信用评级公告

联合〔2020〕4163 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“20 景国资 CP001”和“20 景国资 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十一月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
2020 年度跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 景国资 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 景国资 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
20 景国资 CP001	7.00	7.00	2021/04/13
20 景国资 CP002	6.00	6.00	2021/07/15

评级时间：2020 年 11 月 6 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，在国有资产运营管理、区域地位、政府支持等方面具备综合优势。跟踪期内，公司持续得到了景德镇市政府的大力支持。公司所有者权益规模大幅提升，资本实力显著增强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，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。

公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。

公司发展定位明确，产业布局清晰，未来在景德镇市政府持续支持下，行业地位将进一步凸显，可持续发展能力较强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“20 景国资 CP001”和“20 景国资 CP002”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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。**跟踪期内，公司在增资、和收入补贴等方面得到景德镇市政府持续有力支持。截至 2020 年 6 月底，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。
4. **公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。**2019 年，公司经营活动现金流入量对 2021 年到期债券的保障倍数为 3.98 倍。

分析师：牛文婧　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. **跟踪期内，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。**跟踪期内，公司负债规模和有息债务规模不断增长，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。**跟踪期内，公司主营业务盈利能力下降。公司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。
4. **公司基础设施建设板块未来资金投入较大，或面临一定的资金压力。**截至 2020 年 6 月底，公司主要在建基础设施项目合计总投资 240.14 亿元，尚需投资金额 96.07 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产（亿元）	70.96	81.90	91.82	111.05
资产总额（亿元）	455.69	588.47	716.81	771.21
所有者权益合计（亿元）	137.40	225.87	289.15	294.72
短期债务（亿元）	129.01	143.87	184.51	192.45
长期债务（亿元）	125.39	127.24	153.36	189.18
全部债务（亿元）	254.40	271.11	337.88	381.63
营业收入（亿元）	141.96	166.93	164.64	64.29
利润总额（亿元）	10.28	10.29	6.09	0.10
EBITDA（亿元）	22.03	27.17	24.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.79	18.05	-79.71	-9.78
营业利润率(%)	16.36	14.55	12.75	11.30
净资产收益率（%）	5.87	3.17	1.02	--
资产负债率（%）	74.69	61.62	59.66	61.78
全部债务资本化比率（%）	64.93	54.55	53.89	56.43
流动比率（%）	130.75	129.62	154.25	166.04
经营现金流动负债比（%）	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）口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	194.69	236.95	348.44	375.62
所有者权益（亿元）	84.85	101.93	177.98	180.81
全部债务（亿元）	78.76	93.83	115.86	142.32
营业收入（亿元）	1.91	13.41	21.46	6.04
利润总额（亿元）	5.85	5.54	7.63	2.07
资产负债率（%）	56.42	56.98	48.92	51.86
全部债务资本化比率（%）	48.14	47.93	39.43	44.04
流动比率（%）	157.01	193.68	240.38	250.23
经营现金流动负债比（%）	28.59	17.60	-64.32	--

注：1.2020 年半年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

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 景国资 CP001	A-1	AA+	稳定	2019/11/14	唐岩 蔡伊静	一般工商企业信用评级方法、模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 景国资 CP002	A-1	AA+	稳定	2020/6/11	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
20 景国资 CP001	A-1	AA+	稳定	2020/6/30	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

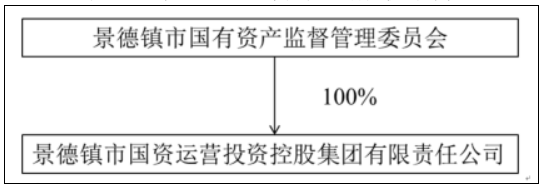
一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司及相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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 2020 年 6 月底，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 6 月底，公司资产总额 771.21 亿元，所有者权益合计 294.72 亿元（含少数股东权益 54.40 亿元）；2020 年 1－6 月，公司实现营业收入 64.29 亿元，利润总额 0.10 亿元。

公司注册地址：江西省景德镇高新区梧桐大道 11 号；法定代表人：吴林。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评公司存续短期融资券为20景国资CP001”和“20景国资CP002”（详见表1）。

截至报告出具日，“20景国资CP001”和“20景国资CP001”未到兑付日。

表1　公司存续短期融资券情况（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期日期	债券余额
20 景国资 CP001	2020/04/13	2021/04/13	7.00
20 景国资 CP002	2020/07/15	2021/07/15	6.00
合计	--	--	**13.00**

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5－6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上

半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2　2017－2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1.增速及增幅均为累计同比增长数；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，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

三大需求全面收缩。2020年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达5.15万亿元，同比增长7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低13个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低2.7个百分点。2020年1－6月，货物进出口总额14.24万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额7.71万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额6.52万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元，较一季度（993.0亿元）大幅增加，较上年同期（1.21万亿元）略有减少。2020年上半年，中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为2.09万亿元（同比增长5.6%），对美国累计进出口额为1.64万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为1.03万亿元（同比增长0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收

缩明显。2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1－5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1－3月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，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0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期（分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，

重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元（较上年增加1.6万亿元，增幅74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债1万亿元，增加赤字预算1万亿元至3.76万亿元，赤字率3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调LPR报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额400亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额4000亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6月国务院要求推动金融机构向企业让利1.5万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%，再贴现利率为2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济及政策前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年中国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢

复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对中国外需具有较大提振作用；同时中国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年中国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对中国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五、行业分析及区域经济情况

（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9700万吨，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5000万吨的任务目标。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1816.91元/吨、2130.19元/吨和1885.67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下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，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 3 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者观念的转变、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 10~3,000m^2/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。

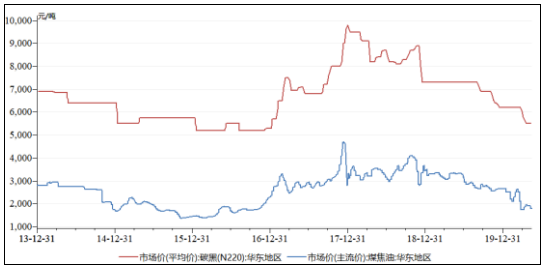
炭黑是人类最早开发、应用且目前产量最大的纳米材料。炭黑的主要应用领域为轮胎。目前，89.50%的炭黑产品应用于橡胶工业，其中约有 67.50%用于汽车轮胎，主要用作轮胎橡胶填充剂和补强剂。“十一五”期间，中国汽车产量大幅增长，轮胎企业纷纷投产子午轮胎生产，国内子午轮胎生产能力迅速扩大，优质炭黑的需求也迅速增长，带动了国内炭黑行业的发展。不同系列的炭黑具有不同的性能和用途。其中，N100 系列耐磨性极高，主要用于特种轮胎的胎面；N200 和 N300 系列具有较高的拉伸强度和较好的耐磨性，主要用于一般的乘用胎胎面和全钢载重子午胎胎面；N500 系列和 N600 系列弹性好、生热低，主要用于各种轮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

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 5,256 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%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年6月底，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，跟踪期内，持续获取景德镇市政府稳定的外部支持。

作为景德镇市政府国资投资运营主体，公司明确定位为景德镇市国有资本投资、运营管理平台。在公司发展过程中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。跟踪期内，公司收到政府补贴款 8.02 亿元。

表4 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. 企业信用记录

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9月18日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况发生，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员及员工结构和管理架构未发生变化，管理制度执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

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 年上半年，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。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，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1－6月，公司实现主营业务收入62.10亿元，较2019年同期下降15.94%，主要系受新冠疫情影响，公司主要产品销量减少所致。2020年上半年，公司综合毛利率为11.39%。其中，焦炭和复合肥板块毛利率下降幅度较大。

表5　2017－2020年6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 1－6 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	36.18	26.24	8.02	35.93	22.08	13.53	35.28	22.08	17.20	17.04	27.44	6.59
炭黑	56.27	40.81	22.04	66.14	40.64	16.18	54.71	34.25	5.85	17.87	28.78	8.92
复合肥	14.37	10.42	11.62	13.80	8.48	12.32	11.38	7.12	12.30	7.62	12.28	8.49
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	4.78	7.70	4.08
房地产	6.79	4.92	23.46	4.92	3.02	-13.37	11.35	7.11	28.65	2.89	4.65	26.72
代建项目	7.30	5.30	25.18	18.49	11.36	26.74	25.89	16.20	27.65	9.28	14.95	18.14
其他	7.01	5.08	33.41	9.85	6.06	18.72	5.63	3.52	59.29	2.61	4.20	40.41
合计	**137.87**	**100.00**	**17.20**	**162.73**	**100.00**	**15.29**	**159.80**	**100.00**	**13.62**	**62.10**	**100.00**	**11.39**

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。

焦炭板块

2019年，公司焦炭产量较2018年有所增长；受焦炭下游行业周期影响，焦炭销售量有所增长，公司焦炭板块的盈利能力尚可。2020年上半年，受疫情影响，焦炭售价较2019年有所下降。

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，2019年，公司焦炭产量为200.06万吨。产能利用率方面，2019年，公司焦炭产能利用率为95.27%。

2020年1—6月，公司焦炭产量101.64万吨，年化产能利用率为96.80%。

表6 2017—2020年6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—6月
产能	210.00	210.00	210.00	105.00
产量	196.39	189.77	200.06	101.64
产能利用率	93.52	90.37	95.27	96.80
销量	217.71	187.45	193.78	101.53
产销率	110.86	98.78	96.86	99.89
平均售价	1661.61	1917.03	1820.46	1678.32

注：公司2020年1-6月产能为按比折算
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。2019年，公司精煤采购量为251.50万吨，采购均价为1378.51元/吨。

表7 2017—2020年6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—6月	133.48	1250.57

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。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

跟踪期内，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，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，2019年，公司炭黑产能利用率为87.83%。2020年1—6月，公司年化产能利用率为77.60%。

表8 2017—2020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	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
产能	110.00	110.00	110.00	55.00
产量	99.81	96.78	96.61	42.68
产能利用率	90.74	87.98	87.83	77.60
销量	101.90	99.23	96.32	39.32
产销率	102.09	102.53	99.70	92.13
平均售价	5522.09	6669.31	5680.02	4545.19

注：公司2020年1-6月产能为按比折算
资料来源：公司提供

原材料采购方面，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。2020 年上半年，受石油价格下降影响，公司炭黑产品原材料价格均大幅下降。

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 9　2017－2020 年 6 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 1－6 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	154.03	2482.76	108.87	2785.40	137.94	2613.99	63.18	1911.16
蒽油	26.67	2588.81	23.24	2914.75	28.99	2866.13	7.61	2074.79
炭黑油	0.56	2576.60	0.85	2809.88	3.22	2562.51	3.51	1919.91

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。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。2019 年，公司炭黑产品产销率为 99.70%。

2020 年上半年，炭黑产品售价为 4545.19 元/吨，主要系下游汽车行业不景气，轮胎行业需求减少和国际原油价格下降，进而导致炭黑售价降低。

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

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。2020 年上半年，受疫情影响，公司复合肥销售价格较 2019 年有所下降。

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。2019 年，公司复合肥产能有所增长，为 148.00 万吨/年。产量方面，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，2019 年，公司复合肥产能利用率为 40.54%。

2020 年 1—6 月，公司复合肥产品产量 38.00 万吨，年化产能利用率为 51.35%。

表 10　2017－2020 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－6 月
产能	135.00	138.00	148.00	74.00
产量	81.49	76.27	60.00	38.00
产能利用率	60.36	55.27	40.54	51.35
销量	85.65	71.59	57.93	38.96
产销率	105.10	93.86	96.55	102.53
平均售价	1677.38	1927.30	1965.11	1839.53

注：公司 2020 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，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 11　2017—2020 年 6 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—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	44.01	731.18	31.10	734.75	32.70	746.39	20.21	734.72
磷肥	22.52	1764.30	15.42	2141.20	16.00	1948.85	11.14	1800.57
钾肥	19.42	1806.35	13.39	2073.48	11.34	2053.66	8.46	1902.89
其他	2.75	490.86	1.72	479.17	2.37	493.80	0.85	638.92

资料来源：公司提供

销售方面，2019 年，公司复合肥销售量为 57.93 万吨，较 2018 年下降 19.08%，主要系复合肥市场需求减少所致。2019 年，公司复合肥销售均价为 1965.11 元/吨。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。

2020 年 1—6 月，公司复合肥销售量为 38.96 万吨，销售价格为 1839.53 元/吨。

（2）房地产板块

跟踪期内，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。

截至 2019 年底，国信置业下有国信御城和国信滨江苑两个项目。截至 2020 年 6 月底，国信御城小区总体投资已达 5.31 亿元，尚需投资约 0.40 亿元。截至 2020 年 6 月底，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 年和 2020 年 1—6 月，国信御城分别实现房地产收入 0.18 亿元和 0.05 亿元。截至 2020 年 6 月底，国信滨江苑项目总投资规模 15.80 亿元，已投资 10.16 亿元。2019 年，国信滨江苑项目实现房地产收入 4.33 亿元。截至 2020 年 6 月底，国信滨江苑项目回款 4.00 亿元。

截至 2020 年 6 月底，开门子房地产下共有 9 个在售项目。截至 2020 年 6 月底，开门子房地产项目总投资 21.65 元，已完成投资 20.55 亿元。2019 年，开门子房地产实现营业收入 4.21 亿元。

表 12　截至 2020 年 6 月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	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	2019 年	2020 年 1—6 月
开门子房地产	金鼎国际	2.65	2.63	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	2.55	--	0.23	0.07	2.60	--	--	--	0.10	--
开门子房地产	金和汇景	3.41	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	--	--	--	--
开门子房地产	康家二期	2.30	2.30	4.86	--	--	--	4.75	--	--	--	1.15	0.33
开门子房地产	康家三期	2.45	2.45	6.95	--	--	--	9.45	--	--	--	1.24	2.82
开门子房地产	金鼎玖域	4.36	2.05	4.57	--	--	--	3.61	0.39	--	--	1.57	0.06
合计		**21.65**	**20.55**	--	--	**3.74**	**1.10**	**44.77**	**3.65**	**52**	--	**4.21**	**3.21**

资料来源：公司提供

安居房地产为房地产开发暂定资质，主要从事景德镇市安置房项目建设，目前主要项目为锦泰御园安置房项目。锦泰御园安置房项目用地通过招拍挂形式取得，项目总建筑面积7.48万平方米，其中住宅5.37万平方米，商业0.71万平方米，车库1.40万平方米，项目总投资2.54亿元。截至2020年6月底，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，已累计实现销售收入2.32亿元。

（3）基础设施建设板块

跟踪期内，公司代建项目运营稳定。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。

表13　截至2020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	总投资	已投资	尚需投资	2019年确认收入
航空及先进装备制造产业基地	18.39	18.85	--	2.01
综合物流园区	16.00	10.38	5.62	0.32
汽车产业园	10.25	8.64	1.61	2.65
老城区棚户区改造项目	35.54	27.76	7.78	1.12
老城区保护性开发项目	47.74	8.77	38.97	0.11
乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目	13.27	13.27	--	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	20.82	2.05	--
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	12.80
景德镇市殡仪馆及公墓配套设施建设项目	4.52	2.38	2.14	--
昌江百里生态风光带景德镇水利枢纽工程	4.52	0.60	3.92	--
景德镇市陶瓷技师培训中心（一期）	4.29	0.53	3.76	--
景德镇现代农批市场与冷库项目	7.47	0.81	6.66	--
景德镇智慧城市一期项目	3.79	0.01	3.78	--
其他市政建设项目	25.59	13.07	12.52	1.83
合计	**240.14**	**144.07**	--	**21.20**

资料来源：公司提供

截至2020年6月底，公司主要在建基础设施项目合计总投资240.14亿元，已完成投资金额合计144.07亿元，已收到项目回款83.36亿元。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2020年6月底，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

2019年，公司销售债权周转次数为4.07次；公司存货周转次数为0.74次；公司总资产周转次数为0.25次。总体看，公司经营效率一般。

4. 未来发展

跟踪期内，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。

九、财务分析

公司提供了2019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年半年度财务数据未经审计。

合并范围方面，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1－6月，公司新增纳入合并范围的子公司4家，不再纳入合并范围的子公司2家。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6月底，公司资产总额771.21亿元，所有者权益合计294.72亿元（含少数股东权益54.40亿元）；2020年1－6月，公司实现营业收入64.29亿元，利润总额0.10亿元。

1. 资产质量

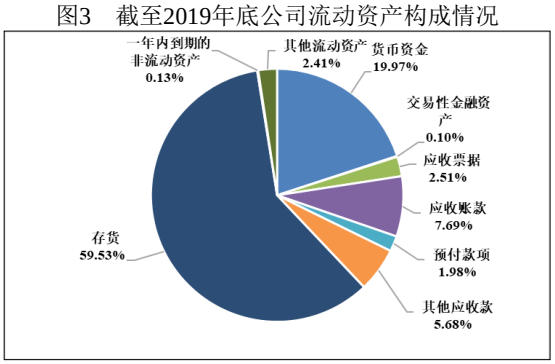
跟踪期内，公司资产保持较快增长，但固定资产和无形资产占比较高，应收类款项增长较快，对资金有一定占用，存货主要为开发成本，资产流动性较弱。

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

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

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。

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。

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。

截至2019年底，公司现金类资产合计91.82亿元。

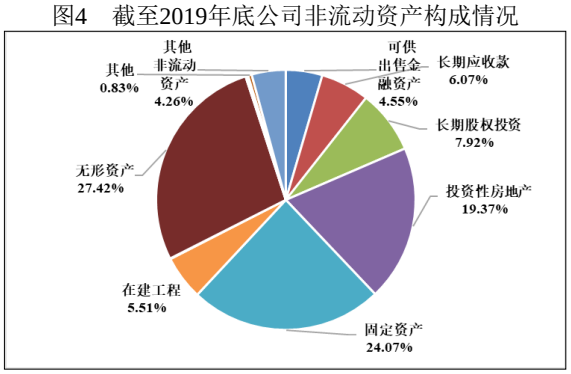
截至2019年底，公司其他应收款账面价值23.10亿元，较年初下降21.25%，主要系景德镇合盛产业投资发展有限公司其他应收款减少所致。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款14.63亿元，其中1年以内的占54.35%，1－2年的占9.93%，2－3年的占17.92%；其他应收款规模较大，对公司运营资金形成占用；从集中度看，公司其他应收款前五大客户金额合计14.18亿元，占比为54.04%，较为集中，主要为与市政府所属部门、事业单位等的项目建设往来款和借款。

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

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

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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14　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6月底，公司合并资产总额771.21亿元，较上年底增长7.59%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产占58.06%、非流动资产占41.94%。截至2020年6月底，公司货币资金为104.51亿元，其中使用权受限部分为28.15亿元。

2.　负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，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。

截至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6月底，公司所有者权益为294.72亿元，较2019年底增长1.92%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为81.54%，少数股东权益占比为18.46%。

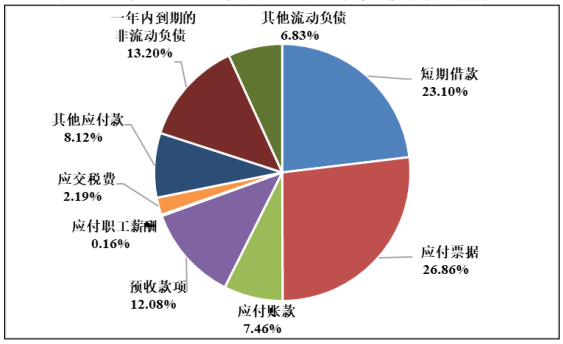
负债

跟踪期内，公司负债规模和有息债务规模不断增长，整体债务负担较重。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。

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%。

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

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。

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。

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。

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。

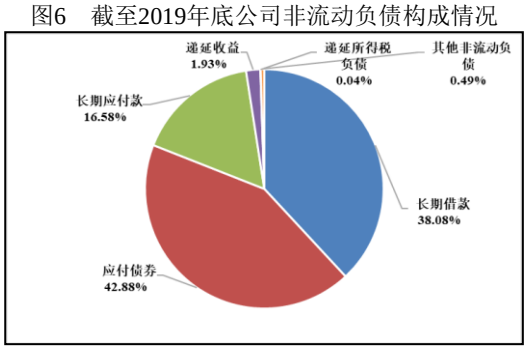
截至2019年底，公司其他应付款21.42亿元，较年初下降16.58%，主要系与政府下属单位借款及往来款减少所致。

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。

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。

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

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。

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 15　截至 2019 年底公司应付债券明细

（单位：亿元、年）

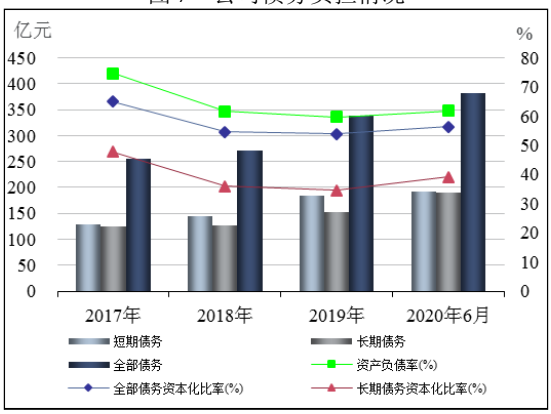
债券名称	发行总额	发行日期	期限	余额
15 景德镇国资债	5.00	2015/11/19	7	4.97
16 第一期中期票据	2.50	2016/1/19	5	2.49
16 第二期中期票	4.30	2016/8/29	5	4.28
16 景德镇国资债	5.00	2016/1/20	7	4.97
17 第一期中期票据	2.00	2017/7/10	5	1.99
17 第二期中期票据	10.00	2017/10/19	5	9.95
18 年第一期公司债	2.00	2018/3/15	5	1.98
18 年第一期中期票据	8.00	2018/4/13	5	7.96
18 景德公司债	2.00	2018/4/25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

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，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。2019年底，公司资产负债率为59.66%，全部债务资本化比率为53.89%，长期债务资本化比率为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6月底，公司负债合计476.49亿元，较2019年底增长11.42%，主要系有息负债规模增长所致。其中，流动负债占56.60%、非流动负债占43.40%，非流动负债占比有所增长，仍以流动负债为主。截至2020年6月底，公司全部债务为381.63亿元，其中短期债务为192.45亿元，长期债务为189.18亿元。同期，公司资产负债率为61.78%，全部债务资本化比率为56.43%，长期债务资本化比率为39.09%，较上年底分别增长2.12个百分点、2.54个百分点和4.43个百分点。

表 16　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	18.00	--	--	**18.00**

的短期融资券				
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

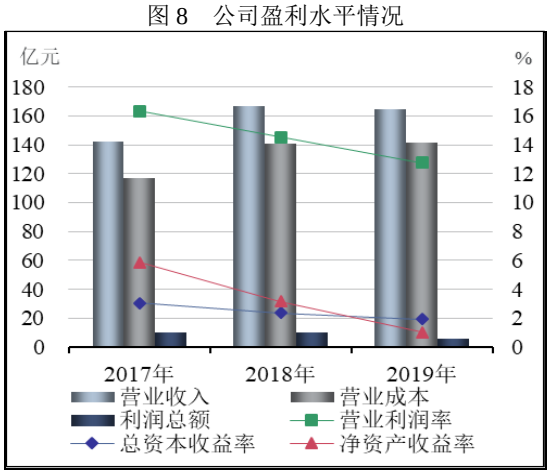
2019 年，受煤化工行业景气度影响，公司收入有所下降。公司利润对其他收益、资产处置收益等非经常性损益依赖度高，盈利能力较弱。2020 年上半年受疫情影响，公司营业收入同比大幅下降，经营出现亏损。

2019 年，公司实现营业收入 164.64 亿元，较上年下降 1.37%。同期，公司营业成本有所增长，为 141.92 亿元。2019 年，营业利润为 6.23 亿元，净利润为 2.96 亿元，扣除非经常损益后净利润为 0.43 亿元。

从期间费用看，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。2019年，公司期间费用率为13.81%。公司费用控制能力较弱。

2019年，公司投资收益为-0.18亿元，其他收益为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。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。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，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率均不断下降，分别为2.02%和1.02%。公司整体盈利能力较弱。

2020年1－6月，公司实现营业收入64.29亿元，较2019年同期下降15.95%，主要系受新冠疫情和中美贸易战及汽车市场行情回调影响，炭黑市场周期调整，需求降低，售价下降共同影响所致。同期，公司实现营业利润0.66亿元，实现利润总额0.10亿元。其中，其他收益和投资收益分别为2.88亿元和2.19亿元，对公司利润贡献度高。同期，公司实现净利润-0.22亿元。其中，营业外支出中无偿划转股权为0.41亿元。

4. 现金流及保障

跟踪期内，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 17　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－6 月
经营活动现金流入量	158.29	189.48	178.42	109.85

经营活动现金流出量	152.50	171.43	258.13	119.63
经营活动现金流量净额	**5.79**	**18.05**	**-79.71**	**-9.78**
投资活动现金流入量	17.58	4.79	7.03	1.10
投资活动现金流出量	55.72	20.32	23.61	8.81
投资活动现金流量净额	**-38.14**	**-15.53**	**-16.57**	**-7.71**
筹资活动现金流入量	157.87	123.93	255.02	127.04
筹资活动现金流出量	117.86	117.56	150.22	84.70
筹资活动现金流量净额	**40.01**	**6.37**	**104.80**	**42.34**
筹资活动前现金流	**-32.35**	**2.52**	**-96.29**	**-17.49**

资料来源：公司财务报告及财务报表

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 178.42 亿元，较 2018 年下降 5.84%。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。2019 年，公司经营活动现金净额为-79.71 亿元，转为净流出。2019 年，公司现金收入比为 96.60%，收入实现质量一般。

从投资活动来看，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。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。2019 年，公司投资活动现金净额为-16.57 亿元。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为-96.29 亿元。公司对筹资活动依赖程度强。

从筹资活动来看，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。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。2019 年，公司筹资活动现金净额为 104.80 亿元。

2020 年 1－6 月，公司实现经营活动现金净流出 9.78 亿元，主要系往来款及其他支付增长所致；公司实现投资活动现金净流出 7.71 亿元，实现筹资活动现金净流入 42.34 亿元。

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，截至 2019 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 154.25%和 62.42%。截至 2020 年 6 月底分别为 166.04%和 72.66%。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。公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 24.22 亿元，较 2018 年下降 10.88%；公司 EBITDA 利息倍数为 1.94 倍，全部债务/EBITDA 为 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. 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。

8. 母公司报表分析

母公司作为融资主体承担一部分公司债

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。

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6月底，母公司资产为375.62亿元，较2019年底增长7.80%。其中，流动资产占54.21%，非流动资产占45.79%。

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6月底，母公司负债合计194.81亿元，其中流动负债81.37亿元，非流动负债113.44亿元。

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6月底，母公司口径所有者权益180.81亿元，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1－6月，母公司经营活动现金流量净额为-9.38亿元；投资活动现金流量净额为-2.42亿元；筹资活动现金流量净额为25.45亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。公司存在集中兑付压力。

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分别为存续期内短期融资券余额的1.86倍、13.72倍和-6.13倍。

表18　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
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,回售,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**	**39.80**	--	--
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,	2021/1/25

			回售	
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
20 景国资 MTN003	2025/8/21	7.00	调整票面利率,回售	2023/8/21
20 景控 02	2025/9/18	9.00	回售,赎回,调整票面利率	2023/9/18
20 景控 03	2020/10/28	5.00	回售,调整票面利率,赎回	2023/10/28
小计	**2025 年**	**44.00**	--	--
合计	--	**133.80**	--	--

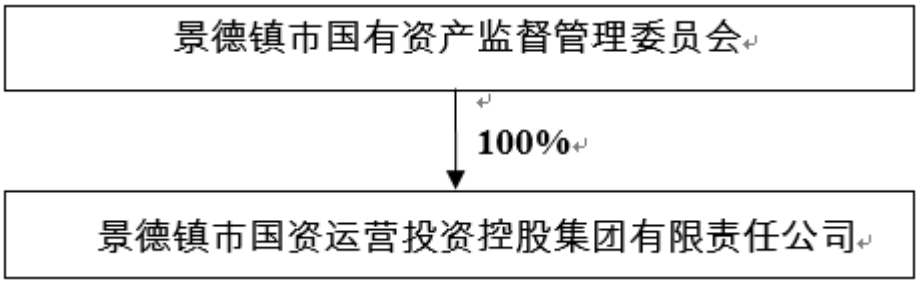
资料来源：联合资信整理

截至目前，公司存续债券共 23 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。

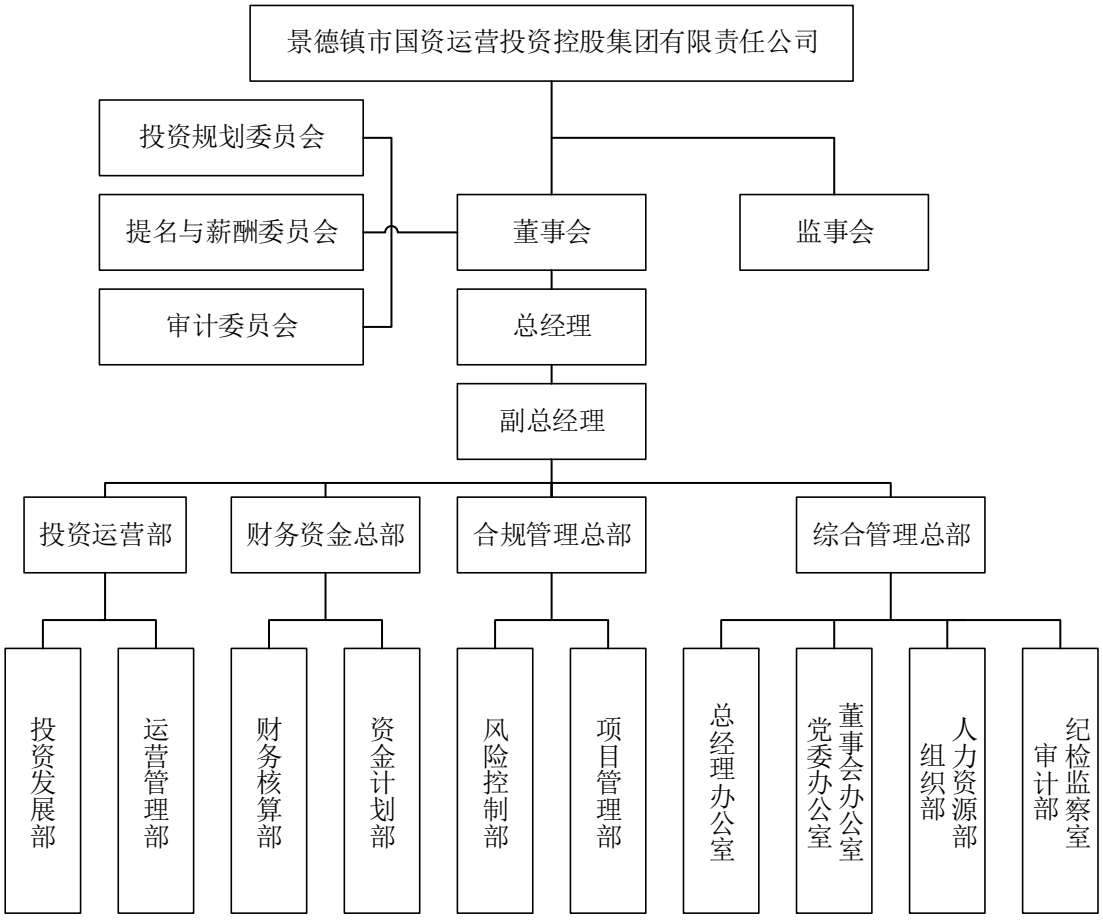
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“20 景国资 CP001”和“20 景国资 CP002”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	70.96	81.90	91.82	111.05
资产总额（亿元）	455.69	588.47	716.81	771.21
所有者权益（亿元）	137.40	225.87	289.15	294.72
短期债务（亿元）	129.01	143.87	184.51	192.45
长期债务（亿元）	125.39	127.24	153.36	189.18
全部债务（亿元）	254.40	271.11	337.88	381.63
营业收入（亿元）	141.96	166.93	164.64	64.29
利润总额（亿元）	10.28	10.29	6.09	0.10
EBITDA（亿元）	22.03	27.17	24.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.79	18.05	-79.71	-9.78
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	120.24
营业利润率（%）	16.36	14.55	12.75	11.30
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	39.09
全部债务资本化比率（%）	64.93	54.55	53.89	56.43
资产负债率（%）	74.69	61.62	59.66	61.78
流动比率（%）	130.75	129.62	154.25	166.04
速动比率（%）	73.02	67.06	62.42	72.66
经营现金流动负债比（%）	3.14	8.00	-30.23	--
现金短期债务比（倍）	0.55	0.57	0.50	0.58
全部债务/EBITDA（倍）	2.80	2.10	1.94	--
EBITDA 利息倍数（倍）	11.55	9.98	13.95	--

注：1.2020 年半年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

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.36	14.14	20.15	33.77
资产总额（亿元）	194.69	236.95	348.44	375.62
所有者权益（亿元）	84.85	101.93	177.98	180.81
短期债务（亿元）	20.49	23.40	24.86	33.01
长期债务（亿元）	58.27	70.43	91.00	109.30
全部债务（亿元）	78.76	93.83	115.86	142.32
营业收入（亿元）	1.91	13.41	21.46	6.04
利润总额（亿元）	5.85	5.54	7.63	2.07
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	11.49	10.38	-48.25	-9.38
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	4.64
营业利润率（%）	66.34	24.88	28.93	28.52
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	37.68
全部债务资本化比率（%）	48.14	47.93	39.43	44.04
资产负债率（%）	56.42	56.98	48.92	51.86
流动比率（%）	157.01	193.68	240.38	250.23
速动比率（%）	68.25	133.67	125.65	142.54
经营现金流动负债比（%）	28.59	17.60	-64.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1.2020 年半年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	（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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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