

信用等级公告

联合〔2020〕3105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 年度第三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 年度第三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
二〇二〇年八月十一日



景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2020 年度第三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: 7 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: 2020 年 8 月 11 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均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	3
		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	2
			现金流量	3
			资本结构	2
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
景德镇市政府对公司支持力度大				+2

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责任公司 (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、房地产和代建业务。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”) 也关注到公司受行业政策及下游行业发展影响较大, 炭黑板块盈利能力减弱、债务规模不断增长、利润规模对非经常性损益较为依赖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很低, 安全性很高。

优势

1. 公司业务具有一定区域专营性。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. 政府对公司支持力度大。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 年底, 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。公司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：孙鑫 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. 公司受行业政策及下游行业发展影响较大，炭黑板块盈利能力减弱。2019年，受汽车行业低迷，炭黑下游行业购买意愿下降及炭黑原材料价格维持高位共同影响，公司炭黑板块盈利水平大幅下降。
2. 公司整体债务负担较重，且短期债务规模占比较高。公司负债规模不断增长，有息债务规模快速增长，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. 公司利润规模对非经常性损益较为依赖。公司主营业务盈利能力下降，同时，期间费用增长较快，公司扣除非经常性损益后净利润大幅下降，利润对其他收益和资产处置收益等非经常性损益依赖性强。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	70.96	81.90	91.82	98.31
资产总额（亿元）	455.69	588.47	716.81	727.98
所有者权益合计（亿元）	137.40	225.87	289.15	288.56
短期债务（亿元）	129.01	143.87	184.51	179.97
长期债务（亿元）	125.39	127.24	153.36	159.56
全部债务（亿元）	254.40	271.11	337.88	339.54
营业收入（亿元）	141.96	166.93	164.64	24.36
利润总额（亿元）	10.28	10.29	6.09	-0.46
EBITDA（亿元）	22.03	27.17	24.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.79	18.05	-79.71	-2.59
营业利润率（%）	16.36	14.55	12.75	5.40
净资产收益率（%）	5.87	3.17	1.02	--
资产负债率（%）	74.69	61.62	59.66	60.36
全部债务资本化比率（%）	64.93	54.55	53.89	54.06
流动比率（%）	130.75	129.62	154.25	156.32
经营现金流流动负债比（%）	3.14	8.00	-30.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.55	9.98	13.95	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.80	2.10	1.94	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	194.69	236.95	348.44	355.65
所有者权益（亿元）	84.85	101.93	177.98	178.62
全部债务（亿元）	78.76	93.83	115.86	129.77
营业收入（亿元）	1.91	13.41	21.46	0.03
利润总额（亿元）	5.85	5.54	7.63	0.65
资产负债率（%）	56.42	56.98	48.92	49.78
全部债务资本化比率（%）	48.14	47.93	39.43	42.08
流动比率（%）	157.01	193.68	240.38	228.42

注：1.2020年一季度财务数据未经审计；2.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；3.长期应付款中有息债务部分计入长期债务核算；4.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

主体评级历史:

信用等级	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	2020/06/21	孙鑫、蔡伊静	一般工商企业信用评级方法、模型 (V3.0.201907)	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

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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 年度第三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，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。截至 2019 年底，公司注册资本为 100 亿元。

图 1 截至 2019 年底，公司股权结构



资料来源：公司提供

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 年底，公司设有运营管理部、投资发展部、风险控制部、财务核算部、资金计划部、项目管理部等 10 个职能部门。

截至 2019 年底，公司资产总额 716.81 亿元，所有者权益合计 289.15 亿元（含少数股东权益 52.37 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 164.64 亿元，利润总额 6.09 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 727.98 亿元，所有者权益合计 288.56 亿元（含少数股

东权益 51.81 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 24.36 亿元，利润总额 -0.46 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

公司已注册额度为 20 亿元的中期票据，本期拟发行 2020 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额为 7 亿元，期限为 5（3+2）年。本期中期票据存续期内前 3 年的票面利率（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。公司做出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期中期票据的投资者回售登记期内进行登记，将持有的全部或部分本期中期票据按面值回售给公司，或放弃投资者回售选择权而继续持有本期中期票据。

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

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为

6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表1 2016-2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-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，GDP 为不变价规模；4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和

0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。

2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1-3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降

低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢

复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

（一）焦炭行业

1. 行业概况

近几年，国家供给侧改革对焦化及其上下游产业成效显著，产业链相关产品价格维持高位，焦化行业景气度得以延续，但焦炭行业产能过剩的问题仍然存在，2019年以来，价格逐步回落。

煤焦化行业主要由两个部分组成，其一是焦炭业务，也是目前多数焦化企业的主要利润来源，企业盈利随着焦炭产品市场价格的变化而变化。其二是化工业务，即对炼焦过程中伴随产生的焦炉煤气、煤焦油、粗苯等初级产品进行深加工，包括利用焦炉煤气制甲醇、生产煤焦油深加工产品等。

针对焦炭产能过剩、结构不合理的现状，国家相继出台了一系列焦化行业宏观调控政策，加快了焦化行业的产业结构调整。“十二五”期间，我国累计淘汰焦炭落后产能9,700万吨，同时，2016年初《焦化行业十三五发展规划纲要》中明确提出“十三五”期间再淘汰焦炭产能5,000万吨的任务目标。2017年，焦炭产量4.3亿吨，同比减少3.3%；2018年累计焦炭产量4.38亿吨，同比增长0.8%；2019年累计焦炭产量4.71亿吨，同比增长5.2%。2017—2019年，焦炭平均价格分别为1,816.91元/吨、2,130.19元/吨和1,885.67元/吨。

在煤化工行业中，用于炼焦的主要原材料为炼焦煤（包括焦煤、气煤、瘦煤和肥煤等煤种）。近几年，煤炭行业供给侧改革持续推。随着煤炭供给侧结构性改革向纵深发展，全国煤炭去产能已经由前期的化解过剩产能为主转向以去落后产能为主。2018年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量36.80亿元，同比增长4.43%，增速较上年提高1.11个百分点。2019年，我国原煤产量37.46亿吨，同比增长4.20%，增速较2018年基本保持稳定。得益于煤炭去产能影响，2016

年下半年之后，煤炭价格大幅上涨，随后煤炭供需实现紧平衡，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位。截至2018年底，全国综合煤炭价格指数为163.51，较年初变化不大。2019年下半年，由于经济基本面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。截至2019年底，全国综合煤炭价格指数为153.30，较年初下降6.27%。

煤化工行业中焦化工行业的下游行业为钢铁，钢铁行业对焦炭的需求量占焦炭总需求的80%以上。2013—2015年，受经济增速减缓、环保压力加大和行业过剩情况加剧等多方面影响，钢铁行业出现了明显的波动。2016年3月起，受去产能政策效果显现影响，钢铁价格上调，生产回暖。2018年，钢铁行业超额完成全年压减钢铁产能3,000万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划1.5亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，企业盈利持续增强。2017年全国粗钢产量约8.30亿吨，同比增长5.7%；2018年全国粗钢产量为9.28亿吨，同比增长6.00%。2019年我国粗钢产量9.96亿吨，较上年增长8.30%，增速仍保持在相对较高水平。2017—2019年，国内钢材价格平均指数分别为107.74点、114.75点和108.22点。

2. 行业竞争

行业竞争激烈，但随着供给侧改革的推进，行业整合也在不断深入，大型企业凭借技术和资金方面的优势有望在竞争中抢占更多机会。

目前，我国的煤化工行业集中度低，煤化工企业生产规模普遍较小，煤化工行业存在钢铁企业下属的炼焦企业、独立焦化企业和煤炭企业相互之间及内部之间的竞争格局，行业竞争十分激烈；随着行业结构调整的不断深入，技术落后、资金薄弱、产业集中度低的中小焦炭企业将逐步退出，大型企业竞争优势将日趋明显。

3. 行业政策

我国能源结构现状决定了发展煤化工的必要性，当前出台的部分产业政策目的主要在于遏制煤化工行业低水平重复建设和盲目扩张，推动产业结构优化和转型升级，促进节能减排和技术进步，提高经济运行质量和效益，规范行业健康发展，维护市场竞争秩序。

我国“富煤、少油、缺气”的能源结构决定了充分利用煤炭资源优势发展煤化工产业是符合我国国情实现能源多元化的首选。因此，加快煤化工产业发展是必要的。焦化行业的产业政策是按照“总量控制、调整结构、节约能（资）源、保护环境、合理布局”的可持续发展原则制定的。就煤化工行业而言，近年来国家颁布实施了一系列行业政策，主要包括：

表 2 煤化工行业相关政策

公布时间	公布文件
2017年2月	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》
2017年4月	关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见
2017年11月	关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知
2019年4月	《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》

资料来源：联合资信收集整理

此外 2017 年 1 月 1 日起，工业和信息化部发布《焦化行业准入条件（2014 年修订）》全面实行，新申请焦炉项目要参照该标准受理。新标准加强了节能环保、综合利用与安全生产等方面的要求，强调完善产业链管理，突出相关要求的针对性和可考核性。

4. 行业关注

行业易受宏观经济周期性影响

历史情况看，受宏观经济周期性波动影响，钢铁市场曾持续低迷，导致煤化工行业在钢铁行业需求萎缩的情况下，焦炭出现供大于求的局面，焦炭企业被迫降低开工率。

行业面临较大环保压力

近年来，随着全国范围内的环境问题日渐突出，国家也对煤化工行业的节能减排制定了

更加严格和标准更高的规定。严格的环保要求给煤化工企业的生产经营带增加了环保风险，同时相应的环保处理设备也进一步加大了企业的经营成本。

行业产能过剩凸显

煤化工行业中重要的产品为焦炭，目前行业中焦炭产能严重过剩情况。由于焦化行业产业集中度较低，化解产能过剩问题，交织着多方面利益调整因素。

5. 行业发展

随着供给侧改革的推进，焦炭景气度将在短期内维持；同时，行业淘汰低端产能、发展精细化工是未来行业发展的趋势。

随着供给侧改革的推进，且随着焦化企业经营观念的转变、及时的行业沟通、对市场变化敏感灵活的应对、以及成本端、下游钢材价格支撑等，焦炭景气度将在短期内维持。另外，基于政府对环保、供给侧改革的重视，华北、东北等主要产区的焦钢企业限产成常态。行业淘汰低端产能、发展精细化工是行业发展的必然趋势，但短期内，产业结构调整任务艰巨，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）炭黑行业

炭黑行业产能仍显过剩，未来，随着环保整顿和供给侧改革的推进，炭黑行业将加速淘汰中小企业，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。2019 年以来，受下游需求不足的影响，炭黑价格呈震荡下行态势。

碳黑，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，范围为 10~3,000m²/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。

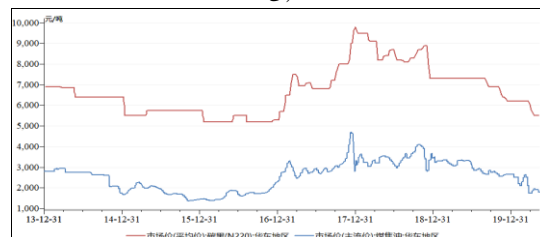
炭黑是人类最早开发、应用且目前产量最大的纳米材料。炭黑的主要应用领域为轮胎。目前，89.50%的炭黑产品应用于橡胶工业，其中约有67.50%用于汽车轮胎，主要用作轮胎橡胶填充剂和补强剂。“十一五”期间，中国汽车产量大幅增长，轮胎企业纷纷投产子午轮胎生产，国内子午轮胎生产能力迅速扩大，优质炭黑的需求也迅速增长，带动了国内炭黑行业的发展。不同系列的炭黑具有不同的性能和用途。其中，N100系列耐磨性极高，主要用于特种轮胎的胎面；N200和N300系列具有较高的拉伸强度和较好的耐磨性，主要用于一般的乘用车胎面 and 全钢载重子午胎胎面；N500系列和N600系列弹性好、生热低，主要用于各种轮胎的胎侧和内胎。N700系列主要用于机械制品和鞋底等。

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年中国炭黑产量约553万吨，开工率7成左右。2018年，中国炭黑产量为572万吨，比上年增长了3.3%，增速有所放缓。

价格方面，2014年开始，受上游煤焦油价格大幅下滑及下游轮胎等制品业需求低迷利空影响，而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，炭黑的价格连续多年处于低位运行。2016年，受下游轮胎等制品业的需求大幅增加带动，国内炭黑市场价格出现较大幅度提升，以华东

地区N220的炭黑为例，其平均价格从2016年上半年低点的4000元/吨上涨至最高时达9800元/吨。然而受下游开工及需求减少的影响，2019年以来，炭黑价格呈震荡下行态势。

图2 近年来国内炭黑和煤焦油价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

上游原材料方面，炭黑生产所需的原材料主要为煤焦油和蒽油，其中，蒽油为生产高品质炭黑所需要的优质原材料，同时，也是煤焦油进一步加工之后的产品。经过长期持续下跌后，煤焦油价格于2016年触底回升并逐步企稳；下半年，受环保政策影响，焦炭行业整体产量下滑，企业煤焦油库存减少，供需关系发生转变，加之四季度煤炭价格上涨推动，煤焦油价格开始攀升。2017年以来，煤焦油价格继续保持上涨态势，2017年12月中旬，华北地区煤焦油市场均价最高点已突破4200元/吨，价格涨幅较2017年初已超过一倍。2017年12月下旬开始，煤焦油价格有所回落，价格波动明显。2017年，煤焦油价格的快速上涨对炭黑生产企业形成较大的成本压力。2018年以来，煤焦油价格继续保持高位运行。受下游需求不足的影响，2019年以来，煤焦油价格大幅下滑。

下游需求方面，炭黑是橡胶工业中仅次于生胶的第二原材料，全球炭黑约有70%用于轮胎的制造，20%用在其他橡胶，其余不到10%则用于塑料添加剂、染料、印刷油墨等工业。汽车方面，2019年，汽车销量2576.90万辆，较去年同期下降8.30%。受此影响，轮胎企业开工均出现下滑；橡胶制品方面，受汽车销量影响，橡胶制品企业订单减少，部分厂家年内停产较多，终端需求偏弱。

（三）区域经济环境及财政实力

景德镇市区域位置良好；经济及财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

景德镇市位于江西东北部，西北与安徽东至县交界，南与万年县为邻、西同鄱阳县接壤，东北倚安徽祁门县、东南和婺源县毗连，是国务院首批公布的 24 座历史文化名城之一和国家甲类对外开放地区。下辖乐平市、浮梁县、珠山区、昌江区和一个国家级开发区。景德镇市土地面积 5256 平方公里。其中，市区面积 422 平方公里，市区建成区面积 72.84 平方公里；景德镇市人口 162.98 万人。是国务院首批公布的 24 座历史文化名城之一和国家甲类对外开放地区。

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

作为“中部崛起”发展战略的重要城市之一，景德镇市以鄱阳湖生态经济发展战略为核心，正在加速推进新型工业化、城市化和新农村建设。2019年，实现生产总值926.1亿元，增长7.8%；完成财政总收入139.4亿元，其中一般公共预算收入99.7亿元，增长10.9%；规模以上工业增加值增长8.3%；固定资产投资增长10.4%；社会消费品零售总额增长11.4%；实际利用外资增长6.1%；城乡居民人均可支配收入分别增长8%、8.9%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年底，公司注册资本为 100.00 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. 政府支持

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
2017年	3.71
2018年	2.36
2019年	8.02

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。

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。

公司是景德镇市最重要的国有资本运营主体。近年来，景德镇市地方综合财力稳步增强，一般公共预算收入持续增长，为公司的经营发展提供了良好的外部环境。公司承担着景德镇市公用事业和国有资产的经营管理职能。公司经营的煤化工及相关多元化产业、城市燃气产业、房产销售、城市公交和基础设施建设业务系公

司主要收入来源，为公司提供稳定的现金流量。盈利方面，公司利润主要来自商品销售业务，业务具有一定的区域专营性。

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”）为一家跨行业、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

公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经验丰富，高管团队的整体素质好。公司人员整体素质较好，能够满足公司正常运营。

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年底，公司合计在职人员11607人。其中：本科及以上学历占8.64%、大专及以下学历占91.36%；年龄结构方面，30岁以下占37.18%、30-50岁之间占53.51%、50岁以上占9.31%；专业结构方面，初级职称占13.06%、中高级职称占4.35%、其他占82.59%。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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。

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

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。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。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司营业收入波动增长。2019年，受炭黑产品下游行业需求减少影响，公司炭黑板块收入和毛利率较2018年大幅下降；受结转收入和结转面积影响，代建项目和房地产板块收入和毛利率有所增长。2020年一季度，公司营业收入同比大幅下降，净利润为负。

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。2017—2019年，受炭黑和焦炭售价波动增长影响，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长7.70%。2019年，公司主营业务实现收入159.80亿元，较2018年下降1.80%，主要系公司炭黑售价下降，收入减少所致。分板块来看，2019年，公司焦炭业务实现营业收入为35.28亿元，较2018年变化不大；公司炭黑板块实现营业收入为54.71亿元，较2018年下降17.28%，主要系受炭黑下游市场影响，炭黑产品售价下降所致；公司复合肥业务实现营业收入11.38亿元，较2018年下降16.26%，主要系销售量下降所致；

公司房地产业务实现营业收入11.35亿元，较2018年增长130.69%，主要系结转收入增加所致；公司代建项目实现营业收入25.89亿元，较2018年增长40.02%，主要系韭菜园棚改项目结转12.80亿元收入所致。公司其他业务主要包括住宿餐饮、陶瓷销售、合同能源管理及处置不良债权等业务，2019年实现收入5.63亿元，占比较小。

从毛利率来看，公司近年来主营业务毛利率有所下降。2019年，公司主营业务毛利率为13.62%，较2018年下降1.67个百分点，主要系炭黑板块和煤化工附属产品毛利率下降所致。从各板块来看，受下游轮胎行业开工及采购意

愿下降以及上游炭黑原料油价格始终维持高位共同影响，公司炭黑板块毛利率大幅下降至5.85%；房地产板块毛利率为28.65%，较2018年大幅增长，主要系房地产销售情况较好，毛利率有所提升；代建项目板块，受代建项目结转收入增加，毛利率增长0.91个百分点至27.65.74%。公司其他业务板块毛利率为59.29%，较2018年大幅增长，主要系公司处置不良资产业务确认1.42亿收入，毛利率较高所致。

2020年1—3月，公司实现主营业务收入23.85亿元，较2019年同期下降20.15%，主要系受新冠疫情影响，公司主要产品销量减少所致。

表4 2017—2020年3月公司主营业务收入构成表（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦炭	36.18	26.24	8.02	35.93	22.08	13.53	35.28	22.08	17.20	7.70	32.29	0.51
炭黑	56.27	40.81	22.04	66.14	40.64	16.18	54.71	34.25	5.85	8.62	36.15	7.99
复合肥	14.37	10.42	11.62	13.80	8.48	12.32	11.38	7.12	12.30	3.40	14.27	8.90
煤化工附属产品	9.96	7.23	9.67	13.59	8.35	10.92	15.31	9.72	-17.14	2.03	8.51	6.71
房地产	6.79	4.92	23.46	4.92	3.02	-13.37	11.35	7.11	28.65	1.57	6.57	21.88
代建项目	7.30	5.30	25.18	18.49	11.36	26.74	25.89	16.20	27.65	0.00	0.00	--
其他	7.01	5.08	33.41	9.85	6.06	18.72	5.63	3.52	59.29	0.53	2.21	6.48
合计	137.87	100.00	17.20	162.73	100.00	15.29	159.80	100.00	13.62	23.85	100.00	6.35

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. 各板块经营分析

（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2019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2019年底，焦化集团焦炭产能210.00万吨/年，炭黑产能110.00万吨/年，复合肥产能148.00万吨/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

2017—2019年，受焦炭生产设备检修影响，公司焦炭产量有所波动；受焦炭下游行业周期影响销售量波动下降。但受益于焦炭产品价格波动上涨，公司焦炭板块的盈利能力尚可。

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2019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。

生产方面，2018年，受生产锅炉检修影响，公司焦炭产量较2017年小幅下降，为189.77万吨；2019年，公司焦炭产量为200.06万吨。产能利用率方面，2017—2019年，公司焦炭产

能利用率维持在较高水平。2019 年，公司焦炭产能利用率为 95.27%。

2020 年 1—3 月，公司焦炭产量 50.27 万吨，年化产能利用率为 95.77%。

表 5 2017—2020 年 3 月焦炭生产销售情况表
(单位: 万吨/年、万吨、%、元/吨)

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
产能	210.00	210.00	210.00	52.50
产量	196.39	189.77	200.06	50.27
产能利用率	93.52	90.37	95.27	95.77
销量	217.71	187.45	193.78	44.92
产销率	110.86	98.78	96.86	89.36
平均售价	1661.61	1917.03	1820.46	1714.16

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。2017—2019 年，公司精煤采购量有所下降。2019 年，公司精煤采购量为 251.50 万吨，采购均价为 1378.51 元/吨。

表 6 2017—2020 年 3 月精煤采购情况
(单位: 万吨、元/吨)

项目	采购量	采购均价
2017 年	299.69	1223.71
2018 年	256.39	1367.40
2019 年	251.50	1378.51
2020 年 1—3 月	63.07	1313.30

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。2019 年，公司前五名供应商采购额占总采购额 69.20%，公司供应商集中度较高。

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。2017—2019 年，公司销售量波动下降，年均复合下降 5.66%。2019 年，公司焦炭销售量为 193.78 万吨，较 2018 年增长 3.38%。2019 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 39.74%，公司客户集中度高。

炭黑板块

2017—2018 年，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。2019 年，受汽车行业低迷、炭黑下游行业购买意愿下降及炭黑原材料价格维持高位共同影响，公司炭黑板块盈利水平大幅下降。公司炭黑板块的盈利能力较弱。

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 2019 年底，黑猫股份炭黑产能达 110 万吨/年，位居中国第一、世界第三。

生产方面，2019 年，公司炭黑产量为 96.61 万吨，较 2018 年基本持平。产能利用率方面，2017—2019 年，公司炭黑产品产能利用率维持在较高水平。2019 年，公司炭黑产能利用率为 87.83%。2020 年 1—3 月，公司年化产能利用率为 87.20%。

表 7 2016—2020 年 3 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
产能	110.00	110.00	110.00	27.50
产量	99.81	96.78	96.61	23.98
产能利用率	90.74	87.98	87.83	87.20
销量	101.90	99.23	96.32	17.43
产销率	102.09	102.53	99.70	72.69
平均售价	5522.09	6669.31	5680.02	4947.10

注: 公司 2020 年 1—3 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。

炭黑生产的原材料的价格持续处于高位，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。2019 年，公司焦油、蒽油和炭黑油采购量分别为 137.94 万吨、28.99 万吨和 3.22 万吨，较 2018 年均有所增长；同期，采购价格分别为 2613.99 元/吨、2866.13 元/吨和 2562.51 元/吨。

2019 年，公司前五名供应商采购额占总采

购额 25.09%，公司供应商集中度一般。

表 8 2017—2020 年 3 月炭黑产品原材料采购表（单位：万吨、元/吨）

名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 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	154.03	2482.76	108.87	2785.40	137.94	2613.99	38.14	2061.13
蒽油	26.67	2588.81	23.24	2914.75	28.99	2866.13	3.78	2335.78
炭黑油	0.56	2576.60	0.85	2809.88	3.22	2562.51	1.74	2224.97

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，受汽车工业的兴衰和发展影响大。国内汽车行业自 2018 年下半年开始遭遇寒冬，公司下游轮胎行业开工及采购意愿下降。2017—2019 年，公司炭黑销售量有所下降，年均复合下降 2.78%。2019 年，公司炭黑销售量为 96.32 万吨。2019 年，公司炭黑销售价格为 5680.02 元/吨，较 2018 年下降 14.83%，主要系轮胎行业购买意愿下降，炭黑产品降价所致。2017—2019 年，公司产销率保持较高水平。2019 年，公司炭黑产品产销率为 99.70%。

2020 年一季度，炭黑产品售价为 4947.10 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。2019 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 21.04%，客户集中度一般。

复合肥板块

2017—2019 年，受复合肥市场需求减少的影响，公司复合肥产品销售量快速下降。但受益于复合肥产品销售价格不断增长，公司复合肥板块盈利能力较强。

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 148 万吨/年。公司在贵州拥有一个磷石矿基地（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，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—2019 年，公司复合肥产能有所增长，年均复合增长 4.70%。近三年，公司产能分别为 135.00 万吨/年、138.00 万吨/年和 148.00 万吨/年。产量方面，2017—2019 年，公司复合肥产量不断下降，年均复合下降 14.19%。2019 年，公司复合肥产量为 60.00 万吨，较 2018 年下降 21.33%，主要系销量下降所致。受产量不断下降影响，2017—2019 年，公司复合肥产能利用率不断下降。2019 年，公司复合肥产能利用率为 40.54%。

2020 年 1—3 月，公司复合肥产品产量 15.69 万吨，年化产能利用率为 43.00%。

表 9 2017—2020 年 3 月公司复合肥生产销售情况表

（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
产能	135.00	138.00	148.00	37.00
产量	81.49	76.27	60.00	15.69
产能利用率	60.36	55.27	40.54	43.00
销量	85.65	71.59	57.93	18.70
产销率	105.10	93.86	96.55	119.18
平均售价	1677.38	1927.30	1965.11	1820.25

注：公司 2020 年 1—3 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。2019 年，公司氮肥、磷肥、钾肥和其他原材料采购量分别为 32.70 万吨、

16.00 万吨、11.34 万吨和 2.37 万吨；同期，采购价格分别为 746.39 元/吨、1948.85 元/吨、2053.66 元/吨和 493.80 元/吨。

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。2019 年，公司前五名供应商采购额占总采购额 66.12%，公司供应商集中度较高。

表 10 2017—2020 年 3 月复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 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	44.01	731.18	31.10	734.75	32.70	746.39	6.83	724.43
磷肥	22.52	1764.30	15.42	2141.20	16.00	1948.85	7.03	1897.48
钾肥	19.42	1806.35	13.39	2073.48	11.34	2053.66	4.88	1945.4
其他	2.75	490.86	1.72	479.17	2.37	493.80	0.23	457.88

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，复合肥销售旺盛，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。2019 年，公司前五名客户的销售额占总销售额 1.15%，公司客户集中度很低。

2017—2019 年，公司复合肥销售量快速下降，年均复合下降 17.76%，主要系复合肥市场需求减少所致。2019 年，公司复合肥销售量为 57.93 万吨，较 2018 年下降 19.08%。2017—2019 年，公司复合肥平均售价不断增长，年均复合增长 8.93%。2019 年，公司复合肥销售均价为

1965.11 元/吨。

2020 年 1—3 月，公司复合肥销售量为 18.70 万吨，销售价格为 1820.25 元/吨。

（2）房地产板块

公司房地产项目全部位于景德镇市，开发项目规模较小，未来投资需求不大。

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”）、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”）和景德镇市安居房地产开发有限公司（以下简称“安居房地产”）。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 2019 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。

截至 2019 年底，公司国信置业下有国信御城和国信滨江苑两个项目。截至 2019 年底，国信御城小区总体投资已达 5.09 亿元，尚需投资约 0.2 亿元。截至 2019 年底，国信御城一期项目已完成住房 415 套、商铺 42 套、车库 2.02 万平方米建设，共销售 413 套、商铺 42 间；二

期项目完成住房 640 套、商铺 236 套、地下室 1.1 万平方米，已销售完成住宅 639 套、商铺 110 间。2019 年，国信御城实现房地产收入 1.79 亿元。

截至 2019 年底，公司国信滨江苑项目已投资 8.20 亿元。2019 年，国信滨江苑项目实现房

地产收入 4.33 亿元。

截至 2019 年底，公司开门子房地产下共有 9 个在售项目。截至 2019 年底，开门子房地产项目总投资约 22.38 亿元，已完成投资 18.46 亿元。2019 年，开门子房地产实现营业收入 4.66 亿元。

表 11 截至 2019 年底，开门子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
					商住	商铺	车库	其他	商住	商铺	车库（个）	其他	
开门子房地产	金鼎国际	2.65	2.63	0.02	5.40	--	1.44	1.03	5.39	--	52	--	--
开门子房地产	康家花园	3.90	2.72	--	6.98	0.78	0.15	--	6.96	0.30	--	--	--
开门子房地产	木材厂棚户区		1.62	--	8.50	0.30	--	--	8.47	--	--	--	--
开门子房地产	金岭阳光	0.79	0.71	0.08	2.55	--	0.23	0.07	2.60	--	--	--	0.10
开门子房地产	金和汇景	4.28	4.28	--	2.26	2.70	1.05	--	0.57	1.79	--	--	0.15
开门子房地产	金恒国际	1.79	1.79	--	--	4.21	0.87	--	2.97	1.17	--	--	0.45
开门子房地产	康家二期	2.81	1.08	1.73	4.86	--	--	--	4.68	--	--	--	1.15
开门子房地产	康家三期	1.80	1.28	0.52	12.20	--	--	--	6.62	--	--	--	1.24
开门子房地产	金鼎玖域	4.36	2.35	2.01	4.57	--	--	--	3.32	0.37	--	--	1.57
合 计		22.38	18.46	4.36	47.32	7.99	3.74	1.10	41.58	3.63	52	--	4.66

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司安居房地产下项目为锦泰御园安置房。截至 2019 年底，锦泰御园安置房已完成投资 1.54 亿元，已销售 5.63 万平方米。其中，住宅已销售 5.33 万平方米、商铺已销售 0.29 万平方米。2019 年实现销售收入 0.33 亿元。

（3）基础设施建设板块

公司代建项目对于实现多业务板块协调发展具有重要推动作用。但投资额较大，回款周期较长，未来资金投入将为公司带来一定的

资金压力。

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 12 截至 2019 年底，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	总投资	已投资	尚需投资	确认收入
航空及先进装备制造产业基地	18.39	17.58	0.81	2.01
综合物流园区	16.00	10.38	5.62	0.32
汽车产业园	10.25	8.26	1.99	2.65
中渡口至 瓷都大桥棚户区改造安置房项目	19.71	18.74	0.97	0.61
沿江东路棚户区改造安置房项目	12.28	5.68	6.6	0.38
沿江东路棚户区改造安置房小区二期（景北、尚东安置房工程）	3.55	3.03	0.52	0.13
老城区保护与利用项目	6.62	4.71	1.91	0.05
景德镇市中心城区停车场建设项目	12.35	3.33	9.02	0.06
城区老工业区生活社区改造项目	28.00	0.24	27.76	--
三闾庙历史文化街区保护项目	0.77	0.39	0.38	--
乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目	13.27	13.27	0.00	0.36

西瓜洲地段棚户区改造项目和中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目	22.87	20.7	2.17	--
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	25.90	18.18	7.72	12.8
景德镇市殡仪馆及公墓配套设施建设项目	4.52	1.62	2.9	-
其他市政建设项目	25.59	12.03	13.56	1.83
合计	220.07	138.14	81.93	21.20

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司主要在建基础设施项目合计总投资220.07亿元，已完成投资金额合计138.14亿元，尚需投资81.93亿元。2019年，公司主要在建基础设施项目确认收入21.20亿元。

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。该项目投资总额为18.39亿元，企业自筹资金10亿元。

景德镇综合物流园项目，公司主要负责物流园的拆迁、拆除、土地平整等工作。综合物流园区项目以各类商品及生产资料批发市场为主导，集货物仓储、汽车城、物流保税、大型停车场、交通枢纽、物流商务、会展中心等十大功能区为一体，可以从空间上集聚产业链上下游企业，从功能上辐射赣东北地区，整合区域资源，完善城市功能，促进景德镇市物流及相关产业发展。物流园项目分期建设，预计总投资约55.00亿元，其中一期项目总投资为16.00亿元，项目于2013年3月开工建设。截至2019年底，项目已投入10.38亿元，尚需投入5.62亿元。

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。

（4）其他业务板块

公司其他业务主要包括住宿餐饮、陶瓷销售、合同能源管理及处置不良债权等业务，2019年实现收入5.63亿元，占比较小。

3. 经营效率

2017—2019年，公司销售债权周转次数波动增长，2019年为4.07次。2017—2019年，公司存货周转次数波动下降，2019年为0.74次。2017—2019年，公司总资产周转次数有所下降，2019年为0.25次。总体看，公司经营效率一般。

4. 未来发展

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。

2020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；按照市场化原则产于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。

八、财务分析

公司提供了2017—2019年三年财务报告，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2020年一季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。2019年，公司新增纳入合并范围的子公司6家，不再纳入合并范围的子公司4家。2020年1—3月，公司合并范围无变化。整体看，公司财务数据可比性一般。

公司根据财政部2019年9月发布了《财政部关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号）相关规定，对可比期间的数据进行相关追溯调整。报告中2018年底数追溯调整为2019年期初数。

截至2019年底，公司资产总额716.81亿元，所有者权益合计289.15亿元（含少数股东权益

52.37亿元）；2019年，公司实现营业收入164.64亿元，利润总额6.09亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额727.98亿元，所有者权益合计288.56亿元（含少数股东权益51.81亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入24.36亿元，利润总额-0.46亿元。

1. 资产质量

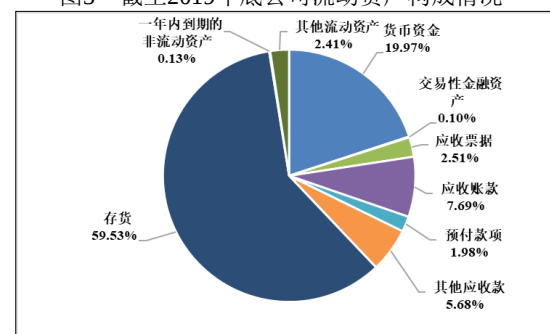
近年来，公司资产保持较快增长，但固定资产和无形资产占比较高，应收类款项增长较快，对资金有一定占用，存货主要为开发成本，资产流动性较弱；公司整体资产质量一般。

2017—2019年，公司的资产规模快速增长，年均复合增长率为25.42%。截至2019年底，公司资产总额为716.81亿元，较年初增长21.81%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占56.74%、非流动资产占43.26%，流动资产占比较高。

流动资产

2017—2019年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为29.84%。截至2019年底，公司流动资产406.70亿元，较年初增长39.07%。公司流动资产主要由货币资金（占19.97%）、应收账款（占7.69%）、其他应收款（合计）和存货（占59.53%）构成。

图3 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司货币资金快速增长，年均复合增长18.10%。截至2019年底，公司货币资金81.21亿元，较年初增长15.46%，主要系长期借款增加所致。其中受限制的货币资金29.65亿元，占货币资金36.51%，主要为质押定

期存单及保证金存款，受限比例较高。

2017—2019年，公司应收票据连续下降，年均复合下降8.13%。截至2019年底，公司应收票据10.22亿元，较年初下降8.48%，主要系银行承兑汇票减少所致。

2017—2019年，公司应收账款快速增长，年均复合增长27.74%。截至2019年底，公司应收账款账面价值31.29亿元，较年初增长11.10%，主要系景德镇合盛产业投资发展有限公司新增高新区管委会项目结算款所致。应收账款账龄已计提坏账准备的应收账款合计金额2.57亿元，计提比例7.59%，主要系对账龄为5年以上的应收账款全额计提坏账准备所致；从账龄结构看，账龄在1年以内的占比为84.08%；从集中度看，公司应收账款前五大客户余额合计12.38亿元，占比为36.57%，占比较高。

2017—2019年，公司现金类资产不断增长，年均复合增长13.75%。截至2019年底，公司现金类资产合计91.82亿元。

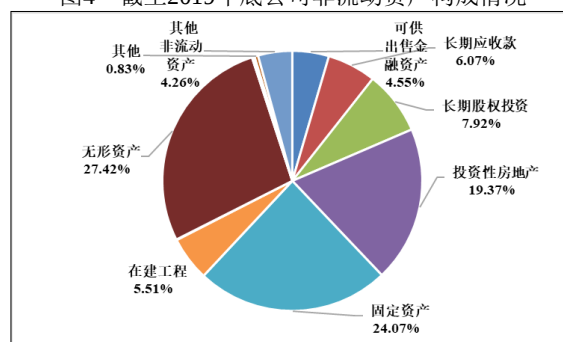
2017—2019年，公司其他应收款连续下降，年均复合下降13.99%。截至2019年底，公司其他应收款账面价值23.10亿元，较年初下降21.25%，主要系景德镇合盛产业投资发展有限公司其他应收款减少所致。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款14.63亿元，其中1年以内的占54.35%，1—2年的占9.93%，2—3年的占17.92%；其他应收款规模较大，对公司运营资金形成占用；从集中度看，公司其他应收款前五大客户金额合计14.18亿元，占比为54.04%，较为集中，主要为与市政府所属部门、事业单位等的项目建设往来款和借款。

2017—2019年，公司存货快速增长，年均复合增长50.77%。截至2019年底，公司存货242.12亿元，较年初增长71.53%，主要系公司继续增加基础设施建设及相关业务投入所致。公司存货主要由开发成本（占80.57%）构成。公司对原材料及库存商品计提了存货跌价准备，累计计提0.47亿元。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长率为20.25%，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2019年底，公司非流动资产310.10亿元，较年初增长4.76%。公司非流动资产由可供出售金融资产（占4.55%）、投资性房地产（占19.37%）、固定资产（占24.07%）、无形资产（占27.42%）、在建工程（占5.51%）、长期应收款（占6.07%）及长期股权投资（占7.92%）构成。

图4 截至2019年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长5.70%。截至2018年底，公司可供出售金融资产为16.69亿元，较年初大幅增长32.16%，主要系增加了对江西银行股份有限公司景德镇分行的投资增加所致。截至2019年底，公司可供出售金融资产14.11亿元，较年初下降15.46%，主要系对景德镇逸品天合陶瓷有限公司和景德镇润信昌南投资中心投资减少所致。公司可供出售金融资产主要为可供出售权益工具。

2017—2019年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长157.11%。截至2019年底，公司长期应收款18.82亿元，较年初增长138.79%，主要系公司增加对城西韭菜园城中村棚改项目、陶瓷工业园区铁炉村及唐英大道周边棚户区改造项目的应收款项所致。

2017—2019年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长66.01%。截至2019年底，公司长期股权投资24.55亿元，较年初增长18.76%，主要系对联营企业投资增加所致。

2017—2019年，公司投资性房地产连续增长，年均复合增长55.75%。截至2019年底，公司投资性房地产60.08亿元，较年初增长29.48%，主要系将19.36亿元租赁性房产从固定资产调至投资性房地产所致。

2017—2019年，公司固定资产波动下降，年均复合下降6.68%。截至2018年底，公司固定资产账面价值为88.38亿元，较年初增长3.13%。截至2019年底，公司固定资产74.63亿元，较年初下降15.56%，主要系部分固定资产转入投资性房地产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占62.24%）和机器设备（占33.20%）构成，累计计提折旧43.30亿元，固定资产成新率62.99%，成新率一般。

2017—2019年，公司在建工程波动增长，年均复合增长23.87%。截至2018年底，公司在建工程账面价值为19.25亿元，较年初大幅增长72.99%，主要系中心城区停车场建设项目、御窑景巷圣母堂停车场项目、红叶陶瓷搬迁改造项目等原有在建工程项目增加投入，新增中心城区保障性住房建设项目等在建工程以及随建设规模扩大工程物资增加所致。截至2019年底，公司在建工程17.07亿元，较年初下降11.30%，主要系在建工程转固所致；公司在建工程未计提跌价准备。

2017—2019年，公司无形资产快速增长，年均复合增长161.42%。截至2019年底，公司无形资产85.02亿元，较年初增长5.01%。公司无形资产主要由土地使用权（占24.42%）和林地使用权（占75.29%）构成；无形资产累计摊销2.82亿元。

2017—2019年，公司其他非流动资产连续下降，年均复合下降50.78%。截至2019年底，公司其他非流动资产13.20亿元，较年初下降4.32%；公司其他非流动资产主要由预付土地款、江西省陶瓷工业公司的其他投资构成。

截至2019年底，公司受限资产144.96亿元，占资产总额的比例为20.22%，受限比例一般。

表 13 截至 2019 年底公司所有权或使用权受限制的资产（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	29.65	银行借款定期存单质押及三个月以上票据保证金
应收票据	2.49	银行承兑汇票质押
应收账款	9.59	银行借款质押
长期应收款	15.28	韭菜园片区城中村棚户区改造项目 A、B 区未来应收款项收益权质押借款
存货-开发成本-土地使用权	34.12	银行借款抵押
存货-开发产品	1.52	银行借款抵押
长期股权投资	6.66	银行借款及银行承兑汇票质押
投资性房地产	28.89	银行借款抵押
固定资产-房屋	6.50	银行借款抵押
无形资产-土地	8.27	银行借款抵押
未来收益权	2.00	未来应收账款收益权质押借款
合计	144.96	--

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 727.98 亿元，较上年底增长 1.56%，较年初变化不大。其中，流动资产占 57.04%、非流动资产占 42.96%。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

受益于景德镇市政府的增资，公司所有者权益大幅增加；所有者权益中实收资本和资本公积占比高，所有者权益结构稳定性较强。未分配利润为负数，对公司所有者权益造成侵蚀。

2017—2019年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为45.07%。2019年底，公司所有者权益合计289.15亿元（含少数股东权益52.37亿元），较年初增长28.02%，主要系景德镇市政府现金增资导致公司实收资本以及资本公积增加所致。截至2019年底，公司所有者权益主要由实收资本（占34.58%）、资本公积（占46.36%）及少数股东权益（占18.11%）构成。

截至2020年3月底，公司所有者权益为288.56亿元，较2019年底下降0.21%，变化不大。

其中，归属于母公司所有者权益占比为82.05%，少数股东权益占比为17.95%。

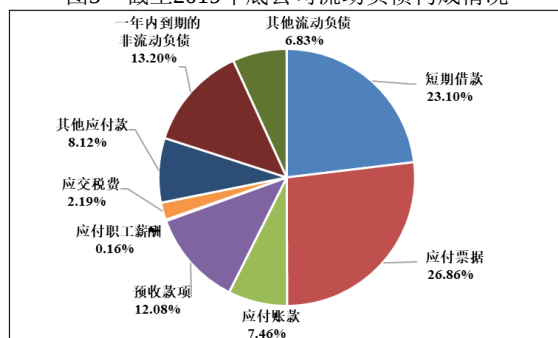
负债

近年来，公司负债规模不断增长，有息债务规模快速增长，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。

2017—2019年，公司负债规模快速增长，年均复合增长15.91%。截至2019年底，公司负债合计427.66亿元，较年初增长17.94%；其中，流动负债占61.65%、非流动负债占38.35%。

2017—2019年，公司的流动负债快速增长，年均复合增长19.54%，主要系短期借款、其他流动负债和应付票据增加所致。2019年底，公司流动负债263.66亿元，较年初增长16.86%。公司流动负债主要由短期借款（占23.10%）、应付票据（占26.86%）、其他应付款（占8.12%）、一年内到期的非流动负债（占13.20%）和预收账款（占12.08%）构成。

图5 截至2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司短期借款波动下降，年均复合下降1.35%。截至2018年底，公司短期借款为52.81亿元，较年初减少15.60%，主要系部分借款到期偿还所致。截至2019年底，公司短期借款60.89亿元，较年初增长15.30%，主要系黑猫集团因业务需要增加短期借款所致；短期借款主要由保证借款（占53.18%）、信用借款（占22.39%）、抵押借款（占12.96%）和质押借款（占11.47%）构成。

2017—2019年，公司应付票据快速增长，年均复合增长20.31%。截至2019年底，公司应付票据70.82亿元，较年初增长21.82%，主要系黑猫集团增加应付银行承兑汇票所致。

2017—2019年，公司应付账款波动增长，年均复合增长4.04%。截至2018年底，公司应付账款为21.96亿元，较年初大幅增长20.88%，主要系随着在建项目增加，未结算货款及工程款所致。截至2019年底，公司应付账款19.67亿元，较年初下降10.45%，主要系支付前期未结算工程款所致。账龄方面，61.14%的账款集中在1年以内。

2017—2019年，公司预收款项连续增长，年均复合增长71.16%。截至2019年底，公司预收款项31.85亿元，较年初增长15.85%，主要系预收售房款、货款、工程款等经营业务款项增加所致。

2017—2019年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长0.52%。截至2018年底，公司其他应付款为25.68亿元，较年初大幅增长21.12%，主要系与政府下属单位借款及往来款增加所致。截至2019年底，公司其他应付款21.42亿元，较年初下降16.58%，主要系与政府下属单位借款及往来款减少所致。

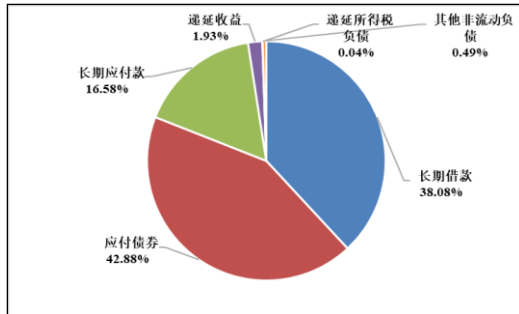
2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债连续增长，年均复合增长40.97%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债34.80亿元，较年初增长5.71%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

2017—2019年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长1615.31%。截至2019年底，公司其他流动负债18.02亿元，较年初增长17.98亿元，主要系公司新增发行18亿元短期融资券所致。

2017—2019年，公司非流动性负债不断增长，年均复合增长10.71%。截至2019年底，公司非流动负债合计164.00亿元，较年初增长2.38%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占

38.08%)、应付债券(42.88%)、长期应付款(占16.58%)和递延收益(占1.93%)构成。

图6 截至2019年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司长期借款波动增长，年均复合增长4.10%。截至2018年底，公司长期借款为41.31亿元，较年初大幅减少28.32%，主要系转入一年内到期的非流动负债科目所致。截至2019年底，公司长期借款62.45亿元，较年初增长51.17%，主要系公司增加大量棚改贷款所致；主要由质押借款（占39.87%）、抵押借款（占22.52%）、保证借款（占26.73%）和信用借款（占10.88%）构成。

2017—2019年，公司应付债券连续增长，年均复合增长17.12%。截至2019年底，公司应付债券70.33亿元，较年初增长3.84%，公司应付债券详细情况见下表。

表 14 截至 2019 年底公司应付债券明细（单位：亿元、年）

债券名称	发行总额	发行日期	期限	余额
15 景德镇国资债	5.00	2015/11/19	7	4.97
16 第一期中期票据	2.50	2016/1/19	5	2.49
16 第二期中期票据	4.30	2016/8/29	5	4.28
16 景德镇国资债	5.00	2016/1/20	7	4.97
17 第一期中期票据	2.00	2017/7/10	5	1.99
17 第二期中期票据	10.00	2017/10/19	5	9.95
18 年第一期公司债	2.00	2018/3/15	5	1.98
18 年第一期中期票据	8.00	2018/4/13	5	7.96
18 景德镇公司债	2.00	2018/4/25	3	1.99
18 年第二期中期票据	2.00	2018/9/12	3	1.99
18 景德镇公司债二期	10.00	2018/12/13	3	9.92

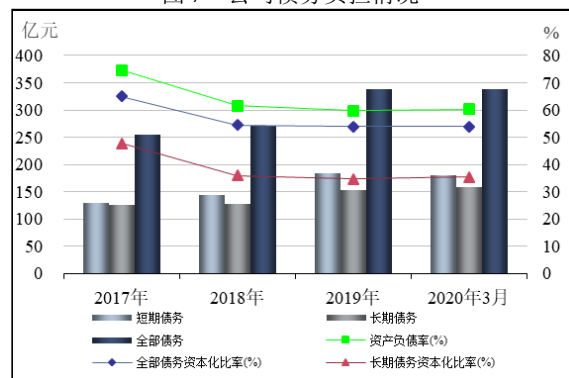
2019 年度第一期中期票据	10.00	2019/7/22	5	9.92
2019 第一期小公募发行债券	8.00	2019/8/14	5	7.91
合计	70.80	--	--	70.33

资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司长期应付款连续增长，年均复合增长11.00%。截至2019年底，公司长期应付款27.20亿元，较年初增长12.80%，主要系融资租赁款增加所致。公司长期应付款包括应付明股实债款12.73亿元、应付融资租赁款7.86亿元和专项应付款6.16亿元。截至2019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、景德镇市国信宏城建设开发有限公司、景德镇市古镇投资管理有限公司和景德镇黑猫集团有限责任公司。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务快速增长，年均复合增长率为15.24%。截至2019年底，公司全部债务合计337.88亿元，较年初增长24.63%。其中，短期债务占54.61%、长期债务占45.39%，短期债务占比高。2017—2019年底，公司资产负债率分别为74.69%、61.62%和59.66%；全部债务资本化比率分别为64.93%、54.55%和53.89%；长期债务资本化比率分别为47.71%、36.03%和34.66%。

图 7 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司负债合计439.43亿元，较2019年底增长2.75%。其中，流动负债占60.45%、非流动负债占39.55%。公司以流动负债为主，负债结构较2019年底变化不大。截至2020年3月底，公司全部债务为339.54亿

元，其中短期债务为179.97亿元，长期债务为159.56亿元。同期，公司资产负债率为60.36%，全部债务资本化比率为54.06%，长期债务资本化比率为35.61%。

表 15 截至 2019 年底公司全部债务期限结构（单位：亿元）

项目	1 年内到期	2~3 年内到期	3 年以上到期	合计
短期借款	60.89	--	--	60.89
应付票据	70.82	--	--	70.82
一年内到期的非流动负债	34.80	--	--	34.80
其他流动负债的短期融资券	18.00			18.00
长期借款	--	24.00	38.44	62.44
应付债券	--	53.80	16.53	70.33
融资租赁款	--	4.50	16.10	20.60
合计	184.51	82.30	71.07	337.88

资料来源：公司财务报告

3. 盈利能力

受煤化工行业景气度影响，公司收入波动增长，财务费用支出增长较快，扣除非经常性损益后净利润大幅下降，利润对其他收益、资产处置收益等非经常性损益依赖度高。公司盈利能力逐年下降，盈利能力较弱。2020 年一季度，受疫情影响，公司营业收入同比大幅下降，经营出现亏损。

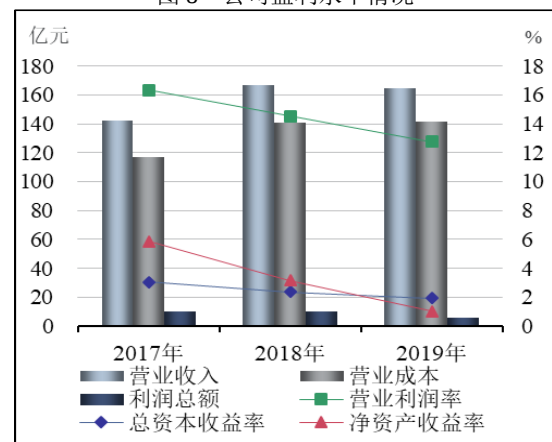
2017—2019 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 7.69%。2018 年，公司营业收入为 166.93 亿元，较上年增长 17.58%，主要系炭黑销售和代建项目收入大幅增长所致。2019 年，公司实现营业收入 164.64 亿元，较上年下降 1.37%。同期，公司营业成本连续增长，年均复合增长 10.16%，营业成本分别为 116.94 亿元、140.63 亿元和 141.92 亿元。2017—2019 年，营业利润分别为 5.90 亿元、8.03 亿元和 6.23 亿元；净利润分别为 8.06 亿元、7.17 亿元和 2.96 亿元。扣除非经常损益后净利润分别为 5.06 亿元、3.13 亿元和 0.43 亿元。

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 12.89%。2019 年，公司期间费用总额为 22.74 亿元，较 2018 年增长

8.16%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用为 5.00 亿元，较 2018 年下降 4.30%；管理费用为 7.85 亿元，较 2018 年下降 2.64%，变化不大；财务费用为 9.75 亿元，较 2018 年增长 26.59%，主要系公司债务规模增加导致利息支出增加所致。2017—2019 年，公司期间费用率分别为 12.57%、12.60% 和 13.81%，公司费用控制能力较弱。

2017—2019 年，公司投资收益分别为 0.55 亿元、0.16 亿元和 -0.18 亿元。2017—2019 年，公司其他收益分别 0.50 亿元、5.53 亿元和 8.00 亿元，逐年增长。2019 年，公司实现其他收益 8.00 亿元，较上年增长 44.70%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 128.31%，对营业利润影响很大。2017—2019 年，公司资产处置收益波动增长，年均复合增长 609.24%；2019 年，公司实现资产处置收益 1.54 亿元，较 2018 年大幅增长，主要系固定资产处置利得增加所致；资产处置收益占营业利润比重为 24.63%，对营业利润影响较大。2017—2019 年，公司营业外收入逐年下降，年均复合下降 81.29%；2019 年，公司实现营业外收入 0.16 亿元，较 2018 年下降 93.67%；营业外收入占利润总额比重为 2.66%，对利润影响不大。公司对政府补贴和资产处置收益较为依赖，但政府补助具有一定波动性。

图 8 公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产

本收益率分别为3.23%、3.29%和2.02%，波动下降；公司净资产收益率分别为5.87%、3.17%和1.02%，不断下降。公司整体盈利能力较弱。

2020年1—3月，公司实现营业收入24.36亿元，较2019年同期下降20.71%，主要系受“新冠疫情”影响，公司主要产品销量减少所致。同期，实现营业利润-0.57亿元，实现利润总额-0.46亿元。

4. 现金流及保障

2017年和2018年经营活动现金流呈净流入态势，2019年，由于基础设施建设及相关投入持续增加，公司经营活动现金流呈净流出态势，收入实现质量一般。公司固定资产投资力度较大，使得投资活动现金流量呈净流出状态；公司债务偿付以及投资支出所需现金主要依赖筹资活动，其中股东支持下吸收投资规模较大，但考虑到公司后续投资以及债务到期情况，融资需求较大。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	158.29	189.48	178.42	50.17
经营活动现金流出量	152.50	171.43	258.13	52.76
经营活动现金流量净额	5.79	18.05	-79.71	-2.59
投资活动现金流入量	17.58	4.79	7.03	0.08
投资活动现金流出量	55.72	20.32	23.61	4.75
投资活动现金流量净额	-38.14	-15.53	-16.57	-4.68
筹资活动现金流入量	157.87	123.93	255.02	49.73
筹资活动现金流出量	117.86	117.56	150.22	34.17
筹资活动现金流量净额	40.01	6.37	104.80	15.56
筹资活动前现金流	-32.35	2.52	-96.29	-7.26

资料来源：公司财务报告及财务报表

从经营活动来看，2017—2019年，公司经

营活动现金流入分别为 158.29 亿元、189.48 亿元和 178.42 亿元，波动增长，年均复合增长 6.17%。2019 年，公司经营活动现金流入 178.42 亿元，较 2018 年下降 5.84%。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 152.50 亿元、171.43 亿元和 258.13 亿元，快速增长，年均复合增长 30.10%。2019 年，公司经营活动现金流出 258.13 亿元，较上年增长 50.58%，主要系基础设施建设及相关投入持续增加所致。2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为 5.79 亿元、18.05 亿元和 -79.71 亿元，2019 年转为净流出。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 103.37%、107.15%和 96.60%，波动下降，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 17.58 亿元、4.79 亿元和 7.03 亿元，波动下降，年均复合下降 36.75%。2019 年，公司投资活动现金流入 7.03 亿元，较 2018 年增长 46.77%，主要系处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额增加所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 55.72 亿元、20.32 亿元和 23.61 亿元，波动下降，年均复合下降 34.91%。2019 年，公司投资活动现金流出 23.61 亿元，较 2018 年增长 16.15%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增加所致。2017—2019 年，公司投资活动现金净额分别为 -38.14 亿元、-15.53 亿元和 -16.57 亿元，净流出规模波动下降。

2017—2019 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -32.35 亿元、2.52 亿元和 -96.29 亿元。公司对筹资活动依赖程度波动增强。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 157.87 亿元、123.93 亿元和 255.02 亿元，波动增长，年均复合增长 27.10%。2019 年，公司筹资活动现金流入 255.02 亿元，较 2018 年增长 105.78%，主要系公司通过借款收到的现金增加所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 117.86 亿元、117.56 亿元和 150.22 亿元，波动增长，

年均复合增长 12.90%。2019 年，公司筹资活动现金流出 150.22 亿元，较 2018 年增长 27.78%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金净额分别为 40.01 亿元、6.37 亿元和 104.80 亿元。

2020 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流出 2.59 亿元，由 2019 年同期 7.25 亿元净流入转为净流出，主要系受新冠疫情影响，黑猫集团亏损所致；公司实现投资活动现金净流出 4.68 亿元，净流出规模较 2019 年同期下降 53.05%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；公司实现筹资活动现金净流入 15.56 亿元，较 2019 年同期增长 118.86%，主要系公司通过借款取得的现金增加所致。

5. 偿债能力

公司偿债指标较弱，考虑到景德镇市政府持续有力支持，公司偿债压力不大。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司的流动比率波动提高，速动比率有所下降，三年加权平均值分别为 142.16% 和 65.93%。截至 2019 年底分别为 154.25% 和 62.42%。截至 2020 年 3 月底分别为 156.32% 和 61.42%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 -30.23%，现金类资产/短期债务（倍）为 0.50 倍。公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 4.85%。2019 年，公司 EBITDA 为 24.22 亿元，较 2018 年下降 10.88%。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.80 倍、2.10 倍和 1.94 倍，全部债务/EBITDA 分别为 11.55 倍、9.98 倍和 13.95 倍，偿债能力较弱。考虑到景德镇市政府持续有力支持，公司偿债压力不大。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信 234.05 亿元，其中未使用额度 36.56 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 对外担保

截至 2019 年底，公司对外担保余额 4.23 亿元。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 4.19 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 2020 年 7 月 7 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很强。

9. 母公司报表分析

母公司作为融资主体承担约一半公司债务，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和再融资能力。

2017—2019 年，母公司资产总额快速增长，年均复合增长 33.78%。截至 2019 年底，母公司资产总额为 348.44 亿元，较年初增长 47.05%，主要系存货和长期股权投资大幅增加所致。从构成来看，母公司资产主要包括其他应收款 60.85 亿元、存货 86.06 亿元和长期股权投资 101.25 亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产为 355.65 亿元，较 2019 年底增长 2.07%。其中，流动资产占 52.68%，非流动资产占 47.32%。

2017—2019年，母公司负债快速增长，年均复合增长24.57%。截至2019年底，母公司负债总额为170.45亿元，较年初增长26.24%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致。从构成来看，主要包括其他应付款17.25亿元、一年内到期的非流动负债17.36亿元、长期借款20.67亿元和应付债券70.33亿元。母公司的资产负债率为48.92%。

截至2020年3月底，母公司负债合计177.02亿元，其中流动负债82.03亿元，非流动负债95.00亿元。

2017—2019年，母公司所有者权益快速增长，年均复合增长44.83%。截至2019年底，母公司所有者权益177.98亿元，主要包括实收资本100.00亿元、资本公积金57.76亿元和未分配利润16.71亿元。截至2020年3月底，母公司口径所有者权益178.62亿元，所有者权益结构较2019年底变化不大。

2019年，母公司实现营业收入21.46亿元，利润总额7.63亿元。同期，其他收益为6.24亿元，母公司的利润规模对其他收益等非经常性损益较为依赖。

现金流方面，2019年，母公司实现经营活动现金流净额-48.25亿元，投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-46.11亿元和102.98亿元。2020年1—3月，母公司经营活动现金流量净额为-8.83亿元；投资活动现金流量净额为-0.27亿元；筹资活动现金流量净额为7.73亿元。

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

本期中期票据发行对公司现有债务结构影响较小。公司债务负担有所加重，但考虑到募集资金用于偿还到期债务，实际债务负担或低于测算值。

本期中期票据拟发行额度7亿元，以下各项测算均以拟发行额度7亿元进行测算。公司

本期中期票据发行额度分别占2020年3月底长期债务和全部债务的4.39%和2.06%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响较小。

截至2020年3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60.36%、54.06%和35.61%。考虑到公司分别于2020年4月2日发行“20景国资MTN001”、2020年4月9日发行“20景国资CP001”、2020年6月18日发行“20景国资MTN002”、2020年7月13日发行“20景国资CP002”，合计发行金额26.00亿元。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62.08%、56.35%和40.02%，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

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。公司存在集中兑付压力。

本期中期票据拟发行金额为7亿元，2017—2019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22.61倍、27.07倍和25.49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0.83倍、2.58倍和-11.39倍；公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行金额的3.15倍、3.88倍和3.46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21只。假设含权存续债全部提前回售，偿还债券最高年份为2021年，偿还金额合计44.80亿元。2019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2021年偿还金额的保障倍数分别为0.54倍、3.98倍和-1.78倍。公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。整体看，公司存在集中兑付压力。

表 17 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
15 景国资 MTN002	2020/10/26	8.00	--	--
小计	2020 年	8.00	--	--
16 景国资 MTN001	2021/1/20	2.50	--	--
20 景国资 CP001	2021/4/13	7.00		
20 景国资 SCP001	2021/4/23	8.00	--	--
18 景国 01	2021/4/27	2.00	--	--
20 景国资 CP002	2021/7/15	6.00	--	--
16 景国资 MTN002	2021/8/29	4.30	--	--
18 景德 02	2021/9/13	2.00	赎回, 调整票面利率	2020/9/13
18 景国 02	2021/12/14	10.00	回售, 调整票面利率, 赎回	2020/12/14
小计	2021 年	41.80	--	--
17 景国资 MTN001	2022/7/10	2.00	--	--
17 景国资 MTN002	2022/10/19	10.00	--	--
15 景德 01	2022/11/19	5.00	回售, 调整票面利率	2020/11/19
小计	2022 年	17.00	--	--
16 景德 01	2023/1/25	5.00	调整票面利率, 回售	2021/1/25
18 景德 01	2023/3/16	2.00	赎回, 回售, 调整票面利率	2021/3/16
18 景国资 MTN001	2023/4/13	8.00	调整票面利率, 回售	2021/4/13
小计	2023 年	15.00	--	--
19 景国资 MTN001	2024/7/22	10.00	调整票面利率, 回售	2022/7/22
19 景国 01	2024/8/14	8.00	调整票面利率, 回售, 赎回	2022/8/14
小计	2024 年	18.00	--	--

20 景德 01	2025/1/20	4.00	调整票面利率, 回售	2023/1/20
20 景国资 MTN001	2025/4/7	6.00	调整票面利率, 回售, 赎回	2023/4/7
20 景控 01	2025/6/8	6.00	回售, 赎回, 调整票面利率	2023/6/8
20 景国资 MTN002	2025/6/22	7.00	调整票面利率, 回售	2023/6/22
小计	2025 年	23.00	--	--
合计	--	122.80	--	--

资料来源: 联合资信整理

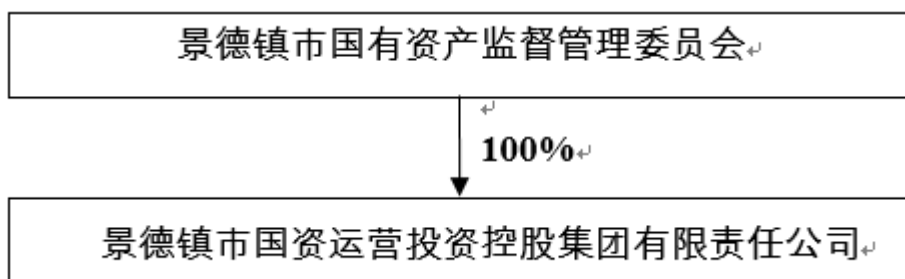
十、结论

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; 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, 资本实力增强。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。

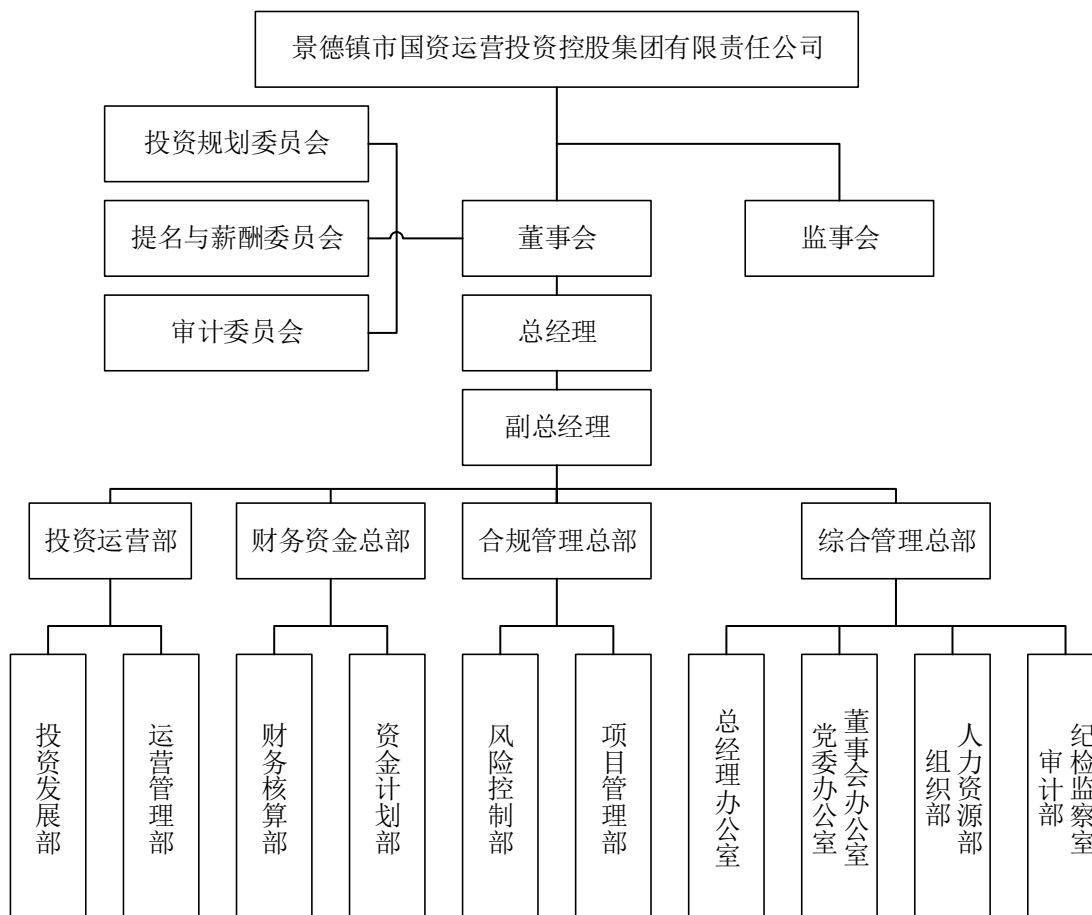
本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响较小, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

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很低, 安全性很高。

附件1-1 截至2019年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	70.96	81.90	91.82	98.31
资产总额（亿元）	455.69	588.47	716.81	727.98
所有者权益合计（亿元）	137.40	225.87	289.15	288.56
短期债务（亿元）	129.01	143.87	184.51	179.97
长期债务（亿元）	125.39	127.24	153.36	159.56
全部债务（亿元）	254.40	271.11	337.88	339.54
营业收入（亿元）	141.96	166.93	164.64	24.36
利润总额（亿元）	10.28	10.29	6.09	-0.46
EBITDA（亿元）	22.03	27.17	24.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.79	18.05	-79.71	-2.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.09	4.73	4.07	--
存货周转次数（次）	1.08	1.14	0.74	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.32	0.25	--
现金收入比（%）	103.37	107.15	96.60	145.07
营业利润率（%）	16.36	14.55	12.75	5.40
总资本收益率（%）	3.23	3.29	2.02	--
净资产收益率（%）	5.87	3.17	1.02	--
长期债务资本化比率（%）	47.71	36.03	34.66	35.61
全部债务资本化比率（%）	64.93	54.55	53.89	54.06
资产负债率（%）	74.69	61.62	59.66	60.36
流动比率（%）	130.75	129.62	154.25	156.32
速动比率（%）	73.02	67.06	62.42	61.42
经营现金流动负债比（%）	3.14	8.00	-30.23	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.80	2.10	1.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.55	9.98	13.95	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.36	14.14	20.15	18.78
资产总额（亿元）	194.69	236.95	348.44	355.65
所有者权益合计（亿元）	84.85	101.93	177.98	178.62
短期债务（亿元）	20.49	23.40	24.86	39.34
长期债务（亿元）	58.27	70.43	91.00	90.43
全部债务（亿元）	78.76	93.83	115.86	129.77
营业收入（亿元）	1.91	13.41	21.46	0.03
利润总额（亿元）	5.85	5.54	7.63	0.65
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	11.49	10.38	-48.25	-8.83
财务指标				
销售债权周转次数（次）	84.10	4.54	3.64	--
存货周转次数（次）	0.01	0.27	0.24	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.06	0.07	--
现金收入比（%）	20.20	115.36	53.17	959.31
营业利润率（%）	66.34	24.88	28.93	-1075.71
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	5.96	4.09	3.19	--
长期债务资本化比率（%）	40.71	40.86	33.83	33.61
全部债务资本化比率（%）	48.14	47.93	39.43	42.08
资产负债率（%）	56.42	56.98	48.92	49.78
流动比率（%）	157.01	193.68	240.38	228.42
速动比率（%）	68.25	133.67	125.65	121.55
经营现金流流动负债比（%）	28.59	17.60	-64.32	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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+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 年度第三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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。