信用评级公告

联合〔2021〕3994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责任公司及其拟发行的2021年度第一期中期票据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责任公司主体长期信用等级为AA^+，景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2021年度第一期中期票据信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月八日

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

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
2021年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA+

本期中期票据信用等级：AA+

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 10 亿元

本期中期票据发行期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务、补充营运资金

评级时间：2021 年 6 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
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责任公司（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。公司拥有的土地和房屋资产资产规模大，资本实力强，融资渠道畅通。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；公司整体盈利能力弱，利润对其他收益的依赖度高；公司债务规模持续增长，整体负债水平较高；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 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

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，资产规模和实力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

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，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。
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 2020 年底，公司存货开发成本中的土地使用权为 167.21 亿元，

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

无形资产中的土地使用权为 26.33 亿元，投资性房地产为 55.63 亿元，且以成本计量，固定资产中的房屋建筑物为 50.55 亿元。随着地方经济快速发展，城市建设规模不断扩大，上述资产价值有望进一步提升。

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。
5. **公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。**2018－2020 年，公司经营活动现金流入分别为本期中期票据拟发行额度上限的 18.95 倍、17.84 倍和 14.10 倍；同期，公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行额度上限的 2.82 倍、2.42 倍和 2.22 倍。

关注

1. **业务周期性较强，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。**煤化工行业周期性较强，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. **公司整体盈利能力弱，利润对其他收益依赖度高。**2018－2020 年，其他收益分别占利润总额的 53.70%、131.37%和 131.12%，对利润影响大。
3. **公司债务规模持续增长，整体负债水平较高，存在一定短期偿债压力。**近年来，随着基础设置建设项目投入，公司债务规模持续增长，整体负债水平较高。2018－2020 年底，公司现金短期债务比分别为 0.38 倍、0.34 倍和 0.41 倍，存在一定短期偿债压力。
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，尚需投入资金量较大。同时，项目回款周期较长，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，或回款与项目融资出现错配，公司将面临流动性风险。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	54.45	62.17	72.59	119.00
资产总额（亿元）	588.47	716.81	800.87	825.46
所有者权益（亿元）	225.87	289.15	301.16	303.26
短期债务（亿元）	143.87	184.51	177.49	205.87
长期债务（亿元）	127.24	153.36	211.19	208.04
全部债务（亿元）	271.11	337.87	388.68	413.91
营业收入（亿元）	166.93	164.64	157.02	42.26
利润总额（亿元）	10.29	6.09	4.35	2.32
EBITDA（亿元）	28.18	24.22	22.24	--
经营性净现金流（亿元）	18.05	-79.71	-18.95	-3.41
营业利润率（%）	14.55	12.75	13.09	18.09
净资产收益率（%）	3.17	1.02	0.85	--
资产负债率（%）	61.62	59.66	62.40	63.26
全部债务资本化比率（%）	54.55	53.89	56.34	57.71
流动比率（%）	129.62	154.25	176.35	166.35
经营现金流动负债比（%）	8.00	-30.23	-7.34	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.50	0.58	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	2.02	1.94	2.20	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.62	13.95	17.48	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	236.95	348.44	389.36	408.34
所有者权益（亿元）	101.93	177.98	186.59	185.05
全部债务（亿元）	93.83	133.86	159.90	171.69
营业收入（亿元）	13.41	21.46	20.76	2.01
利润总额（亿元）	5.54	7.63	2.84	-1.53
资产负债率（%）	56.98	48.92	52.08	54.68
全部债务资本化比率（%）	47.93	42.93	46.15	48.13
流动比率（%）	193.68	240.38	250.75	200.37
经营现金流动负债比（%）	17.60	-64.32	-25.92	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 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；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算；4. 2018－2020 年现金类资产已剔除受限货币资金
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	2020/12/28	牛文婧、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	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编号

声　明

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

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
2021年度第一期中期票据信用评级报告

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。

截至2021年3月底，公司注册资本为100.00亿元。景德镇市国资委持有公司100%股权，为公司实际控制人。

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2021年3月底，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、项目管理部等职能部门；公司纳入合并范围的一级子公司共29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2021年3月底黑猫集团持股38.75%）为上市公司。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为800.87亿元，所有者权益合计301.16亿元（含少数股东权益50.14亿元）。2020年，公司实现营业总收入157.02亿元，利润总额4.35亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为825.46亿元，所有者权益合计303.26亿元（含少数股东权益51.99亿元）。2021年1－3月，公司实现营业总收入42.26亿元，利润总额2.32亿元。

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：陈望贤。

二、本期中期票据概况

公司拟于2021年注册额度为20.00亿元的中期票据，本期计划发行景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2021年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额度不超

过 10.00 亿元，期限 3 年。本期中期票据募集资金计划用于偿还有息债务及补充营运资金。本期中期票据的还本付息方式为按年付息，到期一次还本。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

[1]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[2]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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，

稳定预期，**保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

四、行业及区域环境分析

1. 煤化工行业

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量均保持世界第一。传统煤化工以煤焦化、煤质尿素和甲醇为主；新型煤化工产业主要包括煤质烯烃、煤制油和煤制天然气等。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。

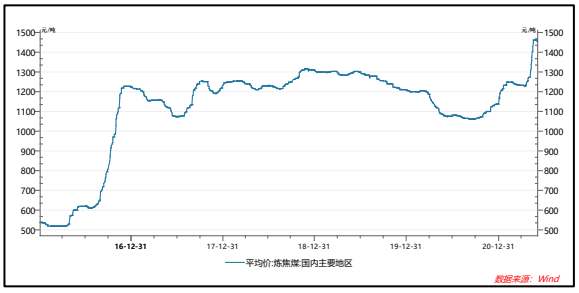
（1）焦炭

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。2020年上半年，受疫情对下游开工率的影响，焦炭价格有所回调，随后随着下游需求恢复价格呈现快速增长。

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。

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，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。得益于煤炭去产能影响，2016 年下半年之后，煤炭价格大幅上涨，随后煤炭供需实现紧平衡，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位。截至 2018 年底，全国综合煤炭价格指数为 163.51，较年初变化不大。2019 下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。截至 2019 年底，全国综合煤炭价格指数为 153.30，较年初下降 6.27%。2020 年前三季度，国内煤炭价格走势疲弱，市场自四季度开始反弹。截至 2020 年底，全国综合煤炭价格指数为 172.90，较年初增长 12.57%。

图 1　2016 年以来国内主要地区炼焦煤价格情况

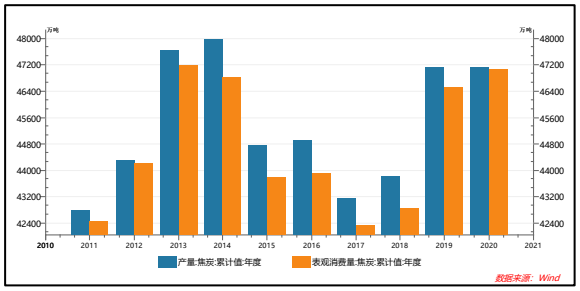


资料来源：Wind

中国焦炭产能主要分布在华北和华东区域。

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，中国累计淘汰焦炭落后产能 9700 万吨。《焦化行业“十三五”发展规划纲要》提出，“十三五”期间，焦化行业将淘汰全部落后产能。2018 年以来，在钢铁等下游产业发展的拉动下，中国焦炭产量稳步提高，2019 年中国焦炭产量达 4.7 亿吨，较 2018 年增加了 0.3 亿吨，同比增长 7.54%，2020 年中国焦炭产量为 4.7 亿吨，与 2019 年基本持平。

图 2　2011 年以来中国焦炭产量及表观消费量情况

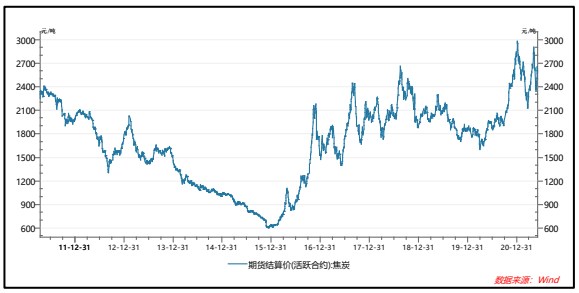


资料来源：Wind

中国焦炭主要消费用户有钢铁、化工、机械、有色等行业。其中，钢铁行业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度持续回升。2019 年中国焦炭需求量达 4.7 亿吨，较 2018 年增加了 0.4 亿吨，同比增长 8.57%，2020 年中国焦炭需求量为 4.7 亿吨，与 2019 年持平，2020 年中国焦炭市场供需基本平衡。

从焦炭价格来看，2018 年，受环保因素影响，焦钢企业限产常态化，焦炭供需整体呈现紧平衡，焦价高位，整体起伏较大，调整较频繁。2019 年，焦炭供应宽松，价格低位运行；受钢焦企业之间长协合同增多，焦企库存、钢厂库存、贸易商进场机会减少等多重因素影响焦价波动范围收窄，波动价差在 300 元之间。受疫情影响，2020 年年初到 4 月初，钢铁企业开工率较低，需求较弱，而焦炭产量虽然也有下降，但供给仍相对宽松，焦炭价格下跌。随着疫情得到控制，经济恢复后高炉开工率提升，叠加焦化企业产能出清，供给重回紧张，焦炭价格回升。

图 3　2011 年以来焦炭价格走势



资料来源：Wind

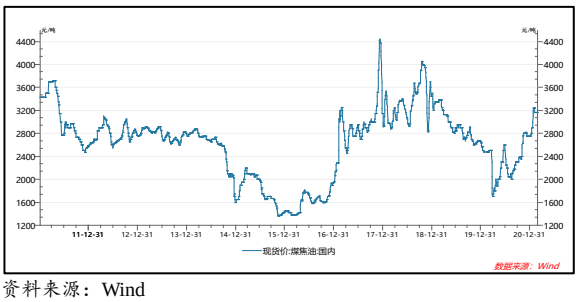
（2）炭黑行业

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，行业集中度得以提高。2018年起，受下游需求不足的影响，炭黑价格呈震荡下行态势，2020年5月以后价格有所回升。

炭黑是煤化工产业链中的一种产品，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。

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，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，导致煤焦油价格于2016年触底回升并逐步企稳。2018 年，煤焦油价格保持高位运行。受下游需求不足的影响，2019 年以来，煤焦油价格大幅下滑。受疫情影响，2020 年初，煤焦油价格下行，4 月以来，价格触底反弹。

图4　2011年以来国内煤焦油价格波动情况



资料来源：Wind

由于炭黑行业多选择贴近原料产地进行产业布局，所以产能多集中在北方能源化工省份。2020年，国内炭黑行业开工率在60%左右，炭黑

产能在800万吨左右，全年炭黑产量480万吨，较去年下降25%，主要系新冠疫情期间开工不足、原料紧张、需求下降等因素影响。根据中国橡胶网数据，三年内仍将有111万吨新增产能，加上目前产能预计2022年至少在900万吨以上，行业供应过剩是必然。

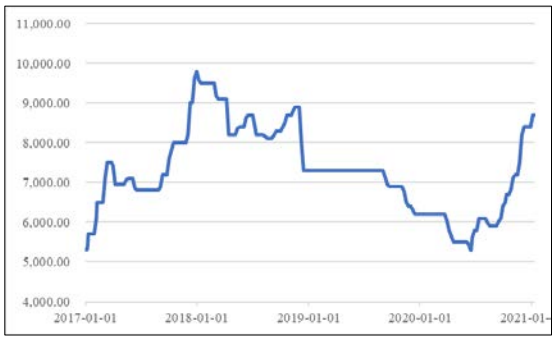
图5　2016－2020年中国炭黑行业供需平衡情况

资料来源：公开信息，联合资信整理

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，自 2018 年以来中国汽车产量开始下滑，2020 年中国汽车产量为 2522.5 万辆，较 2019 年少了 30.3 万辆，同比减少 1.19%。受此影响，轮胎企业开工均出现下滑，终端需求偏弱。

价格方面，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。2018年2月达到最高值后，之后开始下滑，波动较大。2019年以来，受下游开工及需求减少的影响，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。

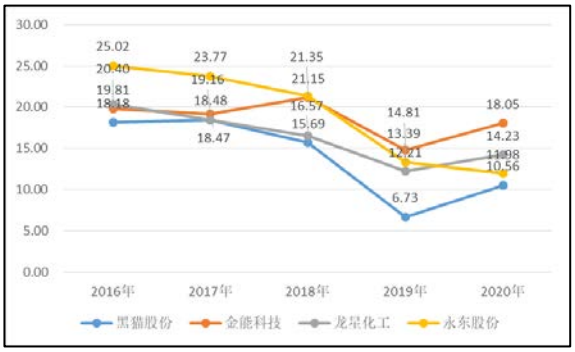
图6　近年来国内炭黑价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从行业竞争格局来看，随着国家供给侧改革和环保趋严因素的持续性影响，加速了落后产能整合和出清，炭黑市场集中度进一步提升，大型炭黑企业也将获得更多的市场份额。中国炭黑行业龙头为黑猫股份，2020年产能为110万吨，占全国总产能比重不到14%。炭黑行业产能压力仍然较大。2019年中国前五家企业总产能279万吨，占全国总产能比重仅为35%。2019年，受限于炭黑产品价格持续走低，炭黑企业毛利率均出现大幅下滑，其中，金能科技毛利率较高主要在于成本端，即原材料煤焦油部分自产及炭黑副产品抵减生产成本。

图7　2016－2020年主要炭黑企业毛利率对比



资料来源：Wind，联合资信整理

2.　区域经济环境及财政实力

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。

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。2020 年，景德镇市实现地区生产总值 957.14 亿元，同比增长 3.7%；完成财政总收入 140.27 亿元，同比增长 0.6%；固定资产投资增长 8.4%；社会消费品零售总额增长 2.5%；实际利用外资增长 6.2%；城乡居民人均可支配收入分别增长 5.3%和 7.3%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本为100.00亿元。景德镇市国资委持有公司100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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。

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2021年3月底，公司董事会由7名董事[3]组成。公司设总经理1名，常务副总经理1名，副总经理5名，总工程师1名。

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。现任公司副董事长、常务副总经理、党委委员。

陈望贤，男，1964年11月出生，汉族，本科学历，中共党员。历任江西德兴铜矿技术员、景德镇市房屋建设开发公司技术员、经理助理、副经理、副书记、经理、书记，景德镇市房管局住房置业担保中心主任，黑猫集团党委委员、纪委书记。现任公司总经理、董事、法定代表人。

截至2021年3月底，公司合计在职人员11868人。其中，从受教育程度来看，本科及以上学历占9.82%，其他学历占90.18%；年龄结构方面，30岁以下占37.12%，30～50岁的占53.68%，50岁以上的占9.20%；专业结构方面，中高级职称占4.39%，其他占81.14%。

4. 政府支持

公司作为景德镇市重要的国有资产经营管理主体，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

[3] 2021 年 4 月 2 日，公司公告称原董事长吴林因已到法定退休年龄，不再担任公司董事长一职。

企业，作为景德镇市国有资产管理和运营主体，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，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。2018－2020年，公司分别获得其他收益5.53亿元、8.00亿元和5.70亿元。

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；公司取得政府划拨的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。

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；控股子公司景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“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。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码G1036020200015580C），截至2021年6月2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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

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。

七、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。2020年，受新冠肺炎疫情影响，主要品种收入进一步下降，下半年以来，随着国内复产复工，主要产品毛利率快速修复，同比呈现出增长态势。

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。

2018－2020 年，公司主营业务收入持续下降，年均复合下降 3.37%。2020 年，公司实现主营业务收入 151.96 亿元，同比下降 4.90%，主要系煤化工及相关多元化产品板块收入同比减少所致。

从主营业务收入构成来看，2018－2020 年，煤化工及相关多元化产品板块收入占比逐年下降，分别为 79.55%、73.17%和 69.80%，但仍为公司最主要的收入来源。从主要产品品种来看，2018－2020 年，焦炭、炭黑和煤化工附属产品收入均呈下降趋势，2020 年同比分别下降 6.64%、15.47%和 19.33%，主要系疫情导致国内制造业开工及需求出现大幅下滑所致。其中，煤化工附属产品主要包括焦油精制产品、煤气、药用玻璃、焦油、粗苯、蒸汽、电等。2018－2020 年，复合肥销售收入波动增长，2020 年同比增长 26.09%，主要系 2019 年江西洪涝灾害导致肥料需求量下降，2020 年产销量恢复至 2018 年水平所致。2018－2020 年，房地产业务收入逐年增长，2020 年实现收入 8.53 亿元，同比增长 25.25%，主要系房地产项目结转金额增加所致。受项目结转进度影响，2018－2020 年，代建项目收入持续增长，2020 年实现收入 26.06 亿元，同比增长 0.66%。公司其他业务主要包括陶瓷销售、合同能源管理等业务，2020 年实现收入 15.70 亿元，同比增长 34.01%。

表 2　2018－2020 年及 2021 年一季度公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦炭	35.93	22.08	13.53	35.28	22.08	17.20	32.94	21.67	17.47	10.74	25.81	18.13
炭黑	66.14	40.64	16.18	54.72	34.25	5.85	46.26	30.44	12.03	16.36	39.32	23.60
复合肥	13.80	8.48	12.32	11.38	7.12	12.30	14.35	9.45	8.41	2.62	6.30	11.84
煤化工附属产品	13.59	8.35	10.92	15.53	9.72	-17.14	12.53	8.24	9.06	5.99	14.40	9.23
住宿餐饮	0.58	0.36	72.83	0.67	0.42	60.11	0.72	0.48	46.71	0.36	0.88	46.72
房地产	4.92	3.02	-13.37	6.81	4.26	28.95	8.53	5.62	21.05	2.09	5.02	24.79
处置不良债权	0.01	0.00	100.00	1.62	1.01	100.00	0.00	0.00	8.33	--	--	--
代建项目	18.49	11.36	26.74	25.89	16.20	27.65	26.06	17.15	10.40	1.93	4.63	15.89
其他	9.27	5.70	15.30	7.88	4.93	32.94	10.56	6.95	34.94	1.52	3.64	6.18
合计	**162.73**	**100.00**	**15.29**	**159.80**	**100.00**	**13.62**	**151.96**	**100.00**	**15.44**	**41.61**	**100.00**	**18.65**

资料来源：公司提供

毛利率方面，受煤化工行业景气度波动等因素影响，公司主营业务毛利率有所波动，2018－2020年分别为15.29%、13.62%和15.44%。同期，受益于原材料利用率提升，成本降低，焦炭销售业务毛利率逐年增长，2020年同比保持稳定。2018－2020年，受上游原材料价格波动及下游轮胎行业开工及采购意愿下降影响，炭黑销售业务毛利率波动下降；2020年，炭黑销售业务毛利率为12.03%，较上年提升6.18个百分点，主要系主要原材料煤焦油平均采购价格同比下降所致。2018－2020年，煤化工附属产品销售业务毛利率波动较大，分别为10.92%、-17.14%和9.06%，主要系部分品种内部结算所致。2018－2020年，复合肥销售业务毛利率持续下降，2020年同比减少3.89个百分点，主要系复合肥行业产品同质化较为严重，市场竞争激烈，产品价格呈下降趋势及毛利率较高的驻马店工厂搬迁停产所致。2018－2020年，房地产和代建项目板块毛利率波动较大，主要受当期结转项目收益影响。

2021年1－3月，公司实现主营业务收入41.61亿元，同比增长74.47%，主要系2020年一季度受新冠肺炎疫情影响较大所致；当期收入较2019年同期增长39.30%，主要系煤化工及相关多元化产品板块收入增长所致。2021年一季度，国内轮胎企业全球市场份额进一步增加，炭黑需求旺盛，炭黑销售规模增幅较大。同期，公司综合毛利率同比提升12.30个百分点，较2019年同期提升11.24个百分点，主要系黑猫股份一季度以季度定价销售的产品延续四季度产品价格上涨度趋势，并补涨了相应的价格涨幅导致炭黑毛利率大幅提升所致。

2. 煤化工板块

（1）焦炭及相关副产品

2018－2020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。同时，上下游合作时间长，集中度较高。

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。2018－2020年，公司洗精煤采购量波动增长；采购均价随洗精煤市场价格波动较大。公司焦炭业务主要供应商包括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，均为合作超过10年的战略合作伙伴。2020年，公司前五名供应商采购额占总采购

额48.24%，公司供应商集中度高。

表 3　2018－2020 年及 2021 年一季度公司洗精煤采购情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
采购金额（亿元）	35.06	34.67	38.14	8.58
采购量（万吨）	256.39	251.50	317.43	68.99
采购均价（元/吨）	1367.40	1378.51	1201.56	1244.30

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。2020年，公司前五名客户的销售额占总销售额55.04%，客户集中度较高。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。

2018－2020年，焦炭业务产能利用率保持高水平，收入持续下降，主要系产品价格随钢材需求下降持续下跌所致。

表 4　2018－2020 年及 2021 年一季度焦炭产销情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
产能（万吨）	210.00	210.00	210.00	52.50
产量（万吨）	189.77	200.06	201.96	48.17
产能利用率（年化，%）	90.37	95.27	96.17	91.75
销量（万吨）	187.45	193.78	190.16	47.71
产销率（%）	98.78	96.86	94.16	99.05
平均售价（元/吨）	1917.03	1820.46	1732.00	2250.97
销售收入（亿元）	35.93	35.28	32.94	10.74

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。2018－2020年，受汽车产业景气度下行，叠加新冠肺炎疫情对轮胎企业开工率的影响，炭黑业务量价均持续下降，2020年四季度以来，北方地区叠加环保限产等因素影响，炭黑行业出现供需偏紧格局，炭黑业绩同比增幅较大。

公司炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。截至2020年底，公司直接持有黑猫股份0.11%股权，黑猫集团持有黑猫股份38.75%的股权（截至2020年3月底已质押8.29%）。

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。2020年，黑猫股份前五大供应商采购金额占比为19.57%，供应商集中度一般。

采购量方面，2018－2020年，黑猫股份主要原材料煤焦油采购量逐年增长，分别为108.87万吨、137.94万吨和148.39万吨，主要系特种炭黑原料需求增加所致。原材料采购价格方面，2018－2020年，煤焦油平均采购价格随市场行情逐年下降，分别为2785.40元/吨、2613.99元/吨和2009.53元/吨。2021年1－3月，随着煤焦油市场价格快速上涨，煤焦油采购平均价格提升至2654.85元/吨。

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。2020年，黑猫股份前五名客户的销售额占总销售额17.70%，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。

2018－2020年，黑猫股份炭黑产销量及销售均价均逐年下降，主要系国内汽车产业景气度下行，叠加2020年初新冠肺炎疫情影响，轮胎企业开工率下滑导致下游需求端疲软所致。2021年一季度，炭黑产销量同比分别增长8.17%和34.71%，主要系2021年第一季度国内轮胎企业全球市场份额进一步增加，炭黑需求旺盛所致。同时，2020年四季度以来，北方地区叠加环保限产等因素影响，炭黑行业出现供需偏紧格局，炭黑产品价格上涨，行业保持较高景气度。由于黑猫股份季度定价销售产品占比较高，因此一季度以季度定价销售的产品延续四季度产品价格上涨度趋势，并补涨了相应的价格涨幅，故一季度炭黑平均售价同比增长39.86%。

表5　2018－2020年及2021年一季度黑猫股份炭黑产销情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
产能（万吨）	110.00	110.00	110	27.50
产量（万吨）	96.78	96.61	92.81	25.94
产能利用率（年化，%）	87.98	87.83	84.37	94.33
销量（万吨）	99.23	96.32	93.11	23.48
产销率（%）	102.53	99.70	100.32	90.52
平均售价（元/吨）	6669.31	5680.02	4968.23	6919.17
销售收入（亿元）	66.14	54.71	46.26	16.36

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，2020年销量增长的同时售价下跌，整体业绩有所增长。

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、30万吨、35万吨和50万吨，在贵州拥有一个磷石矿基地，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。2020年，开门子肥业前五大供应商采购金额占比为43.12%，公司供应商集中度较高。

采购量方面，2018－2020 年，主要原材料氮肥和磷肥采购量持续增长，2020 年同比增长主要系产量增加所致。原材料采购价格方面，2020 年，各主要原材料价格同比均有所下降，主要系受市场价格变动所致；其他类原材料采购价格大幅提升主要系2020年生产的新产品所用辅料价格高所致。

开门子肥业复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式。2020年，开门子肥业前五名客户的销售额占总销售额的4.02%，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6　2018－2020年及2021年1－3月复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	31.10	734.75	32.70	746.39	36.20	681.14	6.72	964.22

磷肥	15.42	2141.20	16.00	1948.85	19.00	1739.88	3.07	1931.74
钾肥	13.39	2073.48	11.34	2053.66	16.50	1858.37	1.47	2128.09
其他	1.72	479.17	2.37	493.80	1.45	6400.96	0.56	6681.06

资料来源：公司提供

生产销售方面，2018－2020 年，复合肥产销量波动较大；主要系 2019 年因环保政策影响，行业普遍出现停产情况，加之江西洪涝灾害影响，肥料需求下降所致。2020 年，复合肥产销量有所恢复，且销量超过 2018 年水平，主要系国家出台一系列包括提高收购价格等在内的扶持政策，鼓励恢复双季稻耕种，复合肥需求增加所致。2020 年，产品平均售价同比下降 9.76%，主要系市场价格下降所致。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，2020 年，开门子肥业产能利用率为 51.20%。

表7　2018－2020年及2021年一季度开门子肥业产销情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
产能（万吨）	138.00	148.00	148.00	37.00
产量（万吨）	76.27	60.00	75.77	17.53
产能利用率（年化，%）	55.27	40.54	51.20	47.38
销量（万吨）	71.59	57.93	80.94	14.92
产销率（%）	93.86	96.55	106.82	85.11
平均售价（元/吨）	1927.30	1965.11	1773.41	1756.25
销售收入（亿元）	13.80	11.38	14.35	2.62

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。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 2021 年 3 月底，开门子房地产共有 10 个在售项目。截至 2021 年 3 月底，开门子房地产房地产项目已完成投资 21.60 亿元。2020 年，开门子房地产实现营业收入 5.32 亿元。

表 8　截至 2021 年 3 月底开门子房地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米）

项目	预计总投资	已投资	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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
金鼎国际	2.65	2.63	5.40	--	1.44	1.03	5.39	--	52	--	0.17	--	0.00	0.00
康家花园	3.90	2.72	6.98	0.78	0.15	--	6.96	0.30	--	--	1.20	--	0.00	0.00
木材厂棚户区		1.62	8.50	0.30	--	--	8.47	--	--	--	0.18	--	0.00	0.00
金岭阳光	0.79	0.71	2.55	--	0.23	0.07	2.55	--	--	--	0.20	0.10	0.00	0.00
金和汇景	3.41（0.30）	4.28	2.26	2.70	1.05	--	0.57	1.79	--	--	0.26	0.15	0.15	0.07
金恒国际	1.79（0.47）	1.79	4.21		0.87	--	2.97	1.17	--	--	0.45	--	0.00	0.00
康家二期	2.30	2.30	4.86		--	--	4.72	--	--	--	0.37	1.15	0.33	0.05
康家三期	1.80	1.28	6.95		---	--	--	6.62	--	--	--	1.24	4.11	0.80
金鼎玖域	4.36	2.05	4.57		--	--	3.55	0.39	--	--	1.07	1.57	0.73	0.06

玖玺台	6.50	2.22	5.85	3.14	0.10	--	--	--	--	--	--	--	--

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9　截至2021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	19.26	2013	2020	43.70	15.02	6.71	8.81
沿江东路棚户区改造安置房项目	12.28	5.71	2013	2016	18.89	11.65	4.63	5.48
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	3.06	2014	2017/2018	9.26	1.27	0.80	0.58
锦泰御园	2.54	1.54	2015	2017	7.60	5.69	2.10	2.35
国信滨江苑	15.87	12.37	2018	2020	31.48	11.08	4.60	0.70
国信御城	5.25	5.33	2010	2021	16.83	1.20	0.13	0.003
合计	**59.20**	**47.27**	--	--	**127.76**	**45.91**	**18.97**	**17.92**

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，或回款与项目融资出现错配，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10　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 2021 年 3 月底已回购金额	未来三年回款计划		
			2021 年	2022 年	2023 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	3.08	1.94	1.94	1.94
航空及先进装备制造产业基地	24.47	10.53	1.52	1.55	2.01
汽车产业园	14.57	5.56	1.34	1.56	1.64
合计	**100.81**	**44.04**	**4.80**	**5.05**	**5.59**

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司主要在建基础设施项目合计总投资237.77亿元，已完成投资金额合计147.84亿元，其中，BT、政府购买服务及委托代建项目已收到项目回款44.04亿元。2019－

2020年，公司主要在建基础设施项目分别确认　　收入20.84亿元和21.68亿元。

表 11　截至 2021 年 3 月底公司主要在建基础建设项目情况（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	未来三年投资计划		
							2021年	2022年	2023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	20.90	--	--	0.20	0.50	1.27
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	21.32	12.80	7.80	4.58	--	--
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	1.08	--	--
	汽车产业园	景德镇市华信建设投资有限公司	10.25	9.10	2.65	2.38	--	--	--
自营	综合物流园区	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	16.00	10.38	0.32	--	--	--	--
	老城区棚户区改造项目	古镇公司	35.54	28.03	1.12	1.49	1.00	--	--
	老城区保护性开发项目	古镇公司	47.74	9.78	0.11	0.05	3.00	4.00	3.00
	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	0.10	0.11	0.11
	昌江百里生态风光带景德镇水利枢纽工程	景德镇市水利投资有限公司	4.52	2.37	--	--	2.15	--	--
	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	2.24	--	--	2.24	--	--
	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	2.48	--	--	5.58	--	--
	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	0.16	--	--	1.14	1.14	1.14
	国信康养项目	景德镇市国信康养产业有限公司	10.60	3.23	--	--	3.39	3.98	--
代建	其他市政建设项目	--	25.59	14.06	1.83	6.02	--	--	--
合计		**--**	**237.77**	**147.84**	**20.84**	**21.68**	**24.46**	**9.73**	**5.52**

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司经营效率一般。

2018－2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均逐年下降，三年加权平均值分别为3.73次、0.71次和0.24次，2020年分别为3.12次、0.53次和0.21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，公司一方面不断拓展传统业务边界，提升传统业务的盈利能力，如在煤化工业务板块进一步加强研发投入、技术升级，优化产业布局和空间布局，积极推进向高附加值、差异化产品转型；在城市基础设施建设板块不断探索优化业务运营模式，积极开拓经营性项目，通过市场化运营实现合理的投资回报；在国有资产经营管理板块，通过转换经营方式、业务重组、不良债权处置等途径盘活市政府划转的相关国有资产，以市场化方式经营国有资产，提高经营收入等。

另一方面，在深耕多年的传统业务保持稳

定发展的基础上，积极开拓其他业务板块和利润增长点，包括①园区产业建设，一方面，公司通过完善园区基础设施，对土地进行出让及基础设施回款实现收益；另一方面，通过对园区内优质企业和项目的孵化和股权投资（如设立产业投资基金），获得超额回报；同时，吸引企业入园，实现招商引资，为入园企业提供多样化中介服务，实现产业支持平台的经营收益等。②以融资担保、小贷、产业基金、陶瓷交易所为基础的金融服务板块。③依托新三板子公司景德镇市国信节能科技股份有限公司的节能环保板块。④以陶瓷文化为核心的文化旅游板块。⑤以智慧城市为抓手的城市运营板块等。未来计划逐步实施的各类投资项目包括人文公园项目（公墓及殡葬服务）、国际陶瓷博览贸易中心、空中之星固定翼商务机项目、康养项目、增材制造项目、智慧城市项目等。

通过传统业务的发展升级以及新增业务的规范化运作，公司将更好地履行其国有资产投资、运营公司的职能，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，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018－2020年度财务报告，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。2021年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，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，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1－3月，公司合并范围未发生变化。整体看，公司财务数据可比性一般。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为800.87亿元，所有者权益合计301.16亿元（含少数股东权益50.14亿元）。2020年，公司实现营业总收入157.02亿元，利润总额3.01亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为825.46亿元，所有者权益合计303.26亿元（含少数股东权益51.99亿元）。2021年1－3月，公司实现营业总收入42.26亿元，利润总额2.27亿元。

2. 资产质量

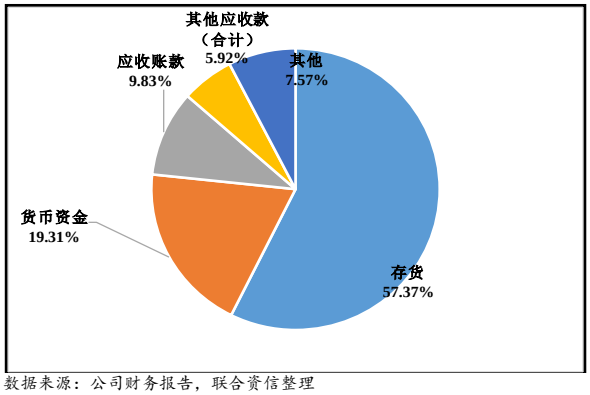
随着基础设施建设项目投入，公司资产规模保持较快增长，资产中土地及房屋资产规模大，但流动资产中以土地等开发成本为主的存货占比较高，公司资产流动性较弱；非流动资产中投资性房地产以成本入账，未来存在一定升值空间。

2018－2020年底，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16.66%，截至2020年底为800.87亿元。截至2020年底，公司资产总额中流动资产占56.86%，非流动资产占43.14%。

（1）流动资产

2018－2020年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长24.79%，截至2020年底为455.41亿元，主要系存货中的开发成本增长所致。截至2020年底，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8　截至2020年底公司流动资产构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018－2020年底，公司货币资金不断增长，

年均复合增长 11.80%，截至 2020 年底为 87.93 亿元，较上年底增长 8.26%。其中受限货币资金为 30.07 亿元，占货币资金的 34.20%，主要为保证金存款 27.40 亿元和质押定期存单 2.67 亿元。公司货币资金受限比例较高。

2018－2020 年底，公司应收票据波动增长，年均复合增长 12.95%，截至 2020 年底为 14.24 亿元，较上年底增长 39.39%，主要系随煤化工业务规模增加下游客户票据支付增加所致。公司应收票据主要为银行承兑汇票，2020 年底占 99.79%。

2018－2020 年底，随着基础设施建设业务规模扩大，公司应收账款快速增长，年均复合增长 26.10%，截至 2020 年底为 44.78 亿元，较上年底增长 43.12%，主要系因政府回购公司部分土地增加对景德镇市土地储备中心的应收账款 5.00 亿元、代建项目新增对景德镇市城市管理局应收帐款所致。截至 2020 年底，应收账款累计计提坏账准备 2.86 亿元，计提比例为 6.00%。公司按账龄风险组合计提坏账准备的应收账款占比为 57.43%，其中 1 年以内的占 84.72%；从集中度看，公司应收账款前五大客户余额占比为 41.23%，占比较高，主要系对景德镇市土地储备中心、景德镇高新技术产业开发区管理委员会等的应收账款，回收风险较低。

2018－2020 年底，公司预付款项快速增长，年均复合增长 64.58%，截至 2020 年底为 13.77 亿元，较上年底增长 71.16%，主要系新增预付给景德镇市财政局的土地保证金 3.86 亿元及国信宏城建设对景德镇市朝阳路东段改造建设工程项目部预付账款增加所致。

2018－2020 年底，公司其他应收款（合计）波动下降，年均复合下降 4.11%，截至 2020 年底为 26.98 亿元，较上年底增长 16.75%，主要系新增对恒大地产集团（江西）有限公司（以下简称“恒大地产”）应收股权款 4.86 亿元所致。采用账龄风险组合计提坏账准备的其他应收款占 61.32%，其中 1 年以内的占 66.98%，1～2 年的占 14.87%，5 年以上的占 12.01%；从集中度看，公司其他应收款前五名金额合计占比为 60.23%，集中度较高，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，回收风险较低。

表12　截至2020年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人	余额	占比	坏账准备	账龄	款项性质
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	5.06	17.00	--	1-2年、3-4年	往来款
景德镇市财政局	4.53	15.23	--	1-2年、2-3年、3-4年、4-5年	往来款
恒大地产	4.86	16.34	--	1年以内	股权转让款
景德镇市工业国有资产经营公司	2.77	9.31	0.16	1年以内、1-2年、2-3年	往来款
中电电气集团有限公司	0.70	2.35	0.70	5年以上	往来款
合计	**17.91**	**60.23**	**0.86**	--	--

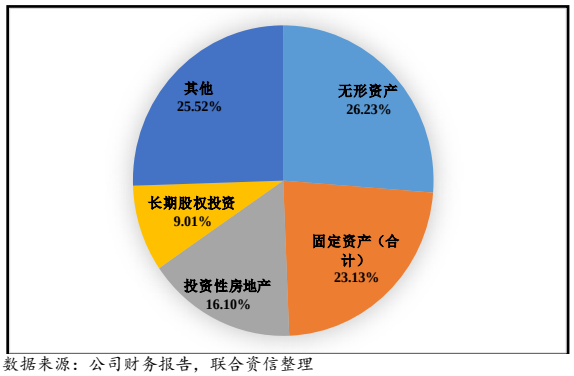
资料来源：审计报告

2018－2020 年底，公司存货快速增长，年均复合增长 36.05%，截至 2020 年底为 261.26 亿元，较上年底增长 7.90%，主要系古镇公司的老城区保护利用项目及安置房建设项目开发成本增加所致。公司存货主要由开发成本（占 83.30%）构成。公司开发成本主要系土地使用权 167.21 亿元、景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）5.69 亿元、航空及先进装备制造产业基地项目 4.96 亿元、委托代建的市政建设项目 5.55 亿元、赣东北综合物流园 3.54 亿元、国信置业及开门子房地产开发项目 6.35 亿元。公司累计计提存货跌价准备 0.22 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备，计提比例低。

（2）非流动资产

2018－2020年底，公司非流动资产有所增长，年均复合增长8.03%，截至2020年底为345.45亿元。截至2020年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。

图 9　截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018－2020 年底，公司可供出售金融资产波动下降，年均复合下降 6.49%。截至 2020 年底，公司可供出售金融资产为 14.59 亿元，较上年底保持稳定。公司可供出售金融资产主要为可供出售权益工具，其中按成本计量的为 9.57 亿元，主要系公司持有的景德镇棚改股权投资基金（有限合伙）20%股权 7.50 亿元；按公允价值计量的为 5.03 亿元，主要系江西银行股份有限公司 3.34 亿元和江西富祥药业股份有限公司 1.69 亿元。

2018－2020 年底，公司长期应收款快速增长，年均复合增长 74.12%，截至 2020 年底为 23.90 亿元，较上年底增长 26.96%，主要系城西韭菜园城中村棚改项目应收政府项目回款增加所致。截至 2020 年底，公司长期应收款主要由城西韭菜园城中村棚改项目 23.76 亿元构成。

2018－2020 年底，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 22.71%，截至 2020 年底为 31.12 亿元，较上年底增长 26.79%，主要系公司原并表子公司景德镇市陶汇投资发展有限公司（以下简称“陶汇投资”）的其他股东增资导致公司丧失控股权，转为联营企业记入长期股权投资所致。截至 2020 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 11.79 亿元、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司 45%股权 7.59 亿元及陶汇投资 38.84%股权 5.46 亿元构成。

公司投资性房地产主要由金鼎商贸广场、华达百货和御窑景巷等构成，按成本入账，每年计提折旧，并依实际情况计提减值准备。截至 2020 年底，公司投资性房地产为 55.63 亿元，较上年底下降 7.40%，主要系部分转入固定资产所致。

2018－2020 年底，公司固定资产波动下降，年均复合下降 4.91%。截至 2020 年底，公司固定资产为 79.92 亿元，较上年底增长 7.08%，主要系投资性房地产用途变更转入所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 63.97%）和机器设备（占 32.08%）构成，累计计提折旧 48.91 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。2018－2020 年底，公司在建工程波动增长，年均复合增长率为 25.06%。截至 2020 年底，公司在建工程为 30.10 亿元，较上年底增长 76.32%，主要系增加对高岭中国村项目、国信康养项目、昌江百里生态风光带景德镇水利枢纽工程等自营项目投入所致。

2018－2020 年底，公司无形资产有所增长，年均复合增长 5.80%，截至 2020 年底为 90.62 亿元，较上年底增长 6.59%，主要系景德镇市人民政府将有关土地资产 9.09 亿元注入公司控股子公司景德镇水利投资有限公司所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 29.06%）和林地使用权（占 70.64%）构成；无形资产累计摊销 2.87 亿元。

公司其他非流动资产主要由预付土地款、预付工程设备款、投资款等构成。2018－2020 年底，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 9.66%。截至 2020 年底，公司其他非流动资产为 16.59 亿元，较上年底增加 3.39 亿元，主要系预付土地款增加所致。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 135.39 亿元，占资产总额的 16.91%，受限比例一般。

表 13　截至 2020 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
货币资金	30.07	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	6.51	银行承兑汇票质押
应收账款	3.95	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	37.21	银行借款抵押
长期股权投资	10.87	银行借款及银行承兑汇票质押
投资性房地产	22.62	银行借款抵押
固定资产-房屋	2.14	银行借款抵押
无形资产-土地	4.75	银行借款抵押
停车场经营收费权	2.00	质押借款
合计	**135.39**	--

数据来源：公司财务报告

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 825.46 亿元，较 2020 年底增长 3.07%，主要系应收账款和存货增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司资产总额中流动资产占 57.46%，非流动资产占 42.54%。

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，公司所有者权益快速增长；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。同时，未分配利润持续为负。

2018－2020 年底，随着股东增资及资产注入，公司所有者权益年均复合增长 15.47%，2020 年底为 301.16 亿元。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 39.84%、资本公积占 59.53%、盈余公积占 1.76%、未分配利润占-0.53%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 83.35%，少数股东权益占 16.65%。

2018－2020 年底，公司实收资本分别为 62.00 亿元、100.00 亿元和 100.00 亿元，2019 年增加主要系景德镇市国资委对公司现金增资 70.00 亿元，其中 38.00 亿元计入实收资本。

2018－2020 年底，公司资本公积快速增长，年均复合增长 19.95%，2020 年底为 149.44 亿元，较上年底增加 15.39 亿元，主要系公司及下属企业收到划拨资产所致。其中，景德镇市水利投资有限公司收到划拨资产 9.17 亿元，联营企业陶汇投资收到划拨资产按持股比例增加资本公积 2.59 亿元，古镇公司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，房屋建筑物 0.41 亿元等。

2018－2020 年底，公司未分配利润分别为-0.34 亿元、-0.55 亿元和-1.33 亿元，未分配利润持续为负，主要系分配股利所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 303.26 亿元，较 2020 年底保持稳定。截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 82.86%，少数股东权益占 17.14%。

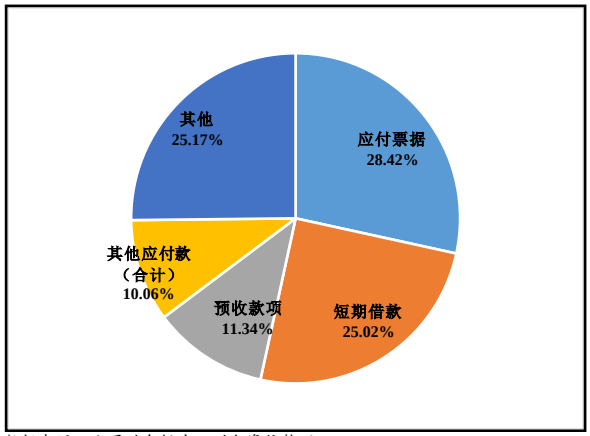
（2）负债

近年来，随着基础设置建设项目投入，公司债务规模持续增长，整体负债水平较高。公司短期债务中，经营性票据融资占比较高，且随着资本实力的提升，融资能力增强，长期债务占比有所提高，债务结构有所改善，但仍存在一定的短期偿债压力。

2018－2020 年底，公司负债总额快速增长，年均复合增长 17.39%，截至 2020 年底为 499.70 亿元，较上年底增长 16.85%，主要系非流动负债增加所致。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 51.68%，非流动负债占 48.32%，非流动负债占比持续提升。

2018－2020 年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长 6.99%，截至 2020 年底为 258.25 亿元，较上年底下降 2.05%。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、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 10　截至 2020 年底公司流动负债构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018－2020 年底，公司短期借款不断增长，年均复合增长 10.60%，截至 2020 年底为 64.60

亿元，较上年底增长 6.09%。公司短期借款主要由保证借款（占 51.69%）、信用借款（占 26.93%）、抵押借款（占 12.85%）和质押借款（占 8.54%）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。2018－2020 年底，公司应付票据不断增长，年均复合增长 12.36%，截至 2020 年底为 73.39 亿元，较上年底增长 3.63%。其中，银行承兑汇票占 84.41%，国内信用证占 15.47%。

2018－2020 年底，公司应付账款有所波动，年均复合下降 2.11%，截至 2020 年底为 21.04 亿元，较上年底增长 7.00%。账龄方面，65.92%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。

2018－2020 年底，公司预收款项波动增长，年均复合增长 3.19%。截至 2020 年底，公司预收款项 29.28 亿元，较上年底下降 8.08%。其中，账龄在一年以内的占 40.23%，超过一年的主要系西瓜洲棚户区改造项目未结算的回购款 8.90 亿元、乐平矿区棚户区改造项目未结算回购款 2.22 亿元和房地产项目预收购房款 3.80 亿元。

公司其他应付款余额主要由保证金、往来款等构成。2018－2020 年底，公司其他应付款（合计）分别为 25.68 亿元、21.42 亿元和 25.97 亿元。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 18.50 亿元，较上年底下降 46.85%。

公司其他流动负债主要为短期融资券。截至 2020 年底，公司其他流动负债为 21.01 亿元，较上年底增长 16.60%，主要系短期融资券增加所致。

2018－2020 年底，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 32.77%，截至 2020 年底为 241.45 亿元。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 32.66%）、应付债券（占 44.25%）和长期应付款（合计）（占 21.03%）构成。

2018－2020 年底，公司长期借款快速增长，年均复合增长 38.17%。截至 2020 年底，公司长期借款为 78.86 亿元，较上年底增长 26.29%，主要系公司根据业务发展需要调整融资结构增加长期债务比例所致。截至 2020 年底，公司长期借款主要由质押借款（占 31.59%）、抵押借款（占 42.33%）、保证借款（占 20.97%）和信用借款（占 5.12%）构成。其中，抵押借款比例有所提升。

随着资本实力增强，公司直接融资比例大幅提升。2018－2020 年底，公司应付债券快速增长，年均复合增长 25.61%。截至 2020 年底，公司应付债券为 106.85 亿元，较上年底增长 51.93%。

表 14　截至 2020 年底公司应付债券明细（单位：亿元、年）

债券名称	债券品种	发行日期	发行金额	发行期限	待偿余额
15 景德镇国资债	企业债	2015/11/19	5.00	7 年	4.38
16 景德镇国资债	企业债	2016/1/20	5.00	7 年	4.98
17 第一期中期票据	中期票据	2017/7/10	2.00	5 年	1.99
17 第二期中期票据	中期票据	2017/10/19	10.00	5 年	9.97
18 年第一期公司债	公司债	2018/3/15	2.00	5 年	1.99
18 年第一期中期票据	中期票据	2018/4/13	8.00	5 年	7.98
2019 年度第一期中期票据	中期票据	2019/7/22	10.00	5 年	9.94
2019 第一期小公募发行债券	公司债	2019/8/14	8.00	5 年	7.93
2020 年第一期非公开发行公司债券	公司债	2020/1/20	4.00	5 年	3.98
2020 年第一期中期票据	中期票据	2020/4/7	6.00	5 年	5.96
2020 年第一期公开发行公司债券	公司债	2020/6/8	6.00	5 年	5.95
2020 年第二期中期票据	中期票据	2020/6/22	7.00	5 年	6.96
2020 年度第三期中期票据	中期票据	2020/8/21	7.00	5 年	6.96
2020 年第二期公开发行公司债券	公司债	2020/9/18	9.00	5 年	8.95
2020 年第三期公开发行公司债券	公司债	2020/10/28	5.00	5 年	4.97
2020“景国控”第一期债权融资计划	债权融资计划	2020/7/29	4.00	2 年	3.99

20 黑猫 EB	可交换债	2020/11/2	2.00	5 年	1.89
20 古镇 01	公司债	2020/7/15	3.00	3 年	3.06
20 古镇 02	公司债	2020/11/2	3.00	2 年	3.02
2020“合盛”第一期债权融资计划	债权融资计划	2020/9/29	2.00	3 年	1.99
合计			**198.00**		**106.85**

资料来源：公司 2020 年年度审计报告

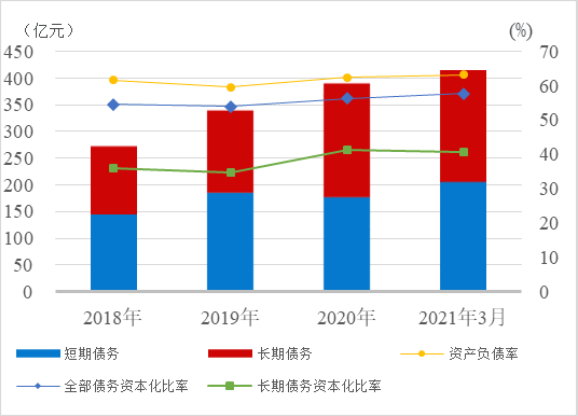
2018－2020 年底，公司长期应付款（合计）快速增长，年均复合增长 45.12%。截至 2020 年底，公司长期应付款（合计）为 50.77 亿元，较上年底增长 86.70%，主要系专项应付款增加所致。截至 2020 年底，公司长期应付款（合计）主要包括应付明股实债款 12.69 亿元、应付融资租赁款 12.79 亿元、专项应付款 26.53 亿元。其中，应付名股实债款为应付的产业基金对子公司的投资回购款，主要为古镇公司 10.70 亿元；专项应付款包括景德镇财政局专项改制资金、景德镇市重点项目的建设资金等。根据景德镇人民政府办景府字〔2011〕53 号文件规定，公司将受让不良债权处置所收到的抵债土地列专项应付款，用于原债务单位改制专项资金，截至 2020 年底为 6.06 亿元。根据江西省财政厅赣财扶指〔2020〕6 号、景德镇财政局景财债〔2020〕2、24、32 号《关于下达市本级 2020 年第一、四批新增专项债券资金有关事项的通知》文件精神，控股子公司景德镇开门子文旅产业发展有限责任公司收到政府专项债券 4.18 元，用于《高岭中国村农业产业融合示范园》项目建设。

有息债务方面，2018－2020 年底，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 19.74%。截至 2020 年底，公司全部债务为 388.68 亿元，较上年底增长 15.04%，主要系长期债务增长所致。截至 2020 年底，公司全部债务中短期债务占 45.67%，长期债务占 54.33%。其中，短期债务 177.49 亿元，较上年底下降 3.81%；长期债务为 211.19 亿元，较上年底增长 37.70%。

从债务指标看，2018－2020 年底，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例均波动增长，三年加权平均值分别为 61.42%、55.25%和 41.22%，截至 2020 年底分别为 62.40%、56.34%和 41.22%。整体看，公司债务水平较高，债务负担偏重。

截至2021年3月底，公司负债总额为522.20亿元，较2020年底增长4.50%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致。截至2021年3月底，公司负债总额中流动负债占54.60%。截至2021年3月底，公司全部债务为413.91亿元，较2020年底有所增长，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占49.75%，短期债务占比有所回调。从债务指标来看，截至2021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63.26%、57.71%和40.69%，较上年底分别提高0.87个百分点、提高1.37个百分点和下降0.53个百分点。

图 11　公司有息债务情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 盈利能力

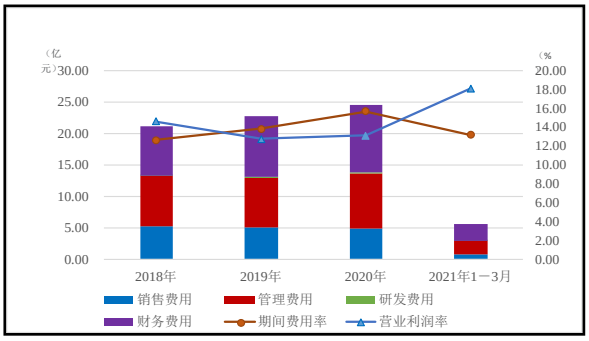
受煤化工行业景气度叠加新冠肺炎疫情影响，公司收入持续下降，同时期间费用对利润的侵蚀加重，公司利润总额持续减少。从利润构成来看，其他收益占比高，投资收益和营业外收入可持续性弱，整体盈利能力弱。

受煤化工行业景气度叠加新冠肺炎疫情影响，2018－2020 年，公司营业总收入有所下降，年均复合下降 3.01%，2020 年为 157.02 亿元，

同比下降 4.62%。2018－2020 年，公司营业成本波动下降，年均复合下降 2.96%，2020 年为 132.44 亿元，同比下降 6.68%。2018－2020 年，公司营业利润率波动下降，2020 年为 13.09%，同比提升 0.33 个百分点。

从期间费用看，2018－2020 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 8.08%。2020 年，公司期间费用为 24.56 亿元，同比增长 8.00%，主要系折旧、摊销等管理费用和财务费用增加所致。2018－2020 年，公司费用收入比逐年增长，2020 年为 15.64%，公司费用控制能力较弱。

图 12　近年来公司期间费用指标



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

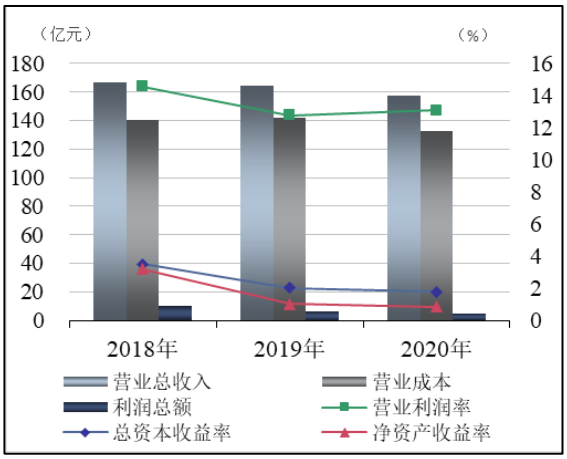
公司其他收益主要由各类税收返还及财税奖励、财政补贴资金等构成。2018－2020 年，公司其他收益波动增长，年均复合增长 1.59%。2020 年，公司其他收益为 5.70 亿元，同比下降 28.68%，主要系公司 2019 年收到景德镇市财政局拨付的民生工程补贴资金 4.27 亿元所致。2018－2020 年，其他收益分别占利润总额的 53.70%、131.37%和 131.12%，对利润影响大。

2018－2020 年，公司投资收益分别为 0.16 亿元、-0.18 亿元和 2.30 亿元。2020 年，公司投资收益主要系向恒大地产转让公司持有的景德镇市景兴房地产开发有限公司（以下简称“景兴地产”）股权产生的股权转让收益 2.07 元。公司投资收益不具备可持续性。

2018－2020 年，公司营业外收入分别为 2.56 亿元、0.16 亿元和 1.34 亿元。2020 年，公司营业外收入主要系不需支付景德镇市蓝天工业陶瓷有限公司款项 0.57 亿元，不具备可持续性。

2018－2020 年，公司利润总额逐年下降。2020 年，公司利润总额为 4.35 亿元，同比下降 28.55%，主要系期间费用侵蚀加重所致。

图 13　2018－2020 年公司盈利指标



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018－2020年，公司总资本收益率和净资产收益率均逐年下降，三年加权平均值分别为2.19%和1.37%，2020年分别为1.76%和0.85%。

2021年1－3月，公司实现营业总收入42.26亿元，同比增长73.46%；营业成本为34.24亿元，同比增长49.99%，利润总额为2.32亿元，同比扭亏，主要系公司2020年一季度业绩受疫情影响较大所致。

5. 现金流

公司收入实现质量差，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，融资压力大。

经营活动方面，2018－2020 年，随着收入规模的下降，公司经营活动现金流入不断下降。2020 年，公司经营活动现金流入为 141.03 亿元，同比下降 20.96%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 120.02 亿元，同比下降 24.54%；收到其他与经营活动有关现金为 18.73 亿元，主要为往来及其他收入。2018－2020 年，公司经营活动现金流出波动下降。2020 年，公司经营活动现金流出为 159.97 亿元，同比下降 38.03%；其中购买商品、接受劳务收到的现金为 129.88 亿元，同比下降 43.56%；支付其他与经营活动有关的现金为 13.32 亿元，同比增长 13.75%，

主要系往来款及其他支出增加所致。2018－2020 年，公司经营活动现金净流量波动较大，分别为 18.05 亿元、-79.71 亿元和-18.95 亿元，主要系2019年公司本部补缴原行政划拨地土地出让金以及子公司合盛投资通过招拍挂取得土地所致。从收入实现质量看，2018－2020 年，公司现金收入比分别为 107.15%、96.60%和 76.43%，收入实现质量差。

投资活动方面，2018－2020 年，公司投资活动现金流入快速增长，年均复合增长 25.63%，2020 年为 7.56 亿元，主要系收回投资收到的现金增加所致，其中收回投资收到的现金为 4.38 亿元；收到其他与投资活动有关的现金为 2.36 亿元，主要为委托贷款收到的现金。2018－2020 年，公司投资活动现金流出快速增长，年均复合增长 35.04%，2020 年为 37.06 亿元，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金增加所致。2018－2020 年，公司投资活动现金净流出规模持续扩大，投资活动净现金流分别为-15.53 亿元、-16.57 亿元和-29.50 亿元。

2018－2020 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 2.52 亿元、-96.29 亿元和-48.45 亿元，资金缺口较大，融资压力大。

2018－2020 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 44.81%，2020 年为 259.87 亿元。其中吸收投资收到的现金为 2.53 亿元，取得借款收到的现金为 237.55 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 19.79 亿元，主要为财政建设资金等。2018－2020 年，公司筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长 32.01%，2020 年为 204.87 亿元。其中偿还债务支付的现金为 183.69 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 17.34 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为 3.84 亿元，主要为融资租赁费。2018－2020 年，公司筹资活动现金净流量分别为 6.37 亿元、104.80 亿元和 55.00 亿元。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流入为 50.69 亿元，经营活动现金净流量为-3.41 亿元；投资活动现金净流量为-5.23 亿元；筹资活动现金净流量为 15.58 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标表现较弱，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，下属土地及房屋资产规模大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2018－2020 年底，公司流动比率逐年增长，分别为 129.62%、154.25%和 176.35%；由于存货规模较大，公司速动比率处于较低水平，2018－2020 年底分别为 67.06%、62.42%和 75.18%。2018－2020 年，公司经营性现金流动负债比率分别为 8.00%、-30.23%和-7.34%。2018－2020 年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）分别为 54.45 亿元、62.17 亿元和 72.59 亿元，分别为短期债务的 0.38 倍、0.34 倍和 0.41 倍。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 166.35%和 71.14%，分别较 2020 年底减少 9.99 个百分点和减少 4.04 个百分点；现金类资产（剔除使用受限货币资金）为 119.00 亿元，较 2020 年底增长 63.92%，为短期债务的 0.58 倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2018－2020 年，公司 EBITDA 分别为 28.18 亿元、24.22 亿元和 22.24 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 2.02 倍、1.94 倍和 2.20 倍；全部债务/EBITDA 分别为 9.62 倍、13.95 倍和 17.48 倍。公司长期偿债能力指标表现较弱。

截至2020年底，公司共获得银行授信293.46亿元，其中未使用额度93.85亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属黑猫股份为上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至2020年底，公司对外担保余额为3.00亿元，占净资产的0.99%，对外担保比率低，或有负债风险较低。

重大未决诉讼方面，公司2021年5月公告显示，公司2020年6月将景兴地产100%股权以6.79亿元对价转让给恒大地产，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2020年底，公司未对应收恒大地产股权款计提坏账准备，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。

7. 母公司财务概况

母公司经营部分基础设施建设业务，收入规模较小，且经营获现能力弱，利润主要来自其他收益。母公司承担了部分有息债务且以直接融资债务为主，资产主要由其他应收款、存货以及长期股权投资构成，资产流动性和质量一般；母公司对外部融资依赖度高，短期偿债压力大。

截至 2020 年底，母公司资产总额为 389.36 亿元，其中流动资产为 197.07 亿元；非流动资产为 192.30 亿元。流动资产主要构成为现金类资产 15.71 亿元、应收账款 14.97 亿元、其他应收款 67.88 亿元和存货 92.92 亿元。其中，应收账款主要为应收政府土地款及项目回购款。非流动资产主要构成为长期股权投资 117.65 亿元，长期应收款 23.76 亿元，固定资产 13.19 亿元，可供出售金融资产 10.04 亿元、投资性房地产 14.73 亿元和其他非流动资产 11.07 亿元。

表15 截至2020年底母公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人	余额	占比	坏账准备	账龄	款项性质
景德镇市枫树山林场有限公司	40.00	58.67	--	2-3年	子公司往来款
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	5.06	7.41	--	1-2年、3-4年	往来款
恒大地产	4.86	7.13	--	1年以内	股权转让款
景德镇市工业国有资产经营公司	2.77	4.06	0.16	1年以内、1-2年、2-3年	往来款
景德镇市国信置业有限公司	2.54	3.73	--	1年以内	子公司往来款
合计	55.23	81.00	0.16	--	--

资料来源：审计报告

截至 2020 年底，母公司负债合计为 202.77 亿元，其中全部债务为 159.90 亿元；全部债务包括长期债务 116.53 亿元和短期债务 43.37 亿元。截至 2020 年底，母公司现金短期债务比为 0.36 倍，资产负债率为 52.08%，全部债务资本化比率为 46.15%，长期债务资本化比率为 38.44%。

母公司收入主要来自市政建设项目和租赁收入。2020 年，母公司实现营业收入 20.76 亿元，营业成本为 16.28 亿元，期间费用为 6.05 亿元；其他收益为 1.82 亿元；投资收益为 2.75 亿元；利润总额为 2.84 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流入为 32.39 亿元，经营活动现金流出为 52.76 亿元，经营活动现金流净额为-20.37 亿元。投资活动现金流入为 10.61 亿元，投资活动现金流出为 14.51 亿元，投资活动现金流净额为-3.91 亿元。筹资活动现金流入为 96.31 亿元，筹资活动现金流出为 76.58 亿元，其中分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 8.98 亿元，筹资活动现金流净额为 19.73 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小。

公司本期中期票据发行规模不超过10亿元，按上限10亿元测算，占2021年3月底公司长期债务和全部债务的比重分别为4.81%和2.42%，对公司现有债务结构影响较小。

截至2021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63.26%、57.71%和40.69%。本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至63.70%、58.30%和41.83%。考虑到本期中期票据的募集资金将部分用于偿还有息债务，预计本期中期票据发行后，上述指标将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

2018－2020年，公司经营活动现金流入分别为本期中期票据拟发行额度上限的18.95倍、17.84倍和14.10倍；同期，公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行额度上限的2.82倍、2.42倍和2.22倍。

十、结论

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、资产划拨及财政补贴等方面的获得的政府支持力度大，资本实力持续提升，融资渠道畅通。

公司下属黑猫集团作为炭黑行业龙头企业，在产能规模和布局、技术等方面具有竞争优势。公司整体盈利能力弱，利润对其他收益依赖度高。

公司及其子公司近年来承担了景德镇市大量的基础设施建设业务，项目投入对资金形成占用且进一步推升公司债务规模，公司债务负担较重，对外部融资依赖度高。

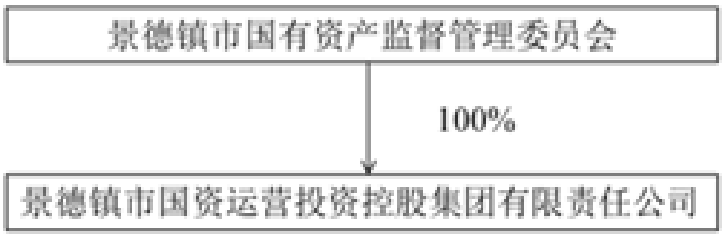
随着基础设施建设项目投入，公司资产规模保持较快增长，且土地和房屋资产规模大，整体偿债能力很强。但公司资产流动性较弱，存在一定的短期偿债压力。

公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

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。

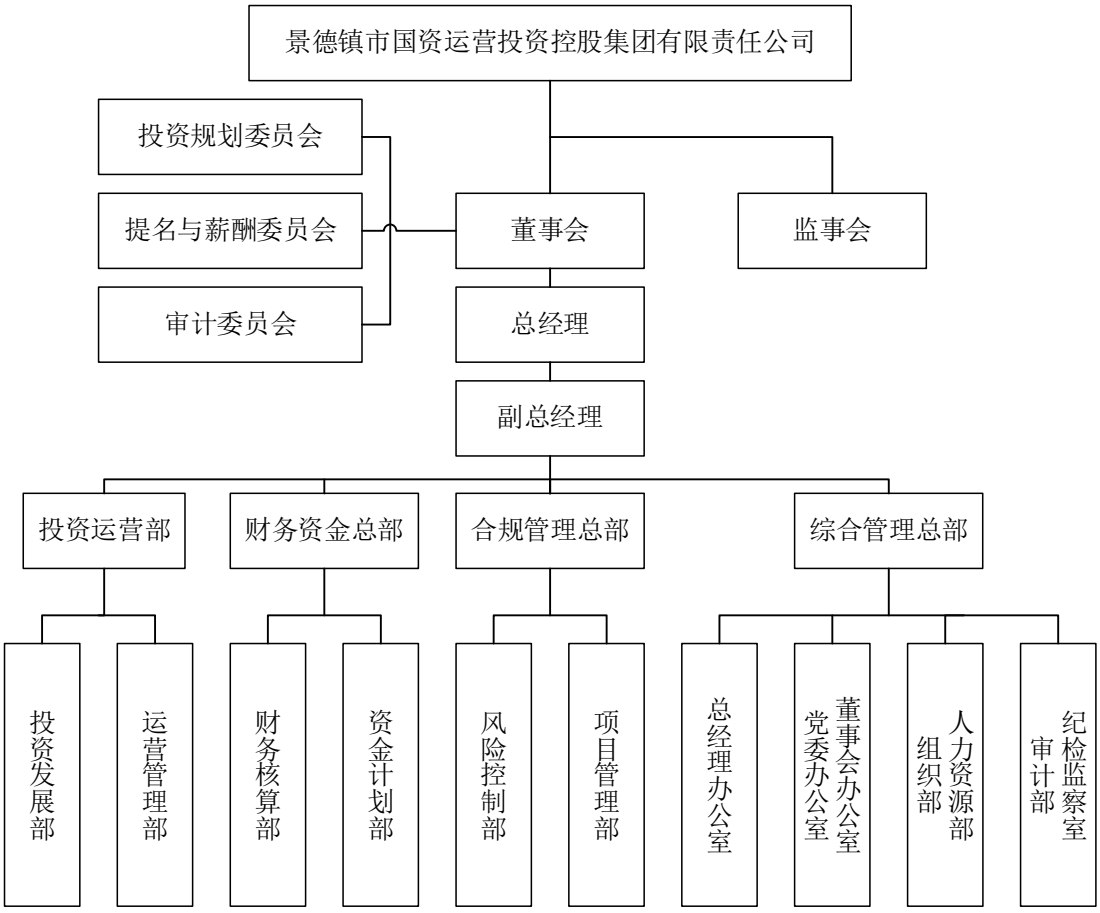
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	主要经营范围
1	景德镇黑猫集团有限责任公司	116,170.00	100.00	焦炭、炭黑及其尾气、白炭黑（二氧化硅）、工业萘、轻油、洗油、脱酚油、粗酚油、蒽油、中温沥青、燃料油、煤气、蒸汽、复合肥、编织袋制造及销售，原煤深加工及销售（按环保部门有关规定办理）；水、电转供；百货、家电、工艺品、花卉、玻璃制品、化工产品、五金、水暖器材、建筑及装饰材料、保温材料销售；自有房屋及设备租赁、水电安装；室内外装饰工程设计及施工，幕墙施工，园林绿化工程设计及施工（以上需凭资质证经营）；经营进出口业务。（国家有专项规定的按规定办理）
2	景德镇市国信置业有限公司	49,800.00	100.00	房地产开发，房屋租赁；机械制造；企业管理策划。（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）
3	景德镇市古镇投资管理有限公司	62,696.00	100.00	以自有资产进行实业投资、城市基础设施建设；房地产开发；陶瓷文化传播；机械设备、建材销售；商务咨询服务，酒店管理；仓储服务（不含化学危险品）；房屋租赁、物业管理、停车服务。（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）
4	景德镇合盛产业投资发展有限公司	200,000.00	70.00	土地一级开发；土石方工程；道路、供水、供气、管网、绿化、土地平整等基础设施建设；行政服务中心等公共服务设施建设；房地产开发；资产收购；资产处置；资产托管；非上市公司股权投资；实业投资；资本运营；企业重组策划及代理；对外担保（不含融资性担保），建筑陶瓷制品、特种陶瓷制品、建筑材料、建筑装饰材料、建筑用钢筋产品、水泥制品、机械设备销售机械设备租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可进行经营活动）
5	景德镇市国信资产管理有限公司	5,000.00	100.00	资产运营、资产处置、资产租赁、资产收购、代理咨询；陶瓷、建材、钢材、电梯代理销售；城市基础设施建设；工程项目管理、代建；货物运输代理；装卸搬运、仓储（危险品除外）服务；广告策划；以自有资产进行对外投资。（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）
6	景德镇金融控股有限责任公司	50,000.00	100.00	金融类和非金融类机构股权投资;产业投资;政府投资基金管理;企业和资产收购、处置和管理；投资咨询和管理服务；市政府及有关部门授权或委托资产管理（以上项目不得从事吸收存款、集资收款、受托贷款、发放贷款等国家金融、证券、期货及财政信用业务）(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)。
7	景德镇市枫树山林场有限公司	1,000.00	100.00	森林资源培育、管护；木材采伐；林产品生产、收购、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）
8	景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司	1,666.67	60.00	资产运营、处置、租赁、收购、代理咨询；经营进出口业务；城市基础设施建设；工程项目管理、代建；货物运输代理；装卸搬运、仓储服务（不含危险化学品）；广告策划；企业管理服务；以自有资产进行对外投资（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）
9	景德镇市水利投资有限公司	10,000.00	100.00	水利基础设施建设、水资源综合利用与开发、水利建设投资、水利发电；水污染防治；信息网络工程；市政工程、水利工程、环保工程、建筑工程；水利工程设计、规划；水利工程技术开发咨询服务；环境保护监测；水资源保护服务、水土流失防治服务、水利资源开发利用咨询服务；水环境保护咨询服务；水利工程勘察服务；水土保持技术咨询服务；招投标代理；广告设计、制作、代理、发布；旅游开发；房地产开发；建筑材料销售。（须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.45	62.17	72.59	119.00
资产总额(亿元)	588.47	716.81	800.87	825.46
所有者权益(亿元)	225.87	289.15	301.16	303.26
短期债务(亿元)	143.87	184.51	177.49	205.87
长期债务(亿元)	127.24	153.36	211.19	208.04
全部债务(亿元)	271.11	337.87	388.68	413.91
营业总收入(亿元)	166.93	164.64	157.02	42.26
利润总额(亿元)	10.29	6.09	4.35	2.32
EBITDA(亿元)	28.18	24.22	22.24	--
经营性净现金流(亿元)	18.05	-79.71	-18.95	-3.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.73	4.07	3.12	--
存货周转次数(次)	1.14	0.74	0.53	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.25	0.21	--
现金收入比(%)	107.15	96.60	76.43	100.87
营业利润率(%)	14.55	12.75	13.09	18.09
总资本收益率(%)	3.50	2.02	1.76	--
净资产收益率(%)	3.17	1.02	0.85	--
长期债务资本化比率(%)	36.03	34.66	41.22	40.69
全部债务资本化比率(%)	54.55	53.89	56.34	57.71
资产负债率(%)	61.62	59.66	62.40	63.26
流动比率(%)	129.62	154.25	176.35	166.35
速动比率(%)	67.06	62.42	75.18	71.14
经营现金流动负债比(%)	8.00	-30.23	-7.34	--
现金短期债务比(倍)	0.57	0.50	0.58	0.47
EBITDA 利息倍数(倍)	2.02	1.94	2.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.62	13.95	17.48	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 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；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算；4. 2018－2020 年现金类资产已剔除受限货币资金

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.14	20.15	15.71	23.88
资产总额（亿元）	236.95	348.44	389.36	408.34
所有者权益（亿元）	101.93	177.98	186.59	185.05
短期债务（亿元）	23.40	42.86	43.37	62.22
长期债务（亿元）	70.43	91.00	116.53	109.47
全部债务（亿元）	93.83	133.86	159.90	171.69
营业收入（亿元）	13.41	21.46	20.76	2.01
利润总额（亿元）	5.54	7.63	2.84	-1.53
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	10.38	-48.25	-20.37	0.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.54	3.64	1.99	--
存货周转次数（次）	0.27	0.24	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.06	--
现金收入比（%）	115.36	53.17	16.63	0.66
营业利润率（%）	24.88	28.93	19.11	6.46
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	4.09	3.19	1.23	--
长期债务资本化比率（%）	40.86	33.83	38.44	37.17
全部债务资本化比率（%）	47.93	42.93	46.15	48.13
资产负债率（%）	56.98	48.92	52.08	54.68
流动比率（%）	193.68	240.38	250.75	200.37
速动比率（%）	133.67	125.65	132.52	200.37
经营现金流动负债比（%）	17.60	-64.32	-25.92	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.47	0.36	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2021 年一季度财务报表未经审计；其他流动负债中的有息债务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）
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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“–”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

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责任公司2021年度第一期中期票据信用评级报告的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后3个月内发布跟踪评级报告。

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 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。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。