

信用评级公告

联合〔2022〕6267号

联合资信评估股份有限公司通过对景德镇市国资运营投资控股集团有限公司及其拟发行的景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况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⁺，景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年七月十三日

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺
本期公司债券信用等级：AA⁺
评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过8亿元
(含8亿元)
本期公司债券期限：2年
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：偿还公司债务

评级时间：2022年7月13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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	3	
			现金流量	4	
		资本结构		1	
		偿债能力		2	
调整因素和理由				调整因子	
公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在财政补贴、资金注入和资产划拨等方面持续获得地方政府的支持。				+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公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在资金注入、资产划拨和政府补助等方面获得的政府支持力度大，拥有的土地和房屋资产规模大。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。公司下属景德镇黑猫集团有限责任公司（以下简称“黑猫集团”）作为炭黑行业龙头企业，在产能规模和分布、技术等方面具有很强的竞争优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营业绩易受宏观经济、煤化工行业周期波动影响；公司利润对其他收益依赖度高；公司债务规模持续增长，债务负担较重；未来投资规模大等因素对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本期公司债券发行后的长期债务保障能力一般。考虑到公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在资金注入和资产划拨方面获得的政府支持力度大，融资渠道畅通，能够对本期公司债券的偿付提供有效支持。

公司发展定位明确，未来通过整合景德镇市的优质经营性资产，资产规模和经营实力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA⁺，本期公司债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

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。随着“中部崛起”战略的推进及《景德镇市工业倍增三年行动计划（2021—2023年）》的出台，景德镇市区域经济实力和财政实力稳定增长，为公司可持续发展营造了良好的外部发展环境。

2. 政府支持力度大。公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在财政补贴、资金注入和资产划拨等方面持续获得地方政府的支持。2019年，景德镇市政府通过现金

分析师：李明 徐璨

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

方式对公司增资 70 亿元，公司注册资本增加至 100 亿元，资本实力显著增强；2021 年，公司获得资产注入增加资本公积 29.94 亿元，财政拨入增资款 6.50 亿元。

3. 土地及房屋资产规模大。作为景德镇市最重要的投资载体和运营主体，公司拥有大量土地和房屋资产。截至 2021 年底，公司存货开发成本中的土地开发成本为 103.49 亿元，无形资产中的土地使用权为 41.76 亿元，投资性房地产为 173.98 亿元，固定资产中的房屋建筑物为 45.97 亿元。

4. 公司炭黑业务行业地位高，竞争实力强。公司下属黑猫集团为炭黑行业龙头企业，在产能规模及布局、技术等方面具备很强的竞争优势。

关注

1. 业务周期性强，存在行业波动风险；环保问题或将加大公司相关成本控制压力。煤化工行业周期性强，经营业绩易受宏观经济及行业景气度波动影响。同时，公司煤化工业务属高耗能、高污染范畴，随着“碳达峰、碳中和”等环保具体政策的落地，未来可能面临一定节能环保压力，或将推升相关成本。

2. 公司利润对其他收益依赖度高，盈利能力有待提升。2019—2021 年，公司分别实现净利润 2.96 亿元、2.56 亿元和 3.98 亿元，其他收益分别为净利润的 2.70 倍、2.23 倍和 1.98 倍；2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.87% 和 1.15%，盈利能力有待提升。

3. 公司债务规模快速增长，债务负担较重，年内到期债务较为集中，存在一定集中偿付压力。随着基础设施建设项目投入，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。2022 年内，公司有息债务到期金额为 170.55 亿元（含信用类债券 59.38 亿元），存在一定集中兑付压力。

4. 公司基础设施建设项目未来投资规模大，回款周期长，存在一定流动性风险。公司基础设施建设项目投资额较大，尚需投入资金量大。同时，项目回款周期长，虽然部分项目有明确的回款安排，但对公司形成资金占用，未来若项目经营不善、委托方无法按时支付回款，或回款周期与项目融资期限存在错配，公司将面临流动性风险。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	91.82	102.66	110.05	124.68
资产总额(亿元)	716.81	800.87	954.22	991.38
所有者权益(亿元)	289.15	301.16	345.49	344.20
短期债务(亿元)	184.51	177.49	249.33	268.11
长期债务(亿元)	153.36	211.19	224.91	243.25
全部债务(亿元)	337.87	388.68	474.24	511.36
营业收入(亿元)	164.64	157.02	188.90	47.53
利润总额(亿元)	6.09	4.35	5.40	-1.45
EBITDA(亿元)	24.22	22.24	24.56	--
经营性净现金流(亿元)	-79.71	-18.95	1.34	9.35
营业利润率(%)	12.75	13.09	14.99	12.40
净资产收益率(%)	1.02	0.85	1.15	--
资产负债率(%)	59.66	62.40	63.79	65.28
全部债务资本化比率(%)	53.89	56.34	57.85	59.77
流动比率(%)	154.25	176.35	133.44	137.18
经营现金流动负债比(%)	-30.23	-7.34	0.41	--
现金短期债务比(倍)	0.50	0.58	0.44	0.47
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	2.20	1.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.95	17.48	19.31	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	348.44	389.36	463.18	481.67
所有者权益(亿元)	177.98	186.59	223.16	221.94
全部债务(亿元)	133.86	159.90	180.09	189.59
营业收入(亿元)	21.46	20.76	5.68	2.08
利润总额(亿元)	7.63	2.84	-3.83	-1.43
资产负债率(%)	48.92	52.08	51.82	53.92
全部债务资本化比率(%)	42.93	46.15	44.66	46.07
流动比率(%)	240.38	250.75	84.23	88.72
经营现金流动负债比(%)	-64.32	-25.92	-10.36	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算; 合并口径长期应付款中的应付明股实债款和应付融资租赁款已计入长期债务核算

资料来源: 公司提供, 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	2022/06/24	李明、徐璨	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 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019/09/18	唐岩、蔡伊静	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 (打分表) (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号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受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”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、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，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

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 1000 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，公司注册资本为 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），景德镇市国资委将其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，根据景德镇市国资委《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，景德镇市人民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 70.00 亿元。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 100.00 亿元。2022 年 5 月，根

据《江西省人民政府关于印发江西省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（赣府字〔2019〕42 号），景德镇市国资委将公司 10% 股权划转给江西省行政事业资产集团有限公司。

截至 2022 年 5 月底，公司注册资本为 100.00 亿元。景德镇市国资委持有公司 90% 股权，为公司实际控制人。

公司主营业务板块包括煤化工及相关多元化产品（焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品）板块、公共事业板块（代建项目）和房地产板块。

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有 1 级子公司 31 家。其中，黑猫集团下属江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”，证券代码：002068.SZ，截至 2022 年 6 月 6 日黑猫集团持股 34.05%，期末参考市值 32.17 亿元）为上市公司。

截至 2021 年底，公司合并资产总额为 954.22 亿元，所有者权益合计 345.49 亿元（含少数股东权益 68.82 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 188.90 亿元，利润总额 5.40 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额为 991.38 亿元，所有者权益合计 344.20 亿元（含少数股东权益 68.82 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 47.53 亿元，利润总额-1.45 亿元。

公司注册地址：江西省景德镇市高新区梧桐大道 11 号；法定代表人：余笑兵。

二、本期公司债券概况

1. 本期公司债券概况

公司于 2021 年 4 月 16 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可

(2021)1323号),注册规模为不超过20亿元,本期计划发行2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)(以下简称“本期公司债券”)。本期公司债券发行总额不超过人民币8亿元(含8亿元),期限为2年。本期公司债券按年付息、到期一次还本。

本期公司债券无担保。

2. 本期公司债券募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后,拟全部用于偿还公司债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度,中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧,有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓,俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动,国

内多地疫情大规模复发,市场主体困难明显增加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022年一季度,中国国内生产总值27.02万亿元,按不变价计算,同比增长4.80%,较上季度两年平均增速¹(5.19%)有所回落;环比增长1.30%,高于上年同期(0.50%)但不及疫情前2019年水平(1.70%)。

三大产业中,第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度,第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%,工农业生产总体稳定,但3月受多地疫情大规模复发影响,部分企业出现减产停产,对一季度工业生产造成一定的拖累;第三产业增加值同比增速为4.00%,不及上年同期两年平均增速(4.57%)及疫情前2019年水平(7.20%),接触型服务领域受到较大冲击。

表1 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP总额(万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP增速(%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速(%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速(%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资(%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资(%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资(%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售(%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速(%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速(%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI涨幅(%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI涨幅(%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速(%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速(%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速(%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率(%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速(%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注:1.GDP数据为当季值,其他数据均为累计同比增速;2.GDP总额按现价计算,同比增速按不变价计算;3.出口增速、进口增速均以美元计价统计;4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值;5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速;6.2021年数据中括号内为两年平均增速

资料来源:联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

¹为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的

几何平均增长率,下同。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企

业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背

景下, 叠加上年基数攀升的影响, 出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此, IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大, 实现5.50%增长目标的困难有所加大。

四、行业分析

1. 煤化工行业

根据发展成熟度不同, 国内煤化工主要分为传统煤化工和现代煤化工。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主, 行业具有强周期性; 现代煤化工将煤以气化、液化和加氢等方式深加工, 可替代石油路线以得到部分基础化工品。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型和强周期性。

(1) 煤焦化

国内焦化产业规模大, 在碳减排趋势下, 产业结构持续优化。经过多年发展, 中国焦化产业已形成庞大的产能规模, 根据中国炼焦行业协会的统计, 截至2020年底, 全国焦炭产能约6.34亿吨, 但国内焦炭产能分布零散, 集中度较低, 300万吨/年及以上规模的企业相对较少。2021年, 国内焦化行业持续深化供给侧结构性改革, 新上项目多为6.25米捣固和7米以上顶装焦炉等行业领先装置, 同时逐步推进淘汰落后产能。行业绿色低碳发展水平不断提升, 以应对原燃料价格高位运行、碳达峰碳中和等带来的影响。综合来看, 焦炭及其下游钢铁行业作为碳排放大户, 产能产量压减、能耗双控、低碳发展政策趋严, 2021年, 国内焦炭产量为4.64亿吨, 同比下降2.2%。

焦炭价格大幅上涨。2021年, 炼焦煤等原料大幅上涨对焦炭行业形成了较强的成本支撑, 同时, 疫情发生以来焦炭供应趋紧, 综合影响下, 国内焦炭产品价格连续上涨。以>40毫米焦炭为例, 其平均价格为2927元/吨, 同比上涨52.3%。

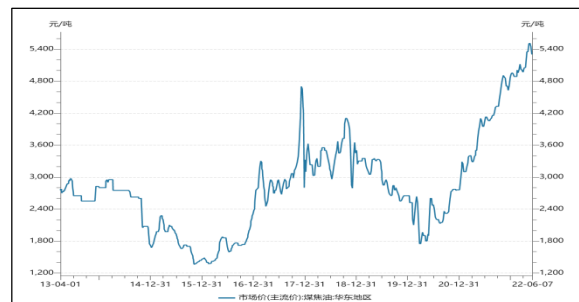
随着海外疫情逐步得到控制, 海外需求加大, 焦炭出口量价齐升。2021年, 焦炭出口量为645万吨, 同比增长75.38%, 出口平均价格为366.7美元/吨, 同比上涨65.53%; 焦炭进口量为

133万吨, 同比下降55.3%, 焦炭进口价格为338.0美元/吨, 同比上涨45.74%。

(2) 炭黑

2021年, 国际原油及能源大宗商品价格大幅上涨, 煤炭供应紧张, 炭黑生产原料煤焦油价格持续上涨。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, 也是煤焦油进一步加工之后的产品。2021年, 在宏观经济持续稳定恢复、季节性煤炭需求旺盛, 同时进口煤受限、安全事故频发等因素的影响下, 煤炭供应偏紧, 推动煤炭价格持续上涨。同时, 2021年下半年受双控政策影响, 国内焦化厂开工负荷偏低, 煤焦油供应偏紧。在需求相对旺盛的背景下, 煤焦油价格大幅上涨。

图1 国内煤焦油价格波动情况



资料来源: Wind

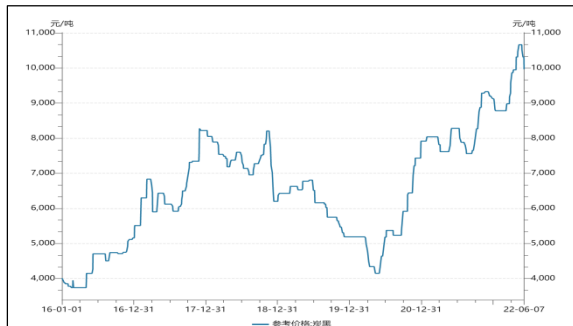
由于国内炭黑行业进入壁垒较小, 大部分企业生产规模偏小且差距较大, 所以产能虽然相对充足, 但行业整体的产能利用处于偏低状态。同时, 随着国内环保趋严、市场竞争持续加剧, 国内炭黑行业产能产量增速明显放缓。截至2021年底, 国内共有近80家炭黑生产厂商, 炭黑产能累计848.20万吨, 行业产能较为分散。2021年, 国内炭黑产量为499.60万吨, 同比增长1.78%。

2020年受疫情影响, 国内下游轮胎需求大幅下行, 进入2021年又呈回升状态, 带动国内炭黑行业需求形成波动。2022年一季度, 下游需求动力不足, 加之外界不可抗因素、运输限制等因素影响, 下游需求端较往年同期需求下滑。出口方面, 受俄罗斯炭黑出口受制裁影响, 欧洲存在炭黑供给缺口。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。2021年,国内轮胎产量达到9亿条,同比增长11.3%,炭黑表观消费量481.8万吨,同比增长14.3%。2022年初,部分企业存在检修行为,加之春节假期,轮胎市场需求疲软,对轮胎开工产生一定拖累,轮胎对炭黑需求下滑明显。2022年2月,俄乌冲突爆发,欧洲国家对俄罗斯进行了一系列制裁,俄罗斯炭黑也受制裁影响无法出口到欧洲地区。米其林位于法国的Cholet工厂于3月11日停产,停产的原因是该工厂35%的炭黑来自于对俄炭黑的进口,制裁开始后就面临原材料短缺的问题。中国是全球第一大炭黑出口国,炭黑开工率还存在提升空间,2022年国内炭黑产能有望填补欧洲炭黑缺口。

受海外供给不足,国内需求回暖及原料煤焦油价格上行等因素影响,炭黑市场价格持续上涨。2020年下半年以来,炭黑行业先后受到海外供给不足、需求回暖以及国内供给受限于环保等因素的影响,炭黑价格呈持续上涨趋势。2021年下半年,受原材料价格大幅上涨的影响,成本支撑下炭黑价格延续上升走势。

图2 近年来国内炭黑价格走势



资料来源: Wind

(3) 煤制合成氨(尿素)

有效产能增加,行业开工率提高。近年来,国内持续推进尿素等传统行业的供给侧改革,随着落后产能的淘汰,国内尿素产能自2015年突破8000万吨后持续回落,2020年国内尿素产能已降至7260万吨左右。2021年,国内尿素名义产能与上年持平,但受益于尿素市场价格上行,有效产能较上年有所增加,有效产能6643万吨,同比增长4.55%,其中,煤制尿素5090万吨,占

有效产能的76.62%。生产方面,国内主要尿素装置保持平稳,全年产量为5566万吨,与上年基本持平,较疫情前的2019年略有增加,行业开工率提升至75%以上。

全年尿素价格总体上行。2021年是中国尿素价格大幅增长的一年,年内价格两次突破历史新高位。一方面在新冠肺炎疫情期间,国际主要经济推行宽松的货币政策,促使煤炭、天然气、原材料等价格上涨,进而对尿素市场形成了较强的成本支撑;另一方面,疫情影响了一部分尿素企业生产和流通,随着农业播种需求的到来,国内尿素市场出现了阶段性供需失衡,尿素市场价格在此期间出现较大波动。以尿素小颗粒为例,2021年价格波动区间为1900~3200元/吨,价格重心较2020年大幅提升,全年小颗粒价格指数均价约为2400元/吨。

图3 2017年以来中国尿素价格



数据来源: Wind

(4) 煤制甲醇

产能持续增长,装置开工率一般。煤制甲醇是传统煤化工中成熟的技术和产品,因国内煤炭资源相对丰富,煤制甲醇的成本远低于天然气制甲醇的成本,煤制甲醇工业具备较强竞争优势。近年来甲醇产能呈增长态势,2021年,国内甲醇产能约9929万吨,同比增长7.9%,其中煤制甲醇占比超过八成,其余为焦炉煤气制甲醇和少量天然气制甲醇。2021年产量达到6410万吨,同比增长17.76%,行业平均产能利用率约为65%,装置开工率有待进一步提升。

市场需求向好。随着近年来甲醇制低碳烯烃、甲醇制丙烯、甲醇制汽油和甲醇制芳香烃的发展,甲醇市场不断扩大,国内甲醇消费增长较快,2021年甲醇表观消费量约7493万吨,同比增

长11.29%。

甲醇价格受原材料影响显著，年内大幅波动。甲醇价格受煤炭等原材料影响较大，2021年前三季度甲醇价格在2600元/吨上下震荡，三季度末受原料煤炭价格大幅上涨影响，甲醇价格被迅速推高，达到近五年极值，之后随着煤炭价格回调而大幅回落。截至2021年末，甲醇价格已降至2580元/吨，与年初基本持平。

图4 2017年以来中国甲醇价格



数据来源：Wind

（5）现代煤化工

现代煤化工是以煤炭为原料，以替代石油路线为基本目标，将煤以气化、液化和加氢等方式深加工，得到各类高附加值、清洁环保化工原材料的过程。主要产品包括煤制汽油、柴油、天然气，煤制乙二醇、煤制甲醇制乙烯和丙烯等烯烃类基础化工品。

现代煤化工产业稳步发展，已形成较为鲜明的产业格局。近年来，煤制油、煤制烯烃及其衍生物、煤制天然气、煤制乙二醇等一批煤基化学品和燃料的示范项目在陆续建设和投产。国内已形成以蒙西、陕西、山西、宁夏为核心，以新疆、青海为补充，以东部沿海为外延的现代煤化工产业布局。

现代煤化工产品价格受原油影响较大，2021年整体上行。由于和石油线路部分产品的同质化，现代煤化工与石化存在较强的竞争性。2020年，由于新冠疫情和低油价的双重影响，主要化工品价格处于相对低位，煤制油、煤制烯烃等现代煤化工行业经营受到冲击。2021年以来，随着疫情的控制，消费端对各类化工品的需求增加，而在此期间国际原油价格的上涨进一步助推了乙烯、丙烯等基础化工品价格的上行，现在煤化工产品竞争力逐渐显现。

图5 2017年以来主要现代煤化工产品与原油价格走势



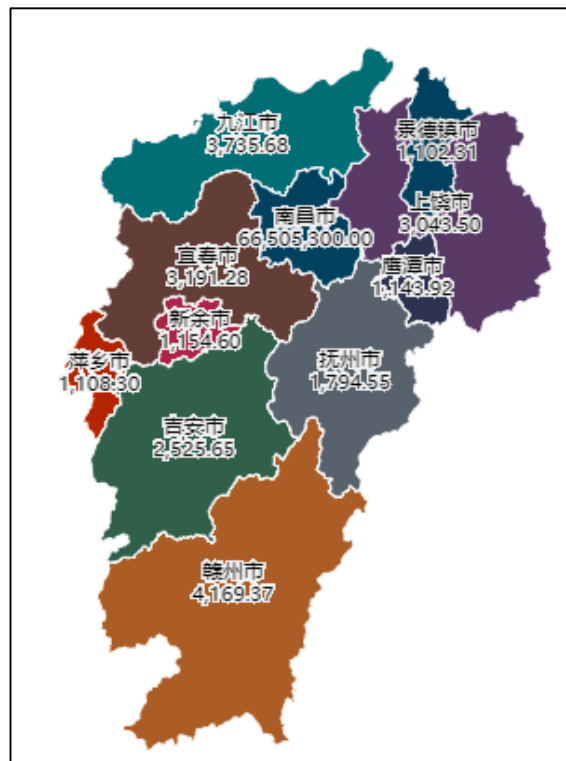
数据来源：Wind

2. 区域经济发展概况

景德镇市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。

图6 2021年江西省下属各市GDP情况

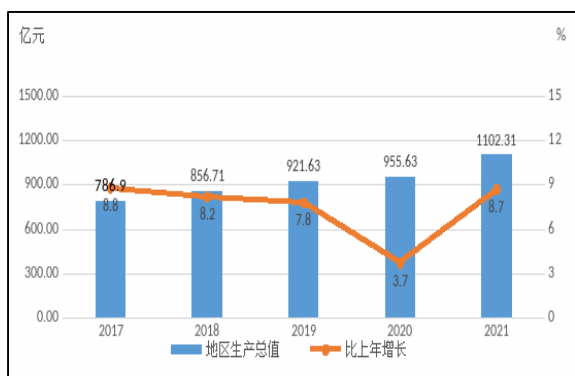


注：南昌市GDP数据单位为万元，其他地级市GDP数据单位为亿元
数据来源：Wind

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。景德镇作为全国首批26个通用航空产业综合示范区之一，是“国家新型工业化直升机产业示范基地”和“国家高新技术产业化基地”，是全省首个“国家战略性新兴产业区域集聚发展试点”和“国家创新型产业集群试点”，同时也是江西省第一批军民融合示范基地和战略性新兴产业集聚区。2019年，国务院正式批复景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区实施方案，成为国家首个文化类国家级试验区。

2019—2021年，景德镇市地区生产总值持续增长，2021年实现地区生产总值1102.31亿元，同比增长8.7%，完成了8%的预期目标，两年平均增长6.2%。全年全市工业增加值比上年增长8.5%，规模以上工业增加值增长10.9%。投资保持较快增势，同比增长9.4%，两年平均增长8.9%。全年全市一般公共预算收入101.49亿元，比上年增长1.4%。在一般公共预算收入中，税收收入63.09亿元，增长2.0%，税收收入占比62.2%。一般公共预算支出226.52亿元，比上年下降4.0%。

图 7 2017—2021 年景德镇市地区生产总值及增速



数据来源：景德镇市人民政府官网

2021年，景德镇市出台《景德镇市工业倍增三年行动计划（2021—2023年）》（以下简称“《行动计划》”），要用三年的时间，围绕“3+1+X”特色产业体系，实施“三个千亿”工程，即建设一个千亿园区（高新区），打造两个千亿产业（陶瓷、精细化工和医药），全市工

业经济总量突破3000亿元。《行动计划》的出台将大力推进景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区建设，助力深入实施工业强市发展战略，做实做强做优实体经济，加快推动工业高质量跨越式发展，进一步为景德镇市工业发展汇聚资源、集聚力量、形成优势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年5月底，公司注册资本为100.00亿元。景德镇市国资委持有公司90%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，子公司黑猫集团为炭黑行业龙头企业，在产能规模及布局、技术等方面具备很强的竞争优势。

公司作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，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具有一定优势。

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；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，系国内炭黑行业龙头企业。

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。黑猫股份是全国产能及产销量最高的炭黑生产企业，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。

公司下属子公司景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛公司”）主要负责景德镇高新区及昌江区内基础设施项目的投资建设，是景德镇市内重要的城市基础设施建设主体之一，承担着市政基础设施等项目的开发与建设，具备较强的区域专营性。

公司下属子公司景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“古镇公司”）作为景德镇市重要的安置房建设主体之一，主要从事景德镇市老城区内部分安置房项目的开发建设和老城保护及改造。

3. 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。

截至2022年5月底，公司董事会由9名董事组成。公司设总经理1名，副总经理5名，总工程师1名。

余笑兵，1967年出生，硕士学历。1990年参加工作，历任华意压缩机股份有限公司总经理助理、副总经理、常务副总经理、总经理、董事、董事长，景德镇高新技术产业开发区党工委委员、副主任，景德镇陶文旅游控股集团有限公司董事、总经理，现任公司董事长、党委书记、法定代表人。

胡景平，男，1968年7月出生，汉族，研究生学历，律师、经济师，中共党员。历任景德镇华意电气总公司法律顾问室法律顾问、主任，华意电器总公司资产管理部部长、督查处处长，景德镇华意电器总公司总经理助理，景德镇市国有资产经营管理有限公司副总经理，公司常务副总经理。现任公司副董事长、总经理、党委委员。

截至2021年底，公司合计在职人员12144人。其中：本科及以上学历占10.52%，大专及以下学历占89.48%；年龄结构方面，30岁以下占

36.91%，30—50岁之间占53.85%，50岁以上占9.24%；专业结构方面，初级职称占16.48%，中高级职称占4.40%，其他占79.12%。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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2022年6月7日，公司本部无不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年6月底，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构清晰，组织机构的设置能够满足经营与管理需要。

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》。

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。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），监事会成员由景德镇市国资委委派，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. 管理水平

公司内部管理制度相对健全，能够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、人力资源部等职能部门，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，公司制定了投融资管理制度，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，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。

八、经营分析

1. 经营概况

煤化工及相关多元化产品板块作为公司最主要的收入来源，经营业绩易受主要原材料价格、下游需求波动等行业供需影响。2021年，随着国内疫情得到有效控制，煤化工行业下游需求明显回升，产品价格大幅上涨，焦炭和炭黑业绩同比大幅提升，公司主营业务收入和毛利润同比均有所增长。2022年一季度，公司主营业务收入同比增长，毛利率同比下降。

公司以煤化工及相关多元化产品板块、公共事业板块（代建项目）和房地产板块为主业。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、煤化工附属产品及复合肥的生产和销售；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、安置房出售及商业地产租金收入。

2019—2021年，公司主营业务收入波动增长。2021年，公司实现主营业务收入183.69亿元，同比增长20.88%，主要系煤化工及相关多元化产品板块收入同比增长所致。从主营业务收入构成来看，2021年，煤化工及相关多元化产品板块收入占比同比上升至79.50%，仍为公司最主要的收入来源。从主要产品品种来看，2021年焦炭和炭黑收入同比分别增长54.62%和51.71%，主要系国内疫情得到有效控制，下游需求明显回升，产品价格大幅上涨所致。2021年，房地产业务实现收入15.00亿元，同比增长75.84%，主要系房地产项目结转金额增加所致。受母公司棚改及委托代建项目减少影响，2021年，代建项目实现收入16.47亿元，同比下降36.81%。公司其他业务主要包括陶瓷销售、合同能源管理等，2021年实现收入5.29亿元。

毛利率方面，2019—2021年，公司综合毛利率波动增长。2021年，公司综合毛利率同比保持稳定。其中，煤化工附属产品毛利率同比转负，主要系下游需求不振加上上游原材料价格持续上涨所致。2021年，房地产和代建业务毛利率同

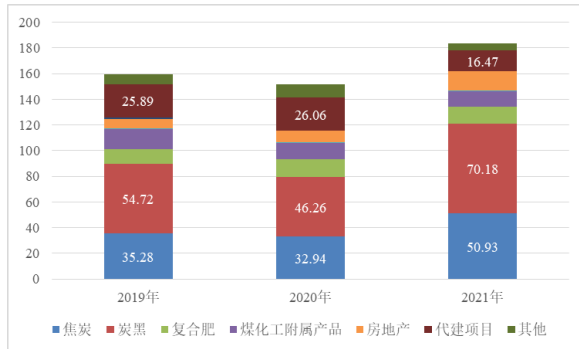
比分别提升9.70个百分点和4.91个百分点。

2022年1—3月，公司实现主营业务收入46.95亿元，同比增长12.83%，主要系焦炭和复合肥收入增长及合盛公司收购广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）²新增电子智能科技业务所致。2022年一季度，受春节假期、

停产检修，叠加北方地区冬奥会、重污染天气预警限产等因素影响，焦炭和炭黑需求下滑，成本压力持续增加，焦炭和炭黑毛利率同比分别下降4.40个百分点和17.93个百分点，导致公司综合毛利率同比下降6.07个百分点。

图8 2019—2021年主营业务收入构成情况

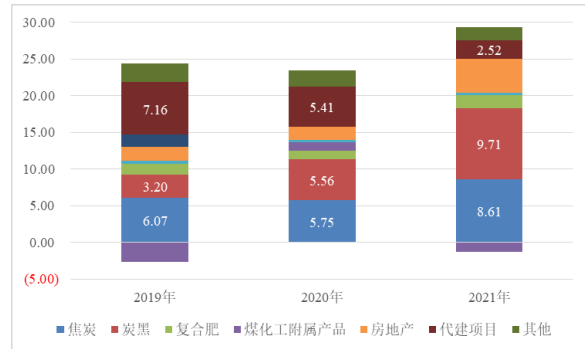
（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图9 2019—2021年主营业务毛利润构成情况

（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

表2 2019—2021年及2022年1—3月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
焦炭	35.28	22.08	17.20	32.94	21.67	17.47	50.93	27.73	16.90	12.48	26.57	13.73
炭黑	54.72	34.25	5.85	46.26	30.44	12.03	70.18	38.21	13.83	16.21	34.52	5.67
复合肥	11.38	7.12	12.30	14.35	9.45	8.41	13.39	7.29	13.15	4.53	9.64	13.31
煤化工附属产品	15.53	9.72	-17.14	12.53	8.24	9.06	11.53	6.27	-11.79	2.99	6.36	-18.38
住宿餐饮	0.67	0.42	60.11	0.72	0.48	46.71	0.90	0.49	38.12	0.28	0.59	41.71
房地产	6.81	4.26	28.95	8.53	5.62	21.05	15.00	8.17	30.75	3.42	7.28	18.01
处置不良债权	1.62	1.01	100.00	0.00	0.00	8.33	0.00	0.00	93.62	--	--	--
代建项目	25.89	16.20	27.65	26.06	17.15	10.40	16.47	8.96	15.31	3.13	6.67	50.13
电子智能科技	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2.70	5.75	31.02
其他	7.88	4.93	32.94	10.56	6.95	34.94	5.29	2.88	33.84	1.23	2.62	6.76
合计	159.80	100.00	13.62	151.96	100.00	15.44	183.69	100.00	15.24	46.95	100.00	12.58

注：处置不良债权业务2020年收入为43.20万元，2021年收入为46.57万元

资料来源：公司提供

表3 主要参控股公司财务数据（单位：亿元）

子公司名称	主营业务	持股比例 (%)	是否上市	是否发债	截至2021年底		2021年		资产负债率 (%)
					资产总额	负债	营业收入	净利润	
景德镇黑猫集团有	焦炭、炭黑、	100.00	否	是	235.57	180.00	159.53	6.67	76.41

² 2021年6月，合盛公司以每股11.32元的价格受让正业科技21.25%股权，转让价款合计8.99亿元，并接受8.22%股份对应的表决权委托，共计获得正业科技29.50%的表决权，获得正业科技的控制权。表决权委托期限自转让的股份过户至合盛公司名下之日起至6年，若正业科技2021—2023年度三年累计净利润低于4.5亿元，或三年累计实现扣非经常性损益后净利润低于3亿元，则委托期

限自动延长至10年。正业科技于2021年12月31日纳入公司合并范围。截至2021年底，正业科技资产总额为20.92亿元，所有者权益合计7.45亿元；2021年实现营业总收入14.60亿元，净利润1.27亿元。

限责任公司	复合肥、煤化工附属产品、住宿餐饮、房地产								
景德镇市古镇投资管理有限公司	房地产、代建项目	100.00	否	是	105.49	46.77	4.41	0.93	44.34
景德镇合盛产业投资发展有限公司	代建项目	80.00	否	是	273.87	116.98	11.20	0.98	42.71
公司合并口径	--	--	否	是	954.22	608.73	188.90	3.98	63.79

资料来源：公司提供

2. 煤化工板块

(1) 焦炭及相关副产品

2021年，受益于焦炭行业景气度提升，产品价格大幅增长，焦炭板块收入同比增幅较大。同时，上下游合作时间长，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（以下简称“景德镇焦化能源”）经营，焦炭产能分别占黑猫集团焦炭产能的52.38%和47.62%。

原材料采购方面，焦炭产品的主要原材料为洗精煤，新昌南和景德镇市焦化能源均拥有铁路专用线，主要原材料主要通过铁路运输，在控制成本的同时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。2021年，公司洗精煤采购量同比下降；采购均价随洗精煤市场价格同比增幅较大。焦炭业务主要供应商均为合作超过10年的战略合作伙伴。2021年，焦炭业务前五名供应商采购额占总采购额的55.58%，供应商集中度高。

表 4 2019 - 2021 年及 2022 年一季度公司洗精煤采购情况

指标	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
采购金额（亿元）	34.67	38.14	50.47	15.10
采购量（万吨）	251.50	317.43	288.39	81.61
采购均价（元/吨）	1378.51	1201.56	1750.06	1850.26

资料来源：公司提供

从下游销售来看，焦炭是钢铁行业的主要燃料及还原剂。两家公司产品主要覆盖江西和福建，上述地区钢铁企业众多，焦化厂少，焦炭缺口大，市场空间大。同时，福建省铁路运输受单线通行和路况复杂影响，长期处于运输紧张状态，所有进出福建省铁路均需通过鹰潭中转，并且福建铁路局现已划归南昌铁路局管理，运距短、运输畅通为新昌南进入和占据福建市场提供了有利条件。

产品销售渠道方面，焦炭业务下游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。副产品煤焦油全部供给黑猫股份生产炭黑，粗苯全部供给开门子药用化工有限公司加工纯苯、甲苯等，硫铵全部供给江西开门子肥业集团有限公司生产复合肥。2021年，焦炭业务前五名客户的销售额占总销售额的67.70%，客户集中度高。销售结算方式为公司收到预付款后供货，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。

2019 - 2021年，焦炭业务产能利用率保持高水平；2021年收入同比增幅较大，主要系产品价格随原材料价格持续上涨所致。

表 5 2019 - 2021 年及 2022 年一季度焦炭产销情况

指标	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
产能（万吨/年）	210.00	210.00	210.00	52.50
产量（万吨）	200.06	201.96	221.50	54.66
产能利用率（年化，%）	95.27	96.17	105.48	104.11
销量（万吨）	193.78	190.16	222.34	50.66
产销率（%）	96.86	94.16	100.38	92.68

平均售价（元/吨）	1820.46	1732.00	2290.64	2463.48
销售收入（亿元）	35.28	32.94	50.93	12.48

资料来源：公司提供

（2）炭黑

公司炭黑业务由上市公司黑猫股份经营，在产能规模和布局方面优势显著。2021年，随着国内疫情得到有效控制，下游需求明显回升，带动炭黑产品价格大幅上涨，炭黑业绩同比增幅较大。2022年一季度，受春节假期、停产检修叠加北方地区冬奥会、重污染天气预警限产等因素影响，炭黑需求下降，成本压力持续增加，导致黑猫股份经营亏损。

公司炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。截至2021年底，黑猫集团持有黑猫股份34.05%的股权（已质押9.39%）。

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在3万吨以上，全部由黑猫股份按市场价格采购，自产煤焦油主要集中在景德镇，自供比例较低。为增强对上游资源的控制力，节约运输成本，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，有利于在行业竞争中占据优势地位。黑猫股份原材料采购主要采取订单采购模式，根据年度采购计划与主要供应商签署年度采购合同或确定年度采购意向，并按月执行，结算方式为先供货后付款或先付款后供货，结算周期一般为30天左右，结算价格为供货时市场即时价。2021年，黑猫股份前五大供应商采购金额占比为17.87%，供应商集中度一般。

黑猫股份的炭黑产品采取“以销定产”的生产模式。销售方面，黑猫股份与主要客户一般首先签订年度购销合同或确定年度供货意向。具体供货时，按月或季度另行签订具体购销订单。产品的价格调整周期大多为一个月，部分为一个季度，具体定价策略一般为在生产成本的基础上，参考当时的市场供求状况，确

定最终对外销售价格。在此定价模式下，黑猫股份能够在一定程度上消化原料上涨带来的成本压力。产品销售渠道方面，黑猫股份客户主要为国内外大型轮胎企业。2021年，黑猫股份前五名客户的销售额占总销售额15.20%，客户集中度一般。在货款结算方面，黑猫股份销售结算方式为先供货后收款，结算周期平均在60~90天左右，长期合作的主要客户结算周期会适度放宽。

2019—2021年，黑猫股份炭黑产销量均波动下降；受海外供给不足，国内需求回暖及原料煤焦油价格上行等因素影响，炭黑市场价格持续上涨，黑猫股份炭黑销售均价同比大幅提升。2022年一季度，炭黑产销量同比分别增长7.40%和11.41%，销售均价同比下降10.47%。受春节假期、停产检修叠加北方地区冬奥会、重污染天气预警限产等因素影响，炭黑需求下降，成本压力持续增加，黑猫股份2022年一季度净利润为-0.11亿元。

表6 2019—2021年及2022年一季度黑猫股份炭黑产销情况

指标	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
产能（万吨/年）	110.00	110.00	110.00	27.50
产量（万吨）	96.61	92.81	94.84	27.86
产能利用率（年化，%）	87.83	84.37	86.22	101.31
销量（万吨）	96.32	93.11	93.73	26.16
产销率（%）	99.70	100.32	98.83	93.90
平均售价（元/吨）	5680.02	4968.23	7487.72	6194.64
销售收入（亿元）	54.71	46.26	70.18	16.20

资料来源：公司提供

（3）复合肥

复合肥产业处于产能过剩状态，整体开工率较低，2021年受原料供应不足影响，公司复合肥产销量同比下降，销售均价随原料价格上升，整体业绩小幅下降。

公司复合肥业务主要由黑猫集团下属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。开门子肥业在景德

镇、湖南、河南和河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为33万吨/年、30万吨/年、35万吨/年和50万吨/年，在贵州拥有一个磷石膏基地，可有效满足现有四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，能在一定程度上降低产品运输成本。

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。2021年，开门子肥业前五大供应商采购金额占比为39.31%，公司供应商集中度较高。

采购量方面，2021年，主要原材料氮肥、磷肥和钾肥受供应紧缺影响，采购量均同比下降。原材料采购价格方面，各主要原材料价格同比均有所增长。

表7 2019—2021年及2022年1—3月复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2019年		2020年		2021年		2022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	32.70	746.39	36.20	681.14	27.53	1001.91	6.76	1521.60
磷肥	16.00	1948.85	19.00	1739.88	14.80	2437.33	3.98	2810.13
钾肥	11.34	2053.66	16.50	1858.37	10.82	2455.12	1.27	3335.36
其他	2.37	493.80	1.45	6400.96	1.48	931.76	0.38	1134.21

资料来源：公司提供

生产销售方面，2019—2021年，复合肥产销量波动较大；2021年，复合肥产销量受原材料供应紧缺影响同比下降；产品平均售价随原材料价格同比增长。由于化肥行业整体产能过剩，为规避市场风险，行业普遍开工负荷较低，2021年，开门子肥业产能利用率为35.09%，受原材料供应影响同比进一步降低。

开门子肥业复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式。2021年，开门子肥业前五名客户的销售额占总销售额的4.19%，客户集中度低。结算方式为先款后货，客户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。

表8 2019—2021年及2022年一季度开门子肥业产销情况

指标	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
产能（万吨/年）	148.00	148.00	148.00	37.00
产量（万吨）	60.00	75.77	51.94	15.06

产能利用率（年化，%）	40.54	51.20	35.09	40.70
销量（万吨）	57.93	80.94	51.47	17.09
产销率（%）	96.55	106.82	99.10	113.48
平均售价（元/吨）	1965.11	1773.41	2601.25	2649.22
销售收入（亿元）	11.38	14.35	13.39	4.53

资料来源：公司提供

3. 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两种模式，即商业地产和安置房。其中，商业地产项目均位于景德镇市，主要由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”）运营，开发方式分为自主开发及合作开发，合作开发多为公司以土地出资，合作单位以现金出资的方式。

截至2022年3月底，开门子房地产共有10个在售项目，已完成投资25.02亿元。2021年，开门子房地产实现营业收入7.96亿元。

表9 截至2022年3月底开门子房地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米、个）

项目	预计总投资	已投资	建筑面积				已售面积				结转收入			
			商住	商铺	车库	其他	商住	商铺	车库	其他	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
金鼎国际	2.65	2.63	5.40	--	1.44	1.03	5.39	--	52	--	--	--	--	--
康家花园	3.90	2.72	6.98	0.78	0.15	--	6.96	0.41	--	--	--	--	0.03	--
木材厂棚户区		1.62	8.50	0.30	--	--	8.47	--	--	--	--	--	--	--
金岭阳光	0.79	0.71	2.55	--	0.23	0.07	2.55	--	--	--	0.10	--	--	--
金和汇景	3.41	4.28	2.26	2.70	1.05	--	0.63	2.57	--	--	0.15	0.15	0.11	0.01
金恒国际	1.79	1.79	4.21		0.87	--	2.97	1.17	--	--	--	0.42	--	--
康家二期	2.30	2.04	4.86		--	--	4.85	--	80	--	1.15	0.33	0.04	0.09
康家三期	5.28	4.21	14.44		0.76	--	13.82	0.16	--	--	--	--	7.28	0.17
金鼎玖域	2.05	1.90	4.57		--	--	3.88	0.38	79	--	1.57	0.73	0.07	--
玖玺台	6.50	3.12	5.85		3.14	0.10	0.51	--	--	--	--	--	0.43	0.37
合计	28.67	25.02	--		--	--	--	--	--	--	2.97	1.63	7.96	0.64

资料来源：公司提供

公司安置房业务主要是针对景德镇市老城区范围内安置房项目的开发建设，开发主体主要为公司控股子公司古镇公司及其全资子公司景德镇市安居房地产开发有限公司（以下简称“安居房地产”）和景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）。开发模式为公司先通过公开市场“招拍挂”方式取得安置房

的建设用地，再进行安置房的开发建设工作，安置房的建设资金来源主要为自有资金和外部融资。公司通过招标确定建设方，项目建设完工后，公司负责向符合动迁安置房购买资格的对象进行销售。公司销售的安置房主要为定向销售，以约定价格向安置户出售安置房，安置价格一般为3500~4000元/平方米。

表10 截至2022年3月底安置房项目销售情况（单位：亿元、万平方米）

项目	预计总投资	已投资	开工时间	（预计）竣工时间	总建筑面积	已售面积	累计确认收入	累计回款
中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房项目	19.71	19.66	2013	2020	43.70	23.74	8.27	10.16
沿江东路棚户区改造安置房项目	12.28	7.29	2013	2016	18.89	14.71	4.71	5.57
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	3.21	2014	2017/2018	9.26	2.20	1.11	1.47
梧桐雅苑	8.27	5.90	2019	2021	16.73	6.72	0.55	2.85
锦泰御园	2.54	2.39	2015	2017	7.60	5.90	2.28	2.96
国信滨江苑	12.41	12.79	2018	2020	31.48	22.98	9.36	10.20
国信御城	5.25	5.47	2010	2021	16.83	10.30	5.92	6.38
合计	64.01	56.71	--	--	144.49	86.55	32.20	39.59

资料来源：公司提供

4. 基础设施建设板块

公司基础设施建设项目投资额较大，回款周期较长，虽然部分项目有明确的回款安排，但对公司形成资金占用，未来若项目经营不善、委托方无法按时支付回款，或回款周期与项目融资期限存在错配，公司将面临流动性风险。

公司基础设施建设业务主要包括园区开发建设、棚户区改造、老城改造、市政建设等项目，业务模式分为BT、政府购买服务、委托代建和自营模式，其中，BT、政府购买服务及委托代建模式回款均由政府或委托方支付，自营模式回款来源主要为项目运营收入。项目前期，受资

金拨付进度影响，公司均需垫付项目款，资金来源主要为借款、发债募集的资金及公司自有资金。

表11 公司已签协议的主要基础设施建设项目回款情况（单位：亿元）

项目名称	拟回购总金额	截至 2022 年 3 月底已回购金额	未来三年回款计划		
			2022 年 4—12 月	2023 年	2024 年
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	24.87	24.87	--	--	--
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	36.90	5.77	0.97	0.97	0.97
航空及先进装备制造产业基地	24.47	24.09	0.38	--	--
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）项目	14.57	7.01	1.47	1.56	1.19
合计	100.81	61.74	2.82	2.53	2.16

资料来源：公司提供

截至2021年底，公司主要在建基础设施项目总投资合计191.51亿元，已完成投资金额合计150.39亿元。

截至2022年3月底，公司主要在建基础设施项目中，BT、政府购买服务及委托代建项目已

收到项目回款61.74亿元。

2019—2021 年，公司主要在建基础设施项目分别确认收入 19.72 亿元、20.19 亿元和 13.43 亿元。

表 12 截至 2021 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

业务模式	项目名称	运营主体	总投资	已投资	2019 年确认收入	2020 年确认收入	2021 年确认收入	未来三年投资计划		
								2022 年	2023 年	2024 年
BT	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	集团本部	22.87	22.87	--	--	--	--	--	--
政府购买服务	景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	集团本部	25.90	25.39	12.80	7.80	0.58	--	--	--
委托代建	航空及先进装备制造产业基地	景德镇合盛产业投资发展有限公司	18.69	20.80	2.01	3.79	7.91	0.38	--	--
	汽车产业园	景德镇市华信建设投资有限公司	10.25	9.46	2.65	2.38	1.60	1.47	1.56	1.19
自营	赣东北综合物流园（一期）	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	16.00	10.40	0.32	--	0.02	--	--	--
	景德镇市中心城区停车场建设项目	古镇公司	12.35	4.72	0.11	0.05	0.09	2.00	3.00	2.69
	景德镇市殡仪馆及公墓配套设施建设项目	景德镇市国信人文纪念有限公司	4.52	2.99	--	0.15	0.19	--	--	--
	景德镇市陶瓷技师培训中心（一期）	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	4.29	2.51	--	--	--	--	--	--
	景德镇现代农批市场与冷库项目	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	7.47	7.35	--	--	--	--	--	--
	景德镇智慧城市一期项目	景德镇市国信通服智慧科技有限公司	3.79	3.53	--	--	0.02	--	--	--
	景德镇国信·颐源康养项目（一期）	景德镇市国信康养产业有限	10.60	6.26	--	--	--	0.75	1.90	1.85

	公司									
	景德镇市直升机航空产业孵化园项目	合盛公司	12.78	7.01	--	--	--	2.00	2.00	1.73
	景德镇市国际陶瓷文化旅游交流中心	景德镇市国信城市运营发展有限公司	16.41	4.00	--	--	--	8.00	3.61	--
代建	其他市政建设项目	--	25.59	23.10	1.83	6.02	3.02	0.98	0.57	0.88
合计		--	191.51	150.39	19.72	20.19	13.43	15.58	12.64	8.34

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司经营效率呈下降趋势。

2019—2021年，公司销售债权周转次数持续下降。2021年，受煤化工板块相关产品价格提升，应收账款增幅高于收入增幅影响，公司销售债权周转次数同比下降至3.04次。2019—2021年，存货周转次数分别为0.74次、0.53次和0.67次；总资产周转次数分别为0.25次、0.21次和0.22次。

6. 未来发展

公司发展定位明确，未来通过整合景德镇市的优质经营性资产，资产规模和经营实力有望进一步提升；但未来拟发展的产业较为分散，产业间协同效果一般，对公司经营管理能力要求高。

根据《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》文件精神，并结合景德镇市政府整体规划，公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，未来将通过实业投资和股权投资等方式，逐步把景德镇市的优质经营性资产、国有企业及公司化改造后的经营性事业单位整合起来，实现国有资本的统一管理，扩大公司资产规模和实力。

未来，公司将通过开展园区产业建设、城市基础设施建设、基金管理等多项经营工作，积极开发新的业务板块，拓宽业务范围，提升国资运营效益和增强自身盈利能力。

（1）园区产业建设

公司园区产业建设规划围绕吕蒙航空小镇项目及陶瓷科技园汽车小镇项目开展，主要由合盛公司作为投资建设主体。公司通过完善园区设施，对土地进行出让及基础设施建设的回

购实现收益；通过对园区内优质企业的孵化和股权投资，获得超额回报；吸引企业入园，实现招商引资，为入园企业增强多样化中介服务，实现产业支持平台的经营收益等。

（2）城市基础设施建设

根据景德镇市政府安排，结合政府的城市规划，公司将负责景德镇市除东城棚改和新区建设以外的所有城市建设工作，主要包括西瓜洲和中渡口北片区棚改项目、瓷都大道道路改造工程、高新区航空及先进装备制造产业基地基础设施项目、市航空科技城航空大道及工程建设航空大桥项目等。

（3）金融服务管理

合盛公司已于2015年12月设立规模为20亿元的股权基金，该基金重点投资领域包括航空航天、高端装备、信息科技与文体、大健康、环保。优先发展金融产业，促进“产融结合”，加快公司发展效率及速度。

未来，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经

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，新纳入合并范围的子公司共13家，不再纳入合并范围的子公司4家。2021年，新纳入合并范围的子公司共8家，其中包括正业科技。截至2021年底，正业科技资产总额为20.92亿元，所有者权益为7.45亿元，2021年实现营业收入14.60亿元，净利润1.27亿元。2022年一季度，公司合并范围未发生变化。整体看，公司新增子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司合并资产总额为954.22亿元，所有者权益合计345.49亿元（含少数股东权益68.82亿元）；2021年，公司实现营业收入188.90亿元，利润总额5.40亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额为

991.38亿元，所有者权益合计344.20亿元（含少数股东权益68.82亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入47.53亿元，利润总额-1.45亿元。

2. 资产质量

随着投资性房地产后续计量模式变更及基础设施建设项目投入，加之政府资产注入，公司资产规模保持较快增长，资产中土地及房屋资产规模大，整体流动性较弱。

2018—2020年末，随着基础设施建设项目的投入，公司资产总额快速增长，年均复合增长15.38%。截至2021年底，公司合并资产总额为954.22亿元，较上年底增长19.15%，主要系投资性房地产增加所致。其中，流动资产占46.25%，非流动资产占53.75%。公司资产结构相对均衡，非流动资产占比较上年底上升较快。

表 13 2019—2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

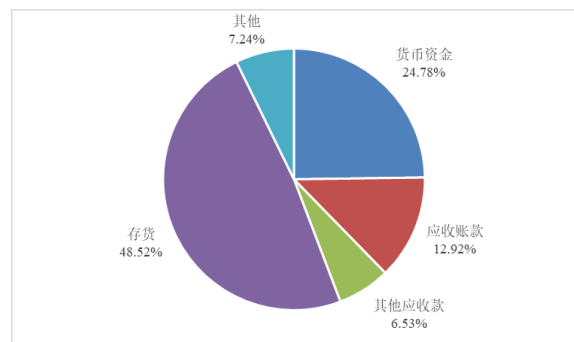
科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	406.70	56.74	455.41	56.86	441.31	46.25	470.16	47.42
货币资金	81.21	19.97	87.93	19.31	109.35	24.78	123.91	26.35
应收账款	31.29	7.69	44.78	9.83	57.02	12.92	54.63	11.62
其他应收款（合计）	23.10	5.68	26.98	5.92	28.82	6.53	26.45	5.63
存货	242.12	59.53	261.26	57.37	214.15	48.52	231.31	49.20
非流动资产	310.10	43.26	345.45	43.14	512.90	53.75	521.23	52.58
长期股权投资	24.55	7.92	31.12	9.01	37.54	7.32	39.59	7.60
投资性房地产	60.08	19.37	55.63	16.10	173.98	33.92	174.00	33.38
固定资产（合计）	74.63	24.07	79.92	23.13	74.51	14.53	73.43	14.09
在建工程（合计）	17.07	5.51	30.10	8.71	46.87	9.14	54.03	10.37
无形资产	85.02	27.42	90.62	26.23	106.27	20.72	107.24	20.57
资产总额	716.81	100.00	800.87	100.00	954.22	100.00	991.38	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021年末，流动资产规模波动增长，年均复合增长4.17%。截至2021年底，公司流动资产合计441.31亿元，较上年底下降3.10%，主要系存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

图 10 截至2021年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长16.04%。截至2021年底，公司货币资金为109.35亿元，较上年底增长24.37%，主要系外部融资增加所致。其中受限货币资金为40.45亿元，占货币资金的36.99%，主要为保证金存款39.35亿元和证券账户存款1.10亿元。公司货币资金受限比例较高。

公司应收账款主要由基础设施建设业务和煤化工业务产生。2019—2021年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长35.00%。截至2021年底，公司应收账款账面价值为57.02亿元，较上年底增长27.34%，主要系煤化工产品价格上涨及合并正业科技所致。应收账款账龄以一年以内（占60.24%）和1至2年（占22.92%）为主，累计计提坏账3.87亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为21.27亿元，占比为34.93%，集中度较高。

表14 截至2021年底按欠款方归集的年末余额前五名的应收账款情况（单位：万元）

债务人名称	账面余额	占比（%）	坏账准备
景德镇市土地储备中心	10.87	17.84	--
景德镇市城市管理局	4.33	7.11	--
景德镇市住房和城乡建设局	2.97	4.87	--
景德镇市水务局	1.66	2.73	--
PT. GAJAH TUNGGA TBK	1.45	2.37	--
合计	21.27	34.93	--

资料来源：公司财务报告

2019—2021年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长11.70%。截至2021年底，公司其他应收款（合计）28.82亿元，较上年底增长6.85%。从账龄看，一年以内（含1年）占23.81%，1至2年占28.34%，2至3年占17.20%，4至5年占17.08%，整体账龄偏长。期末累计计提坏账准备3.72亿元，计提比例为11.44%。从集中度看，公司其他应收款前五名金额合计占比为63.51%，集中度高，其中与市政府所属部门、事业单位等的项目建设往来款回收风险较低。

表15 截至2021年底按欠款方归集的年末金额前五名的其他应收款项情况（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	账面余额	占比（%）	坏账准备
景德镇市财政局	往来款	5.79	17.79	0.00
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	往来款	5.06	15.53	0.00
恒大地产集团（江西）有限公司	股权转让款	5.03	15.45	0.49
景德镇市工业国有资产经营公司	往来款	2.80	8.60	0.45
景德镇市高新创业投资有限公司	借款	2.00	6.14	0.00
合计	--	20.67	63.51	0.93

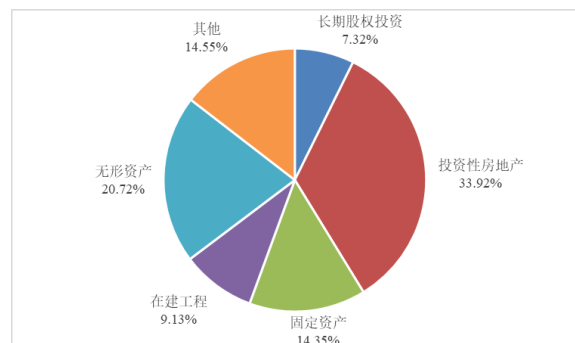
资料来源：公司财务报告

2019—2021年末，公司存货波动下降，年均复合下降5.95%。截至2021年底，公司存货为214.15亿元，较上年底下降18.03%，主要系根据财政核查整改要求，下账部分公益性土地资产及将部分土地资产转入投资性房地产所致。公司存货主要由开发成本（占70.17%）构成，其中土地开发成本为103.49亿元。公司累计计提存货跌价准备0.75亿元，计提比例低。

（2）非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长28.61%。截至2021年底，公司非流动资产合计512.90亿元，较上年底增长48.47%。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产构成。

图11 截至2021年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长23.67%。截至2021年底，公司长期股权投资为37.54亿元，较上年底增长20.63%。截至2021年底，公司长期股权投资主要由江西省景德镇浯溪口水利枢纽工程开发有限公司48.84%股权11.71亿元、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司45%股权9.58亿元及景德镇市陶汇投资发展有限公司38.84%股权5.80亿元构成。

2019—2021年末，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长70.17%。截至2021年底，公司投资性房地产为173.98亿元，较上年底增长212.73%，主要系公司将部分存货和固定资产转入投资性房地产，同时公司自2021年底起对投资性房地产的后续计量模式进行变更，由成本计量模式变更为公允价值计量模式所致。上述会计政策变更采用追溯调整法处理，调增投资性房地产期初余额34.23亿元至89.86亿元，本期自用房地产或存货转入成本46.33亿元，公允价值变动43.85亿元，当期公允价值变动损益-2.72亿元。

2019—2021年末，公司固定资产（合计）波动下降，年均复合下降0.08%。截至2021年底，公司固定资产（合计）74.51亿元，较上年底下降6.76%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占62.44%）和机器设备（占32.15%）构成，累计计提折旧52.14亿元。

公司在建工程主要由黑猫集团在建项目及自营基础设施建设项目等构成，总投资金额较大，尚需投入资金量较大。2019—2021年末，公司在建工程（合计）持续增长，年均复合增长65.69%。截至2021年底，公司在建工程（合计）46.87亿元，较上年底增长55.70%，主要系增加对高岭中国村项目、国信康养项目和景德镇现代农产品批发市场项目等投入及合并正业科技新增正业科技总部大楼项目所致。

2019—2021年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长11.80%。截至2021年底，公司无形资产为106.27亿元，较上年底增长17.27%，主要系新增土地资产及合并正业科技等子公司所

致。公司无形资产主要由土地使用权（占39.30%）和林地使用权（占60.24%）构成；无形资产累计摊销3.71亿元。

截至2021年底，公司商誉为8.89亿元，较上年底增加8.38亿元，主要系合盛公司合并正业科技形成商誉7.35亿元所致。

截至2021年底，公司受限资产合计146.87亿元，占资产总额的15.39%，受限比例偏高。

表16 截至2021年底公司所有权或使用权受限制的资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面原值	受限原因
其他货币资金—保证金存款	39.35	票据、保函、信用证、借款等保证金
其他货币资金—证券账户存款	1.10	银行借款质押
应收票据	3.34	质押银行换取应付票据
应收账款	1.94	银行借款质押
存货—开发成本—土地使用权	41.47	银行借款抵押
长期应收款	15.28	银行借款质押
长期股权投资—正业科技 39,721,085 股	4.61	银行借款质押
长期股权投资—黑猫股份 23,931,583 股	0.50	银行借款质押
其他权益工具投资—富祥药业 11,829,652 股	1.09	银行借款质押
固定资产	2.62	银行借款抵押
投资性房地产	32.06	银行借款、融资租赁抵押
无形资产—土地使用权	3.51	银行借款抵押
合计	146.87	--

数据来源：公司财务报告

截至2022年3月底，公司合并资产总额为991.38亿元，较上年底增长3.89%，主要系货币资金、存货及在建工程增加所致。其中，流动资产占47.42%，非流动资产占52.58%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

受益于景德镇市国资委持续增资及资产划拨，公司所有者权益持续增长；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。

2019—2021年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长9.31%。截至2021年底，公司所有者权益合计345.49亿元，较上年底增长14.72%，主要系其他综合收益、未分配利润和

少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 80.08%，少数股东权益占比为 19.92%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 28.94%、36.99%、7.43%和 5.29%。所有者权益结构稳定性较强。

截至 2021 年底，公司资本公积为 127.80 亿元，较上年底减少 21.64 亿元。其中，2021 年 5 月，根据景德镇市人民政府办公室会议纪要（7）文件精神，将方家山小区、景东安厦小区、安宇小区、安新小区等保障性住房资产注入，增加资本公积 29.94 亿元；财政拨入增资款 6.50 亿元；根据财政核查整改要求，公益性资产下账 54.17 亿元；公司对合盛公司增资，按增资后持股比例计算享有的净资产差异调整减少资本公积 7.13 亿元。

截至 2021 年底，公司其他综合收益为 25.66 亿元，较上年底增加 27.32 亿元，主要系投资性房地产公允价值模式后续计量调整所致。

截至 2021 年底，公司少数股东权益为 68.82 亿元，较上年底增加 18.68 亿元，主要系当期合并正业科技及非全资子公司所有者权益增加所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 344.20 亿元，规模及结构较上年底变化不大。

（2）负债

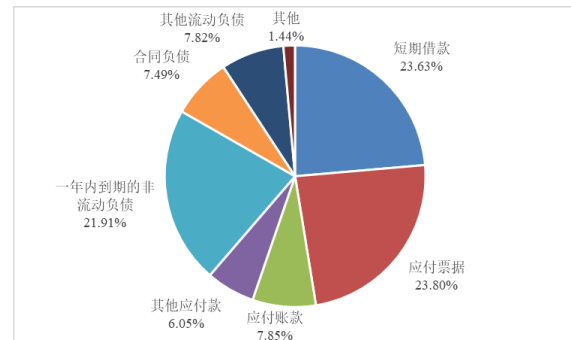
近年来，随着基础设施建设项目投入，公司债务规模持续增长，债务负担较重。2022 年内，公司到期债务较为集中，存在一定集中偿付压力。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 19.31%。截至 2021 年底，公司负债总额为 608.73 亿元，较上年底增长 21.82%，主要系基础设施建设项目投入推升外部融资所致。其中，流动负债占 54.33%，非流动负债占 45.67%。公司负债结构相对均衡，较上年底变化不大。

2019—2021 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 12.00%。截至 2021 年底，公司流动负债合计 330.72 亿元，较上年底增长 28.06%，

主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、合同负债、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图12 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 13.30%。截至 2021 年底，公司短期借款为 78.16 亿元，较上年底增长 20.99%。公司短期借款主要由保证借款（占 36.10%）、信用借款（占 45.67%）、抵押借款（占 14.72%）和质押借款（占 3.41%）构成。

公司应付票据主要系黑猫集团焦炭、炭黑、复合肥等业务上游采购以票据支付产生。2019—2021 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 5.42%。截至 2021 年底，公司应付票据为 78.71 亿元，较上年底增长 7.24%。其中，银行承兑汇票占 90.89%，商业承兑汇票占 4.83%，国内信用证占 4.28%。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 14.90%。截至 2021 年底，公司应付账款为 25.96 亿元，较上年底增长 23.38%，主要系合并正业科技所致。账龄方面，69.43%的账款集中在 1 年以内，一年以上的应付账款主要为未结算工程款。

截至 2021 年底，公司合同负债为 24.76 亿元，其中，预收工程及销售款 17.93 亿元，预收售房款 6.84 亿元。

公司其他应付款余额主要由保证金、往来款等构成。2019—2021 年末，公司其他应付款（合计）波动下降，年均复合下降 3.27%。截至

2021年底，公司其他应付款（合计）20.04亿元，较上年底下降22.83%；一年内到期的非流动负债为72.46亿元，较上年底增长291.74%。

公司其他流动负债主要为短期融资券。2019—2021年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长19.83%。截至2021年底，公司其他流动负债为25.87亿元，较上年底增长23.16%。

2019—2021年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长30.20%。截至2021年底，公司非流动负债合计278.01亿元，较上年底增长15.14%，主要系长期借款、长期应付款和递延所得税负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占33.65%）、应付债券（占35.18%）和长期应付款（合计）（占25.51%）构成。

2019—2021年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长22.40%。截至2021年底，公司长期借款93.55亿元，较上年底增长18.63%；长期借款主要由质押借款（占32.02%）、抵押借款（占37.63%）、保证借款（占28.04%）和信用借款（占2.31%）构成。

2019—2021年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长17.93%。截至2021年底，公司应付债券为97.81亿元，较上年底下降8.46%。其中，公司本部74.60亿元，古镇公司11.30亿元，合盛公司11.91亿元。

表17 截至2021年底公司应付债券情况

（单位：亿元）

债券名称	面值	发行日期	期限	期末余额
18年第一期中期票据	8 亿	2018/4/13	5 年	0.95
2019 年度第一期中期票据	10 亿	2019/7/22	5 年	9.96
2019 第一期小公募发行债券	8 亿	2019/8/14	5 年	7.95
2020 年第一期非公开发行公司债券	4 亿	2020/1/20	5 年	3.99
2020 年第一期中期票据	6 亿	2020/4/7	5 年	5.97

2020 年第一期公开发行公司债券	6 亿	2020/6/8	5 年	5.97
2020 年第二期中期票据	7 亿	2020/6/22	5 年	6.97
2020 年度第三期中期票据	7 亿	2020/8/21	5 年	6.97
2020 年第二期公开发行公司债券	9 亿	2020/9/18	5 年	8.96
2020 年第三期公开发行公司债券	5 亿	2020/10/28	5 年	4.98
2021 年第一期定向债务融资工具（21 景国资 PPN001B）	2 亿	2021/4/9	5 年	1.99
2021 年第一期中期票据（21 景国资 MTN001）	10 亿	2021/7/13	3 年	9.95
20 古镇 01	3 亿	2020/7/15	3 年	3.07
21 古镇 01 期	4 亿	2021/6/16	2 年	4.13
21 古镇专项债 01	4 亿	2021/6/30	7 年	4.10
2020“合盛”第一期债权融资计划	2 亿	2020/9/29	3 年	1.99
21 合盛债 01	10 亿	2021/5/6	7 年	9.91
合计	--	--	--	97.81

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2019—2021年末，公司长期应付款（合计）持续增长，年均复合增长61.49%。截至2021年底，公司长期应付款（合计）70.92亿元，较上年底增长39.69%，主要系应付融资租赁款和专项应付款增加所致。公司长期应付款（合计）包括应付明股实债款10.33亿元、应付融资租赁款22.89亿元、应付景德镇市财政局0.45亿元及专项应付款39.95亿元。其中，专项应付款主要为政府为重点项目拨付的资金，2021年新增专项应付款主要为景德镇高新区通用航空产教融合基地建设项目专项债资金2.75亿元、景德镇市国际陶瓷文化博览旅游交流中心项目资金2.96亿元等。

表 18 截至 2021 年底应付明股实债款明细

公司名称	债权人	持股比例 (%)	期限	利率 (%)	到期日
景德镇红叶陶瓷股份有限公司	国开发展基金有限公司	28.00	15 年	1.20	2031 年 2 月
景德镇市国信宏城建设开发有限公司	中国农发重点建设基金有限公司	10.43	10 年	1.20	2026 年 10 月
景德镇市古镇投资管理有限公司	深圳正盈基金管理中心（有限合伙）	15.95	8 年	6.00	2024 年 1 月

景德镇市古镇投资管理有限公司	中国农发重点建设基金有限公司	16.90	10 年	1.20	2026 年 6 月
景德镇黑猫集团有限责任公司	中国农发重点建设基金有限公司	8.61	10 年	1.20	2026 年 6 月

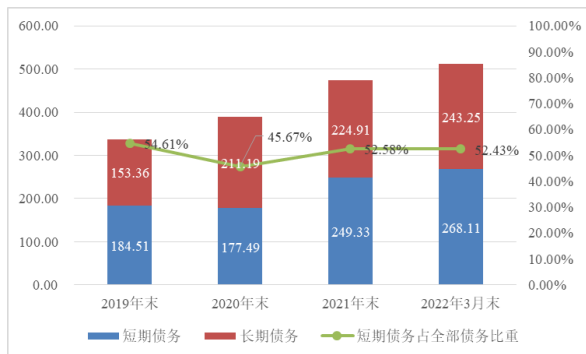
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司递延所得税负债为 10.00 亿元，较上年底增加 9.91 亿元，主要系投资性房地产和金融资产公允价值变动所致。

截至2022年3月底，公司负债总额为647.19

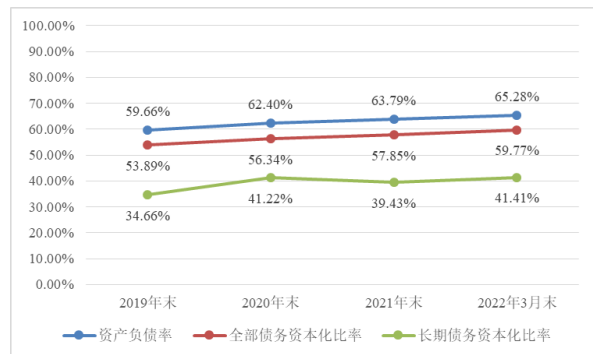
亿元，较上年底增长6.32%，主要系外部融资增加所致。其中，流动负债占52.96%，非流动负债占47.04%，负债结构较上年底变化不大。

图 13 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 14 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，从债务指标来看，三年加权平均值为 62.55%，持续增长；三年加权平均值为 56.61%，持续增长；，三年加权平均值为 39.01%，波动增长。

有息债务方面，2019—2021 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 18.47%。截至 2021 年底，公司全部债务为 474.24 亿元，较上年底增长 22.01%，主要系陶瓷博览中心项目、康养项目、农批冷链等项目投入资金增加所致。债务结构方面，短期债务占 52.58%，长期债务占 47.42%。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务为 511.36 亿元，较上年底增长 7.83%。其中，短期债务占 52.43%，长期债务占 47.57%，结构相对均衡。

从债务指标来看，2019—2021 年，公司资产负债率分别为 59.66%、62.40%和 63.79%，全部债务资本化比率分别为 53.89%、56.34%和 57.85%，长期债务资本化比率分别为 34.66%、41.22%和 39.43%。截至 2022 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 65.28%、59.77%和 41.41%，较上年底分别提高 1.49 个百分点、提高 1.92 个百分点和提高 1.98 个百分点。公司债务负担较重。

从债务期限分布看，截至2021年底，公司有息债务2022年内到期金额为170.55亿元（含信用类债券59.38亿元），占40.18%，存在一定集中兑付压力。

表 19 截至 2021 年底公司有息债务期限结构
（单位：亿元）

有息债务类别	6 个月以内（含）	6 个月（不含）至 1 年（含）	1 年（不含）至 2 年（含）	2 年以上（不含）	合计
公司信用类债券	19.99	39.39	53.95	41.87	155.20
银行贷款	77.97	18.24	61.92	31.63	189.76
非银行金融机构贷款	--	10.67	2.56	17.96	31.19
其他有息债务	--	4.29	1.99	42.07	48.35
合计	97.96	72.59	120.42	133.53	424.50
占比（%）	23.08	17.10	28.37	31.46	100.00

资料来源：公司公司债券 2021 年年度报告

4. 盈利能力

2019 - 2021年，受煤化工行业景气度波动影响，公司收入和毛利润均有所波动。从利润构

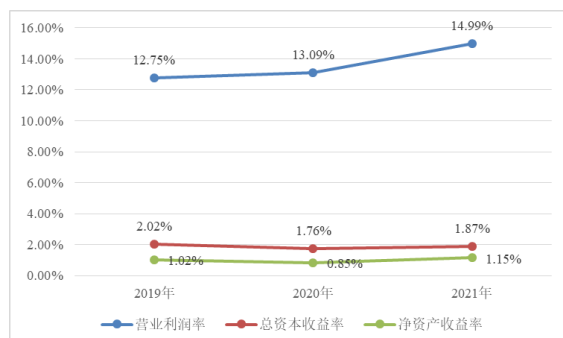
成来看,其他收益占比高,对利润形成一定支撑。2022年一季度,受煤化工板块毛利润下滑叠加期间费用高企影响,公司经营亏损。

2019—2021年,公司营业总收入波动增长,年均复合增长7.12%。2021年,公司实现营业收入188.90亿元,同比增长20.30%,主要系煤化工行业景气度提升带动相关业务收入增长所致;2019—2021年,公司营业成本波动增长,年均复合增长5.66%。2019—2021年,公司营业利润率持续增长,2021年为14.99%,同比提高1.90个百分点。

从期间费用看,2019—2021年,公司费用总额持续增长,年均复合增长4.21%。2021年,公司费用总额为24.70亿元,同比变化不大。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12.58%、37.73%、2.36%和47.34%,以管理费用和财务费用为主。2019—2021年,公司期间费用率分别为13.81%、15.64%和13.07%。公司费用规模较大,对毛利润侵蚀大。

非经常性损益方面,2019—2021年,公司其他收益分别为8.00亿元、5.70亿元、7.87亿元,分别为净利润的2.70倍、2.23倍和1.98倍。2021年,公司其他收益主要为公司本部收到的市财政局拨付的企业发展资金4.21亿元、合盛公司及其子公司收到景德镇高新技术产业开发区管理委员会国有资产管理中心拨付的企业发展补助资金1.43亿元等。2019—2021年,公司投资收益分别为-0.18亿元、2.30亿元、-1.45亿元,2021年投资收益主要为应收票据贴现息。2021年,公司公允价值变动净收益为-2.21亿元,主要系投资性房地产当期公允价值变动所致。

图 15 2019—2021 年公司盈利指标



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面,2019—2021年,公司总资本收益率分别为2.02%、1.76%和1.87%;净资产收益率分别为1.02%、0.85%和1.15%。

2022年1—3月,公司实现营业总收入47.53亿元,同比增长12.47%;营业成本41.29亿元,同比增长20.60%,主要系煤化工原材料价格持续高位运行所致;营业利润率为12.40%,同比下降5.69个百分点;期间费用同比增加2.55亿元,利润总额为-1.45亿元。

5. 现金流

公司收入实现质量较弱,受拍地支出及基础设施建设项目投入影响,经营及投资资金缺口较大,对外融资需求大。

表 20 公司现金流量情况(单位:亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
经营活动现金流入小计	178.42	141.03	198.07	56.98
经营活动现金流出小计	258.13	159.97	196.72	47.63
经营现金流量净额	-79.71	-18.95	1.34	9.35
投资活动现金流入小计	7.03	7.56	2.91	0.01
投资活动现金流出小计	23.61	37.06	67.72	14.69
投资活动现金流量净额	-16.57	-29.50	-64.81	-14.69
筹资活动前现金流量净额	-96.29	-48.45	-63.46	-5.33
筹资活动现金流入小计	255.02	259.87	276.79	56.74
筹资活动现金流出小计	150.22	204.87	202.25	34.35
筹资活动现金流量净额	104.80	55.00	74.54	22.38
现金收入比(%)	96.60	76.43	79.20	96.53

资料来源:公司财务报告

从经营活动来看,2019—2021年,公司经营活动现金流入分别为178.42亿元、141.03亿元和198.07亿元,2021年,随着煤化工板块收入及毛利润增长,公司经营活动现金流入同比增长40.45%;2019—2021年,经营活动现金流出分别为258.13亿元、159.97亿元和196.72亿元。同期,公司经营活动现金净流量分别为-79.71亿元、-18.95亿元和1.34亿元。2019—2021年,公司现金收入比分别为96.60%、76.43%和79.20%,收入实现质量仍较弱。

从投资活动来看,2019—2021年,公司投资活动现金流入分别为7.03亿元、7.56亿元和2.91亿元;投资活动现金流出分别为23.61亿元、37.06亿元和67.72亿元。其中,2021年购建固

定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 51.46 亿元，同比增长 77.62%，主要系基础设施建设项目投入增加所致；投资支付的现金 7.79 亿元，主要系母公司认购景德镇农村商业银行股份有限公司股份（2.01 亿元计入其他权益工具）及基金投资等；取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 8.47 亿元，主要系合盛公司收购正业科技支付的现金。2019—2021 年，公司投资活动现金净流量分别为-16.57 亿元、-29.50 亿元和-64.81 亿元。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-96.29 亿元、-48.45 亿元和-63.46 亿元。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入分别为 255.02 亿元、259.87 亿元和 276.79 亿元。其中，2021 年吸收投资收到的现金 9.52 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金 39.26 亿元主要系收到的融资租赁款及财政建设资金等。2019—2021 年，筹资活动现金流出分别为 150.22 亿元、204.87 亿元和 202.25 亿元。2019—2021 年，公司筹资活动现金净流量分别为 104.80 亿元、55.00 亿元和 74.54 亿元。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 56.98 亿元，同比增长 12.39%；实现经营活动现金净流入 9.35 亿元；投资活动现金净流出 14.69 亿元；筹资活动现金净流入 22.38 亿元。

6. 偿债指标

公司偿债能力指标表现较弱，间接融资渠道畅通。

表 21 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	154.25	176.35	133.44
	速动比率（%）	62.42	75.18	68.69
	经营现金/流动负债（%）	-30.23	-7.34	0.41
	经营现金/短期债务（倍）	-0.43	-0.11	0.01
	现金类资产/短期债务（倍）	0.50	0.58	0.44
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	24.22	22.24	24.56
	全部债务/EBITDA（倍）	13.95	17.48	19.31
	经营现金/全部债务（倍）	-0.24	-0.05	0.00
	EBITDA/利息支出（倍）	1.94	2.20	1.98

经营现金/利息支出（倍）	-6.37	-1.87	0.11
--------------	-------	-------	------

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2019—2021 年末，公司流动比率分别为 154.25%、176.35% 和 133.44%。同期，公司速动比率分别为 62.42%、75.18% 和 68.69%。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 137.18% 和 69.69%，较上年底分别提高 3.74% 和提高 1.00%。2019—2021 年，公司经营现金流动负债比率分别为 -30.23%、-7.34% 和 0.41%。2019—2021 年末，公司现金短期债务比分别为 0.50 倍、0.58 倍和 0.44 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 分别为 24.22 亿元、22.24 亿元和 24.56 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 1.94 倍、2.20 倍和 1.98 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2019—2021 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 13.95 倍、17.48 倍和 19.31 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度弱。

截至 2021 年底，公司对外担保余额为 0.40 亿元，担保比率低，或有负债风险低。

重大未决诉讼方面，公司 2021 年 5 月公告显示，公司 2020 年 6 月将景德镇市景兴房地产开发有限公司（以下简称“景兴地产”）100% 股权以 6.79 亿元对价转让给恒大地产集团（江西）有限公司（以下简称“恒大地产”），恒大地产仅支付首期 30% 的转让价款，但未按约定时间支付剩余转让价款。公司请求依法判令恒大地产支付股权转让款 2.72 亿元及延期利息和违约金。另外，2020 年 5 月，景兴地产因土地出让金需要，向公司借款 0.50 亿元，借款期限为半年，但未按期还款，公司请求依法判令景兴地产归还借款及利息。截至 2021 年底，公司应收恒大地产股权转让款 5.03 亿元，计提坏账准备 0.49 亿元，未来存在一定坏账损失风险。联合资信将持续关注上述案件进展。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月底，公司获得的银行及其他金融机构授信额度为 303.88

亿元，尚未使用额度为 89.07 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属黑猫股份及正业科技为上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部经营部分基础设施建设业务，收入规模较小，经营获现能力弱，利润主要来自其他收益；受当期市政建设项目收入下降及财务费用高企影响，本部利润总额亏损。母公司承担了部分有息债务且以直接融资为主，资产主要由其他应收款、存货、长期股权投资及投资性房地产构成，资产流动性较弱；母公司对外部融资依赖度高，短期偿债压力大。

截至 2021 年底，母公司资产总额为 463.18 亿元，较上年底增长 18.96%，主要系对古镇公司和合盛公司等子公司追加投资及投资性房地产增加所致。其中，流动资产 112.62 亿元（占 24.31%），非流动资产 350.56 亿元（占 75.69%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 9.80%）、应收账款（占 18.15%）、其他应收款（合计）（占 41.55%）和存货（占 26.34%）构成；非流动资产主要由长期应收款（占 6.44%）、长期股权投资（占 67.07%）和投资性房地产（占 18.05%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 11.04 亿元；长期股权投资为 235.13 亿元，较上年底增加 117.48 亿元，主要系母公司以景德镇市枫树山林场有限公司 100% 股权对合盛公司增资 72.87 亿元（母公司对合盛公司的持股比例由 70% 提高至 80%），母公司将当期政府注入的保障住房资产 29.94 亿元（投资性房地产）注入古镇公司所致。

表 22 截至 2021 年底母公司按欠款方归集的年末金额前五名的其他应收款项情况（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占比（%）
景德镇市国信城市运营发展有限公司	子公司往来款	12.12	1 年以内	25.27
景德镇市国信置业有限公司	子公司往来款	5.34	1 年以内	11.13
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	往来款	5.06	3-4 年 4.24 亿元，4-5 年 0.81 亿元	10.54

恒大地产集团（江西）有限公司	股权转让款	5.03	1 年以内 0.17 亿元，1-2 年 4.86 亿元	10.49
景德镇市开源房地产有限公司	子公司往来款	4.00	2-3 年	8.34
合计	--	31.54	--	65.77

注：上述其他应收款除恒大地产应收款计提 0.49 亿元坏账准备外，均未计提坏账准备

资料来源：公司财务报告

截至 2021 年底，母公司负债总额为 240.02 亿元，较上年底增长 18.37%。其中，流动负债 133.70 亿元（占 55.70%），非流动负债 106.32 亿元（占 44.30%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 18.95%）、其他应付款（合计）（占 22.29%）、一年内到期的非流动负债（占 31.75%）、其他流动负债（占 17.50%）、合同负债（占 8.44%）和其他流动负债（占 17.50%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 16.51%）、应付债券（占 70.16%）、长期应付款（合计）（占 6.45%）和递延所得税负债（占 6.46%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 51.82%，较 2020 年底下降 0.26 个百分点；全部债务为 180.09 亿元，占合并口径的 37.97%，全部债务资本化比率为 44.66%，母公司债务负担尚可。其中，短期债务为 87.94 亿元，现金短期债务比为 0.13 倍，短期偿付压力大；以行权计，母公司 2022 年下半年到期债券余额合计 54.40 亿元，存在一定集中偿付压力。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 223.16 亿元，较上年底增长 19.60%，主要系政府注入投资性房地产及投资性房地产改为以公允价值计量导致资本公积和其他综合收益增加所致。在所有者权益中，实收资本 100.00 亿元（占 44.81%）、资本公积 83.58 亿元（占 37.45%）、未分配利润 13.70 亿元（占 6.14%）、盈余公积 4.42 亿元（占 1.98%），所有者权益稳定性强。

母公司收入主要来自市政建设项目和租赁收入。2021 年，母公司营业总收入为 5.68 亿元，同比下降 73.21%，主要系市政建设项目收入下降所致。受市政建设项目收入规模下降叠加财务费用增长影响，母公司当期利润总额为 -3.83 亿元。同期，母公司其他收益为 4.48 亿元。

现金流方面, 2021 年, 母公司经营活动产生的现金流量净额为-13.85 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-7.26 亿元, 取得投资收益收到的现金为 0.33 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为 16.74 亿元, 分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 12.20 亿元。

十、外部支持

公司作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台, 政府在资本注入、资产划转和财政补贴等方面给予公司的支持力度大。

公司是景德镇市人民政府直属的国有独资企业, 作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台, 在资本注入、资产划转及财政补贴方面得到了地方政府的大力支持。景德镇市人民政府每年给予公司一定的财政资金补贴。2019—2021年, 公司分别获得其他收益8.00亿元、5.70亿元和7.87亿元。

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, 景德镇市人民政府同意对公司以货币形式增资人民币70亿元。其中, 增加注册资本38亿元, 增加资本公积32亿元。截至2019年底, 公司已收到全部增资款。根据景府办抄字〔2019〕62号相关内容, 景德镇市人民政府同意拨给公司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。

2020年, 公司控股子公司景德镇市水利投资有限公司根据景府办抄字〔2020〕66号文件精神, 收到划拨资产9.17亿元, 其中: 划入土地资产9.09亿元, 划入固定资产0.08亿元; 控股子公司古镇公司根据景德镇市人民政府办公室抄告单“景府办抄字〔2020〕91号”文件收到市财政局投入款1.66亿元; 公司收到划拨土地1.00亿元, 收到划拨房屋建筑物0.41亿元; 公司及控股子公司收到国有资本收益返还款合计0.61亿元; 公司收到景德镇市国资委划入景德镇公共交通有限公司股权款0.11亿元; 航空产业园项目专项资金转入及权益法核算增加资本公积合计0.14亿元。

2021 年, 根据景德镇市人民政府办公室会议纪要(7)文件精神, 将方家山小区、景东安厦小区、安宇小区、安新小区等保障性住房资产注入公司, 合计增加资本公积 29.94 亿元; 财政拨入增资款 6.50 亿元。

十一、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行对公司债务结构影响较小, 公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后的长期债务保障能力一般。考虑到公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台, 在资金注入和资产划拨方面获得的政府支持力度大, 融资渠道畅通, 能够对本期公司债券的偿付提供有效支持。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期公司债券发行总额不超过8亿元(含8亿元)。按发行金额上限8亿元测算, 本期公司债券发行金额分别占2021年底公司长期债务和全部债务的3.56%和1.69%, 本期公司债券的发行对公司现有债务结构影响较小。考虑到本期公司债券募集资金拟全部用于偿还公司债务, 本期公司债券发行后对公司债务负担影响可控。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2021年, 公司经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为198.07亿元和1.34亿元, 分别为本期公司债券发行后长期债务(232.91亿元)的0.85倍和0.01倍。2021年, 公司EBITDA为24.56亿元, 本期公司债券发行后长期债务为EBITDA的9.48倍。

表 23 本期公司债券偿还能力测算

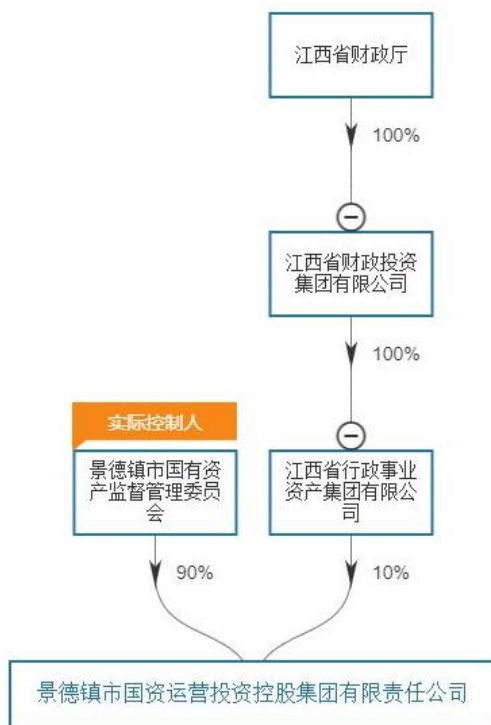
项目	2021 年
发行后长期债务*(亿元)	232.91
经营现金流入/发行后长期债务(倍)	0.85
经营现金/发行后长期债务(倍)	0.01
发行后长期债务/EBITDA(倍)	9.48

注: 发行后长期债务为将本期公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

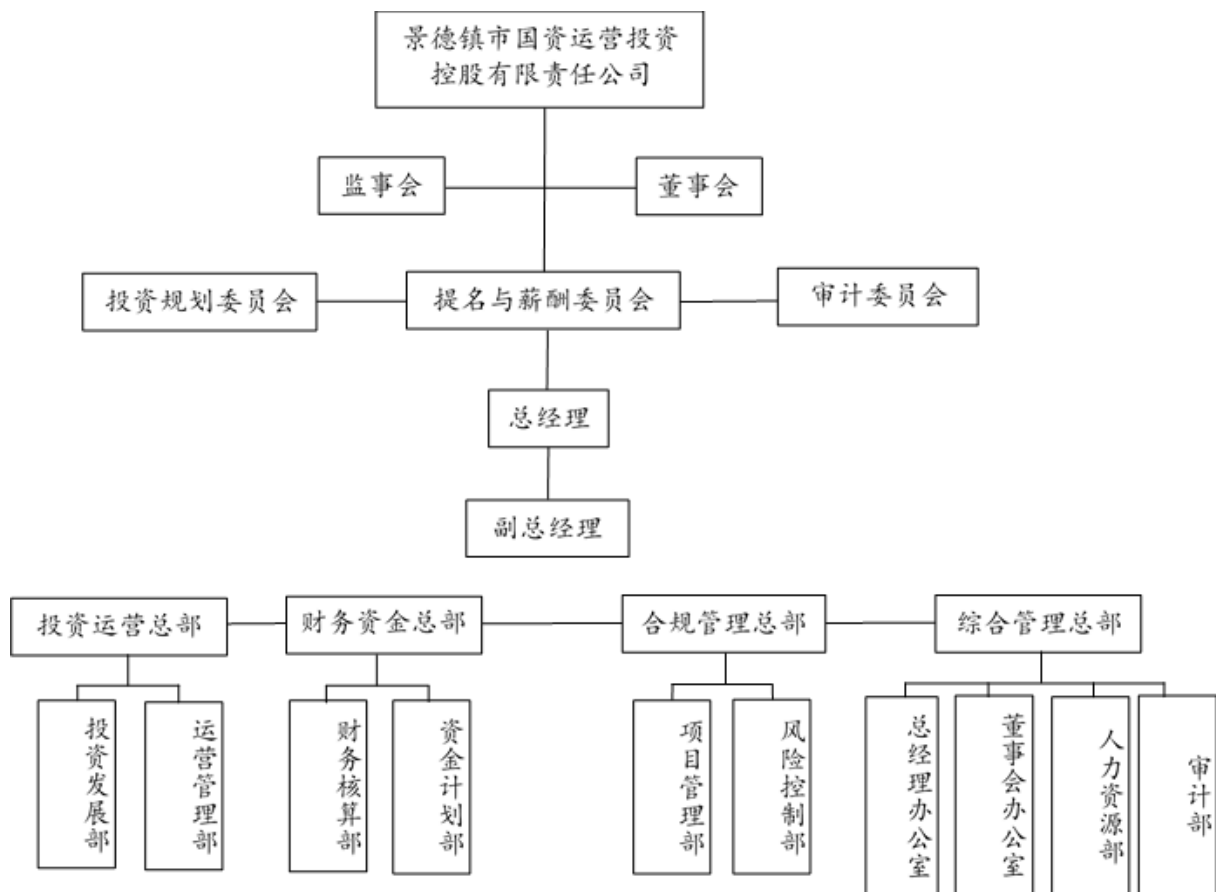
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺, 本期公司债券信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 5 月底景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司股权结构图



资料来源：Wind

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底景德镇市国资运营投资控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底景德镇市国资运营投资控股集团有限公司主要子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	享有的表决权	取得方式
景德镇黑猫集团有限责任公司	生产企业	100%	100%	政府划拨
景德镇市公共交通公司	公共交通	100%	100%	政府划拨
景德镇市国信置业有限公司	房地产开发	100%	100%	投资设立
景德镇市国信康养产业有限公司	房地产开发	100%	100%	投资设立
景德镇市古镇投资管理有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇市国信节能科技有限公司	节能服务	51%	51%	投资设立
景德镇市国信宏城建设开发有限公司	市政基础设施建设	100%	100%	投资设立
景德镇合盛产业投资发展有限公司	土地开发及房地产	80%	80%	非同一控制下企业合并
景德镇市国信清源生态环保有限公司	医疗废物收集处理	60%	60%	政府划拨
景德镇市国信再生资源有限公司	废旧物资回收销售加工	100%	100%	投资设立
景德镇市国信资产管理有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇市国信瓷立方陶瓷有限公司	生产贸易	100%	100%	投资设立
景德镇市国信工程管理有限公司	工程项目管理	100%	100%	投资设立
景德镇市国信人文纪念有限公司	殡葬服务	100%	100%	投资设立
景德镇市枫树山林场有限公司	林业开发	100%	100%	投资设立
景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司	服务贸易	60%	60%	投资设立
景德镇市国信粮贸资产投资运营有限责任公司	服务贸易	60%	60%	投资设立
景德镇市国信城市运营发展有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇市园林绿化有限责任公司	园林绿化	100%	100%	政府划拨
景德镇市市政工程有限责任公司	市政工程	100%	100%	政府划拨
景德镇市水利投资有限公司	水利投资	100%	100%	政府划拨
景德镇市国顺机动车驾驶员服务有限公司	驾驶培训	100%	100%	投资设立
景德镇市保安服务有限公司	保安服务	100%	100%	政府划拨
景德镇金融控股有限责任公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇市国信通服智慧科技有限公司	保安服务	60%	60%	投资设立
景德镇市国信体育文化产业发展有限公司	文化产业	100%	100%	投资设立
景德镇国控环境产业有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇航空产业投资发展有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇新闻传媒集团有限责任公司	新闻出版	57.14%	60%	投资设立
景德镇市镇兴房地产开发有限公司	房地产开发	60%	60%	投资设立
景德镇公共交通有限公司	公共交通	100%	100%	非同一控制下企业合并

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	91.82	102.66	110.05	124.68
资产总额（亿元）	716.81	800.87	954.22	991.38
所有者权益（亿元）	289.15	301.16	345.49	344.20
短期债务（亿元）	184.51	177.49	249.33	268.11
长期债务（亿元）	153.36	211.19	224.91	243.25
全部债务（亿元）	337.87	388.68	474.24	511.36
营业收入（亿元）	164.64	157.02	188.90	47.53
利润总额（亿元）	6.09	4.35	5.40	-1.45
EBITDA（亿元）	24.22	22.24	24.56	--
经营性净现金流（亿元）	-79.71	-18.95	1.34	9.35
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.07	3.12	3.04	--
存货周转次数（次）	0.74	0.53	0.67	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.21	0.22	--
现金收入比（%）	96.60	76.43	79.20	96.53
营业利润率（%）	12.75	13.09	14.99	12.40
总资产收益率（%）	2.02	1.76	1.87	--
净资产收益率（%）	1.02	0.85	1.15	--
长期债务资本化比率（%）	34.66	41.22	39.43	41.41
全部债务资本化比率（%）	53.89	56.34	57.85	59.77
资产负债率（%）	59.66	62.40	63.79	65.28
流动比率（%）	154.25	176.35	133.44	137.18
速动比率（%）	62.42	75.18	68.69	69.69
经营现金流动负债比（%）	-30.23	-7.34	0.41	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.58	0.44	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	1.94	2.20	1.98	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.95	17.48	19.31	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算；长期应付款中的应付明股实借款和应付融资租赁款已计入长期债务核算

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.15	15.71	11.04	22.28
资产总额（亿元）	348.44	389.36	463.18	481.67
所有者权益（亿元）	177.98	186.59	223.16	221.94
短期债务（亿元）	42.86	43.37	87.94	88.69
长期债务（亿元）	91.00	116.53	92.15	100.90
全部债务（亿元）	133.86	159.90	180.09	189.59
营业收入（亿元）	21.46	20.76	5.68	2.08
利润总额（亿元）	7.63	2.84	-3.83	-1.43
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-48.25	-20.37	-13.85	5.25
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.64	1.99	0.32	--
存货周转次数（次）	0.24	0.18	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.01	--
现金收入比（%）	53.17	16.63	72.25	1.78
营业利润率（%）	28.93	19.11	16.43	57.32
总资本收益率（%）	1.82	0.66	-0.69	--
净资产收益率（%）	3.19	1.23	-1.25	--
长期债务资本化比率（%）	33.83	38.44	29.22	31.25
全部债务资本化比率（%）	42.93	46.15	44.66	46.07
资产负债率（%）	48.92	52.08	51.82	53.92
流动比率（%）	240.38	250.75	84.23	88.72
速动比率（%）	125.65	132.52	62.04	67.87
经营现金流动负债比（%）	-64.32	-25.92	-10.36	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.36	0.13	0.25
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2022 年面 向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。