

信用等级公告

联合〔2019〕3240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景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2020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2020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

联合资信评估有限公司
二〇一九年十一月十四日



景德镇市国资运营投资控股集团有限公司

2020 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

债项概况：

本期中期票据发行规模：6 亿元

本期中期票据期限：5（3+2）年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司到期债务

评级时间：2019 年 11 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	2	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F3	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	3	
			现金流量	2	
		资本结构	2		
			偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级	
景德镇市政府以货币形式对公司增资 70 亿元，公司资本实力显著提升				+1	
公司发展定位明确，产业布局清晰，公司未来具备较强的可持续发展能力				+1	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为景德镇市人民政府（以下简称“景德镇市政府”）的国有独资公司，主要业务板块包括炭黑、焦炭、复合肥、房地产和代建项目。公司明确定位为景德镇市国有资本投资、运营管理平台，在国有资产运营管理、区域地位、政府支持等方面具备综合优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司短期债务不断增长、利润结构中政府补贴比例高和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。

本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

公司在发展过程中持续得到了景德镇市政府的大力支持。近年来，景德镇市政府以注资、资产划拨和收入补贴等方式对公司提供支持。公司所有者权益规模大幅提升，资本实力显著增强。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付的风险低，安全性高。

优势

1. 公司是景德镇市政府授权的国有资产投资运营管理主体，业务具有一定区域专营性。
2. 近年来，公司在增资、资产划拨和收入补贴等方面得到景德镇市政府持续有力支持。截至 2019 年 9 月 4 日，公司注册资本增至 100 亿元。公司所有者权益规模大幅提升，资本实力显著增强。
3. 公司发展定位明确，产业布局清晰，通过强化内部业务整合，打造六大产业板块，有助于分散经营风险。

分析师：唐 岩 蔡伊静

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

 地址：北京市朝阳区建国门外大街2
 号中国人保财险大厦17层
 (100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司利润总额对政府补贴依赖程度较高。
2. 煤炭价格上涨、安置房房价受政府限价和下游行业需求减少等因素对公司相关业务板块盈利能力和一定负面影响。
3. 公司短期债务快速增长，债务结构有待优化。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产（亿元）	36.86	60.81	49.73	57.36
资产总额（亿元）	440.77	455.69	588.47	630.06
所有者权益合计（亿元）	126.99	137.40	225.87	224.38
短期债务（亿元）	111.01	129.01	143.87	179.94
长期债务（亿元）	122.53	125.39	127.24	131.44
全部债务（亿元）	233.54	254.40	271.11	311.38
营业收入（亿元）	100.52	141.96	166.93	76.49
利润总额（亿元）	4.84	10.28	10.29	0.93
EBITDA（亿元）	15.70	22.03	27.17	--
经营性净现金流（亿元）	-16.38	5.79	18.05	-6.53
营业利润率（%）	17.80	16.36	14.55	10.15
净资产收益率（%）	2.57	5.87	3.17	--
资产负债率（%）	71.19	69.85	61.62	64.39
全部债务资本化比率（%）	64.78	64.93	54.55	58.12
流动比率（%）	139.02	130.75	129.62	121.60
经营现金流流动负债比（%）	-9.01	3.14	8.00	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.88	11.55	9.98	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.80	2.10	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	166.62	194.69	236.95	248.34
所有者权益（亿元）	79.92	84.85	101.93	101.90
全部债务（亿元）	57.32	78.76	93.83	104.56
营业收入（亿元）	2.64	1.91	13.41	10.03
利润总额（亿元）	2.64	5.85	5.54	1.94
资产负债率（%）	52.03	56.42	56.98	58.97
全部债务资本化比率（%）	41.77	48.14	47.93	50.64
流动比率（%）	248.78	157.01	193.68	165.85

注：1. 2019 年半年度财务数据未经审计；2. 现金类资产中已剔除受限部分；3. 其他应付款中有息债务和其他流动负债中有息债务部分计入短期债务核算；4. 长期应付款中有息债务部分计入长期债务核算

主体评级历史

信用评级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/09/18	唐岩、蔡伊静	一般工商企业信用评级方法（2019 年） 一般工商企业主体信用评级模型（2019 年）	阅读全文
AA	稳定	2012/12/31	王紫临	--	阅读全文
AA ⁻	稳定	2011/01/21	陈静、李想	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、企业基本情况

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇国控集团”）前身为景德镇市工业投资有限公司，2007 年 4 月 24 日经景德镇市人民政府（景府办字〔2007〕21 号）批准变更为景德镇市国有资产经营管理有限公司，公司主管部门为景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇市国资委”）；2016 年公司改为现名。公司是景德镇市最重要的国有独资公司，截至 2019 年 6 月底注册资本为 62.00 亿元，景德镇市国资委是公司唯一股东及实际控制人。2019 年 8 月 27 日，景德镇市政府签发景府办抄字〔2019〕59 号抄告单，以货币形式对公司增资 70 亿元。2019 年 9 月 4 日，公司已完成工商变更，变更后注册资本为 100 亿元整（股权结构图详见附件 1-1）。

公司主要以生产、销售焦炭、炭黑、复合肥等煤化工产品为主，同时经营城市基础设施建设、房地产开发、资产收购、基金管理等业务。

截至 2019 年 6 月底，公司本部设有 10 个职能部门：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 2018 年底，公司资产总额 588.47 亿元，所有者权益合计 225.87 亿元（含少数股东权益 55.75 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 166.93 亿元，利润总额 10.29 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 630.06 亿元，所有者权益合计 224.38 亿元（含少数股东权益 54.07 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 76.49 亿元，利润总额 0.93 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

公司拟申请注册额度为 20 亿元的中期票据，本期拟发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额为 6 亿元，期限为 5（3+2）年。本期中期票据存续期内前 3 年之票面利率（即初始票面利率），由公司与簿记管理人根据集中簿记建档结果确定，且在存续期前 3 年内固定不变；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。

本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。本次募集资金拟用于偿还公司到期债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温

和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面

临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进,贸易顺差有所扩大。2019年1—6月,中国货物贸易进出口总值14.7万亿元,同比增速(3.9%)较1—3月略有回升,较上年同期大幅回落,主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面,机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主,集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了38.9个百分点,是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年,国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程,中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下,中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大逆周期政策调节力度稳投资,同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长,推动经济健康高质量发展。从三大需求看,一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大,以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复,基础设施投资有望持续企稳;减税降费的落实将进一步修复企业盈利,激发企业主体活力,加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展,制造业投资有望企稳;在“房住不炒”的定位下,房地产投资增速或有所回落,但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求,可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响,加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强,居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素,外部需求或继续放缓;随着相关扩大进口政策的进一步实施,以及中国加强与“一带

一路”沿线国家的交往,中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定,但国内经济下行压力有所加大,中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看,2019年下半年,中国经济运行仍将保持在合理区间,考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓,下半年经济增速或略有回落,预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业分析

(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烯烃、合成氨、甲醇、尿素、焦炭等。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。

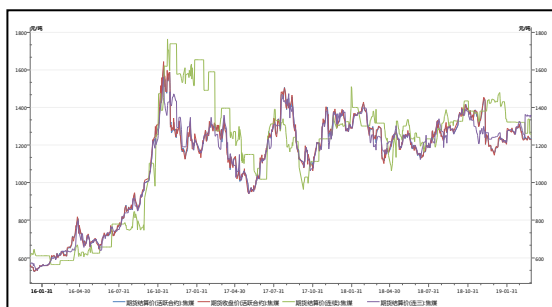
焦炭

炼焦指主要从硬煤和褐煤中生产焦炭、干馏炭及煤焦油或沥青等副产品的炼焦炉的操作活动。

2018年,随着供给侧结构性改革深入推进,全国焦化行业总体呈现量价齐增、稳中向好的运行态势,经济效益创近年最好水平。根据中华人民共和国工业和信息化部数据,产量方面,2018年,受用户市场需求回升等因素影响,焦化行业产能利用率有所提高,全国焦炭产量略有增长,累计为4.38亿吨,同比增长0.8%,其中钢铁焦化联合企业为1.11亿吨,同比增长0.4%,其他焦化企业为3.27亿吨,同比增长0.9%。

价格方面,2018年,受煤炭和钢材价格带动,焦炭价格高位震荡。2018年底,粒度大于40mm的焦炭平均价格为2190元/吨,同比上涨13.4%;粒度25mm—40mm的焦炭平均价格为2119元/吨,同比上涨13.3%。

图1 近年国内焦煤价格走势



资料来源：Wind

出口贸易方面，2018年以来，全国焦炭（含半焦）出口量波动增长，出口价格大幅上涨。全国焦炭累计出口量为975万吨，同比增长20.8%；出口金额为194.9亿元，同比增长33.3%；平均出口价格为1999元/吨，同比增长10.3%。

焦炭副产品方面，2018年，煤焦油产量为1806万吨，同比下降1.5%；由于下游煤沥青需求增加，煤焦油平均价格为3261元/吨，同比上涨22.6%。粗苯产量为488万吨，同比下降0.6%；受国际原油价格下跌影响，粗苯平均价格为4874元/吨，同比下降5.1%。

利润方面，2018年以来，焦炭价格高位运行，行业经济效益明显改善。以山西省为例，焦化行业主营业务收入1872.8亿元，同比增长19.8%；实现利润177.5亿元，同比增长120.2%。

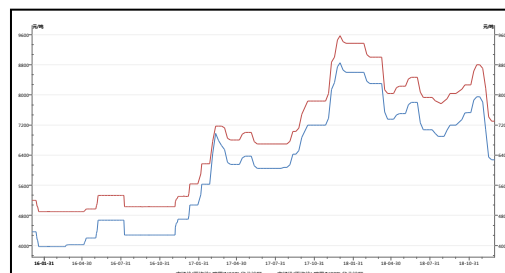
炭黑

炭黑又名碳黑，以纳米级粒径、无定形碳形式存在，是有机物（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热分解而得的产物。炭黑生产的主要原材料为煤焦油、直裂、乙烯焦油等原料油。炭黑可作黑色染料，用于制造中国墨、油墨、油漆等，也用于做橡胶的补强剂。炭黑工业对汽车产业、新能源产业以及提高民用生活产品质量等方面具有非常重要的意义。

近年来炭黑行业效益大幅增长，部分企业新建和扩建项目增加。据不完全统计，两年内拟新增的产能约50万吨/年，产能过剩的状况将进一步加剧。2018年，中国炭黑产量由2017

年的553万吨增至570万吨。

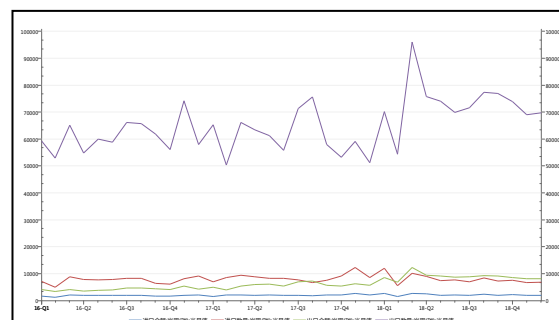
图2 近年国内炭黑价格走势



资料来源：Wind

价格方面，2018年，炭黑价格与下游橡胶等产品价格关联度较高，同时由于缺乏有效的市场调控机制，为了争夺有限的市场资源，炭黑企业盲目抢购原料，产品定价存在恶性竞争的趋势，加速行情下跌。2018年底，炭黑（N660）华北地区平均价格为6275元/吨，同比下降29.10%；炭黑（N220）华北地区平均价格为7300元/吨，同比下降23.69%。

图3 近年国内炭黑进出口价格及数量走势



资料来源：Wind

出口贸易方面，由于中国炭黑企业布局只在国内，出口形势的好坏主要取决于全球石油类炭黑用油与国内炭黑用油煤焦油系列资源的价格差。近年来全球石油价格处于低位运行，而国内煤焦油需求旺盛，价格高位波动，中国炭黑企业出口价格优势丧失。同时面临国际出口市场中存在的反倾销和绿色环保技术壁垒等难题，部分有出口计划的炭黑产量转向国内市场销售，使国内竞争日趋白热化。2018年，全国炭黑出口量波动增长，出口金额有所增加。全国炭黑累计出口量为87.92万吨，同比增长20.3%；出口金额为10.69亿美元，同比增长

55.4%；累计进口量为 9.54 万吨，同比下降 6.7%；进口金额为 2.58 亿美元，同比增长 4.8%。

利润方面，近年来中国炭黑工业虽取得了长足发展，但行业利润率处于较低水平。2018 年以来，随着国家宏观政策的转变以及下游轮胎市场疲软，炭黑行业形势保持持续下行的趋势，近 5 年行业平均开工率仅维持在 70% 左右。2017 年以前全行业一直处于微利，2018 年行业利润率也只有 7%。

2. 行业关注

产业集群建设

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

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

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

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

工艺、技术改造创新

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

煤化工企业需要加速转型发展。向国际化经营方式发展，深化经济技术合作。开发和推广节能、环保、高效、多联产、符合资源综合利用和清洁生产的高新技术、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

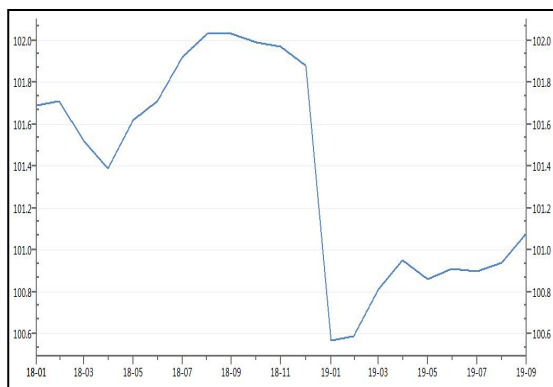
大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

（二）房地产行业

1. 行业概况

2018年，全国各地房地产调控政策密集出台，不断完善限购、限贷等相关行业政策。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。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：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。2019年以来，房地产市场仍处于调控周期，中央重申坚持房住不炒、防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。在整体基调的指导下，各地市场监管、招才引智、住房贷款、住房保障等方面均陆续陆续完善相应政策。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活。

图4 2018年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全国房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积

20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。2019年1—9月，全国房地产开发投资9.80万亿元，同比增长10.50%；房屋新开工面积16.57亿平方米，同比增长8.60%；房屋施工面积83.42亿平方米，同比增长8.70%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。2019年1—9月，全国房地产开发投资仍保持快速增长；2019年上半年，在商业类新开工显著提速的带动下，新开工面积增速大幅增长，三季度以来有所回落，总体施工规模保持持续增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。2019年1—6月，全国商品房销售面积11.92亿平方米，同比下降0.10%；共实现商品房销售额11.15万亿元，同比增长7.10%，增速同比下降6.20个百分点。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。进入2019年以来，商品房销售面积增速由正转负；在销售价格持续增长的带动下，商品房销售额仍保持增长，但增速显著回落，房地产市场整体降温。

2. 土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成

交易10.55平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一、二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。进入2019年以来，房地产行业信贷环境适度宽松，发债市场总体融资规模有所扩张，资金主要流向债务负担适

宜的龙头企业；个人按揭贷款流程审批提速，放款加快，一定程度上缓解房地产企业的资金压力。

从地产开发资金到位情况来看，2018年房地产开发企业开发资金16.60万亿元，同比增长6.40%。资金来源中，自筹资金和定金及预付款为主要来源方式，分别占资金来源的33.64%和33.39%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的14.46%、14.28%和0.07%。2019年1—9月，房地产开发企业开发资金13.06万亿元，同比增长7.10%。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的32.18%和33.60%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的15.08%、15.24%和0.08%。总体来看，房地产开发资金保持增长，资金主要来源于自筹资金和定金及预付款，渠道占比基本保持稳定。

总体看，在中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，2018年下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

3. 政策环境

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。

此后，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 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 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。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金

监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

2019 年以来，中央重申防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。4 月 19 日，中共中央政治局会议重申房住不炒，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。房地产金融监管方面，银保监会、央行两部门密集强调加强风险防范力度，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准，以“稳地价、稳房价、稳预期”为目标，坚持房地产金融政策的连续性和稳定性。从货币政策来看，中央多次强调防范化解重大风险，促进经济稳定发展，强调继续实施稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”。与此同时，中央货币政策委员会在 2019 年一季度例会也指出文件的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，同时保持流动性合理充裕。4 月 22 日，中央财经委员会第四次会议强调要强化宏观政策逆周期调节，财政政策要加力提效，货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势；2018 年下半年，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先；2019 年以来，调控政策仍以维稳为基调，加强金融监管，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕。

（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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

根据2014年《43号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 年政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

2. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之

一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

（四）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。

2018 年全年地区生产总值 846.60 亿元，比上年增长 8.2%。其中，第一产业增加值 56.45 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 402.32 亿元，增长 7.7%；第三产业增加值 387.83 亿元，增长 9.4%。

2018 年景德镇市全年完成固定资产投资 988.93 亿元，比上年增长 11.20%。其中，民间投资增长 12.30%，占固定资产投资的比重为 65.90%。在固定资产投资中，第一产业投资比上年下降 21.0%；第二产业投资下降 0.7%；第三产业投资增长 29.5%。

根据《关于景德镇市 2018 年市级总预算执行情况和 2019 年市级总预算草案的报告（书面）》，2018 年全市完成财政总收入 1324569 万元，完成预算的 100%，比上年实际完成数增长 7.5%。全市一般公共预算收入完成 898554 万元，完成预算的 101.8%，比上年实际完成数增长 3.6%。其中，税收收入 574467 万元，比上年增长 5.3%；非税收入 324087 万元，比上年增长 0.9%。2018 年全市一般公共预算支出完成 2040485 万元，自给率 44.04%。

2018 年全市政府性基金收入 1258976 万元，同比增长 54.2%，其中国有土地使用权出让收入 1164721 万元。

2018 年中央和省财政补助景德镇市一般公共预算转移支付总额为 761096 万元。其中，一般性转移支付补助 494989 万元、专项转移支付补助 266107 万元。

整体看，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较高，公共预算收入稳量一般，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 6 月底，公司注册资本为 62.00 亿元，实收资本 62.00 亿元。增资后，公司注册资本为 100 亿元整。景德镇市国资委是公司的唯一出资人和实际控制人。

2. 政府支持

公司是国有独资企业，作为景德镇市政府国资投资运营主体，公司得到了景德镇市政府的大力支持。

收入补贴方面，景德镇市政府每年给予公司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、窑炉改造资金、技术改造贷款贴息、免费乘车补贴等。

表3 近年来政府补贴情况表（单位：亿元）

期间	金额
2016年	3.25
2017年	3.71
2018年	2.36
2019年1—6月	2.44

资料来源：公司提供

在资产划拨方面，2018年景德镇市政府将景德镇市枫树山林场无偿划拨入公司。枫树山林场评估价值为72.85亿元。

在增资方面，景德镇市政府对公司以货币形式增资人民币70亿元。2019年9月4日，公司营业执照已变更完成，变更后公司注册资本为100亿元整。

整体看，公司作为景德镇市政府主要的国资投资运营主体，持续获取景德镇市政府稳定的外部支持。公司所有者权益规模大幅提升，资本实力显著增强。

3. 企业规模及竞争力

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，炭黑产能位居全国第一、产能位居世界第三，行业竞争实力较强。

4. 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。

董事长吴林先生，1959 年生，硕士研究生，高级经济师，中共党员。现任公司董事长并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。

截至 2019 年 6 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。

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》《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》，景德镇市国资委根据景德镇市市委、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 8 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5名,人选经规定程序批准后,由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责,主持并向董事会报告公司生产经营管理工作,组织实施董事会决议;拟定公司战略发展规划和年度经营计划,提交董事会审议。

2. 管理水平

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

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

财务管理方面,公司根据实际情况,实行了财务人员外派制,公司制定了《开支审批管理办法》《财务分析(暂行)办法》《财务开支审批管理办法》《固定资产管理办法》《货币资金管理(暂行)办法》《票据管理(暂行)办法》《融资管理(暂行)办法》等制度对日常费用、项目资金的运营与管理、融资工作的管理进行了有效的规范,保证资金使用的安全。上述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《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、公共事业板块(代建项目)和房地产为主业。其中煤化工及相关多元化产品板块收入主要来自焦炭、炭黑、复合肥和煤化工附属产品的生产和销售;公用事业板块收入主要来自基础设施建设业务(代建项目);房地产板块收入主要来自商品房出售及商业地产租金收入。近年来,受益于焦炭和炭黑售价增长,公司主营业务收入不断增长。2018年,公司主营业务实现收入162.73亿元,同比增长18.03%,主要系公司炭黑、焦炭售价增长及代建业务板块结转收入增加所致。其中房地产板块收入4.92亿元,同比下降38.01%,主要系2018年房地产业务结转收入减少所致。公司代建项目收入18.49亿元,同比增长153.29%,主要系新增“景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目”及基础设施代建确认收入所致;公司其他业务主要包括运输装卸、陶瓷销售、尿素及食品价格、工程施工业务及处置不良债权等业务,收入规模有所增长,但收入占比较小,2018年实现收入9.85亿元,占主营业务收入的6.06%。

从毛利率来看,公司近年来主营业务毛利率有所下降。2018年公司主营业务毛利率为15.29%,同比下降1.91个百分点,主要系房地产板块及炭黑板块毛利率下降所致。从各板块

来看，受炭黑行业原材料价格上涨原因，炭黑业务成本上涨，公司炭黑产品毛利率有所下降5.86个百分点至16.18%；复合肥板块，受销售价格上涨的影响，复合肥板块毛利率上升0.70个百分点至12.32%；房地产板块毛利率为-13.37%，主要系2018年内公司棚改安置房售价受政府指导价的限制影响，毛利较低，以及部分开发成本在年内完成审计结算，调整进入销售成本共同影响所致；代建项目板块，受代建项目结转收入增加，毛利率增长1.56个百分点至26.74%。公司其他业务板块毛利率为18.72%，同比减少14.69个百分点，主要系公司增加了尿

素及食品销售和工程施工业务，导致公司其他业务板块成本增加所致。

2019年1—6月公司实现主营业务收入74.28亿元，以炭黑产品收入为主，构成与2018年相比变化不大。2019年1—6月公司综合毛利率为10.86%。2019年1—6月，公司焦炭板块毛利率为9.53%，较2018年毛利率下降幅度较大，主要系下游钢铁厂需求减少，导致销售价格下降所致。2019年1—6月，公司炭黑产品毛利率大幅下降至6.55%，主要系汽车行业遭遇寒冬，炭黑产品下游轮胎行业采购意愿下降，以及炭黑上游原料油始终维持高位共同影响所致。

表4 2016—2019年6月公司主营业务收入构成表（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—6 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	19.39	20.17	9.48	36.18	26.24	8.02	35.93	22.08	13.53	17.04	22.94	9.53
炭黑	36.73	38.20	16.18	56.27	40.81	22.04	66.14	40.64	16.18	27.42	36.91	6.55
复合肥	12.74	13.25	19.67	14.37	10.42	11.62	13.80	8.48	12.32	7.87	10.60	10.82
煤化工附属产品	10.02	10.42	8.68	9.96	7.23	9.67	13.59	8.35	10.92	5.28	7.11	2.29
房地产	8.73	9.08	31.36	6.79	4.92	23.46	4.92	3.02	-13.37	2.13	2.87	33.02
代建项目	2.50	2.60	64.61	7.30	5.30	25.18	18.49	11.36	26.74	11.77	15.84	19.88
其他	6.04	6.28	38.14	7.01	5.08	33.41	9.85	6.06	18.72	2.77	3.73	4.62
合计	96.16	100.00	18.52	137.87	100.00	17.20	162.73	100.00	15.29	74.28	100.00	10.86

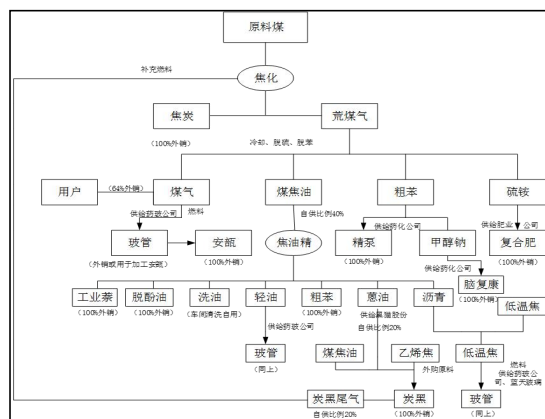
注：公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 各版块经营分析

煤化工及相关多元化产业

图5 煤化工上下游关系图



资料来源：公司提供

公司煤化工及相关多元化产品业务由全资子公司景德镇市焦化工业集团有限责任公司

（以下简称“焦化集团”）负责运营。截至2018年底，公司共有8个炭黑生产基地、1个洗煤基地、4个农化肥生产基地和1个磷矿基地。截至2018年底，焦化集团焦炭产能210万吨/年，炭黑产能106万吨/年，复合肥产能138万吨/年。

焦化集团采用“集团循环经济发展策略”，在主产业链上向前向后延伸，实现闭合循环发展。焦化集团内部产品在原料供应上保持了较好的连续性，所用原料和能源在不断进行的经济循环中得到合理利用。

焦炭板块

公司焦炭业务的运营主体为焦化集团下属子公司新昌南炼焦化工有限责任公司和焦化能源公司。截至2018年底，公司拥有6座焦炉，具备年产焦炭210万吨，及外供煤气3.65亿立方米的生产能力。

近年来,公司焦炭板块收入波动增长。2018年,公司焦炭板块收入 35.93 亿元,同比下降 0.70%,主要系公司对 2 号焦炉大修,产销量均有所减少所致。受益于 2018 年度焦炭价格走高,同时公司加强成本管理和资源综合利用,有效管控业务成本,公司该板块毛利率增长至 13.53%。2019 年 1—6 月,公司实现焦炭收入 17.04 亿元,毛利率为 9.53%。

生产方面,2018 年,公司焦炭产量 189.77 万吨。受生产锅炉检修影响,公司产能利用率有所下降,2018 年为 90.37%。2019 年 1—6 月,公司焦炭产量 80.11 万吨,年化产能利用率为 76.30%,较 2018 年大幅下降,主要系焦炭产品需求量减少,公司减少生产所致。

表 5 2016—2019 年 6 月焦炭生产销售情况表

(单位:万吨/年、万吨、%、元/吨)

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
产能	210.00	210.00	210.00	105.00
产量	194.29	196.39	189.77	80.11
产能利用率	92.52	93.52	90.37	76.30
销量	193.22	217.71	187.45	92.59
产销率	99.45	110.86	98.78	110.60
平均售价	1003.54	1661.61	1917.03	1840.24

注:公司 2019 年 1—6 月产能按比折算

资料来源:公司提供

原材料采购方面,焦炭生产主要原材料为精煤。2018 年,公司精煤采购量为 256.39 万吨,采购均价为 1367.40 元/吨。

表 6 2016—2019 年 6 月精煤采购情况

(单位:万吨、元/吨)

项目	采购量	采购均价
2016 年	341.84	736.61
2017 年	299.69	1223.71
2018 年	256.39	1367.40
2019 年 1—6 月	114.21	1310.65

资料来源:公司提供

公司煤炭采购采取合同采购方式,主要用铁路方式运输。2018 年,公司前五名供应商采购额占总采购额 60.50%,公司供应商集中度较高。

表 7 2018 年焦炭原材料前五大供应商

(单位:亿元、%)

客户名称	销售额	占比
淮北矿业股份有限公司煤炭运销分公司	6.63	17.57
江西康迅实业有限公司	5.15	13.63
山东能源国际物流有限公司	4.11	10.89
安徽恒源煤电股份有限公司销售分公司	3.49	9.25
冀中能源股份有限公司	3.46	9.15
合计	22.84	60.50

资料来源:公司提供

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,因此下游企业生产情况及经济周期对焦炭需求影响显著。2018 年公司焦炭销量为 187.45 万吨,销售均价为 1917.03 元/吨。2018 年,公司前五名客户的销售额占总销售额 89.39%,公司客户集中度高。

表 8 2018 年公司焦炭产品前五大客户

(单位:亿元、%)

客户名称	销售额	占比
福建三安钢铁有限公司	12.70	32.59
福建三钢闽光股份有限公司	7.80	20.02
湘潭钢铁集团有限公司	5.82	14.94
新余钢铁股份有限公司	5.80	14.90
福建天尊新材料制造有限公司	2.70	6.94
合计	34.83	89.39

资料来源:公司提供

总体看,近年来,受焦炭下游行业周期和公司焦炭生产设备检修影响,焦炭产量、销售量均波动下降。但受益于焦炭产品价格上涨,公司焦炭板块的盈利能力尚可。

炭黑板块

公司炭黑业务的运营主体为焦化集团控股子公司黑猫股份。截至 2018 年底,黑猫股份炭黑产能达 106 万吨/年,位居中国第一、世界第三。

受国内炭黑行业去产能的影响,公司炭黑产能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,公司炭黑生产板块收入较上一年大幅增长。2018 年公司炭黑板块实现收入 66.14 亿元,同比增长 17.54%,主要系炭黑售价增长所致。公司实现毛利率 16.18%,较上

年下降 5.86 个百分点，主要系原油、煤炭价格上涨，导致炭黑原材料采购价格上升，炭黑产品成本增加所致。2019 年 1—6 月实现收入 27.42 亿元。

生产方面，2018 年，公司炭黑生产能力为 110 万吨/年；公司炭黑产品产量合计 96.78 万吨。公司产能利用率一直保持较高的水平，2018 年产能利用率 91.30%。2019 年 1—6 月，公司年化产能利用率为 87.20%。

表 9 2016—2019 年 6 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
产能	106.00	110.00	110.00	55.00
产量	102.74	99.81	96.78	47.96
产能利用率	96.92	90.74	91.30	87.20
销量	102.34	101.90	99.23	46.11
产销率	99.62	102.09	102.53	96.00
平均售价	3588.55	5522.09	6669.31	5946.06

注：公司 2019 年 1—6 月产能为按比折算

资料来源：公司提供

在原材料采购方面，生产炭黑的主要原料

表 11 2016—2019 年 6 月炭黑产品原材料采购表 (单位：万吨、元/吨)

名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—6 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	147.84	1414.98	154.03	2482.76	108.87	2785.40	61.72	2834.45
蒽油	20.55	1551.30	26.67	2588.81	23.24	2914.75	15.11	2871.45
炭黑油	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，在需求端相对保持稳定的情况下，公司炭黑价格也持续上涨。2018 年公司炭黑销量为 96.78 万吨，销售均价 6669.31 元/吨。公司产销率保持较高水平。2019 年上半年，炭黑产品售价为 5946.06 元/吨，主要系下游汽车行业不景气，导致的轮胎行业需求减少，进而导致炭黑售价降低。

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

为焦油、蒽油、炭黑油等，原材料供应受原油价格及煤价的影响较大。公司原材料采购多采取订单形式，订单期限一年，结算方式为先供货后付款，结算周期一般为 30 天左右，结算价格为供货时市场价。近年来，随着煤炭价格的上涨，公司炭黑生产的原材料的价格上涨，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，2018 年，公司前五名供应商采购额占总采购额 19.49%，公司供应商集中度较低。

表 10 2018 年公司炭黑原材料前五大供应商
(单位：亿元、%)

客户名称	销售额	占比
景德镇市焦化工业集团有限公司	2.49	4.83
北京旭阳宏业化工有限公司	2.19	4.26
内蒙古庆华集团庆华物流有限责任公司	1.85	3.60
陕西龙门煤化工有限责任公司	1.76	3.42
山东奔月新能源发展有限公司	1.74	3.38
合计	10.03	19.49

资料来源：公司提供

供货量，按月交付。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，2018 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 18.97%，客户集中度较低。

表 12 2018 年公司炭黑前五大客户 (单位：亿元、%)

客户名称	销售额	占比
印尼佳通 (PT.GAJAN.TUNGGAL TBK)	4.55	6.73
中策橡胶集团有限公司	2.89	4.27
东营市方兴橡胶有限责任公司	2.27	3.35
山东中橡高分子材料有限公司	1.59	2.35
山东京瑞商贸有限公司	1.53	2.27

合 计	12.84	18.97
-----	-------	-------

资料来源：公司提供

近年来，受益于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。但受原材料价格上涨及下游需求下降的影响，公司炭黑板块盈利水平大幅下降。考虑到公司作为中国第一炭黑生产企业，公司炭黑板块的盈利能力一般。

复合肥板块

公司复合肥业务的运营主体为焦化集团的子公司江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）。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，主要销售区域为江西、河南、河北及湖南等地区。公司在全国共有四个复合肥生产基地，合计产能 138 万吨/年。公司在贵州拥有一个磷石膏基地（尚未开采），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，大量节省运输成本。

近年来，公司复合肥板块收入有所增长。2018 年，公司复合肥板块收入 13.80 亿元，较上年下降 4.00%，主要系公司复合肥产品销量减少所致。2018 年，公司复合肥产品毛利率 12.32%。2019 年 1—6 月，公司复合肥实现销售收入 7.87 亿元。

近年来，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。2018 年，公司复合肥产品产量 76.27 万吨，产能利用率 55.27%。2019 年 1—6 月，公司复合肥产品产量 38.12 万吨，年化产能利用率为 55.00%。

表 13 2016—2019 年 6 月公司复合肥生产销售情况表
(单位：万吨/年、万吨、%、元/吨)

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
产能	138.00	135.00	138.00	69.00
产量	74.65	81.49	76.27	38.12
产能利用率	54.09	60.36	55.27	55.00
销量	78.95	85.65	71.59	42.14
产销率	105.76	105.10	93.86	111.00
平均售价	1613.60	1656.09	1927.30	1868.20

注：公司 2019 年 1—6 月产能为按比折算

资料来源：公司提供

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。随着煤炭价格上涨，原材料氮肥、磷肥、钾肥采购价格有所增长。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，2018 年，公司前五名供应商采购额占总采购额 49.37%，公司供应商集中度较高。

表 14 2018 年公司复合肥原材料前五大供应商
(单位：亿元、%)

客户名称	销售额	占比
安徽辉隆农资集团股份有限公司	2.52	21.72
山东华鲁恒升化工股份有限公司	1.03	8.91
云南鸿泰博化工股份有限公司	0.96	8.29
兰考润禾肥业有限公司	0.64	5.49
安徽德邦化工有限公司	0.58	4.95
合 计	5.73	49.37

资料来源：公司提供

表 15 2016—2019 年 6 月复合肥原料采购情况表 (单位：万吨、元/吨)

名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—6 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	43.27	630.03	44.01	731.18	31.10	734.75	18.23	893.73
磷肥	21.72	1554.50	22.52	1764.30	15.42	2141.20	9.23	1914.85
钾肥	15.16	1702.39	19.42	1806.35	13.39	2073.48	5.73	2105.72
其他	2.62	442.01	2.75	490.86	1.72	479.17	1.09	623.4

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。公司按区域成立十多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，资金回笼量大，周转速度快。公司复合肥销售的下游客户主要为农资公司，2018 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 3.71%，公司客户集中度很低。

表 16 2018 年公司复合肥前五大客户(单位:亿元、%)

客户名称	销售额	占比
湘潭新三湘农资有限公司	0.12	0.85
江西沃尔得农资连锁集团股份有限公司	0.11	0.78
平桂区望高民丰农资经营部	0.10	0.72
巢湖市惠丰农资有限责任公司	0.10	0.69

杞县三农业生产资料有限公司	0.09	0.66
合 计	0.52	3.71

资料来源：公司提供

近年来，复合肥平均售价呈快速增长趋势。2018 年复合肥销售均价为 1927.30 元/吨，销量为 71.59 万吨。

总体看，受复合肥市场需求减少的影响，公司销售量也波动减少。但受益于复合肥产品销售价格上升，公司复合肥板块盈利能力较强。

房地产板块

公司房地产业务分为商业地产和景德镇市安置房。公司房地产的运营主体为景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）和焦化集团下属子公司景德镇市开门子房地产有限公司（以下简称“开门子房地产”），公司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。截至 2018 年底，公司项目土地均通过招拍挂程序取得，资金来源主要为自有资金和银行贷款。

近年来，公司房地产开发板块营业收入不断下降。2018 年，公司商业地产实现销售收入 4.92 亿元。

表 17 2018 年底房地产项目销售情况表(单位:亿元、万平方米)

开发主体	项目名称	总投资	已投资	尚需投资	总建筑面积				已售面积				销售收入 2018 年
					商住	商铺	车库	其他	商住	商铺	车库(个)	其他	
国信置业	国信御城	5.25	5.20	--	12.08	1.63	3.12	--	12.00	0.86	--	--	1.47
开门子房地产	金鼎国际	2.65	2.63	0.02	5.40	--	1.44	1.03	5.40	--	52	--	0.17
开门子房地产	康家花园	3.90	2.72	--	6.98	0.78	0.15	--	6.96	0.30	--	--	1.20
开门子房地产	木材厂棚户区		1.62	--	8.50	0.30	--	--	8.47	--	--	--	0.18
开门子房地产	金岭阳光	0.79	0.71	0.08	2.55	--	0.23	0.07	2.55	--	--	--	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	--	--	0.26
开门子房地产	金恒国际	1.79	1.79	--	--	4.21	0.87	--	2.97	1.17	--	--	--
开门子房地产	康家二期	2.81	1.08	1.73	--	4.86	--	--	4.56	--	--	--	0.37
开门子房地产	金鼎玖域	4.36	2.35	2.01	--	4.57	--	--	1.90	--	--	--	1.07
合 计		25.83	22.38	3.84		56.82	6.86	1.10	45.38	3.85	52	--	4.92

资料来源：公司提供

基础设施建设板块

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。

表18 截至2019年6月底公司主要在建基础设施项目明细情况表（单位：亿元、%）

项目名称	建设期间	回购期间	总投资	2019年6月底已投资额	自有资金比例	2019年投资计划	2020年投资计划	2021年投资计划
吕蒙航空小镇项目（一期）	2014—2021	2014—2021	18.39	16.41	25	6.50	1.00	8.00
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	2018—2021	2018—2037	25.90	15.38	22.78	5.00	10.00	7.70

资料来源：公司提供

表19 截至2019年6月底公司主要在建基础设施项目回购情况表（单位：亿元）

项目名称	回购期间	拟回购金额	已回购金额	2019年回购计划	2020年回购计划	2021年回购计划	是否按合同回款
吕蒙航空小镇项目	2014—2021	45.00	18.50	8.50	9.00	9.00	是
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	2018—2037	36.91	0.00	1.94	1.94	1.94	是

资料来源：公司提供

截至2019年6月底，公司主要在建基础设施项目合计总投资44.29亿元，已完成投资金额合计31.79亿元，资本金已全部到位。截至2019年6月底，公司主要在建基础设施项目拟回购金额81.91亿元，已回购金额合计18.50亿元。

景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目列入了2018年国家棚户区改造计划，项目采取政府购买服务形式。公司于2018年6月中标了景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目（含A区、B区、C区），并于2018年7月与景德镇市房产管理局签订了政府购买服务协议，服务内容为韭菜园片区的土地征收补偿及相关基础设施建设。项目总投资为25.90亿元（其中A区4.19亿元、B区6.67亿元、C区15.04亿元），政府购买服务协议总价款为36.91亿元（其中A区5.90亿元、B区9.38亿元、C区21.63亿元）。景德镇市房产管理局按照协议约定的支付计划逐年支付服务费用，上述资金支付逐年纳入景德镇市本级的财政预算支出。

航空及先进装备制造产业基地为吕蒙航空小镇项目的一期建设，主要包括地面硬化及基础设施建设等。投资总额为18.39亿元，企业自筹资金10亿元。

2018年公司代建项目毛利率26.74%，较2017年增长1.56个百分点，主要系公司2018年较2017年全额法结算的项目占比较高所致。

其他业务板块

公司经营运输装卸、陶瓷销售、尿素及食品价格、工程施工业务及处置不良债权等业务。近年来，公司其他业务板块收入不断增长。2018年实现收入9.85亿元。

总体看，受益于国家去产能、环保稽核政策的影响，公司炭黑产品和煤化工附属产品收入规模大幅增长；受代建项目结转收入大幅度增加影响，公司主营业务收入大幅增长。但考虑到受原材料价格、其他板块市场需求和相关行业政策影响，导致盈利能力有所下降，需关注公司未来盈利能力。

3. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数波动增长，2018年为4.73次。2016—2018年，公司存货周转次数不断增长，2018年为1.14次。2016—2018年，公司总资产周转次数有所增长，2018年为0.32次。总体看，公司经营效率一般。

4. 未来发展

2019年，公司将进一步推动国资管理从“管资产”向“管资本”、从“资产经营”向“资本运营”转型，实现“资产、资本、资金、资源”的良性循环和国资运营方式的升级，更好地发挥“政府性项目投融资管理平台、全市

国资布局结构调整和资源整合平台、投资企业管理和服务平台”作用，为进一步实现国有资产保值增值及国有资本市场化运作贡献力量。

按照国有资本投资、运营公司的定位，根据景德镇市国资委的安排，公司通过强化内部业务整合，打造六大板块产业。一、打造投资板块：按照经营性项目模式投资现代物流、农批市场、园区、教育和水利等业务领域，通过市场化运营实现合理的投资回报，增加经营性现金流入量。二、打造城市运营板块：依托景德镇市国信城市运营发展有限公司，做好景德镇市内土语场馆、会展场馆的运营管理工作；推进智慧城市和“瓷云”建设和运营工作；按照市场化原则开展城市维护和物业管理等业务，做好景德镇市民生服务工作。三、打造金融板块：依托公司金控平台扩大信用担保、陶瓷交易所能力，拓展发展产业基金、小额贷款、融资租赁等金融牌照业务，参股保险业形成新的收入。四、打造产业板块：依托黑猫集团雄厚的产业基础，积极推进向高附加值产品转型，为公司营业收入增长提供稳定有力的保障。五、打造房地产板块：积极参与城市棚户区改造项目，发挥房地产子公司作用。通过安置房建设，激活存量资产，提升土地价值，增加公司地产板块的流动性。六、打造节能、环保板块：依托新三板上市公司，进一步提升工业节能、绿色能源、危废处置等业务能力，积极推进增材制造等新材料项目建设。

总体看，公司发展定位明确，产业布局清晰，通过强化内部业务整合，打造六大产业板块，有助于分散经营风险，提高收入水平，公司未来具备较强的可持续发展能力。

表 20 截至 2019 年 6 月底的重大在建项目情况
(单位：亿元)

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	备注
赣东北综合物流园（一期）	16.00	10.15	5.85	城市基础设施
国信御城小区	5.25	5.20	0.05	安置房、商品房
吕蒙航空小镇项目	40.00	16.41	23.59	城市基础设施

合 计	61.25	31.76	29.49	--
-----	-------	-------	-------	----

资料来源：公司提供

在建项目方面，公司投资项目主要包括赣东北综合物流园区（一期）、国信御城商住小区项目、吕蒙航空小镇项目，计划总投资 61.25 亿元。截至 2019 年 6 月底，上述项目尚需投资 29.49 亿元。考虑到景德镇市政府对公司的增资支持，公司未来资金支出压力较小。

八、财务分析

公司提供了 2016—2018 年三年连审财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年半年度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年，公司合并范围内新增 22 家子公司，不再纳入合并报表 1 家子公司。截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司合计 101 家。总体看，公司合并范围新增子公司数量较多，对合并报表可比性有一定影响。截至 2019 年 6 月底，公司合并范围较 2018 年变化不大。

截至 2018 年底，公司资产总额 588.47 亿元，所有者权益合计 225.87 亿元（含少数股东权益 55.75 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 166.93 亿元，利润总额 10.29 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 630.06 亿元，所有者权益合计 224.38 亿元（含少数股东权益 54.07 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 76.49 亿元，利润总额 0.93 亿元。

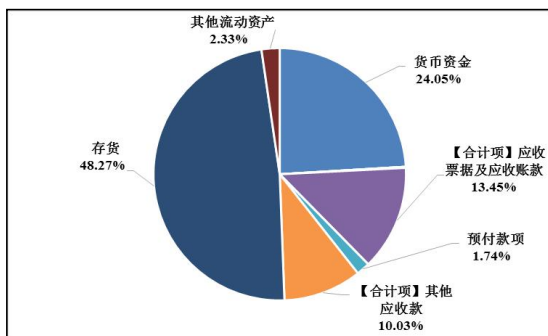
1. 资产质量

2016—2018 年，公司的资产规模快速增长，年均复合增长率为 15.55%。截至 2018 年底，公司资产总额为 588.47 亿元，较上年增长 29.14%，主要系政府划入资产所致。其中流动资产占 49.70%，非流动资产占 50.30%，流动资产占比略有下降。

流动资产

2016—2018年，公司流动资产波动增长，年均复合增长率为7.58%。截至2018年底，公司流动资产292.45亿元，较上年增长21.23%。公司流动资产主要由货币资金（占24.05%）、应收票据及应收账款（占13.45%）、其他应收款（合计）（占10.03%）、存货（占48.27%）预付账款（占1.74%）及其他流动资产（占2.33%）构成。

图6 截至2018年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金不断增长，年均复合增长率为12.35%。截至2018年底，公司货币资金70.34亿元，较上年增长20.81%，主要系公司收到项目回款，银行存款增加所致；主要由银行存款（占61.39%）和保证金存款（占38.57%）构成。公司银行存款中27.45亿元受限，货币资金受限比例为39.02%。

2016—2018年，公司应收账款快速增长，年均复合增长率为38.43%。截至2018年底，公司应收账款28.16亿元，较上年增长46.86%，主要系公司营业收入增长带动应收账款增长所致。从账龄看，1年以内占88.62%；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的36.13%，账龄全部在1年以内；公司应收账款共计提坏账准备1.95亿元，计提比例6.55%。应收账款账龄偏短，集中度较低，坏账准备计提相对充足。截至2018年底，公司应收账款受限金额合计8.51亿元，主要为银行借款质押，应收账款受限比例为30.22%。

表21 截至2018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
景德镇市建设局	5.73	1年以内	18.84
景德镇高新技术产业开发区管理委员会国有资产管理中心	1.68	1年以内	5.51
景德镇陶瓷工业园区财政局	1.65	1年以内	5.42
中策橡胶集团有限公司	1.07	1年以内	3.52
PT. GAJAH TUNGGAL TBK	0.86	1年以内	2.83
合 计	10.99	--	36.12

资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司应收票据波动增长，年均复合增长率为6.45%。截至2018年底，公司应收票据合计11.16亿元，较上年下降7.78%，主要系银行承兑汇票减少所致。截至2018年底，公司已质押的银行承兑汇票合计4.72亿元，已背书或贴现但在资产负债表日尚未到期的银行承兑汇票合计确认金额39.28亿元。

截至2018年底，公司现金类资产合计81.90亿元。其中受限金额合计32.17亿元，受限比例为39.28%。

2016—2018年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降20.67%。截至2018年底，公司其他应收款29.34亿元，较上年下降6.06%，主要系贵州双兴矿业有限公司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51.22%，欠款客户均为政府单位及国有企业。

表22 截至2018年底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	6.76	1年以内	20.33	往来款
景德镇市财政局	6.52	1~5年	19.62	往来款
昌江区棚改办（国控）项目指挥部	1.48	1年以内	4.45	往来款
陶瓷科技投资经营有限公司	1.22	1~2年	3.67	往来款
景德镇市工业国有资产经营公司	1.05	1~5年	3.15	往来款
合 计	17.03	--	51.22	--

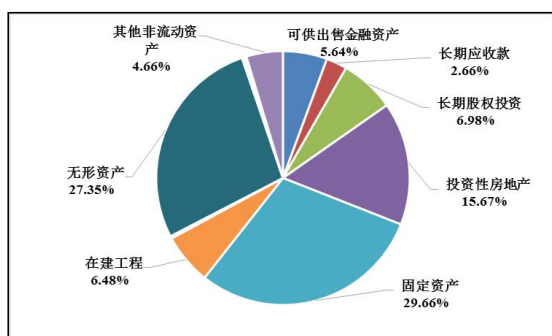
资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司存货波动增长，年均复合增长率为13.22%。截至2018年底，公司存货141.15亿元，较上年增长32.52%，主要系景德镇市政府将林地、林木资产无偿划给公司，导致存货中消耗性生物资产增加所致。其中，收储土地占21.06%、开发成本占48.65%、开发产品占12.23%，三者合计占比81.94%。收储土地主要是行政划拨土地资产；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0.47亿元。截至2018年底，公司存货中土地使用权受限金额合计19.90亿元，主要为银行借款抵押；收储土地受限金额合计8.91亿元，主要为银行借款及应付债券抵押。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长率为25.45%，主要系长期股权投资和投资性房地产公允价值增长所致。截至2018年底，公司非流动资产296.02亿元，较上年增长38.03%。公司非流动资产由可供出售金融资产（占5.64%）、投资性房地产（占15.67%）、固定资产（占29.66%）、无形资产（占27.35%）、其他非流动资产（占4.66%）、在建工程（占6.48%）、长期应收款（占2.66%）及长期股权投资（占6.98%）构成。

图7 截至2018年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长率为81.15%。截至2018年底，公司可供出售金融资产16.69亿元，同比增长32.16%，主要系公司将持股超过40%以上

但无实际控制权或经营权的公司列入权益工具投资或可供出售金融资产所致。

2016—2018年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长率为263.87%。截至2018年底，公司长期股权投资合计20.67亿元，较上年增长132.07%，主要系对联营企业、合营企业投资增加所致。截止2018年底，公司长期股权投资受限金额合计7.26亿元，主要为银行借款及银行承兑汇票质押。

2016—2018年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长率为263.87%。截至2018年底，公司投资性房地产46.40亿元，较上年增长87.35%，主要系子公司景德镇古镇投资将4.29亿元出租已完工开发项目由存货中转入、将景德镇市安居房地产开发有限公司纳入合并增加5.80亿元、将景德镇市国信粮贸资产运营有限公司合并增加0.06亿元和景德镇市国信商贸资产运营有限公司合并增加12.89亿元所致。截至2018年底，公司未办妥权证的投资性房地产合计20.37亿元。截至2018年底，公司投资性房地产受限金额合计19.71亿元，受限比例为42.48%，主要为银行借款抵押。

2016—2018年，公司固定资产有所增长，年均复合增长率为5.03%。截至2018年底，公司固定资产87.81亿元，较上年增长3.14%，主要系公司合并范围增加和划拨资产增加所致。公司固定资产构成主要为房屋建筑物（占67.65%）及机器设备（占28.69%）。截至2018年底，公司未办妥权证的固定资产合计6.46亿元。截至2018年底，公司房屋受限金额为13.98亿元、机器设备受限金额1.54亿元。

2016—2018年，公司在建工程波动增长，年均复合增长率为28.36%。截至2018年底，公司在建工程19.18亿元，较上年增长72.55%，主要系公司增加项目建设所致。公司在建工程构成主要为基础设施建设项目及煤化工在建项目。截至2018年底，公司在建工程受限金额为1.91亿元，主要为银行借款抵押。

2016—2018年，公司无形资产波动增长，

年均复合增长率为132.14%。截至2018年底，公司无形资产合计80.96亿元，较上年增长550.79%，主要系景德镇市政府将林地、林场（合计64.01亿元）无偿划入公司子公司景德镇市枫树山林场有限公司所致。截至2018年底，公司未办妥权证的无形资产合计65.90亿元。截止2018年底，公司无形资产土地资产受限金融为4.86亿元，主要为银行借款抵押。

2016—2018年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合下降率为45.15%。截至2018年底，公司其他非流动资产13.79亿元，同比下降74.68%，主要系景德镇市市政府同意将前期预付市财政的资产收购款抵减划入枫树山林场出资权益所致，资产收购款抵减合计35.48亿元。

截至2018年底，公司受限资产117.32亿元，占资产总额的比例为19.94%，受限比例一般。

截至2019年6月底，公司资产总额630.06亿元，较2018年底增长7.07%，主要系货币资金及存货增长所致。其中，流动资产占51.07%，非流动性资产占48.93%。流动资产占比有所增长。

近年来，公司资产规模持续扩大。受益于政府无偿划拨，公司非流动资产占比有所增加。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。公司资产被质押部分有一定占比，且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，资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为33.36%。2018年底，公司所有者权益合计225.87亿元（含少数股东权益55.75亿元），较上年增长64.38%，主要系资

本公积增长所致。截至2018年底，公司所有者权益主要由实收资本（占27.45%）、资本公积（占45.99%）及少数股东权益（占24.68%）构成。

2016—2018年，公司资本公积快速增长，年均复合增长率为62.98%。截至2018年底，公司资本公积合计103.87亿元，较上年增加154.79%，主要系政府划入资产，资本公积增加所致。

截至2019年6月底，公司所有者权益224.38亿元（含少数股东权益54.07亿元），较2018年底下降0.66%，公司所有者权益结构变化较小。

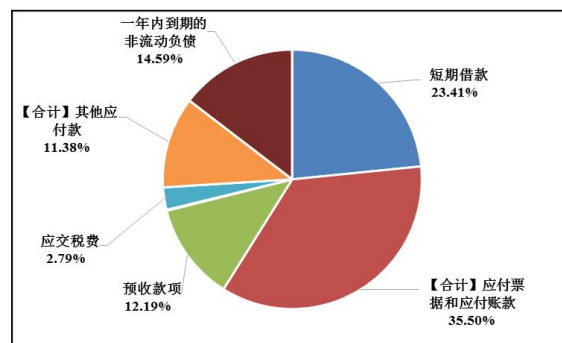
总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2016—2018年，公司负债规模有所增长，年均复合增长7.50%。截至2018年底，公司负债合计362.60亿元，较上年增长13.92%；其中流动负债占62.22%，非流动负债占37.78%。

2016—2018年，公司的流动负债不断增长，年均复合增长11.41%，主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。2018年底，公司流动负债225.62亿元，较上年增长22.29%。公司流动负债主要由短期借款（占23.41%）、应付票据及应付账款（占35.50%）、其他应付款（合计）（占11.38%）、一年内到期的非流动负债（占14.59%）、预收账款（占12.19%）和应交税费（占2.79%）构成。

图8 截至2018年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司短期借款波动增长，

年均复合增长2.78%。截至2018年底，公司短期借款52.81亿元，较上年下降15.60%。公司短期借款主要由信用借款（占27.97%）、质押借款（占17.10%）、保证借款（占44.82%）为主，三者合计占比89.89%。

2016—2018年，公司应付票据波动增长，年均复合增长7.06%。截至2018年底，公司应付票据58.14亿元，较上年增长18.82%，主要系公司增加商业承兑汇票和国内信用证所致。公司短期偿付压力较大。

2016—2018年，公司应付账款不断增长，年均复合增长14.65%。截至2018年底，公司应付账款21.96亿元，较上年增长20.88%，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79.28%，1年以上占20.72%，公司应付账款以短期为主。

2016—2018年，公司预收款项波动增长，年均复合增长47.99%。截至2018年底，公司预收账款合计27.49亿元，同比增长152.88%。截至2018年底，公司账龄超过1年的大额预收款合计5.98亿元，主要系预收购房款及西瓜州棚户区改造项目款未结转收入所致。

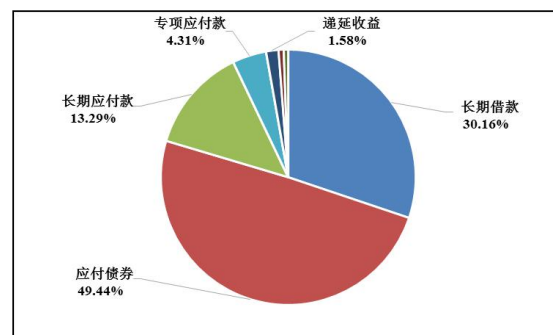
2016—2018年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降18.64%。截至2018年底，公司其他应付款23.76亿元，较上年增长21.12%，主要系往来款、土地款、保证金增加所致。从构成来看，主要是与政府部门及客户间的往来款。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动性负债快速增长，年均复合增长99.26%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债32.92亿元，较上年增长88.00%，主要系一年内到期的长期借款和信托贷款增加所致。

2016—2018年，公司非流动性负债保持相对稳定，年均复合增长1.87%。截至2018年底，公司非流动负债合计136.98亿元，较上年增长2.38%，主要系应付债券和长期应付款增长所致。非流动负债主要由长期借款（占30.16%）、应付债券（49.44%）、长期应付款（占13.29%）

专项应付款（占4.31%）和递延收益（占1.58%）构成。

图9 截至2018年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

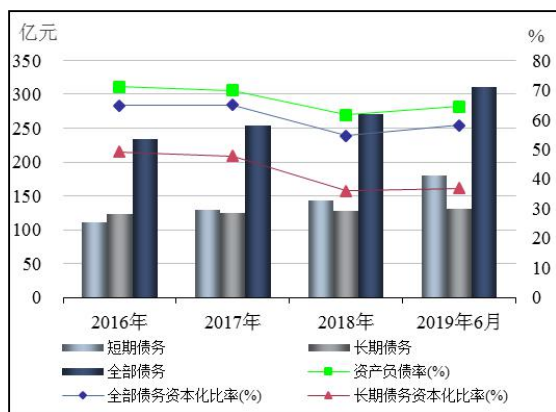
2016—2018年，公司长期借款快速下降，年均复合下降19.74%。截至2018年底，公司长期借款41.31亿元，较上年下降28.32%，主要系公司质押借款和信用借款减少所致。公司长期借款主要以抵押借款（占43.60%）和保证借款（占28.95%）为主。

2016—2018年，公司应付债券快速增长，年均复合增长16.24%。截至2018年底，公司应付债券67.73亿元，较上年增长32.09%，主要系公司增发债券（18年第一、第二期公司债、18年第一期中票、18景德公司债二期）所致。截至2018年底，公司应付债券包括公司债（占41.53%）和中期票据（占58.47%）。

2016—2018年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长48.20%。2018年底，公司长期应付款18.20亿元，较上年增长10.39%，主要系应付融资租赁款及应付对子公司景德镇黑猫集团有限责任公司明股实债款增长所致。公司长期应付款包括应付明股实债款12.77亿元（占70.16%）、应付融资租赁款5.43亿元（占22.52%）和专项应付款5.90亿元（占32.42%）。截至2018年底，公司应付明股实债款企业主要有景德镇市红叶陶瓷股份有限公司（0.54亿元）、景德镇市国信宏城建设开发有限公司（0.53亿元）、景德镇市古镇投资管理有限公司（10.70亿元）和景德镇黑猫集团有限责任公司（1.00亿元）。

有息债务方面, 2016—2018年, 公司全部债务有所增长, 年均复合增长率为7.74%。截至2018年底, 公司全部债务合计271.11亿元, 较年初增长6.57%。其中, 短期债务占53.07%, 长期债务占46.93%, 短期债务占比高。2016—2018年, 公司资产负债率分别为71.19%、69.85%和61.62%; 全部债务资本化比率分别为64.78%、64.93%和54.55%; 长期债务资本化比率分别为49.11%、47.71%、36.03%。

图 10 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

截至2019年6月底, 公司负债合计405.67亿元, 较2018年底增长11.88%, 主要系短期借款、应付票据和长期借款增长所致。其中, 流动负债占65.22%、非流动负债占34.78%, 流动负债占比有所增加。截至2019年6月底, 公司全部债务为311.38亿元, 其中短期债务为179.94亿元, 长期债务为131.44亿元。公司的资产负债率为64.39%, 全部债务资本化比率为58.12%, 长期债务资本化比率为36.94%。

总体看, 近年来, 公司负债规模和有关债务规模均有所增长, 公司整体债务负担偏重。公司短期负债快速增长, 且在债务结构中占比较高, 债务结构有待优化。

3. 盈利能力

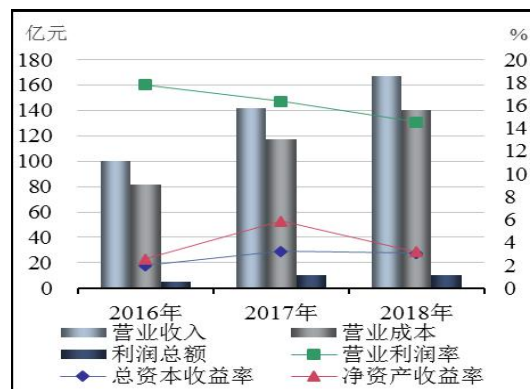
2016—2018年, 公司营业收入快速增长, 年均复合增长28.86%。2018年, 公司实现营业收入166.93亿元, 同比增长17.58%, 主要系公司市政项目结转收入增加所致。截至2018

年底, 公司营业成本合计140.63亿元, 同比增长20.26%。公司营业成本增速高于营业收入增速。

期间费用方面, 2016—2018年, 公司期间费用不断增长, 年均复合增长15.26%, 主要系公司财务费用和管理费用增加所致。跟踪期间, 公司期间费用占营业收入的比重为12.60%, 与2017年保持相对稳定。

2016—2018年, 公司营业利润快速增长, 年均复合增长112.02%。2018年, 公司实现营业利润8.02亿元, 较上期增长35.86%, 主要系公司收到政府部门补贴款增加所致。2018年, 公司营业利润率为14.55%。2018年, 公司实现营业外收入和其他收益合计8.08亿元, 较上年增长57.97%, 主要系公司收到安置房项目补贴款所致。2018年, 公司实现利润总额10.29亿元, 较上期变化不大, 政府补助是公司利润的重要组成部分。

图 11 公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面, 2016—2018年, 公司营业利润率有所下降, 三年平均值15.74%, 2018年为14.55%, 主要系公司炭黑和房地产板块毛利下降所致。2018年, 公司总资产收益率和净资产收益率较2017年均有所下降, 2018年分别为3.14%和3.17%。

2019年1—6月, 公司实现营业收入76.49亿元。同期, 公司营业成本68.06亿元, 公司营业利润率10.15%。公司实现营业利润-1.46亿元, 主要系公司财务费用较高, 侵蚀利润所致。

公司利润总额合计0.93亿元。

近年来,在去产能、环保稽核双重影响下,公司主营业务收入增长明显,但营业利润率不断下降。同时,政府补贴对公司利润贡献程度较高。总体看,公司整体盈利状况一般。

4. 现金流及保障

从经营活动来看,2016—2018年,公司经营活动现金流入快速增长,年均复合增长28.64%;其中2018年公司经营性现金流入合计189.48亿元,同比增长19.70%,主要系公司主营业务收入增加所致。同期,公司经营活动现金流出不断增长,年均复合增长14.45%;主要系购买商品、接受劳务支付的现金和支付各项税费增加所致。2018年公司经营性现金流出合计171.43亿元,同比增长12.41%。2018年公司经营性现金流量净额为18.05亿元。2018年公司现金收入比为107.15%,较上期增加3.78个百分点,公司收入实现质量有所提升。

从投资活动来看,2016—2018年,公司投资活动现金流入快速下降。2018年公司投资活动现金流入4.79亿元,比上期减少72.75%,主要系收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金减少所致。2018年公司投资活动现金流出合计20.32亿元,较上期减少63.53%,主要系投资支付现金减少所致。2018年公司投资活动产生的现金流量净额为-15.53亿元。

2016—2018年,公司经营活动获现能力增强,对筹资活动依赖程度减弱;公司筹资活动前现金流量净额由负转正,分别为-35.90亿元、-32.35亿元和2.52亿元。

从筹资活动来看,2016—2018年,公司筹资活动现金流入波动幅度较大,年均复合增长0.43%。2018年,公司筹资活动现金流入123.93亿元,同比下降21.50%,主要系取得借款收到的现金减少所致。2018年公司筹资活动现金流出117.56亿元,较2017年变化不大。2018年,公司筹资活动现金流量净额为6.37亿元。

2019年1—6月,公司经营活动现金流量净额为-6.53亿元;投资活动现金流量净额为-6.90亿元;筹资活动现金流量净额为21.59亿元。

总体看,公司经营活动的获现能力较好,公司经营活动现金流呈净流入态势,且规模较大。但净流入规模对公司投资活动的支持程度仍较弱,及公司在建项目待投入规模较大。考虑到景德镇市政府对公司的资金支持,公司未来资金压力较小。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2016—2018年,公司的流动比率和速动比率均有所下降,三年加权平均值分别为131.84%和71.12%。截至2018年底分别为129.62%和67.06%。截至2019年6月底分别为121.60%和63.57%。2018年,公司经营现金流动负债比为8.00%。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看,2016—2018年,公司EBITDA快速增长,年均复合增长31.56%。2018年,公司EBITDA为27.17亿元,同比增长23.31%。2016—2018年,公司EBITDA利息倍数分别为2.07倍、2.80倍和2.10倍,全部债务/EBITDA分别为14.88倍、11.55倍和9.98倍。考虑到景德镇市政府持续有力支持,公司实际长期偿债能力尚可。

截至2019年6月底,公司共获得商业银行授信总额210.09亿元,尚未使用额度23.13亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 对外担保

截至2018年底,公司对外担保余额3.23亿元,担保比率1.43%。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3.19亿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,公司或有负债风险低。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码G1036020200015580C），截至2019年10月24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。

8. 抗风险能力

基于对公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

9. 母公司报表分析

截至2018年底，母公司资产总额236.95亿元，其中流动资产占48.20%，非流动资产占51.80%。流动资产主要为货币资金（占12.03%）和其他应收款（占50.41%）。母公司其他应收款主要为关联方往来款。母公司非流动资产主要为长期股权投资（占48.74%）、固定资产（占22.40%）。

截至2019年6月底，母公司资产为248.34亿元，较2018年底增长4.81%。其中，流动资产占46.37%，非流动资产占53.63%。

截至2018年底，母公司负债合计135.02亿元，其中流动负债占43.68%，非流动负债占56.32%。流动负债中短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债规模较大，分别为10.00亿元、12.69亿元、20.98亿元和13.40亿元；非流动负债主要为应付债券。截至2018年底，母公司全部债务为93.96亿元，其中短期债务为23.53亿元，长期债务为70.43亿元。截至2018年底，母公司资产负债率为56.98%。

截至2019年6月底，母公司负债合计146.44亿元，其中流动性负债69.43亿元，非流动负债77.01亿元。截至2019年6月底，母公司全部债务为104.56亿元，短期债务为32.90亿元，长期债务为71.66亿元。母公司主要承担公司整体债券发行工作，母公司应付债券结构同合并报表范围的应付债券结构。

截至2018年底，母公司口径所有者权益

101.93亿元，其中实收资本62.00亿元，资本公积20.83亿元。截至2019年6月底，母公司口径所有者权益合计101.90亿元，所有者权益结构较2018年底变化不大。

2018年，母公司实现营业收入13.41亿元，利润总额5.54亿元。其中其他收益和营业外收入合计5.61亿元，主要为政府补助。2019年1—6月，母公司实现营业收入10.03亿元，利润总额1.94亿元。

现金流方面，母公司经营活动现金流入和流出主要以收到、支付其他与经营活动有关的现金为主；投资活动现金流入和流出主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金；筹资活动现金流入和流出主要为收到其他与筹资活动有关的现金和偿还债务支付的现金为主。2018年，母公司经营活动现金流量净额为10.38亿元；投资活动现金流量净额为-16.51亿元；筹资活动现金流量净额为11.54亿元。2019年1—6月，母公司经营活动现金流量净额为-7.13亿元；投资活动现金流量净额为0.53亿元；筹资活动现金流量净额为6.27亿元。

总体看，母公司作为融资主体承担一半公司债务，且母公司为下属子公司提供担保支持。母公司利润主要依赖于政府补助，母公司盈利能力较弱。未来母公司的偿债能力依赖于对下属子公司的控制力。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度6亿元，以下各项测算均以拟发行额度6亿元进行测算。公司本期中期票据发行额度分别占2019年6月底长期债务和全部债务的4.56%和1.93%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响较小。

截至2019年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.39%、58.12%和36.94%。预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本

化比率和长期债务资本化比率将分别上升至64.72%、58.58%和37.99%，公司债务负担将有所上升。

考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还公司到期债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据拟发行金额为6亿元，2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行金额的19.08倍、26.38倍和31.58倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行金额的-2.73倍、0.97倍和3.01倍；公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行金额的2.62倍、3.67倍和4.53倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

集中兑付压力方面，截至目前，公司存续债券共18只。假设公司全部提前兑付，偿还债券最高年份为2020年，偿还金额合计42.40亿元。2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对2020年偿还金额的保障倍数分别为0.64倍、4.47倍和0.43倍。公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。

表 23 截至报告出具日公司存续债券情况

(单位: 亿元)

债券名称	到期日期	当前余额	特殊条款	下一
				行权日
19 景国资 CP001	2020/1/28	5	--	--
15 景国资 MTN001	2020/4/24	5	--	--
13 景国资债/PR 景国资	2020/6/25	2.4	--	--
19 景国资 CP002	2020/8/5	5	--	--
15 景国资 MTN002	2020/10/26	8	--	--
小计	2020 年	25.4	--	--
16 景国资 MTN001	2021/1/20	2.5	--	--

18 景国 01	2021/4/27	2	--	--
16 景国资 MTN002	2021/8/29	4.3	--	--
18 景德 02	2021/9/13	2	赎回, 调整票面利率	2020/9/13
18 景国 02	2021/12/14	10	回售, 调整票面利率, 赎回	2020/12/14
小计	2021 年	20.8	--	--
17 景国资 MTN001	2022/7/10	2	--	--
17 景国资 MTN002	2022/10/19	10	--	--
15 景德 01	2022/11/19	5	回售, 调整票面利率	2020/11/19
小计	2022 年	17	--	--
16 景德 01	2023/1/25	5	调整票面利率, 回售	2021/1/25
18 景德 01	2023/3/16	2	赎回, 调整票面利率	2021/3/16
18 景国资 MTN001	2023/4/13	8	调整票面利率, 回售	2021/4/13
小计	2023 年	15	--	--
19 景国资 MTN001	2024/7/22	10	调整票面利率, 回售	2022/7/22
19 景国 01	2024/8/14	8	调整票面利率, 回售, 赎回	2022/8/14
小计	2024 年	18	--	--
合计	--	96.2	--	--

资料来源: 联合资信整理

总体看, 本期中期票据的发行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本期中期票据的保障能力强。

十、结论

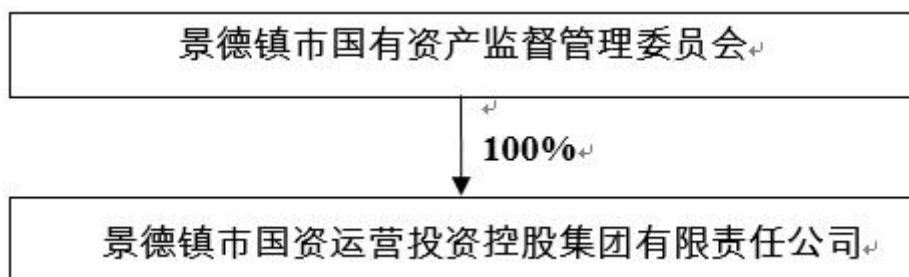
公司作为景德镇最重要的国有资本综合性管理主体, 主要从事景德镇市公用事业和国有资产的经营管理, 随着炭黑行业去产能和环保稽核政策的落实, 公司主要产品板块收入有所增长; 近年来, 景德镇市政府以注资、资产划拨和收入补贴等方式对公司提供支持。公司所有者权益规模大幅提升, 资本实力显著增强。随着景德镇市经济的稳定发展, 未来公司获得外部支持力度有望持续加大。综合评估,

联合资信对公司的评级展望为稳定。

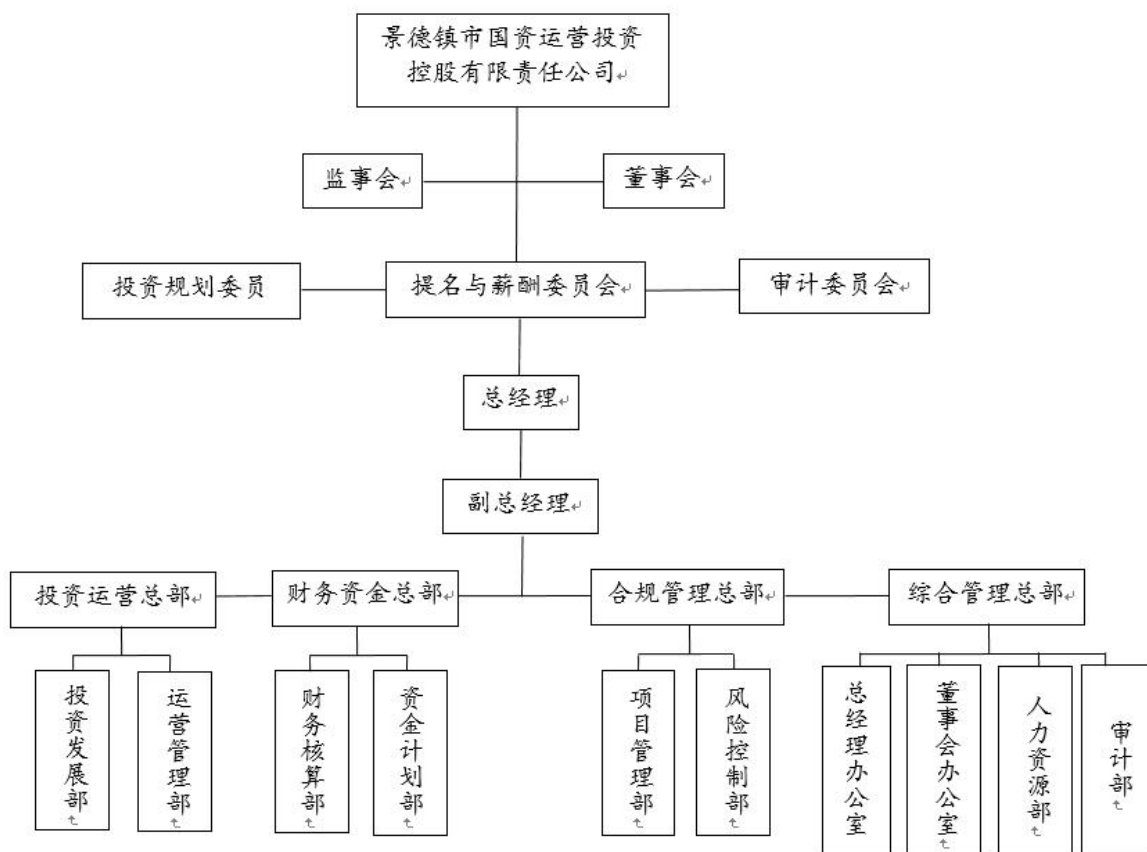
本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

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 截至2019年6月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 6 月底公司主要子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
景德镇黑猫集团有限责任公司	生产企业	100.00	政府划拨
景德镇市华信建设投资有限公司	投资管理	68.00	投资设立
景德镇市国信资产管理有限公司	资产管理	100.00	投资设立
景德镇市国信置业有限公司	房地产开发	100.00	投资设立
景德镇市古镇投资管理有限公司	投资管理	100.00	投资设立
景德镇市陶汇投资发展有限公司	市政基础设施建设	51.00	投资设立
景德镇市枫树山林场有限公司	自然资源管理	100.00	政府划拨
景德镇合盛产业投资发展有限公司	土地开发及房地产	51.00	非同一控制下企业合并
景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司	投资管理	60.00	政府划拨
景德镇市水利投资有限公司	市政基础设施建设	100.00	政府划拨

附件 2 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.86	60.81	49.73	57.36
资产总额（亿元）	440.77	455.69	588.47	630.06
所有者权益合计（亿元）	126.99	137.40	225.87	224.38
短期债务（亿元）	111.01	129.01	143.87	179.94
长期债务（亿元）	122.53	125.39	127.24	131.44
全部债务（亿元）	233.54	254.40	271.11	311.38
营业收入（亿元）	100.52	141.96	166.93	76.49
利润总额（亿元）	4.84	10.28	10.29	0.93
EBITDA（亿元）	15.70	22.03	27.17	--
经营性净现金流（亿元）	-16.38	5.79	18.05	-6.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.21	5.09	4.73	--
存货周转次数（次）	0.86	1.08	1.14	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.32	0.32	--
现金收入比（%）	109.01	103.37	107.15	99.65
营业利润率（%）	17.80	16.36	14.55	10.15
总资本收益率（%）	1.99	3.23	3.29	--
净资产收益率（%）	2.57	5.87	3.17	--
长期债务资本化比率（%）	49.11	47.71	36.03	36.94
全部债务资本化比率（%）	64.78	64.93	54.55	58.12
资产负债率（%）	71.19	69.85	61.62	64.39
流动比率（%）	139.02	130.75	129.62	121.60
速动比率（%）	78.43	73.02	67.06	63.57
经营现金流动负债比（%）	-9.01	3.14	8.00	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.80	2.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.88	11.55	9.98	--

注：1.2019 年半年度财务数据未经审计；2.现金类资产中已剔除受限部分；3.其他应付款中有息债务和其他流动负债中有息债务部分计入短期债务核算；4.长期应付款中有息债务部分计入长期债务核算

附件 3 公司主要财务指标（本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.91	6.36	14.14	13.81
资产总额（亿元）	166.62	194.69	236.95	248.34
所有者权益合计（亿元）	79.92	84.85	101.93	101.90
短期债务（亿元）	7.20	20.49	23.40	32.90
长期债务（亿元）	50.12	58.27	70.43	71.66
全部债务（亿元）	57.32	78.76	93.83	104.56
营业收入（亿元）	2.64	1.91	13.41	10.03
利润总额（亿元）	2.64	5.85	5.54	1.94
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	2.52	11.49	10.38	-7.13
财务指标				
销售债权周转次数（次）	59.83	37.48	4.54	--
存货周转次数（次）	0.01	0.00	0.27	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.01	0.06	--
现金收入比（%）	16.48	20.20	115.36	3.38
营业利润率（%）	77.20	66.34	24.88	21.56
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	2.63	5.96	4.09	--
长期债务资本化比率（%）	38.54	40.71	40.86	41.29
全部债务资本化比率（%）	41.77	48.14	47.93	50.64
资产负债率（%）	52.03	56.42	56.98	58.97
流动比率（%）	248.78	157.01	193.68	165.85
速动比率（%）	116.04	68.25	133.67	114.83
经营现金流流动负债比（%）	9.23	28.59	17.60	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1.2019 年半年度财务数据未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(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-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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 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 5-3 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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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 2020 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。