

景德镇市城市建设开发投资有限责任公司

2019 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼 电话: 0755-82872897
传真: 0755-82872090 邮编: 518040 网址: www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【54】号 02

分析师

姓名：
贾聪 张曼燏

电话：
021-51035670

邮箱：
jiac@cspengyuan.com

评级日期：
2018 年 12 月 25 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

景德镇市城市建设开发投资有限责任公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行规模：10 亿元

债券期限：7 年

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末逐年分别按照债券发行总额的 20% 偿还本金

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级结论：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对景德镇市城市建设开发投资有限责任公司（以下简称“景德镇市城开投”或“公司”）本次发行总额不超过 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到近年景德镇市经济持续快速增长，公司为景德镇市重要的城市基础设施建设主体之一，持续得到了当地政府支持，且公司在建、拟建工程业务量充足，未来收入有一定保障。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，未来面临较大资金支出压力，有息负债规模快速增长，刚性债务偿还压力增大，存在一定的或有负债损失风险等风险因素。

正面：

- 近年景德镇市经济持续快速增长。2014-2016 年景德镇全市实现地区生产总值分别为 738.21 亿元、772.06 亿元和 840.15 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 8.80%、8.60% 和 8.60%，保持较快增长。
- 近年公司持续获得较大力度外部支持。公司作为景德镇市重要的城市基础设施建设主体，得到地方政府大力支持。2015 年-2017 年当地政府机构向公司无偿划拨资金合计 493,468.26 万元，计入资本公积；2017 年公司控股股东景德镇市国有资产监督管理委员会和景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）分别向公司增资 36,000.00 万元和 75,000.00 万元，一定程度增强了公司的资本实力。此外，2017 年公司获得政府 5,000.00 万元项目建设奖励，提升了当期利润水平。

- 在建、拟建工程业务量充足，未来收入来源有一定保障。截至 2017 年末，公司在手业务量充足，主要在建、拟建的棚户区改造、土地整理和基础设施建设工程计划总投资共计 1,238,063.87 万元，已投资 350,460.61 万元。随着项目持续推进，能为公司营业收入来源提供一定的保障。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产中投资性房地产、无形资产以及其他非流动资产占比较大，2017 年比例分别为 11.84%、28.73%、35.58%。投资性房地产、无形资产以土地资产为主，其流动性及价值易受土地一级市场波动影响且部分土地资产已抵押，而其他非流动资产主要为工程成本，因此公司资产整体流动性较弱。
- **公司在建、拟建项目资金需求量较大，面临较大的资金压力。**公司投资活动现金持续净流出且规模持续增长，2015-2017 年分别净流出 82,934.89 万元、283,490.39 万元和 709,739.35 万元。同时，截至 2017 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投入资金合计 887,603.26 万元，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模快速增长，刚性债务偿还压力增大。**2015-2017 年公司有息负债规模分别为 12,960.00 万元、251,960.00 万元和 563,780.00 万元，三年复合增长率达 559.56%。同时有息债务/EBITDA 由 2015 年的 7.32 上升至 2017 年的 16.96，公司刚性债务偿还压力加大。
- **公司存在一定的或有负债损失风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额合计为 243,000.00 万元，占 2017 年末公司净资产规模的 31.59%，且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债损失风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,450,848.27	673,280.07	173,320.30
所有者权益（万元）	769,196.55	155,034.75	94,037.87
有息债务（万元）	563,780.00	251,960.00	12,960.00
资产负债率	46.98%	76.97%	45.74%
流动比率	2.49	0.96	0.53
营业收入（万元）	30,099.29	31,428.42	4,507.86
公允价值变动净收益（万元）	17,577.65	-	-
政府补助（万元）	5,000.00	-	-
利润总额（万元）	31,605.18	12,243.41	1,727.97

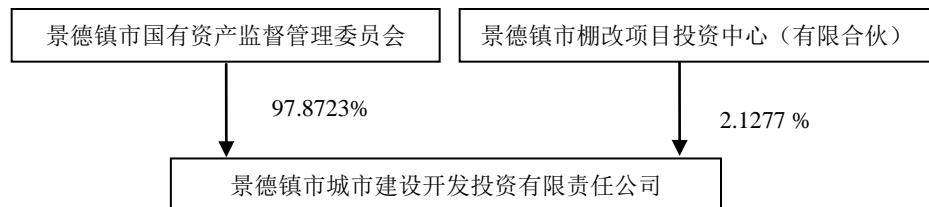
综合毛利率	39.60%	52.98%	65.85%
EBITDA (万元)	33,238.66	13,728.45	1,769.54
EBITDA 利息保障倍数	1.44	0.84	-
经营活动现金流净额 (万元)	-76,988.87	74,067.79	44,343.63

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于 2014 年 1 月 7 日，由景德镇市国有资产监督管理委员会全额出资设立，初始注册资本为 10,000.00 万元。2017 年 12 月 15 日，景德镇市国有资产监督管理委员会向公司增资 36,000.00 万元，全部计入实收资本；景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）向公司增资 75,000.00 万元，其中 1,000.00 万元计入实收资本，其余 74,000.00 万元计入股本溢价，公司注册资本增加至 47,000.00 万元。截至 2017 年 12 月末，公司注册资本和实收资本均为 47,000.00 万元，公司控股股东与实际控制人均为景德镇市国有资产监督管理委员会。公司股权结构关系图如下所示：

图 1：截至 2017 年 12 月末公司产权关系图



资料来源：公司提供

公司为景德镇市三家主要的城市投融资建设主体之一¹，主要从事土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造等业务。截至 2017 年末，纳入公司合并报表范围的子公司共 1 家，明细如下表所示。

表1 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司	70,000	100.00%	土地一级开发，土石方工程，绿化工程，道路、管网等基础设施建设

资料来源：公司 2017 年审计报告、国家企业信用信息公示系统

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 1,450,848.27 万元，所有者权益为 769,196.55 万元，资产负债率为 46.98%；2017 年度，公司实现营业收入 30,099.29 万元，利润总额 31,605.18 万元，经营活动现金净流出 76,988.87 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2019 年景德镇市城市建设开发投资有限责任公司公司债券；

¹景德镇市目前主要有 3 家市级政府投融资建设主体，分别为景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“市国控”）、景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司（以下简称“陶文旅”）和公司。其中市国控主要承担全市机关事业单位使用的国有资产经营管理、企业国有股权持有与资本运营、政府性投资管理等职能；陶文旅主要承担陶瓷工业及文化传播相关职能。

发行总额: 人民币10.00亿元;

债券期限及利率: 本期债券为7年期固定利率债券;

还本付息方式: 每年付息一次, 分次还本, 自债券发行后第3年起, 即2022年起至2026年, 逐年分别按照债券发行总额的20%偿还债券本金, 当期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金10.00亿元, 其中6.00亿元用于景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目(三期)(以下简称“募投项目”), 公司为募投项目的建设实施以及后期运营主体; 其余4.00亿元用于补充公司流动营运资金。具体情况如下:

表2 本期债券募集资金投向明细(单位: 万元)

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目(三期)	94,906.48	60,000.00	63.22%
补充流动资金	-	40,000.00	-
合计	-	100,000.00	-

资料来源: 公司提供

1、项目建设内容

根据2015年5月江西同济设计集团股份有限公司编制的《景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目(三期)可行性研究报告》(以下简称“可研报告”), 本期债券募投项目为景德镇北站站前广场及配套工程建设, 位于景德镇市高铁片区内, 车站西路以东、车站东路以西、九景衢铁路以南、站前一路以北的规划区域, 用地总面积为81,760.77平方米, 总建筑面积62,838.14平方米(不含地面广场及下沉庭院), 设置广场、公交枢纽站、长途汽车站、旅游集散中心、地下停车场及配套用房等设施。具体项目见下表:

表3 本期债券募投项目主要建设工程

位置	项目名称	面积或数量
地上部分	地面建筑	3,358平方米
	地下换乘厅	9,968.67平方米
	出租车地下蓄车场	7,352.1平方米
	广场地下停车场	22,553.1平方米
地下部分	地下管理用房	5,502.55平方米
	设备区面积	2,743.34平方米
	疏散走道、设备间及连廊	5,829.48平方米
	地下休息等待区	2,553.71平方米
	旅游集散中心	2,977.19平方米

地面广场及下沉庭院	地面高铁进出站广场	29,208.43 平方米
	城市广场及广场道路面积	49,236.42 平方米
	站前广场下沉庭院及天井	3,315.92 平方米
	绿地及城市辅助广场	14,891.38 平方米
	公交枢纽下沉广场	17,580.8 平方米
	长途及旅游集散中心下沉广场	20,903.17 平方米
停车位	地面临时停车	2,000 个
	地面停车位	
	地下社会车辆停车位	
	地下出租车蓄车位	
	公交巴士停车位	
	长途客车停车位	
	旅游巴士停车位	

资料来源：可研报告

2、募投项目批复情况

本期债券募投项目已获得景德镇市发展和改革委员会、国土资源局和环境保护局等相关部门出具的批复，具体情况如下表所示。

表4 本期债券募投项目批复情况

序号	审批部门	文件名称	文号	签发时间
1	景德镇市发展和改革委员会	《关于景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目可行性研究报告的批复》	景发改投资字[2015]135号	2015.8.6
2	景德镇市环境保护局	《景德镇市环境保护局关于景德镇市城市建设开发投资有限责任公司景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场项目环境影响报告书的批复》	景环审字[2016]319号	2016.11.24
3	景德镇市国土资源局	《关于景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目用地意见》	景国土资字[2015]74号	2015.4.30
4	景德镇市城市规划局	《关于景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目的选址意见》	景规发[2015]32号	2015.4.22

资料来源：公司提供

3、项目建设进度

本期债券募投项目初步拟定建设工期为 30 个月，已于 2017 年 7 月初开工建设，计划 2019 年 12 月底建成。

4、项目经济效益

根据公司提供资料，本期债券募投项目计算期共 10 年（含建设工期），项目总成本（含总投资、经营成本和财务费用）共计 109,359.81 万元，将从 2019 年开始产生运营收入，来源为店铺出售及租赁、停车位出租、物业收入、客运站经营和广告收入。其中：

1、所建设的共 40,000 m² 店铺将以租售结合的形式从 2019 年起逐步投入运营。其中

80% (约 32,000 m²) 用于出租, 从 2019 年底伴随九景衢铁路的开通投入试运营, 2021 年及之后出租率预计可达 100%; 剩余 20% (约 8,000 m²) 将在 2020、2021 年按计划出售。计算期内募投项目通过店铺出租、出售合计产生收入 71,627.57 万元。

2、所建设的 2,000 个停车位将采用收费模式从 2019 年底逐步投入使用, 预计 2021 年及之后出租率可达 100%, 计算期内产生收入合计 20,027.36。

3、所建设的 1 处长途客运站将从 2020 年起投入试运营并产生收益, 计算期内产生收入共计 29,124.85 万元。

4、物业收入来自对所有租赁及售出店铺收取的物业管理费, 计算期内产生收入共计 895.27 万元。

5、广告收入则来自在各类通道立面、建筑外立面、广场周边等区域布设广告牌面并收取的广告投放费用, 计算期内产生收入共计 20,834.77 万元。

根据公司提供资料, 募投项目计算期内预计共可产生营业收入共计 142,509.83 万元 (含税), 税后财务内部收益率为 10.92%, 投资回收期为 8.82 年, 经济效益较好。但我们也注意到, 本期债券募投项目的建设进度可能因施工缓慢等原因存在不能按时完工的风险, 此外, 募投项目的后期运营潜力以及远期的客运量增长幅度受当地经济发展状况影响较大, 存在一定不确定性, 或将导致募投项目经营收入不达预期。

四、外部运营环境

(一) 宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加; 我国坚持以供给侧结构性改革为主线, 着力创新和完善宏观调控, 经济运行保持稳定态势, 但随着贸易摩擦的不断升级, 未来经济下行压力仍较大

近年来, 全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影, 整体呈现逐步复苏的态势, 但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现, 全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看, 美国经济增长较为平稳, 美联储保持了渐进加息的态势, 美元处于强势周期, 全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱, 政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长, 货币政策维持宽松, 紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐, 受美联储加息及强势美元影响, 部分新兴市场资本流出, 货币大幅贬值, 金融市场持续动荡。此外, 美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级, 特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来, 我国坚持以供给侧结构性改革为主线, 着力创新和完善宏观调控, 经济运行整体

上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7% 和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主力军，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为 -5.2%、-1.4% 和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧结构性改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快。

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的

推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表5 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、

	点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)		放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为,严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运作,鼓励发展直接融资
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合监测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]108号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规

题的通知》(财金[2018]23号文)	提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目建设基金或PPP资本金
2018年5月 《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部 明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

从宏观需求来看,国内宏观经济下行压力仍然存在,固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素,其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一,外部运营环境总体较好,短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范,未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱,城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看,城投公司举债机制将日益规范化,地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大,去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

(二) 区域经济

近年景德镇市经济整体增速较快,工业企业效益有所提升,特色产业发展良好;但当地经济总量偏小,固定资产投资额增速有所波动

景德镇市位于江西东北部,系“六山”“两湖”(庐山、黄山、九华山、三清山、龙虎山、武夷山及千岛湖、鄱阳湖)的中心区,拥有皖赣铁路,景德镇机场以及杭瑞、景鹰、德昌、景婺黄四条高速公路,地理位置较好,交通条件便利。景德镇市自然资源亦较为丰富,矿藏资源有瓷土、煤、钨、锰、铜、铝、金以及大理石、海泡石等,尤其瓷土品质较佳,目前已探明的储量尚可开采300余年。此外,景德镇作为我国的“千年瓷都”,其陶瓷文化底蕴深厚,手工制瓷技艺和传统瓷窑作坊营造技艺均被列为首批中国非物质文化遗产。截至2016年末,景德镇市下辖乐平市、浮梁县、珠山区、昌江区,全市面积为5,256平方公里,常住人口为165.49万人。

景德镇市经济总量偏小,但近三年整体增速较快。2014-2016年全市实现地区生产总值分别为738.21亿元、772.06亿元和840.15亿元,按可比价格计算,同比分别增长8.80%、8.60%和8.60%。分产业看,2016年景德镇市第一产业实现增加值61.94亿元,同比增长4.20%;第二产业实现增加值466.51亿元,同比增长7.90%;第三产业实现增加值311.70亿元,同比增长10.50%。三次产业结构由2014年的7.5:58.1:34.4调整为2016年的7.4:55.5:37.1,第三产业比重有所上升,但第二产业仍占据主导地位。2016年末景德镇市人均生产总值为5.08万元,为同期全国人均生产总值的94.05%。

工业作为景德镇市经济发展的最主要支柱,近年保持增长趋势,但增速有所放缓。2014-2016年景德镇市规模以上工业增加值分别为273.06亿元、271.02亿元和276.38亿元,按可比价格计算,增速分别为11.30%、9.40%和8.50%。2016年全市规模以上工业企业实现利润总额54.21

亿元，较上年增长 11.3%，企业效益有所提升。其中，化学原料和化学制品制造业、非金属矿物制品业、医药制造业三大行业实现利润最多，分别为 15.36 亿元、14.99 亿元、14.48 亿元，分别增长 17.4%、15.4%、705%。

特色产业方面，景德镇市经济从传统的陶瓷工业作为支撑发展到陶瓷、航空、汽车及旅游“3+1”产业共同发展的新局面。2016 年全市陶瓷工业增加值 87.23 亿元，其中，规模以上陶瓷工业增加值 57.84 亿元，较上年增长 10.5%。2016 年瓷博会期间，共吸引了 930 多家境内外参展企业展示和交流，参会客商达 3,000 余名，期间累计外贸订货额 1.81 亿美元，内贸订货额 12.00 亿元。汽车产业方面，以北汽昌河汽车为龙头，依托打造“汽车小镇”的契机，2016 年全市共生产汽车 11.06 万辆，实现规模以上汽车及零部件产业增加值 13.17 亿元。航空产业方面，景德镇市系中航工业直升机所（即 602 所）和昌河飞机工业（集团）有限责任公司的所在地，已形成了 3 家直升机整机厂齐头并进、40 多家直升机产业配套企业协同发展的规模化产业集群。2016 年景德镇规上工业航空产业增加值为 2.02 亿元，较上年增长 13.0%。与此同时，景德镇市以陶瓷文化为引领，大力发展战略旅游产业，为当地经济发展做出了重要贡献。截至 2016 年，景德镇市拥有国家 A 级景区 20 个，其中包含 5A 级景区古窑民俗博览区以及 4A 级景区 7 个。2016 年全市旅游总人数达 3,981.37 万人次，较上年增长 27.9%；实现旅游总收入 359.26 亿元，增长 37.5%；旅游创汇 1.94 亿美元，增长 18.1%。

从经济发展驱动力来看，景德镇市 2014-2016 年固定资产投资增长率分别为 15.6%、11.0% 和 13.4%，增速有所波动，主要投向为第二产业。2014-2016 年当地社会消费品零售总额亦快速增长，增速分别达 12.50%、10.20% 和 11.50%，系经济发展的重要推动因素，但增速亦有所波动。此外，受困于外需低迷，近年景德镇市进出口总额整体呈下降趋势，且跌幅较为明显。金融方面，2014-2016 年景德镇市存贷款余额均表现出较快增长态势，为当地经济发展提供了较好的支撑作用。

2016 年景德镇市政府控制土地出让面积，叠加“棚改”规划的推进，房地产库存去化效果较好。在上述因素推动下，2017 年景德镇市房地产市场行情明显升温，根据景德镇市统计局公布数据，2017 年 1-11 月全市商品房销售面积同比增长 31.50%，销售额同比增长 38.90%。

表6 2014-2016 年景德镇市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	840.15	8.6%	772.06	8.6%	738.21	8.8%
第一产业增加值	61.94	4.2%	57.22	3.6%	55.25	4.5%
第二产业增加值	466.51	7.9%	437.58	8.9%	428.91	10.1%
第三产业增加值	311.70	10.5%	277.25	8.8%	254.06	7.0%

规模以上工业增加值	276.38	8.5%	271.02	9.4%	273.06	11.3%
固定资产投资	783.64	13.4%	690.88	11.0%	622.54	15.6%
社会消费品零售总额	300.61	11.5%	268.26	10.2%	239.88	12.5%
进出口总额(亿美元)	6.66	-17.0%	8.02	2.3%	7.84	-30.1%
存款余额	949.00	16.00%	815.10	-	747.12	-
贷款余额	574.33	15.10%	499.78	-	425.48	-
人均 GDP(万元)		5.08		4.71		4.53
人均 GDP/全国人均 GDP		94.05%		95.36%		97.14%

注：人均 GDP=地区生产总值/当年末全市常住人口，“-”表示该数据未公开披露

资料来源：景德镇市 2014-2016 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

近年景德镇市全市公共财政收入有所波动，2014-2016 年分别为 82.15 亿元、90.59 亿元和 88.72 亿元，其中 2015 年同比增长 10.27%，2016 年同比下降 2.06%。从公共财政收入结构来看，近三年税收收入占比分别为 75.53%、76.49% 和 66.14%，公共财政收入质量有所下降。景德镇市政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，2014-2016 年分别为 33.60 亿元、40.21 亿元和 19.30 亿元，其中 2016 年下滑明显，系当年政府为执行去库存政策减少土地供应所致。由于 2016 年景德镇市房地产去库存效果较好以及房地产市场行情升温，2017 年景德镇市政府土地供应开始逐步恢复，预计政府性基金收入有所回升。景德镇市财政支出以公共财政支出为主。全市范围，2014-2016 年公共财政支出分别为 149.30 亿元、172.65 亿元和 172.95 亿元，2015-2016 年增速分别为 15.64% 和 0.17%。近三年全市公共财政支出中用于公共服务、教育、社保医疗、社会保障与就业四项的支出均在 50% 左右，政府财政刚性支出压力相对不大。全市财政自给率方面，2014-2016 年分别为 55.02%、52.47% 和 51.30%，虽呈一定的下降趋势，但财政自给程度尚可。

五、公司治理与管理

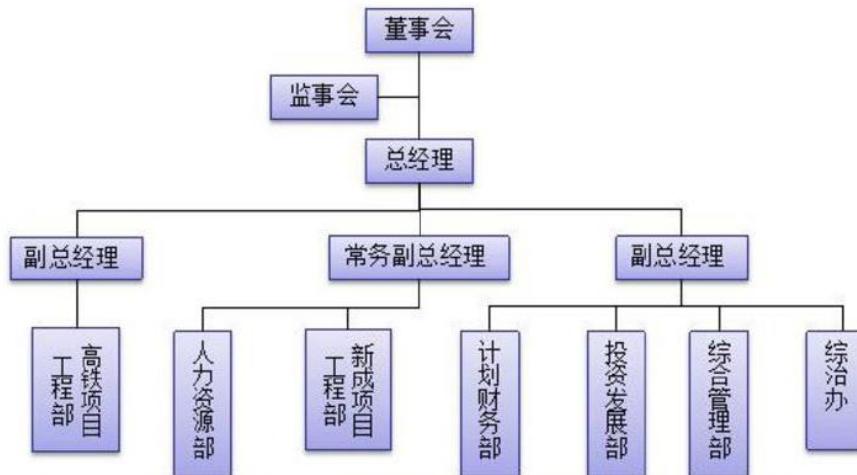
公司已按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构。公司设立股东会，由景德镇市国有资产监督管理委员会与景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）行使股东的权利、责任和义务。公司设立董事会，设董事长 1 人，为公司法人代表，设副董事长 1 名。董事会成员除职工董事外，由市国资委按有关程序派出，职工董事根据有关规定由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生。董事长、副董事长由出资人按照国有企业领导人员的任免权限从董事会成员中指定。董事会职权主要包括：执行出资人的相关规定、决定，并向其报告工作；决定公司的经营计划和投资方案；审议公司年度财务预决算方案，报市国资委备案等。公司设监事会，由市国资委按有关程序派出，但职工监事不少于三分之一并由职工代表大会（或

职工大会)选举产生。监事会设主席1名,监事职权包括:检查公司财务,对董事、高级管理人员职务行为进行监督,列席公司重要会议等。公司设总经理1名,经规定程序批准后,由董事会聘任或解聘。

目前公司主要设有高铁项目工程部、人力资源部、新成项目工程部、计划财务部、投资发展部、综合管理部、综治办等部门,负责公司工程业务的开展以及财务、人力等职能工作运营。

此外,根据公司提供的相关说明,公司董事、监事及高级管理人员均具备任职资格,在其他机构、企业兼职的,均已取得相关部门同意;公司总经理等高级管理人员均属专职,在公司领取薪酬。

图2 截至2018年9月末公司组织架构图



资料来源:公司提供

六、经营与竞争

公司系景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一,主要承担昌南拓展区、高铁商务区基础设施建设、昌江区棚户区改造和土地一级开发等任务。目前公司营业收入主要来自棚户区改造、土地整理和基础设施建设,2015-2017年公司分别实现营业收入4,507.86万元、31,428.42万元和30,099.29万元,其中棚户区改造收入占比分别为0.00%、67.75%和57.07%,已成为公司收入最主要来源。2017年营业收入同比下降4.23%,系当年确认的棚户区改造业务收入减少所致。公司其他业务收入为学校经营权转让收入,规模较小且不具备可持续性。公司综合毛利率主要受利息支出影响较大,2015-2017年公司综合毛利率分别为65.85%、52.98%和39.60%,呈持续下降趋势,主要系公司利息支出增加所致。

表7 2015-2017年公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2017年	2016年	2015年
----	-------	-------	-------

	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
棚户区改造	17,176.35	48.00%	21,293.35	55.66%	-	-
土地整理	9,096.65	18.84%	8,367.06	42.95%	4,507.86	65.85%
基础设施建设	2,851.97	42.32%	1,768.01	68.23%	-	-
其他业务	974.32	77.27%	-	-	-	-
合计	30,099.29	39.60%	31,428.42	52.98%	4,507.86	65.85%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

公司棚户区改造业务具有一定的区域专营性，未来收入有一定的保障，但后续仍需一定资金支出

根据公司与景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室签订的《景德镇市 2016 年度昌江片区城中村棚户区改造项目政府购买服务合同》及《景德镇市 2017 年度昌江片区城中村棚户区改造项目政府购买服务合同》，公司从 2016 年起承担了景德镇市昌江片区城中村棚户区改造工作，业务具有一定的区域专营性，具体改造任务包括棚户区房屋的拆迁以及相关土地的征收，项目的建设资金由公司自行筹集，公司将棚户区改造投入金额计入其他非流动资产科目核算。公司根据项目当年实际投入成本及分摊到该项目的利息支出计提 18% 的服务管理费收入，该收入由政府根据实际情况支付，但具体支付时间并未明确；同时，公司将当年该项目承担的利息支出结转为该项目的营业成本。

近年来，公司棚户区改造项目主要为 2016 年度昌江区棚户区改造项目和 2017 年度昌江片区棚户改造项目，分别涉及拆迁户 791 户和 2,051 户，涉及拆迁房屋 287,700 平方米和 461,310 平方米。2016-2017 年公司棚户区改造分别实现收入 21,293.35 万元和 17,176.35 万元，其中 2017 年同比下降 19.33%，系 2016 年度昌江区棚户区改造项目已接近完工，确认收入大幅减少所致。毛利率方面，受利息分摊影响，各项目毛利率波动较大且整体呈下降趋势。

2017 年度昌江片区棚户改造项目预计总投资为 234,007.00 万元，截至 2017 年末已投资 84,556.67 万元；昌江区石岭小区城市棚户区改造项目预计总投资 39,070.00 万元，截至 2017 年末已投资 11,593.78 万元²，未来随着上述项目的继续推进，公司仍可确认一定的收入，但后续尚需投资 176,926.55 万元，将面临一定的资金压力。

表8 2015-2017 年公司棚户区改造业务情况（单位：万元）

年份	项目	当年确认收入	毛利率
2017 年	2016 年度昌江区城中村棚户区改造项目	2,817.67	26.41%
	2017 年度昌江片区城中村棚户改造项目	14,358.68	52.24%
	合计	17,176.35	48.00%
2016 年	2016 年度昌江区城中村棚户区改造项目	21,293.35	55.66%

²昌江区石岭小区城市棚户区改造项目签订的合同约定完工后确认收入

	合计	21,293.35	55.66%
--	----	-----------	--------

资料来源：公司提供

近年公司土地整理收入持续增长，未来业务量充足，收入来源有一定保障，但尚需较大规模的后续投入

公司负责昌南拓展区、高铁商务区区域的一级土地整理，并就具体土地整理项目与景德镇市土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订购买服务合同。根据相关合同，公司自筹资金进行土地整理开发，将土地整理开发投入金额计入其他非流动资产核算。公司按项目当年投入的开发成本以及分摊到项目的利息支出计提 18% 服务管理费，以此确认当年收入，并将当年分摊到该项目的利息支出结转营业成本。

近年公司土地整理发开项目为景东高铁商务区土地储备整理项目和陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目。2015-2017 年公司土地整理业务分别实现收入 4,507.86 万元、8,367.06 万元和 9,096.65 万元，呈现持续增长态势。毛利率方面，受利息分摊影响，各项目毛利率波动较大且整体呈下降趋势，其中 2017 年陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目毛利率为负系当年分摊的利息较大所致。

表9 2015-2017 年公司土地整理业务收入明细（单位：万元）

项目	项目	当年确认收入	毛利率
2017 年	景东高铁商务区土地储备整理项目	7,677.98	50.82%
	陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目	1,418.67	-154.26%
	合计	9,096.65	18.84%
2016 年	景东高铁商务区土地储备整理项目	1,579.89	10.81%
	陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目	6,787.17	50.43%
	合计	8,367.06	42.95%
2015 年	景东高铁商务区土地储备整理项目	1,577.34	100.00%
	陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目	2,930.52	47.47%
	合计	4,507.86	65.85%

资料来源：公司提供

景东高铁商务区土地储备整理项目和陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目预计总投资分别为 150,000.00 万元和 290,690.98 万元，截至 2017 年末分别已投资 63,927.56 万元和 71,216.48 万元，未来业务量较为充足，随着项目持续推进，土地整理收入有一定保障，但后续合计尚需投入资金 305,546.94 万元，公司将面临较大的资金支出压力。

目前公司基础设施建设在建、拟建项目较多，未来业务的持续性较好，但同时也将面临较大的资金支出压力

公司作为昌南拓展区、高铁商务区基础设施建设的主体，承担了相关区域内水系治理、路

网建设、市政道路等一系列项目的建设任务，具体业务模式分为购买服务以及委托代建两种。购买服务模式下，公司与景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室签订相关合同，成本回收和收入确认模式与棚户区改造业务相同。委托代建模式下，公司亦与景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室签订了相关的委托代建合同，合同均约定由公司自行筹集资金建设相关项目，委托方在项目完工并通过验收后的3年内分年支付公司建设资金；此外，公司根据建设资金的18%确认代建收益，也由委托方在验收后3年内分年支付。

由于公司大部分基础设施项目正处于建设过程中，且业务模式主要为委托代建，均要求完工后确认收入，因此近年该业务收入规模较小，其中2015年末确认收入，2016-2017年分别为1,768.01万元和2,851.97万元，项目均为政府购买服务模式下的西城区水系综合治理项目。

截至2017年末，公司主要在建、拟建基础设施项目工程量充足，计划总投资合计为524,295.89万元，累计已投资合计119,166.12万元，后续业务持续性较好，未来随着相关项目的推进及完工，收入亦有一定的保障。但我们也注意到，基础设施建设业务后续尚需投入405,129.77万元，规模较大，公司将面临较大的资金压力。

表10 截至2017年末，公司主要在建、拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划项目 总投资	已投资	建设模式	是否已签 订协议
在建基础设施项目				
西城区水系综合治理	50,000.00	27,206.55	购买服务	是
昌南拓展区北片区路网工程	99,802.00	26,145.62	委托代建	是
景鹰高速景德镇南出入口连接线工程	14,004.36	7,985.11	委托代建	是
社会公共事务服务中心	24,700.00	19,638.33	委托代建	是
景东高铁商务区及北站站前广场建设 (一、二、四期)	304,082.00	38,190.51	委托代建	是
小计	492,588.36	119,166.12	-	-
拟建基础设施项目				
迎宾路市政道路配套工程	16,715.33	-	委托代建	是
昌南大厦建设工程	14,992.20	-	委托代建	是
小计	31,707.53	-	-	-
合计	524,295.89	119,166.12	-	-

资料来源：公司提供

整体来看，公司棚户区改造、土地整理和基础设施建设三大版块业务工程量均较为充足，主要在建、拟建项目预计总投资合计1,238,063.87万元，已投资350,460.61万元。随着项目持

续推进，能为公司营业收入来源提供一定的保障，但也还需投入资金合计 887,603.26 万元，公司仍将面临较大的支出压力。

作为景德镇市最重要的城市建设主体之一，公司近年持续获得较大力度外部支持

公司作为景德镇市重要的城市基础设施建设主体，近年在资金注入和财政补贴等方面持续得到景德镇市当地政府部门的大力支持，一定程度提升了公司的资本实力以及利润水平。

资金注入方面，根据景德镇市财政局和景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室的拨款情况说明，2015-2017 年当地政府机构分别向公司无偿划拨资金 32,892.15 万元、47,233.12 万元和 413,342.99 万元，合计增加公司资本公积 493,468.26 万元；2017 年公司控股股东景德镇市国有资产监督管理委员会和景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）分别向公司增资 36,000.00 万元和 75,000.00 万元，大幅增强了公司的资本实力。财政补贴方面，根据昌拓建文【2017】113 号文，2017 年公司获得政府 5,000.00 万元项目建设奖励，计入营业外收入，提升了当期公司利润水平。但需要注意的是，当地政府部门对公司的资金支持受到财政收支状况影响，未来可能存在一定不确定性。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2017 年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。报告期内公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但整体流动性较弱

近年公司资产规模扩张十分迅速，2015-2017 年分别为 173,320.30 万元、673,280.07 万元和 1,450,848.27 万元，年复合增长率达 189.33%。从资产结构来看，公司资产主要以非流动资产为主，2015-2017 年非流动资产占资产总额的比重分别为 79.66%、59.03% 和 78.53%，其中 2016 年该比例有所下滑，系当年货币资金及其他应收款增幅较大所致。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	164,303.43	11.32%	101,456.25	15.07%	25,445.73	14.68%

应收账款	-	0.00%	39,080.13	5.80%	6,582.74	3.80%
预付款项	86,266.44	5.95%	27,527.93	4.09%	150.00	0.09%
其他应收款	57,401.73	3.96%	107,648.62	15.99%	3,039.64	1.75%
流动资产合计	311,515.35	21.47%	275,820.34	40.97%	35,254.07	20.34%
投资性房地产	171,783.18	11.84%	25,798.87	3.83%	-	0.00%
无形资产	416,840.41	28.73%	85,927.46	12.76%	43,255.41	24.96%
其他非流动资产	516,261.31	35.58%	249,496.58	37.06%	75,587.99	43.61%
非流动资产合计	1,139,332.92	78.53%	397,459.73	59.03%	138,066.22	79.66%
资产总计	1,450,848.27	100.00%	673,280.07	100.00%	173,320.30	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付款项和其他应收款构成。公司货币资金主要为银行存款，截至 2017 年末，公司拥有货币资金 164,303.43 万元，较上年增长 61.95%，公司货币资金中 15,998.96 万元使用权受限，占货币资金比例为 9.74%。公司应收账款主要为应收当地政府相关工程项目款项，截至 2017 年末已全部收回。预付款项为公司预先支付的棚改、征地和工程建设等项目资金，随着昌江区城中村棚户区改造、陶瓷文化创意新区土地平整等项目的推进，近年预付相关单位的项目资金也大幅增加，2017 年末达到 86,266.44 万元，较上年增长 213.38%。预付对象前五位分别为景德镇市昌江区棚改办公室、昌江区棚改办公室、陶瓷工业园区征地工作办公室、浮梁县建设大道工程建设项目部和陶瓷工业园区财政局，合计占 2017 年预付款总额的 92.38%。其他应收款主要系应收当地另一家政府投融资建设主体景德镇市新成建设投资开发有限责任公司及其下属子公司新成信康置业有限责任公司的资金调度款、以及和其他政府机构的往来款与借款等。近年其他应收款规模波动较大，截至 2017 年末账面价值为 57,401.73 万元，较上年下降 46.68%。其他应收款回收风险相对较小，但回收时间存在一定的不确定性，对公司资金造成了一定的占用。

表12 截至 2017 年末其他应收款前五名情况（单位：万元）

单位名称	账面余额	账龄	占比	备注
景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	18,076.01	1 年以内	30.71%	往来款
新成信康置业有限责任公司	17,045.18	1 年以内	28.95%	往来款
景德镇市中心城昌南拓展区建设管理办公室	10,251.80	2 年以内	17.41%	资金调度款
浮梁县土地储备中心	6,000.00	1-2 年	10.19%	借款
景德镇市公路管理局	3,196.00	2 年以内	5.43%	借款
合计	54,568.98	-	92.69%	-

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由投资性房地产、无形资产和其他非流动资产构成，截至 2017 年末三者占总资产的比例分别为 11.84%、28.73%、35.58%。投资性房地产包括土地使用权和房屋、建筑物，以土地使用权为主（具体明细见附录六），2017 年西山路西处纬一路北面、生态路南侧

和昌南大道北侧三处商服用地土地从无形资产转入投资性房地产，同时新城大厦和创意中心两处建筑物³从在建工程转入投资性房地产，转入金额合计 64,591.84 万元；此外，2017 年当地房地产市场行情有所升温，投资性房地产公允价值共计增加 81,392.47 万元。受以上因素影响，2017 年末公司投资性房地产账面价值合计 171,783.18 万元，较上年大幅增长 5.66 倍。截至 2017 年末，投资性房地产已全部抵押，流动性受到限制。无形资产主要系公司通过招拍挂购进的土地使用权⁴，截至 2017 年末账面价值 416,840.41 万元，共含 9 宗土地（具体明细见附录六），性质均为出让，用途为住宅和商业。2017 年末无形资产账面价值较上年增长 3.85 倍，主要系当年通过招拍挂新增了“A7-1 地块”、“梧桐大道北侧瓷苑路东侧一、二号地块”、“纬二路北段（景兴大道）东侧一号、二号地块”、“梧桐大道北侧瓷苑路西侧三、四号地块”、“浮梁县洪源镇西河北面地块”等 8 宗土地，面积共计 405,933.09 平方米，账面价值合计 373,585.67 万元。截至 2017 年末，无形资产中账面价值为 90,244.59 万元的土地已抵押，占比为 21.65%，该部分土地流动性受到一定限制。其他非流动资产主要为公司为政府购买服务及委托代建项目所投入的工程成本，主要包括“2016 年度昌江区城中村棚户区改造项目”，“2017 年昌江片区城中村棚户改造项目”和“高铁商务区受托土地储备项目”等，随着项目推进及资金的投入，截至 2017 年末其他非流动资产账面价值达到 516,261.31 万元，同比增长 106.92%。

整体看，近年公司资产规模增长迅速，但以土地使用权为主的投资性房地产、无形资产以及其他非流动资产占比较大，土地资产的流动性及价值易受土地一级市场波动影响且部分土地资产已抵押，而其他非流动资产主要为工程成本，因此公司资产整体流动性较弱。

盈利能力

公司未来业务持续性较好，收入来源有一定保障

公司营业收入主要来源为棚户区改造等市政工程建设以及土地整理业务。受项目投资建设进度影响，近年公司营业收入有所波动，2015-2017 年公司分别实现营业收入 4,507.86 万元、31,428.42 万元和 30,099.29 万元。截至 2017 年末公司主要在建、拟建项目计划总投资 1,238,063.87 万元，已投资 350,460.61 万元，公司业务持续性较好，待项目持续推进后，能为公司营业持续提供一定的保障。

公司营业成本全部为利息支出，近年来公司有息债务规模不断增长、利息支出持续增加，故公司综合毛利率明显下降，由 2015 年的 65.85% 降低至 2017 年的 39.60%。利息支出的增长削弱了公司主营业务的盈利能力。2017 年公司实现利润总额 31,605.18 万元，较上年增长 1.58 倍，

³新城大厦与创意中心由于尚未竣工决算，暂未办妥产权证书。

⁴除土地资产外，无形资产中含 0.37 万元的电脑软件

主要系当年投资性房地产实现 17,577.65 万元的增值以及政府给与 5,000.00 万元补贴。投资性房地产的公允价值变动易受当地房地产市场行情波动影响，未来存在一定的不确定性，稳定性较差。

整体上看，公司业务持续性较好，收入来源有一定保障。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	30,099.29	31,428.42	4,507.86
公允价值变动净收益	17,577.65	0.00	0.00
营业利润	26,682.11	12,248.43	1,647.97
补贴收入	5,000.00	-	-
利润总额	31,605.18	12,243.41	1,727.97
综合毛利率	39.60%	52.98%	65.85%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动与投资活动现金流表现较差，未来存在一定的资金支出压力

销售、购买商品、提供劳务收到的现金分别系公司收到的服务管理费、支付的资本化利息支出，收到、支付其他与经营活动有关的现金主要系收到、支付的往来款。公司资金回笼较差，2015-2017 年收现比分别为 0.00、0.00 和 2.37。近年公司往来款规模较大、波动较大，导致经营活动现金流净额出现较大波动，由净流入转为净流出，2015-2017 年分别为 44,343.63 万元、74,067.79 万元和-76,988.87 万元。

由于公司将棚户区改造、土地整理及基础设施建设业务的资金投入纳入投资活动核算，因此公司投资活动现金流支出规模较大，且随着业务扩张，呈现快速增长的趋势。受此影响，2015-2017 年公司投资活动现金均表现为净流出，规模分别为 82,934.89 万元、283,490.39 万元和 709,739.35 万元，其中 2017 年净流出额较大，主要系当年通过招拍挂购买了“A7-1 地块”等 8 宗土地以及对 2017 年昌江片区城中村棚户改造项目等工程投入较多所致。

由于经营活动与投资活动所需资金较大，近年公司资金来源主要来自外部融资与政府支持。2015-2017 年筹资活动现金净额分别为 46,049.9 万元、285,433.12 万元和 836,575.41 万元，规模迅速增加。其中 2017 年筹资活动现金净流入规模大幅上升，主要系当年公司新增 341,220.00 万元银行借款，景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室对公司无偿拨款共计 413,181.99 万元，以及控股股东景德镇市国有资产监督管理委员会与景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）向公司分别增资 36,000.00 万元和 75,000.00 万元所致。但截至 2017 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资 887,603.26 万元，面临较大的资金支出压力，预计未来将继续加大对外融资活动来支持日常经营发展。

表14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	2.37	0.00	0.00
销售商品、提供劳务收到的现金	71,432.09	0.00	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	93,413.33	195,600.92	52,299.65
经营活动现金流入小计	164,845.42	195,600.92	52,299.65
购买商品、接受劳务支付的现金	14,351.88	11,412.91	0.00
支付的其他与经营活动有关的现金	222,437.97	109,545.65	7,486.49
经营活动现金流出小计	241,834.30	121,533.14	7,956.02
经营活动产生的现金流量净额	-76,988.87	74,067.79	44,343.63
投资活动产生的现金流量净额	-709,739.35	-283,490.39	-82,934.89
筹资活动产生的现金流量净额	836,575.41	285,433.12	46,049.98
现金及现金等价物净增加额	49,847.19	76,010.52	7,458.72

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模增长迅速，面临一定的中长期刚性债务偿还压力

由于业务扩张，近年公司负债总额迅速增长，2015-2017 年复合增长率达 193.22%。同时，由于政府对公司注入大量资金，公司所有者权益也由 2015 年末的 94,037.87 万元大幅增加至 2017 年末的 769,196.55 万元，年复合增长率达 186.00%。近年公司产权比率波动较大，主要系负债与所有者权益增加的时间点不同，截至 2017 年末该比例为 88.62%，公司净资产对负债的保障程度一般。

表15 2015-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	681,651.72	518,245.33	79,282.43
所有者权益	769,196.55	155,034.75	94,037.87
产权比率	88.62%	334.28%	84.31%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

近年公司负债结构有所变化，由于长期借款大幅增加，非流动负债的占比由 2015 年的 16.35% 上升至 2016 年的 81.67%，公司负债结构有所优化。

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债和其他应付款构成。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债为 11,460.00 万元，主要为公司对银行的借款。其他应付款主要为与当地政府机构及其他投融资建设平台的资金调度款及往来款，截至 2017 年末规模为 102,118.52 万元，较上年下降 60.71%，系当年归还和结清较多款项所致。

表16 2017年末公司其他应付款前五位应付对象情况（单位：万元）

单位名称	期末余额	占比	账龄	备注
景德镇市新区办征迁资金专户	29,300.00	28.69%	2年以内	资金调度款
景德镇新成信康置业有限责任公司	16,659.93	16.31%	1年以内	往来款
景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	14,455.38	14.16%	1年以内	往来款
景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室	13,659.90	13.38%	2年以内	资金调度款
江西省国利建设集团有限公司	5,075.59	4.97%	1年以内	工程款
合计	79,150.81	77.51%	-	-

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要系对银行的长期借款，方式以抵质押为主。由于近年业务持续扩张导致所需资金增加，公司不断加大对银行的借款力度，长期借款规模相应迅速增长，2015-2017年分别为12,960.00万元、229,460.00万元和552,320.00万元，年复合增长率为552.82%，占总负债的比重分别为16.35%、44.28%和81.03%，成为公司负债的主要来源。长期借款期限主要为3年以上，利率上限为5.70%。

表17 2015-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一年内到期的非流动负债	11,460.00	1.68%	10,500.00	2.03%	0.00	0.00%
其他应付款	102,118.52	14.98%	259,896.41	50.15%	65,644.55	82.80%
流动负债合计	124,937.31	18.33%	288,785.33	55.72%	66,322.43	83.65%
长期借款	552,320.00	81.03%	229,460.00	44.28%	12,960.00	16.35%
非流动负债合计	556,714.41	81.67%	229,460.00	44.28%	12,960.00	16.35%
负债合计	681,651.72	100.00%	518,245.33	100.00%	79,282.43	100.00%
其中：有息负债	563,780.00	82.71%	251,960.00	48.62%	12,960.00	16.35%

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告，中证鹏元整理

长期借款的持续大幅增加导致公司有息负债规模亦迅速扩大，2015-2017年有息负债复合增长率达559.56%。从静态偿还期限来看，公司2020-2021年有息负债本金偿还规模相对较大，分别达到89,320.00万元和96,500.00万元，将面临一定的中期偿债压力。

表18 截至2017年12月31日公司静态有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
有息负债	11,460.00	55,200.00	89,320.00	96,500.00	27,900.00

资料来源：公司提供

偿债指标方面，近年公司资产负债率整体有所波动，2017年末为46.98%，尚存在一定的融资弹性。由于公司负债结构的优化，2015-2017年流动比率和速动比率持续上升，但流动资产中其他应收款及其他非流动资产规模较大，公司实际短期偿债能力一般。由于业务扩张、投资性房地产增值等因素近年公司EBITDA呈上升趋势，2017年EBITDA利息保障倍数为1.44。随

着对工程项目的持续性投入,有息债务/EBITDA 指标由 2015 年的 7.32 上升至 2017 年的 16.96,未来随着业务的持续开展,预计公司有息负债仍将继续增加,刚性债务偿还压力将持续加重。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	46.98%	76.97%	45.74%
流动比率	2.49	0.96	0.53
速动比率	2.49	0.96	0.53
EBITDA (万元)	33,238.66	13,728.45	1,769.54
EBITDA 利息保障倍数	1.44	0.84	⁵
有息债务/EBITDA	16.96	18.35	7.32

资料来源:公司 2015-2017 年三年连审审计报告,中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

(一) 本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目建成后的资金回流是本期债券偿还资金的重要来源。募投项目可实现收入合计 103,868.87 万元,能够覆盖本期债券用于募投项目的本金和利息,可为本期债券按期偿付提供重要保障。但需要关注的是,本期债券募投项目的建设进度存在一定不确定性,后期运营潜力以及远期的客运量增长幅度受当地经济发展状况影响亦存在一定不确定性,或将导致募投项目经营收入不达预期。

公司稳定的经营状况和持续的收入来源是本期债券本息偿还的重要基础。2015-2017 年公司分别实现营业收入 4,507.86 万元、31,428.42 万元和 30,099.29 万元,利润总额分别为 1,727.97 万元、12,243.41 万元和 31,605.18 万元,经营状况较为稳定。且公司在建、拟建工程量充足,待相关项目陆续完工与政府结算后,可为公司收入提供一定的保障。但需要关注的是,公司资金回笼的总体表现较差,且近年投资活动现金持续净流出,2015-2017 年分别净流出 82,934.89 万元、283,490.39 万元和 709,739.35 万元。若未来政府不能及时支付工程款项或其他应收款项规模增加,将对本期债券偿还产生一定负面影响。

景德镇市政府对公司的支持是本期债券偿还的重要补充。2015-2017 年当地政府机构分别向公司无偿划拨资金 32,892.15 万元、47,233.12 万元和 413,342.99 万元,合计增加公司资本公积 493,468.26 万元;2017 年公司控股股东景德镇市国有资产监督管理委员会和景德镇市棚改项目投资中心(有限合伙)分别向公司增资 36,000.00 万元和 75,000.00 万元,一定程度增强了公司的资本实力。此外,2017 年公司获得政府 5,000.00 万元项目建设奖励,计入营业外收入,提升

⁵公司 2015 年长期借款为年末所借,当年未实际支付利息。

了当期公司利润水平。但需要注意的是，当地政府部门对公司的资金支持受到财政收支状况影响，未来可能存在一定不确定性。

公司可变现土地资产可为本期债券偿债资金来源提供一定的补充。截至 2017 年末，公司尚未抵押的国有土地使用权面积共计 463,231.39 平方米，账面价值合计 326,595.46 万元，必要时公司可通过抵押或出让该部分土地资产获取偿债资金。但我们也关注到土地资产价格受当地房地产市场行情影响较大，集中变现存在一定的困难，极端情况下易遭遇流动性风险。

九、或有事项分析

截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计为 243,000.00 万元，占 2017 年末公司净资产规模的 31.59%，占比较大。虽然担保对象为当地政府另一基础设施建设平台，但担保规模较大，且均无反担保措施，公司仍存在一定的或有负债风险。

表20 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额	担保类型	担保到期日	是否有反担保
景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	113,000.00	保证、抵押	2034.3.7	无
景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	60,000.00	保证	2022.1.10	无
景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	49,000.00	保证、抵押	2021.5.27	无
景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	21,000.00	保证	2023.6.29	无
合计	243,000.00	-	-	-

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	164,303.43	101,456.25	25,445.73
应收账款	0.00	39,080.13	6,582.74
预付款项	86,266.44	27,527.93	150.00
其他应收款	57,401.73	107,648.62	3,039.64
其他流动资产	3,543.74	107.41	35.97
流动资产合计	311,515.35	275,820.34	35,254.07
投资性房地产	171,783.18	25,798.87	0.00
固定资产	11,469.52	9,377.63	115.32
在建工程	22,978.50	26,851.61	19,077.15
无形资产	416,840.41	85,927.46	43,255.41
长期待摊费用	0.00	7.59	30.35
其他非流动资产	516,261.31	249,496.58	75,587.99
非流动资产合计	1,139,332.92	397,459.73	138,066.22
资产总计	1,450,848.27	673,280.07	173,320.30
短期借款	0.00	12,000.00	0.00
应付账款	1,262.55	116.68	0.00
预收款项	658.60	0.00	0.00
应交税费	9,437.64	6,272.23	677.88
其他应付款	102,118.52	259,896.41	65,644.55
一年内到期的非流动负债	11,460.00	10,500.00	0.00
流动负债合计	124,937.31	288,785.33	66,322.43
长期借款	552,320.00	229,460.00	12,960.00
递延所得税负债	4,394.41	0.00	0.00
非流动负债合计	556,714.41	229,460.00	12,960.00
负债合计	681,651.72	518,245.33	79,282.43
股本	47,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	616,337.65	128,994.66	81,761.54
其他综合收益	68,817.53	5,002.71	0.00
盈余公积	2,698.18	165.82	165.82
未分配利润	34,343.19	10,871.55	2,110.50
归属于母公司所有者权益合计	769,196.55	155,034.75	94,037.87

所有者权益合计	769,196.55	155,034.75	94,037.87
负债和所有者权益总计	1,450,848.27	673,280.07	173,320.30

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	30,099.29	31,428.42	4,507.86
其中：营业收入	30,099.29	31,428.42	4,507.86
二、营业总成本	20,994.83	19,179.99	2,859.88
其中：营业成本	18,180.47	14,777.61	1,539.53
税金及附加	799.40	226.28	32.46
销售费用	4.14	0.00	16.84
管理费用	2,975.81	2,241.62	1,021.91
财务费用	63.78	-154.39	-132.03
资产减值损失	-1,028.76	2,088.87	381.18
加：公允价值变动净收益	17,577.65	0.00	0.00
三、营业利润	26,682.11	12,248.43	1,647.97
加：营业外收入	5,001.53	0.00	80.00
其中：非流动资产处置利得	1.53	0.00	0.00
减：营业外支出	78.47	5.01	0.00
四、利润总额	31,605.18	12,243.41	1,727.97
减：所得税费用	5,591.77	3,482.37	178.51
五、净利润	26,013.41	8,761.05	1,549.46
（一）归属于所有者的净利润	26,013.41	8,761.05	1,549.46
其中：归属于母公司所有者的净利润	26,013.41	8,761.05	1,549.46
其中：持续经营净利润	26,013.41	8,761.05	1,549.46
六、其他综合收益的税后净额	63,814.82	5,002.71	0.00
归属于母公司所有者的其他综合收益的税后净额	63,814.82	5,002.71	0.00
七、综合收益总额	89,828.23	13,763.76	1,549.46

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	71,432.09	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	93,413.33	195,600.92	52,299.65
经营活动现金流入小计	164,845.42	195,600.92	52,299.65
购买商品、接受劳务支付的现金	14,351.88	11,412.91	-
支付给职工以及为职工支付的现金	747.97	427.93	462.12
支付的各项税费	4,296.47	146.64	7.41
支付其他与经营活动有关的现金	222,437.97	109,545.65	7,486.49
经营活动现金流出小计	241,834.30	121,533.14	7,956.02
经营活动产生的现金流量净额	-76,988.87	74,067.79	44,343.63
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.53	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	1.53	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	709,740.88	283,490.39	82,934.89
投资活动现金流出小计	709,740.88	283,490.39	82,934.89
投资活动产生的现金流量净额	-709,739.35	-283,490.39	-82,934.89
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	37,000.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	341,220.00	239,000.00	12,960.00
收到其他与筹资活动有关的现金	488,142.99	46,433.12	33,089.98
筹资活动现金流入小计	866,362.99	285,433.12	46,049.98
偿还债务支付的现金	29,400.00	0.00	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	387.58	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	29,787.58	0.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	836,575.41	285,433.12	46,049.98
四、现金及现金等价物净增加额			
加：期初现金及现金等价物余额	98,457.29	22,446.77	14,988.05
五、期末现金及现金等价物余额	148,304.48	98,457.29	22,446.77

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	26,013.41	8,761.05	1,549.46
加：资产减值准备	-1,028.76	2,088.87	381.18
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	243.93	18.62	18.47
无形资产摊销	1,003.81	1,443.65	0.33
长期待摊费用摊销	7.59	22.76	22.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-1.53	0.00	0.00
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-17,577.65	0.00	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	63.78	-154.39	-132.03
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	4,394.41	0.00	0.00
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	131,194.85	171,272.25	49,769.57
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-221,302.71	-109,385.02	-7,266.12
经营活动产生的现金流量净额	-76,988.87	74,067.79	44,343.63

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	563,780.00	251,960.00	12,960.00
资产负债率	46.98%	76.97%	45.74%
流动比率	2.49	0.96	0.53
速动比率	2.49	0.96	0.53
综合毛利率	39.60%	53.22%	65.85%
EBITDA（万元）	33,238.66	13,728.45	1,769.54
EBITDA 利息保障倍数	1.44	0.84	-
产权比率	88.62%	334.28%	84.31%
收现比	2.37	0.00	0.00

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
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
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录六 截至2017年末公司土地资产明细（单位：平方米、万元）

计入投资性房地产	权证号	位置	用途	面积	账面价值	是否抵押
1	赣 2017 景德镇市不动产权第0008232号（含建筑物）	西山路西处纬一路北面	其他商服用地	21,512.78	30,258.22	是
2	赣 2016 景德镇市不动产权第0000122号	景东大道北侧恒大东侧	其他商服用地	51,836.19	43,376.52	是
3	赣 2016 景德镇市不动产权第0000124号（含建筑物）	生态路南侧	其他商服用地	71,503.10	53,739.61	是
4	赣 2016 景德镇市不动产权第0000123号	昌南大道北侧	其他商服用地	61,747.54	44,408.83	是
小计				206,599.61	171,783.18	-
计入无形资产	权证号	位置	用途	面积	账面价值	是否抵押
1	景土国用 2015 第6062号	石岭村淘金岭	商住	141,078.3	43,254.38	是
2	赣（2017）浮梁县不动产权第0002635号	浮梁县洪源镇西北面	其他商服用地	133,334.1	76,076.97	否
3	赣（2017）景德镇市不动产权第0028863号	昌南拓展区A-7-1	城镇住宅用地	76,035.8	46,990.22	是
4	赣（2017）景德镇市不动产权第0033589号	梧桐大道北侧瓷苑路东侧一号地块	住宅用地	61,999.92	48,465.11	否
5	赣（2017）景德镇市不动产权第0033664号	梧桐大道北侧瓷苑路东侧二号地块	住宅用地	52,260.89	27,454.76	否
6	赣（2017）景德镇市不动产权第0033663号	梧桐大道北侧瓷苑路西侧三号地块	住宅用地	32,127.24	21,869.59	否
7	赣（2017）景德镇市不动产权第0033590号	梧桐大道北侧瓷苑路西侧四号地块	住宅用地	12,904.18	12,466.05	否
8	赣（2017）景德镇市不动产权第0033667号	纬二路北段（景兴大道）东侧一号地块	商业用地	67,805.06	50,205.62	否
9	赣（2017）景德镇市不动产权第	纬二路北段（景兴大道）东侧二	商业用地	102,800.00	90,057.36	否

0033628 号 号地块						
小计				680,345.49	416,840.06	-
计入其 他非流 动资产	权证号	位置	用途	面积	账面价值	是否抵 押
1	赣 2017 景德镇市 不 动 产 权 第 0022551 号	金岭大道西侧 迎宾大道北侧	住宅商业	65,096.62	10,469.30	是
合计				952,041.72	599,092.53	-

资料来源：公司提供

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高, 违约风险极低。
AA	债务安全性很高, 违约风险很低。
A	债务安全性较高, 违约风险较低。
BBB	债务安全性一般, 违约风险一般。
BB	债务安全性较低, 违约风险较高。
B	债务安全性低, 违约风险高。
CCC	债务安全性很低, 违约风险很高。
CC	债务安全性极低, 违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素, 未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定, 未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素, 未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告