

信用等级公告

联合[2018] 456 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 2018 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
2018 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
二零一八年三月十三日



景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2018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：8 亿元

本期中期票据期限：3+2 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本；附
第 3 年末发行人调整票面利率选择
权和投资者回售选择权

募集资金用途：用于偿还到期债务

评级时间：2018 年 3 月 13 日

财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	48.54	71.74	66.34	81.32
资产总额(亿元)	344.61	393.66	440.77	478.79
所有者权益(亿元)	114.48	126.18	127.00	131.85
短期债务(亿元)	104.73	110.37	109.01	120.77
长期债务(亿元)	46.37	81.82	114.24	133.04
全部债务(亿元)	151.10	192.18	223.25	253.81
营业收入(亿元)	113.01	101.68	100.52	96.46
利润总额(亿元)	4.95	6.41	4.84	4.01
EBITDA(亿元)	14.19	17.55	15.70	--
经营性净现金流(亿元)	22.06	-16.65	-16.38	3.17
营业利润率(%)	16.20	14.59	17.80	12.88
净资产收益率(%)	1.79	2.77	2.57	--
资产负债率(%)	66.78	67.95	71.19	72.46
全部债务资本化比率(%)	56.89	60.37	63.74	65.81
流动比率(%)	104.78	133.20	139.02	152.04
经营现金流对负债比(%)	12.63	-9.49	-9.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	10.95	14.22	--

注：2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

喻宙宏 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

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，主要从事景德镇市国有资产的经营管理及基础设施建设。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优势明显。同时，联合资信也关注到，公司债务规模持续增长，经营性现金流量净额波动较大，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对本期中期票据覆盖程度好。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，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 近年来，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好。

关注

1. 近年来，公司整体盈利能力偏弱。
2. 近三年，公司有息债务规模增长较快，债务负担偏重，存在一定的短期支付压力。
3. 公司资产以存货和固定资产为主，存货以

土地资产、基础设施建设形成的开发成本为主，资产流动性偏弱。

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

2018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”）前身为景德镇市工业投资有限公司，于2004年11月经景德镇市人民政府办公室批准设立，设立时注册资本1000.00万元，其中景德镇市中小企业信用担保中心（以下简称“景德镇中小担保”）出资950.00万元，景德镇市企业产权交易中心出资50.00万元，持股比例分别为95.00%和5.00%。2007年4月，经景德镇市人民政府（景府办字[2007]21号）批准，景德镇中小担保和景德镇市企业产权交易中心将所持公司股权划转给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”），公司更名为景德镇市国有资产经营管理有限公司。2016年4月，经景德镇国资委（景国资发[2016]1号）批准，公司名称变更为现名。经过多次股东增资及资本公积转增注册资本，截至2017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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2017年9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9月底，公司资产总额478.79亿元，所有者权益（含少数股东权益33.37亿元）合计131.85亿元；2017年1~9月公司实现营业收入96.46亿元，利润总额4.01亿元。

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2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行8.00亿元，期限3+2年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金用于偿还到期债务。

三、宏观经济和政策环境

2016年，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，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，我国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，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）实现 2.0% 的温和上涨，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。

2017 年 1~9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了

工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我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，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入

新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业分析及区域经济

1. 城市基础设施建设行业

(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。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。

(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。

2. 区域经济概况

(1) 景德镇市经济发展情况

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,其中瓷土储量最丰富,就目前已探明的储量尚可开采300余年。

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。

2014~2016 年，景德镇市全市地区生产总值年均复合增长 6.68%，2016 年达到 840.15 亿元，同比增长 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%。三次产业结构比为 7.4: 55.5: 37.1，其中第三产业占比较 2015 年提高 1.2 个百分点。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%。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%。2016 年景德镇市全年社会消费品零售总额 300.61 亿元，比上年增长 11.5%。2016 年景德镇市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%。

2017 年景德镇市全市实现地区生产总值 878.25 亿元，比上年增长 8.8%；固定资产投资

完成 889.33 亿元，比上年增长 13.5%；全市完成房地产开发投资 45.89 亿元，比上年增长 7%；全年社会消费品零售总额 335.93，比上年增长 11.8%。

（2）景德镇市政府财力

2016 年，景德镇市一般公共预算收入完成 88.72 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 1 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）地方一般公共预算本级收入	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）预算外财政专户收入	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，本级地方政府债务率为 75.58%。债务负担重。

表2 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

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》，2017年景德镇市全市完成一般公共预算收入86.7亿元，剔除“营改增”因素，同口径增长7.7%，其中税收收入54.6亿元，剔除“营改增”因素，同口径增长14%，非税收入32.1亿元，比上年增长7.0%，全市政府性基金收入81.49亿元，同比增长322.2%；2017年景德镇市一般公共预算收入为23.0亿元，比上年实际完成数增长1.7%，剔除“营改增”因素，同口径增长7.9%，其中税收收入为7.80亿元，下降14.6%，非税收入15.20亿元，比上年增长12.7%。2017年景德镇市政府债务相关数据未获取。

总体来看，近年来景德镇市经济和财政实力稳步增强，公司外部发展环境良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2017年9月底，公司注册资本和实收资本均为62.00亿元，景德镇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，主要从事景德镇市国有资产经营管理及基础设施建设的工作，目标是提高国有资本的运营效率并实现国有资产的保值增值，公司未来有望成为景德镇市唯一的国有资本运营主体，国有资产经营方面在景德镇市具有一定的专营优势。

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，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、山西太原、河北邯郸、河北唐山、山东济宁等地拥有多个生产基地和多条湿法炭黑生产线，产能 106 万吨/年，居全国第一、世界第四，行业竞争实力较强。

3. 人员素质

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，副总经理 4 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、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 2017 年 9 月底，公司（本部）合计在职人员 58 人。其中：本科及以上学历 47 人；年龄结构方面，30 岁以下 19 人，30~50 岁 32 人，50 岁以上 7 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。2014~2016 年分别为 4.88 亿元、10.82 亿元和 3.25 亿元。2017 年 1~9 月公司获得财政资金补贴 2.86 亿元。

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。2010~2016 年共计收到回款 14.20 亿元，2017 年全年回款共计 5.01 亿元，在现金流量表“收回投资收到的现金”科目中体现。

表3 “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	2.90
2017 年	5.00	5.01
2018 年	2.50	--
2019 年	2.50	--
总额	24.20	19.21

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》, 募投项目概算总投资额22.87亿元, 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, 具体回款安排见表4, 2013~2016年共计收到回款12.00亿元, 截至2017年9月底已投资9.98亿元, 项目目前处于建设阶段。2017年收到4.00亿元回款, 回款按计划执行。

表4 “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	2.75
2017 年	4.00	4.00
2018 年	4.00	--
2019 年	4.00	--
2020 年	1.50	--
总额	25.50	16.00

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(为市财政局下属办公室)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。

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的批复》(景国资发【2016】1 号)2016 年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, 2014 和 2015 年公司资本公积分别增加了 1.90 亿元和 3.11 亿元, 主要系财政拨款。2017 年 1~9 月收到财政拨款 0.30 亿元。

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。

5. 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2月6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。

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，职工董事1名，其他董事均由景德镇国资委委任；截至2018年2月23日，公司董事会成员实为8人，其中7名系景德镇市国资委委任，1名作为职工董事由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，监事会设主席1名，由景德镇国资委从监事会成员中指定；职工监事2名，由职工代表大会选举产生；其余监事由景德镇国资委委派。监事会依法行使下列职权，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

集团有限责任公司财务管理办法》、《景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司会计核算办法》；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责任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

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。2014~2016 年，公司主营业务收入以商品销售收入为主，其次为代建项目收入和处置不良债权收入等，2016 年公司主营业务收入总额为 96.16 亿元，较上年小幅增长。2017 年 1~9 月公司实现收入 92.99 亿元，以商品销售为主，营业收入构成与 2016 年相比变化不大。

从毛利率来看，2016 年公司主营业务毛利率为 18.53%，同比上升 3.17 个百分点，主要

系处置不良债权收入和代建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 1~9 月公司主营业务毛利率为 13.55%，较 2016 年有所降低，主要系毛利较高的处置不良债权收入占比降低、毛利率较高的代建项目收入集中在 2017 年 10~12 月确认所致。

表5 2014~2017年9月公司主营业务收入构成表（单位：亿元、%）

项目	2014 年度			2015 年度			2016 年度			2017 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	101.75	92.09	13.30	91.84	96.04	14.64	90.92	94.55	15.77	88.70	95.39	13.72
住宿餐饮	0.81	0.73	75.24	0.79	0.82	72.95	0.61	0.63	77.07	0.37	0.40	76.34
公共交通	0.50	0.45	-63.52	0.46	0.48	-37.83	--	--	--	--	--	--
装卸运输	0.30	0.28	13.42	0.48	0.51	6.05	0.28	0.29	11.61	0.29	0.31	8.11
合同能源	0.29	0.26	26.61	0.27	0.28	12.31	0.47	0.49	23.36	0.28	0.30	19.36
处置不良债权	6.74	6.10	80.78	1.65	1.72	43.49	1.19	1.24	99.45	0.05	0.06	100.00
代建项目	--	--	--	--	--	--	2.50	2.60	64.61	0.16	0.18	58.00
其他	0.09	0.09	31.96	0.15	0.15	45.49	0.19	0.20	35.67	3.14	3.37	-2.41
合 计	110.49	100.00	17.58	95.62	100.00	15.36	96.16	100.00	18.53	92.99	100.00	13.55

注：公司商品销售收入包括焦炭及相关副产品、炭黑、复合肥及房地产销售收入。

资料来源：公司提供

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业由焦化集团承担。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 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 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 年以来，焦炭销售价格继续回升，焦炭平均市场价在 1500 元/吨至 2200 元/吨之间呈波动态势。

焦炭价格是影响公司焦炭销售收入的主要因素，主要受下游钢铁行业影响，钢铁为周期性行业。2014~2016 年，公司焦炭销售收入分别为 19.76 亿元、14.47 亿元和 19.39 亿元，2015 年焦炭销售收入下降的主要原因为焦炭销售单价较 2014 下降 20%左右；焦炭销售毛利率逐年增高，三年分别为 5.81%、6.17%和 9.48%。2017 年 1~9 月，公司焦炭销售收入达到 24.29 亿元，相当于 2016 年全年的 125.26%，毛利率为 8.38%，毛利率有所下降，主要系焦炭生产原料焦煤价格上涨速度相对更快所致。

表 6 2014~2017 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)
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 1~9 月	149.70	1622.48	242887.21

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。

2014~2016 年，虽然焦化行业仍存在结构性产能过剩，但是在 2017 年前三季度在去产能及环保核查的影响下，受益于公司的规模及环保投入，公司的焦炭生产的开工率基本维持在 90%以上。公司在原料煤炭采购方面维持稳定，受益于去产能及环保关停不达标企业，公司在福建、湖南等地稳定的销售渠道推动焦炭业务销售收入大幅上涨。

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 39.69%，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、山西太原、河北邯郸、河北唐山、山东济宁等地拥有多个生产基地和多条湿法炭黑生产线，产能 106 万吨/年，居全国第一、世界第四。

公司炭黑销售受轮胎行业影响较大。受汽车销量增幅降低、轮胎成品库存较高、我国轮胎最大出口地欧盟轮胎标准变化等原因影响，炭黑需求相对疲软，2014~2016 年，公司炭黑生产线产能利用率分别为 105.37%、

92.96%及 96.92%，平均售价逐年降低，三年分别为 5259.12 元/吨、4032.89 元/吨及 3588.55 元/吨。近三年，公司炭黑销量变化较小，随着炭黑销售单价的下降，公司炭黑销售收入持续下降，分别为 52.75 亿元、40.83 亿元和 36.73 亿元。公司炭黑采取生产成本附加相对固定的毛利率的方式定价，这种定价方式可以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，公司毛利率存在一定的波动性，三年分别为 14.36%、14.30%和 16.18%。

2017 年在去产能、环保稽核等政策背景下，京津冀、山西、山东、河南等全国主要炭黑生产基地受到影响，尤其是中小企业开工率在 50%以下，而黑猫股份作为市场上的领导者凭借规模优势及领先的环保技术，行业领导地位进一步巩固。2017 年 1~9 月，公司炭黑平均售价为 5245.92 元/吨，较 2016 年大幅增长，实现销量 75.02 万吨，炭黑生产线开工率为 92.39%，2017 年 1~9 月实现收入 39.35 亿元，相当于 2016 年全年的 107.16%，毛利率为 20.50%。

表 7 2014~2017 年 9 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 1~9 月	75.02	5245.92	393549.26

资料来源：公司提供

复合肥

焦化集团复合肥产品主要由其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”)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膏基地，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。

2014~2016 年，公司复合肥销售业务毛利率为 10.92%、9.23%和 19.67%，2016 年毛利率大幅增长主要系复合肥行业上游行业为基础化肥，复合肥成本构成中，80%以上系原材料成本，其中尿素、磷酸一铵、氯化钾、硫酸钾等基础化肥在成本中占比在 70%以上，基础化肥行业产能过剩，价格一路走低，特别是 2015 年第 3 季度开始至 2016 年第 3 季度，价格下降幅度较大，会计核算中成本传导的滞后性导致 2016 年度毛利率较高所致。

2017 年 1~9 月复合肥销售收入 11.15 亿元，相当于 2016 年全年的 87.55%，毛利率为 9.13%。

表 8 2014~2017 年 9 月复合肥销售情况

年份	销量(万吨)	销售收入(万元)	平均售价(元/吨)
2014 年	67.97	127647.18	1877.99
2015 年	78.95	148954.36	1886.69
2016 年	78.95	127393.88	1613.60
2017 年 1~9 月	71.08	111536.23	1569.16

资料来源：公司提供

城市供气行业

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，煤气属于煤化工附属产品。公司在景德镇市居民燃气市场中处于垄断地位。

2014~2016 年，焦化集团燃气销量分别为 2.70 亿立方米、2.40 亿立方米和 2.48 亿立方米，合并报表燃气销售收入分别为 2.67 亿元、2.29 亿元和 1.80 亿元，2016 年销售收入下降主要系燃气销售单价下跌。

2017 年 1~9 月焦化集团燃气销量达到 1.8 亿立方米，合并报表体现燃气销售收入 1.53 亿元，相当于 2016 年全年的 85.00%。

(2) 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；开门子房地产拥有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）和金岭阳光项目，另外开门子房地产同其他公司合作开发金和汇景项目和金恒国际项目。

受公司房地产项目数目有限、预售及收入结算时间不均匀影响，2014~2016 年，公司房地产分别实现销售收入 1.99 亿元、2.93 亿元和 8.73 亿元，毛利率分别为 21.78%、30.60%和 31.36%。

2017 年 1~9 月，公司房地产实现销售收入 4.22 亿元，毛利率为 22.56%，毛利率较 2016 年有所下降主要系当期部分项目毛利较低所致。

(3) 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，截至 2017 年 9 月底公司车辆等资产还未剥离，后续方案待确定。

(4) 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），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。“11 景德镇/11 景德镇国资债”募投项目和“13 景德镇/13 景国资债”募投项目由于有详细的还款安排，

项目未完成时将收回大部分资金，回款较有保障，其余基础设施建设项目回款未有明确安排，在项目前期，公司仍需垫付大量的项目款。

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。

2014~2016年公司主要的BT项目为“11景德镇/11景德镇国资债”的募投项目江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程及“13景德镇/13景国资债”的募投项目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，2014~2016，BT项目分别回款6.31亿元、7.32亿元和5.65亿元。同期公司确认基础设施代建收入0.00亿元、0.00亿元及2.50亿元，毛利率分别为0.00%、0.00%及64.61%。

2017年1~9月，公司收到回款2.31亿元。2017年1~9月公司基础设施建设板块确认收入0.16亿元，主要系公司代建收入主要在第四季度确认，同期毛利率为58.00%。公司部分BT项目同期毛利率

公司BT项目详细情况见上文政府支持--回购安排部分。

（5）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。2014~2016年，公司处置不良债权实现收入6.74亿元、1.65亿元和1.19亿元。截至2017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67.22亿元（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33.02亿元，2017年1~9月实现收入549.35万元，较2016年大幅下降主要系公司债权包主要为以前年度收购所得，大部分债权已经结转，仅有少部分待处理，公司处置不良债权业务未来可持续性具有一定的不确定性。

3. 未来发展

目前公司正在逐步实现转型，主要定位在三个层面：国有资产整合重组平台、国有资本的运营平台和战略性项目的投融资平台。政府要求公司按市场化的方式去运作，公司的整体规划是形成资产经营、城投地产、金融服务、园区建设及环保、产业运营及新兴战略运营等方向的产业布局。

公司在建及拟建项目主要包括赣东北综合物流园（一期）、航空及先进装备制造产业基地、赣东北综合物流园（二期）及航空小镇等项目，预计总投资 164.44 亿元。截至 2017 年 9 月底已完成投资 31.95 亿元。2018~2020 年公司尚需投资金额较大，项目均需垫资建设，公司未来存在较大的对外融资压力。

表 9 截至 2017 年 9 月底公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	建设周期	拟建或在建	已完成投资额	未来拟投资			
					2017 年 10~12 月	2018 年	2019 年	2020 年
赣东北综合物流园（一期）	16.00	2013~2019	在建	10.05	0.20	2.05	3.70	--

航空及先进装备制造产业基地	18.39	2014~2019	在建	7.48	1.91	6.00	3.00	--
汽车产业园	10.70	2015~2018	在建	5.87	0.30	4.53	--	--
景德镇市中心城区停车场建设项目	12.35	2016~2019	在建	0.36	0.99	5.00	6.00	--
城区老工业区生活社区改造项目	28.00	2016~2020	在建	0.19	0.81	7.00	10.00	10.00
赣东北综合物流园(二期)	39.00	2018~2022	拟建	-	-	9.00	15.00	15.00
航空小镇	40.00	2018~2021	拟建	8.00	6.00	8.00	10.00	8.00
合 计	164.44	--	--	31.95	10.21	41.58	47.70	33.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

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 1~9 月财务数据未经审计。2014~2016 年，公司纳入合并财务报表范围的一级子公司分别为 14、14 和 15 家，公司新纳入及不再纳入合并范围的子公司规模较小，财务数据可比性强。2017 年 1~9 月，公司合并范围无变化。

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。

2017 年 9 月底，公司资产总额 478.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益 33.37 亿元）合计 131.85 亿元；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 96.46 亿元，利润总额 4.01 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额较快增长，年均复合增长 13.09%。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%。公司资产以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	40.35	11.71	59.60	15.14	55.72	12.64	67.83	14.17
其他应收款	31.08	9.02	37.03	9.41	46.62	10.58	53.49	11.17
存货	78.40	22.75	103.23	26.22	110.12	24.98	126.02	26.32
流动资产合计	183.05	53.12	233.59	59.34	252.68	57.33	292.95	61.19
投资性房地产	21.87	6.35	21.90	5.56	21.02	4.77	20.28	4.23
固定资产	80.22	23.28	79.89	20.29	79.60	18.06	76.29	15.93
其他非流动资产	10.80	3.13	15.64	3.97	45.84	10.40	48.36	10.10
非流动资产合计	161.56	46.88	160.06	40.66	188.08	42.67	185.84	38.81
资产总额	344.61	100.00	393.66	100.00	440.77	100.00	478.79	100.00

资料来源：公司财务报告

2014~2016年，公司流动资产快速增长，年均复合增长17.49%。2016年底，公司流动资产252.68亿元，同比增长8.17%。流动资产以存货、货币资金和其他应收款为主。

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，公司货币资金受限比例高。

2014~2016年，公司应收账款波动中有所下降，年均复合下降2.95%。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11 2016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

2014~2016年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长22.47%。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12 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室	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

2014~2016年，公司存货快速增长，年均复合增长18.52%。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、基础设施建设及房地产（包括安置房）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。

2014~2016年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长7.90%。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、投资性房地产、其他非流动资产及无形资产为主。

2014~2016年，公司长期应收款快速下降，年均复合下降31.38%。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项目款所致。

2014~2016年，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降1.97%。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”。

2014~2016 年，公司固定资产有所下降，年均复合下降 0.39%。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。

2014~2016 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 36.63%。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及前期在建项目的继续投入。

2014~2016 年，公司无形资产波动中有所下降，年均复合下降 11.25%。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%。

2014~2016 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 106.03%。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。

2017 年 9 月底，公司资产总额 478.79 亿元，较 2016 年底增长 8.63%，主要系货币资金、其他应收款、存货和其他非流动资产增长所致；从资产结构看，流动资产占比 61.19%，非流动资产占比 38.81%，流动资产比重略有上升，公司资产结构仍以流动资产为主。2017 年 9 月底，公司货币资金 67.83 亿元，较 2016 年底增长 21.73%；公司应收票据 12.65 亿元，较 2016 年底增长 28.37%，应收账款 17.59 亿元，较 2016 年底增长 19.67%，随着煤化工板块销售收入的增长，公司应收票据和应收账款均有所增长；公司其他应收款 53.49 亿元，较 2016 年底增长 14.74%，主要系工程建设垫付款增长所致；公司存货 126.02 亿元，较 2016 年底增长 14.43%，主要系新增项目建设开发成本及焦化行业存货

采购增加所致。

总体来看，近三年公司资产规模快速增长，以存货和固定资产为主，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；公司应收类款项规模较大，对公司资金有一定占用。整体看，公司资产流动性一般，资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 5.33%。2016 年底，公司所有者权益 127.00 亿元，同比增长 0.65%，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%。2014~2016 年，公司未分配利润分别为 -1.63 亿元、-2.44 亿元和 -3.26 亿元，由于每年分配普通股股利（每年上缴国有资本收益），公司未分配利润负值持续增长。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实收资本所致。

2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 131.85 亿元，较 2016 年底增加 4.85 亿元，增长 3.82%，主要系黑猫股份增发股票致使少数股东权益增长所致。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2014~2016 年，随着公司工程项目投资规模不断扩大，公司对外融资规模快速增长，从而带动公司负债总额的快速增长，公司近三年负债总额年均复合增长 16.77%，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%。近三年，公司负债以流动负债为主，流动负债占比逐年下降。

表 13 公司主要负债构成 (单位: 亿元、%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	46.28	20.11	55.13	20.61	49.99	15.93	58.35	16.82
应付票据	50.71	22.03	48.45	18.11	50.73	16.17	51.00	14.70
其他应付款	27.81	12.09	30.08	11.25	35.89	11.44	32.20	9.28
流动负债合计	174.70	75.91	175.37	65.57	181.76	57.93	192.68	55.54
长期借款	20.33	8.84	38.99	14.58	64.12	20.44	85.33	24.60
应付债券	26.04	11.31	42.83	16.01	50.12	15.97	47.71	13.75
非流动负债合计	55.43	24.09	92.10	34.43	132.00	42.07	154.26	44.46
负债总额	230.13	100.00	267.47	100.00	313.77	100.00	346.93	100.00

资料来源: 公司财务报告

2014~2016 年, 公司流动负债波动中有所增长, 年均复合增长 2.00%。2016 年底, 公司流动负债 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。

2014~2016 年, 公司短期借款波动中有所增长, 年均复合增长 3.94%。2016 年底, 公司短期借款为 49.99 亿元, 较 2015 年下降 9.32%, 主要由信用借款、抵押借款、质押借款和保证借款构成。

2014~2016 年, 公司应付票据有所波动, 三年分别为 50.71 亿元、48.45 亿元及 50.73 亿元, 大部分由焦化集团银行承兑汇票构成。

2014~2016 年, 公司应付账款波动下降, 年均复合下降 1.77%。2016 年底, 公司应付账款 16.71 亿元, 较 2015 年增加 15.49%, 主要系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%, 公司应付账款以短期为主。

2014~2016 年, 公司其他应付款不断增长, 年均复合增长 13.60%。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%, 公司其他应付款以短期为主。

表 14 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
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: 公司财务报告

2014~2016 年, 公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长, 年均复合增长 3.48%。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。

2014~2016 年, 公司非流动负债快速增长, 年均复合增长 54.32%。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%。

2014~2016 年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长 77.59%。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%。

2014~2016 年, 公司应付债券快速增长, 年均复合增长 38.75%。2016 年底, 公司应付债券 50.12 亿元, 主要为公司发行的相关债券。

2014~2016年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长786.88%。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国信宏城0.53亿投资回购款。

2014~2016年，公司专项应付款有所下降，年均复合下降3.86%。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。

2017年9月底，公司负债总额346.93亿元，较2016年底增长10.57%，主要系长短期借款增长所致。从结构来看，流动负债占55.54%，非流动负债占44.46%，非流动负债占比延续2014~2016年的增长趋势继续上升。2017年9月底，公司短期借款58.35亿元，较2016年底增加8.36亿元，长期借款85.33亿元，较2016年底增加21.21亿元。

2014~2016年，公司全部债务快速增长，年均复合增长21.51%。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%。若将公司其他应付款、其他流动负债中短期融资券及长期应付款中的有息债务计入全部债务，2014~2016年公司调整后全部债务分别为163.99亿元、204.59亿元及241.54亿元。2014~2016年，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率均有所增长，2016年底分别为71.19%和65.54%，较2015年底分别上升3.24个百分点和3.69个百分点；公司长期债务资本化比率快速上升至47.36%，较2015年底上升8.02个百分点。2017年9月底，公司调整后全部债务268.10亿元，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至72.46%、67.03%和50.22%。

整体看，近三年公司债务规模快速增长，流动负债占比逐年下降，债务负担持续加重，整体债务负担偏重。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入在波动中有所下降，年均复合下降5.69%。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17.80%，较2015年增加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有所减少，同比分别减少6.28%、7.90%和8.71%。2016年公司销售费用及管理费用减少主要系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，财务费用下降，主要系新增债务多用于长期项目建设，公司对这部分利息支出资本化所致。2014~2016年，公司期间费用占营业收入的比重分别为14.85%、16.86%和15.75%，公司期间费用占比较高，近三年变化不大，公司对期间费用的控制能力有待提升。

2014~2016年，公司营业外收入分别为4.97亿元、11.17亿元和3.29亿元，主要为公司收到的政府补贴（主要为增值税免税收入补贴、燃料油补贴款等）；公司利润总额分别为4.95亿元、6.41亿元和4.84亿元，政府补贴对公司利润贡献很大。

2017年1~9月公司收入合计96.46亿元，相当于2016年全年的95.96%，同期营业成本82.94亿元，相当于2016年全年的102.04%，公司营业利润率为12.88%，较2016年的17.80%有所下滑，主要系毛利较高的代建项目一般在年末确认收入所致；2017年1~9月，公司利润总额4.01亿元，相当于2016年全年的82.79%。

2014~2016年，公司总资产收益率和净资产收益率呈波动上升趋势，其中总资产收益率分别为2.24%、2.38%和2.05%；净资产收益率分别为1.79%、2.77%和2.57%。2017年1~9月，公司营业利润率为12.88%，较2016年下降4.92个百分点，主要系毛利较高的处置不良债权收入占比降低、毛利率较高的代建项目收入集中在2017年10~12月确认所致。

总体看，近三年公司营业收入有所下滑，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，公司利润主要来源于政府补贴，对政府补贴的依赖性较强，公司整体盈利能力偏弱。

表 15 2014~2017 年 9 月公司收入及利润情况
(单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
营业收入	113.01	101.68	100.52	96.46
营业成本	92.51	85.37	81.28	82.94
营业利润	0.19	-3.69	1.78	1.23
营业外收入	4.97	11.17	3.29	2.89
利润总额	4.95	6.41	4.84	4.01

资料来源：公司财务报告

5. 现金流分析

公司经营活动现金流量以商品销售所形成的现金流为主，近三年公司经营活动现金流入有所下降，年均复合下降 7.30%，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，焦化集团 2016 年经营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%。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 22.06 亿元、-16.65 亿元和 -16.38 亿元。

投资活动方面，2014~2016 年公司投资活动现金流入大幅增加，年均复合增加 353.14%，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。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -11.65 亿元、-13.36 亿元和 -19.52 亿元，持续大额净流出。

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 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入 156.67 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 104.96 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 47.60 亿元，较 2016 年全年大幅增长，主要系往来款大幅增长所致；公司经营活动现金流出 153.50 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 85.69 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 57.40 亿元，较 2016 年全年大幅增长，主要系往来款大幅增长所致，公司经营活动现金流净流入 3.17 亿元。2017 年 1~9 月，公司投资活动现金流入合计 8.59 亿元，其中收回投资收到的现金为 8.36 亿元，主要为赎回理财及 BT 项目回款收到的现金；投资活动现金流出 24.51 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 14.43 亿元，投资支付的现金 9.78 亿元（主要为购买理财产品及支付枫树山林场预付款产生的现金流出），投资活动现金流净流出 15.92 亿元。2017 年 1~9 月公司筹资活动现金流入合计 124.08 亿元，全部由取得借款收到的现金构成；公司筹资活动现金流出合计 99.22 亿元，其中偿还债务支付的现金为 86.31 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 12.85 亿元，筹资活动现金流净流入

24.86 亿元。

总体来看，近三年公司收入实现质量有所提升，随着购买商品、接受劳务支付现金的增长，公司经营活动现金流由流入转为流出，公司投资活动现金流持续流出，公司需对外融资满足公司经营和投资活动现金流出，考虑到公司未来项目建设支出较大，公司仍有一定的融资压力。

6. 偿债能力

2014~2016年公司流动比率和速动比率均有所增长，2016年底分别为139.02%和78.43%；2017年9月底公司流动比率与速动比率均较2016年有所上升，分别为152.04%和86.64%。2014~2016年公司经营现金流动负债比波动下降，2016年底公司经营现金流动负债比为-9.01%。2016年底，公司现金类资产为66.34亿元，短期债务规模为109.01亿元，公司现金类资产对短期债务的保障能力偏弱。整体看，公司存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司全部债务/EBITDA倍数有所上升，三年分别为10.65倍、10.95倍和14.22倍，指标反映公司EBITDA对全部债务的保护能力较弱，公司长期偿债压力较大。

截至2017年9月底，公司共获得银行授信额度260.20亿元，其中75.86亿元尚未使用，间接融资渠道畅通。

截至2017年9月底，公司对外担保余额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，公司或有负债风险较低。

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规模为8.00亿元，相当于公司2016年底长期债务的7.00%，调整后全部债务的3.31%，对公司现有债务水

平影响较小。

2016年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.19%、65.54%和47.36%，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至71.70%、66.27%和50.63%，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务，本期中期票据发行后公司债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016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133.23亿元、117.55亿元和114.50亿元，为本期中期票据发行规模的16.65倍、14.69倍和14.31倍，保障程度好。

2014~2016年，公司EBITDA分别为14.19亿元、17.55亿元和15.70亿元，为本期中期票据发行规模的1.77倍、2.19倍和1.96倍，对本期中期票据的保障能力尚可。考虑到本期中期票据发行规模较大，与公司存续债券可能存在集中兑付情况，假设本期中期票据于第三年全部赎回，公司2021年合计待偿还本金预计达14.80亿元，2016年公司经营活动现金流入量为当年需偿付债券合计的7.74倍；公司EBITDA为当年需偿付债券合计的1.06倍。整体看，公司经营活动现金流入规模大，对公司需集中兑付的本金保障能力较强。

综合看，公司经营活动现金流入量对于本期中期票据覆盖能力强，EBITDA对本期中期票据的保障能力尚可。

十、结论

公司作为景德镇市最大的国有资产经营管理和基础设施建设主体，业务在景德镇市有一定的专营优势，近几年公司在财政补贴、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持续获得了政府的大力支持。随着景德镇市经济和财政实力的不断增强，公司

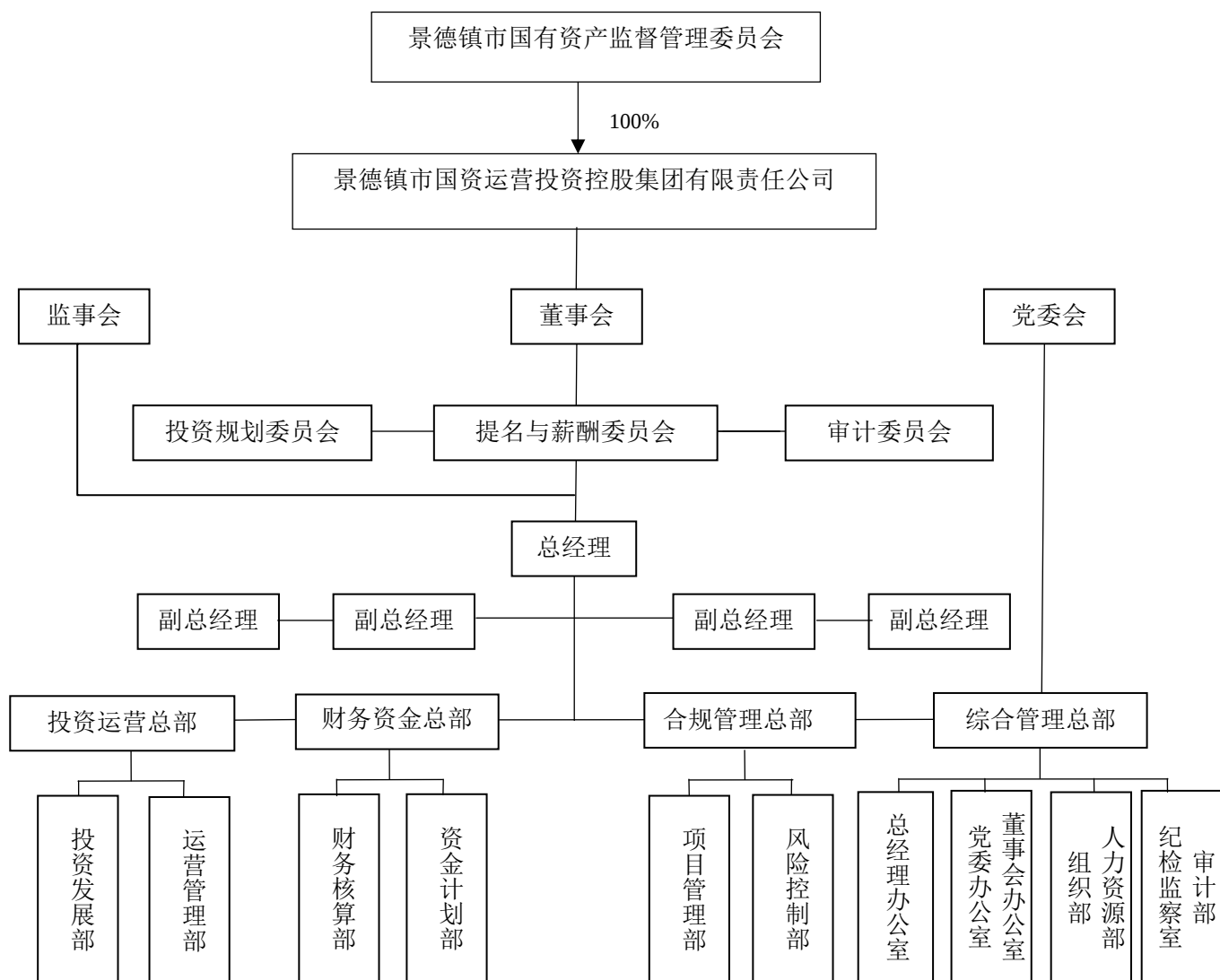
外部发展环境良好。

近年来，公司资产规模保持快速增长，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，在去产能及环保稽核的政策背景下，公司煤化工及相关多元化产业板块凭借市场地位、多年的行业经验及环保方面的投资，销售收入逆势大幅上涨；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，盈利能力偏弱。

本期中期票据发行后对公司现有债务水平影响较小，公司经营活动现金流入量对于本期中期票据覆盖能力强。

基于对公司主体长期信用状况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，安全性很高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2017 年 9 月底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建设开发有限责任公司	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	5000	资产运营、资产处置、资产租赁、资产收购等	5000	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

资料来源：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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.54	71.74	66.34	81.32
资产总额(亿元)	344.61	393.66	440.77	478.79
所有者权益(亿元)	114.48	126.18	127.00	131.85
短期债务(亿元)	104.73	110.37	109.01	120.77
长期债务(亿元)	46.37	81.82	114.24	133.04
全部债务(亿元)	151.10	192.18	223.25	253.81
调整后全部债务(亿元)	163.99	204.59	241.54	268.10
营业收入(亿元)	113.01	101.68	100.52	96.46
利润总额(亿元)	4.95	6.41	4.84	4.01
EBITDA(亿元)	14.19	17.55	15.70	--
经营性净现金流(亿元)	22.06	-16.65	-16.38	3.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.29	4.37	4.19	--
存货周转次数(次)	1.28	0.94	0.76	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.28	0.24	--
现金收入比(%)	104.80	101.66	109.01	108.80
营业利润率(%)	16.20	14.59	17.80	12.88
总资本收益率(%)	2.24	2.38	2.05	--
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	50.22
全部债务资本化比率(%)	56.89	60.37	63.74	65.81
调整后全部债务资本化比率(%)	58.89	61.85	65.54	67.03
资产负债率(%)	66.78	67.95	71.19	72.46
流动比率(%)	104.78	133.20	139.02	152.04
速动比率(%)	59.90	74.33	78.43	86.64
经营现金流流动负债比(%)	12.63	-9.49	-9.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	10.95	14.22	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	11.00	10.97	14.88	--

注：1、2017 年 1~9 月财务数据未经审计；2.调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息债务+其他流动负债中有息债务+长期应付款中有息债务。

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	
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

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。

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 2018 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。