

信用等级公告

联合〔2019〕130号

联合资信评估有限公司通过对景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据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 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告



景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2019 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
本期中期票据发行额度: 10 亿元
本期中期票据期限: 3+2 年
募集资金用途: 全部用于偿还到期债务

评级时间: 2019 年 1 月 17 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	71.74	66.34	70.96	69.70
资产总额(亿元)	393.66	440.77	455.69	553.76
所有者权益合计(亿元)	126.18	127.00	137.40	215.14
短期债务(亿元)	110.37	109.01	129.01	127.83
调整后短期债务(亿元)	122.37	125.01	129.01	141.52
长期债务(亿元)	81.82	114.24	108.90	115.97
调整后长期债务(亿元)	82.22	122.53	125.39	115.97
全部债务(亿元)	192.18	223.25	237.91	243.80
调整后全部债务(亿元)	204.59	247.54	254.40	257.48
营业收入(亿元)	101.68	100.52	141.96	116.06
利润总额(亿元)	6.41	4.84	10.28	5.28
EBITDA(亿元)	17.55	15.70	22.03	--
经营性净现金流(亿元)	-16.65	-16.38	5.79	9.25
营业利润率(%)	14.59	17.80	16.36	14.26
净资产收益率(%)	2.77	2.57	5.87	--
资产负债率(%)	67.95	71.19	69.85	61.15
全部债务资本化比率(%)	60.37	63.74	63.39	53.12
流动比率(%)	133.20	139.02	130.75	132.81
经营现金流流动负债比(%)	-9.49	-9.01	3.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.95	14.22	10.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	2.07	2.93	--

注: 1.2018 年 1-9 月财务数据未经审计; 2.调整后短期债务=短期债务+其他应付款中有息债务+其他流动负债中有息债务; 3.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务

分析师

喻宙宏 张超

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,主要从事景德镇市公用事业和国有资产的经营管理。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司作为景德镇市政府的国有独资公司,定位为景德镇市国有资产整合重组和国有资本运营管理的重要平台,在国有资产运营管理、区域地位、政府支持等方面具备的综合优势。近年来,公司资产和收入规模都有所增加,盈利能力有所改善。同时,联合资信也关注到,有息债务规模增长、经营活动现金流净额受往来款影响较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司控股子公司和重点参股企业业务主要集中在煤化工、房地产和城市公用事业领域,业务板块多元化,综合抗风险能力强。综合评估,联合资信对公司的评级展望为稳定。

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,本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 公司炭黑生产经营规模较大,品牌知名度较高,随着炭黑行业去产能、环保稽核政策的落实,公司炭黑产品的毛利大幅提高。
2. 公司是景德镇市政府授权的国有资产管理主体,业务具有一定区域专营性。
3. 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。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. 公司作为全国第一炭黑生产企业，具有较强的市场竞争力。
5. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司债务规模快速增长，存在较大的短期支付压力。
2. 公司资产以存货和固定资产为主，存货中土地较多，资产变现能力较弱。
3. 2018年，枫树林场资产注入公司，联合资信将持续关注相关资产经济收益情况。

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

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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2018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2018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2017年底，公司资产总额455.69亿元，所有者权益合计137.40亿元（含少数股东权益35.02亿元）；2017年，公司实现营业收入141.96亿元，利润总额10.28亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额553.76亿元，所有者权益合计215.14亿元（含少数股东权益41.53亿元）；2018年1—9月，公司实现营业收入116.06亿元，利润总额5.28亿元。

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、本期中期票据及募投项目概况

公司拟于2019年注册额度10亿元的中期票据，本期拟发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为10亿元，期限为3+2年，偿还方式为每年付息一次。在本期中期票据存续期的第3年末，公司有权在初始票面利率基础上调整投资人未回售部分本期中期票据后2年存续期内之票面利率、且在存续期后2年内固定不变，调整后的票面利率以公司行使利率调整选择权之行权登记信息为准；在本期中期票据存续期的第3年末，投资者有权选择将持有的全部或部分本期中期票据按面值回售给发行人，或放弃投资者回售选择权而继续持有本期中期票据2年。

本次募集资金全部用于偿还到期债务。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生

生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1-6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1-6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1—6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠

道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1—6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1—6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促

进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济分析

（一）煤化工行业

1. 行业概况

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

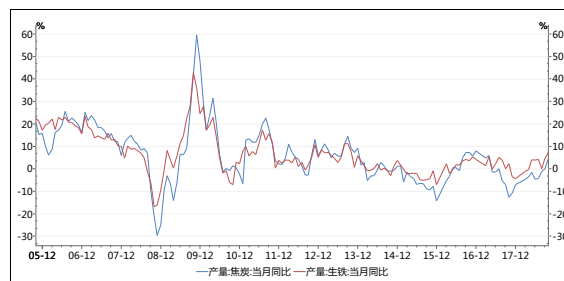
焦炭

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦化产业链是其中的重要分支。

焦化行业上游为煤炭行业，下游主要是钢铁行业。中国焦化行业市场化程度相对较高，由于行业总体存在一定产能过剩现象，焦炭价格主要取决于下游需求。从焦炭产量和下游生铁产量看，焦炭产量和生铁产量存在较强的正相关性，且生铁产量变动要领先焦炭产量一个统计周期（月），说明焦炭产量主要由生铁产量

拉动。因此，和下游钢铁企业建立长期战略合作伙伴关系，是焦炭企业稳定收入和库存管理的重要保障。

图1 焦炭、生铁产量月度同比增长率



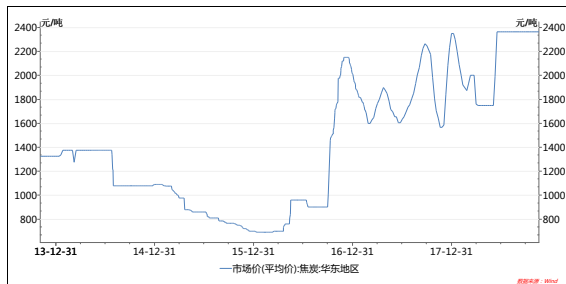
资料来源：Wind

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

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2009年在国家四万亿投资计划拉动下，于2009年8月末达到峰值，后受全球经济第二轮去库存化影响，价格迅速下滑。2010年初，在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格快速上涨，后受国际宏观经济复苏不确定性影响，价格持续回落至2010年10月1800元/吨的年度低点。2011年初，焦炭价格延续反弹行情至2011年3月年内高点，随后受国外欧债危机、国内控通胀等政策影响，价格回落至2011年9月年度低点。2011年底至2012年初，焦炭价格未出现上两年的季节性上涨，反映出国内宏观经济基本面的转弱，2012年2月以来，随着宏

观经济下行风险增大，焦炭价格进入新一轮下跌通道，到2012年9月初跌至谷底价格跌至1246元/吨，随着后续经济出现一定企稳好转，下游需求有所回升，焦炭价格逐步企稳回升，出现一轮价格回调。进入2013年，市场预期价格下跌氛围浓厚，钢铁企业减少库存，焦炭价格再次快速下跌。2014年和2015年，受钢铁行业整体产能压缩影响，焦炭价格呈持续下跌趋势。截至2015年底，国内焦炭价格均价约为634元/吨。进入2016年，在煤炭钢铁行业回暖的影响下，焦炭价格快速回升。2017年，受上游煤炭价格高涨的影响，焦炭价格继续维持高位运行。2018年，焦炭价格依然维持高位运行，截至2018年11月底，焦炭现货成交价2365元/吨，较2017年底基本保持一直。

图2 近年焦炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

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

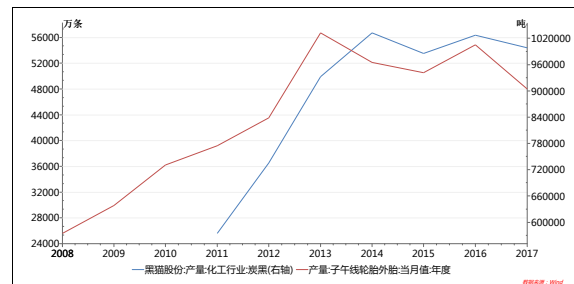
炭黑

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

炭黑是人类最早开发、应用且目前产量最大的纳米材料。炭黑的主要应用领域为轮胎。目前，89.50%的炭黑产品应用于橡胶工业，其

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

图3 炭黑、轮胎年度产量对比



资料来源：Wind

2001至2011年间，中国炭黑产量复合增长率达18%，进口依存度逐步降低，自给率稳步上升，以煤焦油为主要原料的中国炭黑企业的生产成本优势逐步加强。根据中国橡胶工业协会的统计，炭黑38家重点企业2012年完成现价工业产值同比增长4.55%，中国炭黑产量已占世界总产量的30%以上。2013年炭黑市场陷入困境，全年炭黑产能为650万吨，部分企业亏损严重。进入2014年，产能持续扩张展现出了产能过剩的局面，导致行业开工率仅在60%左右，其中中小型企业开工率明显较低。2015年，在国内经济环境低迷、世界经济复苏缓慢的形势下，炭黑业迎来了最困难的一年，多数炭黑企业整体运营压力较大，出口受阻，价格大幅跳水，利润明显下滑，甚至跌至亏损线下，部分企业在资金压力下，面临着继续开工还是停产的艰难抉择。2016年上半年，受供给侧改革深

入推进和环保政策趋严影响，上游煤焦行业和钢铁行业相继出现停、限产现象，导致炭黑原料价格大幅上涨，而炭黑对上游议价能力和对下游话语权均较低，因此1-5月份炭黑行业呈现亏损态势；之后，下游轮胎等制品业的需求大幅增加带动了国内炭黑市场的销量，行业毛利润扭亏为盈，行业整体开工率较高，缓解了炭黑行业产能过剩。2016年11月以来轮胎行业密集涨价，累计幅度10%-30%。2017年中国炭黑产能约732万吨，产量约553万吨，开工率7成左右。

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

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

国内和国际的竞争地位。

2. 行业关注

产业集群建设

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

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

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

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

工艺、技术改造创新

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

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

产品结构调整，扩大和延伸产业链

企业发展高技术含量、高附加值的深加工

产品；市场前景好、增长潜力大、辐射拉动作用强的产品品种成为重点发展对象，同时能够为机械制造业的铸造产品升级提供高品质原材料支持。

3. 行业发展

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

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

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

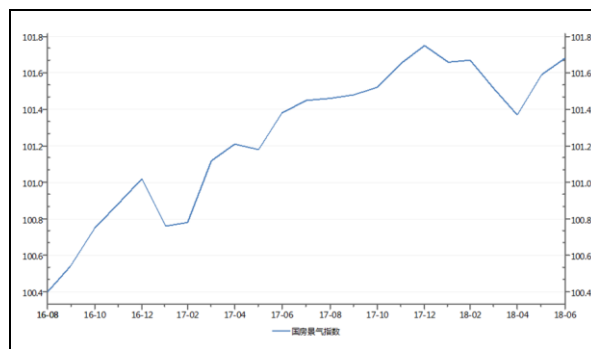
（二）房地产行业

1. 行业概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购

房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，行业景气度上升速度有所放缓。2018年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图4 2016年下半年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，

同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

2. 房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，

平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。进入2018年以来，各类城市溢价率水平均呈现不同程度的下滑，一线城市的供地节奏有所放缓，成交方面量涨价跌；二线城市的土地供应同比止跌回升，在“分类调控、因城施策”精神的指导下，结合市场特点制定的土拍政策持续完善；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快土地供应，出让金规模大幅上涨。总体看，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度，未来回补库存意愿或将减弱。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建

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

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

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

进入2018年以来,房地产企业融资环境继续收紧,融资难度和融资成本均有所提升。2018

年5月,国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》,其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出,房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务,避免产生债务违约,限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金,并要求企业提交资金用途承诺。

2018年6月,国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行,住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求,即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区,应有针对性的及时调整棚改安置政策,更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置,部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年1—6月,房地产开发资金共计79287.35亿元,同比增长4.60%,为2017年全年规模的50.81%。其中,国内贷款12291.85亿元,占比为15.50%;利用外资28.11亿元,占比为0.04%;其他资金41426.27亿元,占比为52.25%;自筹资金25541.12亿元,占比为32.21%。

3. 行业竞争

2017年,在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下,销售额超过百亿元的房企达144家,较上年增加13家,销售额共计8.21万亿元,市场份额超过60%,行业集中度快速提升。2017年,部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机,在重点一线城市市场严控的环境下,抢占具有发展潜力的二、三线市场份额,寻求发展机遇。与此同时,2017年房地产企业收并购案例明显增多。进入2018年以来,企业在一线城市的拿地态度普遍渐趋谨慎,进一步升级的调控政策和金融监管政策也对企业的运营能力提出更高要求,大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营

效率具有较为显著的优势，在目前行业景气度温和降温、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合与行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

4. 政策环境

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建租购并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的

非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

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

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建

设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

（三）城投行业

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改

善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行

剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，

PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

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

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中

国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作

报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济及地方财力情况

近年来景德镇市交通运输迅速发展，全市已形成了水、陆、空立体交通网络，皖赣铁路穿境而过，九景高速、杭瑞高速、济广高速、景鹰高速均已建成通车，南环高速正在加快建设，九景衢铁路兴建工作取得重大进展；景德镇市昌江航道可通行300吨级船舶；景德镇机场已开通至北京、上海、深圳等地航班。

景德镇市又称“瓷都”，自然资源丰富。矿藏资源有瓷土、煤、钨、锰、铜、铝、金以及大理石、海泡石等，其中瓷土储量最丰富，就目前已探明的储量尚可开采300余年。

2017年景德镇市全年实现地区生产总值878.25亿元，比上年增长8.8%，增速较上年提升0.2个百分点。其中，第一产业增加值53.60亿元，增长4.2%；第二产业增加值438.42亿元，增长8.0%；第三产业增加值386.23亿元，增长10.5%。三次产业结构为6.1：49.9：44.0，第三产业比重比上年提高6.9个百分点。

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

2017年景德镇市全年完成固定资产投资889.33亿元，比上年增长13.5%。其中，第一产业投资38.67亿元，比上年增长347.4%；第二产业投资513.65亿元，下降2.9%；第三产业投资

337.01亿元，增长37.0%。

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

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

整体看，近年景德镇市区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。景德镇市一般公共预算收入中税收收入占比一般，公共预算收入质量一般，财政自给率较低，财政平衡在一定程度上依靠上级补助收入；景德镇市全市地方综合财力对以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入依赖较高；景德镇市政府债务负担较重。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年9月底，公司注册资本为62.00亿元，实收资本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黑猫集团有限责任公司（以下简称“黑猫集团”），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。

黑猫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，炭黑产量位居全国第一、产能位居世界第三，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，市房屋建设开发公司经理、书记，市房管局住房置业担保中心主任，市焦化工业集团任党委委员、纪委书记。

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2018年9月底，公司合并范围合计在职人员11607人。其中本科及以上学历1003人，剩余人员均在本科以下；年龄结构方面，30岁以下4315人，30~50岁6211人，50岁以上1081人。

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。

近年来，公司自身的盈利能力偏弱，景德镇市政府每年给予公司一定的财政资金补贴，包括增值税免税收入补贴、煤气价格补贴、燃料油补助款、交通专项经费补助、窑炉改造资金、技术改造贷款贴息、免费乘车补贴等。2015-2017年度以及2018年1-9月，公司补贴收入分别为10.82亿元、3.25亿元、4.28亿元和2.76亿元。

表2 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
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	4.28	景府办抄字[2014]65号 景财办字[2011]10号 财税[2017]37号 (财税〔2016〕52号) 景高新科发字〔2015〕34号
2018年1~9月	2.76	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、2017年、2018年1—9月企业分别回款2.9亿元、5.01亿元、4.99亿元，计入“长期应收款”科目。同期，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2.75亿元、4.00亿元和9.41亿元。

公司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。2018年，景德镇市政府通过划拨枫树山林场的形式出资权益645957.79万元，通过资本性投入出资53574.37万元。截至2018年9月底，公司实收资本为620000万元。

总体来看，景德镇市政府在财政补贴、项目回购、资产注入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。

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。

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

公司以煤化工及相关多元化产品生产、公用事业和房地产为主业。其中煤化工及相关多元化产品板块主要收入来自焦炭、炭黑¹、复合肥和煤化工附属产品的生产和销售；公用事业板块主要收入来自基础设施建设业务；房地产板块主要收入来自商品房出售及商业地产租金收入。2015—2017年，公司主营业务收入大幅增加，年均复合增加20.08%，公司主营业务收入主要以煤化工及相关板块的收入为主，其次为房地产、代建项目等。2017年，公司主营业务收入实现收入137.87亿元，较上年增长43.39%，主要系煤炭行业及相关下游行业在景气度回暖及去产能、环保稽核的双重影响下，公司煤化工及相关多元化产品板块的收入大幅度增长，其中焦炭和炭黑分别实现销售收入36.18亿元和56.27亿元，同比分别增长86.57%和53.21%；公司房地产板块收入6.79亿元，同比下降22.28%，主要系2016年由于营改增的原因导致公司集中结算了很多项目；公司公用事业板块收入7.30亿元，同比增长192.09%，主要系“11景德镇国资债/11景德镇”募投项目江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程及其子项目景东

¹ 炭黑包括黑炭黑和白炭黑。

大道、航空及先进装备制造产业基地确认收入确认收入所致；公司其他业务主要包括住宿餐饮、运输装卸、陶瓷销售、混凝土销售、玻璃销售及处置不良债权等业务，收入规模较为稳定，但收入占比较小，2017年实现收入7.01亿元，相当于主营业务收入的5.08%。

从毛利率来看，2015—2017年，公司毛利率波动增加，2017年公司主营业务毛利率为17.20%，同比下降1.33个百分点。从各板块来看，2017年，公司焦炭板块收入占比有所提高，但受原材料煤炭价格上涨、生产环保设施改造等影响，毛利率有所下降；炭黑板块，受炭黑行业去产能的影响，在需求端保持稳定的情况下，炭黑产品销售价格大幅度提高，导致公司

炭黑产品毛利率达22.04%，较上年提升5.86个百分点；复合肥板块，受原材料价格上涨的影响，毛利率大幅下降至11.62%，较上年下降8.05个百分点；房地产板块受商业地产结算占比下降的影响，毛利率下降至23.46%，减少了7.90个百分点；公用事业板块毛利率大幅下降39.43个百分点至25.18%，主要系按照非净额法确认的项目收入及成本较多所致。

2018年1—9月公司实现收入110.77亿元，相当于2017年全年的80.34%，以煤化工及相关多元化产品板块收入为主，构成与2017年相比变化不大。2018年1—9月公司综合毛利率为17.37%，较2017年略有提高。

表3 2015—2018年9月公司主营业务收入构成表（单位：万元、%）

项目	2015年度			2016年度			2017年度			2018年1—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
焦炭	144684.29	15.13	6.26	193906.23	20.17	9.48	361771.35	26.24	8.02	255899.41	23.10	8.13
炭黑	408314.70	42.70	14.30	367268.38	38.20	16.18	562680.51	40.81	22.04	483269.01	43.63	21.16
复合肥	148954.36	15.58	9.23	127393.88	13.25	19.67	143667.90	10.42	11.62	105390.72	9.51	12.64
煤化工附属产品	119564.65	12.50	8.27	100235.12	10.42	8.68	99639.44	7.23	9.67	96346.32	8.70	7.31
房地产	29260.95	3.06	30.60	87309.05	9.08	31.36	67856.33	4.92	23.46	63103.5	5.70	33.99
代建项目	41038.07	4.29	45.35	25004.18	2.60	64.61	73034.09	5.30	25.18	70431.98	6.36	22.51
其他	64400.29	6.73	43.88	60440.64	6.28	38.14	70086.67	5.08	33.41	33270.95	3.00	35.15
合计	956217.31	100.00	15.36	961557.48	100.00	18.53	1378736.29	100.00	17.20	1107711.89	100.00	17.37

注：公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致。

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

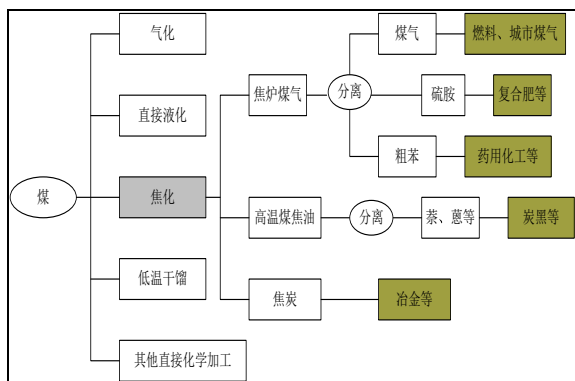
公司煤化工及相关多元化产品业务由全资子公司黑猫集团负责运营。黑猫集团前身为景德镇市焦化工业集团有限责任公司，于2018年11月6日改名为现名。黑猫集团成立于2008年6月，其前身为景德镇市焦化煤气总厂，拥有下属企业20余家，是一个跨行业、跨地区，集冶金化工、医药化工、硅酸盐化工、农用化工、塑料加工、玻璃制品、物资贸易为一体的企业集团，主要产品包括焦炭、煤气、炭黑、精苯、脑复康、复合肥、编织袋、安瓶、农药等。截至2018年9月底，公司在江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌海、河北邯郸、唐山、山

西太原和山东济宁有8个炭黑生产基地，另在江西建设新的炭黑生产基地，目前处于在建阶段；在山东菏泽有1个洗煤基地；在江西、湖南、河南、河北有4个农化肥生产基地；在贵州开阳有1个磷矿基地。截至2018年9月底，黑猫集团焦炭产能210万吨/年，炭黑产能110万吨/年，复合肥产能135万吨/年。

黑猫集团采用“集团循环经济发展策略”，在主产业链上向前向后延伸，实现闭合循环发展。黑猫集团内部产品在原料供应上保持了较好的连续性，所用原料和能源在不断进行的经济循环中得到合理利用，例如，黑猫集团生产的煤焦油全部供应给黑猫集团控股子公司黑猫股份用于生产炭黑；粗苯供给子公司江西跃华

药业有限公司加工纯苯、甲苯等；硫铵供给子公司江西开门子肥业集团有限公司生产复合肥。公司黑猫集团的产业链如下图所示：

图 5 煤化工上下游关系图



资料来源：公司提供

焦炭及相关副产品

公司焦炭业务的运营主体为黑猫集团下属子公司新昌南炼焦化工有限责任公司（以下简称“新昌南炼焦公司”）和景德镇开门子陶瓷化工集团有限公司（以下简称“景德镇开门子化工”）。截至2018年9月底，公司拥有6座焦炉，具备年产焦炭210万吨，年外供煤气3.65亿立方米生产能力。

2015—2017年，在去产能政策落实下，中小散乱高污染焦炭生产企业关停，公司历来重视环保投入及循环利用，加之焦炭运输拥有明显的经济半径，公司焦炭业务区域焦炭平均销售价格大幅提升，焦炭销量也有所回升，因此该业务板块收入持续增加。2017年，公司焦炭板块收入36.18亿元，同比增长86.57%；毛利率8.02%，较2016年减少1.46个百分点，主要系原材料价格上涨及生产环保设施改造导致成本上升所致。2018年1—9月，公司焦炭销售收入达到25.59亿元，为2017年全年的70.74%，毛利率8.13%，毛利率基本保持稳定。

生产方面，近三年，公司焦炭产能保持210万吨/年，随着市场回暖，焦炭产量也持续上涨。2017年，公司焦炭产品产量196.39万吨。2016年以来，受焦炭下游市场回暖，公司产能利用率一直保持较高的水平，2017年产能利用率

93.52%。2018年1—9月，公司焦炭产品产量167.24万吨，产能利用率继续保持较高水平，为106.18%。

表 4 2015—2018年9月公司焦炭生产销售情况表

（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

指标	2015年	2016年	2017年	2018年1—9月
产能	210.00	210.00	210.00	157.50
产量	180.22	194.29	196.39	167.24
产能利用率	85.82	92.52	93.52	106.18
销量	200.83	193.22	217.71	138.39
产销率	111.44	99.45	110.86	82.75
平均售价	810.76	1003.54	1661.61	1849.06

注：2018年1—9月产能按75%考虑

资料来源：公司提供，联合资信整理

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

表 5 2015—2018年9月公司精煤采购情况表

（单位：万吨、元/吨）

项目	采购量	采购均价
2015年	275.30	677.00
2016年	341.84	736.61
2017年	299.69	1223.71
2018年1—9月	169.14	1303.34

资料来源：公司提供，联合资信整理

销售方面，公司焦炭产品下游需求主要为钢铁企业。钢铁行业为周期性行业，因此下游产量及经济周期对焦炭需求影响显著。近年来，

受去产能政策的影响，钢铁行业回暖，公司焦炭价格也持续上涨。2015—2017年公司焦炭销量分别为200.83万吨、193.22万吨和217.71万吨，销售均价分别为810.76元/吨、1003.54元/吨和1661.61元/吨。2018年1—9月，焦炭销量为138.39万吨，销售均价上升至1849.06元/吨，产销量因第四季度市场需求比较集中，公司提前进行备货，导致产销率有所降低。公司焦炭产品的下游客户主要为钢铁企业，2017年，新昌南炼焦公司前五名客户的销售额占总销售额87.24%，景德镇开门子化工前五名客户销售额占总销售额75.81%。公司客户集中度高。

近三年，受下游钢铁行业回暖的影响，焦炭价格大幅度上涨，焦炭板块的收入大幅增长，但受原材料价格变化的影响，公司焦炭板块的盈利能力有所波动。

炭黑专业化产业

公司炭黑业务的运营主体为黑猫集团控股子公司黑猫股份。黑猫股份于2006年9月在深圳交易所上市，主营业务为炭黑及其尾气的生产与销售。截至2018年9月，公司直接持有黑猫股份0.11%，通过黑猫集团间接持有黑猫股份39.69%，合计持股比例39.80%，系黑猫股份第一大股东。

黑猫股份目前是全国最大的炭黑生产企业，炭黑是制造轮胎的主要原料。黑猫股份在江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌

海、太原、河北邯郸、唐山、山东济宁等地拥有多条生产线。近年来，黑猫股份产能逐年提升，截至2018年9月底，黑猫股份炭黑产能达110万吨/年，位居中国第一、世界第三。黑猫股份下游客户多为国内大型轮胎企业，销量较为稳定。

近三年，受国内炭黑行业去产能的影响，公司炭黑产能及产量中国第一的市场地位进一步稳固，对下游客户定价能力提升，公司炭黑板块收入波动增加。2017年公司炭黑板块收入及毛利均大幅提升，实现收入56.27亿元，同比增长53.21%，毛利率22.04%，较2016年提升5.86个百分点。2018年1—9月实现收入48.33亿元，相当于2017年全年85.89%，毛利率21.16%，较2017年小幅下降，主要系原材料价格上升所致。

生产方面，2015—2016年，公司炭黑产能保持稳定，2017年，公司炭黑生产能力较2016年小幅上涨，主要系公司新增生产线所致。2017年，公司炭黑产品产量99.81万吨。随着炭黑行业去产能的效果逐步显现，炭黑行业的整体产能收缩显著，市场进一步向优质、规模和环保的大型炭黑企业集中，公司炭黑产能及产量中国第一的市场地位进一步稳固，对下游客户定价能力提升，受益于此，公司产能利用率一直保持较高的水平，2017年产能利用率90.74%。2018年1—9月，公司产能利用率小幅下降至88.16%。

表6 2015—2018年9月炭黑产品生产销售情况表(单位:万吨/年、万吨、%、元/吨)

炭黑指标	2015年	2016年	2017年	2018年1—9月
产能	106.00	106.00	110.00	82.50
产量	98.54	102.74	99.81	72.73
产能利用率	92.96	96.92	90.74	88.16
销量	101.25	102.34	101.90	72.08
产销率	102.74	99.62	102.09	99.12
平均售价	4032.89	3588.55	5522.09	6704.62

注：2018年1—9月产能按75%考虑
资料来源：公司提供，联合资信整理

在原材料采购方面，生产炭黑的主要原料为焦油、葱油、炭黑油等，原材料供应受原油

价格及煤价的影响较大。公司原材料采购多采取订单形式，订单期限一年，结算方式为先供

货后付款，结算周期一般为30天左右，结算价格为供货时市场价。随着煤炭价格的上涨，公司炭黑生产的原材料的价格也明显上涨，造成公司生产成本大幅度上涨。公司在唐山、乌海、

邯郸和太原等煤焦油集中产区建立生产基地，大幅节省了运输费用和购置成本，2017年，公司前五名供应商采购额占总采购额18.34%，公司供应商集中度较低。

表7 2015—2018年9月炭黑产品生产销售情况表（单位：万吨、%、元/吨）

材料名称	2015年		2016年		2017年		2018年1—9月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
焦油	141.10	1531.48	147.84	1414.98	154.03	2482.76	108.87	2785.40
蒗油	19.43	1670.72	20.55	1551.30	26.67	2588.81	23.24	2914.75
炭黑油	9.83	1645.57	7.10	1460.55	0.56	2576.60	0.85	2809.88

资料来源：公司提供

销售方面，公司炭黑产品下游需求主要为轮胎生产企业。炭黑是制造轮胎的主要原料。轮胎制造业受汽车工业的兴衰和发展影响大。近年来，受去产能政策的影响，在需求端保持稳定的情况下，公司炭黑价格也持续上涨。2015—2017年公司炭黑销量分别为101.25万吨、102.34万吨和101.90万吨，销售均价分别为4032.89元/吨、3588.55元/吨和5522.09元/吨。公司产销率保持较高水平。

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

近三年，受炭黑行业去产能的影响，炭黑价格大幅度上涨，炭黑板块的收入大幅增长，但受煤炭价格上涨的影响，公司原材料价格也大幅度上涨，受产业集中度提高的影响，公司作为中国第一炭黑生产企业，对下游企业定价

能力增强，公司炭黑板块的盈利能力有所提升。

复合肥

公司复合肥业务的运营主体为黑猫集团的子公司江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）。开门子肥业成立于2011年，主要生产复混肥（高浓度）、复合肥（高浓度）、有机、无机复混肥料、掺混肥、水溶肥、缓控释肥及其它类型复合肥。公司复合肥产品在江西省市场份额第一，产量第二。开门子肥业采取分散采购策略，在景德镇、湖南、河南和河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为25万吨/年、25万吨/年、35万吨/年和50万吨/年；在贵州拥有一个磷石矿基地，可有效满足现有三个复合肥生产基地所需的原料磷肥。此外，开门子肥业拥有铁路专用线，可一定程度上降低产品成本。

近三年，公司复合肥板块收入波动下降，年均复合下降1.79%。2017年，公司复合肥板块收入14.37亿元，同比增长12.77%，主要系缓控释肥销量增长所致；毛利率11.62%，较2016年减少8.05个百分点，主要系原材料价格上涨所致。2018年1—9月，公司复合肥销售收入达到10.54亿元，相当于2017年全年的73.36%，毛利率12.64%，较2017年有所提高。

生产方面，近三年公司产能保持稳定，分别为138.00万吨、138.00万吨和135.00万吨。2015—2017年，公司复合肥产量波动上涨，年

均复合增长0.63%，2017年，公司复合肥产品产量81.49万吨。受化肥行业整体产能过剩影响，复合肥生产企业为规避市场风险，多数开工负荷较低，2017年公司产能利用率60.36%。2018年1—9月，公司复合肥产品产量60.29万吨，产能利用率继续维持低位，为59.55%。

表8 2015—2018年9月公司复合肥生产销售情况表
(单位: 万吨/年、万吨、%、元/吨)

指标	2015年	2016年	2017年	2018年1—9月
产能	138.00	138.00	135.00	101.25
产量	80.48	74.65	81.49	60.29
产能利用率	58.31	54.09	60.36	59.55
销量	78.95	78.95	85.65	56.73
产销率	98.10	105.76	105.1	94.10
平均售价	1886.69	1613.60	1656.09	1857.76

注：2018年1—9月产能按75%考虑

资料来源：公司提供，联合资信整理

表9 2015—2018年9月复合肥原料采购情况表(单位: 万吨、元/吨)

材料名称	2015年		2016年		2017年		2018年1—9月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
氮肥	54.23	1021.40	43.27	630.03	44.01	731.18	30.02	740.68
磷肥	14.40	2050.18	21.72	1554.50	22.52	1764.30	13.93	2093.84
钾肥	18.55	2108.80	15.16	1702.39	19.42	1806.35	10.14	1998.55
其他	2.86	394.96	2.62	442.01	2.75	490.86	1.32	445.33

资料来源：公司提供

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

公司结算方式为先款后货，收到预付款后供货，对方单位收到货物后结清尾款。此外，如遇销售淡季，到年底会集中一并结清往来款。目前，公司结算以现金和银行承兑汇票结算为主。受农耕习惯影响，复合肥的销售具有明显的季节性特征，每年3—5月和7—9月农作物耕作需大量用肥，复合肥销售旺势，资金回笼量

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

大，周转速度快。公司复合肥销售的下游客户主要为相关农资公司，2017年，公司前五名客户的销售额占总销售额3.49%，公司客户集中度很低。

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

近三年，复合肥板块的收入波动下降；同时受限于煤炭价格上涨，复合肥原材料价格上涨，公司复合肥板块盈利能力持续下降。

城市燃气行业

公司城市供气业务主要由全资子公司黑猫集团及参股公司景德镇华润燃气有限公司（持股比例为35.00%，以下简称“景德镇华润燃气”）

负责。黑猫集团利用其煤化工一体化发展的优势，将生产的煤气供应给景德镇华润燃气，由景德镇华润燃气通过管道直接供应给景德镇市居民使用。公司在景德镇市居民燃气市场中处于垄断地位，2017年黑猫集团销量达到2.84亿立方米，同比增加0.36亿立方米，合并报表体现燃气销售收入（营业收入-煤化工附属产品）2.31亿元，同比增长28.33%，主要系燃气销量增长所致。

（2）房地产销售

公司房地产业务分为商业地产和棚户区改造安置房。近三年，公司房地产板块收入波动增长，三年分别为2.92亿元、8.73亿元和6.79亿元。

商业地产的运营主体为景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）和黑猫集团下属子公司景德镇市开门子房地产有限公司（以下简称“开门子房地产”），商业地产项目

全部位于景德镇市。开发方式分为自主开发及合作开发，合作开发多为公司提供土地出资、合作单位现金出资合作开发的方式，2017年公司商业地产实现销售收入1.96亿元。

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

截至2017年底，公司暂无房地产开发土地储备。

表 10 截至 2018 年 9 月底公司房地产项目销售情况表（单位：亿元、万平方米）

开发主体	项目名称	总投资	已投资	总建筑面积				已售面积				销售收入		
				商住	商铺	车库	其他	商住	商铺	车库	其他	2016年	2017年	2018年1-9月
景德镇古镇投资	中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房	19.71	14.08	32.21	4.49	8.78	1.72	20.01	--	--	--	2.56	2.06	1.75
景德镇古镇投资	沿江东路棚户区改造安置房	12.28	9.27	14.88	0.82	3.23	0.00	14.7	--	--	--	1.60	2.77	0.64
景德镇古镇投资	景北、尚东安置房	3.55	3.31	8.58	4.75	1.52	--	--	--	--	--	--	--	--
国信置业	国信御城小区	5.25	4.70	11.41	1.61	3.05	1.35	10.13	0.75	--	--	0.79	0.51	0.98
开门子房地产	金鼎国际	2.65	2.63	5.40	--	52.00	1.03	5.40	--	52.00	--	0.14	0.17	2.03
开门子房地产	康家花园	2.72	2.72	6.98	0.78	0.15	--	6.96	0.30	--	--	0.43	0.63	0.16
开门子房地产	木材厂棚户区	1.62	1.62	8.50	0.30	--	--	8.47	--	--	--	0.29	0.18	--
开门子房地产	金岭阳光	0.79	0.71	2.55	0.00	0.23	0.07	2.60	--	--	--	0.21	0.20	--
开门子房地产	金和汇景	4.28	4.28	2.26	2.70	1.05	--	0.57	1.79	--	--	1.64	0.15	0.25
开门子房地产	金恒国际	1.79	1.79	3.18	1.17	0.87	--	3.18	1.17	--	--	0.42	0.12	0.50
合计		54.64	45.11	95.95	16.62	70.88	4.17	72.02	4.01	52.00	--	8.08	6.79	6.31

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

（3）基础设施建设

公司基础设施建设业务主要为棚户区改造项目（BT项目）及其他委托代建项目，项目资金来源主要为借款、发债募集的资金及公司自有资金。由于公司基础设施建设项目有详细的还款安排，项目未完成时将收回大部分资金，回款较有保障，但在项目前期，受资金拨付进

度影响，公司仍需先垫付大量的项目款。

2015—2017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，以上项目总投资36.14亿元，未来计划总回款额为49.70亿元。截至2018年9月底，以上

两个项目已投资31.55亿元。2015—2017年，BT项目分别回款7.32亿元、5.65亿元和13.01亿元。毛利率分别为0.00%、64.61%及25.18%。2017年公司代建项目毛利率较2016年下降39.43个百分点，主要系按照非净额法确认的项目收入及成本较多所致。

(4) 其他业务

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

总体看，近三年，因炭黑行业回暖以及炭黑去产能、环保稽核政策的落实导致公司在炭黑产品上对下游客户定价能力提高，从而带动公司的收入规模大幅增长，公司的综合盈利能力也有所提升，但考虑到公共事业和房地产板块盈利能力下降以及炭黑业务拉动较大的影响，需关注公司未来盈利能力的持续性。

3. 经营效率

从经营效率指标看，2015—2017年，公司

的销售债权周转次数和存货周转次数两项指标的三年均值分别为4.67次、0.96次，2017年上述指标分别为5.09次、0.96次；公司总资产周转率持续在低位，近三年均值0.24次。

总体看，公司整体经营效率有待加强。

4. 未来发展

2017年，公司结合中央深化改革，提高国有资产营运质量和效率，从国有资产管理向国有资产的运营转化，成立国资运营集团，成为景德镇唯一的国有资本运营机构。同时，经营范围有所增加，未来公司将以投资控股的形式拓宽投资领域，预期公司营业收入以及盈利能力有所改善。

在建项目方面，公司现阶段投资项目主要包括综合物流园区项目、城区老工业区生活社区改造项目、年产20万吨氨酸复合肥料等在建项目，计划总投资146.25亿元，截至2018年9月底，上述项目尚需投资62.79亿元，未来公司资本性支出压力较大。

表 11 截至 2018 年 9 月底的重大在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	项目类型	总投资	已投资	尚需投资
综合物流园区项目(一期)	城市基础设施项目	16.00	10.12	5.88
城区老工业区生活社区改造项目	城市基础设施项目	28.00	0.20	27.80
景德镇市中心城区停车场建设项目	城市基础设施项目	12.35	1.74	10.61
房地产项目在建项目	房地产项目	54.64	45.11	9.53
航空及先进装备制造产业基地	城市基础设施项目	18.39	14.50	3.89
汽车产业园项目	城市基础设施项目	10.25	7.59	2.66
老城区保护与利用项目	城市基础设施项目	6.62	4.20	2.42
合计	--	146.25	83.46	62.79

注：综合物流园区项目预计总投资 55.00 亿元

资料来源：公司提供

其中，综合物流园项目由公司本部作为项目建设主体，按照融资、投资、建设、运营、管理“五位一体”模式运作。物流园总面积5000亩，建筑面积500万平方米，容积率1.5，项目已于2012年开始分期建设，预计全部投资约55亿元，一期投资16亿元。公司负责物流园土地用地指标的报批，并承担土地平整、拆迁等前

期开发工作及费用。土地一级开发完毕后，通过招拍挂程序对外出让，缴纳土地出让相关税费后，再由浮梁县财政将土地开发成本及收益转给公司。该项目为公司独立建设项目，未增加政府性债务。未来，公司还将主体负责物流园区的附属建筑物开发、招商引资及运营管理工作。目前该项目二期手续报批工作也全面

展开，并已完成物流园整体修建详细规划的编制工作，该项目相继列入江西省发改委第44次省重点调度会调度项目和2013年度第一批省重点工程项目，并取得江西省国土厅600亩物流园二期项目用地指标，预计全年用地指标可达1500亩。

八、财务分析

公司提供了2015—2017年度合并财务报告，该财务报告经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年前三季度财务数据未经审计。

截至2015年底，公司纳入合并范围子公司合计14家；截至2016年底，公司纳入合并范围子公司合计14家。合并范围新增1家子公司，为景德镇市国信工程管理有限公司，减少1家子公司，为景德镇市紫晶国际旅行社有限公司；截至2017年底，公司纳入合并范围子公司合计14家。合并范围内新增1家子公司，为景德镇市陶汇投资发展有限公司，减少1家子公司，为景德镇市新成建设投资开发有限责任公司。2018年1—9月，公司纳入合并范围子公司合计15家，合并范围内新增1家子公司，为景德镇市枫树山林场。公司合并范围新增及减少子公司规模较小，财务数据可比性强。

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

截至2018年9月底，公司资产总额553.76亿元，所有者权益合计215.14亿元（含少数股东权益41.53亿元）；2018年1—9月，公司实现营业收入116.06亿元，利润总额5.28亿元。

1. 资产质量

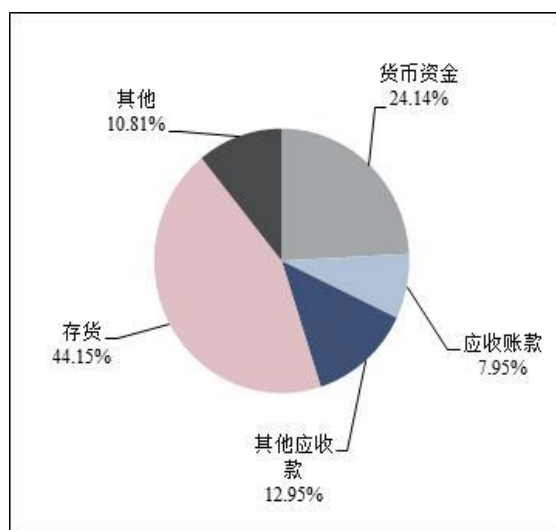
流动资产

2015~2017年，公司资产规模呈有所增长，年均复合增长7.59%。截至2017年底，公司资产

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

2015~2017年，公司流动资产有所增长，年均复合增长1.62%。截至2017年底，公司流动资产241.23亿元，同比下降4.53%；主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。

图6 截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2015—2017年，公司货币资金波动下降，年均复合下降1.16%，截至2017年底，公司货币资金58.23亿元，同比增长4.49%；主要由银行存款（占57.61%）和保证金存款（占42.03%）构成。银行存款中6.34亿元定期存单质押受限，货币资金受限比例10.89%。

2015—2017年，公司应收账款快速增长，年均复合增长26.44%，截至2017年底，公司应收账款19.17亿元，同比增长30.48%，主要系煤化工板块销售收入增长带动应收账款增长所致。从账龄看，1年以内占95.42%；从集中度看，应收账款中前五名合计总额相当于应收账款总额18.08%，账龄全部在1年以内；公司应收账款共计提坏账准备2.03亿元，计提比例9.56%。应收账款账龄偏短，集中度较低，坏账准备计提相对充足。

表 12 2017 年底应收账款前五名欠款单位情况

(单位: 亿元、%)

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

资料来源: 公司财务报告

2015—2017年, 公司其他应收款波动下降, 年均复合下降8.17%, 截至2017年底, 公司其他应收款31.23亿元, 同比下降33.00%, 主要系景德镇市新成建设投资开发有限责任公司(以下简称“景德镇新成建设”)出表导致项目建设往来款减少以及公司逐步收回相关往来款所致。从集中度看, 其他应收款中前五名合计总额相当于应收账款总额的65.13%, 欠款客户均为政府单位及国有企业; 公司共计计提坏账准备3.92亿元, 计提比例为11.16%。集中度较高, 坏账准备计提相对充足。

表 13 2017年底公司其他应收款前五名欠款单位情况

(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	账龄	占比	款项性质
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	12.24	1 年以内	34.81	往来款
景德镇市财政局	5.13	1-4 年	14.59	往来款
景德镇市城市建设开发投资有限责任公司	2.50	1 年以内	7.11	往来款
景德镇桃源开发建设有限公司	1.71	1 年以内	4.87	往来款
陶瓷科技投资经营有限公司	1.32	1 年以内	3.75	往来款
合计	22.90	--	65.13	--

资料来源: 公司财务报告

2015—2017年, 公司存货规模有所波动, 年均复合增长1.58%, 截至2017年底, 公司存货106.51亿元, 同比下降3.28%, 主要系主要系陶瓷文化创意园区项目开发成本因景德镇新成建设出表剥离以及部分项目开发成本结转导致开发成本下降所致; 其中收储土地占31.23%、开发成本占39.17%、开发产品占15.09%, 三者合

计占比85.50%; 收储土地主要是公司以四大资产管理公司收购的债权向景德镇市改制企业清收所得及行政划拨土地资产; 开发成本主要系园区开发、基础设施建设、房地产开发等发生的成本; 开发产品主要系已竣工验收、拟对外销售或出租的房地产项目。公司对存货计提跌价准备0.05亿元。

2015—2017年, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长15.75%, 截至2017年底, 公司非流动资产214.46亿元, 同比增长14.02%, 主要系可供出售金融资产、固定资产及其他非流动资产增长所致; 以可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和其他非流动资产为主。

2015—2017年, 公司可供出售金融资产快速增长, 年均复合增长66.82%, 截至2017年底, 公司可供出售金融资产12.63亿元, 同比增长148.30%, 主要系公司对景德镇市棚改项目投资中心(有限合伙)(以下简称“景德镇棚改中心”)货币出资7.50亿元所致。

2015—2017年, 公司投资性房地产波动增长, 年均复合增长6.35%, 截至2017年底, 公司投资性房地产24.77亿元, 同比增长17.81%, 主要系子公司景德镇古镇投资将4.22亿元出租已完工开发项目由存货中转入所致, 该部分权证尚在办理中。

2015—2017年, 公司固定资产波动增长, 年均复合增长3.23%, 截至2017年底, 公司固定资产85.14亿元, 同比增长6.95%, 主要系朝阳异地搬迁项目及景德镇市国际会展中心自在建工程转入所致; 构成主要为房屋建筑物(占66.56%)及机器设备(占29.62%)。

2015—2017年, 公司在建工程波动增长, 年均复合增加12.24%, 截至2017年底, 公司在建工程11.12亿元, 同比下降4.51%, 主要系部分项目转固所致; 构成主要为基础设施建设项目(占52.97%)及煤化工在建项目(占27.44%)。

2015—2017年, 公司其他非流动资产快速增长, 年均复合增长86.66%, 截至2017年底, 公司其他非流动资产54.47亿元, 同比增长

18.82%，主要系公司与景德镇市财政局签订资产转让协议收购枫树山林场林权支付预付款增长14.53亿元所致；2017年底，公司收购枫树山林场林权预付款35.48亿元，相当于其他非流动资产的65.14%。

2018年9月底，公司资产总额553.76亿元，较2017年底增长21.52%，主要系存货及无形资产增长所致。从资产结构看同2017年底基本无变化。2018年9月底，公司存货125.50亿元，较2017年底增长17.83%，主要是系子公司房地产开发成本增加所致；公司无形资产79.70亿元，较2017年底增长540.66%，主要系新纳入合并范围子公司枫树山林场的枫树山林地使用权增加无形资产所致。市政府同意公司通过收购方式整合资产，其中包括枫树山林场资产的收购，2017年底，公司其他流动资产中包括公司收购枫树山林场林权预付款35.48亿元，因拟调整收购标的物，相关收购手续尚在完善过程中，故前期预付购买资产款帐务处理未做调整，待2018年底前进行年度审计时一并调整到位。2017年，枫树山林场实现净利润-52.65万元，联合资信将持续关注相关资产的经济收益情况。

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

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015—2017年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长4.35%，主要是少数股东权益和实收资本的增长。2017年底，公司所有者权益合计137.40亿元，同比增长8.19%，主要系少数股

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

截至2018年9月底，公司所有者权益215.14亿元（含少数股东权益41.53亿元），较2017年底增长56.58%，主要系景德镇市政府划拨枫树山林场出资权益64.60亿元和政府资本性投入5.36亿元所致。

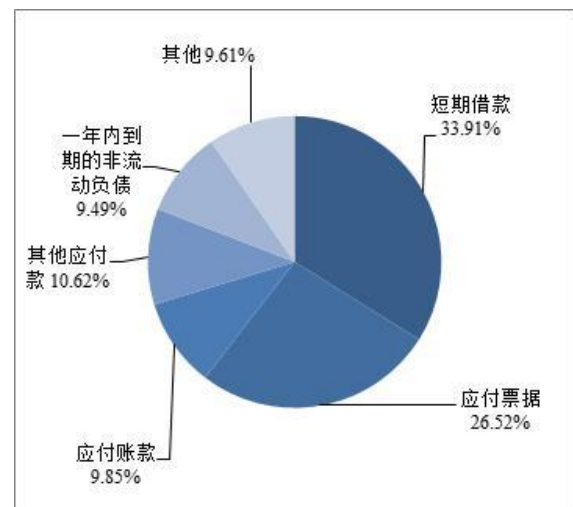
综合看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，公司所有者权益较稳定。

负债

随着公司业务的扩大，公司负债规模年均复合增长9.09%。2017年底，公司负债合计318.29亿元，同比增长1.44%；其中流动负债占57.97%，非流动负债占42.03%。

2015—2017年，公司流动负债规模波动增长，年均复合增长2.57%。2017年底，公司流动负债184.50亿元，同比增长1.51%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债增长所致；以短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

图7 截至2017年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2015—2017年，公司短期借款波动增长，年均复合增长6.54%，2017年底，公司短期借款62.57亿元，同比增长25.16%，主要系信用借款和质押借款增长所致；构成以信用借款（占20.74%）、质押借款（占29.16%）和保证借款（占43.84%）为主，三者合计占比93.74%。

2015—2017年，公司应付票据波动增长，年均复合增长0.49%。2017年底，公司应付票据48.93亿元，同比下降3.54%，主要系国内信用证完成支付结算所致；公司应付票据全部由银行承兑汇票构成，短期偿付压力较大。

2015—2017年，公司应付账款不断增长，年均复合增长12.07%。2017年底，公司应付账款18.17亿元，同比增长8.74%，主要系1年以内应付账款因未结算工程款增长所致。从账龄来看，1年以内占69.86%，1~2年占13.43%，2~3年占6.22%，3年以上占10.49%，公司应付账款以短期为主。

2015—2017年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降19.29%。2017年底，公司其他应付款19.60亿元，同比下降45.39%，主要系公司偿付景德镇市土地储备中心、景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室借款合计14.00亿元所致。从构成来看，主要是与政府部门及客户间的往来款。

2015—2017年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长60.64%。2017年底，公司一年内到期的非流动负债17.51亿元，同比增长111.19%，主要系企业债“11景德镇国资债/11景德镇”及“13景国资债/PR景国资”2018年需偿付到期本金6.40亿元所致，其中“11景德镇国资债/11景德镇”债券余额4.00亿元已经于2018年3月到期兑付。从构成来看，全部为上述两笔债券到期本金及一年内到期的长期借款。

2015—2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长20.52%。2017年底，公司非流动负债合计133.79亿元，同比增长1.36%，主要系长期应付款增长所致；非流动负债主要由长期

借款、应付债券和长期应付款构成。

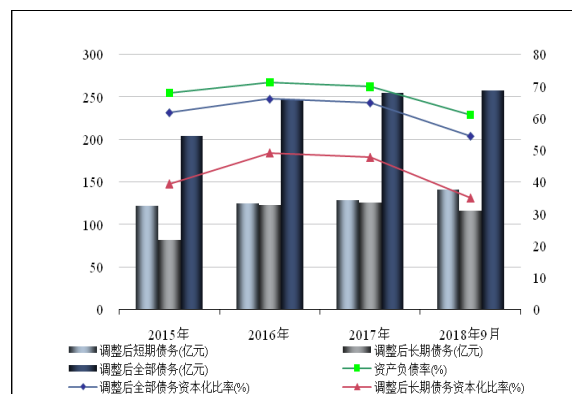
2015—2017年，公司长期借款波动增长，年均复合增长21.57%。2017年底，公司长期借款57.63亿元，同比下降10.13%。全部由抵质押借款（26.23亿元、占45.52%）和保证信用借款（31.40亿元、占54.48%）构成。

2015—2017年，公司应付债券有所增长，年均复合增长9.42%。2017年底，公司应付债券51.27亿元，同比增长2.30%。其中公司债券余额14.70亿元（较2016年底减少10.78亿元）、中期票据余额36.57亿元（较2016年底增长11.93亿元）。

2015—2017年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长534.58%。2017年底，公司长期应付款16.49亿元，同比增长98.97%，主要系应付融资租赁款及应付对子公司景德镇市古镇投资管理有限公司的投资回购款增长所致；公司长期应付款包括应付投资回购款11.79亿元（占71.50%）和应付融资租赁款4.70亿元（占28.50%）。

从有息债务来看，2015—2017年，公司调整后全部债务有所增长，年均复合增长11.51%，2017年底，若将公司其他应付款中的有息债务计入调整后短期债务，长期应付款中的有息债务计入调整后长期债务，则公司调整后全部债务规模254.40亿元，同比增长2.77%，主要系短期借款增长所致。其中调整后短期债务占50.71%、调整后长期债务占49.29%。

图8 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

从债务负担指标看，近三年，公司调整后长期债务资本化比率波动增长，近三年均值为46.48%，截至2017年底为47.71%；调整后全部债务资本化比率波动增长，近三年均值为64.66%，截至2017年底为64.93%；公司资产负债率波动增长，近三年均值为69.87%，截至2017年底为69.85%。

2018年9月底，公司负债总额338.62亿元，较2017年底增长6.39%，主要系预收账款（江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程、西瓜洲地段棚户区改造及中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房项目提前收到金额较大的BT回购款）和应付债券增长（公司2018年3月发行2.00亿元私募债，2018年4月发行8亿元中期票据，2018年4月发行2亿元公司债，2018年9月发行2亿元公司债）所致；从构成看，流动负债和非流动负债分别占58.90%和41.10%，构成较2017年底变化不大。调整后有息债务规模257.48亿元，较2017年底增长1.21%，其中调整后短期债务和调整后长期债务分别占52.43%和47.57%。截至2018年9月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为61.15%、54.48%和35.02%，同2017年底有所下降。

总体看，近三年公司债务规模有所增长，以流动负债为主；有息债务规模有所增长，公司整体债务负担偏重。

3. 盈利能力

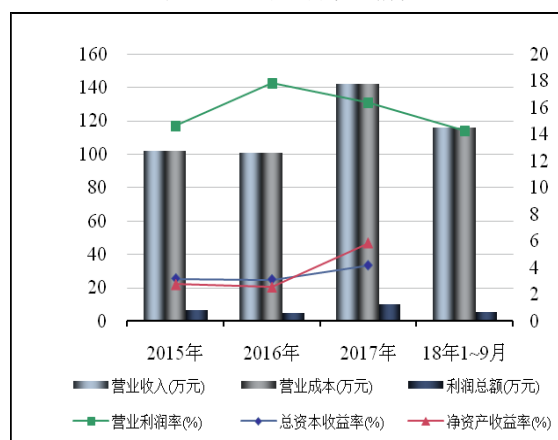
2015—2017年，公司营业收入波动增长，年均复合增长18.16%，2017年，公司实现营业收入141.96亿元，同比增长41.23%，主要来自焦炭及炭黑销售额的增长；同期，公司营业成本增幅稍高于营业收入的增幅。2015—2017年，公司营业利润快速增长，三年分别为-3.69亿元、1.78亿元和5.90亿元。2017年，公司实现营业利润5.90亿元，较上年大幅增长230.89%，主要系2016年下半年煤化工行业市场转好，焦化行业亏损急剧下降，导致整体营业利润较上年上升

所致。公司营业利润率呈波动上升趋势，近三年分别为14.59%、17.80%和16.36%。主业盈利水平相对稳定。

期间费用方面，2015—2017年期间费用波动增长，三年分别为17.15亿元、15.83亿元和17.84亿元；具体看，2015—2017年，公司销售费用年均复合增长1.22%，2017年公司销售费用为5.15亿元，较上年增长9.32%，主要系产品销售规模增长所致。2015—2017年，公司管理费用波动下降，年均复合下降3.96%；2017年，公司管理费用为6.50亿元，较上年增长0.15%，基本保持稳定。2015—2017年，公司财务费用有所波动，分别为5.07亿元、4.63亿元和6.20亿元；2017年，财务费用大幅度增长，主要系有息债务规模增加所致。同期，公司期间费用占营业收入比重持续下降，三年占比分别为16.86%、15.75%和12.57%。总体看，公司费用成本控制能力较强。

非经常性损益方面，2015年—2017年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降35.65%。2017年，公司实现营业外收入4.62亿元（主要由政府补助构成），同比增长40.69%，主要系公司合并景德镇陶汇投资发展有限公司（以下简称“景德陶汇”），合并成本小于景德陶汇可辨认净资产公允价值份额确认营业外收入0.87亿元以及政府补助增长所致。

图9 公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2015—2017年，公司总资本收益率和净资产收益率波动增长，三年均值分别为3.64%和4.26%，2017年净资产收益率5.87%，较2016年上升3.29个百分点，总资本收益率4.15%，较2016年上升1.05个百分点，主要系公司炭黑销售业务大幅好转所致。

2018年1—9月，公司实现营业收入116.06亿元，相当于2017年全年的81.75%。2018年1—9月营业成本98.42亿元，相当于2017年全年的84.16%。公司获得营业外收入2.77亿元，对利润贡献大；公司2018年1—9月实现利润总额5.28亿元，为2017年全年的51.39%。

总体看，近三年公司营业收入波动增长，在去产能、环保稽核双重影响下，公司焦炭、炭黑销售收入增长明显，炭黑业务盈利能力大幅提升，公司经营性业务盈利能力有所提升但仍然较弱；期间费用占营业收入的比重较高，对公司利润产生较大侵蚀；政府补贴对公司利润贡献程度较高。总体看，公司整体盈利状况偏弱。

4. 现金流分析

经营活动方面，公司经营活动现金流量以商品销售所形成的现金流为主，近三年公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长16.04%，2017年，随着公司营业规模的扩大，销售商品、提供劳务收到的现金为146.74亿元；2017年公司收到其他与经营活动有关的现金7.46亿元，主要包括利息收入、往来款和政府补助。2015—2017年，公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长6.60%，主要系随着销售规模扩大导致而采购支出相应增加所致，2017年，公司经营活动现金流出152.50亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金为主；公司支付其他与经营活动有关的现金为9.13亿元，较2016年下降16.32亿元，主要系往来款及其他支出下降所致。2015—2017年，公司经营性净现金流快速增长，近三年分别为-16.65亿元、-16.38亿元和5.79亿元。

从收入实现质量看，近三年公司的现金收入比波动增长，三年均值为104.72%，2017年为103.37%，同比略有下降，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2015—2017年公司投资活动现金流入量波动上升，三年分别为12.87亿元、26.93亿元和17.58亿元，2017年公司投资活动现金流入17.58亿元，主要由因BT项目回款及收回委托贷款合计收到现金12.07亿元构成。2015—2017年，公司投资支付的现金快速增长，投资活动现金流出量三年年均复合增长45.77%，2017年公司投资活动现金支出55.72亿元，同比增长19.96%；主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金29.69亿元（主要为收购枫树山林场林权预付款、在建项目投入工程款）及投资支付的现金16.80亿元构成（主要为支付景德镇棚改中心投资款及对外委托贷款）。2015—2017年，公司投资活动现金流量净额分别为-13.36亿元、-19.52亿元和-38.14亿元，公司投资资金需求较大。

筹资活动方面，2015—2017年，公司筹资活动现金流入量波动幅度较大，三年分别为156.30亿元、122.88亿元和157.87亿元，2017年公司筹资活动现金流入由子公司吸收投资收到现金9.77亿元及取得借款收到现金148.10亿元构成。2015—2017年，公司筹资活动现金流出量波动幅度较大，三年分别为111.90亿元、93.93亿元和117.86亿元，2017年筹资活动现金流出主要为偿还到期债务及利息所支付现金。2015—2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为44.40亿元、28.95亿元和40.01亿元。

2018年1—9月，公司经营活动现金流量净额9.25亿元：现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金121.46亿元，主要为煤化工、房地产业务回款，另有收到其他与经营活动有关的现金34.86亿元；现金流出主要为购买商品、提供劳务支付的现金106.86亿元及支付其他与经营活动有关的现金28.92亿元。同期，公司现金收入比104.65%，收现质量良好。2018

年1—9月，公司投资活动产生的现金流量净额-11.01亿元，现金流入主要由收回投资收到现金16.01亿元构成；现金流出方面，主要由构建购建固定资产、无形资产等支付现金23.22亿元构成。2018年1—9月，公司筹资活动产生的现金流量净额5.55亿元；其中筹资活动现金流入117.22亿元，主要由取得借款收到现金构成；筹资活动现金流出111.67亿元，主要用于偿还债务。

总体来看，近三年公司收入实现质量有所提升，受往来款支出大幅减少影响，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，公司投资活动现金流持续净流出，公司经营活动产生现金净额无法满足公司投资活动所需现金需求，需要对外筹资补足；考虑到公司未来在建项目支出及短期债务支付，公司对外融资压力较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015—2017年，公司流动比率和速动比率波动下降，三年平均值分别为133.72%和74.91%，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为130.75%和73.02%，较2016年底均有所下降；同期，公司经营现金流动负债比持续增长，近三年分别为-9.49%、-9.01%和3.14%。2017年公司经营现金流动负债比由负转正；2017年，公司剔除受限资金后的现金类资产60.81亿元，调整后短期债务规模129.01亿元，公司现金类资产对调整后短期债务的保障能力弱。截至2018年9月底，公司流动比率较上年底有所增加，为132.81%；速动比率较上年底有所下降，为69.89%。整体看，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力看，2015—2017年，公司EBITDA分别为17.55亿元、15.70亿元和22.03亿元。同期，EBITDA利息保障倍数分别为2.66倍、2.07倍和2.93倍，调整后全部债务/EBITDA分别为11.66倍、15.77倍和11.55倍。考虑到景德镇市政府持续有力支持及公司间接融资渠道畅通，公司实际长期偿债能力高于指标值。

截至2018年9月底，公司共获得各商业银行累计授信总额200.91亿元，尚未使用额度32.80亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2018年9月底，公司对外担保余额2.23亿元，担保比率1.04%。其中390.00万元系对江西省景德镇市电影发行放映公司提供的担保，目前该公司经营正常；剩余21940.00万元系对陕西黑猫焦化股份有限公司（以下简称“陕西黑猫”）担保，陕西黑猫于2014年在上海证券交易所上市，目前该公司经营正常。整体看，公司或有负债风险很低。

总体看，公司整体偿债能力强。

6. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G1036020200015580C），截至2018年11月21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。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及煤化工行业的现状及未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力强。

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

公司本期中期票据发行额度为10亿元，占2018年9月底公司调整后的全部债务和长期债务总额的比重分别为3.88%和8.62%，对公司现有债务结构影响不大。

截至2018年9月底，公司资产负债率、调整后的全部债务资本化比率和调整后的长期债务资本化比率分别为61.15%、54.48%和35.02%。以公司2018年9月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、调整后的全部债务资本化比率和调整后的长期债务资本化比率将分别上升至61.84%、55.42%和36.93%。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还债务，

实际债务指标或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年,公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为11.75倍、11.45倍和15.83倍,经营活动现金净流量对本期中期票据的保障倍数分别为-1.66倍、-1.64倍和0.58倍;经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。近三年,公司EBITDA分别为17.55亿元、15.70亿元和22.03亿元,对本期中期票据的覆盖倍数分别为1.75倍、1.57倍和2.20倍,公司EBITDA对本期中期票据保障程度一般。

综合分析,公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

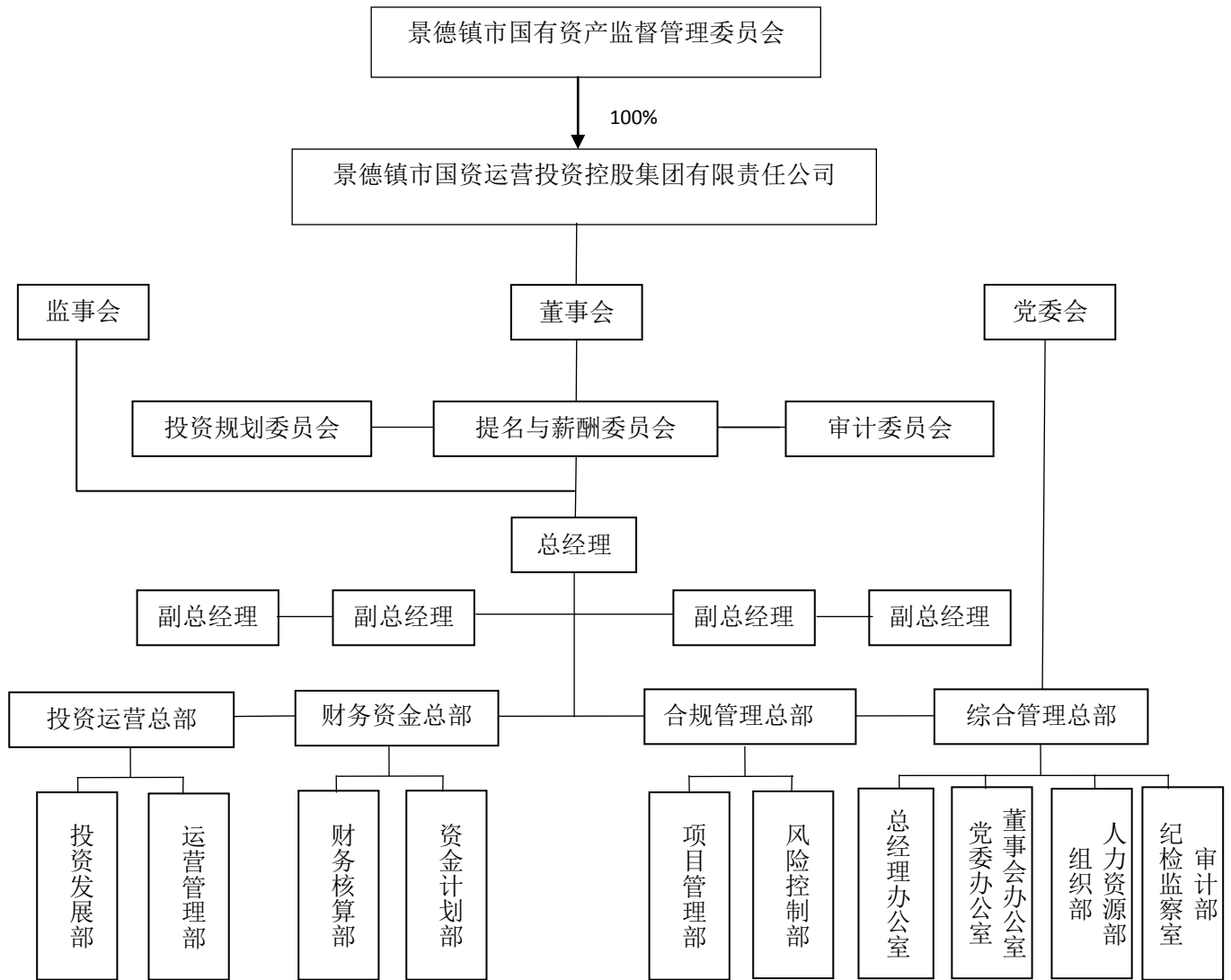
十、结论

公司作为景德镇最重要的国有资本综合性管理主体,主要从事景德镇市公用事业和国有资产的经营管理,随着炭黑行业去产能和环保稽核政策的落实,公司主要产品的盈利能力均有所提升;除此以外,公司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。

公司资产构成以流动资产为主,应收账款、其他应收款、存货、固定资产和其他非流动资产占比高,资产质量尚可;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;公司债务以流动负债为主,整体债务负担偏重;公司经营性业务盈利能力有所提升,财政补贴对利润总额贡献大,整体盈利能力较弱。

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本息的风险低,安全性高。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 公司 2018 年 9 月底合并财务报表范围
 （单位：万元、%）

序号	子公司名称	级次	注册资本	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1	景德镇市公共交通公司	1 级	1367.00	公共交通	100	政府划拨
2	景德镇红叶陶瓷股份有限公司	1 级	20000.00	生产企业	81.65	投资设立
3	景德镇市国信置业有限公司	1 级	6600.00	房地产开发	100	投资设立
4	景德镇市焦化工业集团有限责任公司	1 级	116170.00	生产企业	91	政府划拨
5	景德镇市古镇投资管理有限公司	1 级	46599.00	投资管理	100	投资设立
6	景德镇市国信节能科技有限公司	1 级	2600.00	节能服务	51	投资设立
7	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	1 级	2600.00	市政基础设施建设	100	投资设立
8	景德镇合盛产业投资发展有限公司	1 级	60000.00	土地开发及房地产	51	非同一控制下企业合并
9	景德镇市清源医疗废物处理有限公司	1 级	430.00	医疗废物收集处理	60	政府划拨
10	景德镇市国信再生资源有限公司	1 级	1000.00	废旧物资回收销售加工	100	投资设立
11	景德镇市华信建设投资有限公司	1 级	30000.00	项目投资	68	投资设立
12	景德镇市国信资产管理有限公司	1 级	5000.00	投资管理	100	投资设立
13	景德镇市枫树山林场	1 级	1248.00	林业管理	100	政府划拨
14	景德镇市陶汇投资发展有限公司	1 级	40000.00	土地一级开发、基础设施建设	51	非同一控制下企业合并
15	景德镇市国信工程管理有限公司	1 级	500.00	工程项目管理	100	投资设立
16	景德镇市国信人文纪念有限公司	1 级	1000.00	陵园开发、建设及运营管理	100	投资设立

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	71.74	66.34	70.96	69.70
资产总额(亿元)	393.66	440.77	455.69	553.76
所有者权益(亿元)	126.18	127.00	137.40	215.14
短期债务(亿元)	110.37	109.01	129.01	127.83
调整后短期债务(亿元)	122.37	125.01	129.01	141.52
长期债务(亿元)	81.82	114.24	108.90	115.97
调整后长期债务(亿元)	82.22	122.53	125.39	115.97
全部债务(亿元)	192.18	223.25	237.91	243.80
调整后全部债务(亿元)	204.59	247.54	254.40	257.48
营业收入(亿元)	101.68	100.52	141.96	116.06
利润总额(亿元)	6.41	4.84	10.28	5.28
EBITDA(亿元)	17.55	15.70	22.03	--
经营性净现金流(亿元)	-16.65	-16.38	5.79	9.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.37	4.19	5.09	--
存货周转次数(次)	0.94	0.76	1.08	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.24	0.32	--
现金收入比(%)	101.66	109.01	103.37	104.65
营业利润率(%)	14.59	17.80	16.36	14.26
总资本收益率(%)	3.17	3.10	4.15	--
净资产收益率(%)	2.77	2.57	5.87	--
长期债务资本化比率(%)	39.34	47.36	44.21	35.02
调整后长期债务资本化比率(%)	39.45	49.10	47.71	35.02
全部债务资本化比率(%)	60.37	63.74	63.39	53.12
调整后全部债务资本化比率(%)	61.85	66.09	64.93	54.48
资产负债率(%)	67.95	71.19	69.85	61.15
流动比率(%)	133.20	139.02	130.75	132.81
速动比率(%)	74.33	78.43	73.02	69.89
经营现金流动负债比(%)	-9.49	-9.01	3.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.95	14.22	10.80	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	11.66	15.77	11.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	2.07	2.93	--

注：1、2018 年 1—9 月财务数据未经审计；2.调整后短期债务=短期债务+其他应付款中有息债务+其他流动负债中有息债务；3.调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务；4.调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	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+应付票据+一年内到期的长期(非流动) 负债

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 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。

附件 4-3 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

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 2019 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。