

信用评级公告

联合〔2023〕312号

联合资信评估股份有限公司通过对景德镇市国资运营投资控股集团有限公司有限责任公司拟发行的景德镇市国资运营投资控股集团有限公司有限责任公司2023年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定景德镇市国资运营投资控股集团有限公司有限责任公司2023年度第一期短期融资券的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年二月二十一日

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2023年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期短期融资券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期短期融资券发行规模：9 亿元

本期短期融资券期限：1 年

偿还方式：到期一次还本付息

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2023 年 2 月 21 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（打分表）	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

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	4
		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

评级观点

基于对景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用状况以及本期短期融资券信用状况的综合评估，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期短期融资券信用等级为 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，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；2021 年，公司获得资产注入增加资本公积 29.94 亿元，财政拨入增资款 6.50 亿元。

2. **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。

3. **公司现金类资产对本期短期融资券保障能力强。**截至 2022 年 9 月底，公司现金类资产（未剔除使用受限货币资金）是本期短期融资券拟发行金额的 14.94 倍。

关注

1. **资产中土地及房屋资产占比较高，整体流动性较弱。**作为景德镇市最重要的投资载体和运营主体，公司土地和房屋资产规模大。截至 2021 年底，公司存货开发成本中的土地开发成本为 103.49 亿元，无形资产中的土地使用权为 41.76 亿元，投资性房地产为 173.98 亿元，固定资产中的房屋建筑物为 45.97 亿元，合计占当期资产总额的 38.27%。

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

3. **公司债务规模快速增长，债务负担较重，年内到期债务较为集中，存在集中偿付压力。**随着基础设施建设项目投入，公司债务规模快速增长，截至 2022 年 9 月底，公司资产负债率为 67.24%，整体债务负担较重；同期末，公司现金短

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

期债务比为 0.48 倍，短期偿债压力较大。

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

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产(亿元)	91.82	102.66	110.05	134.46
资产总额(亿元)	716.81	800.87	954.22	1074.99
所有者权益(亿元)	289.15	301.16	345.49	352.19
短期债务(亿元)	184.51	177.49	249.33	281.59
长期债务(亿元)	154.56	226.90	252.20	327.41
全部债务(亿元)	339.08	404.39	501.54	609.00
营业总收入(亿元)	164.64	157.02	188.90	175.71
利润总额(亿元)	6.09	4.35	5.40	1.32
EBITDA(亿元)	24.22	22.24	24.56	--
经营性净现金流(亿元)	-79.71	-18.95	1.34	2.47
营业利润率(%)	12.75	13.09	14.99	13.15
净资产收益率(%)	1.02	0.85	1.15	--
资产负债率(%)	59.66	62.40	63.79	67.24
全部债务资本化比率(%)	53.97	57.32	59.21	63.36
流动比率(%)	154.25	176.35	133.44	140.89
经营现金流动负债比(%)	-30.23	-7.34	0.41	--
现金短期债务比(倍)	0.50	0.58	0.44	0.48
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	2.20	1.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.00	18.18	20.42	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额(亿元)	348.44	389.36	463.18	495.78
所有者权益(亿元)	177.98	186.59	223.16	229.51
全部债务(亿元)	133.86	159.90	180.09	194.24
营业总收入(亿元)	21.46	20.76	5.68	11.66
利润总额(亿元)	7.63	2.84	-3.83	2.08
资产负债率(%)	48.92	52.08	51.82	53.71
全部债务资本化比率(%)	42.93	46.15	44.66	45.84
流动比率(%)	240.38	250.75	84.23	88.40
经营现金流动负债比(%)	-64.32	-25.92	-10.36	--

注: 1. 公司 2022 年前三季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算; 合并口径长期应付款中的应付明股实借款、应付融资租赁款及专项债已计入长期债务核算

资料来源: 公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2022/10/26	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
AA ⁺	稳定	2019/09/18	唐岩、蔡伊静	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
AA	稳定	2012/12/31	王紫临	--	阅读全文
AA ⁻	稳定	2011/01/21	陈静、李想	--	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

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

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2023 年度第一期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）前身为景德镇市工业投资有限公司，系 2004 年 11 月经景德镇市人民政府办公室《关于成立景德镇市工业投资有限公司的批复》（景府办字〔2004〕164 号文）批准设立的公司，设立时注册资本 1000 万元。2007 年 4 月 24 日，经景德镇市人民政府（景府办字〔2007〕21 号）批准，景德镇市中小企业信用担保中心和景德镇市企业产权交易中心将所持景德镇市工业投资有限公司股权划转给景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇市国资委”），并更名为景德镇市国有资产经营管理有限公司。后经多次增资，截至 2008 年 12 月，公司注册资本为 9.00 亿元；2009 年 6 月，根据景德镇市人民政府办公室抄告单（景府办抄字〔2009〕69 号），景德镇市国资委将其持有的景德镇市焦化工业集团有限责任公司（2018 年 11 月 6 日更名为“景德镇黑猫集团有限责任公司”，以下简称“黑猫集团”）的全部国有股权及权益划拨给公司。经过本次股权转让后，公司持有黑猫集团 100% 股权。

2016 年 4 月，根据景德镇市国资委《关于同意国资公司通过变更企业名称登记设立景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司的批复》（景国资发〔2016〕1 号），公司名称更为现名，同时以资本公积转增注册资本的方式将注册资本增至 62.00 亿元。2019 年 8 月 27 日，景德镇市人民政府签发景府办抄字〔2019〕59 号抄告单，以货币形式对公司增资 70.00 亿元。截至 2019 年 9 月 4 日，公司已完成工商变更，变更后注册资本为 100.00 亿元。2022 年 5 月，根据《江西省人民政府关于印发江西省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（赣府

字〔2019〕42 号），景德镇市国资委将公司 10% 股权划转给江西省行政事业资产集团有限公司。

截至 2022 年 9 月底，公司注册资本为 100.00 亿元。景德镇市国资委持有公司 90% 股权，为公司实际控制人。

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

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有 1 级子公司 31 家。其中，黑猫集团下属江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”，证券代码：002068.SZ，截至 2022 年 9 月底黑猫集团持股 34.05%，期末参考市值 35.27 亿元）为上市公司。

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

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额为 1074.99 亿元，所有者权益合计 352.19 亿元（含少数股东权益 70.23 亿元）；2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 175.71 亿元，利润总额 1.32 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：余笑兵。

二、本期短期融资券概况

公司计划注册短期融资券额度 20.00 亿元，本次计划发行 2023 年度第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”）。本期短期融资券发行金额为 9.00 亿元，期限为 1 年，到期一次还本付息。

本期短期融资券募集资金拟用于偿还有息债务。

三、主体长期信用状况

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

公司作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，主要从事景德镇市国有资产和公共事业的经营管理工作，提高国有资本的运营效率，实现国有资产的保值增值，在景德镇市国有资产经营方面具有一定优势。

公司下属子公司黑猫集团生产基地遍布全国各地。其中，江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌海、河北邯郸、唐山、山西太原和山东济宁共计有8个炭黑生产基地；山东菏泽有1个洗煤基地；江西、湖南、河南、河北共计有4个农化生产基地及贵州开阳磷矿基地，年产焦炭210万吨，炭黑产能110万吨/年，系国内炭黑行业龙头企业。

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

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

煤化工及相关多元化产品板块作为公司最主要的收入来源，经营业绩易受主要原材料价格、下游需求波动等行业供需影响。2021年，随着国内疫情得到有效控制，煤化工行业下游需求明显回升，产品价格大幅上涨，焦炭和炭黑业绩同比大幅提升，公司主营业务收入和毛利润同比均有所增长。2022年前三季度，公司主营业务收入同比增长，毛利率同比下降。

煤化工行业周期性强，且属高耗能、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。

公司以煤化工及相关多元化产品板块、公共事业板块（代建项目）和房地产板块为主业。其中煤化工及相关多元化产品板块收入主要来自焦炭、炭黑、煤化工附属产品及复合肥的生产和销售；公用事业板块收入主要来自基础设施建设业务（代建项目）；房地产板块收入主要来自商品房、安置房出售及商业地产租金收入。

2019—2021年，公司主营业务收入波动增长。2021年，公司实现主营业务收入183.69亿元，同比增长20.88%，主要系煤化工及相关多元化产品板块收入同比增长所致。毛利率方面，2019—2021年，公司综合毛利率波动增长。从利润构成来看，2019—2021年，公司其他收益分别为8.00亿元、5.70亿元、7.87亿元，分别为净利润的2.70倍、2.23倍和1.98倍，对利润形成一定支撑。盈利指标方面，2019—2021年，公司总资本收益率分别为2.02%、1.72%和1.81%；净资产收益率分别为1.02%、0.85%和1.15%。

2022年1—9月，公司实现主营业务收入172.86亿元，同比增长39.68%，主要系煤化工板块收入同比增长及合盛公司收购广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）¹新增电

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%

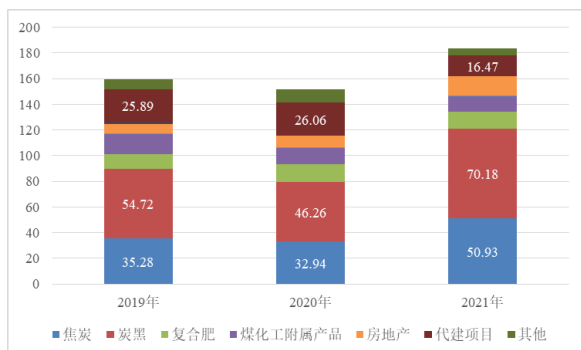
股权，转让价款合计8.99亿元，并接受8.22%股份对应的表决权

子智能科技业务所致。当期处置不良债权实现收入5.56亿元，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。同期，受原材料成本压力持续增加影响，煤化工板块各产品

毛利率同比均有所下降，导致公司综合毛利率同比下降17.22个百分点。同时，受期间费用高企影响，公司利润总额同比下滑明显。

图1 2019—2021年主营业务收入构成情况

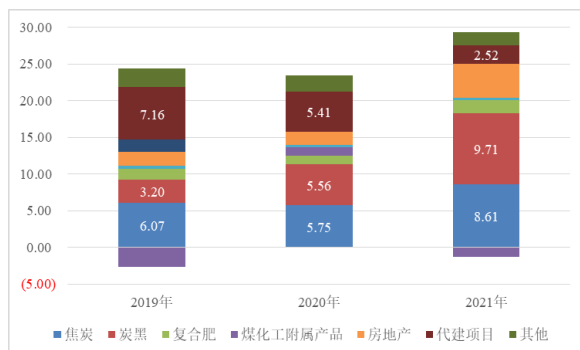
(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司提供的资料整理

图2 2019—2021年主营业务毛利润构成情况

(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司提供的资料整理

表1 2019—2021年及2022年1—9月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—9月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
焦炭	35.28	22.08	17.20	32.94	21.67	17.47	50.93	27.73	16.90	42.29	24.47	7.61
炭黑	54.72	34.25	5.85	46.26	30.44	12.03	70.18	38.21	13.83	65.08	37.65	4.51
复合肥	11.38	7.12	12.30	14.35	9.45	8.41	13.39	7.29	13.15	11.98	6.93	8.35
煤化工附属产品	15.53	9.72	-17.14	12.53	8.24	9.06	11.53	6.27	-11.79	10.03	5.80	-6.82
代建项目	25.89	16.20	27.65	26.06	17.15	10.40	16.47	8.96	15.31	13.28	7.68	30.48
房地产	6.81	4.26	28.95	8.53	5.62	21.05	15.00	8.17	30.75	8.46	4.90	30.48
专用设备制造	--	--	--	--	--	--	--	--	--	9.24	5.35	31.37
处置不良债权	1.62	1.01	100.00	0.00	0.00	8.33	0.00	0.00	93.62	5.56	3.22	100.00
其他	8.55	5.35	35.08	11.28	7.43	22.96	6.19	3.37	34.47	6.92	4.00	16.25
合计	159.80	100.00	13.62	151.96	100.00	15.44	183.69	100.00	15.24	172.86	100.00	10.00

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

资料来源: 公司提供

表2 主要参控股公司财务数据 (单位: 亿元)

子公司名称	主营业务	持股比例 (%)	是否上市	是否发债	截至2021年底		2021年		资产负债率 (%)
					资产总额	负债	营业收入	净利润	
景德镇黑猫集团有限责任公司	焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品、住宿餐饮、房地产	100.00	否	是	235.57	180.00	159.53	6.67	76.41
景德镇市古镇投资	房地产、代建	100.00	否	是	105.04	38.40	4.41	0.93	36.56

委托, 共计获得正业科技29.50%的表决权, 获得正业科技的控制权。表决权委托期限自转让的股份过户至合盛公司名下之日起至6年, 若正业科技2021—2023年度三年累计净利润低于4.5亿元, 或三年累计实现扣非经常性损益后净利润低于3亿元, 则委托期

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

管理有限公司	项目								
景德镇合盛产业投资发展有限公司	代建项目	80.00	否	是	273.24	116.86	11.20	1.15	42.77
公司合并口径	--	--	否	是	954.22	608.73	188.90	3.98	63.79

资料来源：企业提供、Wind

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

公司基础设施建设业务主要包括园区开发建设、棚户区改造、老城改造、市政建设等项目，

业务模式分为政府购买服务、委托代建和自营模式，其中，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3 公司已签协议的主要基础设施建设项目回款情况（单位：亿元）

项目名称	拟回购总金额	截至 2022 年 9 月底已回购金额	未来三年回款计划		
			2022 年 10—12 月	2023 年	2024 年
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	36.90	5.77	--	--	--
航空及先进装备制造产业基地	24.47	24.09	0.18	0.20	--
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）项目	14.57	7.01	1.47	1.56	1.19
合计	75.94	36.87	1.65	1.76	1.19

资料来源：公司提供

截至2022年9月底，公司主要在建基础设施项目总投资合计164.85亿元，已完成投资金额合计136.60亿元。

截至2022年9月底，公司主要在建基础设施项目中，政府购买服务及委托代建项目已收到

项目回款36.87亿元。

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

表 4 截至 2022 年 9 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	2019 年确认收入	2020 年确认收入	2021 年确认收入	未来三年投资计划		
								2022 年	2023 年	2024 年
政府购买服务	景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	集团本部	25.90	25.39	12.80	7.80	0.58	--	--	--
委托代建	航空及先进装备制造产业基地	景德镇合盛产业投资发展有限公司	18.69	23.15	2.01	3.79	7.91	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	2.65	2.38	1.60	0.20	0.59	--
自营	赣东北综合物流园（一期）	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	16.00	10.40	0.32	--	0.02	--	--	--
	景德镇市中心城区停车场建设项目	古镇公司	12.35	5.09	0.11	0.05	0.09	0.50	1.50	1.20
	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	3.13	--	0.15	0.19	0.09	0.30	0.08

	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	2.75	--	--	--	--	1.50	--
	景德镇现代农批市场与冷库项目	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	7.47	7.35	--	--	--	0.12	--	--
	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	7.12	--	--	--	0.25	1.90	1.30
	景德镇市直升机航空产业孵化园项目	合盛公司	12.78	7.42	--	--	--	0.40	2.48	2.48
	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	11.46	--	--	--	--	2.45	2.50
代建	其他市政建设项目	--	25.59	23.16	1.83	6.02	3.02	0.43	0.57	0.88
合计		--	164.85	136.60	19.72	20.19	13.43	2.19	11.29	8.44

资料来源：公司提供

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

2019—2021年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长21.62%。截至2021年底，公司全部债务为501.54亿元，较上年底增长24.02%，主要系陶瓷博览中心项目、康养项目、农批冷链等项目投入资金增加所致。债务结构方面，短期债务占49.71%。截至2022年9月底，公司全部债务为609.00亿元，较上年底增长21.43%，主要系应付票据和长期融资增加所致。其中，短期债务占46.24%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至2022年9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67.24%、63.36%和48.18%，较上年底分别提高3.44个百分点、4.15个百分点和5.98个百分点。公司债务负担较重。

从债务期限分布看，截至2022年9月底，公司有息债务未来6个月至1年内到期金额为96.95亿元，存在集中兑付压力。

表5 截至2022年9月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年以上(不含)	合计
公司信用类债券	24.39	28.05	120.63	173.07
银行贷款	32.96	62.11	123.93	218.99
非银行金融机构贷款	9.29	6.79	26.50	42.58

其他有息债务	--	--	56.04	56.04
合计	66.64	96.95	327.10	490.68
占比(%)	13.58	19.76	66.66	100.00

资料来源：公司提供

经联合资信综合评定，公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

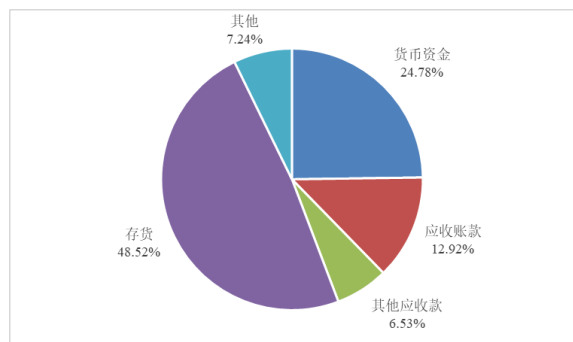
四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

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

2019—2021年末，随着基础设施建设工程的投入，公司资产总额快速增长，年均复合增长15.38%。截至2021年底，公司合并资产总额为954.22亿元，较上年底增长19.15%，主要系投资性房地产增加所致。其中，流动资产占46.25%，非流动资产占53.75%。公司资产结构相对均衡，非流动资产占比较上年底上升较快。

图3 截至2021年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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

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

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

表6 截至2021年底按欠款方归集的年末余额前五名的应收账款情况(单位:亿元)

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

资料来源:公司财务报告

2019—2021年末,公司其他应收款(合计)持续增长,年均复合增长11.70%。截至2021年底,公司其他应收款(合计)28.82亿元,较上年底增长6.85%。从账龄看,一年以内(含1年)占23.81%,1至2年占28.34%,2至3年占17.20%,4至5年占17.08%,整体账龄偏长。期末累计计提坏账准备3.72亿元,计提比例为11.44%。从集中度看,公司其他应收款前五名金额合计占比为63.51%,

集中度高,其中与市政府所属部门、事业单位等的项目建设往来款回收风险较低。

表7 截至2021年底按欠款方归集的年末金额前五名的其他应收款项情况(单位:亿元)

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

资料来源:公司财务报告

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

截至2022年9月底,公司受限资产合计140.83亿元,占资产总额的13.10%。其中,主要受限资产货币资金、存货、长期应收款和投资性房地产受限金额占该类别资产账面价值的比例分别为30.84%、16.52%、65.67%和18.51%,货币资金和长期应收款受限比例偏高。

表8 截至2022年9月底公司所有权或使用权受限制的资产情况(单位:亿元)

项目	期末账面原值	受限原因
其他货币资金	41.11	票据、保函、信用证、借款等保证金
应收票据及应收款项融资	2.41	质押银行换取应付票据
应收账款	1.55	银行借款质押
存货-开发成本-土地使用权	41.47	银行借款抵押
长期应收款	15.28	银行借款质押
其他权益工具投资	0.90	银行借款质押
固定资产	2.59	银行借款抵押
投资性房地产	32.06	银行借款、融资租赁抵押
无形资产-土地使用权	3.46	银行借款抵押
合计	140.83	--

数据来源:公司提供

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额为 1074.99 亿元，较上年底增长 12.66%，主要系煤化工产品价格上涨带动应收账款增加；公司本部、合盛公司等主体新增土地，房地产项目新增投入等增加带动存货增加；陶瓷博览中心项目、高岭中国村项目、农产品批发市场等项目投入增加带动在建工程增加；陶瓷博览中心项目新增拿地导致无形资产增加所致。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

2. 现金流分析

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

表 9 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	178.42	141.03	198.07	203.12
经营活动现金流出小计	258.13	159.97	196.72	200.65
经营现金流量净额	-79.71	-18.95	1.34	2.47
投资活动现金流入小计	7.03	7.56	2.91	0.93
投资活动现金流出小计	23.61	37.06	67.72	38.77
投资活动现金流量净额	-16.57	-29.50	-64.81	-37.84
筹资活动前现金流量净额	-96.29	-48.45	-63.46	-35.37
筹资活动现金流入小计	255.02	259.87	276.79	235.14
筹资活动现金流出小计	150.22	204.87	202.25	176.49
筹资活动现金流量净额	104.80	55.00	74.54	58.64
现金收入比（%）	96.60	76.43	79.20	101.32

资料来源：公司财务报告

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

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

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

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

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

2022 年 1—9 月，公司经营活动现金流入 203.12 亿元，同比增长 55.95%；经营活动现金净流入 2.47 亿元；投资活动现金净流出 37.84 亿元，净流出规模同比扩大；筹资活动现金净流入 58.64 亿元。

3. 短期偿债指标

公司短期偿债指标表现较弱，短期偿债压力较大，间接融资渠道畅通。

表 10 公司偿债指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
流动比率（%）	154.25	176.35	133.44
速动比率（%）	62.42	75.18	68.69
经营现金/流动负债（%）	-30.23	-7.34	0.41
经营现金/短期债务（倍）	-0.43	-0.11	0.01
现金类资产/短期债务（倍）	0.50	0.58	0.44

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看, 2019—2021年末, 公司流动比率呈下降趋势。同期, 公司速动比率有所提升。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至2022年9月底, 公司流动比率与速动比率分别为140.89%和73.56%, 较上年底分别提高7.45个百分点和4.87个百分点。2021年, 公司经营现金流动负债比率转正。2019—2021年末, 公司现金类资产对短期债务的保障程度减弱, 短期偿债压力较大。

截至2022年9月底, 公司无对外担保。

重大未决诉讼方面, 公司2021年5月公告显示, 公司2020年6月将景德镇市景兴房地产开发有限公司(以下简称“景兴地产”)100%股权以6.79亿元对价转让给恒大地产集团(江西)有限公司(以下简称“恒大地产”), 恒大地产仅支付首期30%的转让价款, 但未按约定时间支付剩余转让价款。公司请求依法判令恒大地产支付股权转让款2.72亿元及延期利息和违约金。截至2022年9月底, 公司应收恒大地产股权转让款5.03亿元, 计提坏账准备0.49亿元, 未来存在一定坏账损失风险。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2022年9月底, 景兴地产尚未执行判决结果。联合资信将持续关注上述案件进展。

银行授信方面, 截至2022年9月底, 公司获得的银行授信额度合计345.51亿元, 尚未使用额度为60.14亿元, 公司间接融资渠道畅通。同时, 公司下属黑猫股份及正业科技为上市公司, 公司具备直接融资渠道。

根据公司提供的企业信用报告, 截至2023年1月12日, 公司本部无关注类或不良类信贷信息记录。

五、外部支持

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

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

2019年, 公司收到划拨土地, 增加资本公积3.98亿元。根据景府办抄字〔2019〕59号相关内容, 景德镇市人民政府同意对公司以货币形式增资人民币70亿元。其中, 增加注册资本38亿元, 增加资本公积32亿元。截至2019年底, 公司已收到全部增资款。根据景府办抄字〔2019〕62号相关内容, 景德镇市人民政府同意拨给公司4.05亿元作为2019年补贴收入。其中, 中小企业发展补贴2.15亿元, 棚改安置房项目建设补贴1.90亿元。

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

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

六、本期短期融资券偿还能力分析

本期短期融资券的发行对公司债务结构影响小，公司现金类资产对本期短期融资券发行后的短期债务保障能力较弱。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，融资渠道畅通，能够对本期短期融资券的偿付提供有效支持。

1. 本期短期融资券对公司现有债务的影响

本期短期融资券拟发行金额为9.00亿元，以2022年9月底财务数据为基础，本期短期融资券占公司短期债务的3.20%，占全部债务的1.48%，本期短期融资券的发行对公司现有债务结构影响较小。考虑到本期短期融资券募集资金拟全部用于偿还有息债务，本期短期融资券发行后对公司债务负担影响可控。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

2021年，公司经营活动现金净流量为1.34亿元，截至2021年底，公司现金类资产为110.05亿元，分别为本期短期融资券发行后短期债务（截至2021年底为249.33亿元）的0.01倍和0.44倍。

表 11 本期短期融资券偿还能力测算

项目	2021 年
发行后短期债务*（亿元）	249.33
经营现金/发行后短期债务（倍）	0.01
现金类资产/发行后短期债务（倍）	0.44

注：发行后短期债务为将本期短期融资券发行额度计入后测算的短期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

七、结论

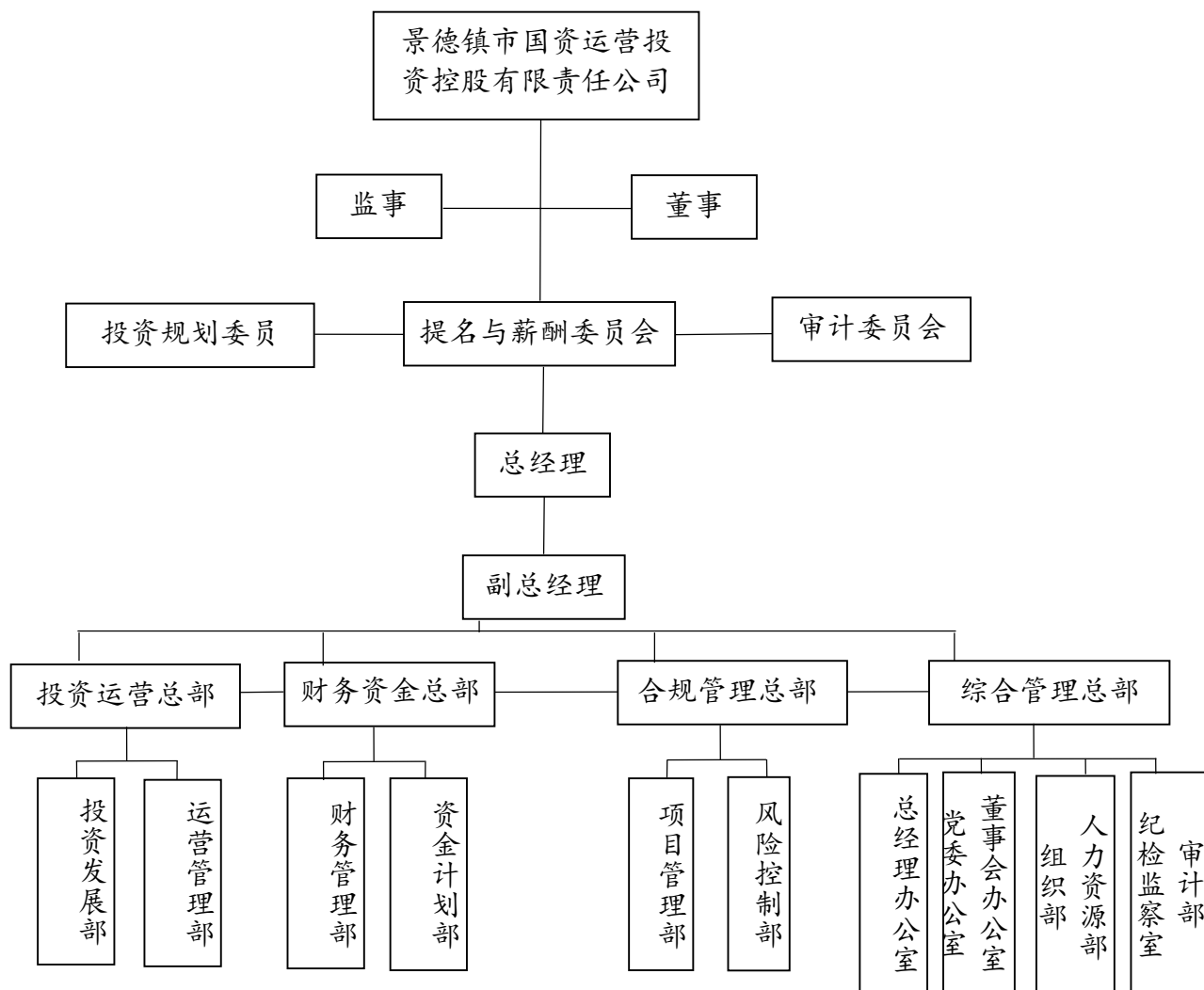
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期短期融资券信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司股权结构图



资料来源：Wind

附件 1-2 截至 2022 年 9 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 2021 年底景德镇市国资运营投资控股集团有限公司主要子公司情况

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

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	91.82	102.66	110.05	134.46
资产总额（亿元）	716.81	800.87	954.22	1074.99
所有者权益（亿元）	289.15	301.16	345.49	352.19
短期债务（亿元）	184.51	177.49	249.33	281.59
长期债务（亿元）	154.56	226.90	252.20	327.41
全部债务（亿元）	339.08	404.39	501.54	609.00
营业总收入（亿元）	164.64	157.02	188.90	175.71
利润总额（亿元）	6.09	4.35	5.40	1.32
EBITDA（亿元）	24.22	22.24	24.56	--
经营性净现金流（亿元）	-79.71	-18.95	1.34	2.47
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.07	3.12	3.04	--
存货周转次数（次）	0.74	0.53	0.67	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.21	0.22	--
现金收入比（%）	96.60	76.43	79.20	101.32
营业利润率（%）	12.75	13.09	14.99	13.15
总资本收益率（%）	2.02	1.72	1.81	--
净资产收益率（%）	1.02	0.85	1.15	--
长期债务资本化比率（%）	34.83	42.97	42.20	48.18
全部债务资本化比率（%）	53.97	57.32	59.21	63.36
资产负债率（%）	59.66	62.40	63.79	67.24
流动比率（%）	154.25	176.35	133.44	140.89
速动比率（%）	62.42	75.18	68.69	73.56
经营现金流动负债比（%）	-30.23	-7.34	0.41	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.58	0.44	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	1.94	2.20	1.98	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.00	18.18	20.42	--

注：1. 公司 2022 年前三季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算；长期应付款中的应付明股实借款、应付融资租赁款和专项债已计入长期债务核算

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.15	15.71	11.04	27.03
资产总额（亿元）	348.44	389.36	463.18	495.78
所有者权益（亿元）	177.98	186.59	223.16	229.51
短期债务（亿元）	42.86	43.37	87.94	71.15
长期债务（亿元）	91.00	116.53	92.15	123.09
全部债务（亿元）	133.86	159.90	180.09	194.24
营业总收入（亿元）	21.46	20.76	5.68	11.66
利润总额（亿元）	7.63	2.84	-3.83	2.08
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-48.25	-20.37	-13.85	15.20
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.64	1.99	0.32	--
存货周转次数（次）	0.24	0.18	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.01	--
现金收入比（%）	53.17	16.63	72.25	36.07
营业利润率（%）	28.93	19.11	16.43	69.34
总资本收益率（%）	1.82	0.66	-0.69	--
净资产收益率（%）	3.19	1.23	-1.25	--
长期债务资本化比率（%）	33.83	38.44	29.22	34.91
全部债务资本化比率（%）	42.93	46.15	44.66	45.84
资产负债率（%）	48.92	52.08	51.82	53.71
流动比率（%）	240.38	250.75	84.23	88.40
速动比率（%）	125.65	132.52	62.04	63.74
经营现金流动负债比（%）	-64.32	-25.92	-10.36	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.36	0.13	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2022 年前三季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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 短期债券信用等级设置及含义

联合资信短期债券信用评级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 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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

联合资信评估股份有限公司关于 景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2023 年度 第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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