

信用等级公告

联合[2014] 2066 号

联合资信评估有限公司通过对景德镇市国有资产经营管理有限公司及其拟发行的 2015 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

景德镇市国有资产经营管理有限公司

主体长期信用等级为

AA

景德镇市国有资产经营管理有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年十一月二十五日



景德镇市国有资产经营管理有限公司

2015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

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按期付息, 到期一次性还本付息

发行目的: 补充营运资金及偿还银行贷款

评级时间: 2014 年 11 月 25 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
资产总额(亿元)	192.84	223.99	287.94	322.52
所有者权益(亿元)	74.87	83.64	92.86	95.84
长期债务(亿元)	22.62	20.15	33.74	35.53
全部债务(亿元)	70.75	86.96	132.04	146.32
营业收入(亿元)	81.60	87.45	112.12	82.23
利润总额(亿元)	4.90	1.87	1.94	2.52
EBITDA(亿元)	10.02	9.08	11.53	--
经营性净现金流(亿元)	-3.72	9.98	-7.65	3.01
营业利润率(%)	15.09	11.35	14.15	13.50
净资产收益率(%)	4.66	1.34	1.13	--
资产负债率(%)	61.18	62.66	67.75	70.28
全部债务资本化比率(%)	48.59	50.97	58.71	60.42
流动比率(%)	122.06	111.75	105.48	109.95
全部债务/EBITDA(倍)	7.06	9.58	11.45	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	2.00	1.82	2.31	--

注: 1. 信托融资款计入“其他应付款”科目, 本报告将其调整至长短期债务; 融资租赁款计入“长期应付款”科目, 本报告将其调至长期债务;

2. 2014 年三季度财务数据未经审计。

分析师

焦洁 刘新泉

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对景德镇市国有资产经营管理有限公司(以下简称“公司”)的评级结果反映了公司作为景德镇市国有资产经营主体, 拥有区域垄断性和较强的政府支持, 公司经营性业务产销量规模扩大, 资产及所有者权益逐年上升。同时, 联合资信也关注到公司债务水平持续上升、存在短期支付压力、对子公司管控力度有待改善及焦炭行业低迷等因素对公司经营及未来偿债带来的不利影响。

随着公司下属子公司景德镇市焦化工业集团有限责任公司产品销量的不断增长, 公司经营性业务收入规模有望得到稳步扩大。同时, 随着区域经济的发展, 景德镇市财政实力有望得到进一步充实, 财政对公司准经营性业务的支持将有效提升公司偿债能力。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, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低, 安全性较高。

优势

1. 景德镇市市域经济实力和财政实力不断增强, 为公司营造了良好的发展环境。
2. 公司是景德镇市政府授权的国有资产管理主体, 得到地方政府在资产注入、项目回购及资金拨付方面的大力支持。
3. 近年来, 景德镇市焦化工业集团有限责任公司产品销量不断提升, 收入规模持续增长。

关注

1. 公司对下属子公司的管控力度仍有改善空间。

2. 近三年公司经营性净现金流波动较大。
3. 公司短期债务规模持续增大，债务负担持续上升，存在较大的短期支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与景德镇市国有资产经营管理有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与景德镇市国有资产经营管理有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因景德镇市国有资产经营管理有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由景德镇市国有资产经营管理有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、景德镇市国有资产经营管理有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

景德镇市国有资产经营管理有限公司（以下简称“公司”）前身为景德镇市工业投资有限公司，2007年4月24日经景德镇市人民政府（景府办字〔2007〕21号）批准变更为景德镇市国有资产经营管理有限公司，公司由景德镇市国有资产监督管理委员会全额出资，是景德镇市最重要的国有资产经营管理实体，截至2014年9月底公司注册资本9.00亿元。

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。（以上国家有专项规定的按规定办理）。

截至2014年9月底，公司本部设有9个职能部门：资产管理部、工程技术部、稽核审计部、风险控制部、投资管理部、计划财务部、人力资源部、党群工作室和总经理办公室。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为287.94亿元，所有者权益合计92.86亿元；2013年公司实现营业收入112.12亿元，利润总额1.94亿元。

截至2014年9月底，公司（合并）资产总额为322.52亿元，所有者权益合计95.84亿元；2014年1~9月公司实现营业收入82.23亿元，利润总额2.52亿元。

公司注册地址：景德镇市瓷都大道1109号；法定代表人：吴林。

二、本期中期票据概况

公司于2014年注册额度10亿元的中期票据，分两期发行；第一期“14景国资MTN001”5亿元已于2014年7月发行，本期拟发行剩余额度5亿元（以下简称“本期中期票据”），期

限5年。其中3.49亿元用于偿还银行贷款，1.51亿元用于补充公司营运资金。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借

贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析及区域经济

1. 行业概况

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设

施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998 年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于 2004 年 7 月 16 日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009 年 3 月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债

券拓宽融资渠道。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010 年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012 年，银监会出台《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的

通知》发改办财金【2010】2881 号，凡是申请发行公司债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行公司债券，除满足现行法律法规规定的公司债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行公司债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行公司债券的申请将不予受理。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463 号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫

使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013年8月底，国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

2014年10月，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《意见》），系中央政府针对地方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《意见》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：

（1）政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府，市县级政府确需举借债务的，也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借，企事业单位严格禁止举借政府性债务，且明确要剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式。（2）《意见》明确了地方政府性债务规模实行限额管理，通过建立地

方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场；地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；地方政府债务实行全口径预算管理。（3）对于偿债主体，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则；若出现地方政府难以自行偿还债务的情况，地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风险，并追究相关人员责任。另外，对于存量债务，《意见》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。综上，《意见》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后续管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.30%，扣除价格因素，实际增长18.90%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资7.17万亿，比上年增长21.20%。2013年全年新开工项目计划总投资35.78万亿元，比上年增长14.20%；新开工项目38.93万个，比上年增加6.62万个。2013年全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住

房 544 万套。

截至 2013 年底，中国城镇化率为 53.73%，较上年提高 1.16 个百分点，未来中国城镇化进程将逐渐深入。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

公司为景德镇市政府国有资产管理和运营主体，其发展直接受景德镇市经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市发展规划密切相关。

(1) 区域概况

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、西与鄱阳县接壤，东北与安徽祁门县、东偏南与婺源县毗连。下辖一市、一县、两区（乐平市、浮梁县、珠山区

和昌江区）；全市土地面积 5256 平方公里，其中，市区面积 422 平方公里，市区建成区面积 72.84 平方公里，全市人口 156.5 万人。是国务院首批公布的 24 座历史文化名城之一和国家甲类对外开放地区。

近年来景德镇市交通运输迅速发展，全市已形成了水、陆、空立体交通网络，皖赣铁路穿境而过，九景高速、杭瑞高速、济广高速、景鹰高速均已建成通车，南环高速正在加快建设，九景衢铁路兴建工作取得重大进展；景德镇市昌江航道可通行 300 吨级船舶；景德镇机场已开通至北京、上海、深圳等地航班。

景德镇市又称“瓷都”，自然资源丰富。矿产资源有瓷土、煤、钨、锰、铜、铝、金以及大理石、海泡石等，其中瓷土储量最丰，就目前已探明的储量尚可开采 300 余年。

(2) 区域经济

2013 年景德镇市全年实现地区生产总值 680.28 亿元，比上年增长 10.2%。其中，第一产业增加值 52.29 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 396.48 亿元，增长 11.5%；第三产业增加值 231.51 亿元，增长 9.1%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 7.7%，第二产业增加值比重为 58.3%，第三产业增加值比重为 34.0%。非公有制经济增加值 402.05 亿元，比上年增长 10.4%，占地区生产总值比重 59.1%。2013 年景德镇市工业生产较快增长。全年全部工业增加值 348.18 亿元，比上年增长 11.8%。规模以上工业增加值 225.32 亿元，比上年增长 12.1%。在规模以上工业增加值中，分经济类型看，国有企业增长 6.3%，集体企业增长 15.0%，股份合作企业下降 2.2%，股份制企业增长 12.9%，外商及港澳台商投资企业增长 2.2%。分轻重工业看，轻工业增长 5.0%，重工业增长 14.2%。

2013 年景德镇市固定资产投资较快增长。全年完成固定资产投资 538.72 亿元，比上年增长 18.0%。其中，城镇固定资产投资 533.07 亿元，增长 22.7%；农村非农户投资 5.65 亿元，下降

74.6%。在固定资产投资中，第一产业投资3.29亿元，比上年下降34.3%；第二产业投资410.48亿元，增长18.3%；第三产业投资124.95亿元，增长19.3%。2013年景德镇市全年房地产开发投资42.66亿元，比上年下降18%；其中，商品住宅投资33.50亿元，下降14.8%。

总体来看，景德镇市区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。公司业务发展前景良好。

(3) 地方政府财力

2013年景德镇市财政总收入92.62亿元，比

上年增加8.57亿元，增长10.2%；公共财政预算收入73.77亿元，增加7.12亿元，增长10.7%。在财政总收入中：税收收入71.53亿元，增加7.96亿元，增长12.5%。

2013年，景德镇市本级综合财力大幅增加，较2012年增长52.66%，2013年为102.70亿元。2013年，景德镇市本级财政一般预算收入为19.88亿元，占比19.36%；转移支付收入58.18亿元，占比56.65%；国有土地使用权出让收入24.09亿元，占比23.46%，景德镇市本级财政收入稳定性一般。

表1 2012~2013年景德镇市本级财政实力（单位：万元、%）

地方财力（2013年度）	2012年	2013年	增长率
（一）地方一般预算本级收入	193577	198848	2.72
1、税收收入	107195	114490	6.81
2、非税收入	86382	84358	-2.34
（二）转移支付和税收返还收入	230899	581773	151.96
1、一般性转移支付收入	105505	359384	240.63
2、专项转移支付收入	111037	195846	76.38
3、税收返还收入	14357	26543	84.88
（三）国有土地使用权出让收入	245590	240872	-1.92
1、国有土地使用权出让金	232417	222421	-4.30
2、国有土地收益基金	7963	11060	38.89
3、农业土地开发资金	567	496	-12.52
4、新增建设用地有偿使用费	4643	6895	48.50
（四）预算外财政专户收入	2668	5496	106.00
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	672734	1026989	52.66

资料来源：景德镇市财政局

地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2013年底，景德镇市本级负有偿还责任的债务为73.32亿元，负有担保责任的债务2.99亿元，可能承担一定救助责任的债

务10.81亿元，负有偿还责任的债务率为71.38%。

综合来看，景德镇市整体财政实力稳步增强，但稳定性一般，市本级政府债务水平较高。

表2 2013年景德镇市本级政府债务余额表（单位：万元）

地方债务（截至2013年年底）	金额	地方财力（2013年度）	金额
（一）政府负有偿还责任的债务	733166	（一）地方一般预算本级收入	198848
（二）政府负有担保责任的债务	29868	1、税收收入	114490
（三）政府可能承担一定救助责任的债务	108037	2、非税收入	84358
1、金融机构	441868	（二）转移支付和税收返还收入	581773

2、国际金融组织	4068	1、一般性转移支付收入	359384
3、外国政府	25853	2、专项转移支付收入	195846
4、机关	148110	3、税收返还收入	26543
5、融资平台公司	46665	(三) 国有土地使用权出让收入	240872
6、公用事业单位	72	1、国有土地使用权出让金	222421
7、其他单位	6814	2、国有土地收益基金	11060
8、个人	1530	3、农业土地开发资金	496
9、不特定对象	195000	4、新增建设用地有偿使用费	6895
10、国有企业（非融资平台公司）	1091	(四) 预算外财政专户收入	5496
		地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1026989

负有偿还责任的债务率=(政府负有偿还责任的债务÷地方综合财力)×100%=71.38%

资料来源：景德镇市财政局

(4) 未来发展规划

“十二五”时期景德镇市经济社会发展的总体目标：全市生产总值、财政总收入、固定资产投资、规模以上工业增加值、出口总额、全社会消费品零售总额六项主要经济指标五年翻番。生产总值突破1000亿元，年均增长14%；人均生产总值达到8000美元以上，年均增长13.5%；财政总收入年均增长18%，力争20%以上，总量达到150亿元；固定资产投资达到900亿元，年均增长20%。

景德镇市将加快培育壮大高新技术陶瓷及创意、航空、生物和新医药、光伏、清洁汽车及动力电池、LED半导体照明、现代农业和有机食品等八大战略性新兴产业。到2015年，力争使战略性新兴产业达到2000亿产值的规模。

在城市建设方面，景德镇市将对接环鄱阳湖城市群高速通道工程，推进全市新一轮铁路、公路建设，加强航道建设，形成连接南北、沟通东西的综合运输通道格局，构建高效便捷的综合交通运输体系。以快速客运铁路和干线铁路建设为重点，加快铁路通道、重要客运设施和铁路枢纽建设，开工建设九景衢铁路、皖赣铁路新建双线、皖赣铁路既有线电气化改造、六安至景德镇铁路项目，提高铁路建设标准。完善全市骨架公路网，加快高速公路建设，提高高速公路覆盖密度，建成德昌高速公路（景德镇段）、浮祁高速公路、景德镇绕城高速公

路。加强城区主通道、城镇组团快速通道、大运量地面公交系统建设，编制公共交通专项规划，优先发展城市公共交通，加强国省道升级改造，积极推进农村客运网络化和城乡公交一体化建设。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司出资人是景德镇市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”），为市政府直属特设机构，代表市政府履行出资人职责，负责监管市属国有资产。公司接受市国资委监管，依法经营授权范围内的国有资产，在授权范围内行使国有资产出资人职能，并对市国资委承担国有资产保值增值责任。

公司是国有独资有限责任公司，市国资委是公司的唯一出资人和实际控制人。

2. 企业规模

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，主要从事景德镇市公共事业和国有资产的经营管理工作，提高国有资本的运营效率，实现国有资产的保值增值，在景德镇市国有资产经营方面处于垄断地位。

公司下属子公司景德镇市焦化工业集团有限责任公司（以下简称“焦化集团”），经历 20

余年的发展，由一个投产初期年销售额仅有7000万元的单一炼焦制气企业，发展成为拥有下属企业20余家，生产基地遍布全国各地的大型企业集团，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有8个炭黑生产基地及江西在建基地；山东菏泽有1个洗煤基地；江西、湖南、河南、河北有4个农化生产基地及贵州开阳的磷矿基地，预计全部建成投产后，年产焦炭将达到210万吨。

焦化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”）生产，黑猫股份于2006年9月在深圳交易所上市，在江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌海等四地拥有多条生产线，产量位居全国第一、产能位居世界第四，行业竞争实力较强。

3. 公司人员素质

(1) 公司高管

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

吴林先生，1959年生，硕士研究生，高级经济师，中共党员。现任景德镇市国有资产经营管理有限公司董事长、总经理，兼任景德镇市国有资产管理中心主任。曾任景德镇市经贸委企业科负责人、景德镇市包装技术协会副秘书长、景德镇市企业管理协会秘书长、景德镇市节能中心主任、景德镇市中小企业信用担保中心主任、景德镇市华信产权事务有限公司总经理、景德镇市工业投资有限公司董事长。2008年获景德镇市劳动模范称号。

胡景平先生，1968年生，中共党员，南昌大学法律本科毕业，华东政法大学诉讼法学研究生课程进修班结业，江西财经大学在读法律硕士研究生，律师，经济师。现任景德镇市国

有资产经营管理有限公司董事、副总经理，兼任景德镇市国信置业公司总经理。曾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。

公司高层管理人员文化和专业水平高，行业从业经验丰富，高管团队的整体素质好。

(2) 人员素质

截至2014年9月底，公司（本部）合计在职人员43人。其中：本科及以上学历29人，大专及以下学历14人；年龄结构方面，30岁以下10人，30~50岁25人，50岁以上8人。

整体看，公司本部人员整体素质较好。

4. 政府支持

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

(1) 补贴收入

公司自身的盈利能力偏弱，景德镇市政府每年给予公司一定的财政资金补贴，包括增值税免税收入补贴、煤气价格补贴、燃料油补助款、交通专项经费补助、窑炉改造资金、技术改造贷款贴息、免费乘车补贴等。2011~2013年分别为3.05亿元、5.19亿元和2.50亿元，2012年公司补贴较多，主要是一次性契税返还较多，该补贴不具有持续性。2014年1~9月，公司获得补贴收入2.76亿元，主要是由于当期公司收到较多的契税返还补贴所致。

表3 公司近三年财政补贴情况表（单位：万元）

年份	补贴金额	主要补贴相关文件
2011年	30464.13	财税[2001]113号 财税[2007]92号 景府抄字[2009]8号等详见财报附注
2012年	51919.79	财税[2007]92号 景府抄字[2009]8号 冀工信规(2011)440号文件 景高新办抄字(2012)14号文 景府办抄字[2012]403号等
2013年	24974.01	景府抄字[2009]8号

	景府字[2009]77号
	景府办抄字[2012]403号
	景高新办抄字[2013]7号
	景高新办抄字[2013]19号
	内财政(2013)248号文件
	景府办抄字[2013]317号等

资料来源：公司审计报告

(2) 回购安排¹

根据景府字[2009]68号文件规定，景德镇市人民政府同意公司以投资建设与转让收购（BT）模式建设江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目并以其形成的应收账款作为公司“11景德镇国资债”的还款来源。该工程代建投资款为13.27亿元，双方约定在代建投资额之外，每年加计投资利息。公司回购项目建设资金本息总额为24.20亿元。资金从2010年开始分10年回款，2010~2014年9月分别回款0.64亿元、1.23亿元、1.80亿元、1.18亿元和2.20亿元，体现在“收到的其他与经营活动有关的现金”科目；虽然2010年归集资金未足额到位，但2011~2013年回购情况执行良好，回款总额大于协议约定金额。

表4 偿债基金归集金额表（单位：亿元）

支付时间	当期归集金额
2010年	0.80
2011年	0.80
2012年	0.80
2013年	0.80
2014年	3.00
2015年	3.00
2016年	5.00
2017年	5.00

¹按照景德镇市人民政府工作部署，由国资公司负责乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目、西瓜洲地段棚户区改造项目及中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目建设，上述两个项目回购款已从2014年景德镇市地方政府存量债务中剥离，转移至景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室，尚未支付的回购款未来由景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室负责支付给国资公司。

2018年	2.50
2019年	2.50
合计	24.20

资料来源：公司提供

景德镇市人民政府与公司就“13景德镇国资债”募投项目--西瓜洲地段棚户区改造项目、中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目签署了《委托实施政府保障性住房集中建设项目及回购框架协议书》，项目完工后由景德镇市人民政府按协议分8年支付项目回购资金总额25.50亿元，用于2013年12亿元公司债券的偿还。

表5 政府保障性住房集中建设项目及回购框架协议回购资金安排（单位：亿元）

时间	回款金额
2013年	2.00
2014年	2.00
2015年	4.00
2016年	4.00
2017年	4.00
2018年	4.00
2019年	4.00
2020年	1.50
总额	25.50

资料来源：《委托实施政府保障性住房集中建设项目及回购框架协议书》

2013年，“13景国资债”也进入回购期，公司当年收到回购款项2.07亿元，2014年1~9月收到回购款项1.28亿元，体现在“收到的其他与经营活动有关的现金”科目。

综合看，政府与公司签订的回购协议，执行情况良好，为公司两期债券的偿还提供了保障。

(3) 国有资本投入及股权划拨

公司自成立以来，不断得到景德镇市政府在国有资本投入方面的大力支持，公司注册及实收资本不断增加。截至2014年9月底，公司实收资本已由2006年的1000万元增至90000

万元（子公司整体注入，公司注册资本于 2008 年 12 月 30 日业经景德镇诚信联合会计师事务所有限责任公司诚信联合验字（2008）第 092 号验资报告验证）。

（4） 上缴收入返还

为支持地方企业发展，根据景府办抄字【2010】109 号文，景德镇市将公司上缴的部分收入返还公司，计入公司资本公积，进一步充实了公司的资本实力，2011~2013 年公司资本公积由于收入返还（计入“资本公积-政府划拨”）分别增加了 1.8 亿元、1.8 亿元和 1.9 亿元，2014 年 1~9 月公司资本公积由于收入返还增加了 1.1 亿元。

整体看，公司作为景德镇市国有资产管理、运营及投融资主体，人员配置合理，地区政府给予支持力度强，综合素质较好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《国有资产监督管理条例》、《中华人民共和国公司法》及相关法律、法规、规章的要求，制定并完善了《公司章程》，景德镇市国有资产监督管理委员会根据景德镇市市委、市政府的决定和授权，对公司行使《公司章程》中规定的权利并履行相关义务。公司作为国有独资公司，不设股东会，设董事会和监事会。

董事会是公司的最高决策机构。公司董事会由 5 人组成，设董事长 1 名。董事会成员由出资人委派或更换，但其中的职工代表（1 人）由公司职工代表大会选举产生。董事会职责包括：决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；决定公司内部管理机构的设置；制订公司的基本管理制度等。

公司设监事会，依照法律、法规的规定，对公司的国有资产实施监督管理，并依法行使下列职权，包括：检查公司的财务；对公司董

事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当前述人员的行为损害公司的利益时，要求前述人员予以纠正等。公司监事会由 5 人组成，其中包括 2 名由职工代表出任的监事。

同时，根据业务性质，公司设立投资决策委员会和资产处置委员会，委员会对董事会负责。

2. 管理水平

从内部管理来看，公司根据自身特点建立了相应的管理制度，主要包括财务制度、资金拨付制度、投资与资产管理制度、人事劳资培训制度、后勤管理制度、工程管理制度等。

从公司对下属子公司的管控来看，公司本部主要以净资产回报率为考核指标，兼顾子公司的可持续发展和财务安全性。子公司财务上独立核算，子公司之间、公司本部与子公司之间的业务往来按市场化操作。目前，下属子公司均处于融合阶段，公司本部对下属子公司经营管理制度上尚未完善，管理力度有待提高。

总体来看，公司管理制度比较规范，但对下属子公司的管理力度尚存在改善空间。

七、经营分析

公司承担着景德镇市公共事业和国有资产的经营管理职能。近三年公司营业收入呈快速增长态势，年均复合增长 17.22%，三年营业收入分别为 81.60 亿元、87.45 亿元和 112.12 亿元；其中主营业务收入三年分别为 77.25 亿元、81.58 亿元和 109.28 亿元。2014 年 1~9 月公司实现主营业务收入 82.11 亿元，为 2013 年全年 75.14%。

从近三年收入贡献主体来看，焦化集团为公司贡献 90% 以上的收入，主要体现在“商品销售”板块。其余业务如住宿餐饮、公共交通等对公司收入影响小。2013 年及 2014 年 1~9

月公司商品销售收入中增加了 3.23 亿元及 1.50 亿元的房地产销售收入。

表 6 公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2011 年度			2012 年度			2013 年度			2014 年 1~9 月度		
	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
商品销售	714817.93	92.53	10.69	796655.77	97.66	10.76	1030369.93	94.29	12.17	790683.17	96.30	13.84
住宿餐饮	9291.50	1.20	79.27	8945.54	1.10	78.86	8354.62	0.76	74.69	5602.81	0.68	77.84
公共交通	5038.21	0.65	-23.78	5199.79	0.64	-35.91	5191.09	0.48	-31.33	4447.65	0.54	-37.26
房屋租赁	240.87	0.03	-6.00	262.42	0.03	7.01	--	--	--	--	--	--
装卸运输	--	--	--	2188.66	0.27	12.88	11315.12	1.04	2.19	--	--	--
处置不良债权	42579.17	5.51	88.68	607.94	0.07	98.58	33984.44	3.11	100.00	606.59	0.07	100.00
其他	563.03	0.07	78.34	1913.23	0.23	13.29	3541.59	0.32	9.90	19730.92	2.41	19.20
合计	772530.71	100.00	15.63	815773.35	100.00	11.29	1092756.78	100.00	15.97	821071.14	100.00	14.19

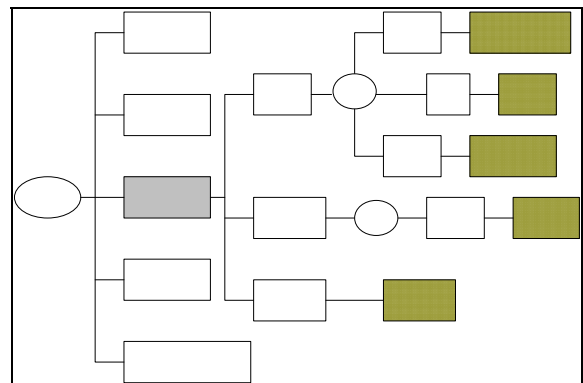
资料来源：公司提供

从毛利率来看，近三年公司商品销售毛利率持续提升，分别为10.69%、10.76%和12.17%。商品销售收入中绝大部分来源于焦炭及炭黑销售，主要由焦化集团控股子公司江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）负责；得益于黑猫股份自2009年以来新建生产基地陆续投产，各地产能布局合理，产能规模优势逐步显现及生产效率提升导致该板块销售毛利率上升。2014年前三季度公司商品销售毛利率为13.84%，较2013年略有提升，主要是炭黑销售价格提升所致。从综合毛利率来看，由于2012年公司实现的处置不良债权收入较2011及2013年少，当年公司综合毛利率较低，为11.29%；2014年1~9月由于公司收入结构变化导致带动综合毛利率有所下降，为14.19%。

1. 煤化工及相关多元化产业

焦化集团成立于2008年6月，其前身为景德镇市焦化煤气总厂。焦化集团主要由炭黑产业、焦炭及相关副产品产业及复合肥产业板块构成。

图 1 煤化工上下游关系图



资料来源：公司提供

（1）焦炭及相关副产品

焦化集团煤化工产品包括焦炭、煤气及精制产品。截至 2013 年底，焦化集团煤化工产业拥有 6 座焦炉，年产焦炭 197.94 万吨，年外供煤气 2.80 亿立方米。

从销售单价来看，由于焦炭下游需求主要为钢铁企业，钢铁为周期性行业，下游产量及经济周期对焦炭价格影响显著，近年来，公司焦炭价格波动很大。2011年在经济复苏和上游煤炭成本推动下，焦炭价格有较大幅度上涨，平均价格达到1768.96元/吨；2012年受经济下行压力影响，焦炭价格下降至1507.97元/吨；2013年，焦炭价格继续下降至1249.10元/吨；

2014年1~9月受行业持续低迷影响，焦炭价格持续下跌至1022.84元/吨。

近年来焦炭价格出现持续下滑，但公司焦炭销量逐年上升，因此该业务板块收入呈逐年上升趋势。2011~2013年，公司焦炭销售收入分别为14.94亿元、15.17亿元和23.76亿元。2014年1~9月，公司焦炭销售收入达到15.21亿元，为2013年全年的64.02%。

表 7 2011~2014 年 9 月焦炭销售情况

年份	销量(万吨)	销售收入(万元)
2011 年	84.44	149371.27
2012 年	100.62	151732.11
2013 年	105.34	237641.37
2014 年 1~9 月	71.84	152136.56

资料来源：公司提供

煤焦化上游为煤炭产业，下游需求主要来自钢铁冶炼，目前焦炭行业产能过剩，导致行业整体盈利能力偏低。同时由于钢铁行业需求与国民经济增长速度相关，受钢铁行业传导影响，存在较强的周期性。

短期内，钢铁行业复苏可能性较小，焦化行业仍存在结构性产能过剩，行业盈利能力难以恢复。

(2) 炭黑专业化产业

焦化集团炭黑专业化产品为公司商品销售的主要部分，主要由黑猫股份生产。黑猫股份于 2006 年 9 月在深圳交易所上市，主营业务为炭黑及其尾气的生产与销售。公司持有焦化集团 100% 股份，焦化集团持有黑猫股份 43.44%，为黑猫股份第一大股东。

炭黑是制造轮胎的主要原料，黑猫股份目前是全国最大的炭黑生产企业，在江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙古乌海、太原、河北邯郸、唐山、山东济宁等地拥有多条生产线，产能达 98 万吨/年，位居中国第一、居世界第四。近年炭黑销售单价呈下降趋势，但得益于黑猫股份产能逐年提升，加上供应商多为国内大型轮胎企业，销量快速提升，该板块收入也

呈递增态势。2011~2013 年分别实现收入 35.29 亿元、40.67 亿元和 48.77 亿元；2014 年 1~9 月实现收入 39.66 亿元，为 2013 年全年的 81.32%。

表 8 2011~2014 年 9 月炭黑销售情况表

年份	销量(万吨)	销售单价(元/吨)	销售收入(万元)
2011 年	54.42	6485.19	352924.10
2012 年	70.02	5808.19	406689.59
2013 年	92.68	5262.78	487741.00
2014 年 1~9 月	74.77	5304.80	396632.96

资料来源：公司提供

(3) 复合肥

焦化集团复合肥产品主要由江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）生产，在江西省市场份额第一，产量第二。开门子肥业采取分散采购策略，在景德镇、湖南、河南拥有三个复合肥生产基地，产能分别为 26 万吨、30 万吨和 30 万吨；在贵州拥有一个磷石矿基地，可有效满足现有三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成本。公司近三年复合肥销售情况如表 9 所示。

表 9 2011~2014 年 9 月复合肥销售情况

年份	销量(万吨)	销售收入(万元)
2011 年	53.65	123229.00
2012 年	57.11	133145.93
2013 年	60.74	124031.37
2014 年 1~9 月	55.46	104158.02

资料来源：公司提供

焦化集团除上述三类产品销售外，2014 年 1~9 月还实现炼化工及其附属产品销售收入 12.27 亿元；此外公司子公司的房地产销售收入 1.50 亿元亦计入商品销售板块。

2. 公用事业

(1) 城市公交

公司下属子公司景德镇市公共交通公司

(以下简称“公交公司”)是景德镇市最大的公共交通运营主体,公交公司成立于1991年,注册资本1367万元,下属6个营运分公司及4个修理厂,拥有5个停车场。

下表反映公交公司2011年~2014年9月的运营情况,总体呈稳步增长态势。随着IC卡乘客比例的增加,公交公司承担了更多的公益性职能,毛利率持续为负。2014年1~9月由于车辆老化报废导致运营车辆减少。

表10 2011~2014年9月公交公司运营情况

项目	2011年	2012年	2013年	2014年9月
营运车辆(辆)	410	398	395	374
营运里程(万公里)	3104	3104	3043	2280
营运路线(条)	35	37	37	37

资料来源:公司提供

公交公司从事城市公交客运业务,受业务性质限制,公交公司日常盈利能力较弱,需要政府补贴弥补日常经营损失。近年来,公交公司获得的政府补助如下表所示。

表11 2011~2014年9月公交公司获得政府补贴情况
(单位:万元)

补贴种类	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月
国家直补	1893.00	2639.37	2750.00	1951.04
市临时性补助	200.00	200.00	300.00	253.22
老年卡补助	20.00	40.00	40.00	40.00
其他	1314.00	--	--	--
合计	3427.00	2879.37	3090.00	2244.26

资料来源:公司提供

(2) 城市燃气行业

公司城市供气业务主要由其全资子公司焦化集团及参股公司景德镇华润燃气有限公司(持股比例35%)负责。焦化集团利用其煤化工一体化发展的优势,将生产的煤气供应给景德镇华润燃气有限公司,由景德镇华润燃气有限公司通过管道直接供应给景德镇市居民使用。公司在景德镇市居民燃气市场中处于垄断地位,2013年焦化集团煤气销量达到2.80亿立方米,合并报表体现燃气销售收入(营业收入--商品销售)2.69亿元,与上年基本持平。2014

年1~9月焦化集团销量达到2.03亿立方米,合并报表体现燃气销售收入(营业收入--商品销售)1.93亿元,为2013年的71.75%。

(3) 基础设施建设

公司基础设施建设业务主要为棚户区改造项目,项目资金来源主要为借款、发债募集的资金及公司自有资金。由于公司基础设施建设项目有详细的还款安排,项目未完成时将收回大部分资金,回款较有保障,但在项目前期,受资金拨付进度影响,公司仍需先垫付大量的项目款。

公司BT项目支出计入长期应收款,获得回款后直接将其冲减,在公司损益表中,项目未完工前暂不体现成本及收入;项目全部移交后,回购款项总额超出项目总投资额和投资资金利息的部分作为代建费收入计入利润表。截至2013年底,公司长期应收款中余额13.57亿元,即公司项目支出资金中未获得回款部分。公司收到与支出的建设资金计入其他与经营活动有关的现金中,项目2011~2013年分别回款1.23亿元、1.80亿元和3.25亿元。2014年1~9月公司收到项目回款合计3.48亿元。

公司基础设施建设项目详细情况如下:

“11 景德镇国资债”项目:根据景府字[2009]68号文件规定,景德镇市人民政府同意公司以投资建设与转让收购(BT)模式建设江西省乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目并以其形成的应收账款作为公司“11 景德镇国资债”的还款来源。该工程代建投资款为13.27亿元,双方约定在代建投资额之外,每年加计投资利息。公司回购项目建设资金本息总额24.20亿元,从2010年开始分10年回款。资金从2010年开始分10年回款,2010~2014年9月分别回款0.64亿元、1.23亿元、1.80亿元和1.18亿元,体现在“收到的其他与经营活动有关的现金”科目;虽然2010年归集资金未足额到位,但从2011~2013年三年回购款总额大于协议金额(见表4)。

“13 景德镇国资债”:根据景发改体改字

[2011]872 号文件批准,公司负责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。西瓜洲地段棚户区改造项目规划用地总面积为 397635 平方米(约为 596.45)亩,计划建设棚户区改造安置房 5267 套,建设公租房 4300 套。中渡口北片区棚户区(拆迁安置房)改造项目规划用地总面积为 116506 平方米,计划建设棚户区改造安置房 2044 套,建设廉租房 2880 套。就以上两个项目公司已与市政府签订了《委托实施政府保障性住房集中建设项目及回购框架协议书》,该协议约定的代建项目回购总金额为人民币 25.50 亿元,其中项目代建投资款 22.87 亿元,公司应收取的代建费 2.63 亿元(该费用将在项目全部移交后体现在损益表中,移交前投入资金及收到回款仅体现在长期应收款中)。根据该协议,市政府分 8 年向公司支付项目回购资金(见表 5)。

3. 国有资产经营管理

公司受政府委托管理国有企业和经营性资产,通过自身经营,以市场化方式处置产权等方式,获得收入、盘活存量资产,确保国有资产保值增值。公司收购资产管理公司的坏账资产包,并处置破产企业的相关债务,处置资产并安置职工。2013 年,公司处置不良债权实现收入 33984.44 万元。未完成职工安置及债权处置的部分与成本之差,公司将其计入专项应付款,因此该业务经营成本在损益表中未体现。截至 2013 及 2014 年 9 月底,公司专项应付款中该部分余额分别为 13.11 亿元和 13.14 亿元,坏账资产包已全部纳入表内。

4. 未来发展

未来 5 年,公司将按照市政府授权经营范围,提高国有资产营运质量和效率,努力实现国有资产的保值增值。同时,在不干预法人财产权及经营自主权的前提下,依据《公司法》等法律法规对下属子公司进行规范管理,并积极开发经营适合公司发展的相关产业,使公司

发展为多元化投资、规模化经营、资本化运作的企业集团。公司未来拟建项目集中在焦化集团,本部拟建项目为景东大道(二期)工程建设,总投资额为 1.30 亿元,计划将于 2015 年开工。目前公司本部较大的在建投资项目为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,该项目总投资 22.87 亿元,截至 2014 年 9 月底已投资 12.29 亿元,2015 年计划投资 4.78 亿元,2016 年计划投资 3.40 亿元,2017 年计划投资 2.40 亿元。综合看,公司未来仍有一定的筹资需求。

八、财务分析

公司提供了 2011~2013 年度连审财务合并报表,由大信会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。2011 年,公司新投资设立的景德镇市古镇投资管理有限公司、景德镇市国信瓷立方陶瓷有限公司和景德镇陶瓷交易所有限公司纳入报表合并范围,新纳入合并范围的企业规模较小;2012 年,公司新纳入景德镇市国信节能科技有限公司和景德镇市新成建设投资开发有限责任公司;2013 年公司新纳入景德镇市国信创业投资管理有限公司和景德镇市国信宏城建设开发有限公司。公司报表合并范围变动对公司财务可比性影响不大。公司提供的 2014 年三季度财务数据未经审计。

截至 2013 年底,公司(合并)资产总额为 287.94 亿元,所有者权益合计 92.86 亿元;2013 年公司实现营业收入 112.12 亿元,利润总额 1.94 亿元。

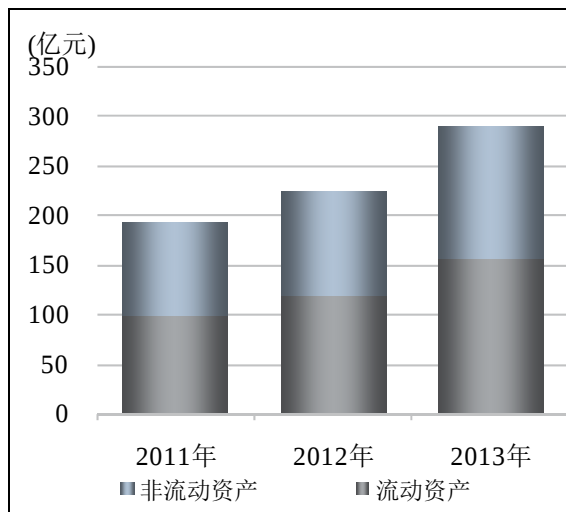
截至 2014 年 9 月底,公司(合并)资产总额为 322.52 亿元,所有者权益合计 95.84 亿元;2014 年 1~9 月公司实现营业收入 82.23 亿元,利润总额 2.52 亿元

1. 资产质量

2011~2013 年底,公司资产规模呈快速增长趋势,年均复合增长率为 22.19%。从资产结

构来看，近三年公司资产结构变动不大，流动资产占比有所上升，非流动资产占比逐步下降。截至2013年底，公司资产总额287.94亿元，其中流动资产占54.00%，非流动资产占46.00%。

图2 2011~2013年底公司资产结构图

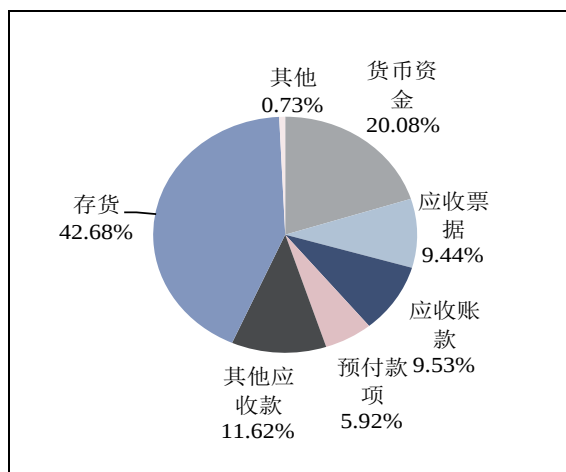


资料来源：公司审计报告

流动资产

2011~2013年底，公司流动资产复合增长率为26.14%，主要来源于存货的大幅增长。截至2013年底，公司流动资产为155.49亿元，主要构成科目包括存货、货币资金、其它应收款、应收账款和应收票据等。

图3 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长率为39.88%。2013年，公司货币资金较2012年增长了46.56%，2013年

底达到31.22亿元，其中，其他货币资金17.80亿元，为焦化集团和黑猫股份的银行承兑汇票保证金，受限比例高。

2011~2013年底，公司应收票据年均增长68.39%。截至2013年底，公司应收票据较2012年增长152.60%，2013年底余额14.67亿元，全部为焦化集团银行承兑汇票。

2011~2013年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长22.41%，主要是焦化集团销售规模的扩大所带来的应收货款的增加所致。截至2013年底，公司应收账款较2012年增长26.23%，主要是焦化集团销售规模的扩大所带来的应收货款的增加所致，2013年底账款净值合计14.82亿元。从账龄结构来看，账龄在1年以内的应收账款占88.03%，未计提坏账准备；账龄在1~2年内的应收账款占2.20%，坏账计提比例为10%；账龄在2~3年内占比1.14%，坏账计提比例为20%；账龄在3年以上的应收账款占8.63%，其中3~5年计提比例为50%，5年以上计提比例为100%。公司为应收账款计提坏账准备1.45亿元，坏账准备计提较为充足。

表12 2013年底公司应收账款前五名情况

(单位: 亿元)

债务人名称	欠款金额	年限	占应收账款比例
印尼佳通 (PT.GAJAN.TUNGGAL TBK)	0.85	1年以内	5.24
山东玲珑轮胎股份有限公司	0.68	1年以内	4.19
青岛双星轮胎工业有限公司	0.57	1年以内	3.53
佳通轮胎(中国)投资有限公司	0.48	1年以内	2.92
江苏通用科技股份有限公司	0.47	1年以内	2.91
合计	3.05	--	18.79

资料来源：根据公司审计报告编制

2011~2013年底，公司预付款项年均增长25.92%，主要为焦化集团预付原材料采购款等。2013年底公司预付款项合计9.20亿元，较2012年增长25.09%，主要为焦化集团预付原材料采购款等。账龄在1年以内的预付款项占

76.16%，账龄在 1~3 年内的预付款项占 18.27%，账龄在 3 年以上的预付款项占 5.57%。

2011~2013年底，公司其他应收款系公司与其他机构的往来款，年均复合增长31.44%。2013年底公司其他应收款系公司与政府部门往来款，较2012年增长49.94%，2013年底账面净值18.07亿元，主要来自公司本部，公司计提坏账准备1.83亿元。从账龄看，1年以内的其他应收款占71.83%，1~2年的其他应收款占14.25%，2~5年占比9.27%，5年以上占4.65%。

表13 2013年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元)

单位名称	金额	账龄	占比	款项性质
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	29372.69	1 年以内 22825 万 1-2 年 4300 万	14.76	往来款
景德镇市陶瓷文化创意新区建设推进领导小组指挥部	27125.00	1 年以内	13.63	往来款
景德镇市老城区保护利用工程推进工作领导小组办公室	13691.66	1 年以内	6.88	往来款
中电电气集团有限公司	7000.00	2-3 年 5000 万 4-5 年 2000 万	3.52	往来款
珠山区房屋征收与补偿管理办公室	6000.00	1 年以内	3.02	往来款
合计	83189.35	—	41.81	—

资料来源：根据公司审计报告编制

2011~2013年底，随着公司业务规模扩张，公司存货规模也逐年扩大，年均复合增长率为15.06%。2013年底存货净值合计66.37亿元，主要是是煤化工产品和收储土地。截至2013年底，公司收储土地30.55亿元，主要系改制企业的抵债资产（抵债土地使用权等）及根据景府办抄字【2011】319号及景府抄字【2011】312号新增确权的93宗土地，变现能力受房地产行业波

动影响大。

非流动资产

2011~2013年底，公司非流动资产年均复合增长18.00%，主要来源于固定资产和无形资产的大幅增长。截至2013年底，公司非流动资产合计132.45亿元，主要体现为固定资产、长期股权投资、无形资产、在建工程和长期应收款。

近三年公司长期应收款快速增长，年均复合增长41.99%。2013年底，公司长期应收款合计13.57亿元，主要系公司两支企业债券募投项目的BT项目款。

2011~2013年底，公司长期股权投资年均复合增长28.15%。2013年底，公司长期股权投资同比增长49.39%，长期股权投资账面价值10.99亿元，投资领域主要为煤化工、陶瓷、物业和房地产等。

截至2013年底公司新增投资性房地产6.61亿元，主要为子公司开发的商业楼盘。

2011~2013年底，公司固定资产年均复合增长5.48%。2013年底，公司固定资产75.57亿元，较2012年增长2.84%；其中49.46亿元为房屋建筑物、23.78亿元为机器设备。

2011~2013年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长率为50.19%。2013年底，公司在建工程较2012年同比增长31.21%，账面价值9.18亿元，主要系煤化工相关升级改造等工程。

2011~2013年底，公司无形资产年均复合增长31.90%。截至2013年底，公司无形资产15.60亿元，较2012年底增长75.23%，主要由于子公司购买的土地，用于安置房及新区的建设用地；土地使用权占公司无形资产的97.86%。

截至2014年9月底，公司资产总计322.52亿元，较上年底增长12.01%。从结构来看，流动资产占比56.88%，非流动资产占43.12%，较2013年底变化不大。

截至2014年9月底公司流动资产合计183.45亿元，较上年底增长17.98%，主要是存货、货币资金、应收账款和预收款项的增加所

致。截至2014年9月底，公司货币资金合计40.33亿元，较上年底增长29.19%；其中其他货币资金30.71亿元，为焦化集团的银行承兑汇票保证金，受限比例高。截至2014年9月底公司应收账款合计18.80亿元，较上年底增长26.89%，主要是焦化集团业务扩张导致应收下游客户货款所致。截至2014年9月底公司预付款项合计13.30亿元，较上年底增长44.52%，主要是焦化集团业务扩张导致预付给上游供应商的货款增加。截至2014年9月底公司其他应收款合计25.53亿元，较上年底增长41.28%，主要是焦化集团往来款增加所致。截至2014年9月底，公司存货合计72.08亿元，较上年底增长8.61%，主要是由于焦化集团的存货及下属子公司所负责的基础设施建设项目（非“11景国资债”及“13景国资债”募投项目）推进导致。

截至2014年9月底公司非流动资产合计139.06亿元，较上年底增长4.99%，主要是由于长期股权投资及在建工程增长所致。截至2014年9月底，公司长期股权投资合计14.59亿元，较上年底增长32.69%，主要是公司对外投资增加所致。截至2014年9月底公司在建工程合计12.31亿元，较上年底增长34.10%，主要是由于焦化集团产线扩建工程的投入。截至2014年9月底，公司无形资产合计12.57亿元，较上年底减少19.45%，主要是以土地对其他公司出资（体现在“长期股权投资”）转至在建工程所致。

总体来看，近年来，公司资产规模增长速度较快；从构成来看，公司资产以存货和固定资产为主，存货中的土地变现能力受房地产行业波动及政策影响大，固定资产主要体现为房产建筑物，流动性一般。截至2014年9月底，公司资产中5.69亿元已用作贷款抵押，抵押比率较小，大部分抵押资产为房产和土地使用权。总体来看，公司资产质量一般。

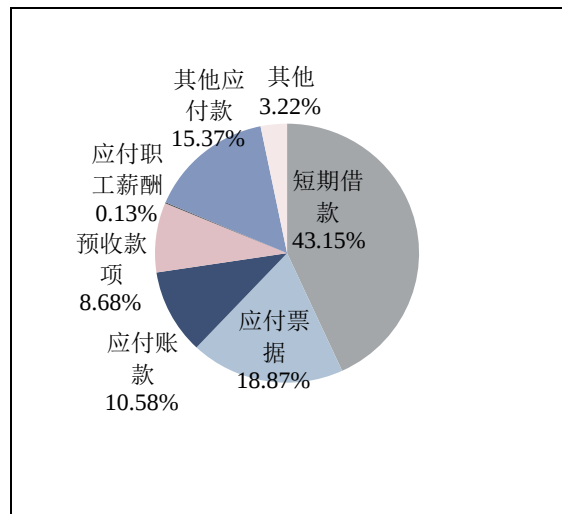
2. 负债及所有者权益

2011~2013年底，公司所有者权益快速增长，年均增长11.37%，主要体现为资本公积的

增长。近三年公司资本公积快速增长，年均复合增长15.94%；2013年底公司所有者权益同比增长11.03%，主要体现为资本公积的增长。

截至2013年底，公司所有者权益92.86亿元，其中实收资本、资本公积和少数股东权益分别为9.00亿元、72.34亿元和10.63亿元。

图4 截至2013年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年9月底，公司所有者权益合计95.84亿元，较2013年底增加3.21%，主要来自于资本公积的增加。截至2014年9月底，公司资本公积合计74.20亿元，较2013年底增长2.58%（主要系子公司资本公积的增长）。所有者权益构成较2013年底变化不大。综合看，公司所有者权益稳定性较好。

2011~2013年底，随着公司业务规模的不断扩大，公司负债规模持续增加，年均增幅为28.59%。截至2013年底，公司负债合计195.07亿元，流动负债和非流动负债占比变化不大，其中流动负债占75.57%，非流动负债占24.43%。

2011~2013年底公司流动负债规模持续扩大，年均增幅为35.70%。2013年底公司流动负债规模有所扩大，同比增长37.96%。截至2013年底，公司流动负债合计147.41亿元，从流动负债结构来看，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和预收账款构成。

近三年公司短期借款呈快速增长态势，年均复合增长46.45%。截至2013年底，公司短期借款为63.61亿元，同比增长80.95%。

公司应付票据近三年呈波动增长，年均复合增长30.18%。截至2013年底，公司应付票据合计27.82亿元，同比下降0.92%，全部是焦化集团银行承兑汇票。

公司应付账款近三年呈快速增长，年均复合增长9.01%。截至2013年底，公司应付账款合计15.59亿元，较2012年底增长8.38%，主要系公司生产经营的扩大而造成应付的货款和工程款增加。

表 14 截至 2013 年底公司其他应付款前五名情况
(单位: 亿元)

债权人名称	欠款 金额	性质或 内容
景德镇市城市建设资金管理小组办公室	4.38	往来款
景德镇市土地储备中心	3.91	往来款
老城区保护利用工程推进工作领导小组办公室	2.60	往来款
景德镇市城市建设资金管理办公室	2.14	往来款
浮梁县国有资产投资管理有限公司	1.34	往来款
中节能科技投资有限公司	1.56	股权转让款
合计	15.93	--

资料来源: 根据公司审计报告编制

公司其他应付款主要是公司及其子公司与政府部门及客户间的往来，近三年快速增长，年均复合增长51.34%。截至2013年底，公司其他应付款合计22.66亿元，其中1.00亿元为信托款项，其到期日为2014年1月，本报告将其调至短期债务。

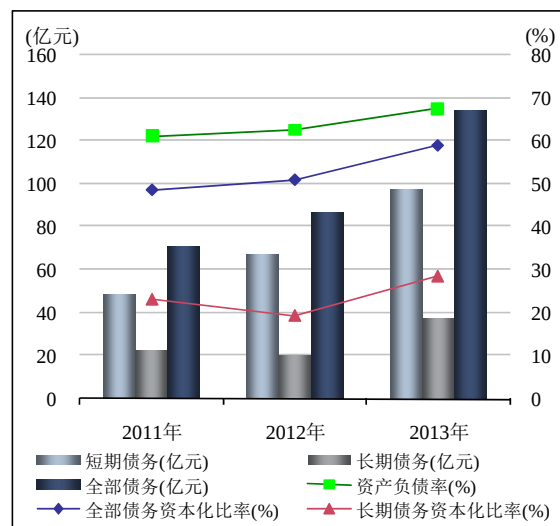
2011~2013年底，公司非流动负债波动增长，年均复合增长率为12.12%。截至2013年底，公司非流动负债合计47.67亿元，较同期增长42.29%，主要为长期借款、应付债券和长期应付款。

近三年公司长期借款复合增长 8.78%，公司 2013 年底长期借款合计 12.86 亿元，同比增

长 57.26%，其中以保证借款占比最大，为 57.76%，抵押借款占比 28.15%，信用借款占比 10.50%。

公司应付债券2013年底合计为20.88亿元，为公司2011年和2013年发行的企业债券，分别为8亿元和12亿元。

图5 2011~2013年底公司债务变动情况



资料来源: 公司审计报告

截至2013年底，公司专项应付款为13.11亿元，较2012年底减少19.06%。根据景德镇市人民政府景府字[2011]53号文件规定，公司将受让不良债权处置所获得的现金及资产，未完成职工安置及不良债权处置的部分列专项应付款。完成处置工作的部分体现在了公司的营业收入之中。

从有息债务来看，截至2013年底，公司全部债务132.04亿元，其中短期债务98.30亿元，长期债务33.74亿元。从债务指标来看，受全部债务快速增长影响，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较上年同期有所上升，2013年分别为67.75%、26.65%和58.71%，较2012年底分别增加5.09个百分点、7.23个百分点和7.74个百分点。

截至2014年9月底，公司负债合计226.68亿元，较2013年底增长16.20%，主要来自应付票据、应付账款、其他应付款及长期应付款的增加。负债构成仍以流动负债为主（占

73.61%)，公司负债中有息债务合计146.32亿元，较2013年底增长10.81%，主要来自短期债务的增加。截至2014年9月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均较2013年底继续上升，分别为70.28%、60.42%和27.05%；较2013年底分别增长2.53个百分点、1.71个百分点和0.40个百分点。

总体来看，2011~2013年，受公司流动负债快速增长的影响，公司负债水平持续上升；整体债务规模持续扩大。2014年9月底，受短期债务增加影响，公司债务负担加重。

3. 盈利能力

2011~2013年，随着焦化集团产品销售收入规模的扩大，公司营业收入规模快速增长，三年复合增长率为17.22%。2013年全年公司实现营业收入112.12亿元，较2012年增长28.21%；其中商品销售收入103.04亿元，另有部分公共交通、运输装卸和处置不良债权等收入。

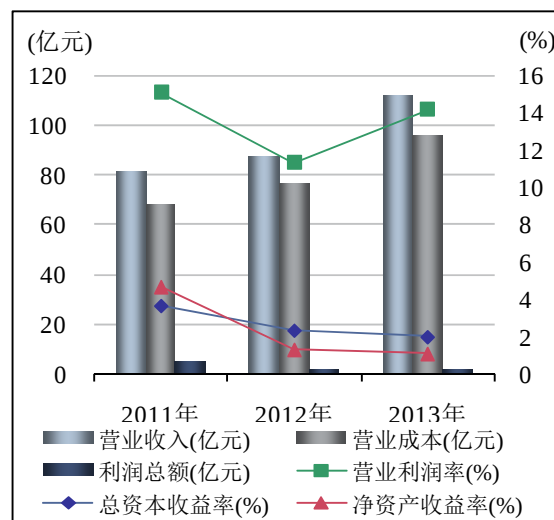
2011~2013年，公司营业利润率分别为15.09%、11.35%和14.15%，营业利润率波动主要受毛利率较高的国有资产处置业务影响。

2011~2013年，公司期间费用逐年快速增长，三年分别为10.64亿元、13.26亿元和16.01亿元，主要系公司因融资规模扩大导致财务费用的增长，公司销售费用和营业费用也有所增长，原因主要是焦化集团运输杂费、设备折旧和管理人员工资增长等因素导致的。期间费用占营业收入之比分别为13.04%、15.16%和14.28%，期间费用控制有待加强。扣除各项期间费用后，公司实现营业利润分别为1.86亿元、-3.03亿元和-0.32亿元。

补贴收入是公司利润的另一重要来源。2011~2013年公司每年均获得一定的财政补贴，2013年为2.50亿元。公司补贴收入主要为增值税免税收入补贴、契税返还补贴、燃料油补贴款等，补贴收入持续性较好。从主要盈利指标来看，在焦化产业价格波动和公司运营成本不断提高的影响下，虽然公司有良好的补贴

收入，但近三年公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，2013年底分别为2.04%和1.13%，较2012年分别下降0.33个百分点和0.21个百分点。

图6 2011~2013年公司盈利能力



资料来源：公司审计报告

2014年1~9月，公司实现营业收入82.23亿元，营业收入为2013年全年的73.34%；补贴收入合计2.76亿元，主要由于当期公司收到较多的契税返还补贴所致。公司前三季度营业利润率为13.50%，较2013年略有下降。

整体来看，由于焦化产业产能过剩及受宏观经济环境影响大，公司营业收入规模较大，但主营业务利润水平很低且出现波动。补贴收入是公司利润的重要来源，公司对补贴收入的依赖性较强。总体来看，公司整体盈利能力偏弱。

4. 现金流分析

经营活动方面，公司经营活动现金流量以商品销售所形成的现金流为主，伴随着收入规模的提升，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐步提升，2013年为115.89亿元，基本来自于焦化集团，现金收入比2013年为103.36%，较2012年下降明显，主要是由于赊销力度较前年增加导致，公司收入实现质量一般。相应的，公司购买商品、接受劳务支付的现金也有所增

加, 2013 年为 110.19 亿元。公司收到的及支付的其它与经营活动有关的现金主要反映为焦化集团往来款项、补贴款及 BT 建设款等, 2013 年分别为 17.72 亿元和 21.74 亿元。2011~2013 年, 公司经营活动产生现金流量净额波动较大, 分别为-3.72 亿元、9.98 元和-7.65 亿元。主要是由于 2012 年公司往来流入较多, 经营活动现金流量净额较多, 2013 年经营活动流量净额受收现质量明显下降的影响, 由正转负。

投资活动方面, 公司投资活动现金流入较少, 以流出为主。2011~2013 年, 随着公司子公司生产设备构建规模的扩大, 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金呈上升趋势, 分别为 8.16 亿元、11.71 亿元和 17.34 亿元, 导致公司投资活动产生的现金流量净额为负值, 同时 2013 年公司支付其他与投资活动有关的现金合计 12.54 亿元, 为公司将“13 景国债”募集资金投入各个项目所致。近三年公司投资活动产生的现金流量净额均为负值, 分别为-15.08 亿元、-11.74 亿元和-29.48 亿元。

筹资活动方面, 公司筹资活动产生的现金流以借款所收到的现金及偿还债务所支付的现金为主, 2012 年吸收投资收到现金 7.05 亿元, 主要系子公司收到的增资所得; 2013 年公司取得借款收到现金 106.61 亿元, 发行债券获得现金 12.00 亿元。2011~2013 年, 公司融资需求波动增长。2013 年, 公司筹资活动产生的现金流入量为 130.08 亿元, 流出量为 86.72 亿元, 净流量为 43.36 亿元。

2014 年 1~9 月, 公司经营活动现金流入量为 114.56 亿元, 主要是销售商品、提供劳务收到的现金 100.18 亿元, 现金收入比为 121.83%, 较上年上升 18.47 个百分点, 收付实现质量较好。经营活动现金流出量 111.56 亿元, 公司实现经营活动现金流净额 3.01 亿元。同期, 公司投资活动产生的现金流净额仍处于流出态势, 为 -6.91 亿元; 筹资活动产生的现金流净额 13.04 亿元。筹资活动中收到其他与筹资活动有关的

现金主要为“14 景国债 MTN001”和“14 景国债 CP001”及黑猫股份收到的到期保证金等。

整体来看, 受经营性往来流入流出不稳定影响, 公司经营流量净额波动较大, 但总体来看, 公司经营流量所产生的现金流无法覆盖大规模的投资支出, 公司对外部融资存在一定需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看, 2011~2013 年, 随着流动资产规模的逐年加大, 公司流动比率呈逐年下降趋势, 三年分别为 122.06%、111.75% 和 105.48%; 近三年速动比率有所波动, 分别为 59.44%、54.89% 和 60.46%; 2014 年 9 月底上述两个比率分别为 109.95% 和 66.75%。受经营活动现金流量净额波动的影响, 2011~2013 年公司经营现金流流动负债比相应有所波动, 三年分别为 -4.65%、9.34% 和 -5.19%, 公司短期债务快速上升, 有较大的短期偿付压力。

从长期偿债指标看, 2011~2013 年, 公司 EBITDA 规模波动上升, 全部债务/EBITDA 逐年上升, 2013 年为 11.45 倍, 长期债务压力较大。随着公司逐步涉及城市基础设施建设领域, 受项目投资额大、建设周期长的影响, 公司未来外部融资压力有增大趋势, 但考虑到景德镇市政府对公司此类项目的政策扶持力度, 公司可以获得相应的财政补贴及稳定的 BT 回款, 进而对公司偿债能力形成支撑。

截至 2014 年 9 月底, 公司共获得银行授信额度 119.91 亿元, 已使用 86.03 亿元, 公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2014 年 9 月底, 公司对外担保余额 8.44 亿元, 担保比率为 8.81%, 目前被担保单位经营正常, 公司或有风险较小。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告, 截至 2014 年 5 月 20 日, 公司无已结清及未结清的不良信贷, 公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及景德镇市区域及财力状况、景德镇市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划注册总额度为10亿元的中期票据，其中本期中期票据拟发行额度为5亿元，占公司2014年9月底长期债务的14.07%，全部债务的3.42%，对公司现有债务结构影响较小。

截至2014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70.28%、60.42%和27.05%，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至70.74%、61.22%和29.72%。同时考虑到本期中期票据募集资金中3.49亿元用于偿还银行贷款，公司债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年公司经营活动现金流入量保持大规模并持续增长，公司经营活动现金流入量三年分别为 104.96 亿元、122.52 亿元和 135.30 亿元，为本期中期票据发行额度的 20.99 倍、24.50 倍和 27.06 倍；近三年，公司经营活动现金净流量分别为-3.72 亿元、9.98 亿元和 -7.65 亿元，为本期中期票据的-0.74 倍、2.00 倍和-1.53 倍，保障能力波动较大。综合来看，公司经营活动产生的现金入量对本期中期票据保障能力强。

2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 10.02 亿元、9.08 亿元和 11.53 亿元，为本期中期票据发行额度的 2.00 倍、1.82 倍和 2.31 倍，对本期中期票据覆盖能力较好。

本期中期票据计划 2015 年发行，存续期 5 年，将于 2020 年一次性偿还本金 5 亿元。同时考虑到公司于 2013 年及 2014 年发行的“13 景

国资债”（12 亿元，7 年期，于第三年开始每年偿付本金的 20%）及 2014 年第一期中期票据（5 亿元，5 年期），则公司公开市场发行的融资工具偿债高峰将出现于 2019 年及 2020 年，偿还金额均为 7.40 亿元。本期中期票据与 2014 年第一期中期票据的错期发行在一定程度上减轻了公司未来集中偿付的压力。

公司经营活动现金流入量三年为 104.96 亿元、122.52 亿元和 135.30 亿元，分别为公司最大需偿还金额（7.40 亿元）的 14.18 倍、16.56 倍和 18.28 倍；公司近三年 EBITDA 分别为 10.02 亿元、9.08 亿元和 11.53 亿元，为公司最大需偿还金额（7.40 亿元）的 1.35 倍、1.23 倍和 1.56 倍。

综合来看，公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对于本期中期票据偿还能力较强，但公司利润及现金流主要由焦化集团贡献，该子公司经营相对独立，可能一定程度上影响到公司的资金协调能力。

同时考虑到公司间接持有黑猫股份 43.44% 的股权，截至 2014 年 11 月 11 日，黑猫股份共计流通股 4.8 亿股，股价为 6.67 元，总价值约为 31.95 亿元，公司股权资产变现能力强，对于本期中期票据具有一定保障能力，同时两期 BT 回购资金来源较有保障。

十、结论

公司作为景德镇市政府重点构建的综合性经营主体，历年获得政府在资金、项目回购等方面大力支持。随着景德镇市经济的稳定发展及财政实力的不断增强，未来公司外部支持力度有望持续。

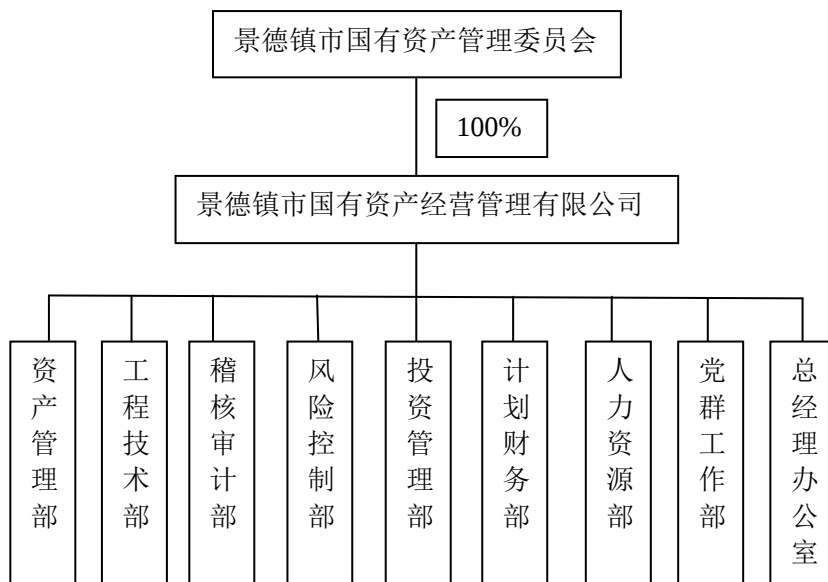
近年来，公司主营业务收入和资产规模均保持快速增长，在经营性业务方面，焦化集团产销量有所提升，为公司提供了持续增长的现金流入；准经营性业务方面，公司拥有区域垄断性和较强的政府支持，但受行业特性影响，盈利能力较弱；公司对下属子公司的管控力度

仍有待提高。考虑到公司在景德镇市域内所具有的垄断优势，以及景德镇市财政对公司的支持，公司主体信用风险低。

本期中期票据的发行对公司债务影响较小，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度较高。

综合分析，公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.43	27.50	46.33	53.72
资产总额(亿元)	192.84	223.99	287.94	322.52
所有者权益(亿元)	74.87	83.64	92.86	95.84
短期债务(亿元)	48.13	66.81	98.30	110.79
长期债务(亿元)	22.62	20.15	33.74	35.53
全部债务(亿元)	70.75	86.96	132.04	146.32
营业收入(亿元)	81.60	87.45	112.12	82.23
利润总额(亿元)	4.90	1.87	1.94	2.52
EBITDA(亿元)	10.02	9.08	11.53	--
经营性净现金流(亿元)	-3.72	9.98	-7.65	3.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.50	5.36	4.77	--
存货周转次数(次)	1.99	1.39	1.50	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.42	0.44	--
现金收入比(%)	115.94	121.98	103.36	121.83
营业利润率(%)	15.09	11.35	14.15	13.50
总资本收益率(%)	3.70	2.37	2.04	--
净资产收益率(%)	4.66	1.34	1.13	--
长期债务资本化比率(%)	23.20	19.42	26.65	27.05
全部债务资本化比率(%)	48.59	50.97	58.71	60.42
资产负债率(%)	61.18	62.66	67.75	70.28
流动比率(%)	122.06	111.75	105.48	109.95
速动比率(%)	59.44	54.89	60.46	66.75
经营现金流动负债比(%)	-4.65	9.34	-5.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.26	3.11	3.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.06	9.58	11.45	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	20.99	24.50	27.06	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.74	2.00	-1.53	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.00	1.82	2.31	--

注：1. 信托融资款计入“其他应付款”科目，本报告将其调整至长短期债务；融资租赁款计入“长期应付款”科目，本报告将其调至长期债务；

2. 2014 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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	
总资产收益率	(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 - 营业税金及附加) / 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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 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

企业执行新会计准则后，所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券

联合资信评估有限公司关于 景德镇市国有资产经营管理有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

景德镇市国有资产经营管理有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。景德镇市国有资产经营管理有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注景德镇市国有资产经营管理有限公司的经营管理状况及本期中期票据的相关信息，如发现景德镇市国有资产经营管理有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期中期票据的信用等级。

如景德镇市国有资产经营管理有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送景德镇市国有资产经营管理有限公司、主管部门、交易机构等。

