资本公积”科目。

综合看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，公司所有者权益较稳定。

负债

随着公司业务的扩大，公司负债规模年均复合增长 17.10%。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。

2013~2015 年，公司流动负债规模略有增长，年均复合增长 9.07%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 175.37 亿元，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。

2013~2015 年，公司短期借款年均复合下降 6.91%，截至 2015 年底，公司短期借款为 55.13 亿元。

2013~2015 年，公司应付票据有所增长，年均复合增长 31.96%，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，2013~2015 年，年均复合增长 15.23%。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	12.21	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	20.78	--

资料来源：根据公司审计报告编制。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 39.01%。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。

2013~2015 年，公司长期借款大幅增长，年均复合增长 74.10%，截至 2015 年底，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 24.37%，抵押借款占 51.08%。

2013~2015 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 43.21%，截至 2015 年底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 年和 2015 年（两期）发行的中票和一期私募债（5 亿元，年限 5+2）。

从有息债务来看，2013~2015 年，公司全部债务、短期债务和长期债务均有所增长，截至 2015 年底，公司全部债务 192.18 亿元，其中短期债务 110.36 亿元，长期债务 81.82 亿元。从债务指标来看，公司资产负债率和长期债务资本化比率均有所增长，截至 2015 年底分别为 67.95% 和 39.34%。全部债务资本化比率波动增长，截至 2015 年底为 60.37%。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 309.47 亿元，较上年底增长 15.70%，主要是其他应付款、长期借款和应付债券（两期中期票据，一期超短期融资券及一期私募债（5 亿元，年限 5+2））增长所致。从结构来看，流动负债占比 59.88%，非流动负债占比 40.12%，较上年底流动负债占比下降。截至 2016 年 9 月底公司全部债务合计 221.63 亿元，较上年底增长 15.32%，其中短期债务占比 49.14%，长期债务占比 50.86%。截至 2016 年 9 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，分别为 69.96%、62.51% 和 45.89%。

总体来看，2013~2015 年公司债务负担逐年加重。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入波动下降，三年分别实现营业收入 112.12 亿元、113.01 亿元和 101.68 亿元，三年复合下降 4.77%。2013~2015 年，公司营业利润率分别为 14.15%、16.20% 和 14.59%，波动上升。

2013~2015 年公司期间费用分别为 12.35 亿元、13.74 亿元和 17.15 亿元，上升主要系管理费的增长。期间费用占营业收入的比重由

2013 年的 11.02% 上升到 2015 年的 16.86%。扣除各项期间费用后公司三年分别实现营业利润 -0.32 亿元、0.19 亿元和 -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为 10.82 亿元。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，公司总资本收益率有所上升，净资产收益率波动上升，2015 年底分别为 2.38% 和 2.77%。

2016 年 1~9 月公司收入合计 66.28 亿元，相当于 2015 年全年的 65.18%，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 14.70%，较 2015 年上升 0.11 个百分点。

2013~2015 年公司营业收入略有下降，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。

5. 现金流

公司经营活动现金流量以商品销售所形成的现金流为主，2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 115.89 亿元、118.44 亿元和 103.37 亿元，基本来自于焦化集团，三年现金收入比分别 103.36%、104.80 亿元和 101.66%，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，2013~2015 年分别为 17.72 亿元、10.94 亿元和 13.26 亿元。公司购买商品、接受劳务支付的现金波动下降，2013~2015 年分别为 110.19 亿元、74.03 亿元和 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，2013~2015 年分别为 21.74 亿元、22.55 亿元和 23.31 亿元。2013~2015 年，公司经营活动产生现金流量净额分别为 -7.65 亿元、22.06 亿元和 -16.65 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入较少，以流出为主。2013~2015 年，投资活动产生的现金流入有所增加，分别为 0.55 亿元、1.31 亿元和 12.87 亿元，增长主要系 2014 年和 2015 年分别新增收回投资收到的现金 0.70 亿元和

11.35 亿元,2015 年金额较大系 BT 回购款放入科目核算所致。2013~2015 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波动下降,分别为 17.34 亿元、11.26 亿元和 14.37 亿元,为生产设备构建款。2013~2015 年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -29.48 亿元、-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(包括发行债券收到现金),2013~2015 年公司取得借款收到现金分别为 106.61 亿元、101.64 亿元和 139.85 亿元,吸收投资收到现金分别为 0.42 亿元、10.22 亿元和 14.27 亿元,主要为子公司股东增资收到的现金。公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主,三年分别为 75.77 亿元、112.40 亿元和 98.28 亿元。筹资活动产生的现金净额分别为 43.36 亿元、-5.11 亿元和 44.40 亿元。

2016 年 1~9 月,公司经营活动产生的现金流入合计 94.13 亿元,其中大部分为销售商品、提供劳务收到的现金(67.83 亿元);同期公司经营活动现金流出合计 109.37 亿元,其中 61.35 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 40.66 亿元。当期公司经营活动现金流净额合计 -15.24 亿元。2016 年 1~9 月公司投资活动现金流入合计 1.70 亿元,投资活动现金流出合计 6.24 亿元,投资活动产生的现金流量净额 -4.55 亿元。2016 年 1~9 月公司筹资活动现金流入合计 65.41 亿元,主要为取得借款收到的现金,14.57 亿元为吸收投资收到的现金,为 2016 年发行两期中期票据、超短期融资券和私募债;当期公司筹资活动现金流出合计 36.95 亿元,其中 25.71 亿元为偿还债务支付的现金,筹资活动产生的现金流量净额为 28.46 亿元。

整体来看,公司经营流量净额波动较大,2013~2015 年公司经营活动所产生的净现金流无法覆盖大规模的投资支出,公司融资压力较大。

6. 偿债能力

2013~2015 年公司流动比率和速动比率均波动增长,2015 年分别为 133.20%和 74.33%;截至 2016 年 9 月底公司流动比率与速动比率均有所上升,分别为 150.72%和 91.70%。2013~2015 年公司经营现金流流动负债比波动下降,2015 年为 -9.49%,由于公司短期债务规模大,公司存在短期支付压力。2013~2015 年,公司全部债务/EBITDA 波动下降,三年分别为 11.37 倍、10.65 倍和 10.95 倍,长期债务压力仍较大。

截至 2016 年 9 月底,公司共获得银行授信额度 167.85 亿元,已使用 127.97 亿元,间接融资渠道畅通。

截至 2016 年 9 月底,公司对外担保余额 1.20 亿元,担保比率 0.90%,为景德镇市焦化工业集团有限责任公司对陕西黑猫焦化股份有限公司提供的担保,或有负债风险较低。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 2 亿元,相当于公司 2015 年底长期债务的 2.44%,全部债务的 1.04%,对公司现有债务结构影响较小。

2015 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 67.95%、60.37%和 39.34%,本期中期票据发行后,上述指标将分别升至 68.11%、60.61%和 39.91%,债务负担较重,但考虑到本期中期票据募集资金用于偿还到期债券,本期中期票据发行后公司债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年公司经营活动现金流入量有所波动,公司经营活动现金流入量三年分别为 135.30 亿元、133.23 亿元和 117.55 亿元,为本期中期票据发行额度的 67.65 倍、66.62 倍和 58.78 倍,保障程度较好;2013~2015 年,公司经营活动现金净流量分别为 -7.65 亿元、22.06

亿元和-16.65 亿元，对本期中期票据基本无保障。

2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 11.53 亿元、14.19 亿元和 17.55 亿元，为本期中期票据发行额度的 5.77 倍、7.10 倍和 8.78 倍，对本期中期票据覆盖能力较好。

综合看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对于本期中期票据保障能力较强。

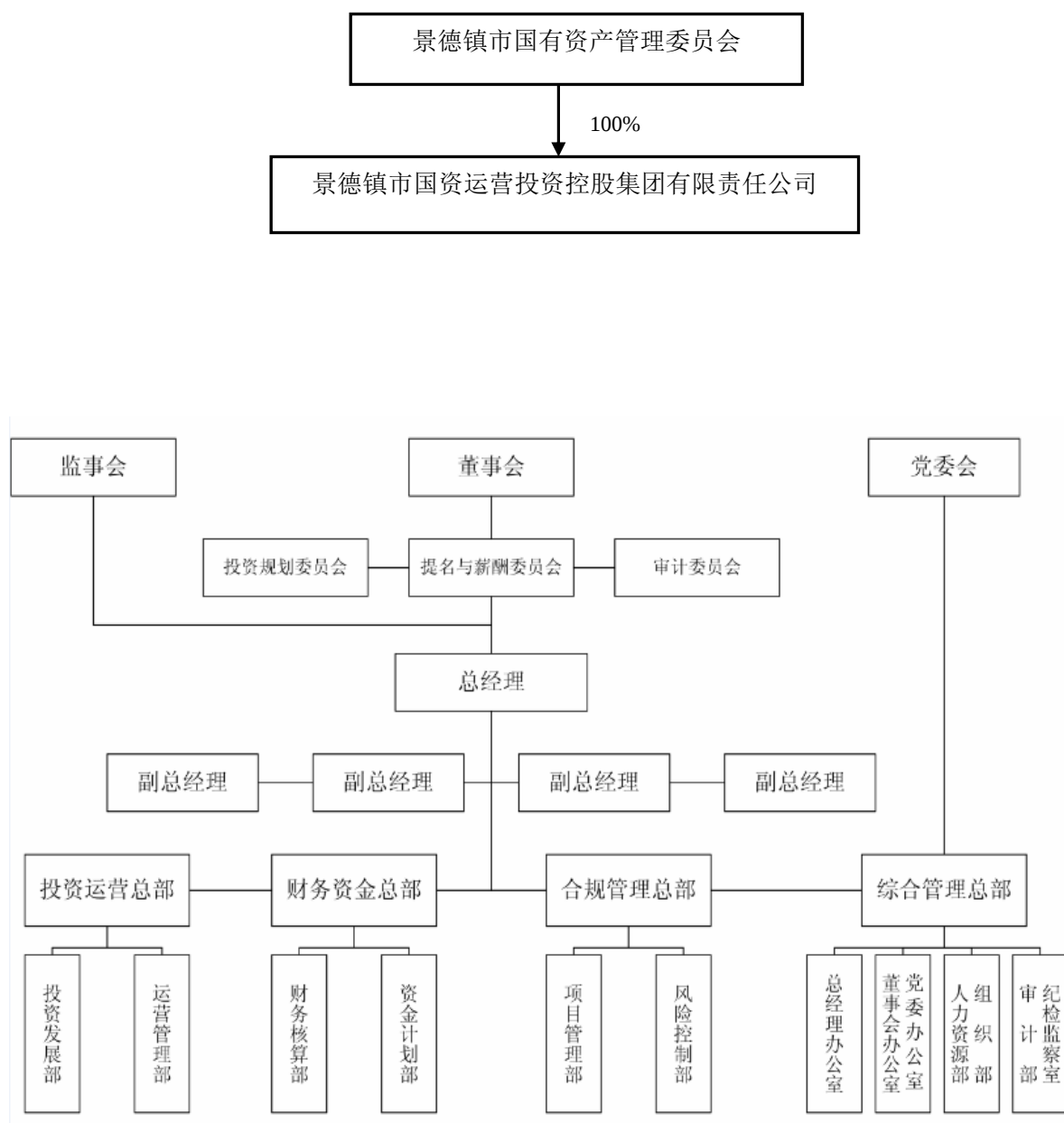
十、结论

公司作为景德镇市政府建立的综合性经营主体，历年获得政府在资金、项目回购等方面大力支持。随着景德镇市经济的稳定发展，未来公司获得外部支持力度有望持续加大。

近年来，公司主营业务收入和资产规模均保持快速增长，在经营性业务方面，公司商品销售保持较高水平，为公司提供了持续的现金流入；此外公司拥有区域专营性和较强的政府支持，但受行业特性影响，盈利能力弱。考虑到公司在景德镇市域内所具有的专营优势，以及景德镇市财政对公司的支持，公司主体信用风险很低。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

综合分析，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性高。

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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.33	48.54	71.74	74.94
资产总额(亿元)	287.94	344.61	393.66	442.37
所有者权益(亿元)	92.86	114.48	126.18	132.90
短期债务(亿元)	97.30	104.73	110.37	108.90
长期债务(亿元)	33.74	46.37	81.82	112.72
全部债务(亿元)	131.04	151.10	192.18	221.63
营业收入(亿元)	112.12	113.01	101.68	66.28
利润总额(亿元)	1.94	4.95	6.41	1.72
EBITDA(亿元)	11.53	14.19	17.55	--
经营性净现金流(亿元)	-7.65	22.06	-16.65	-15.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.80	4.29	4.37	--
存货周转次数(次)	1.44	1.28	0.94	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.36	0.28	--
现金收入比(%)	103.36	104.80	101.66	102.34
营业利润率(%)	14.15	16.20	14.59	14.70
总资本收益率(%)	2.05	2.24	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	28.83	39.34	45.89
全部债务资本化比率(%)	58.53	56.89	60.37	62.51
资产负债率(%)	67.75	66.78	67.95	69.96
流动比率(%)	105.48	104.78	133.20	150.72
速动比率(%)	60.46	59.90	74.33	91.70
经营现金流动负债比(%)	-5.19	12.63	-9.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.37	10.65	10.95	--

注：2016 年三季度财务数据未经审计。

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	
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/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

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 4-1 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。

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公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对景德镇市国资运营投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，景德镇市国资运营投资控股集团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资运营投资控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现景德镇市国资运营投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对景德镇市国资运营投资控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如景德镇市国资运营投资控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对景德镇市国资运营投资控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与景德镇市国资运营投资控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。