跟踪评级公告

联合[2017] 1940 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“17景国资MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年八月一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（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
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
17 景国资 MTN001	2.0 亿元	2022/7/10	AA	AA

评级时间：2017 年 8 月 1 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	48.54	71.74	66.34	76.90
资产总额(亿元)	344.61	393.66	440.77	456.72
所有者权益(亿元)	114.48	126.18	127.00	124.88
短期债务(亿元)	104.73	110.37	109.01	128.45
长期债务(亿元)	46.37	81.82	114.24	124.46
全部债务(亿元)	151.10	192.18	223.25	252.91
营业收入(亿元)	113.01	101.68	100.52	31.09
利润总额(亿元)	4.95	6.41	4.84	0.60
EBITDA(亿元)	14.19	17.55	15.70	--
经营性净现金流(亿元)	22.06	-16.65	-16.38	5.99
营业利润率(%)	16.20	14.59	17.80	12.66
净资产收益率(%)	1.79	2.77	2.57	--
资产负债率(%)	66.78	67.95	71.19	72.66
全部债务资本化比率(%)	56.89	60.37	63.74	66.94
流动比率(%)	104.78	133.20	139.02	144.21
经营现金流动负债比(%)	12.63	-9.49	-9.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	10.95	14.22	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王宇勋　葛 亮

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：01085679696

传真：01085679228

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”）作为景德镇最重要的国有资本综合性管理主体，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（以下简称“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，在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，跟踪期内，公司债务规模持续增长，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。

公司作为景德镇市主要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。

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，维持“17景国资MTN001”的信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内，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的主体，业务具有一定区域专营性。
3. 跟踪期内，公司在财政补贴、项目回购等方面得到地方政府的大力支持。

关注

1. 跟踪期内，公司整体盈利能力弱。
2. 跟踪期内，公司经营性净现金流持续为负。
3. 跟踪期内，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（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（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本运营主体，截至 2017 年 3 月底公司注册资本 62.00 亿元，实收资本 62.00 亿元，景德镇国资委是公司唯一股东及实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围无变化。

截至 2017 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、总经理办公室、项目管理部、审计部和董事会办公室。

截至 2016 年底，公司资产总额 440.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益 26.43 亿元）127.00 亿元；2016 年公司实现营业收入 100.52 亿元，利润总额 4.84 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 456.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益 26.79 亿元）124.88 亿元；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 31.09 亿元，利润总额 0.60 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

公司于2017年发行2.00亿元的中期票据（以下简称“本期债券”），期限为5年，每年付息一次，到期一次性还本付息。本期债券为固定利率债券。

跟踪期内，公司发行债券募集资金共2.00亿元，已全部用于偿还到期债务。

表1　截至本报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
17 景国资 MTN001	2	2	2017/7/10	2022/7/10

资料来源：联合资信整理

四、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。

固定资产投资缓中趋稳，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。

五、行业及区域经济环境

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。近些年，全国各地区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。

2. 行业政策

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筹集资金等。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，随着城投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。

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。

4. 区域经济及地方财力情况

区域经济概况

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。

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%，第二产业增加值比重为 55.5%，第三产业增加值比重为 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 年景德镇市工业生产较快增长。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 亿元，比上年增长 8.5%。在规模以上工业增加值中，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%，外商及港澳台商投资企业增长 4.4%。

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%。

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。

区域财政实力

2016年，景德镇市一般公共预算收入完成88.7亿元，完成预算的100.6%，同比小幅下降2.10%，剔除“营改增”因素，同口径增长7.2%。一般公共预算收入中，税收收入58.69亿元，剔除“营改增”因素，同口径增长3.4%；非税收入30亿元，比上年增长41%，景德镇市财政收入稳定性一般。

表 2　2014~2016 年景德镇市本级财政实力

（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算本级收入	21.30	22.01	22.62
1.税收收入	12.70	12.73	9.13
2.非税收收入	8.60	9.28	13.49
（二）转移支付和税收返还收入	64.10	71.56	83.90
1.一般性转移支付收入	40.78	45.74	52.52
2.专项转移支付收入	20.67	23.15	22.30
3.税收返还收入	2.65	2.67	9.08
（三）国有土地使用权出让收入	13.14	17.07	11.65
1.国有土地使用权出让金	12.75	16.66	10.83
2.国有土地收益基金	0.39	0.39	0.81
3.农业土地开发资金	--	0.02	0.01
4.新增建设用地有偿使用费	--	--	--
（四）预算外财政转户收入	0.68	0.98	0.55
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**99.22**	**111.62**	**118.72**

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负有担保责任的债务两部分构成。截至 2016 年底，景德镇市本级负有偿还责任的债务为 84.63 亿元，负有担保责任的债务 10.20 亿元，可能承担一定救助责任的债务 47.94 亿元，负有偿还责任的债务率为 75.58%。债务负担较重。

表 3　2016 年景德镇市本级地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：亿元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年）	金额
（一）政府负有偿还责任的债务	84.63	（一）地方一般预算收入	22.62
（二）政府负有担保责任的债务	10.20	1、税收收入	9.13
（三）政府可能承担一定救助责任的债务	47.94	2、非税收入	13.49
1.金融机构	98.77	（二）转移支付和税收返还收入	83.90
2.国际金融组织	1.65	1、一般性转移支付收入	52.52
3.外国政府	2.42	2、专项转移支付收入	22.30
4.机关	19.55	3、税收返还收入	9.08
5.融资平台公司	3.34	（三）国有土地使用权出让收入	11.65

6.公共事业单位	--	1、国有土地使用权出让金	10.83
7.其他单位	16.87	2、国有土地收益基金	0.81
8.个人	0.15	3、农业土地开发资金	0.01
9.不特定对象	--	4、新增建设用地有偿使用费	--
10.国有企业	0.02	（四）预算外财政专户收入	0.55
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	89.73	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	118.72
债务率=（地方政府债务余额/地方综合财力）×100%		**75.58%**	

资料来源：景德镇市财政局

综合来看，景德镇市经济和财政实力稳步增强，市本级政府债务水平较高。

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。

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。

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，市国资委是公司的唯一出资人和实际控制人。截至2016年底，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，公司高管人员未发生重大变化。

截至 2017 年 3 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。

跟踪期内，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。2016年和2017年1~3月分别获得补贴金额为3.25亿元和0.78亿元。

表 4　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
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	3.25	景府办抄字[2014]65 号 景财建字[2015]35 号 景财建字[2016]33 号 景高新科发字（2015）34 号 发改办高新[2014]2238 号 根据江西省财政厅赣财经指[2016]22 号
2017 年 1～3 月	0.78	景府办抄字[2014]65 号

资料来源：公司提供

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景德镇国资债”的还款来源。2016年和2017年3月企业分别回款2.9亿元和0.85亿元，计入“长期应收款”科目。跟踪期内，公司收到景德镇市人民政府对“13景德镇/13景国资债”募投项目的回购款2016年为2.75亿元，2017年暂未获得回购资金。

跟踪期内，景德镇市政府在财政补贴、项目回购等方面对公司进行支持，公司作为景德镇市最主要的国有资本运营主体，未来有望继续获取景德镇市政府稳定持续的外部支持。

4．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 2017 年 7 月 25 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。

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

公司承担着景德镇市公共事业和国有资产的经营管理职能。跟踪期内，公司主营业务收入以商品销售收入为主，其次为 BT 项目收入和处置不良债权收入等，主营业务收入总额为 96.16 亿元，较上年小幅增长。2017 年 1~3 月实现收入 31.04 亿元，以商品销售为主，未实现 BT 项目收入，其余构成与 2016 年相比变化不大。

从毛利率来看，2016年公司综合毛利率为18.53%，同比上升3.17个百分点，主要系处置不良债权收入和BT项目收入毛利率较高所致。其中公司商品销售业务、住宿餐饮、装卸运输业务毛利率略有上升；合同能源业务由于行业有所好转导致销售上升，毛利率也有所增加。2017年第一季度由于运输装卸部分毛利率大幅下降，导致当期公司整体毛利率小幅下滑至13.29%。2017年1~3月公司综合毛利率为13.29%，较2016年有所降低。

表5　2014~2016年及2017年1~3月公司主营业务收入构成表（单位：万元、%）

项目	2014 年度			2015 年度			2016 年度			2017 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
商品销售	1017522.99	92.09	13.30	918392.30	96.04	14.64	909152.34	94.55	15.77	291189.29	93.82	16.71
住宿餐饮	8108.96	0.73	75.24	7854.51	0.82	72.95	6080.24	0.63	77.07	1155.73	0.37	78.13
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	2825.39	0.29	11.61	6576.04	2.12	2.95
合同能源	2856.54	0.26	26.61	2664.47	0.28	12.31	4687.89	0.49	23.36	1427.55	0.46	17.70
处置不良债权	67419.43	6.10	80.78	16466.95	1.72	43.49	11922.21	1.24	99.45	101.85	0.03	98.05
BT 项目	--	--	--	--	--	--	25004.18	2.60	64.61	--	--	--

其他	948.09	0.09	31.96	1450.11	0.15	45.49	1885.22	0.20	35.67	9932.77	3.20	89.08
合计	**1104892.32**	**100.00**	**17.58**	**956217.31**	**100.00**	**15.36**	**961557.48**	**100.00**	**18.53**	**310383.23**	**100.00**	**13.29**

资料来源：公司提供

2．业务经营分析

煤化工及相关多元化产业

公司煤化工及相关多元化产业由景德镇市焦化工业集团有限责任公司（以下简称“焦化集团”）承担。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，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 2017 年 3 月底，焦化集团煤化工产业拥有 6 座焦炉，年产焦炭 194.29 万吨，年外供煤气 3.65 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。2014~2016 年公司焦炭销售均价于 2016 年有所回暖，分别为 1254.44 元/吨、815.85 元/吨和 1074.65 元/吨。2017 年 1~3 月，焦炭销售均价持续上升至 1673.13 元/吨。

跟踪期内，焦炭价格出现触底反弹持续上升的趋势，公司焦炭销量也有所回升，因此该业务板块收入持续增加。2016 年，公司焦炭销售收入为19.39亿元，同比增加34.02%，毛利率为9.48%，毛利率上升系成本下降而销售收入大幅增加所致。2017 年 1～3 月，公司焦炭销售收入达到 8.13 亿元，为 2016 年全年的 41.92%，毛利率 14.13%，毛利率大幅增加，主要系 2017 年一季度焦炭市场转好，销售价格上涨，原材料采购价格也相应上涨，但涨幅没有焦炭的销售价格涨幅大。

表 6　2014~2017 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）
2014 年	192.79	1025.14	197640.18
2015 年	177.34	815.85	144684.29
2016 年	180.44	1074.65	193906.23
2017 年 1~3 月	48.58	1673.13	81280.74

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。

跟踪期内，虽然焦化行业仍存在结构性产能过剩，但是2017年一季度市场行情回暖，盈利能力有所增强。

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，主要由江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）生产。黑猫股份于 2006 年 9 月在深圳交易所上市，主营业务为炭黑及其尾气的生产与销售。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，销量较为稳定。跟踪期内，该板块收入较上一年有所下降。2016 年实现收入 36.73 亿元，毛利率 16.18%；2017 年 1~3 月实现收入 12.85 亿元，占 2016 年全年的 34.99%，毛利率 20.48%，毛利率增加主要系销售单价上涨幅度高于原材料价格上涨幅度所致。

表 7　2014~2017 年 3 月炭黑销售情况表

年份	销量（万吨）	销售单价（元/吨）	销售收入（万元）
2014 年	100.30	5259.12	527469.90
2015 年	101.25	4032.89	408314.70
2016 年	102.34	3588.71	367268.38
2017 年 1~3 月	27.30	4706.89	128497.97

资料来源：公司提供

复合肥

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。公司近三年复合肥销售情况如表 8 所示。2016 年，复合肥销售收入为 12.74 亿元，同比下降 14.47%；毛利率为 19.67%，较去年增长了 10.44 个百分点，主要系复合肥生产成本下降较快所致。2017 年 1~3 月为 4.65 亿元，毛利率 10.77%。

表 8　2014~2017 年 3 月复合肥销售情况

年份	销量(万吨)	销售收入(万元)
2014 年	67.97	127647.18
2015 年	75.43	148954.36
2016 年	78.95	127393.88
2017 年 1~3 月	32.63	46460.00

资料来源：公司提供

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， 2016 年焦化集团销量达到 2.48 亿立方米，同比增加 0.08 亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入--商品销售）1.80 亿元，同比下降 0.49 亿元，主要系销售单价的下跌。2017 年 1~3 月焦化集团销量达到 0.62 亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入--商品销售）0.45 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 2017 年 3 月底总体投资已达 4.12 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 2017 年 3 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 2017 年 3 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 2017 年 3 月底，已完成投资 26027 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 2017 年 3 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 2017 年 3 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 2017 年 3 月底，该项目获得预收房款 1138 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 2017 年 3 月底，预收房款 4630 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。

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。

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。

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，其余公司自己负责的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2016年底，公司长期应收款中余额7.17亿元，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2010～2017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、7.32亿元、5.65亿元和0.85亿元。

公司BT项目详细情况见上文政府支持—回购安排部分。

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。2016 年，公司处置不良债权实现收入 1.19 亿元。截至 2017 年 3 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。

3. 未来发展

2016 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。

九、财务分析

公司提供了2014～2016年度合并财务报表，由大信会计师事务所有限公司对公司财报进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年前一季度财务报表未经审计。

2016年，公司新纳入合并财务报表范围的子公司有8家，不再将景德镇市紫晶国际旅行社有限公司纳入合并范围。2017年1~3月，无新纳入合并范围子公司。新增子公司规模均较小，公司财务数据具有可比性。

截至2016年底，公司资产总额440.77亿元，所有者权益127.00亿元；2016年公司实现营业收入100.52亿元，利润总额4.84亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额456.72亿元，所有者权益合计124.88亿元；2017年1~3月公司实现营业收入31.09亿元，利润总额0.60亿元。

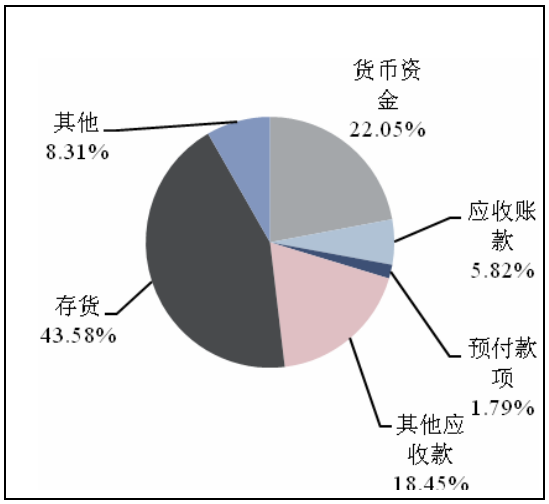
1．资产质量

截至2016年底，公司资产总额440.77亿元，其中流动资产占57.33%，非流动资产占42.67%。公司以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产252.68亿元，同比增加了8.17%。流动资产以存货（占43.58%）、应收账款（占5.82%）、货币资金（占22.05%）和其他应收款（占18.45%）为主。

截至2016年底，公司货币资金55.72亿元，同比下降6.50%，主要系公司银行存款减少所致。公司货币资金中，银行存款31.83亿元、现金65.19万元及其他货币资金23.89亿元，为焦化集团和黑猫股份银行承兑汇票保证金，受限比例高。

图1　截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司应收票据为9.85亿元，同比下降13.72%，其中银行承兑汇票9.07亿元、商业承兑汇票0.19亿元、国内信用证0.17亿元和国际信用证0.43亿元。

截至2016年底，公司应收账款为14.69亿元，同比增加22.53%，主要系焦化集团日常经营产生，煤化工产品在第四季度销量回暖，导致其应收账款的增加。从账龄结构来看，账龄在1年以内的应收账款占84.34%，账龄较短，公司为应收账款计提坏账准备1.62亿元，坏账准备计提较为充足。

表9　2016年底应收账款明细情况（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）	0.93	1年以内	5.66
中策橡胶集团有限公司	0.64	1年以内	3.86
山东玲珑轮胎股份有限公司	0.40	1年以内	2.45
兴源轮胎集团有限公司	0.31	1年以内	1.89
青岛双星化工材料采购有限公司	0.27	1年以内	1.62
合计	**2.56**	--	**15.48**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司预付款项 4.52 亿元，同比增加 14.73%，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 89.68%，账龄在 1~3 年内的预付款项占 4.48%，账龄在 3 年以上的预付款项占 5.84%。

截至 2016 年底，公司其他应收款 46.62 亿元，同比增长 25.87%，系公司与政府部门往来款，2016 年底账面余额 51.08 亿元，公司计提坏账准备 4.46 亿元。从账龄看，1 年以内的其他应收款占 75.18%，1~2 年的其他应收款占 14.03%，2~5 年占比 5.62%，5 年以上占比 5.17%，账龄较长，前五名欠款单位合计占比 65.72%，集中度较高。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10　2016年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	12.95	1 年以内	25.36	往来款
景德镇市城市建设开发投资有限责任公司	8.39	1-2 年	16.43	往来款
景德镇市财政局	6.57	1 年以内	12.86	往来款
景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司	3.00	1 年以内	5.88	往来款
景德镇市中心城昌南拓展区建设办公司	2.65	1 年以内	5.19	往来款
合计	**33.57**	--	**65.72**	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货为110.12亿元，其中收储土地33.81亿元，开发成本为51.81亿元。公司存货较上年增加6.67%，主要系不良资产处置业务中改制企业的抵债土地资产、基础设施建设形成的开发成本和开发产品的增长所致。公司对存货计提跌价准备额为0.06亿元。

截至2016年底，公司非流动资产188.08亿元，同比增长17.51%。非流动资产以固定资产（占24.37%）、投资性房地产（占11.18%）、其他非流动资产（占42.65%）及无形资产（占7.99%）为主。

截至 2016 年底，公司长期应收款为 7.17 亿元，同比大幅下降 42.22%，主要系公司收到企业债券募投项目的部分 BT 项目款。

截至 2016 年底，公司投资性房地产为 21.02 亿元，较 2015 年下降 4.00%，主要为公司对外出租的金鼎商贸广场和景德镇城区瓷都大道高新区会展中心大楼等商用房产，该部分租赁收入计入“其他业务收入”。

截至 2016 年底，公司固定资产为 79.60 亿元，较 2015 年小幅下降 0.36%，其中 52.44 亿元为房屋建筑物、25.27 亿元为机器设备。

截至 2016 年底，公司在建工程较 2015 年大幅增加 31.92%，公司在建工程账面价值 11.64 亿元，主要系朝阳黑猫搬迁项目等多个在建工程与前期在建项目的继续投入。

截至 2016 年底，公司无形资产为 15.02 亿元，同比增加 5.08%，土地使用权占公司无形资产的 96.30%。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 45.84 亿元，较 2015 年大幅增长 193.21%， 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。其他为资产收购款、预付土地款、预付工程款以及预缴契税等。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 456.72 亿元，较上年底增长 3.62%。其中，流动资产占 58.76%，非流动资产占 41.24%，较 2016 年底流动资产占比提高。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产合计 268.35 亿元，较上年底增长 6.20%，主要是应收账款和货币资金的增加所致。截至 2017 年 3 月底，公司应收账款合计 18.93 亿元，

较上年底增长 28.84%，主要为焦化集团新增贸易款；同期存货合计 115.12 亿元，较上年底增长 4.54%；其他应收款合计 42.31 亿元，同比下降 9.23%，主要为公司垫付工程款以及往来款减少。截至 2017 年 3 月底公司非流动资产合计 188.37 亿元，较上年底增长 0.15%，主要为在建工程的增长。

跟踪期内，公司资产规模增长速度快，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。

2.所有者权益及负债

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益127.00亿元，同比增长5.33%，其中少数股东权益26.43亿元。公司所有者权益中实收资本占48.82%，资本公积占30.79%，少数股东权益占20.81%。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2016年底，公司资本公积39.11亿元，同比大幅下降57.76%，主要系53.00亿元政府划拨款转增入实收资本。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 124.88 亿元，较上年底下降了 1.67%，主要为未分配利润下降所致。

跟踪期内，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

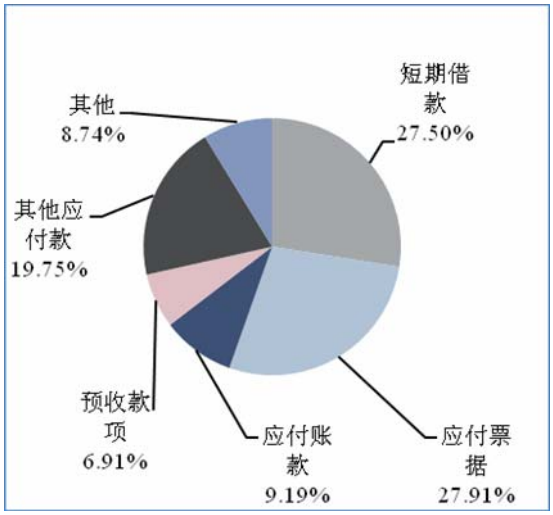
截至2016年底，公司负债总额313.77亿元，其中流动负债占57.93%，非流动负债占42.07%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比下降。

截至 2016 年底，公司流动负债为 181.76 亿元，较 2015 年增长 3.65%，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。

截至 2016 年底，公司短期借款为 49.99 亿元较 2015 年下降 9.32%，主要是信用借款、抵押借款、质押借款和保证借款组成。

截至 2016 年底，公司应付票据为 50.73 亿元，同比增加 4.70%，大部分为焦化集团银行承兑汇票。

图2　2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司应付账款为16.71亿元，较2015年增加15.49%，主要是应付施工单位的工程款增长所致。从账龄方面看，1年以内的应付账款占68.24%，1~2年的占10.79%，2~3年的占12.69%，3年以上的占8.28%。

截至2016年底，公司应付利息为1.64亿元，同比增长9.81%，主要系公司2016年新增债券应付利息所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 35.89 亿元，较 2015 年增长 19.30%，主要是公司与政府部门及客户间的往来和借款。从账龄看，1 年以内的占 54.11%，1~2 年的占 22.54%，2~3 年的占 7.12%，3 年以上的占 16.23%。

表 11　2016 年底其他应付款前五名概况

（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	8.09	借款
景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室	8.10	借款

债权人名称	欠款金额	性质或内容
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	1.68	往来款
浮梁县国有资产投资管理公司	1.73	土地款
合计	**20.78**	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债8.29亿元，同比增长22.19%，主要系一年内到期的应付债券和银行借款。

截至2016年底，公司非流动负债总额132.00亿元，同比增长43.32%。其中长期借款、应付债券分别占48.58%、37.97%。

截至2016年底，公司长期借款64.12亿元，同比大幅增加64.46%。其中质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款分别占22.51%、19.62%、43.85%和11.12%。

截至2016年底，公司应付债券50.12亿元，主要为公司发行的相关存续债券。

截至2016年底，长期应付款为8.29亿元，包括应付景德镇市古镇投资管理有限公司7.20亿元投资回购款、应付景德镇红叶陶瓷股份有限公司0.56亿元投资回购款和应付景德镇市国信宏城建设开发有限公司0.53亿投资回购款。

截至2016年底，公司专项应付款6.44亿元，同比下降13.73%，其中包括景德镇财政局专项改制资金5.64亿元，土地征收补偿款0.39亿元，陶瓷中小企业创业孵化基地专项拨款0.21亿元等。

截至2016年底，公司全部债务223.25亿元，其中短期债务和长期债务分别占48.83%和51.17%。截至2016年底，公司全部债务同比增加16.17%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

从债务指标看，受有息债务规模增长影响，2016年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为47.36%、63.74%和71.19%，较上年均有所上升。

图3　2014~2016年及2017年3月底公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

截至2017年3月底，公司负债合计331.84亿元，较上年底增长5.76%，主要是短期借款、长期借款和长期应付款增长所致。从结构来看，流动负债占比58.76%，非流动负债占比41.24%，较上年底流动负债占比上升。截至2017年3月底公司全部债务合计252.91亿元，较上年底增长13.28%，其中短期债务占比50.79%，长期债务占比49.21%。截至2017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，分别为72.66%、66.94%和49.92%。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担较重。

3．盈利能力

2016年，公司实现营业收入100.52亿元，同比下降1.14%。2016年，公司营业利润率为17.80%，较2015年增长了3.21个百分点。

2016年，公司期间费用为15.83亿元，同比下降2.88%，销售费用、管理费用和财务费用均出现下滑现象，同比分别减少6.28%、7.90%和8.71%。销售费用及管理费用主要是受煤炭行业不景气的影响，焦化集团销售规模缩减导致相关费用同步减少；债务规模增加但财务费用减少，

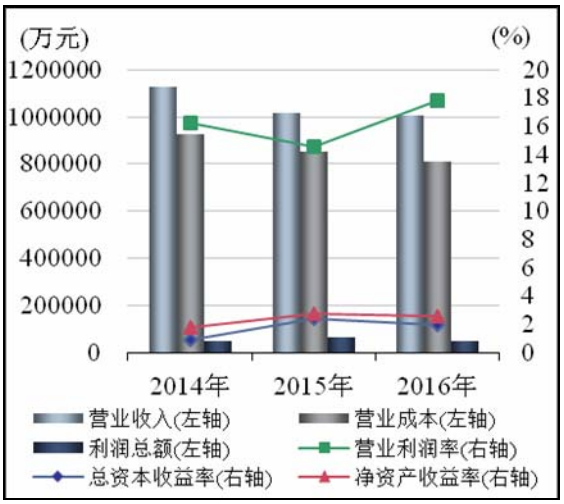
主要原因是新增债务多用于长期项目建设。期间费用占营业收入的比重由 2015 年的 16.86%下降到 2016 年的 15.75%。扣除各项期间费用后公司实现营业利润 1.78 亿元。

2016 年，公司利润总额 4.84 亿元，同比减少 24.51%。补贴收入是公司利润的重要来源。2016 年公司获得财政补贴收入为 3.25 亿元。公司补贴收入主要为增值税免税收入补贴、燃料油补贴款等。从主要盈利指标来看，公司总资本收益率与净资产收益率均有所下降，2016 年底分别为 2.00%和 2.57%。

2017 年 1~3 月公司收入合计 31.09 亿元，相当于 2016 年全年的 30.93%，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 12.66%，较 2016 年下降 5.14 个百分点。

跟踪期内，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。

图 4　2014~2016 年公司盈利水平情况



资料来源：公司审计报告

4．现金流及保障

公司经营活动现金流量以商品销售所形成的现金流为主，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 109.58 亿元，基本来自于焦化集团，2016 年现金收入比 109.01%，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，2016 年为 4.30 亿元，同比下降 67.57%，主要系公司在 2016 年 5 月完成集团组建后，运营效果较为理想，焦化集团 2016 年经营也实现由亏损转为持平，进而市政府减小了支持的力度。公司购买商品、接受劳务支付的现金有所下降，2016 年为 91.43 亿元。公司支付的其他与经营活动有关的现金有所增长，2016 年为 25.45 亿元，同比增长 9.18%。2016 年，公司经营活动产生现金流量净额为-16.38 亿元。

投资活动方面，2016 年，投资活动产生的现金流入为 26.93 亿元，同比增长 109.29%，主要为收回投资收到的现金的大幅增加。2016 年收回投资收到的现金 25.49 亿元，同比增长 124.62%，主要系收回理财投资款。2016 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为 27.94 亿元，同比大幅增长 94.42%，主要系公司从未来发展角度考虑对公司进行长期资产购建，包括为了优化焦化集团产能、整合利用资源和环境保护而进行的技术设备升级与研发投入，以及预付枫树山林场林权收购款。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-19.52 亿元，继续保持负值。

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），2016 年公司取得借款收到现金为 122.53 亿元，同比下降 12.39%。公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主，2016 年为 80.18 亿元，同比下降 18.41%。筹资活动产生的现金净额为 28.95 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入合计 47.78 亿元，其中大部分为销售商品、提供劳务收到的现金（35.57 亿元）；同期公司经营活动现金流出合计 41.79 亿元，其中 28.49 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 9.80 亿元。当期公司经营活

动现金流净额合计 5.99 亿元。2017 年 1~3 月公司投资活动现金流入合计 2.56 亿元，投资活动现金流出合计 6.87 亿元，投资活动产生的现金流量净额-4.31 亿元。2017 年 1~3 月公司筹资活动现金流入合计 35.28 亿元，主要为取得借款收到的现金 31.38 亿元；当期公司筹资活动现金流出合计 24.81 亿元，其中 19.57 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 10.47 亿元。

跟踪期内，公司收入实现质量有所提升，公司投资规模较大，但公司经营流量净额持续为负， 2016 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。

5．偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所上升，2016年底分别为139.02%和78.43%。同期，公司经营现金流动负债比为-9.01%。2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至144.21%和82.35%。公司的短期债务规模大，存在短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司全部债务/EBITDA为14.22倍，指标反映公司对全部债务的保护能力较弱，长期债务压力较大。

截至2017年3月底，公司获得银行综合授信222.90亿元，未使用额度65.07亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保余额 3.04 亿元，担保比率 2.43%。公司为江西省景德镇市电影发行放映公司、景德镇市陶汇投资发展有限公司，陕西黑猫焦化股份有限公司提供的担保，被担保单位经营状况良好，或有负债风险可控。

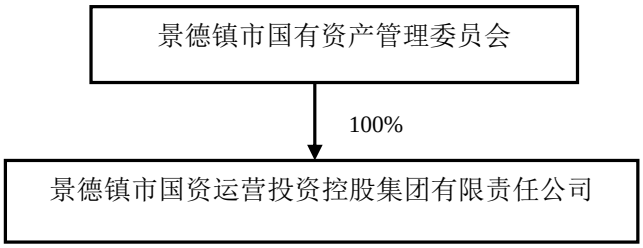
十、存续债券偿债能力分析

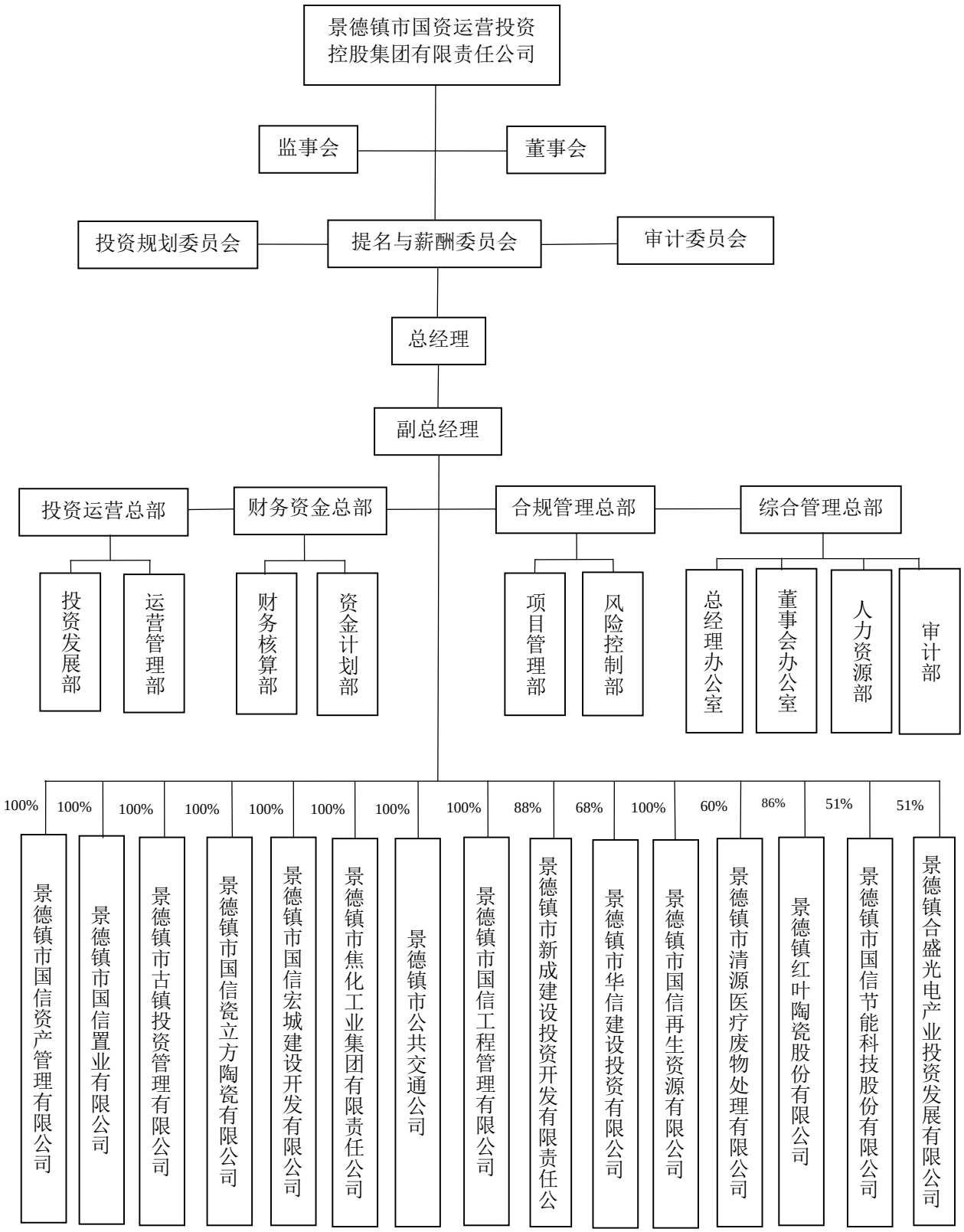
截至2016年底，公司存续债券待偿还债券本金合计52.40亿元，2017年7月，公司新发行“17景国资MTN001”。截至跟踪日，公司存续债券待偿还债券本金合计50.00亿元，其中一年内到期债券余额6.40亿元。截至2016年底公司现金类资产为66.34亿元，为一年内到期债券余额的33.17倍，2016年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为15.70亿元、114.50亿元和-16.38亿元，分别为待偿还债券本金的0.31倍、2.27倍和-0.33倍。公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力较强，EBITDA对待偿还债券本金的保障能力较弱，经营活动现金流入量对待偿还债券本金的覆盖能力较强。2016年公司经营活动现金净额对应付债券余额没有保障能力。

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，维持“17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




景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
监事会
董事会
投资规划委员会
提名与薪酬委员会
审计委员会
总经理
副总经理
投资运营总部
财务资金总部
合规管理总部
综合管理总部
投资发展部
运营管理部
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
审计部
100%
100%
100%
100%
100%
100%
100%
100%
88%
68%
100%
60%
86%
51%
51%
景德镇市国信资产管理有限公司
景德镇市国信置业有限公司
景德镇市古镇投资管理有限公司
景德镇市国信瓷立方陶瓷有限公司
景德镇市国信宏城建设开发有限公司
景德镇市焦化工业集团有限责任公司
景德镇市公共交通公司
景德镇市国信工程管理有限公司
景德镇市新成建设投资开发有限责任公
景德镇市华信建设投资有限公司
景德镇市国信再生资源有限公司
景德镇市清源医疗废物处理有限公司
景德镇红叶陶瓷股份有限公司
景德镇市国信节能科技股份有限公司
景德镇合盛光电产业投资发展有限公司

附件 2　截至 2017 年 3 月 31 日公司重要子公司情况表

单位：万元、%

序号	单位名称	级别	注册资本	经营范围	持股额度	持股比例	成立时间	取得方式
1	景德镇市国信置业有限公司	1 级	6600	房地产开发、房屋租赁、机械制造、企业管理策划	6600	100	2008 年 2 月	投资成立
2	景德镇市古镇投资管理有限公司	1 级	36000	实业投资、城市基础设施建设；房地产开发	36000	100	2011 年 8 月 25 日	投资成立
3	景德镇市国信瓷立方陶瓷有限公司	1 级	1000	陶瓷销售；陶瓷制造及物业租赁服务	1000	100	2011 年 6 月	投资成立
4	景德镇市国信节能科技有限公司	1 级	1000	节能减排、城市照明、太阳能光伏发电的运维服务管理及相关产品的推广经营、设计、咨询、工程施工；合同能源管理；节能相关技术咨询、培训	510	51	2009 年 9 月	投资成立
5	景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	1 级	10000	土地一级开发；土石方工程等	8800	88	2012 年 7 月	投资成立
6	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	1 级	7300	城市道路、土地一级开发、污水处理等	7300	100	2013 年 10 月	投资成立

7	景德镇市国信再生资源有限公司	1 级	1000	生产性废金属及其他废旧物资回收销售等	620	100	2014 年 2 月	投资成立
8	景德镇市华信建设投资有限公司	1 级	30000	土地开发、项目投资、股权投资等	20400	68	2014 年 7 月	投资成立
9	景德镇合盛光电产业投资发展有限公司	1 级	60000	土地一级开发；土石方工程等	30600	51	2009 年 7 月	投资成立
10	景德镇市焦化工业集团有限责任公司	1 级	100000	资产投资经营、管理；资本运作等	100000	100	1991 年 1 月	股权划转
11	景德镇市公共交通公司	1 级	1367	城市、城际公共客运等	1367	100	1991 年 2 月	股权划转
12	景德镇红叶陶瓷股份有限公司	1 级	15939.33	日用陶瓷、建筑陶瓷、艺术陶瓷的生产、销售及研发	13398.96	86	2008 年 4 月	投资成立
13	景德镇市清源医疗废物处理有限公司	1 级	430	医疗废物的收集、处置等	258	60	2005 年 10 月	投资成立
14	景德镇市国信资产管理有限公司	1 级	5,000	资产运营、资产处置、资产租赁、资产收购等	5,000	100	2009 年 9 月	投资成立
15	景德镇市国信工程管理有限公司	1 级	500	工程项目管理、代建；工程造价、管理咨询；企业管理咨询、技术开发、技术服务	500	100	2016 年 8 月	投资成立

注：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.54	71.74	66.34	76.90
资产总额(亿元)	344.61	393.66	440.77	456.72
所有者权益(亿元)	114.48	126.18	127.00	124.88
短期债务(亿元)	104.73	110.37	109.01	128.45
长期债务(亿元)	46.37	81.82	114.24	124.46
全部债务(亿元)	151.10	192.18	223.25	252.91
营业收入(亿元)	113.01	101.68	100.52	31.09
利润总额(亿元)	4.95	6.41	4.84	0.60
EBITDA(亿元)	14.19	17.55	15.70	--
经营性净现金流(亿元)	22.06	-16.65	-16.38	5.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.29	4.37	6.46	--
存货周转次数(次)	1.28	0.94	0.76	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.28	0.24	--
现金收入比(%)	104.80	101.66	109.01	114.40
营业利润率(%)	16.20	14.59	17.80	12.66
总资本收益率(%)	2.24	2.38	2.00	--
净资产收益率(%)	1.79	2.77	2.57	--
长期债务资本化比率(%)	28.83	39.34	47.36	49.92
全部债务资本化比率(%)	56.89	60.37	63.74	66.94
资产负债率(%)	66.78	67.95	71.19	72.66
流动比率(%)	104.78	133.20	139.02	144.21
速动比率(%)	59.90	74.33	78.43	82.35
经营现金流动负债比(%)	12.63	-9.49	-9.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	10.95	14.22	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 4　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

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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 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 5-3 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。