

信用等级公告

联合评字[2015]721 号

江西省陶瓷工业公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的江西省陶瓷工业公司 2015 年度 10 亿元企业债券信用评级报告进行了主动评级，确定：

江西省陶瓷工业公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”
江西省陶瓷工业公司拟发行的江西省陶瓷工业公司 2015 年度 10 亿元企业债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年七月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

江西省陶瓷工业公司

2015 年度 10 亿元公司债券主动评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

本次债券信用等级: AA_{pi}

本次债券发行额度: 10 亿元

本次债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期的第 3~7 年分期
兑付本金的 20%

发行目的: 用于募投项目建设

评级时间: 2015 年 7 月 23 日

财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	9.59	28.81	38.73
所有者权益(亿元)	9.54	27.09	30.10
长期债务(亿元)	0.00	0.65	6.30
全部债务(亿元)	0.00	1.55	7.03
营业收入(亿元)	0.26	5.37	7.50
净利润(亿元)	0.00	1.84	2.13
EBITDA(亿元)	0.03	1.96	2.27
经营性净现金流(亿元)	-0.12	-9.63	-4.71
营业利润率(%)	-6.80	9.00	8.71
净资产收益率(%)	0.03	6.56	6.71
资产负债率(%)	0.61	5.96	22.29
全部债务资本化比率(%)	0.00	5.41	18.93
流动比率(%)	9,940.19	1,562.29	1,233.16
EBITDA/全部债务(倍)	--	1.26	0.32
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.00	0.20	0.23

评级观点

联合评级有限公司(以下简称“联合评级”)对江西省陶瓷工业公司(以下简称“公司”)的评级结果反映了公司作为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体,同时负责部分国有资产管理 and 运营,在政府支持方面具有显著优势,区域垄断地位明显。同时,联合评级也关注到公司经营现金流持续为负、在建及拟建项目未来投资规模相对较大等不利因素给公司带来的负面影响。

随着公司承建的项目的逐步竣工结算,公司未来收入和利润水平有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券的偿债资金主要来源于募投项目的收益和土地出让收入,对本次债券的覆盖倍数高,同时政府将募投项目相关投资成本纳入财政预算,另对本次债券提供偿债支持等情况,为本次债券的按时偿付提供了较好的保障。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,公司本次债券到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 景德镇市近年来经济稳定发展,财政收入稳定增长,为公司的发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体,同时负责部分国有资产管理 and 运营,得到了政府在资产注入、资金注入、项目回购以及财政补贴等方面的大力支持,区域垄断优势明显。
3. 公司债务负担轻,财务弹性良好。
4. 本次债券募投项目收益对本次债券的保障程度较高。本次债券设置分期偿付条款,有助于降低集中偿付压力。

关注

1. 从公司业务转型以来，公司经营性现金流净额和投资活动现金流净额持续为负，且对筹资活动依赖程度加大，同时公司在建和拟建项目体量相对较大，公司对外筹资压力较大。
2. 公司棚户区改造业务在项目竣工前确认收入的同时并未实现现金回流，也未确认应收款项，相关成本及毛利在存货中予以反应。
3. 公司利润对政府补贴收入依赖较大，整体盈利能力弱。
4. 本次债券的偿付对商铺销售收入和土地出让收入依赖程度高，未来该项收入的实现受当地房地产和土地交易行情影响较大。

分析师

周馥

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘畅

电话：010-85172818

邮箱：liuc@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由江西省陶瓷工业公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江西省陶瓷工业公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与江西省陶瓷工业公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对江西省陶瓷工业公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

江西省陶瓷工业公司（以下简称“公司”）原名景德镇市瓷业公司，景德镇市瓷业公司于 1964 年 11 月，中共江西省委根据周恩来总理等国务院领导批示成立，并于 1968 年 12 月更名为“江西省陶瓷工业公司”。1991 年 8 月 9 日根据景德镇市人民政府文件《景德镇市人民政府关于江西省陶瓷工业公司转为经济实体的批复》（景府字[1991]247 号），公司注册资金经界定为 0.84 亿元。2012 年根据景德镇市人民政府办公室抄告单(景府办抄字[2012]130 号)和公司章程，公司于 2013 年 9 月 9 日由资本公积转增资本 2.16 亿元，变更后公司的注册资本为人民币 3.00 亿元，截至 2014 年底，公司注册资本和实收资本为 3.00 亿元，公司为全民所有制企业（目前正在计划改制成有限责任公司，预计 2016 年完成），实际控制人为景德镇市人民政府，景德镇市国有资产监督管理委员会受景德镇市政府委托，对公司履行出资人职责。

公司经营范围：陶瓷，陶瓷设备制造，陶瓷原燃材料销售，陶瓷新产品开发，技术咨询，产品包装运输；房地产开发、经营，市政基础设施工程（凭资质证经营）。兼营：本企业自产陶瓷，陶瓷机械设备和相关技术的出口业务，经营本公司生产所需原辅材料，机械设备，零配件和相关技术的进出口业务，承办“三来一补”业务。公司主要经营活动包括：陶瓷相关基础设施建设，瓷土开采、销售，茶叶及陶瓷销售等。

截至 2014 年底，公司拥有 4 家子公司，其中二级子公司 3 家，三级子公司 1 家。公司本部设办公室、财务部、综合管理部、投资项目部、工程管理部 5 个职能部门。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 38.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益 31.93 万元）30.10 亿元。2014 年公司实现营业收入 7.50 亿元，利润总额 2.13 亿元。

公司注册地址：江西省景德镇市珠山区珠山中路 121 号；法定代表人：刘子力。

二、本次债券及募投项目概况

1. 本次企业债券概况

公司计划于 2015 年申请发行 10 亿元企业债券（以下简称“本次债券”），采用无抵押无担保发行的方式，发行期限为 7 年；本次债券设置提前偿还条款，即在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末，分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例提前偿还债券本金。

本次债券采用固定利率，票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差。基本利差的区间上限为 4.5%，即簿记建档利率区间的上限为 4.5%。Shibor 基准利率为簿记建档前 5 个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布的一年期 Shibor（1Y）利率的算术平均数。本次债券在存续期限内每年支付利息一次，最后五年每年应付利息随当年兑付本金一起支付。

2. 募投项目概况及资金偿还安排

本次债券募集资金 10 亿元，全部用于景德镇市东城老工厂棚户区改造项目。上述募集资金投资项目已获得有权部门的核准。本次债券募集资金投资项目的投资规模、拟使用募集资金规模情况如下：

表 1 募投项目及募集资金使用情况（单位：万元，%）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	募集资金使用占比
景德镇市东城老工厂棚户区改造项目	254,648.84	100,000.00	39.27
合计	254,648.84	100,000.00	39.27

资料来源：公司提供

（1）项目建设必要性

2013年6月26日，国务院举行国务院常务会议，研究部署了加快棚户区改造工作，明确在未来几年，政府将集中资金重点加强对棚户区改造的支持。7月4日，《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》正式发布，明确了棚户区改造将以改善群众住房条件作为出发点和落脚点。7月23日，国家发改委、住建部、国土资源部等六部委联合召开了全国棚户区改造工作电视电话会议。会议明确要求，各地在10月底前应编制完成2013~2017年棚户区改造规划。

面对国家加强对棚户区改造工作的政策要求，景德镇市发挥自身拥有底蕴深厚的陶瓷文化优势，因地制宜对陶溪川区域内棚户区的改造，在解决棚户区内居民民生问题的同时，得以集中土地资源开发陶溪川国际陶瓷文化产业园，实现城市土地资源及其他公共资源效率最大化。此举是对景德镇市城市形象建设的积极推动，有助于改变景德镇市城市面貌和完善景德镇市自身城市功能定位，将景德镇市建设成陶瓷文化产业和陶瓷文化结合的旅游城市，实现旅游城市和世界瓷都的完美结合。

景德镇市东城老工厂棚户区改造工作的开展，不仅能够刺激内外资对景德镇市投资，增加税收，还能拉动消费、增添新的岗位、扩大就业，促进陶瓷文化产业的发展。在市场方面，可以为区域内各类企业发展提供机遇，例如工程机械行业、水泥建材行业以及地产行业中的部分企业均可从中获益。此外，根据项目规划将会对红线范围内的老厂房进行创意改造，深入挖掘瓷都的历史、文化等宝贵财富，使之改造成独具历史底蕴和地方特色而又不失现代建筑风格的文化产业配套用房，这有效的推进了陶瓷文化创意资源的深度开发，使之与旅游产业相结合，实现经济、旅游双赢。

因此，通过景德镇市东城老工厂棚户区改造，不仅能让当地群众向社区集中、要素向产业集中、产业向园区集中，使陶溪川棚户区经济从粗放的外延式扩张向内涵式集约发展转变；还能给城市带来了新的商机和第三产业规模的扩大。景德镇市的经济格局也能改变过分依赖传统陶瓷业的局面，使三大产业布局趋于合理，景德镇市也将获得一次经济转型的机遇，实现经济的可持续发展。

（2）项目建设内容

拟建项目位于景德镇珠山区东部，改造地块包括宇宙瓷厂、万能达厂、为民瓷厂、玉风瓷厂、陶机厂、八卦山陶瓷公司、火车站东边、盐业公司、景德镇原料总厂、粮食饲料公司、水泥厂、水磨厂、建国瓷厂窑作群区域内的住户、沿街宿舍、生活区职工宿舍、商品房，拆迁区域涉及的占地面积约1,500亩。规划建设的棚户区改造项目总建筑面积为767,607.7平方米。建设内容主要包括拆迁安置房、社区物业用房、公厕、垃圾站等，同时项目将配套建设区域范围内给排水、强弱电、道路等基础设施工程。

（3）项目审批情况

1) 景德镇市发展和改革委员会《关于景德镇市东城老工厂棚户区改造项目可行性研究报告的批复》（景发改投资字[2013]498号）；

2) 景德镇市环境保护局《关于对<景德镇市东城老工厂棚户区改造项目环境影响报告书>的批复》（景环字[2013]245号）；

3) 景德镇市城市规划局《景德镇市东城老工厂棚户区改造项目建设用地规划许可证》（地字第(2014)019号、地字第(2014)020号）；

4) 景德镇市城市规划局《景德镇市东城老工厂棚户区改造项目建设工程规划许可证》（建字第 2015001 号、建字第 2015002 号、建字第 2015003 号）；

5) 景德镇市发展和改革委员会《关于景德镇市东城老工厂棚户区改造项目节能评估和审查的批复》（景发改审能审字[2015]022号）。

（4）项目资金使用

根据景发改投资字[2013]498号文所示，景德镇市东城老工厂棚户区改造项目总投资额为25.46亿元。该项目建设单位为江西省陶瓷工业公司，公司拟将本次债券募集资金10亿元投入该项目。截至2014年底，该项目已投资金额为6亿元，占总投资额的23.56%。

三、宏观经济和政策环境

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、加强区域交流与合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

20 世纪 90 年代末期以来，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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，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等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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。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。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”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。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。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。

2014 年 10 月初，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“《43 号文》”）。《43 号文》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：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定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；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，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；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》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。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资

平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

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督管理的全程监控，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。

2014 年全年，全国固定资产投资总额（不含农户）完成 50.20 万亿元，比上年名义增长 15.7%，扣除价格因素，实际增长 15.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 11,983 亿元，比上年增长 33.9%；第二产业投资 208,107 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 281,915 亿元，增长 16.8%。

截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.07 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。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。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）中国保障性住房行业现状与前景

保障性住房是指政府根据国家政策以及法律法规的规定，为中低收入住房困难家庭所提供的限定标准、限定价格或租金的住房，一般由廉租房、经济适用房、政策性租赁住房、限价房以及棚改房构成，其中棚户区改造是为改造城镇危旧住房、改善困难家庭住房条件而新推出的一项民心工程。从 2003 年起，全国局部开始出现房地产过热现象，其主要特征是房地产投资占当地固定资产投资的比例过高，房地产价格上涨过快，从而引发了真正需要住房的中低收入家庭无力购房等一系列问题。

为缓解因房地产价格激增带来的社会矛盾，进一步改善民生和推进全社会和谐稳定发展，国

家开始着手调控房地产市场，加大保障性住房的建设，并陆续出台了多项关于保障房建设的鼓励措施。2007年8月，国务院发布了《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（国发【2007】24号），明确提出了保障房制度的目标和框架；其后，国家住房和城乡建设部、国家发改委等多部门又相继联合发布了《廉租住房保障办法》、《经济适用住房管理办法》、《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，国家财政部、税务总局、国土资源部等部门对保障性住房建设的配套优惠政策也逐步公布；2011年6月国家发改委发布的《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》（发改办财金【2011】1388号），从政策角度解决了保障性安居工程的资金问题，进一步推动了保障性住房的建设。

2012年9月，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强在全国资源型城市与独立工矿区可持续发展及棚户区改造工作座谈会上强调，“要加快资源型城市可持续发展，推动独立工矿区转型，加大棚户区改造力度，‘三位一体’推进，着力破解城市内部二元结构难题，带动内需扩大和就业增加，走可持续的新型城镇化道路。”

在一系列宏观政策扶持下，近几年中国保障房建设取得了优异的成绩。2011年，全国新开工建设城镇保障性安居工程住房1,043万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房432万套；2012年，全国新开工建设城镇保障性安居工程住房781万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房601万套；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。2014年度，新开工建设城镇保障性安居工程住房700万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房480万套。

保障性住房作为重点民生工程之一，未来仍将是国家和社会的关注重点。加快建设保障性住房不仅对于改善民生、促进社会和谐稳定发展具有重要的意义，同时政府对于保障性住房的建设支出也可以发挥房地产行业链的乘数效应，带动社会资金投入住房建设，从而促进相关产业发展；另一方面，在中低收入家庭的居住问题得到改善之后，居民的消费信心和能力也会增强，进而带动整体消费水平的提升。

根据《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》，中国计划在“十二五”期间新建3,600万套保障性住房（包括棚户区改造），到“十二五”期末，使保障房的覆盖面达到20%。“十二五”规划明确指出，“要立足于保障基本需求、引导合理消费，加快构建以政府为主提供基本保障、以市场为主满足多层次需求的住房供应体系。同时要进一步落实地方政府责任和问责机制，把保障基本住房、稳定房价和加强市场监管纳入各地经济社会发展的工作目标，由省级人民政府负总责，市、县级人民政府负直接责任。完善土地供应政策，增加住房用地供应总量，优先安排保障性住房用地，有效扩大普通商品住房供给”。

根据中国指数研究院测算，要完成3,600万套保障性安居住房需要土地约14.4万公顷、资金约4.93万亿元，其中，廉租房和公租房需要土地6万公顷、资金1.8万亿元；经适房和限价房需要土地3.27万公顷、资金1.75万亿元；棚户区改造需要土地5.13万公顷、资金1.38万亿元。保障性住房作为最重要的民生问题之一，在未来将持续获得政府各方面的大力支持，市场发展潜力巨大。

（2）景德镇市保障性住房行业的现状和发展前景

近年来，景德镇市委、市政府对中低收入家庭的住房保障问题高度重视，不断加大住房保障工作力度，强化房地产市场管理，推进房地产业平稳发展，住房保障水平和居民居住水平迅速提高。“十二五”期间，景德镇市住房保障覆盖面积不断扩大，住房保障水平明显提升。

针对不断变化的住房保障要求，自2007年以来，市政府出台了《景德镇市关于积极推进经济

适用住房建设和完善廉租住房制度实施方案》、《景德镇市廉租住房管理实施细则》和《景德镇市保障性安居工程建设督查工作实施方案》、《景德镇市中心城区公共租赁住房管理暂行办法》及《廉租住房申请条件》等文件，对保障房建设，市委、市政府主要领导做到了亲自部署和调度，并把保障房建设纳入到全市新型城镇化和城市建设重点项目，将保障性住房建设各项任务分解到各县区，签订目标责任状，制定督导验收考核机制，切实把该项工作落到实处。

根据景德镇市政府信息公开，截至2014年底，景德镇市入住经济适用房近3,700户，廉租房6,000余户，实物配租近1万户，实行租金保障6,500余户。2014年度景德镇市保障性住房建设任务2,350套，其中，中心城区1,750套。安泰小区位于206国道二亭村以南，一期房屋10栋，住宅797套，均已全面开工建设。安宇小区系2013年和2014年的任务项目，位于陶玉路以东，景德大道以北，拟建设公共租赁住房8栋共1,603套，其中，5栋共1,000套为2013年建设任务，3栋共603套为2014年建设任务，总建筑面积12.3万平方米，截至2014年底，该项目8栋房屋已完成主体建设任务，开始内外装饰和环境配套建设。怡景美苑小区位于江西陶瓷工艺美术职业技术学院西侧，项目总建筑面积28,896.96平方米，公租房4栋共350套，均已全面开工建设。2014年度中心城区城市棚户区改造任务1,176户（含省新增任务396户），落实到景德镇市中心城区东城老工厂棚户区改造项目（一期）实施。目前项目前期建设手续（立项批文、土地使用证、规划许可证、施工许可证）已办理完成，安置房位于景东大道，已全面开工建设，开工率100%。

景德镇市将按照中央要求到“十二五”期末保障性住房覆盖面要达到城镇居住人口的20%以上，以及省委、省政府关于保障性住房建设“三房合一、租售并举”的要求。2015年，景德镇市计划新开工建设保障性安居工程任务6,693套，包括保障性住房1,995套（中心城区1,595套、乐平300套、浮梁100套），棚户区改造4,698套（城市棚改中心城区1,108套、乐平238套；林区棚改乐平41套；垦区危房改造中心城区265套、乐平1,737套、浮梁1,309套）。

从宏观经济形势、国家政策、区域发展和景德镇市自身的社会经济发展等方面来看，景德镇市的保障性住房建设将在“十二五”期间迎来一个高速增长期，保障性住房行业有着良好的发展前景。

2. 区域经济分析

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）；景德镇市土地面积5,256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，景德镇市人口162.98万人。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，景德镇市已形成了水、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。矿藏资源有瓷土、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。

2014年景德镇市实现地区生产总值738.21亿元，比上年增长8.8%。其中，第一产业增加值55.25亿元，增长4.5%；第二产业增加值428.91亿元，增长10.1%；第三产业增加值254.06亿元，增长7.0%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为7.5%，第二产业增加值比重为58.1%，第三产业增加值比

重为34.4%。非公有制经济增加值437.02亿元，比上年增长9.2%，占地区生产总值比重59.2%。

2014年度，景德镇市工业生产较快增长。全年全部工业增加值376.27亿元，比上年增长10.5%。全部规模以上工业增加值273.06亿元，增长11.3%。分经济类型看，国有及国有控股企业增长7.7%，集体企业下降12.6%，股份制企业增长14.1%，外商及港澳台商投资企业增长9.0%，私营企业增长8.9%。财政收入方面，财政总收入101.5亿元，增长9.6%，其中公共财政预算收入82.1亿元，增长11.4%。

2014年度，景德镇市固定资产投资增速放缓。全年完成固定资产投资622.54亿元，比上年增长15.6%。其中，民间投资503.54亿元，增长15.8%，占固定资产投资的80.9%。在固定资产投资中，第一产业投资6.54亿元，比上年增长99.0%；第二产业投资457.02亿元，增长11.6%；第三产业投资158.98亿元，增长26.1%。全年房地产开发投资36.97亿元，比上年下降13.3%。其中，住宅投资30.52亿元，下降8.9%；办公楼投资0.87亿元，增长825.8%；商业营业用房投资4.49亿元，下降38.9%。

从景德镇市市本级口径的地方财力结构来看，一般预算收入和上级补助收入是景德镇市财政收入的主要来源。2012~2014年，景德镇市财政一般预算收入分别为19.36亿元、19.88亿元和21.30亿元。2014年，一般预算收入占地方可控财力的比重21.47%，处于偏低水平，受限于景德镇市的经济发展水平，一般预算收入对财政收入的贡献度较低，且一般预算收入中税收收入占比仅59.62%，景德镇市的财政收入主要依赖于上级政府的补助收入，2012~2014年，上级补助收入分别为23.06亿元、58.18亿元和64.10亿元，占财政收入的比重分别为34.74%、56.65%和64.60%。另受2014年度景德镇市本级土地出让收入大幅下降影响，地方可控财力有所下降。

表2 景德镇市本级政府财政收入情况（单位：万元）

科目	2012年	2013年	2014年
一般预算收入	193,578.00	198,848.00	213,000.00
税收收入	107,196.00	114,490.00	127,000.00
非税收入	86,382.00	84,358.00	86,000.00
基金收入	232,417.00	240,872.00	131,400.00
土地出让金	223,887.00	222,421.00	127,500.00
其他	8,530.00	18,451.00	3,900.00
上级补助收入	230,550.00	581,773.00	641,000.00
返还性收入	14,358.00	26,543.00	26,500.00
一般性转移支付	105,155.00	359,384.00	407,800.00
专项转移支付	111,037.00	195,846.00	206,700.00
预算外财政专户资金	7,092.00	5,496.00	6,800.00
地方可控财力	663,637.00	1,026,989.00	992,200.00

资料来源：景德镇市财政局

表3 截至2015年3月景德镇市本级政府债务情况（单位：万元）

地方债务（截至2015年3月）	金额	地方财力（2014年度）	金额
（一）直接债务余额	735,425	（一）地方一般预算本级收入	213,000
1、外国政府贷款		1、税收收入	127,000
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	86,000
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	641,000
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	407,800
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	206,700
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	26,500
3、国债转贷资金	1,246	（三）国有土地使用权出让收入	131,400
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	127,500
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	3,900
6、国内金融机构借款	419,922	3、农业土地开发资金	0
（1）政府直接借款	205,560	4、新增建设用地有偿使用费	0
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	214,362	（四）预算外财政专户收入	6,800
7、债券融资	224,192		
（1）中央代发地方政府债券	224,192		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	90,065		
（二）担保债务余额	117,800		
1、政府担保的外国政府贷款	20,287		
2、政府担保的国际金融组织贷款	16,320		
（1）世界银行贷款	15,648		
（2）亚洲开发银行贷款	260		
（3）国际农业发展基金会贷款			
（4）其他国际金融组织贷款	412		
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	81,193		
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	794,325	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	992,200
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			80.05%

资料来源：景德镇市财政局

截至2015年3月，景德镇市本级债务为79.43亿元（按担保债务余额的50%核算），其中直接债务为73.54亿元，政府债务率为80.05%，政府债务负担重。

总体看，近三年来，景德镇市本级波动增加，2014年度受基金收入大幅下降影响，地方可控财力有所下降且对上级补助收入依赖较大，政府债务负担重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司注册资本和实收资本为 3.00 亿元，公司为全民所有制企业（目前正计划改制成有限责任公司，预计 2016 年完成），实际控制人为景德镇市人民政府，景德镇市国有资产监督管理委员会受景德镇市政府委托，对公司履行出资人职责。

2. 人员素质

公司不设股东会，设立了总经理办公会。总经理办公会是公司的经营决策中心，是总经理贯彻执行党政方针政策和行使总经理管理职责的基本形式，对景德镇市人民政府负责。总经理办公会由七名成员组成。设总经理一人、其余成员共六人。

公司高管情况

公司总经理刘子力先生，1965 年 11 月出生，本科学历，1985 年 8 月参加工作。曾任市红星瓷厂分厂管理员、劳人科、企管科科员，厂团委副书记；景德镇市团委青联副秘书长；红旗瓷厂厂长助理；红旗瓷厂厂长；2011 年进入公司任总经理至今。

公司党委书记吴雄飞先生，1965 年 5 月出生，本科学历，1983 年 8 月参加工作，1985 年 12 月入党。曾任市电子工业局财务科科员、副科长；市磁性材料厂总会计师；景德镇市电子工业局财务科长、副局长；景德镇市经贸委纪委书记；景德镇市国资委副主任；2011 年起兼任公司党委书记至今。

公司副总经理姚名卫先生，1967 年 8 月出生，本科学历，1989 年 7 月参加工作，1995 年 2 月入党。曾任公司生产经营部科员；公司计划统计处副主任、主任；2010 年起任公司副总经理至今。

公司员工情况

从员工结构来看，截至 2014 年底，公司共有员工 822 人，按文化程度划分，本科及以上学历 176 人，大专学历 217 人，高中中专 310 人，初中及以下 119 人；按职称划分，高级职称 13 人，中级职称 44 人，其他员工 765 人。

整体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。由于公司业务的需要，公司员工数量较多，以低学历的员工为主，其构成符合城投类企业特点，满足公司日常经营的需求。

3. 政府支持

自 2012 年转型以来，公司作为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体，同时负责部分国有资产管理和运营，在资金注入、资产注入和财政补贴等方面得到了景德镇市政府的大力支持。

资金投入

公司从 1991 年转型至 2014 年底，累计收到景德镇市政府注入的货币资金 9.30 亿元，其中 8.46 亿元系 2012~2014 年间陆续注入（详见下表）；账务处理方面：其中 3.00 亿元在实收资本科目体现，6.30 亿元在资本公积科目体现。

表 4 近三年公司获得资本金注入情况（单位：亿元）

	注入资本金	政策文件名称
2012	0.32	景财办字【2012】32 号
2013	4.73	景财办字【2013】31 号
	0.27	景财办字【2013】35 号
	2.16	--
2014	0.92	景财办字【2014】33 号
	0.06	景财办字【2014】34 号
合计	8.46	--

资料来源：公司提供

资产注入

土地注入方面，截至 2014 年底，公司累计获得景德镇市政府注入 9.20 亿元的土地资产注入，且以上土地全部系 2012 年度注入。账务处理体现在“资本公积”、“存货”和“无形资产”科目，公司获得的土地资产明细见下表。

表 5 公司获得土地注入明细表（单位：平方米，亿元）

位置	面积	评估价值	入账价值
新厂西路	117,462.85	3.65	3.65
新厂东路 91 号	166,512.02	5.55	5.55
合计	283,974.84	9.20	9.20

资料来源：公司提供

房产注入方面，根据景德镇市国有资产监督管理委员会“景国资字【2012】25 号”《关于批准以资产出资江西省陶瓷工业公司的批复》，政府将原为民瓷厂位于新厂西路 351 号的 181 亩土地使用权及地上附着物和原为民瓷厂其他实物资产总价值 0.51 亿元出资到公司。账务处理增加 2013 年度“资本公积”和“固定资产”科目。

采矿权注入方面，根据《景德镇市人民政府专题会议记录摘要》【（2012）20 号】，政府批准公司二级子公司景德镇陶源矿业有限公司取得价值 0.27 亿元的宁村采矿权和价值 7.84 亿元浮东（瑶里）矿采矿权。账务处理增加 2013 年度“资本公积”和“无形资产”科目。

专项资金

2013 年度，根据“景府办抄字【2012】228 号文”景德镇市财政局下拨用于矿区勘探和紫砂泥产品的研发及报批专项资金 0.02 亿元；2014 年度，根据“赣财建指【2014】147 号文”和“景府办抄字【2014】122 号文”公司收到保障性安居工程配套基础设施建设中央专项资金 0.17 亿元，同期根据“赣陶政发【2014】18 号文”公司收到彭家上弄老街区综合利用专项资金 75.87 万元。账务处理体现在“专项应付款”和“货币资金”科目。

补贴收入

财政补贴方面，自 2012 年起，公司持续获得景德镇市下拨的专项补助资金和企业发展资金。2012~2014 年，公司累计获得补贴收入 3.52 亿元，为公司利润总额的重要来源。

表 6 2012~2014 年公司获得补贴收入情况

时间	补贴收入(亿元)	政策文件名称
2012	0.09	景财办字【2012】33 号
2013	1.59	景财办字【2013】32 号
	0.01	景财办字【2013】33 号
2014	0.05	景财办字【2014】35 号
	1.78	景财办字【2014】36 号
合计	3.52	--

资料来源：公司提供

项目建设支持

自 2012 年转型以来，公司作为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体。公司与景德镇市人民政府签订工程建设协议，即根据景德镇市人民政府项目投资计划，公司通过自有资金和项目贷款进行项目前期投资建设，景德镇市政府自项目竣工验收后分期支付公司一定比例（投资成本的 10%）的项目代建管理费和项目投入成本。结算款的具体支付办法：第一期（自竣工之日算起 12 个月内），支付结算价款（含项目代建管理费和项目投入成本）总额的 58%。第二期（自项目竣工验收之日起 18 个月内），支付结算价款总额的 22%。第三期（自项目竣工验收之日起 35 个月内），支付结算价款总额的 20%。一系列工程建设协议的签订明确了公司作为项目建设主体，同时为公司未来项目建设款的回收提供了保障。

总体看来，公司至 2012 年转型以来，作为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体，同时负责部分国有资产管理运营，受政府支持力度大，未来发展前景良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司目前是由景德镇市国资委出资的全民所有制企业，根据《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国企业国有资产法》和《企业国有资产监督管理暂行条例》等相关规定制定了公司章程，按照现代企业制度建立并完善法人治理结构。

公司不设股东会，设立了总经理办公会。总经理办公会是公司的经营决策中心，是总经理贯彻执行党政方针政策和行使总经理管理职责的基本形式，对景德镇市人民政府负责。总经理办公会由七名成员组成。设总经理一人、其余成员共六人。

目前公司正计划改制成有限责任公司，预计 2016 年完成，改制完成后预计会设立股东会、董事会及监事会等，公司法人治理结构将进一步完善。

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、工程管理制度、资金拨付制度、招标管理制度、投资与资产管理制度、人事管理制度、后勤管理制度等。

财务管理制度

根据《会计法》和国家统一会计制度、财政部有关会计法规，结合公司内部财务管理的需要，制定了财务管理制度，包含会计管理体系、会计人员岗位责任制度、会计基础工作规范、内部资产管理制度、财产清查制度、财务收支审批制度、财务会计分析制度等内容。公司实行总经理直

接领导、财务副总经理或财务总监分管，财务分工负责，分级核算，分级管理，“统一会计制度”的财务管理体系。

工程建设项目管理

为使公司工程建设项目管理工作有章可循，做到工程建设项目管理制度化、标准化、规范化、程序化，确保工程安全、质量，有效控制工期和建设费用，结合公司实际情况，制定工程建设项目管理办法。

招标管理制度

公司投资项目部主要负责组织工程招标、组织工程预算核对和审核、工程预算送评审、合同审签、工程款支付、施工过程中甲方材料设备询价、零星工程预算等工作。公司制定招标管理制度明确每个流程的操作规则、时间期限等条款。

人事管理制度

为规范公司的人事管理，特制定公司人事管理制度。公司聘用各级员工以学识、品德、能力、经验适合于职务或工作者为原则。同时该制度明确新进职工的聘用、请销假、奖惩、离职及退休等事项运作要求。

综合看，公司法人治理结构符合经营需要，同时随着未来改制的推进，公司法人治理结构将进一步完善，为公司未来业务发展奠定决策与管理基础。另公司内部管理制度相对健全，对公司经营和管理状况较好，整体管理水平较高。

七、经营分析

目前公司是景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体，同时负责部分国有资产管理运营。2012 年之前公司主要从事小规模国有资产运营业务，总体收入规模较小，从 2012 年开始负责棚户区改造项目建设同时扩大国有资产运营规模。

近三年，公司分别实现营业收入 0.26 亿元、5.37 亿元及 7.50 亿元，其中 2013 年度和 2014 年度收入增长，主要受棚户区改造项目建设收入大幅增加影响。

棚户区改造项目建设收入方面：2012 年当年棚户区改造项目建设规模较小，尚未确认相关收入，2013 年度棚户区改造项目建设收入规模大幅增长，占同期营业收入的 93.34%；2014 年度公司棚户区改造项目建设收入同比有所增加，占同期营业收入的比重升至 95.29%。资产管理收入，近三年公司实现的资产管理收入分别为 0.24 亿元、0.34 亿元和 0.34 亿元，占同期营业收入的比重分别为 93.62%、6.42%及 4.57%，其中 2012 年度占比相对大，主要受 2013 年度和 2014 年度棚户区改造项目建设收入大幅增加影响。

毛利率方面，近三年公司毛利率分别为-6.78%、9.28%及 8.95%，其中 2012 年度毛利率为负值，主要系当年棚户区改造项目建设尚未确认收入，同时公司国资运营处于初步运营阶段，前期费用投入较大。近两年公司棚户区改造项目建设业务毛利率持平，主要受代建约定收益率影响。

表 7 公司营业收入和毛利率构成（单位：万元，%）

分行业	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
棚改项目收入	--	--	--	50,128.28	93.34	9.09	71,472.71	95.29	9.09
资产管理收入	2,390.07	93.62	-6.70	3446.33	6.42	12.57	3425.65	4.57	8.31
其他	162.94	6.38	-9.58	128.13	0.24	-8.44	106.02	0.14	-27.35
合计	2,553.01	100.00	-6.78	53,702.74	100.00	9.28	75,004.38	100.00	8.95

资料来源：公司提供

棚户区改造项目建设

目前公司是景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体，具体实施主体为公司全资子公司景德镇陶邑文化发展有限公司。

公司棚户区改造项目建设模式：公司与景德镇市人民政府签订工程建设协议，即根据景德镇市人民政府项目投资计划，公司通过自有资金和项目贷款进行项目前期投资建设，景德镇市政府自项目竣工验收后分期支付公司一定比例（投资成本的 10%）的项目代建管理费和项目投入成本，结算款的具体支付办法：第一期（自竣工之日算起 12 个月内），支付结算价款（含项目代建管理费和项目投入成本）总额的 58%。第二期（自项目竣工验收之日起 18 个月内），支付结算价款总额的 22%。第三期（自项目竣工验收之日起 35 个月内），支付结算价款总额的 20%。目前公司在建项目景德镇市东城老工厂棚户区改造项目和景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属项目均与景德镇市人民政府签订工程建设协议。拟建项目目前尚未签订工程建设协议，同时根据《景德镇市财政局关于老城棚改等项目的说明》，景德镇市财政局承诺将依据项目进展情况和公司经营情况和公司就老城棚改项目等签署代建协议，协议格式与内容之前签署的东城棚改保持项目一致，联合评级将持续关注拟建项目代建协议的签订情况。

另为保障本次债券的偿还来源，根据江西正捷投资咨询有限公司出具的可行性研究报告，本次募投项目景德镇市东城老工厂棚户区改造项目收入来源主要包括：低层和高层补面积差价收入、商业店铺销售收入、车位认购收入、社区幼儿园租赁收入等。同时根据景德镇市人民代表大会常务委员会文件景常发【2013】15 号，景德镇市十四届人大常委会第十六次审议，决定批准人民政府提出的景德镇市东城老工厂棚户区改造项目建设资金 18.2 亿元及融资利息纳入市政府年度财政预算。并在编制中长期预算时，将还款计划纳入当年的财政预算。另根据景德镇市人民政府出具的景府文【2015】28 号，明确强化募集资金用途监管，以土地出让收益平衡项目投资等（以上内容详见报告偿债资金来源分析部分）。

账务处理方面：公司在项目建设投入时，借“存货-工程施工”，贷“银行存款”；确认收入时，借“存货-工程施工-工程毛利”（系项目投资成本的 10%），借“营业成本”，贷“营业收入”；待项目竣工验收时，借“应收账款”，贷“存货-工程施工-工程毛利”，贷“存货-工程施工”；收到回款时，借“银行存款”，贷“应收账款”。在这种账务处理方式下，营业收入和营业成本直接对冲，对已确认收入但未实现现金回流的情况，不确认应收账款，而在“存货”中予以反映；待收项目竣工验收后，将已确认收入并挂账在“存货”科目内的款项转至“应收账款”，待收到回款时冲减“应收账款”。

近三年，公司根据每年投入项目总额（除部分拟建项目前期零星投入款项外）结转棚户区改造项目建设成本，按照成本加成 10%确认棚户区改造项目建设收入。公司从 2012 年度开始开展棚户区改造项目建设业务，当年投资金额非常小，尚未确认相关收入和结转成本。2013 年度公司确

认棚户区改造项目建设收入 5.01 亿元，系景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属项目，营业成本金额为 4.56 亿元，产生工程毛利 0.45 亿元，其中营业成本 4.56 亿元体现在存货科目工程施工二级科目内，工程毛利 0.45 亿元体现在存货科目工程施工一工程毛利三级科目内。

2014 年度公司确认棚户区改造项目建设收入 7.15 亿元，分别系景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属项目 0.57 亿元和景德镇市东城老工厂棚户区改造项目确认 6.58 亿元，上述两个项目合计产生 0.65 亿元的工程毛利，上述两个项目合计确认营业成本 6.50 亿元；其中营业成本 6.50 亿元体现在存货科目工程施工二级科目内，工程毛利 0.65 亿元体现存货科目工程施工一工程毛利三级科目内。近三年公司确认收入项目均为尚未竣工项目且均未确认应收账款，同时尚未产生现金流回款，符合工程建设协议约定项目竣工后开始回款条款，但该种模式下公司前期垫资压力较大。

目前公司在建项目两个，分别为景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属项目工程和景德镇市东城老工厂棚户区改造项目，合计总投资额为 32.46 亿元，截至 2014 年底已投资金额为 11.06 亿元（已确认城市基础设施建设成本），该金额与存货二级科目工程施工 13.24 亿元不匹配，主要系工程施工科目内另含工程毛利 1.1 亿元和拟建项目前期零星投资金额 1.08 亿元。公司在建项目未来需投资金额为 21.40 亿元。

表 8 公司目前主要代建项目情况

项目名称	项目建设内容	总投资 (万元)	建设周期 年至年	工程完工进度 (%)
景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属项目工程	原宇宙瓷厂厂房保护及整修工作	70,000.00	2013~2015	80.00
景德镇市东城老工厂棚户区改造项目	东城区 6,500 户棚户区征收及安置	254,648.84	2013~2017	23.56
合计		324,648.84		

资料来源：公司提供

公司目前拟建项目主要系景德镇明清窑陶瓷文化遗址保护开发项目、景德镇市落马桥元青花遗址保护和利用工程及景德镇国际雕塑陶瓷交流展示中心等项目，合计总投资金额为 15.99 亿元，截至 2014 年底公司拟建项目前期零星累计投入 1.08 亿元，公司拟建项目未来需投资金额为 14.91 亿元，总体看，公司在建和拟建项目未来资金需要较大，且公司项目投入款项和代建管理费需待竣工结算后才陆续开始资金回流，随着未来项目的逐步推进，公司外部融资压力较大。

表 9 公司拟建项目投资计划（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	项目周期	截至 2014 年底已投 资	2015 年投 资额	2016 年投 资额	2017~2019 年投资
景德镇明清窑陶瓷文化遗址保护开发项目	明清窑作保护	0.75	1 年	0.04	0.71	--	--
景德镇市落马桥元青花遗址保护和利用工程	元明清考古	0.8	2 年	0.04	0.2	0.56	--
景德镇国际雕塑陶瓷交流展示中心	现代陶瓷展示中心	0.38	2 年	0.02	0.08	0.28	--
景德镇大学生创业就业实训基地	大学生创业基地	0.4	2 年	0.01	0.1	0.29	--
彭家上弄老街区综合利用项目	里弄文化保护	1.9	2 年	--	1.2	0.7	--

老城棚户区改造项目	老城区棚户区改造及安置	11.76	3 年	0.97	4.49	3	3.3
合计		15.99		1.08	6.78	4.83	3.3

资料来源：公司提供

注：1. 以上项目截至 2014 年底公司前期零星累计投入 1.08 亿元。

2. 表格中项目周期不考虑前期开始投入时间，从 2015 年开始计算。

资产管理及其他业务

公司资产管理收入来源系景德镇市国有资产经营管理有限公司（以下简称“景德镇国资”）将原人民瓷厂、建国瓷厂等陶瓷企业的土地、房屋、机器设备、工装工具等资产委托公司经营管理的租金收入；托管经营期限自 2011 年 11 月 1 日起至 2021 年 10 月 31 日截止。公司与景德镇国资对托管资产收益按年进行结算，将租金收入扣除经营成本后按景德镇国资 60%，公司 40% 的比例分配。

近三年公司实现的资产管理收入分别为 0.24 亿元、0.34 亿元和 0.34 亿元，2012 年度公司国有资产管理处于初步运营阶段收入规模相对较小，从 2013 年开始平稳运作，2013 年度和 2014 年度收入趋平，托管经营期限内公司未来该板块收入较为平稳，为公司经营带来一定规模的现金流入。

公司其他业务主要系公司全资子公司景德镇陶源矿业有限公司（以下简称“陶源矿业”）的矿石销售业务，陶源矿业成立于 2011 年底，成立时间短，近三年来陶源矿业主要集中于整合原陶瓷公司所属的停工或租赁出去的矿山资源以及新发现的紫砂泥矿山的取得，所以近三年收入规模小，且前期有一定成本投入，同期的毛利率持续为负值。待陶源矿业将资源整合完毕后，预计 2017 年开始将会实现一定规模的矿石销售收入。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。

2012~2013 年，公司纳入合并范围的子公司为 2 家二级子公司，分别为景德镇陶邑文化发展有限公司和景德镇陶源矿业有限公司。2014 年度公司财务报表合并范围增加 2 个子分公司，分别为二级子公司景德镇玉山瓷业有限公司和三级子公司景德镇陶邑浮梁茶有限公司。截至 2014 年底，公司纳入合并报表范围的子公司 4 家，包括二级子公司 3 家、三级子公司 1 家。2014 年度新纳入合并范围的企业规模较小，公司报表合并范围变动对公司财务可比性影响不大，财务报表数可比性较强。

截至 2014 年底，公司资产总额为 38.73 亿元，所有者权益 30.10 亿元（含少数股东权益 31.93 万元）。2014 年公司实现营业收入 7.50 亿元，利润总额 2.13 亿元。

2. 资产质量

流动资产

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率 100.92%，截至 2014 年底，公司资产总额 38.73 亿元，较上年增长 34.45%。从资产结构上来看，截至 2014 年底，流动资产占比 67.90%，

较 2013 年底的 56.84% 有所增长，公司资产以流动资产为主。

近三年，受存货规模大幅增加影响，公司流动资产快速增长，复合增长率为 113.49%，截至 2014 年底，公司流动资产 26.30 亿元，同比增长 60.61%，主要由于存货大幅增加所致。其主要构成为存货（占比 86.31%）、货币资金（占比 6.76%）和其他应收款（占比 3.65%）。

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，复合增长率为 240.82%，截至 2014 年底，公司货币资金为 1.78 亿元，主要由银行存款和其他货币资金（全部为银行汇票存款）构成，占比分别为 94.08% 和 5.91%。2014 年公司货币资金较上年增长 153.10%，主要受公司工程投资规模增大，备用工程投入款增加所致。截至 2014 年底，公司货币资金中没有使用受限的资金。

2012~2014 年，公司其他应收账款波动中有所增长，复合增长率为 876.67%，截至 2014 年底，公司其他应收账款账面净值为 0.96 亿元，同比下降 6.62%。从账龄来看，1 年以内的其他应收账款占 89.14%，1~2 年的占 5.64%，2~3 年的占 5.22%。2014 年公司对其他应收款提取坏账准备 14.62 万元，计提比例为 0.15%。公司其他应收款其中应收景德镇市城市建设资金管理领导小组办公室的账款占 90.44%（主要为往来款），集中度高。2012~2014 年，随着公司承担工程体量的增大，公司存货规模快速增长，年复合增长率为 101.55%。截至 2013 年底，公司存货 14.59 亿元，其中土地使用权 9.45 亿元，约 5.8 亿元土地使用权系政府注入土地，其余部分为公司购入土地。公司存货中工程施工合计为 5.14 亿元，主要为景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发及附属项目工程投入款。截至 2014 年底，公司存货 22.70 亿元，同比增长 55.57%，主要系公司工程施工增长所致。截至 2014 年底，存货中土地使用权为 9.45 亿元，与 2013 年持平，其中用于抵押的土地占 74.19%。截至 2014 年底，公司存货科目中工程施工合计 13.24 亿元，较上年增长 257.39%，主要系 2014 年新启动景德镇市东城老工厂棚户改造（2014 年度投入 6 亿元）及部分拟建项目投入款（2014 年度投入约 1 亿元）增加所致。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产波动增长，年复合增长率为 80.31%。截至 2014 年底，公司非流动资产为 12.43 亿元，基本与上年持平，其主要由无形资产（占 94.66%）和固定资产（占 4.31%）构成。

2012~2014 年，公司无形资产波动增长，年复合增长 76.46%。截至 2014 年底，公司无形资产为 11.77 亿元，基本与上年持平，主要以土地使用权和采矿权为主。其中，土地使用权主要为新厂西路土地使用权，系政府于 2012 年度注入的土地资产；另采矿权为宁村采矿权（评估价值为 0.27 亿元）、浮东（瑶里）矿采矿权（评估价值 7.84 亿元）和严家陶土矿采矿权（入账价值 744.64 万元），以上采矿权中前两个系政府注入，而严家陶土矿采矿权系公司于 2014 年 6 月在景德镇市国土资源交易中心通过网上挂牌竞拍取得，入账价格为 744.64 万元。同时根据北京岳海鑫源矿业咨询有限公司于 2014 年 8 月 20 日出具的评估报告（岳海鑫源矿评报字【2014】第 048 号），中介机构采用折现现金流量法评估，公司拥有的严家陶土矿采矿权实际评估价值 28.14 亿元，未来公司计划用于抵押贷款。其中宁村采矿权已用于抵押。

2012~2014 年，公司固定资产波动增长，年复合增长 478.59%，截至 2014 年底，公司固定资产合计 0.54 亿元，基本与上年持平，主要以房屋及建筑物为主。

总体来看，随着公司业务的转型，公司资产规模持续快速增长，以流动资产为主。流动资产主要以存货为主，存货以项目投入款为主但受结算模式影响，公司承建项目产生回款时间相对较长，整体资产流动性弱，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模快速增长，复合增长率为 1119.57%，截至 2014 年底，公司负债总额为 8.63 亿元，其中流动负债占比为 24.70%，非流动负债占比为 75.30%。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，年复合增长 506.13%，截至 2014 年底，公司流动负债合计 2.13 亿元，同比增长 103.48%，主要由于其他应付款、应交税费和预收账款增加所致。公司流动负债主要以预收账款（占 39.34%）、短期借款（占 32.82%）、其他应付款（占 15.56%）和应交税费（占 10.06%）为主。

2012~2014 年，公司短期借款波动增长，截至 2013 年底和 2014 年底分别为 0.90 亿元和 0.70 亿元。截至 2014 年底，短期借款为 0.70 亿元，同比下降 22.22%，主要为银行抵押借款。截至 2014 年底，公司预收款项为 0.84 亿元，主要为东城棚改项目预收房款和安置房补偿差价。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，复合增长率为 140.81%，截至 2014 年底，其他应付款为 0.33 亿元，同比增长 516.52%，主要系与上海绿地建设（集团）有限公司、景德镇市建筑瓷厂、景德镇市卫华瓷厂等单位的往来款，前五名单位合计占比 37.92%，款项较为分散；从账龄来看，1 年以内的占 90.09%，1~2 年的占 7.07%，2~3 年的占 2.84%，3 年以上的占 3.54%。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，截至 2013 年底和 2014 年底分别 0.67 亿元和 6.50 亿元，截至 2014 年底，公司流动负债合计金额为 6.50 亿元，同比增长 970.42%，主要受公司长期借款增加影响。公司非流动负债主要以长期借款（占 96.90%）和专项应付款（占 3.09%）为主。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，截至 2014 年底 6.30 亿元，较 2013 年大幅增加，主要系新增国家开发银行股份有限公司江西省分行和兴业银行股份有限公司南昌分行的抵押借款。

2012~2014 年，公司专项应付款增长快速，截至 2014 年底为 0.20 亿元，主要系公司收到的保障性安居工程配套基础设施建设中央专项资金和彭家上弄老街区综合利用专项资金等。

受公司长短期借款迅速增长影响，2012~2014 年，公司有息债务规模快速增长，截至 2014 年底公司 7.03 亿元，其中短期债务占 10.38%，长期债务占 89.62%。

2012~2014 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均呈上升趋势，加权平均值分别为 9.36%、11.09%和 13.06%。其中 2014 年底分别为 17.31%、18.93%和 22.29%，同比明显增长，但公司整体债务负担轻。未来随着棚改项目的推进，债务规模将有所增长。

图 1 2012~2014 年公司债务及相关指标情况



数据来源：公司审计报告

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长 77.66%，截至 2014 年底，公司所有者权益 30.10 亿元（其中少数股东权益为 31.93 万元），同比增长 11.10%，主要由于资本公积增长所致。归属母公司权益中股本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占 9.97%、80.21%、0.81%和 9.02%。

2012~2014 年，公司实收资本复合增长 88.53%，截至 2014 年底，公司实收资本为 3 亿元，其中 0.84 亿元为政府注入资金，其余部分为 2012 年度从资本公积中转入。

2012~2014 年，公司资本公积复合增长 59.12%，由政府注入的土地、采矿权、现金等组成，其中 2013 年度较 2012 年大幅增加，主要受政府注入浮东（瑶里）矿采矿权和货币资金的影响。公司资本公积占所有者权益比重较大，所有者权益稳定性较好。

整体来看，公司负债总额不断增加，以非流动负债为主，有息债务规模迅速增长，但总体债务负担仍轻。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司主要业务收入以棚户区改造和资产管理为主，公司营业收入规模快速增长，其复合增长率为 442.02%，2014 年，公司实现营业收入 7.50 元，同比上升 138.67%，主要由于棚户区改造项目板块收入上升所致。2012~2014 年，公司营业利润快速增长，金额分别为-0.09 亿元、0.25 亿元和 0.31 亿元。

近三年，政府补贴收入对公司利润总额贡献较大。2012-2014 年度补贴收入分别为 0.09 亿元、1.59 亿元和 1.83 亿元，公司补贴收入占利润总额的比例分别为 3527.64%、86.39%和 85.65%。

2012~2014 年，公司期间费用快速增长，主要由于公司 2012 年转型后，人员的大幅增加导致管理费用增加。但受同期营业收入的大幅增长，公司期间费用占营业收入的比重由 2012 年度的 27.65%下降至 2014 年度的 4.68%，公司期间费用控制情况尚可。

从盈利指标来看，2012 年~2014 年，公司营业利润率分别为-6.80%、9.00%和 8.71%，呈波动增长趋势。2012~2014 年，公司总资本收益率波动中有所增长，截至 2014 年底总资本收益率为 5.46%，同比略有下降。同期，净资产收益率持续增长，2014 年底净资产收益率 6.71%，同比增长 0.15%。

总体看，目前公司营业收入来源稳定，转型后公司棚户区改造板块能持续有效带动利润增长，整体盈利能力有所提高，但利润对政府补贴收入依赖较大，公司盈利能力仍弱。

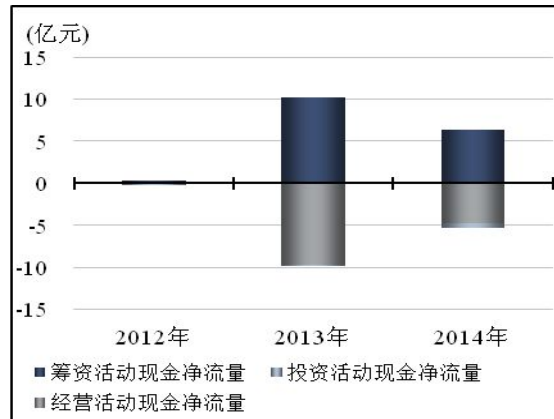
5. 现金流

经营活动方面，公司近三年经营活动现金流入快速增长，分别为 0.64 亿元、1.83 亿元和 10.27 亿元。2014 年实现经营活动现金流入 10.27 亿元，较上年增长 561.20%，主要系收到的其他与经营活动有关的现金增加，其中包括银行利息收入及公司与其他单位的往来款等。近三年公司销售商品提供劳务收到的现金较少，主要因公司承建的棚户区改造项目均在建设中，工程款需完工结算后才开始陆续回款所致。2012~2014 年，公司经营活动现金流出快速增长，分别为 0.76 亿元、11.45 亿元和 14.99 亿元，年均复合增长 344.44%，2014 年公司经营活动现金流出为 14.99 亿元，主要系支付的其他与经营活动有关的现金，主要系往来款和部分工程投入款，其中 2012 年度公司支付其他与经营活动有关的现金与资产负债表内其他应收应付科目不匹配，主要是其中含 5 亿元购买土

地款，形成相关资产科目在存货科目内。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -0.12 亿元、-9.63 亿元和 -4.71 亿元，持续净流出状态。从收现质量来看，2012~2014 年，公司的现金收入比分别为 97.59%、6.68%和 4.79%，受项目前期资金垫付和完工回款的影响，公司收现质量差。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流规模小，2014 年度投资活动现金流出量 0.59 亿元，主要系投资支付的现金，同期公司投资活动现金流净额为 -0.59 亿元。

图 2 2012~2014 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入波动增长，分别为 0.32 亿元、11.60 亿元和 10.14 亿元，近三年复合变动率 460.18%。2014 年公司筹资活动现金流入量 10.14 亿元，主要为借款所收到的现金，公司筹资活动现金流出近年来迅速增长，主要为偿还债务所支付的现金，公司 2014 年筹资活动现金流净额为 6.37 亿元。

总体看来，从公司业务转型以来，公司经营性现金流净额和投资活动现金流净额持续为负，且对筹资活动依赖程度加大，同时公司在建和拟建项目体量相对较大，公司对外筹资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，近三年，公司流动比率、速动比率呈持续下降趋势，主要由于公司转型棚改项目增加，同时企业债务结构调整所致。截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1,233.16%和 168.84%，速动比率远低于流动比率的原因是由于流动资产中存货占比较大所致。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为 -206.09%、-918.34%和 -220.93%，持续为负，主要系公司承建的棚改项目尚未到回款期，公司经营活动现金流对短期债务无保障能力。但考虑到 2014 年底公司货币资金可覆盖公司短期有息债务，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 快速上升，2014 年为 2.27 亿元；全部债务/EBITDA 不断上升，2014 年为 3.10 倍。2014 年企业债务规模快速上升，但公司整体偿债指标尚可。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

截至 2014 年底，公司获得银行授信额度合计 39.66 亿元，尚未使用额度 30.46 亿元，公司间接融资渠道畅通。

表10 截至2014年底公司授信情况（单位：万元）

授信银行	授信额度	已使用数额
国家开发银行	275,561	31,010
建设银行	60,000	--
兴业银行	51,000	51,000
九江银行	10,000	10,000
合计	396,561	92,010

资料来源：公司提供

7. 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（机构信用代码为：G2036020302011040X），截至2015年11月30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。

8. 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、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券发行额度 10 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 158.73%，占公司全部债务的 142.25%，本次债券的发行对公司整体债务规模影响大。

截至 2014 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为 22.29%、18.93%和 17.31%。以 2014 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，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将分别上升至 38.24%、36.13%和 35.13%，公司债务负担将有所加重，但仍处于较适宜水平。

2. 本次企业债偿还能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 0.03 亿元、1.96 亿元和 2.27 亿元，为本次企业债券发行额度的 0.00 倍、0.20 倍和 0.23 倍，对本次债券覆盖能力弱。

2012~2014 年公司经营活动现金流入量持续增长，公司经营活动现金流入量三年分别为 0.64 亿元、1.83 亿元和 10.27 亿元，为本次企业债券发行额度 0.06 倍、0.18 倍和 1.03 倍；近三年，公司经营活动现金净流量分别为-0.12 亿元、-9.63 亿元和-4.71 亿元，为本次企业债券发行额度的-0.01 倍、-0.96 倍和-0.47 倍；综合来看，公司经营活动产生的现金对本次债券保障能力弱。

本次企业债券募集资金 10 亿元，债券期限为 7 年，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金。以分期偿付额度测算，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为各期待偿还额的 0.32 倍、0.91 倍和 5.14 倍；2012~2014 年公司 EBITDA 对各期待偿还额的保障倍数分别为 0.01 倍、0.98 倍和 1.14 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券分期偿还本金具备一定的保障能力，分期还款条款的设置，有效降低了公司的集中偿付压力，有助于保障本次债券的按时兑付。

3. 偿债资金来源

本次企业债券募集资金 10 亿元，全部用于景德镇市东城老工厂棚户区改造项目。本次债券的偿债资金主要来源于募投项目未来收入和公司日常运营收入。

根据《景德镇市东城老工厂棚户区改造项目可行性研究报告》，明确公司系项目的建设主体，景德镇市东城老工厂棚户区改造项目收入来源主要包括：低层和高层补面积差价收入、商业店铺销售收入、车位认购收入、社区幼儿园租赁收入等。

差补收入方面，募投项目将产生待补差的合计面积为 12.21 万平方米（系安置房建筑面积减去用于补偿面积），其中低层建筑面积为 0.70 万平方米，高层建筑面积为 11.52 万平方米。安置房补差收入参照城区安置房综合成本价、商品房市场销售价格情况的要求按照成本费计算，低层建筑面积按照 1,800 元/平方米的价格进行补差价，高层建筑按照 2,500 元/平方米的价格进行补差价。安置房补差从第四年开始进行补差价，每年补差率为 25%。项目建成后第四年和第七年，低层建筑每年均产生补差收入 314.91 万元和 7,195.37 万元，累计金额为 3 亿元。

商业店铺销售收入方面，募投项目将产生 11.40 万平方米待售的商业店铺，店铺参照项目周边地块的商铺实际成交价格进行估算，按 24,000 元/平方米进行估算，店铺从第三年开始进行销售，第三年销售比例为 30%，第四、五年销售比例为 20%，第六、七年销售比例为 15%，预计店铺销售累计实现收入 27.36 亿元。

车位认购收入方面，募投项目将产生 3,900 个停车位，参照项目周边地块的车位实际成交价格进行估算，按 100,000 元/个进行估算。小区汽车停车位从第三年开始进行销售，第三年销售比例为 30%，第四、五年销售比例为 20%，第六、七年销售比例为 15%，预计车位认购将累计实现收入 3.90 亿元。

社区幼儿园租赁收入，募投项目将产生用于租赁的社区幼儿园面积为 1.62 万平方米，参照项目周边地块的社区幼儿园租赁成交价格进行估算，按 15 元/平方米每月进行估算，从第四年开始租赁。募投项目将产生用于租赁的社区医疗服务站面积为 0.48 万平方米，参照项目周边地块的社区医疗服务站租赁成交价格进行估算，按 12 元/平方米每月进行估算，从第四年开始租赁。募投项目将产生物业服务费用 76.44 万平方米，小区物业服务费用参照项目周边地块的社区物业服务费用进行估算，按 1.5 元/平方米每月，从第四年开始收取物业服务费用。

综上所述，本次债券存续期内募投项目预计累计形成收入 35.13 亿元，2017 年~2022 年度募投项目现金流对本次债券本息覆盖倍数为 0.08~11.72 倍不等。

表 11 本次募投项目现金流和本次债券还本付息情况（单位：万元）

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
安置户补差收入	--	--	7,510.28	7,510.28	7,510.28	7,510.28	--
商铺销售收入	--	82,080.00	54,720.00	54,720.00	41,040.00	41,040.00	--
社区幼儿园	--	--	291.60	291.60	291.60	291.60	291.60
车位认购收入	--	11,700.00	7,800.00	7,800.00	5,850.00	5,850.00	--
物业收入	--	--	1,375.93	1,375.93	1,375.93	1,375.93	1,375.93
社区医疗服务站 租赁收入	--	--	69.12	69.12	69.12	69.12	69.12
合计金额	--	93,780.00	71,766.93	71,766.93	56,136.93	56,136.93	1,736.65
债券本金	100,000.00	100,000.00	80,000.00	60,000.00	40,000.00	20,000.00	--

还本金额	--	--	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
付息金额	8,000.00	8,000.00	8,000.00	6,400.00	4,800.00	3,200.00	1,600.00
支付总额	8,000.00	8,000.00	28,000.00	26,400.00	24,800.00	23,200.00	21,600.00
覆盖倍数	--	11.72	2.56	2.72	2.26	2.42	0.08

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：1.因募投项目建设工程规划许可证系 2015 年取得，项目建设周期从 2015 年度开始计算；

2.假设本次债券于 2015 年发行，2016 年起付息，债券利率按 8%估算。

同时根据景德镇市人民代表大会常务委员会文件景常发【2013】15 号，景德镇市十四届人大常委会第十六次审议，决定批准人民政府提出的景德镇市东城老工厂棚户区改造项目建设资金 18.2 亿元及融资利息纳入市政府年度财政预算。并在编制中长期预算时，将还款计划纳入当年的财政预算。另根据景德镇市人民政府出具的景府文【2015】28 号，明确强化募集资金用途监管，以土地出让收益平衡项目投资，在完全不考虑募投项目自身收益的情况下，景德镇市人民政府出具了同意公司以土地出让收益平衡景德镇市东城老工厂棚户区改造项目投资抄告单（景府办抄字[2015]29 号），景德镇市人民政府计划出让用于平衡上述募投项目投资的土地合计 1189.48 亩，按照景德镇市土地出让计划逐年出让后，预计总出让收入为 32.34 亿元；扣除相关规费和其他成本后（扣除比例以 20%估算），预计公司 2016~2022 年可获得的土地出让净收益为 25.87 亿元。该土地出让收益可覆盖募投项目总投资额，为本次债券本息之和的 1.85 倍，为本次债券还本付息提供较好保障。最后文件说明当预期本次债券本息兑付会出现一定风险时，市政府将积极筹措资金，以货币资金的方式向公司注入资本金，以进一步增强公司抵御风险的能力。在一定情况下，该部分资金本进行封闭式运作，以专项用于本次债券本息的偿付。当预期本次债券本息兑付会出现一定风险时，市政府将积极协调政策性银行及商业性银行等金融机构，在符合法律法规及信贷政策的前提下协助金融机构给予公司流动性支持。市政府将督促公司将该项流动性支持资金直接划入本次债券偿债资金专户，以专项用于本次债券本息的偿付。当经过各项救助措施的努力依然不能解决本次债券的偿付问题时，市政府将给予法律法规允许范围内的优惠政策，积极寻求有实力的第三方对公司予以重组。

总体看，募投项目运营收入和土地出让收入对本次债券偿还的覆盖程度高，另本次债券的偿付对商铺销售收入和土地出让收入依赖程度高，未来该项收入的实现受当地房地产和土地交易行情影响较大。

4. 资金监管

公司与兴业银行股份有限公司南昌分行（以下简称“账户监管人”）签订了《偿债基金专项账户监管协议》，对专项偿债账户进行监管。双方约定，公司将在兴业银行股份有限公司南昌分行开立专项偿债账户，进行专户管理，本次债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成，偿债资金一旦划入专项偿债账户，仅可以用于按期支付本次债券的利息和支付本金。公司应在本次债券的每个还本付息日前十个工作日向偿债专户中划入偿债资金，保证在本次债券的每个还本付息日前五个工作日偿债专户有足额的资金支付债券当期本息。

其次，兴业银行股份有限公司南昌分行应依据《偿债基金专项账户监管协议》的约定保管偿债专户内的资金，并监督公司对该资金的使用。兴业银行股份有限公司南昌分行应根据公司的指令，于债券每一付息日或兑付日前三个工作日将当期应付本金和利息划转至本次债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。截至债券每一付息日或兑付日前三个工作日 14:00 点之前，

兴业银行股份有限公司南昌分行如仍未收到公司的指令，视同公司授权兴业银行股份有限公司南昌分行于债券每一付息日或兑付日前三个工作日将当期应付本金和利息划转至本次债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。

本次债券的主承销商应在本次债券的每个还本付息日前十个工作日，向公司和偿债账户监管银行查询专项偿债账户的资金归集情况。如果专项偿债账户的偿债资金不足，主承销商和债权人应及时向债券持有人公告，并采取必要的措施，敦促公司足额归集偿债资金。

联合评级关注到，监管协议中未明确信息通知条款，当偿债账户资金余额不足时，本次债券主承销商、评级机构、投资者等中介机构及相关方可能无法及时获取相关信息。

十、结论

景德镇市近年来经济不断发展，财政实力稳步提升，为公司的经营发展提供了良好的外部环境。

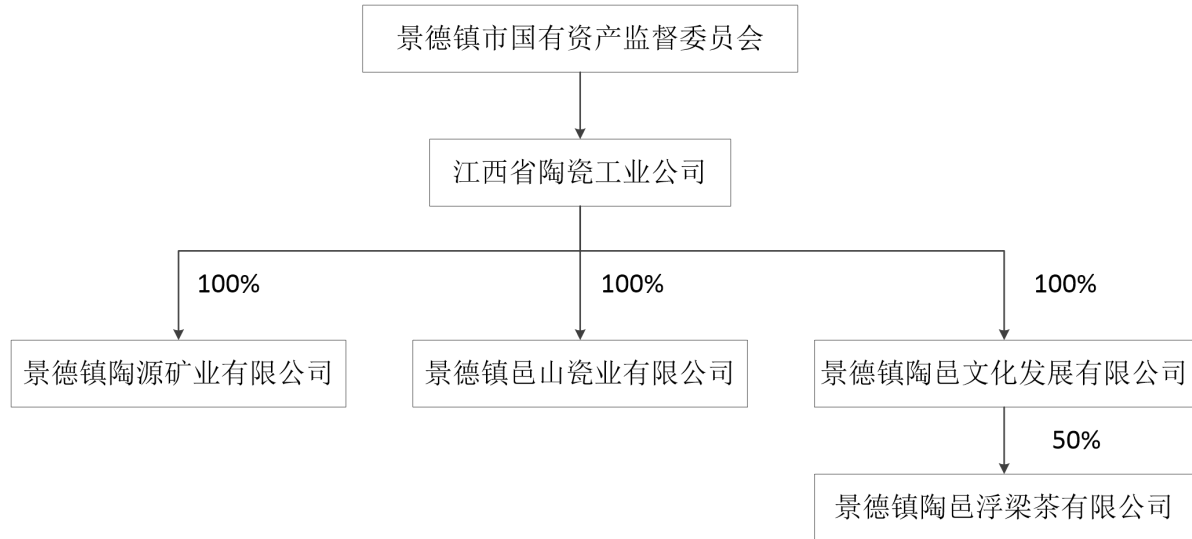
公司作为景德镇市重要的棚户区改造项目建设主体，同时负责部分国有资产管理 and 运营，在资产注入、资金注入、项目回购、税收减免以及财政补贴等方面得到景德镇市政府的大力支持，区域垄断优势明显。公司资产以存货和货币资金等流动资产为主，资产流动性弱，资产质量一般，债务负担轻。

随着在建拟建棚户区改造项目的推进，公司营业收入和利润规模提升空间较大。公司整体偿债能力尚可。

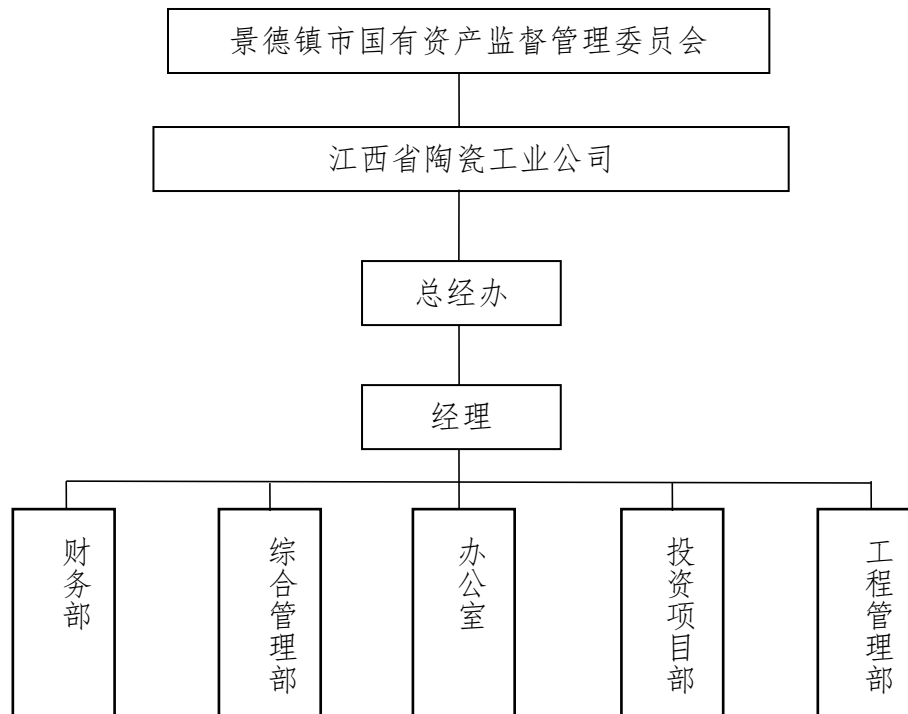
结合公司自身的债务偿还能力，综合考虑募投项目的项目收益和土地出让收入，同时政府将募投项目相关投资成本纳入财政预算，另对本次债券提供偿债支持等情况，公司本次债券的安全性高，到期不能偿还的风险小。

基于公司主体信用状况以及对本次债券的偿债能力综合分析，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 公司下属子公司情况

公司名称	注册资本	公司持股比例
景德镇陶邑文化发展有限公司	10,000.00 万元	100%
景德镇陶源矿业有限公司	3,000.00 万元	100%
景德镇邑山瓷业有限公司	1,000.00 万元	100%
景德镇陶邑浮梁茶有限公司	80.00 万元	50%

附件3 江西省陶瓷工业公司
2012年~2014年主要财务指标
(单位: 人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	69.88	97.01	103.52
所有者权益	9.59	28.81	38.73
短期债务	9.54	27.09	30.10
长期债务	0.00	0.90	0.73
全部债务	0.00	0.65	6.30
营业收入	0.00	1.55	7.03
净利润	0.00	1.78	2.02
EBITDA	0.03	1.96	2.27
经营性净现金流	-0.12	-9.63	-4.71
应收账款周转次数(次)	--	393,426.67	56,692.65
存货周转次数(次)	0.05	0.48	0.37
总资产周转次数(次)	0.00	0.28	0.22
现金收入比率(%)	97.59	6.68	4.79
总资本收益率(%)	0.03	6.24	5.46
总资产报酬率(%)	0.04	9.69	6.94
净资产收益率(%)	0.03	6.56	6.71
营业利润率(%)	-6.80	9.00	8.71
费用收入比(%)	27.65	4.34	4.68
资产负债率(%)	0.61	5.96	22.29
全部债务资本化比率(%)	0.00	5.41	18.93
长期债务资本化比率(%)	0.00	2.34	17.31
EBITDA 利息倍数(倍)	--	79.01	10.36
EBITDA 全部债务比(倍)	--	1.26	0.32
流动比率(倍)	99.40	15.62	12.33
速动比率(倍)	3.15	1.70	1.69
现金短期债务比(倍)	--	0.78	3.13
经营现金流动负债比率(%)	-206.09	-918.34	-220.93
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.00	0.20	0.23

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。