

信用评级公告

联合〔2023〕4353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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 景国资 MTN001”“20 景国资 MTN001”“20 景国资 MTN002”“20 景国资 MTN003”“21 景国资 MTN001”“20 景控 02”“20 景控 03”“22 景控 01”和“22 景控 02”的信用等级为 AA⁺，“23 景国资 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月十九日

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 景国资 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 景国资 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 景国资 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 景国资 MTN003	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 景国资 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 景控 02	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 景控 03	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 景控 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 景控 02	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
23 景国资 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 景国资 MTN001	10 亿元	10 亿元	2024/07/22
20 景国资 MTN001	6 亿元	6 亿元	2025/04/07
20 景国资 MTN002	7 亿元	7 亿元	2025/06/22
20 景国资 MTN003	7 亿元	7 亿元	2025/08/21
21 景国资 MTN001	10 亿元	10 亿元	2024/07/13
20 景控 02	9 亿元	9 亿元	2025/09/18
20 景控 03	5 亿元	5 亿元	2025/10/28
22 景控 01	8 亿元	8 亿元	2024/08/09
22 景控 02	8 亿元	8 亿元	2024/11/11
23 景国资 CP001	9 亿元	9 亿元	2024/03/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的公开发行债券

评级时间：2023 年 6 月 19 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型	V4.0.202208

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

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，跟踪期内，在资金注入、资产划拨和政府补助等方面持续获得政府支持；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、技术等方面保持很强的竞争优势，但受原材料成本压力高企影响，经营业绩同比下滑幅度大。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煤化工行业周期波动影响；资产流动性较弱；利润对其他收益依赖度高；债务规模快速增长，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 景国资 MTN001”“20 景国资 MTN001”“20 景国资 MTN002”“20 景国资 MTN003”“21 景国资 MTN001”“20 景控 02”“20 景控 03”“22 景控 01”和“22 景控 02”的信用等级为 AA⁺，维持“23 景国资 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **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，跟踪期内在财政补贴、资金注入和资产划拨等方面持续获得地方政府的支持。2022 年，公司获得资本注入及资产划转增加资本公积 31.65 亿元，获得其他收益 13.33 亿元。

2. **跟踪期内，公司炭黑业务保持很强的行业竞争实力。**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、技术等方面保持很强的竞争优势。

关注

1. **业务周期性强，存在行业波动风险，利润对其他收益依赖度高，盈利能力有待提升。**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。2022 年，受炭黑业务

本次评级模型打分表及结果：

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	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：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。				+3
评级结果				AA ⁺

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

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
数据时间	2022	2022	2022	2022
控股股东	景德镇市人民政府国有资产监督管理委员会	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	镇江市人民政府国有资产监督管理委员会	威海市人民政府国有资产监督管理委员会
调整营业利润率 (%)	-3.01	7.04	-3.83	-25.56
资产总额 (亿元)	1106.45	405.46	547.99	377.94
所有者权益 (亿元)	388.42	175.25	268.87	135.83
营业总收入 (亿元)	228.98	122.52	114.00	51.39
营业利润率 (%)	11.52	20.16	10.17	-5.67
利润总额 (亿元)	4.74	11.23	6.40	1.82
资产负债率 (%)	64.89	56.78	50.93	64.06
全部债务/资本比率 (%)	61.02	41.02	45.29	55.13
全部债务/EBITDA (倍)	20.17	6.11	14.82	12.75
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.34	4.73	1.69	2.25

注：公司 1 为深圳市特发集团有限公司，公司 2 为镇江国有投资控股集团有限公司，公司 3 为威海产业投资集团有限公司

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告整理

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

原材料成本压力高企影响，公司经营性利润同比下降幅度大，其他收益为当期净利润的 6.17 倍；同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.94% 和 0.56%，盈利能力有待提升。

2. **资产流动性较弱。**截至 2022 年底，公司货币资金受限规模 56.52 亿元，应收类款项账期偏长，存货规模大且以开发成本为主，整体资产流动性弱。

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，存在集中偿付压力。**随着基础设施建设项目投入、购地规模增加以及在建项目持续投入，公司债务规模快速增长，截至 2023 年 3 月底，公司资产负债率为 66.59%，整体债务负担较重；同期末，公司现金短期债务比为 0.46 倍，短期偿债压力较大。公司于 2023 年下半年到期的有息债务金额为 88.27 亿元，存在集中兑付压力。

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，但对公司资金形成占用，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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	102.66	110.05	102.64	129.64
资产总额(亿元)	800.87	954.22	1106.45	1153.10
所有者权益(亿元)	301.16	345.49	388.42	385.27
短期债务(亿元)	177.49	249.33	272.32	278.90
长期债务(亿元)	226.90	252.20	335.79	380.20
全部债务(亿元)	404.39	501.54	608.11	659.10
营业总收入(亿元)	157.02	188.90	228.98	52.08
利润总额(亿元)	4.35	5.40	4.74	-3.33
EBITDA(亿元)	22.24	24.56	30.15	--
经营性净现金流(亿元)	-18.95	1.34	-25.28	3.55
营业利润率(%)	13.09	14.99	11.52	6.94
净资产收益率(%)	0.85	1.15	0.56	--
资产负债率(%)	62.40	63.79	64.89	66.59
全部债务资本化比率(%)	57.32	59.21	61.02	63.11
流动比率(%)	176.35	133.44	142.94	151.50
经营现金流动负债比(%)	-7.34	0.41	-6.92	--
现金短期债务比(倍)	0.58	0.44	0.38	0.46
EBITDA 利息倍数(倍)	2.20	1.98	1.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.18	20.42	20.17	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	389.36	463.18	514.03	525.25
所有者权益(亿元)	186.59	223.16	245.12	246.60
全部债务(亿元)	159.90	180.09	183.74	191.09
营业总收入(亿元)	20.76	5.68	10.45	2.52
利润总额(亿元)	2.84	-3.83	2.50	0.25
资产负债率(%)	52.08	51.82	52.31	53.05
全部债务资本化比率(%)	46.15	44.66	42.84	43.66
流动比率(%)	250.75	84.23	97.28	104.08
经营现金流动负债比(%)	-25.92	-10.36	-1.44	--

注：1. 公司 2023 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有息债务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

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 景国资 CP001	A-1	AA+	稳定	2023/02/21	李明 徐璨	一般工商企业信用评级方法 (V4.0.202208) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V4.0.202208)	阅读全文
22 景控 02	AA+	AA+	稳定	2022/10/26	李明 徐璨	一般工商企业信用评级方法 (V4.0.202208) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V4.0.202208)	阅读全文
22 景控 01	AA+	AA+	稳定	2022/07/13	李明 徐璨	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)	阅读全文
19 景国资 MTN001/20 景国资 MTN001/20 景国资 MTN002/20 景国资 MTN003/21 景国资 MTN001/20 景控 02/20 景控 03	AA+	AA+	稳定	2022/06/24	李明 徐璨	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)	阅读全文
21 景国资 MTN001	AA+	AA+	稳定	2021/06/08	李明 徐璨	一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 景控 03	AA+	AA+	稳定	2020/10/19	王越 王文燕	工商企业信用评级方法总论 (2018)	阅读全文
20 景控 02	AA+	AA+	稳定	2020/09/09	王越 王文燕	工商企业信用评级方法总论 (2018)	阅读全文
20 景国资 MTN003	AA+	AA+	稳定	2020/08/11	孙鑫 蔡伊静	一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 景国资 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/06/11	孙鑫 蔡伊静	一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
20 景国资 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/11/14	唐岩 蔡伊静	一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
19 景国资 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/09/18	唐岩 蔡伊静	一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
19 景国资 MTN001	AA	AA	稳定	2019/01/17	喻宙宏 张超	工商企业信用评级方法总论 (2018)	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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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 2023 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 90% 股权，为公司实际控制人。

截至 2023 年 3 月底，公司经营范围较 2021 年底未发生变化。

截至 2022 年底，公司合并范围内拥有一级子公司 33 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 2023 年 3 月底黑猫集团持股 34.07%，期末参考市值 31.94 亿元，已质押 9.39%）和景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛公司”）下属广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”，证券代码：300410.SZ，截至 2023 年 3 月底合盛集团持股 22.09%，期末参考市值 7.61 亿元，已质押 48.90%）为上市公司。

截至 2022 年底，公司合并资产总额为 1106.45 亿元，所有者权益合计 388.42 亿元（含少数股东权益 71.88 亿元）；2022 年，公司实现营业收入 228.98 亿元，利润总额 4.74 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额为 1153.10 亿元，所有者权益合计 385.27 亿元（含少数股东权益 70.17 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业收入 52.08 亿元，利润总额 -3.33 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续公募债券见下表，均为普通优先债券，募集资金均已按指定用途使用完毕，除未到付息日的债券，其他债券均在付息日正常付息。“22 景控 01”和“22 景控 02”设置交叉保护和经营维持承诺条款。

表 1 截至 2023 年 3 月底公司存续债券概况
(单位: 亿元)

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限(年)
19 景国资 MTN001	10.00	10.00	2019/07/22	5 (3+2)
20 景国资 MTN001	6.00	6.00	2020/04/07	5 (3+2)
20 景国资 MTN002	7.00	7.00	2020/06/22	5 (3+2)
20 景国资 MTN003	7.00	7.00	2020/08/21	5 (3+2)
21 景国资 MTN001	10.00	10.00	2021/07/13	3
20 景控 02	9.00	9.00	2020/09/18	5 (3+2)
20 景控 03	5.00	5.00	2020/10/28	5 (3+2)
22 景控 01	8.00	8.00	2022/08/09	2
22 景控 02	8.00	8.00	2022/11/11	2
23 景国资 CP001	9.00	9.00	2023/03/10	1

资料来源: 联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，

社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1. 化工行业

2022 年以来，原材料价格上涨推升化工品价格走高，化工企业整体收入同比实现增长，但因房地产、纺织服装、汽车制造等市场景气度下行对部分传统化工品需求造成一定不利影响，化工企业利润总额同比下降，细分行业投资增速放缓，化工行业综合景气指数回落。

(1) 炭黑行业

高端炭黑市场被外资企业垄断，中国炭黑市场结构性产能过剩。2021 年以来，作为原材料之一的煤焦油价格大幅上涨，但炭黑产品价格的上涨幅度不及原材料，炭黑行业整体盈利持续下滑。

炭黑作为国民经济中重要的高分子纳米材料，广泛应用于轮胎、橡胶制品、导电、色素、新能源等领域。中国炭黑产量约占全球炭黑产量的 43% 左右，目前，外资品牌占领着中国炭黑行业较为高端的市场，国内炭黑企业市场占有率较低。中国炭黑企业生产的普通橡胶用炭黑的产能过剩，而在绿色轮胎需要的低滚动阻力炭黑、高性能色素炭黑、导电炭黑、高端汽车

橡胶制品配件等高端炭黑市场占有率较低。2022年中国炭黑行业开工率在60%左右，炭黑产能869.2万吨左右，全年炭黑产量522万吨，而同期的表观消费量约450万吨。考虑到主要炭黑企业仍有在建炭黑项目，中国炭黑行业短期内仍将处于供过于求的状态。

从集中度看，近年来，中国炭黑行业集中度持续提升。2022年中国产量排名前十的炭黑企业如下，据中国橡胶工业协会炭黑分会（以下简称“炭黑分会”）初步统计，前十大炭黑企业产量约占中国炭黑产量的74.55%。

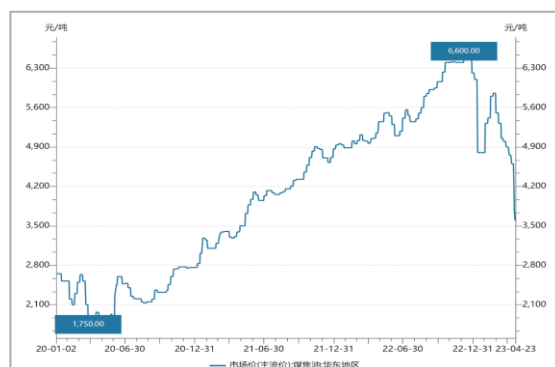
表2 中国主要炭黑企业产量情况

序号	单位名称	2022年产量(万吨)	占比
1	江西黑猫炭黑股份有限公司	90.73	17.38%
2	金能科技股份有限公司	61.84	11.85%
3	龙星化工股份有限公司	46.59	8.93%
4	卡博特(中国)投资有限公司	42.00	8.05%
5	山西永东化工股份有限公司	35.08	6.72%
6	山西安仑化工有限公司	34.35	6.58%
7	山西三强新能源科技有限公司	26.38	5.05%
8	苏州宝化炭黑有限公司	23.54	4.51%
9	烁元新材料(东营)股份有限公司	14.36	2.75%
10	青州市博奥炭黑有限责任公司	14.28	2.74%
合计		389.15	74.55%

注：1. 上表数据仅为中国橡胶工业协会炭黑分会统计的会员数据，不包含非会员数据；2. 上市公司产量数据以上市公司年报为准；3. 卡博特(中国)投资有限公司产量数据为2021年数据
资料来源：中国橡胶工业协会炭黑分会

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。受下游需求影响，2020年初，煤焦油价格下行，4月，随着中国国内经济好转，煤焦油价格触底反弹，但全年整体价格涨幅不大。2021年，煤焦油价格在市场的调节下补涨，同时受到下半年能源价格上涨、上游限产等影响，全年呈现持续上涨态势；2022年延续了2021年的增长态势，最高上涨至6600元/吨。2023年以来，主要受煤焦油库存较高及下游华东地区深加工企业检修季影响，市场供需紧张局面扭转，煤焦油价格明显回落。

图1 2020年以来中国煤焦油价格波动情况

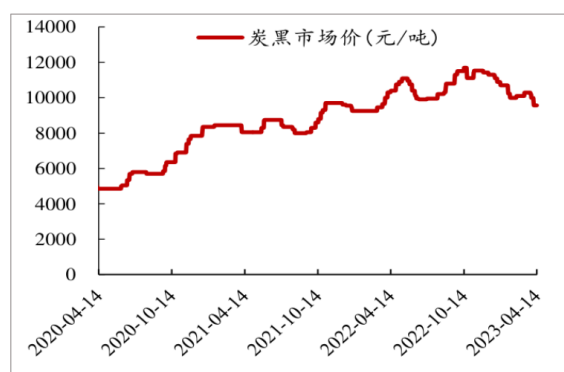


资料来源：Wind

下游需求方面，炭黑是橡胶工业中仅次于生胶的第二原材料，全球炭黑约有70%用于轮胎的制造，20%用于其他橡胶，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，截至2023年3月底，中国机动车保有量达4.2亿辆，其中汽车达到3.2亿辆，较2021年底增加约0.17亿辆，汽车保有量持续增长。此外，中国是炭黑的净出口国，中国海关总署发布的最新统计数据表明，2022年中国炭黑进口总量为10.39万吨，同比增长1.6%。2022年炭黑出口总量为81.03万吨，同比增长12.3%。

价格方面，2020年初，炭黑价格处于低位下行趋势，下半年开始，中国国内炭黑价格进入上涨通道。一方面，受淘汰落后焦化产能、节能减排等因素影响，原料煤焦油供应紧张，价格上涨，成本端支撑明显。另一方面，下游橡胶轮胎等制品终端需求开始好转。2021年，炭黑价格延续2020年下半年的上涨趋势，全年处于高位波动，第四季度受成本驱动，炭黑价格进一步上涨；2022年以来，炭黑价格整体处于高位震荡，但整体上涨幅度不及原材料。

图2 2020年以来中国国内炭黑价格走势



资料来源：百川盈孚

从行业整体盈利情况看，2021年以来，随着炭黑行业上游主要原材料价格大幅上涨，炭黑行业整体效益持续下滑。据炭黑分会统计数据，2022年全国会员企业炭黑生产总量471万吨，同比减少3.82%，行业利润同比下降76.78%。

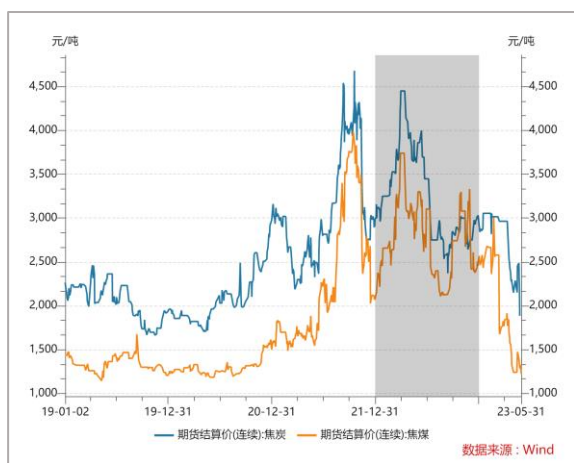
（2）焦炭行业

2022年，炼焦煤价格居高不下，下半年钢材需求下降，焦炭市场价格震荡下行，全年焦化行业处于低利润甚至亏损状态。

经过多年发展，中国焦化产业已形成庞大的产能规模，根据国家统计局数据，截至2021年底，全国焦炭产能为58862.36万吨，产能过剩问题继续存在。2022年全国焦炭产量47344万吨，同比增1.3%。

2022年原料炼焦煤供应较为紧张，国内供应不足，进口焦煤补充有限，全年处于去库存状态，炼焦煤价格较为坚挺，配煤成本居高不下。

图3 2019年以来焦煤及焦炭价格走势



资料来源：Wind

2022年一季度末，焦炭平均售价以及炼焦煤成本为全年最高，但煤炭涨幅略滞后于焦炭；同时煤价涨幅呈现区域化差异，焦煤价格调价相对频繁的煤种主要集中于主产地山西，其余如山东、河南、安徽等地煤价相对稳定，成本涨幅不及焦炭涨幅；其他时期因焦炭价格涨跌幅与焦煤成本涨跌幅不匹配，多数情况下焦煤的上涨都先于和高于焦炭，降价则滞后于焦炭，且幅度有时也低于焦炭，因此多数时间焦企处于亏损状态。

（3）化肥行业

氮肥、磷肥受到环保督察影响迫使中小落后产能快速淘汰，产能出清较为明显；近年来在农业需求提升、供需结构改善等因素影响下行业景气度较高。中国钾肥企业集中度较高且钾矿资源储量较低，2020年以来，在各国对粮食安全重视程度显著提升、欧盟和美国对白俄罗斯钾肥制裁，以及地缘政治冲突等多重因素影响下，国际钾肥价格上涨，钾肥景气度持续上升。完整版行业分析详见《[2023年化工行业分析](#)》。

2. 区域经济发展概况

景德镇市经济实力持续增强，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，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。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”。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，景德镇成为国家首个文化类国家级试验区。

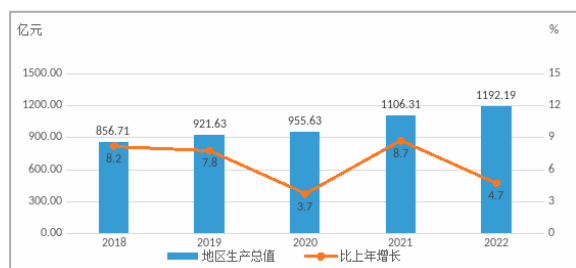
2021年，景德镇市出台《景德镇市工业倍增三年行动计划（2021—2023年）》（以下简称“《行动计划》”），要用三年的时间，围绕“3+1+X”特色产业体系，实施“三个千亿”工程，即建设一个千亿园区（高新区），打造两个千亿产业（陶瓷、精细化工和医药），全市工业经济总量突破3000亿元。

2022年，景德镇实现地区生产总值1192.19亿元，同比增长4.7%。全年全市规模以上工业增加值同比增长8.4%，列全省第6位。其中，直升机及通航产业增加值增长24.6%，先进陶瓷产业增加值增长46.4%，汽车及零部件产业增加值

增长24.5%。全市规模以上工业实现营业收入1358.9亿元，同比增长27.6%，列全省第1位；实现利润总额69.9亿元，同比增长37.8%，列全省第2位。

2022年，景德镇市固定资产投资额同比增长8.1%。其中，国有投资增长26.4%，基础设施投资同比增长10.8%。商品房销售面积210.91万平方米，比上年下降12.2%。其中，住宅销售面积184.52万平方米，下降17.5%。商品房销售额136.71亿元，下降12.3%。

图4 2018-2022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

2022年全市一般公共预算收入94.00亿元，比上年下降7.4%。在一般公共预算收入中，税收收入47.18亿元，下降25.2%，税收收入占比为50.2%。

截至2022年10月底，景德镇市地方政府债务余额为470.50亿元，其中：一般债务余额162.39亿元，专项债务余额308.11亿元；市本级地方政府债务余额为317.43亿元，其中：一般债务余额112.05亿元，专项债务余额205.38亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，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；合盛公司和景德镇市古镇投资管理有限公司分别为景德镇市重要的城市基础设施和

安置房建设主体，具备较强的区域专营性。

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系国内炭黑行业龙头企业，年产焦炭210万吨，炭黑产能110万吨/年，生产基地遍布全国。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。

黑猫集团炭黑专业化产品主要由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及建设，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. 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公示报告（机构信用代码G1036020200015580C），

截至2023年5月5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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年5月31日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构和管理制度方面无重大变化。

2022年，公司有2名董事发生变更，李保泉和周敏建辞任，汪羽和胡轶接任；高级管理人员方面，聘任周长根为党委副书记，辞任副总经理；党委委员潘占辉和程坚辞任，聘任曹俊秀为党委委员、副总经理，聘任王聪为副总经理。

汪羽，男，1971年6月出生，汉族，本科学历，中共党员。历任景德镇市珠山区国资办主任，江西省景德镇市珠山区财政局副局长、国资办主任，景德镇市珠山区财政局副局长，景德镇市珠山区港澳台侨委主任、区财政局副局长，景德镇市珠山区财政局局长、机关工委委员，景德镇市珠山区财政局党组书记、局长，景德镇市国资委党委委员、副主任。现任公司董事，黑猫集团总经理。

胡轶，男，1973年9月出生，汉族，大专学历，中共党员。历任景德镇市生产资料总公司副总经理、景德镇市物资信息中心副主任、景德镇市工程投资咨询中心负责人、景德镇市铁路建设办公室、景德镇陶瓷集团有限责任公司党委委员。现任公司董事。

跟踪期内，公司组织架构、治理结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，炭黑产品价格上涨，加之合盛公司收购正业科技，公司主营业务收入同比增长，受原材料价格涨幅超过产品价格涨幅影响，煤化工业务毛利率同比下降，公司综合毛利率同比下滑。

2022年，公司仍以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、基础设施建设板块和房地产板块为主业，同时新增正业科技¹主营的专用设备制造板块。

2022年，公司主营业务收入同比增长20.43%。其中，煤化工及相关多元化产品板块仍为公司的主要收入来源，在成本推动下，产品价格上涨，炭黑、复合肥及煤化工附属产品收入同比分别增长24.81%、16.48%和37.44%；基础设施建设板块收入同比保持稳定；受可售面积减少影响，房地产板块收入同比下降28.09%；正业科技2022年纳入公司合并范围，当期新增专用设备制造收入9.77亿元；同期，公司确认处置不良债权收入3.10亿元，主要系公司处置2011年收到的光明瓷厂不良债权包等形成的收入。

毛利率方面，2022年，受原材料价格涨幅超过产品销售价格涨幅影响，焦炭、炭黑和复合肥业务毛利率同比分别下降5.64个百分点、9.69个百分点和7.57个百分点。同期，基础设施建设板块毛利率同比提高19.16个百分点，主要系按净额法确认了部分乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目收入所致。房地产业务毛利率同比下降8.81个百分点，主要系当期毛利率较低的安置房项目销售占比高所致。

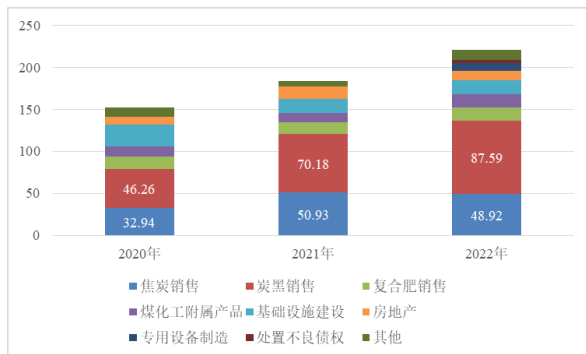
2023年1—3月，公司主营业务收入同比增长10.37%，主要系焦炭、炭黑和处置不良债权收入同比增长所致。但受煤化工及相关多元化产品板块毛利率同比下降影响，公司综合毛利率同比下降5.07个百分点。

¹ 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2022年底，正业科技资产总额为18.06亿元，所有者权益合计6.68亿元；2022年实现营业总收入9.91亿元，净利润-1.02亿元。

图5 2020—2022年主营业务收入构成情况

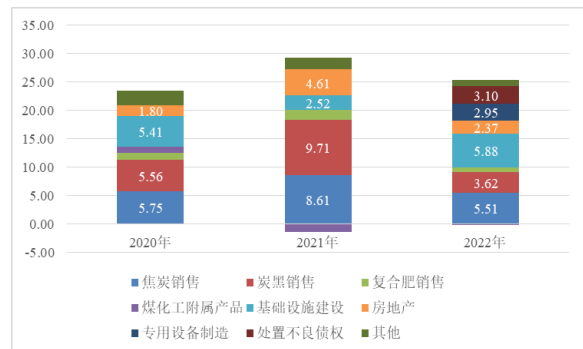
(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司提供的资料整理

图6 2020—2022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3 2021—2022年及2023年1—3月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2021年			2022年			2023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 (%)
焦炭销售	50.93	27.73	16.90	48.92	22.12	11.26	13.06	25.20	0.54
炭黑销售	70.18	38.21	13.83	87.59	39.60	4.14	18.84	36.35	0.50
复合肥销售	13.39	7.29	13.15	15.60	7.05	5.58	4.11	7.94	3.09
煤化工附属产品	11.53	6.27	-11.79	15.84	7.16	-1.53	3.75	7.24	-22.19
基础设施建设	16.47	8.96	15.31	17.05	7.71	34.47	2.71	5.24	25.33
房地产	15.00	8.17	30.75	10.79	4.88	21.94	0.72	1.40	9.54
专用设备制造	--	--	--	9.77	4.42	30.23	1.53	2.95	32.58
处置不良债权	0.00	0.00	93.62	3.10	1.40	100.00	2.47	4.76	100.00
其他	6.19	3.37	34.47	12.55	5.68	8.71	4.63	8.93	12.73
合计	183.69	100.00	15.24	221.22	100.00	11.37	51.82	100.00	7.51

注: 处置不良债权业务2021年收入为46.57万元

资料来源: 公司提供

表4 主要子公司财务数据 (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2022年底		2022年		资产负债率 (%)
					资产总额	负债	营业总收入	净利润	
景德镇黑猫集团有限责任公司	焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品、房地产	100.00	否	是	286.45	226.79	176.05	-1.06	79.17
景德镇市古镇投资管理有限公司	棚改安置房、混凝土	100.00	否	是	110.15	39.09	6.56	0.76	35.49
景德镇合盛产业投资发展有限公司	城市基础设施建设、贸易	80.00	否	是	306.30	139.05	23.89	1.00	45.40
公司合并口径	--	--	否	是	1106.45	718.03	228.98	2.16	64.89

资料来源: 公司提供

2. 煤化工板块

(1) 焦炭及相关副产品

2022年, 焦炭产品原材料价格同比大幅增长, 上下游集中度高, 销量同比有所下降, 收入同比小幅下降。

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。

原材料采购方面，焦炭产品的主要原材料为洗精煤，景德镇焦化能源拥有铁路专用线，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。2022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。2022年，焦炭业务前五名供应商采购额占总采购额的71.97%，供应商集中度高。

表5 2020—2022年及2023年1—3月公司洗精煤采购情况

指标	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
采购金额（亿元）	38.14	50.47	62.42	14.11
采购量（万吨）	317.43	288.39	258.04	69.90
采购均价（元/吨）	1201.56	1750.06	2418.99	2027.76

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。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。2022年，焦炭业务前五名客户的销售额占总销售额的70.47%，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。

2022年，焦炭业务产能利用率保持高水平，销量同比下降，收入随之同比小幅下降。

表6 2020—2022年及2023年1—3月焦炭产销情况

指标	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
产能（万吨/年）	210.00	210.00	210.00	52.50
产量（万吨）	201.96	221.50	225.82	55.43
产能利用率（年化，%）	96.17	105.48	107.54	105.59
销量（万吨）	190.16	222.34	218.98	57.15
产销率（%）	94.16	100.38	96.97	103.09
平均售价（元/吨）	1732.00	2290.64	2234.05	2285.28
销售收入（亿元）	32.94	50.93	48.92	13.05

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。2022年以来，炭黑生产原材料价格持续高位运行，超过了炭黑产品销售价格的涨幅，导致黑猫股份2022年业绩大幅下降，2023年一季度经营亏损。

公司炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。黑猫股份炭黑生产的主要原料包括煤焦油、葱油、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。2022年，黑猫股份前五大供应商采购金额占比为16.43%，供应商较为分散。

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。2022年，黑猫股份前五名客户的销售额占总销售额15.86%，客户集中度较低。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。

2022年，黑猫股份炭黑产销量同比均小幅下降；炭黑产业链在“双碳”及环保影响下，原料煤焦油价格持续上升，推动炭黑产品价格上涨，黑猫股份炭黑销售收入同比提升，但原材料上涨幅度超过了炭黑产品销售价格的涨幅，导致2022年黑猫股份净利润同比下降97.41%；2023年一季度，炭黑生产原材料价格持续高位运行，黑猫股份2023年一季度净利润为-1.10亿元。

表7 2020—2022年及2023年1—3月
黑猫股份炭黑产销情况

指标	2020年	2021年	2022年	2023年 1—3月
产能（万吨/年）	110.00	110.00	114.00	28.50
产量（万吨）	92.81	94.84	90.73	21.96
产能利用率（年化，%）	84.37	86.22	79.59	77.04
销量（万吨）	93.11	93.73	89.94	19.08

表8 2020—2022年及2023年1—3月复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2020年		2021年		2022年		2023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	36.20	681.14	27.53	1001.91	31.04	1539.27	9.72	1660.83
磷肥	19.00	1739.88	14.80	2437.33	15.06	3224.66	3.83	3073.87
钾肥	16.50	1858.37	10.82	2455.12	8.85	3898.96	3.80	3006.07
其他	1.45	6400.96	1.48	931.76	1.48	409.64	0.41	412.83

资料来源：公司提供

生产销售方面，2022年，复合肥产销量同比均有所增加；产品平均售价随原材料价格增长。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，2022年，开门子肥业产能利用率为36.61%，同比小幅提升。

产销率（%）	100.32	98.83	99.13	86.87
平均售价（元/吨）	4968.23	7487.72	9739.02	9874.78
销售收入（亿元）	46.26	70.18	87.59	18.83

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，2022年受原料涨价影响，公司复合肥销售均价随原料价格上升，收入小幅增长。

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/年、30万吨/年、35万吨/年和50万吨/年，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。2022年，开门子肥业前五大供应商采购金额占比为27.24%，供应商集中度一般。

采购方面，2022年，主要原材料氮肥、磷肥和钾肥受环保等因素影响，供应偏紧，采购价格同比均有所增长。

开门子肥业复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式。2022年，开门子肥业前五名客户的销售额占总销售额的6.28%，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9 2020—2022年及2023年一季度
开门子肥业产销情况

指标	2020年	2021年	2022年	2023年 1—3月
产能（万吨/年）	148.00	148.00	148.00	42.00
产量（万吨）	75.77	51.94	54.18	19.51
产能利用率（年化，%）	51.20	35.09	36.61	46.45
销量（万吨）	80.94	51.47	55.25	15.46
产销率（%）	106.82	99.10	101.97	79.24
平均售价（元/吨）	1773.41	2601.25	2822.74	2642.81
销售收入（亿元）	14.35	13.39	15.59	4.08

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，安置房项目未来存在一定投资需求。

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2023年3月底，开门子房地产共有3个在售项目，分别为康家三期、金鼎玖域和玖玺台，未来投资规模不大。2022年，开门子房地产实现营业收入1.46亿元。

表10 截至2023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				结转收入			
			商住	商铺	车库	其他	商住	商铺	车库（个）	其他	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
金鼎国际	2.65	2.63	5.40	--	1.44	1.03	5.40	--	52	--	--	--	--	--
康家花园	3.90	2.72	6.98	0.78	0.15	--	6.97	0.41	--	--	--	0.03	0.06	0.01
木材厂棚户区		1.62	8.50	0.30	--	--	8.50	--	--	--	--	--	--	--
金岭阳光	0.79	0.71	2.55	--	0.23	0.07	2.55	--	--	--	--	--	--	--
金和汇景	3.41	4.28	2.26	2.70	1.05	--	0.63	2.57	--	--	0.15	0.11	--	--
金恒国际	1.79	1.79		4.21	0.87	--	2.97	1.17	--	--	0.42	--	--	--
康家二期	2.30	2.02		4.86	--	--	4.85	--	80	--	0.33	0.04	0.05	--
康家三期	5.28	4.30		14.44	0.76	--	14.44	0.03	--	--	--	7.28	0.74	--
金鼎玖域	2.05	2.00		4.57	--	--	3.40	0.79	79	--	0.73	0.07	0.07	--
玖玺台	6.50	3.56		5.85	3.14	0.10	0.89		--	--	--	0.43	0.54	0.08
合计	28.67	25.63		--	--	--	--	--	--	--	1.63	7.96	1.46	0.09

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，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11 截至2023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（古镇天御）	19.71	19.71	2013	2020	43.70	30.62	10.30	12.27
沿江东路棚户区改造安置房项目（古镇公元）	12.28	5.89	2013	2013	18.89	14.82	4.98	5.78
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	3.49	2014	2014	9.26	7.07	1.79	1.80
梧桐雅苑	8.27	6.03	2019	2021	16.73	8.00	3.30	4.03
滨江盛景	8.66	3.85	2021	2023	14.76	0.89	--	0.35
锦泰御园	2.03	2.03	2015	2017	7.60	7.47	2.20	2.96
国信滨江苑	12.41	12.79	2018	2020	31.48	23.17	9.56	10.36
国信御城	5.47	5.47	2010	2021	16.83	10.35	6.09	6.49
国信佳苑	1.94	1.69	2020	2021	6.39	2.30	1.05	1.31
国博府	10.52	5.58	2021	2024	17.42	--	--	--
合计	84.84	66.53	--	--	183.06	104.69	39.27	45.35

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，但对公司资金形成占用，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。截至2023年3月底，公司已签协议的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拟回购总金额75.94亿元，已收到项目回款41.16亿元。

表12 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2023年3月底已回购金额	未来三年回款计划		
			2023年4-12月	2024年	2025年
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	36.90	7.46	1.94	1.94	1.94
航空及先进装备制造产业基地	24.47	23.96	0.20	0.20	--
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）项目	14.57	9.74	1.56	1.19	1.88
合计	75.94	41.16	3.70	3.33	3.82

资料来源：公司提供

截至2023年3月底，公司主要在建基础设施项目总投资合计180.87亿元，已完成投资金额合计123.66亿元。其中，自营在建项目投资规模大，未来收益存在不确定性，需关注预期收益实现

情况。

2020—2022年，公司主要在建基础设施项目分别确认收入20.19亿元、13.43亿元和6.23亿元。

表 13 截至 2023 年 3 月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	2020 年 确认收入	2021 年 确认收入	2022 年 确认收入	未来三年投资计划			
								2023 年	2024 年	2025 年	
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	7.80	0.58	0.12	--	--	--	
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	24.29	3.79	7.91	0.74	0.18	0.20	--	
	景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）项目	景德镇市华信建设投资有限公司	10.25	10.18	2.38	1.60	1.44	1.56	1.19	1.88	
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	--	--	0.02	--	--	--	--	
	景德镇市中心城区停车场建设项目	古镇公司	12.35	5.15	0.05	0.09	0.07	0.50	0.50	0.50	
	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	3.14	0.15	0.19	0.25	0.06	0.10	0.10	
	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	2.89	--	--	--	0.60	--	--	
	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	6.46	--	--	0.01	1.17	--	--	
	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公司	10.60	6.52	--	--	0.13	1.60	--	--	
	景德镇市直升机航空产业孵化园项目	合盛公司	12.78	7.78	--	--	0.02	3.00	2.00	--	
	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	13.25	--	--	--	3.43	--	--	
代建	其他市政建设项目	--	41.61	18.61	6.02	3.02	3.45	0.57	0.88	5.00	
合计			--	180.87	123.66	20.19	13.41	6.23	12.67	4.87	7.48

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司经营效率同比变动不大。

2022年，公司销售债权周转次数和存货周转次数同比分别增至3.28次和0.79次；总资产周转次数为0.22次，同比保持稳定。

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。

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 and 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，依托节能环保板块、文化旅游板块和城市运营板块等，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022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，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

2022年，新纳入公司合并范围的子公司共22家，包括景德镇市国信物流仓储有限公司、江西直升机有限公司和景德镇优锂产业投资合伙企业（有限合伙）等，截至2022年底净资产合计11.98亿元，2022年净利润合计-0.29亿元。2023年一季度，公司合并范围新增1家子公司。整体

看，新增子公司规模不大，公司财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额为1106.45亿元，所有者权益合计388.42亿元（含少数股东权益71.88亿元）；2022年，公司实现营业总收入228.98亿元，利润总额4.74亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额为1153.10亿元，所有者权益合计385.27亿元（含少数股东权益70.17亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入52.08亿元，利润总额-3.33亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，随着基础设施建设项目投入、购地规模增加以及在建项目持续投入，公司资产规模保持较快增长，流动资产中，货币资金受限比例较高，应收类款项账龄偏长，存货以开发成本为主，整体流动性较弱。

截至2022年底，公司合并资产总额为1106.45亿元，较上年底增长15.95%。其中，流动资产占47.15%，公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表 14 2021 - 2022 年及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	441.31	46.25	521.74	47.15	561.27	48.67
货币资金	109.35	24.78	100.38	19.24	126.69	22.57
应收账款	57.02	12.92	63.27	12.13	58.03	10.34
其他应收款	28.82	6.53	28.99	5.56	33.39	5.95
存货	214.15	48.52	292.66	56.09	304.66	54.28
非流动资产	512.90	53.75	584.71	52.85	591.83	51.33
长期股权投资	37.54	7.32	37.55	6.42	37.76	6.38
投资性房地产	173.98	33.92	219.43	37.53	219.36	37.07
固定资产	74.51	14.53	84.49	14.45	86.29	14.58
在建工程	46.87	9.14	60.81	10.40	65.01	10.99
无形资产	106.27	20.72	96.70	16.54	96.64	16.33
其他非流动资产	21.33	4.16	31.56	5.40	31.75	5.36
资产总额	954.22	100.00	1106.45	100.00	1153.10	100.00

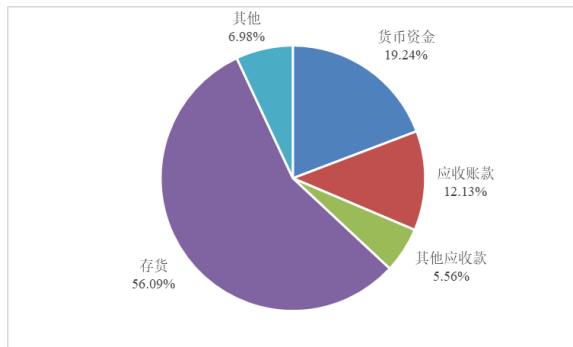
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，公司流动资产合计521.74亿元，较上年底增长18.22%。其中，存货较上年底

增长36.67%，主要系增加在建项目（基建和房地产）投入以及购入未开发土地所致。

图7 截至2022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

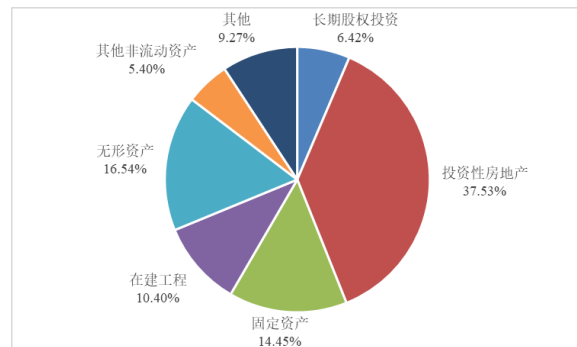
截至2022年底，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。其中，应收账款主要由基础设施建设业务和煤化工业务产生，账龄在1年以内的占64.53%，较上年底提升4.29个百分点；按特定组合计提坏账准备的应收账款占37.11%，系与政府及其所属单位的应收款项，预计不存在回收风险，均未计提坏账准备；应收账款整体坏账计提比例为5.71%，较上年底下降0.64个百分点。其他应收款主要由与政府单位往来款项（占41.88%）和应收恒大地产集团（江西）有限公司股权转让款（占14.75%）构成，账龄在1年以内的占18.42%，较上年底下降5.39个百分点；坏账计提比例为14.98%，较上年底提升3.54个百分点。公司存货主要由开发成本（209.92亿元，占71.54%）构成，其中土地开发成本为135.32亿元（较上年底增加31.83亿元，主要系房地产新增土地储备），公司累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备0.75亿元。

（2）非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产合计584.71亿元，较上年底增长14.00%。其中，投资性房地产较上年底增长26.12%，主要系古镇安居、紫晶宾馆等固定资产和无形资产，宏城农批冷链市场等在建工程转入所致；固定资产较上年底增长13.39%，主要系紫晶宾馆七号楼新建工程转固所致；在建工程较上年底增长29.74%，主要系增加对景德镇市国际陶瓷贸易交流交易中心、高岭中国村项目等项目的投入所致；其他非流动资产较上年底增长47.91%，主要系为收购景德镇市国有资产管理中心持有的江西景泰路桥工程有

限公司51%股权，预付股权转让款9.56亿元所致。

图8 截至2022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

截至2022年底，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、无形资产和其他非流动资产构成。其中，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11.62亿元、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司45.10%股权8.97亿元及景德镇市陶汇投资发展有限公司16.85%股权5.54亿元构成，2022年权益法核算的长期股权投资收益为-0.22亿元，现金红利0.14亿元。投资性房地产按公允价值计量，包括房屋建筑物154.58亿元和土地使用权64.85亿元，2022年公允价值变动合计0.37亿元。固定资产主要由房屋及建筑物（占66.69%）和机器设备（占27.44%）构成。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。公司无形资产主要由土地使用权（占32.37%）和林地使用权（占66.20%）构成，林地使用权系景德镇市人民政府划转的枫树山林地资产，由于林地资产的不动产权证书上林地使用权无明确的使用年限，故判定为使用寿命不确定的无形资产，未计提摊销。公司其他非流动资产主要由预付股权转让款9.56亿元、预付土地款8.52亿元和预付工程、设备款7.81亿元构成。

截至2022年底，公司资产受限情况如下表所示，公司整体资产受限比例较低，但货币资金受限比例偏高。

表 15 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产比例 (%)	受限原因
其他货币资金—保证金存款	56.52	56.31	票据、保函、信用证、借款等保证金
应收票据及应收款项融资	0.16	1.41	质押银行换取应付票据
应收账款	0.43	0.68	银行借款质押
存货-开发成本-土地使用权	38.88	13.28	银行借款抵押
长期应收款	15.28	69.41	银行借款质押
固定资产	2.80	3.31	银行借款抵押
投资性房地产	36.39	16.59	银行借款、融资租赁抵押
无形资产-土地使用权	2.85	2.95	银行借款抵押
未来收益权	--	--	银行借款质押(注 2、3、4)
合计	153.31	13.86	--

注：1. 合盛公司持有的正业科技 3972.11 万股，账面价值 4.50 亿元，已为银行借款设定质押；2. 古镇公司持有的景德镇市中心城区停车场建设工程一期项目 5 个停车场经营收费权、新风路北侧停车场、二中西侧停车场、迎宾路北侧停车场收费权以及昌江区三河村昌江水生态保护提升工程项目的景区门票收入、房屋出租收入、观光旅游收入等第一还款来源应收账款用于借款质押；3. 控股子公司景德镇国信宏城建设开发有限公司持有的景德镇市现代农业产品批发市场项目下形成的收入，已为银行借款设定质押；4. 控股子公司景德镇开门子文旅产业发展有限责任公司将高岭中国村综合体建设项目一期、二期形成的百果园收入、茶叶收入、文化演艺收入、村长学院培训收入、界田小镇收入、三田陶源收入、六七养生谷收入、停车场收入等，已为银行借款设定质押

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额为 1153.10 亿元，较上年底增长 4.22%，主要系货币资金、存货和在建工程增加所致。其中，流动资产占 48.67%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年底，受益于增资及资产划拨，公司所有者权益较上年底有所增长；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。

截至 2022 年底，公司所有者权益合计 388.42 亿元，较上年底增长 12.43%。其中，资本公积较上年底增加 31.65 亿元，主要系公司收到景德镇市财政局注入资本金 17.60 亿元和景德镇市国资委划拨资产 3.73 亿元（主要计入投资性房地产），合盛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注资款 9.78 亿元所致；其他综合收益较上年底增加 6.69 亿元，主要系存货/在建工程/固定资产/无形资产转投资性房地产首次评估增值所致。

截至 2022 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 81.49%，少数股东权益占比为 18.51%。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 25.75%、41.05%、8.33%和 5.05%，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构变化不大。

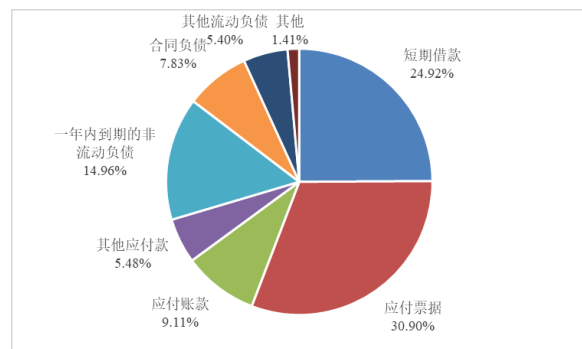
(2) 负债

跟踪期内，公司债务规模持续快速增长，债务负担较重。2023 年下半年，公司到期债务较为集中，存在集中偿付压力。

截至 2022 年底，公司负债总额为 718.03 亿元，较上年底增长 17.96%。其中，流动负债占 50.83%，公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司流动负债合计 365.00 亿元，较上年底增长 10.37%。其中，短期借款较上年底增长 16.36%；应付票据较上年底增长 43.29%，主要系黑猫集团营业收入规模增加，通过银行承兑汇票结算方式付款增加所致。

图 9 截至 2022 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

截至 2022 年底，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、合同负债和其他流动负债构成。其中，短期借款主要由保证借款（占 59.23%）和信用借款（占 26.15%）构成；应付票据主要由银行承兑汇票（占 94.76%）和国内信用证（占 4.28%）构成；应付账款账龄在一年以内（含 1 年）的占 73.40%；其他应付款主要为与景德镇陶文旅控股集团有限公司及政府部门的往来款，均无

息，一年以内的占49.80%；合同负债主要由预收工程款及销售款、预收售房款构成；其他流动负债主要由短期融资券构成。

截至2022年底，公司非流动负债合计353.02亿元，较上年底增长26.98%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。

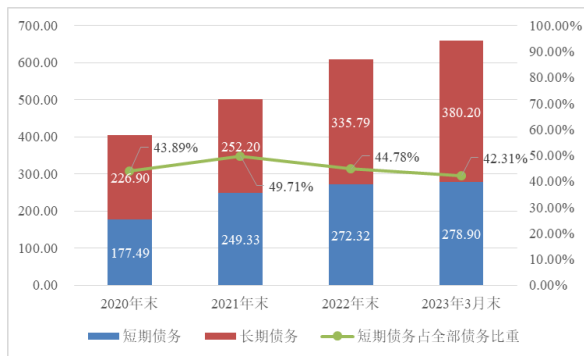
截至2022年底，公司非流动负债主要由长期借款（占35.07%）、应付债券（占34.44%）和长期应付款（占25.54%）构成。其中，长期借款主要由抵押借款（占33.96%）、保证借款（占31.47%）、质押借款（占25.30%）和信用借款（占9.28%）构成；公司长期应付款包括应付股权回购义务款11.27亿元、应付融资租赁款25.39亿元、应付景德镇市财政局0.45亿元及专项应付款56.00亿元。其中，专项应付款主要为政府为重点

项目拨付的资金，2022年新增专项应付款主要为景德镇市国际陶瓷文化博览旅游交流中心项目资金6.00亿元、高岭中国村农业产业融合示范园项目建设资金2.90亿元等。

截至2023年3月底，公司负债总额为767.83亿元，较上年底增长6.94%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中，流动负债占48.25%，负债结构较上年底变化不大。

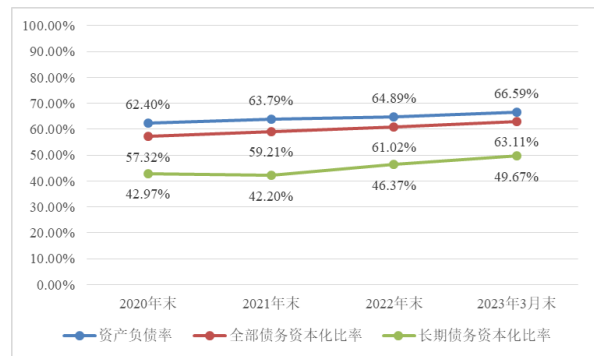
有息债务方面，截至2022年底，公司全部债务为608.11亿元，较上年底增长21.25%。债务结构方面，短期债务占44.78%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至2022年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底提高1.10个百分点、1.81个百分点和4.17个百分点，公司债务负担较重。

图 10 2020 - 2022 年末及 2023 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 11 2020 - 2022 年末及 2023 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

截至2023年3月底，公司全部债务为659.10亿元，较上年底增长8.38%。其中，长期债务占57.69%，债务结构进一步优化。从债务指标来看，截至2023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较上年底分别提高1.69个百分点、2.09个百分点和3.30个百分点，公司债务负担较重。

从债务期限分布看，公司2023年下半年到期的有息债务金额为88.27亿元，存在集中兑付压力。

表 16 截至 2022 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)	超过 1 年 (不含)	合计
公司信用类债券	18.05	17.06	121.57	156.68
银行贷款	43.12	64.06	123.80	230.98
非银行金融机构贷款	8.05	7.15	22.09	37.29
其他有息债务	2.00	--	59.33	61.33
合计	71.22	88.27	326.79	486.28
占比 (%)	14.65	18.15	67.20	100.00

资料来源: 公司债券2022年年度报告

4. 盈利能力

2022年，煤化工业务毛利润受到挤压，加之债务规模推升财务费用，公司主业盈利水平下降，其他收益对利润的支撑作用进一步增强。2023年一季度，受煤化工板块毛利润下滑影响，公司亏损面同比扩大。

2022年，公司实现营业总收入228.98亿元，同比增长21.22%，主要系煤化工及相关多元化产品价格上涨所致；营业成本200.66亿元，同比增长26.66%，主要系煤化工及相关多元化产品原材料价格上涨所致；营业利润率为11.52%，同比下降3.47个百分点，主要系煤化工及相关多元化产品原材料价格涨幅超过产品价格涨幅所致。

从期间费用看，2022年，公司费用总额为33.27亿元，同比增长34.70%，主要系债务规模扩大推升财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为14.77%、30.20%、4.39%和50.65%，以财务费用为主。2022年，公司期间费用率为14.53%，同比提高1.45个百分点。公司费用规模较大，对整体利润侵蚀大。

非经营性损益方面，2022年，公司实现其他收益13.33亿元，同比增长69.45%，主要系财政补贴资金增加所致。其中，公司本部收到市财政局拨付企业发展资金6.50亿元；合盛公司、景德镇国新建设工程有限公司、景德镇合盛科技企业孵化器有限公司、景德镇市景翔科技发展有限公司共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一次性补贴资金3.89亿元。2022年，其他收益占营业利润比重为311.81%，对营业利润影响大。

表 17 公司盈利能力变化情况

项目	2021年	2022年
营业总收入（亿元）	188.90	228.98
毛利润（亿元）	30.48	28.32
费用总额（亿元）	24.70	33.27
其他收益（亿元）	7.87	13.33
利润总额（亿元）	5.40	4.74
营业利润率（%）	14.99	11.52
总资产收益率（%）	1.81	1.94
净资产收益率（%）	1.15	0.56

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别提高0.13个百分点和下降0.59个百分点。

与所选公司比较，公司总资产报酬率处于中等偏下水平。从行业看，公司整体盈利水平较低。

2023年1—3月，煤化工及相关多元化产品及原材料价格延续上年变动趋势，公司实现营业总收入52.08亿元，同比增长9.57%；营业利润率为6.94%，同比下降5.47个百分点；公司当期利润总额为-3.33亿元，同比减少1.88亿元。

5. 现金流

2022年，公司经营活动现金转为净流出状态，投资活动现金流保持大额净流出，公司对外融资需求大。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年 1—3月
经营活动现金流入小计	198.07	281.97	52.79
经营活动现金流出小计	196.72	307.24	49.24
经营活动现金流量净额	1.34	-25.28	3.55
投资活动现金流入小计	2.91	5.06	0.60
投资活动现金流出小计	67.72	67.70	11.27
投资活动现金流量净额	-64.81	-62.64	-10.67
筹资活动前现金流量净额	-63.46	-87.91	-7.12
筹资活动现金流入小计	276.79	314.40	83.13
筹资活动现金流出小计	202.25	252.05	52.96
筹资活动现金流量净额	74.54	62.35	30.16
现金收入比（%）	79.20	103.22	78.88

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入281.97亿元，同比增长42.36%；经营活动现金流出307.24亿元，同比增长56.18%，主要系煤化工板块原材料和产品价格上涨所致；其中，支付其他与经营活动有关的现金同比增加17.32亿元，主要系预付景德镇市国有资产管理中心收购景泰路桥工程有限公司股权款9.55亿元所致。2022年，公司经营活动现金净流出25.28亿元，同比净流入转为净流出。2022年，公司现金收入比为103.22%，同比提高24.01个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金净流出62.64亿元，同比保持稳定，主要系高岭

中国村项目、景德镇市殡仪馆及公墓、国信康养项目、景德镇市国际陶瓷贸易交流交易中心、景德镇现代农产品批发市场项目等自营项目持续投入所致。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入314.40亿元，其中，吸收投资收到的现金23.14亿元；筹资活动现金流出252.05亿元，其中，分配股利、利润或偿付利息支付的现金21.23亿元，支付其他与筹资活动有关的现金同比增加13.59亿元，主要系融资租赁所支付的现金增加所致。2022年，公司筹资活动现金净流入62.35亿元，同比下降16.35%。

2023年1—3月，公司经营活动现金净流入同比下降62.05%；投资活动中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比保持稳定；筹资活动现金净流入规模同比有所增加。

6. 偿债指标

公司偿债指标表现较弱，间接融资渠道畅通且下属子公司具备直接融资渠道。

表 19 公司偿债指标

项目	项目	2021年	2022年
短期 偿债 指标	流动比率（%）	133.44	142.94
	速动比率（%）	68.69	62.76
	经营现金/流动负债（%）	0.41	-6.92
	经营现金/短期债务（倍）	0.01	-0.09
	现金类资产/短期债务（倍）	0.44	0.38
长期 偿债 指标	EBITDA（亿元）	24.56	30.15
	全部债务/EBITDA（倍）	20.42	20.17
	经营现金/全部债务（倍）	0.00	-0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	1.98	1.34
	经营现金/利息支出（倍）	0.11	-1.12

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，截至2022年底，公司流动比率较上年底有所提升，但受存货规模增长影响，速动比率较上年底有所下降，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至2022年底，公司现金短期债务比由上年底的0.44倍下降至0.38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，2022年，公司EBITDA

为30.15亿元，同比增长22.77%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占23.81%）、计入财务费用的利息支出（占56.99%）和利润总额（占15.72%）构成。2022年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.98倍下降至1.34倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA由上年的20.42倍下降至20.17倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。

截至2023年3月底，公司对外担保余额为500万元，系公司为联营企业景德镇市陶汇投资发展有限公司的全资子公司景德镇名坊园陶瓷产业发展有限公司与远东国际租赁有限公司的《售后回租赁合同》提供的担保。

重大未决诉讼方面，公司2021年5月公告显示，2020年6月，公司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。截至2023年3月底，公司应收恒大地产股权转让款5.02亿元，计提坏账准备0.98亿元，未来存在一定坏账损失风险。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。经江西省景德镇市中级人民法院依法审理，2021年6月16日判决被告景兴地产于判决生效之日起十日内向公司偿还借款人民币本金0.50亿元整及逾期利息（自2020年11月9日起，以借款本金5000万元为基数按年利率3.85%计算至实际付清为止）。景兴地产未上诉。截至2023年3月底，景兴地产尚未执行判决结果。

银行授信方面，截至2022年底，公司获得主要贷款银行授信额度合计428.86亿元，尚未使用的授信额度为99.89亿元，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，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。公司本部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；公司本部对外部融资依赖度高，存在一定的短期偿债压力。

截至 2022 年底，公司本部资产总额为 514.03 亿元，较上年底增长 10.98%，主要系对子公司增资及提供资金支持所致。其中，非流动资产占 76.16%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 5.23%）、应收账款（占 12.90%）、其他应收款（占 51.98%）和存货（占 27.03%）构成；其中，其他应收款的 10.74% 为政府往来款项，74.18% 为合并范围内关联方往来款（以地产板块子公司和合盛公司为主）；非流动资产主要由长期应收款（占 5.59%）、长期股权投资（占 65.71%，其中 92.55% 为对子公司的投资）和投资性房地产（占 17.34%）构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 6.41 亿元。

截至 2022 年底，公司本部负债总额为 268.91 亿元，较上年底增长 12.04%。其中，非流动负债占 53.16%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 17.49%）、其他应付款（占 47.73%）、一年内到期的非流动负债（占 11.92%）、合同负债（占 7.44%）和其他流动负债（占 13.72%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 19.67%）和应付债券（占 73.10%）构成。截至 2022 年底，公司本部资产负债率为 52.31%，较上年底提高 0.50 个百分点。截至 2022 年底，公司本部全部债务为 183.74 亿元，占合并口径的 30.21%。其中，长期债务占 72.17%。截至 2022 年底，公司本部共有 41.00 亿元信用类债券在 2023 年 5 至 12 月内到期或回售偿付，存在一定的债券偿付压力。截至 2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 42.84%，债务负担尚可。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 245.12 亿元，较上年底增长 9.84%，主要系收到

增资款所致。所有者权益中，实收资本占 40.80%、资本公积占 42.86%，权益稳定性强。

2022 年，公司本部实现营业总收入 10.45 亿元，主要来自市政建设项目和处置不良债权收益，财务费用为 9.63 亿元，其他收益为 6.50 亿元，利润总额为 2.50 亿元，主要来自其他收益。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金净流出 1.82 亿元，净流出规模同比缩小，但经营获现能力仍弱；投资活动现金净流出 7.89 亿元，其中取得子公司及其他营业单位支付的现金净额为 4.12 亿元，系对下属子公司景德镇金融控股有限责任公司和江西直升机有限公司等的增资；筹资活动现金净流入 5.16 亿元，其中吸收投资收到的现金为 12.22 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 10.15 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。政府支持能力一般，支持可能性很大。

1. 支持能力

2022 年，景德镇市 GDP 位居江西省第十位，同比增长 4.7%。全年全市规模以上工业增加值同比增长 8.4%，列全省第 6 位。全市规模以上工业营业收入同比增长 27.6%，列全省第 1 位；利润总额同比增长 37.8%，列全省第 2 位。同期，一般公共预算收入比上年下降 7.4%。在一般公共预算收入中，税收收入占比为 50.2%。截至 2021 年底，景德镇市政府负债率为 36.37%，政府债务负担相对较重。景德镇市政府财政实力一般，支持能力一般。

2. 支持可能性

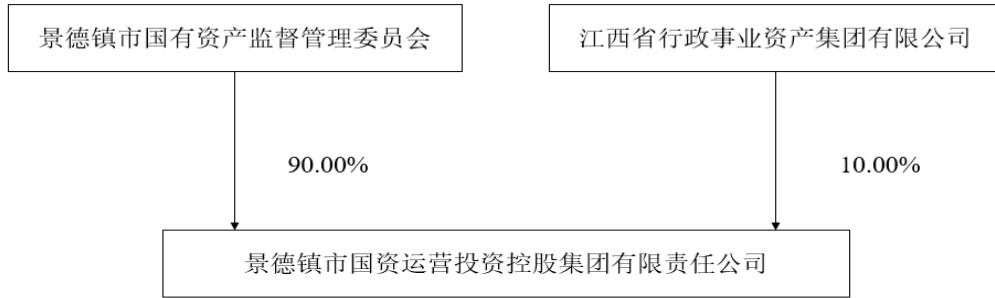
公司是景德镇市人民政府直属的国有独资企业，作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，在资本注入、资产划转及财政补贴方面得到了地方政府的大力支持。景德镇市人民政府每年给予公司一定的财政资金补贴，2022 年，公司获得其他收益 13.33 亿元。同期，公司收到景德

镇市财政局注入资本金 17.60 亿元和景德镇市国资委划拨资产 3.73 亿元（主要计入投资性房地产），合盛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注资款 9.78 亿元。公司的国资背景和区域地位有利于其获得政府支持，且公司在资本注入、资产划转和政府补助等方面获得有力的政府支持，政府支持可能性很大。

十一、结论

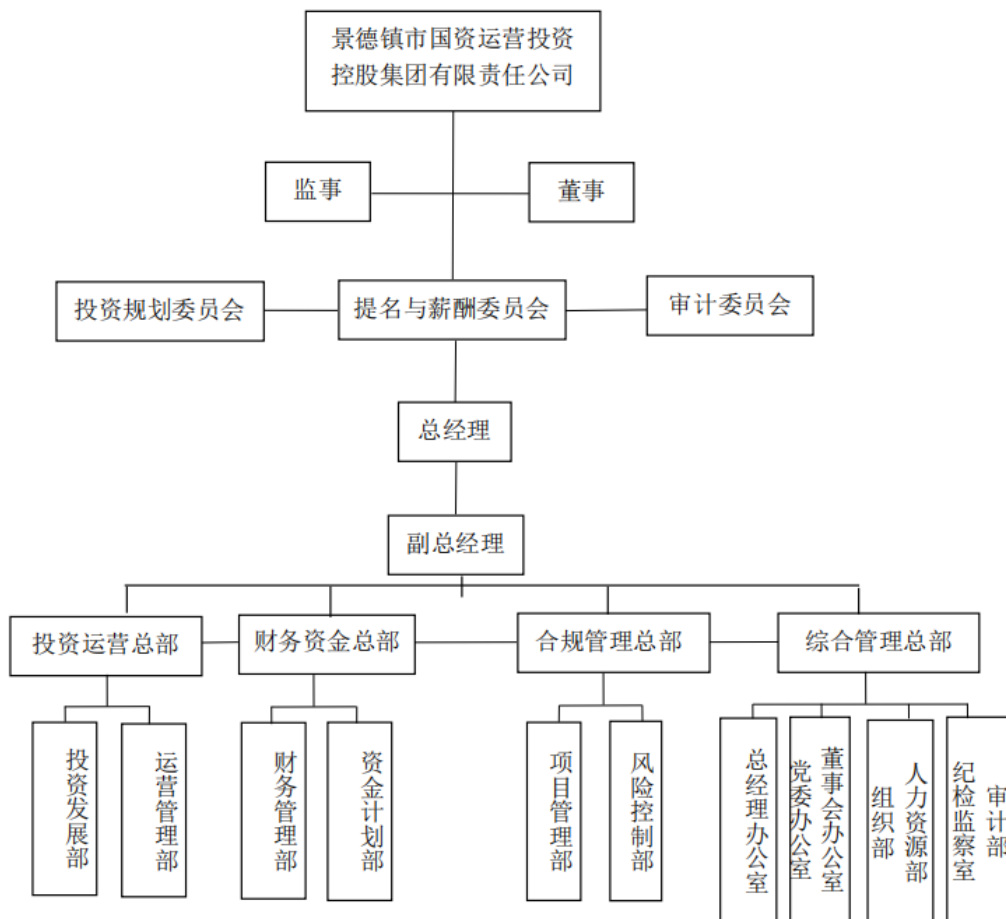
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 景国资 MTN001”“20 景国资 MTN001”“20 景国资 MTN002”“20 景国资 MTN003”“21 景国资 MTN001”“20 景控 02”“20 景控 03”“22 景控 01”和“22 景控 02”的信用等级为 AA⁺，维持“23 景国资 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底景德镇市国资运营投资控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公 司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司一级子公司情况

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
景德镇市政公用集团有限责任公司	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
景德镇市国信智慧数字科技有限公司	保安服务	60%	60%	投资设立
景德镇国控新型城市产业有限公司	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
江西直升机有限公司	航空运输设备制造	66.05%	66.05%	非同一控制下企业合并
景德镇官方陶瓷旗舰店运营管理有限公司	日用陶瓷制品销售	100%	100%	投资设立
景德镇市投资有限责任公司	投资与资产管理	100%	100%	投资设立

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	102.66	110.05	102.64	129.64
资产总额 (亿元)	800.87	954.22	1,106.45	1,153.10
所有者权益 (亿元)	301.16	345.49	388.42	385.27
短期债务 (亿元)	177.49	249.33	272.32	278.90
长期债务 (亿元)	226.90	252.20	335.79	380.20
全部债务 (亿元)	404.39	501.54	608.11	659.10
营业总收入 (亿元)	157.02	188.90	228.98	52.08
利润总额 (亿元)	4.35	5.40	4.74	-3.33
EBITDA (亿元)	22.24	24.56	30.15	--
经营性净现金流 (亿元)	-18.95	1.34	-25.28	3.55
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.12	3.04	3.28	--
存货周转次数 (次)	0.53	0.67	0.79	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.22	0.22	--
现金收入比 (%)	76.43	79.20	103.22	78.88
营业利润率 (%)	13.09	14.99	11.52	6.94
总资本收益率 (%)	1.72	1.81	1.94	--
净资产收益率 (%)	0.85	1.15	0.56	--
长期债务资本化比率 (%)	42.97	42.20	46.37	49.67
全部债务资本化比率 (%)	57.32	59.21	61.02	63.11
资产负债率 (%)	62.40	63.79	64.89	66.59
流动比率 (%)	176.35	133.44	142.94	151.50
速动比率 (%)	75.18	68.69	62.76	69.26
经营现金流动负债比 (%)	-7.34	0.41	-6.92	--
现金短期债务比 (倍)	0.58	0.44	0.38	0.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.20	1.98	1.34	--
全部债务/EBITDA (倍)	18.18	20.42	20.17	--

注: 1. 公司 2023 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; 长期应付款中的有息债务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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	15.71	11.04	6.41	14.93
资产总额 (亿元)	389.36	463.18	514.03	525.25
所有者权益 (亿元)	186.59	223.16	245.12	246.60
短期债务 (亿元)	43.37	87.94	51.13	48.61
长期债务 (亿元)	116.53	92.15	132.61	142.48
全部债务 (亿元)	159.90	180.09	183.74	191.09
营业总收入 (亿元)	20.76	5.68	10.45	2.52
利润总额 (亿元)	2.84	-3.83	2.50	0.25
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-20.37	-13.85	-1.82	2.93
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.99	0.32	0.58	--
存货周转次数 (次)	0.18	0.07	0.11	--
总资产周转次数 (次)	0.06	0.01	0.02	--
现金收入比 (%)	16.63	72.25	116.12	6.53
营业利润率 (%)	19.11	16.43	62.62	96.77
总资本收益率 (%)	0.66	-0.69	0.50	--
净资产收益率 (%)	1.23	-1.25	0.87	--
长期债务资本化比率 (%)	38.44	29.22	35.11	36.62
全部债务资本化比率 (%)	46.15	44.66	42.84	43.66
资产负债率 (%)	52.08	51.82	52.31	53.05
流动比率 (%)	250.75	84.23	97.28	104.08
速动比率 (%)	132.52	62.04	70.98	78.13
经营现金流动负债比 (%)	-25.92	-10.36	-1.44	--
现金短期债务比 (倍)	0.36	0.13	0.13	0.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 公司 2023 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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 短期债券信用等级设置及含义

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

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
A-1	还本付息能力最强，安全性最高，违约概率很低
A-2	还本付息能力较强，安全性较高，违约概率较低
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响，违约概率一般
B	还本付息能力较低，违约概率较高
C	还本付息能力很低，违约概率很高
D	不能按期还本付息

附件 4-4 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