

信用等级公告

联合〔2020〕3240号

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第三期）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公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第三期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 5 亿元（含）

债券期限：5 年期，附第 3 年末公司赎回选择权、

调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 10 月 19 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
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
长期债务（亿元）	113.60	114.47	140.63	176.45
全部债务（亿元）	242.61	258.34	325.14	368.90
营业收入（亿元）	141.96	166.93	164.64	64.29
净利润（亿元）	8.06	7.17	2.96	-0.22
EBITDA（亿元）	22.03	26.00	24.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.79	18.05	-79.71	-9.78
营业利润率（%）	16.37	14.55	12.75	11.30
净资产收益率（%）	6.10	3.95	1.15	--
资产负债率（%）	69.85	61.62	59.66	61.78
全部债务资本化比率（%）	63.84	53.35	52.93	55.59
流动比率（倍）	1.31	1.30	1.54	1.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.93	2.21	1.94	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.41	5.20	4.84	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 2020 年 1—6 月数据未经审计，相关指标未年化；3. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4. 本报告已将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务、其他流动负债的短期融资券调入短期债务核算；5. 本报告中费用收入比=（管理费用+销售费用+研发费用+财务费用）/营业收入×100%

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）的评级反映了其作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持。景德镇市区域经济实力 and 财政实力稳定增长，为公司营造了良好的外部发展环境。公司下属黑猫集团作为炭黑行业龙头企业，在生产规模、产品质量、原料获取等方面具有竞争优势。近三年，公司营业收入呈波动上升态势。2018 年以来，景德镇市政府通过现金方式对公司增资 70 亿元，公司注册资本增加至 100 亿元，公司所有者权益大幅增加，资本实力显著增强。同时，联合评级也关注到公司经营状况易受宏观经济、煤化工行业周期波动的影响；公司盈利水平逐年下降且对非经常性损益较为依赖；公司债务规模持续增长，整体负债水平较高；2019 年，公司经营性现金流净流出规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司煤化工板块为主的各经营板块稳步发展，公司经营性业务收入有望保持稳定，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 景德镇市区域经济和财政实力的增长为公司营造了良好的外部发展环境。公司作为景德镇市国有资产整合重组平台、国有资本运营管理平台，具备一定区域垄断性。随着“中部崛起”战略的推进，景德镇市区域经济实力 and 财政实力稳定增长，为公司可持续发展营造了良好的外部发展环境。

2. 公司在多方面获得地方政府的支持。公

司作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，在财政补贴、资金注入等方面获得地方政府的支持。2018年以来，景德镇市政府通过现金方式对公司增资70亿元，公司注册资本增加至100亿元，公司所有者权益大幅增加，资本实力显著增强。

3. 公司下属黑猫集团为炭黑行业龙头企业。公司下属黑猫集团作为炭黑行业龙头企业，在生产规模、产品质量、原料获取等方面具备竞争优势。

关注

1. 公司受行业政策及下游行业发展影响较大。公司主要产品为煤化工产品，受行业政策及下游行业发展影响较大，其中，炭黑主要的下游需求汽车行业下行，经营可能面临一定的行业波动性风险。公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物，随着环保政策趋严，公司环保压力加大。

2. 公司债务规模持续增长，短期债务占比高，未来存在一定的融资压力。公司债务规模持续增长，且短期债务占比高。考虑到公司资产流动性不强，受限资产占比较高因素，较大规模的投资支出以及债务到期给未来融资带来压力。

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，公司扣非后净利润大幅下降，2020年上半年，公司经营出现亏损。此外，公司经营性净现金流稳定性较差，对投资和偿债保障程度有限。

分析师

王 越 登记编号（R0040216050003）

王文燕 登记编号（R0040217100010）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师： 王文燕

联合信用评级有限公司

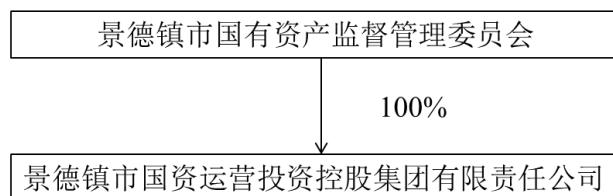
一、主体概况

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）前身为景德镇市工业投资有限公司，系2004年11月经景德镇市人民政府办公室《关于成立景德镇市工业投资有限公司的批复》（景府办字〔2004〕164号文）批准设立的公司，设立时注册资本1,000万元。2007年4月24日，经景德镇市人民政府（景府办字〔2007〕21号）批准，景德镇市中小企业信用担保中心和景德镇市企业产权交易中心将所持景德镇市工业投资有限公司股权划转给景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇市国资委”），并更名为景德镇市国有资产经营管理有限公司。后经多次增资，截至2008年12月，公司注册资本增加至9.00亿元；2009年6月，根据景德镇市人民政府办公室抄告单（景府办抄字〔2009〕69号）将景德镇市国资委持有的景德镇市焦化工业集团有限责任公司（2018年11月6日更名为“景德镇黑猫集团有限责任公司”，以下简称“黑猫集团”）的全部国有股权及权益划拨给公司。经过本次股权转让后，公司持有黑猫集团100%股权。

2016年4月，根据景德镇市国有资产监督管理委员会《关于同意国资公司通过变更企业名称登记设立景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司的批复》（景国资发〔2016〕1号），公司名称由“景德镇市国有资产经营管理有限公司”变更为现名，同时以资本公积转增注册资本的方式将注册资本增至62.00亿元。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（截至2019年10月底，公司到位资金44.45亿元，其中38亿元作为注册资本）。截至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100.00亿元，由景德镇市国资委全额出资。

图1 截至2020年6月底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司经营范围：资产收购、资产处置、资产托管，股权投资、实业投资、资本运营，投资管理咨询、财务咨询、企业重组策划、代理咨询；对外担保（不含融资性担保），土地收储，城市基础设施建设，基本建设，房地产开发；基金管理（不含证券投资基金管理）；陶瓷、建材、钢材销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至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；公司纳入合并报表的子公司共26家；员工合计11,607人。

截至2019年底，公司合并资产总额716.81亿元，负债合计427.66亿元，所有者权益289.15亿元，其中归属于母公司所有者权益236.78亿元。2019年，公司实现营业收入164.64亿元，净利润2.96亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润4.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-79.71亿元，现金及现金等价物净增加额8.67亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额771.21亿元，负债合计476.49亿元，所有者权益294.72亿元，其中归属于母公司所有者权益240.32亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入64.29亿元，净利润-0.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.25亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.78

亿元，现金及现金等价物净增加额 24.79 亿元。

公司注册地址：景德镇市瓷都大道1109号；法定代表人：吴林。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“景德镇市国资运营投资控股集团有限公司2020年公开发行公司债券（第三期）”，本期债券发行规模不超过5亿元（含5亿元）。本期债券为5年期，附第3年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值100元，按面值平价发行；本期债券为固定利率债券，票面利率将根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。本期债券按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟全部用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司是景德镇市国有资产经营管理唯一主体，其主营业务收入主要来源于煤化工产品的生产与销售，煤焦化行业的变动对其影响较大。

1. 焦化行业

（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 亿吨，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 1 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：联合评级收集整理

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。

2. 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。

炭黑，煤化工产业链中的一种产品，又名炭黑，是一种无定形碳。轻、松而极细的黑色粉末，表面积非常大，范围为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。

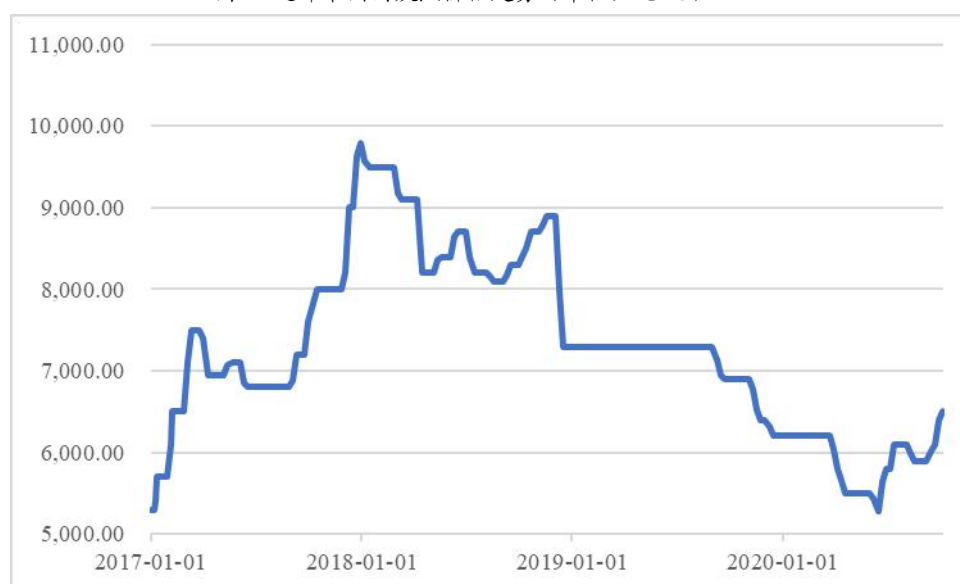
炭黑是人类最早开发、应用且目前产量最大的纳米材料。炭黑的主要应用领域为轮胎。目前，89.50%的炭黑产品应用于橡胶工业，其中约有67.50%用于汽车轮胎，主要用作轮胎橡胶填充剂和补强剂。“十一五”期间，中国汽车产量大幅增长，轮胎企业纷纷投产子午轮胎生产，国内子午轮胎生产能力迅速扩大，优质炭黑的需求也迅速增长，带动了国内炭黑行业的发展。不同系列的炭黑具有不同的性能和用途。其中，N100系列耐磨性极高，主要用于特种轮胎的胎面；N200和N300系列具有较高的拉伸强度和较好的耐磨性，主要用于一般的乘用车胎面 and 全钢载重子午胎胎面；N500系列和N600系列弹性好、生热低，主要用于各种轮胎的胎侧和内胎。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 4,000 元/吨上涨至最高时达 9,800 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。受疫情影响，2020 年初，炭黑价格进一步震荡下行，5 月以来，价格有所反弹。

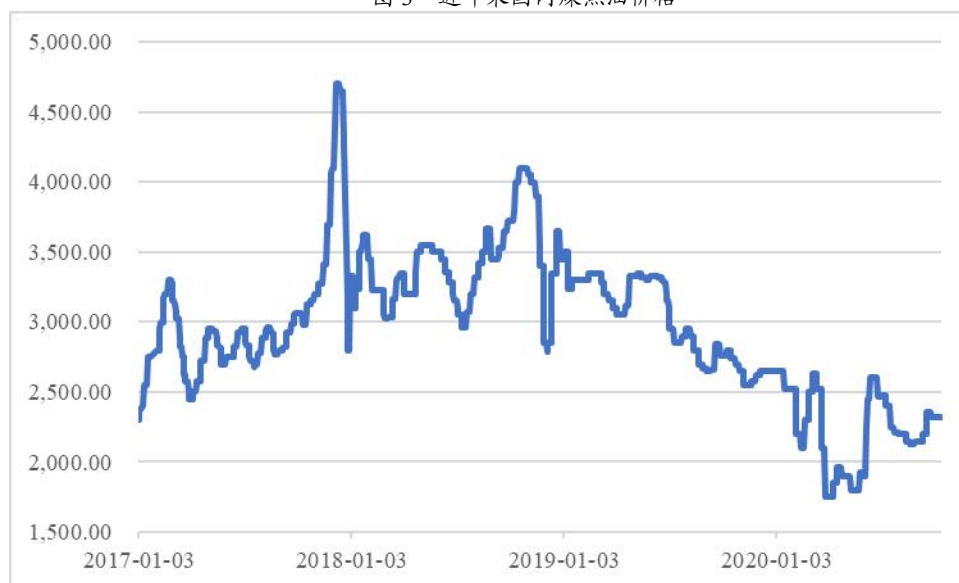
图2 近年来国内炭黑价格走势（单位：元/吨）



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 4,200 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。

图3 近年来国内煤焦油价格



资料来源：Wind

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 2,576.90 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。

3. 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%。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为地方政府重要国有资产运营管理主体，子公司黑猫集团具备一定的产业布局优势和技术优势，在焦炭和炭黑等煤化工的细分领域具有较高市场地位。

公司作为景德镇市政府重点构建的综合性国有资产运营主体，主要从事景德镇市国有资产和公共事业的经营管理工作，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处于垄断地位。

（1）公司子公司黑猫集团具备一定的产业布局优势，竞争实力强

公司下属子公司黑猫集团生产基地遍布全国各地，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共计有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、河北共计有4个农化生产基地及贵州开阳磷矿基地，年产焦炭210万吨，炭黑产能110万吨/年，炭黑产能居全国第一、世界第三。近年来，黑猫集团不断提高资源综合利用水平，逐步形成了以上市公司专业化炭黑产业、煤化工及相关延伸产品加工业以及酒店及房地产相关产业三大板块共同发展的格局。

（2）公司煤化工产品生产的技术优势明显

黑猫集团炭黑专业化产品主要由江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）负责生产经营，黑猫股份目前是全国产能及产销量最高的炭黑生产企业，产能达110万吨/年。黑猫股份形成了自己的核心技术和成熟的生产工艺，综合技术水平达到国际先进水平。其自主研发的年产4万吨炭黑生产装置是目前国内单台生产能力最大的炭黑生产装置，资源综合利用率高。黑猫股份炭黑产品执行美国ASTM标准，其采用的湿法生产硬质、软质炭黑技术是国家鼓励使用的生产技术，生产线的关键设备均达到国际先进水平，具有较明显的技术领先优势。

2. 人员素质

公司管理层综合素质较高，具备多年的企业管理经验，公司员工学历及年龄构成符合行业发展要求，基本能够满足公司经营需要。

公司设董事长1名，由出资人指定产生，为公司的法定代表人；监事会主席1名，由出资人在监事会成员中指定；总经理1名，总经理对董事会负责，主持公司的全面生产经营管理工作。

公司董事长吴林先生，1959年生，硕士研究生，高级经济师，中共党员。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、景德镇市国有资产经营管理有限公司董事长、总经理。现任公司董事长、党委书记，兼任景德镇市国有资产管理中心主任。

公司总经理陈望贤先生，1964年生，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，市焦化工业集团党委委员、纪委书记。现任公司总经理、董事。

截至2020年6月底，公司合计在职人员11,607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%。

3. 政府支持

公司作为景德镇市唯一的国有资产经营管理主体，政府在财政补贴和资产注入等方面给予公司大力支持。

公司是景德镇市政府直属的国有独资企业，作为景德镇市国有资产管理和运营主体，公司得到了地方政府的大力支持。

景德镇市政府每年给予公司一定的财政资金补贴，主要为政府对公司各主营业务的补贴，包括煤化工业务技改补贴、合同能源管理、不良债权处置、基础设施建设等。

2017年，公司收到财政拨款1.17亿元，其中：政府资本性投入直接划入0.66亿元，国有资本收益金划入0.30亿元，专项应付款转入0.21亿元，计入资本公积。2018年，公司全资子公司枫树山林场有限公司收到政府划拨的景德镇市林业局所属林地及林木资产净额32.84亿元；公司取得政府划拨景德镇市水利投资有限公司等十一家公司股权，增加资本公积20.44亿元；公司控股子公司景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司、景德镇市国信粮贸资产投资运营有限责任公司收到少数股东单位出资的资本溢价款，公司按持有份额增加7.95亿元；国有资本收益金划入1.88亿元。2019年，公司收到划拨土地，增加资本公积3.98亿元。

根据景府办抄字〔2019〕59号相关内容，景德镇市政府同意对公司以货币形式增资人民币70元。其中，增加注册资本38亿元，增加资本公积32元。截至2019年底，公司已收到全部增资款。

五、管理分析

1. 治理结构

公司治理结构清晰，组织机构的设置可以满足经营与管理需要。

根据《中华人民共和国公司法》、《企业国有资产法》和景德镇市人民政府关于组建和发展企业集团的有关规定，公司制定了新的《公司章程》。

公司不设股东会，景德镇市国资委作为出资人，行使股东会职权。

公司设董事会，出资人可以授权公司董事会行使部分出资人职权。公司董事会由9名董事成员组成（其中1名为职工董事）。董事会成员除职工董事外，依照法定程序和干部管理权限由出资人委派；职工董事根据有关规定由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生。董事任期每届三年，董事任期届满，可连选连任。

公司设监事会，监事会成员5名（其中职工监事2名），监事会成员由市国资委委派，但职工监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席1名，按干部管理权限由市国资委从监事会成员中指定。公司董事和总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员不得兼任监事。

公司设副总经理若干，总经理、副总经理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。

2. 管理制度

公司内部管理制度相对健全，可满足公司日常经营和管理需要。

公司根据业务需要，下设运营管理部、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、审计部、人力资源部、党委办公室和总经理办公室10个职能部门，各部各司其职，内部管理体系较为完善。公司为加强内部控制，制定了一系列的管理制度。

财务管理方面，公司实行财务人员外派制，制定了开支审批管理办法、财务分析办法、财务开

支审批管理办法、固定资产管理办法、货币资金管理办法、票据管理办法、融资管理办法等制度，对日常费用、项目资金的运营与管理、融资工作的管理进行了有效的规范，保证资金使用的安全。制度对成本费用的控制、执行有详细规定。

内部控制方面，公司制定了内部审计管理办法，成立专门的内审部门，由具备岗位能力的专职审计人员组成。内审机构向董事会负责并报告工作。公司内审工作更重视从内部控制的制度评审出发，对基本建设项目、合同、高管离任、对外投资及收益分配等内控事项认真做好各项工作及时发现管理中存在的漏洞和经营风险，为公司识别、防范风险服务，实现内部流程控制再监督。

投融资决策管理方面，公司制定投融资管理制度，明确规定公司所有投资项目和融资计划都要纳入年度预算，经批准后方可实施。投资项目和融资计划除按预算管理有关规定履行程序外，各子公司所有的权益性投资或融资都必须报公司本部批准。

子公司管理方面，公司对子公司的控制管理，一方面通过制定财务管理办法、货币资金管理办法、担保管理办法等加强财务核算，另一方面通过在子公司中委派或推荐董事、监事和高级管理人员，定期对子公司进行业绩考核等方式加强对子公司的经营管理和宏观控制。为进一步加强对于子公司的控制管理，确保出资企业经营符合公司的总体战略发展方向，有效控制投资风险，保护出资人合法权益，公司制定了出资企业管理办法，对全资及控股子公司、参股公司的管理进一步细化和规范。

六、经营分析

1. 经营概况

焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品等商品销售是公司收入的主要来源，受煤化工行业景气度上行的影响，2018年公司收入规模和毛利率有所增长，但2019年以来，受下游需求不足影响，公司收入规模和主营业务毛利率均有所下降。2020年上半年，公司营业收入同比下降，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，公司营业收入分别为141.96亿元、166.93亿元和164.64亿元，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加所致；2019年，公司实现营业收入164.64亿元，较上年下降1.37%。2017—2019年，公司净利润分别为8.06亿元、7.17亿元和2.96亿元，逐年下降，其中2019年，公司扣除非经常性损益后净利润仅为0.43亿元，同比下降86.15%，主要系炭黑价格大幅下降所致。

从营业收入构成来看，公司主营业务收入分为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。受炭黑和焦炭售价波动增长影响，近三年公司主营业务收入波动增长，分别为137.87亿元、162.73亿元和159.80亿元，占比分别为97.12%、97.48%和97.06%，公司主营业务突出。具体看，2017—2019年，焦炭收入逐年下降，年均复合下降1.25%；2019年实现收入35.28亿元，较上年下降1.81%，变动不大。2017—2019年，炭黑收入波动下降，年均复合下降1.40%；2019年，实现收入54.72亿元，较上年下降17.28%，主要系销量和价格下降所致。2017—2019年，复合肥收入逐年下降，年均复合下降11.01%；2019年实现收入11.38亿元，较上年下降17.54%，主要系复合

肥销售量下降所致。2017—2019年，煤化工附属产品收入逐年增长，年均复合增长24.87%；2019年实现收入15.53亿元，较上年增长14.28%，主要系白炭黑及其他农用化工销售增加所致。2017—2019年，房地产收入波动增长，年均复合增长0.15%；2019年实现收入6.81亿元，较上年增长38.41%，主要系房地产项目结转金额增加所致。2017—2019年，代建项目收入逐年增长，年均复合增长88.32%；2019年实现收入25.89亿元，较上年增长40.02%，主要系韭菜园棚改项目结转12.8亿元收入所致。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10.17亿元，占比较小。

表2 2017—2020年6月公司主营业务情况（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	54.72	34.24	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	15.53	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	6.81	4.26	28.95	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	10.17	6.36	45.40	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

资料来源：公司提供、联合评级整理

毛利率方面，受煤化工行业景气度波动影响，公司主营业务毛利率逐年下降，近三年分别为17.20%、15.29%和13.62%。2017—2019年，焦炭销售业务毛利率逐年增长；2019年，焦炭销售业务毛利率为17.20%，较上年上升3.67个百分点，主要系原材料的利用率提升，导致成本降低所致。近三年，炭黑销售业务毛利率逐年下降；2019年，炭黑销售业务毛利率为5.85%，较上年下降10.33个百分点，主要系受下游轮胎行业开工及采购意愿下降所致。复合肥销售业务毛利率波动增长，主要系受复合肥产品价格及原材料价格波动影响所致；煤化工附属产品销售业务毛利率逐年下降，分别9.67%、10.92%和-17.14%，主要系原材料价格大幅上涨所致。房地产板块毛利率波动增长，分别23.46%、-13.37%和28.95%，主要系受房地产销售以及结转收入所致。代建项目板块毛利率逐年增长，分别25.18%、26.74%和27.65%，变动不大。公司其他业务板块占比较小。

2020年1—6月，公司实现营业收入64.29亿元，较上年同期下降15.94%，主要系受“新冠疫情”影响，公司销量减少所致；实现营业利润0.66亿元，较上年同期下降144.76%；实现净利润-0.22亿元，由上年同期盈利转为亏损，主要系补贴收入较去年同期大幅下降所致。

2. 煤化工板块

公司煤化工板块由全资子公司黑猫集团负责经营，主要产品包括焦炭、炭黑、复合肥、煤气和药用玻璃等。黑猫集团成立于2008年6月，其前身为景德镇市焦化煤气总厂。黑猫集团主要由炭黑产业、焦炭及相关副产品产业及复合肥产业板块构成。

（1）焦炭及相关副产品

近三年受焦炭价格及销量变动的影响，公司焦炭销售收入逐年下降，客户集中度高。受原材料价格和采购量共同影响，近三年采购金额逐年下降；供应商集中度高。

公司焦炭及相关副产品包括焦炭、煤气及精制产品，主要由黑猫集团下属子公司新昌南炼焦化

工有限责任公司（以下简称“新昌南”）和景德镇市焦化能源有限公司¹（以下简称“景德镇焦化能源”）负责，其焦炭产能分别占黑猫集团焦炭产能的52.38%和47.62%。

焦炭产品的主要原材料是洗精煤，新昌南和景德镇市焦化能源拥有自己的铁路专用线，一定程度上保证了原材料供应的及时、稳定。其原材料采购主要采取款到发货方式，小部分货到付款，价格方面主要根据市场行情协商定价，通过现汇和银行承兑汇票方式结算。2017—2019年，公司精煤采购量分别为299.69万吨、256.39万吨和251.50万吨，逐年下降，主要系公司消化库存所致；采购均价分别为1,223.71元/吨、1,367.40元/吨和1,378.51元/吨，逐年增长。公司主要供货商有淮北矿业股份有限公司、江西康讯实业有限公司、山东能源国际物流有限公司等公司。2019年，公司前五名供应商采购额占总采购额69.20%，公司供应商集中度高。

2020年1—6月，公司精煤采购量为133.48万吨，采购均价为1,250.57元/吨。

表3 2017—2020年6月公司洗精煤采购情况

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
采购金额（万元）	366,732.86	350,587.69	346,695.27	166,926.45
采购量（万吨）	299.69	256.39	251.50	133.48
采购均价（元/吨）	1,223.71	1,367.40	1,378.51	1,250.57

资料来源：公司提供

从销售单价来看，由于焦炭下游需求主要为钢铁企业，钢铁为周期性行业，下游产量及经济周期对焦炭价格影响显著。受去产能政策的影响，钢铁行业回暖，2018年公司焦炭价格逐步上调，由2017年的1,661.71元/吨上升至1,917.03元/吨。2019年公司焦炭下降至1,820.46元/吨，主要系受行业下行影响所致。

2017—2019年，焦炭销量波动下降，分别为217.71万吨、187.45万吨和193.78万吨；其中，2018年焦炭销量大幅下降，主要系公司焦炉停产维修所致。

受焦炭价格及销量变动的影响，焦炭销售收入逐年下降。2017—2019年，焦炭销售收入分别为36.18亿元、35.93亿元和35.28亿元。

表4 2017—2020年6月焦炭产销情况

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
产能（万吨）	210.00	210.00	210.00	210.00
产量（万吨）	196.39	189.77	200.06	101.64
产能利用率（年化，%）	93.52	90.37	95.27	96.80
销量（万吨）	217.71	187.45	193.78	101.53
产销率（%）	110.86	98.78	96.86	99.89
平均售价（元/吨）	1,661.71	1,917.03	1,820.46	1,678.32
销售收入（亿元）	36.18	35.93	35.28	17.04

资料来源：公司提供

产品销售渠道方面，焦炭业务客户主要为福建三安钢铁有限公司（以下简称“三安钢铁”）、新余钢铁集团有限公司（以下简称“新余钢铁”）等钢铁企业。2019年，公司前五名客户的销售额占总销售额68.00%，客户集中度较高。

产品采取“以销定产”的模式，根据年度订单确定生产品种和总供货量，销售结算方式为公司

¹ 注：景德镇市焦化能源有限公司于2019年3月1日进行名称变更，曾用名景德镇开明子陶瓷化工集团有限公司

先收到预付款后供货，对方单位收到货物后结清尾款。主要通过现汇和银行承兑汇票方式结算。

另外，依托于煤气和煤气净化提炼化工产品及其延伸加工产业，精制产品主要由子公司开门子药用化工公司、开门子药用玻璃公司等负责生产经营。

(2) 炭黑

公司炭黑生产能力稳定，经营模式较为成熟，但产销量受下游客户需求影响逐年下降，产品价格波动较大，2019年，公司炭黑板块的收入规模和盈利能力有所下滑。

公司炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。黑猫股份（股票代码：“002068.SZ”）于2006年9月在深圳交易所上市，主营业务为炭黑及其尾气的生产与销售。截至2019年底，公司直接持有黑猫股份0.11%股权，通过全资子公司黑猫集团间接持有黑猫股份39.69%股权，是黑猫股份第一大股东。

黑猫股份炭黑生产的主要原料包括煤焦油、蒽油、低温焦油等，其中煤焦油用量约占总成本的85%。黑猫集团每年自产的煤焦油达3万吨以上，全部由黑猫股份按市场价格采购。黑猫股份在唐山、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，增强了对上游资源的控制力，有利于在行业竞争中占据优势地位，确保原材料的储备和质量的同时有效节约了运输成本。黑猫股份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。2019年，黑猫股份前五大供应商采购金额为25.09%，公司供应商集中度一般。

采购量方面，2017—2019年，公司主要原材料焦油采购量分别为154.03万吨、108.87万吨和137.94万吨，波动减少。2017—2019年，蒽油采购量分别为26.67万吨、23.24万吨和28.99万吨，波动增长。炭黑油采购量分别为0.56万吨、0.85万吨和3.22万吨，逐年增长。2019年，公司主要原材料采购量均大幅上涨，主要系公司提升炭黑领域的差异化产品，精细化工产业链延伸布局增加采购所致。

原材料采购定价方面，2017—2019年，焦油、蒽油、炭黑油价格波动增长，主要系受行业影响所致。2020年1—6月，焦油、蒽油和炭黑油价格均有所下降。

表5 2017—2020年6月炭黑原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	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	2,482.76	108.87	2,785.40	137.94	2,613.99	63.18	1,911.16
蒽油	26.67	2,588.81	23.24	2,914.75	28.99	2,866.13	7.61	2,074.79
炭黑油	0.56	2,576.60	0.85	2,809.88	3.22	2,562.51	3.51	1,919.91

资料来源：公司提供

2017—2019年，黑猫股份炭黑产量和销量都逐年减少，导致销售收入逐年下降，分别为56.27亿元、66.14亿元和54.71亿元，主要系国内汽车行业自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所致。2017—2019年，公司炭黑产品产能利用率逐年下降；2019年，公司炭黑产能利用率为87.83%。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%。

表6 2017—2020年6月黑猫股份产炭黑销情况

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
产能（万吨）	110.00	110.00	110.00	110.00
产量（万吨）	99.81	96.78	96.61	42.68

产能利用率（年化，%）	90.74	87.98	87.83	77.60
销量（万吨）	101.90	99.23	96.32	39.32
产销率（%）	102.09	102.53	99.70	92.13
平均售价（元/吨）	5,522.09	6,669.31	5,680.02	4,545.19
销售收入（亿元）	56.27	66.14	54.71	17.87

资料来源：公司提供

产品销售渠道方面，黑猫股份客户为国内外大型轮胎企业。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。黑猫股份采取“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。在货款结算方面，黑猫股份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。

（3）复合肥

近三年，复合肥产销量逐年下降，复合肥板块的收入减少；受复合肥原材料价格上涨影响，公司复合肥板块盈利能力有所下降；在行业整体产能过剩，经营环境较差的情况下，公司逆势扩张产能，导致产能利用率大幅下降。

复合肥产品主要由江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）负责生产经营。开门子肥业采取分散采购策略，在景德镇、湖南、河南和河北拥有四个复合肥生产基地。此外，开门子肥业拥有铁路专用线，能在一定程度上降低产品运输成本。

生产方面，近三年公司产能分别为135.00万吨、138.00万吨和148.00万吨。截至2019年底，公司在景德镇、湖南、河南、河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为33万吨、30万吨、35万吨和50万吨。2017—2019年，公司复合肥产量逐年下降，年均复合下降14.19%；2019年，公司复合肥产品产量60.00万吨，较上年下降21.33%，主要系受销量影响所致。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，产能利用率整体较低，其中2019年公司产能利用率较上年下降14.73个百分点至40.54%。

表7 2017—2020年6月开门子肥业产销情况

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
产能（万吨）	135.00	138.00	148.00	148.00
产量（万吨）	81.49	76.27	60.00	38.00
产能利用率（年化，%）	60.36	55.27	40.54	51.35
销量（万吨）	85.65	71.59	57.93	38.96
产销率（%）	105.10	93.86	96.55	102.53
平均售价（元/吨）	1,656.09	1,927.30	1,965.11	1,839.53
销售收入（亿元）	14.37	13.80	11.38	7.62

资料来源：公司提供

复合肥的主要原材料包括氯化铵、尿素、磷酸一铵、氯化钾等，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。2019年公司前五大供应商66.12%，公司供应商集中度高。

采购量方面，2017—2019年，公司主要原材料采购量波动增加。原材料采购定价方面，2017—2019年，氮肥价格逐年增加，磷肥、钾肥价格波动增长；其中，2019年，原材料采购价格均有所增长，主要系受市场价格变动所致。

表8 2017—2020年6月复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	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	1,764.30	15.42	2,141.20	16.00	1,948.85	11.14	1,800.57
钾肥	19.42	1,806.35	13.39	2,073.48	11.34	2,053.66	8.46	1,902.89
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

产品销售渠道方面，2019年，公司前五名客户的销售额占总销售额1.15%，公司客户集中度低。开门子肥业复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式；结算方式为先款后货，公司收到预付款后供货，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，以现金和银行承兑汇票结算为主。

公司煤化工板块除了焦炭、炭黑、复合肥等三大类产品以外，还包括煤化工附属产品的生产与销售。2017—2019年，煤化工附属产品实现销售收入逐年增长，分别为9.96亿元、13.59亿元和15.53亿元。

3. 房地产板块

近三年公司房地产收入波动增长，随着房地产项目确认收入，对公司利润形成一定的补充。

公司房地产业务的开发主体主要为景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）、黑猫集团下属子公司景德镇市开门子房地产开发有限公司（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”）。2017—2019年，公司实现房地产收入6.79亿元、4.92亿元和6.81亿元，波动增长；其中，2019年实现收入6.81亿元，较上年增长38.41%，主要系房地产项目结转金额增加所致。

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9 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 月末，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。

4. 基础设施建设板块

公司代建项目投资额较大，回款周期较长，虽然项目有详细的回款安排，但未来资金投入将为公司带来一定的资金压力，届时若委托方资金紧张，或出现代建回款与项目融资错配，导致公司出现阶段性流动性风险。

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。

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。

表10 截至2020年6月底公司主要基础建设项目情况（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中渡北片区棚户区（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

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3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。

5. 经营效率

公司经营效率一般。

从经营效率指标看，2017—2019年，公司应收账款周转次数较为稳定，近三年分别为7.53次、6.47次和5.12次，逐年下降，主要系应收账款增加所致；随着公司基础设施建设业务的持续投入，公司存货周转次数逐年下降，近三年分别为1.08次、1.13次和0.74次；近三年，公司总资产周转次数分别为0.32次、0.32次和0.25次，2019年有所下降。

6. 重大事项

2018年以来，公司持续获得市政府大力支持，公司资本实力大幅提升。

2018年，公司收到政府划入资产。其中，公司全资子公司枫树山林场有限公司收到政府划拨的景德镇市林业局所属林地及林木资产净额32.84亿元；公司收到政府划拨景德镇市水利投资有限公司等十一家单位公司股权增加资本公积20.44亿元；公司控股子公司景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司、景德镇市国信粮贸资产投资运营有限责任公司收到少数股东单位出资的资本溢价款，公司按持有份额增加7.95亿元；国有资本收益金划入1.88亿元。2019年，公司收到划拨土地，增加资本公积3.98亿元。

根据景府办抄字〔2019〕59号相关内容，景德镇市政府同意对公司以货币形式增资人民币70元。其中，增加注册资本38亿元，增加资本公积32元。截至2019年底，公司已收到全部增资款。公司营业执照已变更完成，变更后公司注册资本为100亿元整。

根据景府办抄字〔2019〕62号相关内容，景德镇市政府同意拨给公司4.05亿元作为2019年补贴收入。其中，中小企业发展补贴2.15亿元，棚改安置房项目建设补贴1.90亿元。

7. 经营关注

（1）行业周期较强，煤化工板块经营面临较大的波动性风险

公司煤化工产品受行业政策及下游行业发展影响较大。随着国家供给侧改革，钢铁行业仍面临去产能压力，其对焦炭需求增速将放缓，进而对焦炭行业的发展和盈利能力造成不利影响。宏观经济发展已经进入新常态，未来市场环境将更加严峻，公司煤化工板块可能面临较大的波动性风险。

(2) 公司主要基础建设项目投资规模较大，外部融资需求较大

公司主要基础建设项目初始投资规模大，资金回流有一定不确定性，但公司现有业务盈利能力偏低，未来项目投资对外部融资需求大，对外部融资渠道及资金来源的稳定性有较高要求，公司债务负担可能加重。

(3) 环保风险

公司业务主要涉及煤化工产品的生产，生产过程中产生的粉尘、工业废水等会对区域环境产生一定的影响。随着国家对环境保护重视程度以及节能减排要求的不断提高，环境保护政策及环境保护标准日趋严格，公司未来为执行环境保护新政策和标准将承担更多的成本，从而给公司的经营业绩和财务状况带来一定影响。

(3) 复合肥产能利用率低的风险

公司在行业整体产能过剩，经营环境较差的情况下，公司逆势扩张产能，导致产能利用率大幅下降。近三年，公司复合肥产能利用率低。

8. 未来发展

公司发展定位明确，产业布局较为清晰，规划较为长远，但产业较为分散，产业间协同效果一般，尚需投入规模大和沟通协调多方资源，对公司经营管理能力要求高，考虑到对外部环境的变化，公司规划的顺利实现存在一定不确定性。

未来，公司规划从“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，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。

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，公司通过内部业务整合，形成六个板块产业。一、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、城市运营板块：通过景德镇市国信城市运营发展有限公司，运营管理景德镇市内土语场馆、会展场馆；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、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、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、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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年度财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具了标准无保留意见的审计报告。2020年1—6月财务数据未经审计。公司执行最新的会计准则。从合并范围来看，2017年，公司新增纳入合并范围的子公司3家，不再纳入合并范围的子公司1家；2018年，公司新增纳入合并范围的子公司22家，不再纳入合并范围的子

公司1家；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6家。整体看，公司财务数据可比性一般。

截至2019年底，公司合并资产总额716.81亿元，负债合计427.66亿元，所有者权益289.15亿元，其中归属于母公司所有者权益236.78亿元。2019年，公司实现营业收入164.64亿元，净利润2.96亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润4.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-79.71亿元，现金及现金等价物净增加额8.67亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额771.21亿元，负债合计476.49亿元，所有者权益294.72亿元，其中归属于母公司所有者权益240.32亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入64.29亿元，净利润-0.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.25亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.78亿元，现金及现金等价物净增加额24.79亿元。

2. 资产质量

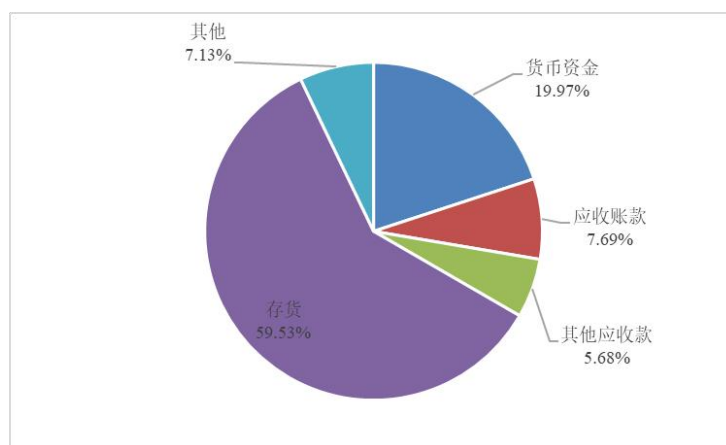
公司资产保持较快增长，但固定资产和无形资产占比较高，存货主要为开发成本，公司资产流动性较弱；此外，考虑到公司资产受限比例较高，对后续再融资有一定不利影响；公司整体资产质量一般。

2017—2019年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长25.42%。截至2019年底，公司合并资产总额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%。公司资产结构较为均衡。

流动资产

2017—2019年，公司流动资产连续增长，年均复合增长29.84%。截至2019年底，公司流动资产406.70亿元，较年初增长39.07%，主要系存货增加所致。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（占5.68%）和存货（占59.53%）构成。

图4 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司货币资金连续增长，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，公司应收账款持续增长，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。

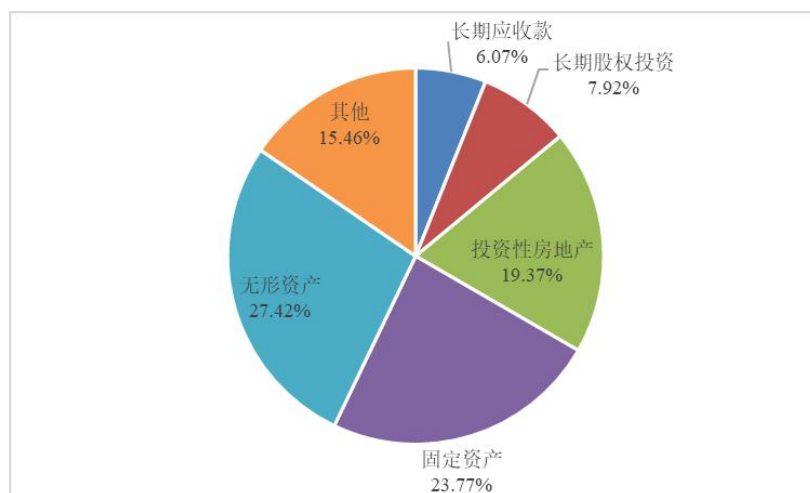
2017—2019 年，公司其他应收款连续下降，年均复合下降 13.99%。截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值 23.10 亿元，较年初下降 21.25%，主要系景德镇合盛产业投资发展有限公司其他应收款减少所致。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 14.63 亿元，其中 1 年以内的占 54.35%，1—2 年的占 9.93%，2—3 年的占 17.92%；其他应收款规模较大，对公司运营资金形成占用；从集中度看，公司其他应收款前五大客户金额合计 14.18 亿元，占比为 54.04%，较为集中，主要为与市政府所属部门、事业单位等的项目建设往来款和借款。

2017—2019 年，公司存货持续增长，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，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 20.25%。截至 2019 年底，公司非流动资产 310.10 亿元，较年初增长 4.76%；公司非流动资产主要由长期应收款（占 6.07%）、长期股权投资（占 7.92%）、投资性房地产（占 19.37%）、固定资产（占 24.07%）、在建工程（占 5.51%）和无形资产（占 27.42%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

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，公司长期应收款连续增长，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，公司无形资产连续增长，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%，受限比例较高。

表 11 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	--

数据来源：公司审计报告

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 771.21 亿元，较年初增长 7.59%，主要系货币资金和存货增加所致。其中，流动资产占 58.06%，非流动资产占 41.94%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

负债

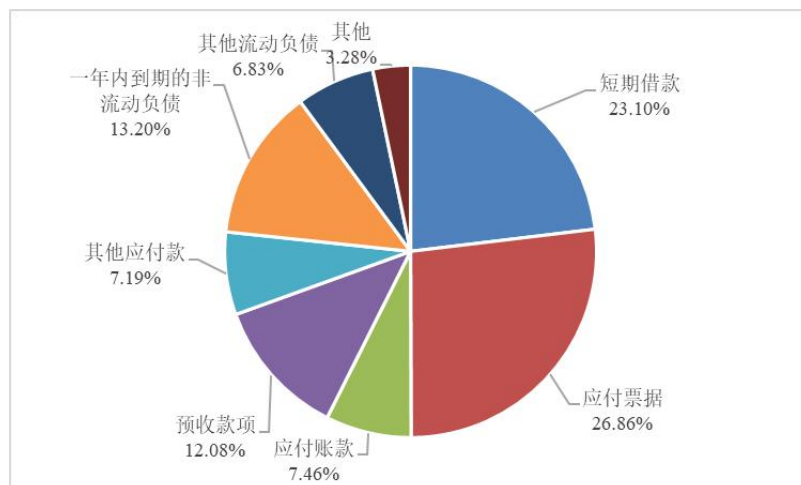
公司负债以流动负债为主，整体负债水平较高，近年来债务负担有所减轻，但整体债务负担仍较重；公司债务规模逐年增长，短期债务规模较大，存在较大的短期偿债压力。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 15.91%。截至 2019 年底，公司负债总额 427.66 亿元，较年初增长 17.94%，主要系流动负债和非流动负债共同增加所致。其中，流动负债占 61.65%，非流动负债占 38.35%。公司负债以流动负债为主。

流动负债

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 19.54%。截至 2019 年底，公司流动负债 263.66 亿元，较年初增长 16.86%，主要系短期借款、其他流动负债和应付票据增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 23.10%）、应付票据（占 26.86%）、应付账款（占 7.46%）、其他应付款（占 8.12%）、预收款项（占 12.08%）、一年内到期的非流动负债（占 13.20%）和其他流动负债（占 6.83%）构成。

图6 截至2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

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，公司应付票据连续增长，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%，主要系预收购房款、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 1,615.31%。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。

非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 10.71%。截至 2019 年底，公司非流动负债 164.00 亿元，较年初增长 19.72%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 38.08%）、应付债券（占 42.88%）和长期应付款（占 16.58%）构成。

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 12 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：公司审计报告

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。

2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 15.77%。截至 2019 年底，公司全部债务 325.14 亿元，较年初增长 25.86%，主要系短期债务和长期债务均增加所致。其中，短期债务占 56.75%，长期债务占 43.25%，短期债务占比较高，短期偿付压力较大，债务结构有待改善。短期债务 184.51 亿元，较年初增长 28.25%，主要系短期借款、其他流动负债和应付票据增加所致。长期债务 140.63 亿元，较年初增长 22.86%，主要系长期借款和应付融资租赁款增加所致。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 69.85%、61.62%和 59.66%，连续下降。全部债务资本化比率分别为 63.84%、53.35%和 52.93%，连续下降。长期债务资本化比率分别为 45.26%、33.63%和 32.72%，连续下降，主要系受所有者权益增长较快影响，但公司债务水平较高，债务负担偏重。

从到期分布来看，公司全部债务 2020 年到期金额 112.50 亿元，2021 年到期 123.56 亿元，2022 年到期 49.80 亿元，2023 年及以后到期金额 83.04 亿元，公司 2020 年和 2021 年存在较大的偿付压力。

表 13 截至 2020 年 6 月底公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年以后	合计
短期借款	38.21	35.27	--	--	73.48
应付票据	33.62	37.69	--	--	71.31
一年内到期的非流动负债	27.67	--	--	--	27.67
其他流动负债的短期融资券	13.00	7.00	--	--	20.00
长期借款	--	10.40	15.60	47.52	73.52
应付债券	--	29.80	30.00	29.12	88.92
融资租赁款	--	3.40	4.20	6.40	14.00
合计	112.50	123.56	49.80	83.04	368.90
占比	30.50	33.49	13.50	22.51	100.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 476.49 亿元，较年初增长 11.42%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中，流动负债占 56.60%，非流动负债占 43.40%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 368.90 亿元，较年初增长 13.46%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务 192.45 亿元（占 52.17%），较年初增长 4.30%；长期债务 176.45 亿元（占 47.83%），较年初增长 25.47%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2020 年 6 月末，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 61.78%、55.59%和 37.45%，较年初分别提高 2.12 个百分点、提高 2.66 个百分点和提高 4.73 个百分点。

所有者权益

受益于景德镇市政府的增资，公司所有权大幅增加；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，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 45.07%。截至 2019 年底，公司所有者权益为 289.15 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。其中，归属于母公司所有者权益占比为 81.89%，少数股东权益占比为 18.11%。归属于母公司所有者权益 236.78 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 42.23%、56.61%、-0.42%和-0.23%。所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益为 294.72 亿元，较年初增长 1.92%，较上年底变化不大。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%。

4. 盈利能力

受煤化工行业景气度影响，公司收入波动增长，但盈利能力逐年下降，同时财务费用支出增长较快，公司扣非后净利润大幅下降，利润对其他收益、资产处置收益等非经常性损益依赖度高，但该部分收益可持续性和稳定性一般；2020 年上半年，公司营业收入同比下降，净利润为负。

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 10.17%，营业成本分别为 116.92 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仅为 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 12.84%。2019 年，公司期间费用总额为 22.74 亿元，较上年增长 8.16%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 21.98%、34.54%、0.61%和 42.87%。其中，销售费用为 5.00 亿元，较上年下降 4.30%；管理费用为 7.85 亿元，较上年下降 2.64%，较上年变化不大；财务费用为 9.75 亿元，较上年增长 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，公司费用收入比分别为 12.58%、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。2019 年，公司投资收益占营业利润比重为 -2.96%，对营业利润影响不大。2017—2019 年，公司其他收益分别为 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%，对营业利润影响较大。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，较上年增长 9,628.88%，主要系公司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，较上年下降 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。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 3.43%、3.52%和 2.31%，波动下降。公司总资产报酬率分别为 3.32%、3.51%和 2.42%，波动下降。公司净资产收益率分别为 6.10%、3.95%和 1.15%，连续下降；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，较上年同期下降 15.94%，主要系受“新冠疫情”影响，公司销量减少所致；实现营业利润 0.66 亿元，较上年同期下降 144.76%；实现净利润 -0.22 亿元，由上年同期盈利转为亏损，主要系补贴收入较去年同期大幅下降所致。

5. 现金流

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，公司近三年经营活动产生的现

金合计净流入金额无法覆盖三年利息支出；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。

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%。2018年，公司经营活动现金流入为189.48亿元，同比增长19.70%，主要系随着业务规模扩大和收入获现能力增强，公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2019年，公司经营活动现金流入178.42亿元，较上年下降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，连续增长，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，公司经营性净现金流稳定性较差，对投资和偿债保障程度有限。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%。2018年，公司投资活动现金流入为4.79亿元，同比大幅减少72.75%，主要系收回投资收到的现金减少所致。2019年，公司投资活动现金流入7.03亿元，较上年增长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%。2018年，公司投资活动现金流出为20.32亿元，同比大幅减少63.53%，主要系构建长期资产支付现金和投资支付的现减少所致。2019年，公司投资活动现金流出23.61亿元，较上年增长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。

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%。2018年，公司筹资活动现金流入为123.93亿元，同比下降21.50%，主要系取得借款收到的现金减少所致。2019年，公司筹资活动现金流入255.02亿元，较上年增长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，较上年增长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—6月，公司实现经营活动现金净流出9.78亿元，净流出规模较上年同期增长49.82%，主要系受炭黑等煤化工业务收入获现规模降低影响，销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期下降，同时本期支付的各项税费和往来款支出等均较去年同期增加所致；投资活动现金净流出7.71亿元，净流出规模较上年同期增长11.70%，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增加所致；筹资活动现金净流入42.34亿元，较上年同期增长96.17%，主要系公司发行多期债券所致。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司作为景德镇市国有资产经营管理唯一主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持，融资能力较强，同时，旗下黑猫集团细分行业具备竞争优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.31倍、1.30倍和1.54倍，波动上升。2017—2019年，公司速动比率分别为0.73倍、0.67倍和0.62倍，连续下降。流动比率和速动比率均表现一般。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为0.55倍、0.57倍和0.50倍，波动下降。整体看，公司短期债务偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为22.03亿元、26.00亿元和24.22亿元，波动增长。2019年，公司EBITDA为24.22亿元，较上年下降6.84%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占32.24%）、计入财务费用的利息支出（占40.07%）、利润总额（占25.14%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为2.93倍、2.21倍和1.94倍，连续下降；2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为0.09倍、0.10倍和0.07倍，波动下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2020年6月底，公司共获得银行授信279.04亿元，其中未使用额度80.62亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。同时，公司下属子公司黑猫股份为上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至2020年6月底，公司对外担保余额4.23亿元，对外担保比率低。

截至2020年6月底，公司无重大未决诉讼。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1036020200015580C），截至2020年9月18日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息记录。

7. 母公司财务分析

公司业务主要在子公司层面，母公司层面收入规模较小，利润主要来自其他收益。资产构成主要为其他应收款、存货以及长期股权投资，资产负债率尚可；母公司对外投资支出规模较大，对筹资活动较为依赖。

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2019年底，母公司所有者权益合计177.98亿元，主要包括实收资本62.00亿元、资本公积金20.83亿元和未分配利润15.43亿元。

损益方面，2019年，母公司收入为21.46亿元，利润总额为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。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2020年6月末，公司全部债务为368.90亿元，本期拟发行公司债券额度为不超过5亿元，总发债额度相对于公司全部债务规模较小。

以2020年6月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负

债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由61.78%、55.59%和37.45%上升至62.03%、55.92%和38.11%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到募集资金拟全部用于偿还公司债务，实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司债偿还能力分析

以2019年的相关财务数据为基础，公司2019年EBITDA为24.22亿元，为本期债券公司债券发行额度（5.00亿元）的4.84倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度高；2019年经营活动产生的现金流入178.42亿元，为本期债券公司债券发行额度（5.00亿元）的35.69倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高；现金类资产91.82亿元，为本期债券公司债券发行额度（5.00亿元）的18.36倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度很高。未来随着公司煤化工及相关多元化产业的稳步发展，公司经营规模有望进一步扩大，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步提升。

综合以上分析，并考虑到公司股东及政府支持、融资能力、主业竞争力及发展前景等因素，公司对本期债券的偿还能力很强。

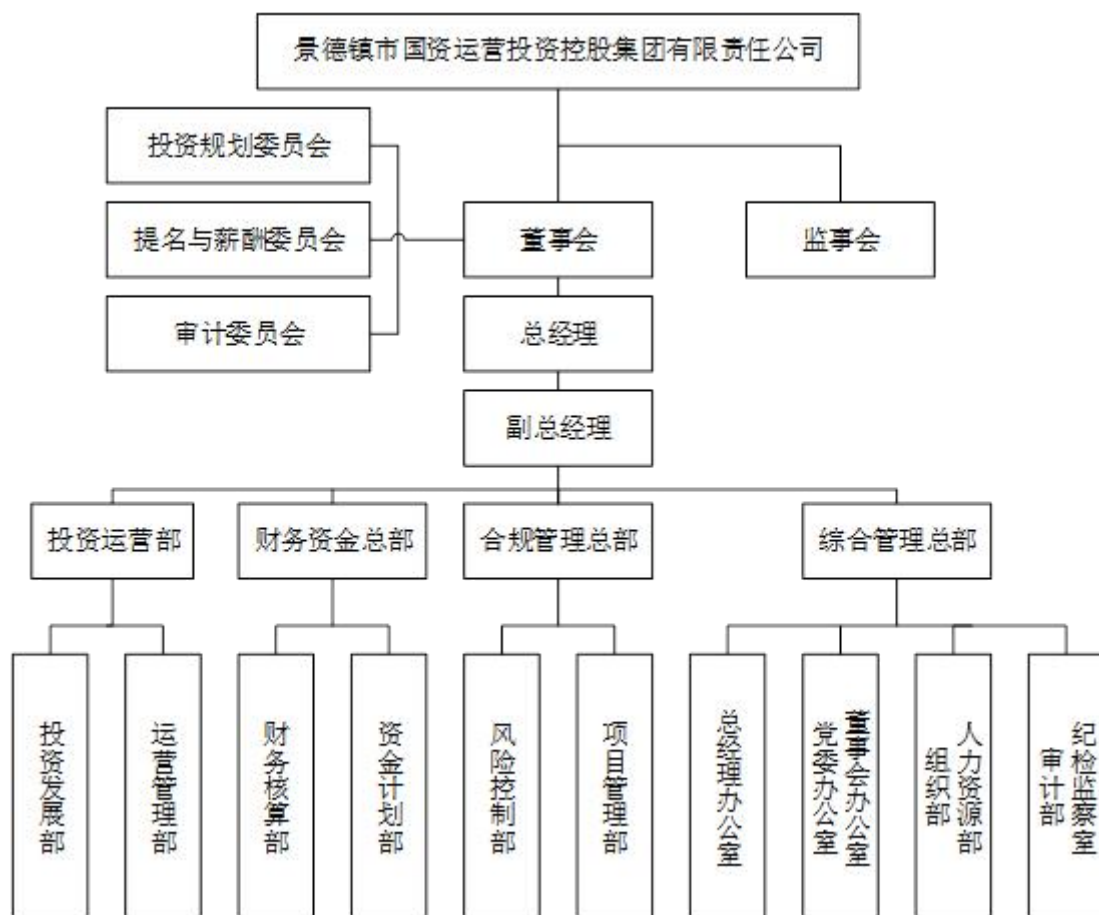
九、综合评价

公司作为景德镇市国有资产经营管理的唯一主体，拥有区域垄断性和持续的政府支持。景德镇市区域经济实力和财政实力稳定增长，为公司营造了良好的外部发展环境。公司下属黑猫集团作为炭黑行业龙头企业，在生产规模、产品质量、原料获取等方面具有竞争优势。近三年，公司营业收入呈波动上升态势。2018年以来，景德镇市政府通过现金方式对公司增资70亿元，公司注册资本增加至100亿元，公司所有者权益大幅增加，资本实力显著增强。同时，联合评级也关注到公司经营状况易受宏观经济、煤化工行业周期波动的影响；公司盈利能力对非经常性损益较为依赖，公司整体负债水平较高，债务规模持续增长，短期偿债压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司煤化工板块为主的各经营板块稳步发展，公司经营性业务收入有望保持稳定，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2020 年 6 月底景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
组织结构图



附件 2 景德镇市国资运营投资控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
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）	113.60	114.47	140.63	176.45
全部债务（亿元）	242.61	258.34	325.14	368.90
营业收入（亿元）	141.96	166.93	164.64	64.29
净利润（亿元）	8.06	7.17	2.96	-0.22
EBITDA（亿元）	22.03	26.00	24.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.79	18.05	-79.71	-9.78
应收账款周转次数（次）	7.53	6.47	5.12	--
存货周转次数（次）	1.08	1.13	0.74	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.32	0.25	0.09
现金收入比率（%）	103.37	107.15	96.60	120.24
总资本收益率（%）	3.43	3.52	2.31	--
总资产报酬率（%）	3.32	3.51	2.42	--
净资产收益率（%）	6.10	3.95	1.15	--
营业利润率（%）	16.37	14.55	12.75	11.30
费用收入比（%）	12.58	12.60	13.81	18.03
资产负债率（%）	69.85	61.62	59.66	61.78
全部债务资本化比率（%）	63.84	53.35	52.93	55.59
长期债务资本化比率（%）	45.26	33.63	32.72	37.45
EBITDA 利息倍数（倍）	2.93	2.21	1.94	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.07	--
流动比率（倍）	1.31	1.30	1.54	1.66
速动比率（倍）	0.73	0.67	0.62	0.73
现金短期债务比（倍）	0.55	0.57	0.50	0.58
经营现金流动负债比率（%）	3.14	8.00	-30.23	-3.63
EBITDA/本期债券发债额度（倍）	4.41	5.20	4.84	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 2020 年 1—6 月数据未经审计，相关指标未年化；3. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4. 本报告已将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务、其他流动负债的短期融资券调入短期债务核算；5. 本报告中费用收入比=（管理费用+销售费用+研发费用+财务费用）/营业收入×100%

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次债券 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次债券 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2020年公开发行公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年景德镇市国资运营投资控股集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。景德镇市国资运营投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注景德镇市国资运营投资控股集团有限公司的相关状况，如发现景德镇市国资运营投资控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

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上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至景德镇市国资运营投资控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送景德镇市国资运营投资控股集团有限公司、监管部门等。

