

信用评级公告

联合〔2023〕8132号

联合资信评估股份有限公司通过对景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司及其拟发行的景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年八月十六日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期） 信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期公司债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过人民币9亿元（含9亿元）

本期公司债券期限：3（2+1）年

偿还方式：按年付息，到期一次性偿还本金

募集资金用途：偿还到期或回售的公司债券本金

评级时间：2023年8月16日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			a ⁺	
外部支持调整因素：公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在财政补贴、资金注入和资产划拨等方面持续获得地方政府的支持			+3	
评级结果			AA ⁺	

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在资金注入、资产划拨和政府补助等方面持续获得政府支持；公司下属景德镇黑猫集团有限责任公司（以下简称“黑猫集团”）作为炭黑行业龙头企业，在产能规模和分布、技术等方面具有很强的竞争优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营业绩易受煤化工行业周期波动影响；资产流动性较弱；利润对其他收益依赖度高；债务规模快速增长，债务负担较重；未来投资规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后的长期债务保障能力较弱。考虑到公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在资金注入和资产划拨方面获得的政府支持力度大，融资渠道畅通，能够对本期公司债券的偿付提供有效支持。

公司发展定位明确，未来通过整合景德镇市的优质经营性资产，资产规模和经营实力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA⁺，本期公司债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 政府支持力度大。公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在财政补贴、资金注入和资产划拨等方面持续获得地方政府的支持。2021年，公司获得资产注入增加资本公积29.94亿元，财政拨入增资款6.50亿元。2022年，公司获得资本注入及资产划转增加资本公积31.65亿元，获得其他收益13.33亿元。

2. 公司炭黑业务具有很强的行业竞争实力。公司下属黑猫集团为炭黑行业龙头企业，在产能规模及布局、技术等方面具备很强的竞争优势。

同业比较：

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

注：公司 1 为深圳市特发集团有限公司，公司 2 为镇江国有投资控股集团有限公司，公司 3 为威海产业投资集团有限公司
 资料来源：各公司提供、联合资信根据各公司审计报告和财务报表整理

分析师：李明 徐臻

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **业务周期性强，存在行业波动风险，利润对其他收益依赖度高，盈利能力有待提升。**煤化工行业周期性强，经营业绩易受宏观经济及行业景气度波动影响。2022 年，受炭黑业务原材料成本压力高企影响，公司经营性利润同比下降幅度大，其他收益为当期净利润的 6.17 倍；同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.94%和 0.56%，盈利能力有待提升。

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

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

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

主要财务数据：

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

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算；合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2023/06/19	李明、徐璨	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019/09/18	唐岩、蔡伊静	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
AA	稳定	2012/12/31	王紫临	--	阅读全文
AA ⁻	稳定	2011/01/21	陈静、李想	--	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

一、主体概况

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

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

国有资本充实社保基金实施方案的通知》（赣府字〔2019〕42 号），景德镇市国资委将公司 10% 股权划转给江西省行政事业资产集团有限公司。

截至 2023 年 3 月底，公司注册资本为 100.00 亿元。景德镇市国资委持有公司 90% 股权，为公司实际控制人。

截至 2022 年底，公司合并范围内拥有一级子公司 33 家。其中，黑猫集团下属江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”，证券代码：002068.SZ，截至 2023 年 3 月底黑猫集团持股 34.07%，期末参考市值 31.94 亿元，已质押 9.39%）和景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛公司”）下属广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”，证券代码：300410.SZ，截至 2023 年 3 月底合盛集团持股 22.09%，期末参考市值 7.61 亿元，已质押 48.90%）为上市公司。

公司主营业务板块包括煤化工及相关多元化产品（焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品）板块、基础设施建设板块、房地产板块和专用设备制造板块。

截至 2023 年 3 月底，公司本部内设投资运营总部、财务资金总部、合规管理总部和综合管理总部等职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

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

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

公司注册地址：江西省景德镇市高新区梧桐大道 11 号；法定代表人：余笑兵。

二、本期公司债券概况

公司计划注册并发行景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“本期公司债券”）。

本期公司债券发行金额不超过 9 亿元（含 9 亿元），期限为 3 年。本期公司债券设置投资者回售选择权，债券持有人有权在本期公司债券存续期的第 2 年末将其持有的全部或部分本期公司债券回售给公司。本期公司债券设置赎回选择权，公司有权在本期公司债券存续期间的第 2 年末赎回本期公司债券全部未偿份额。本期公司债券设置票面利率调整选择权，公司有权在本期公司债券存续期的第 2 年末决定是否调整本期公司债券后续计息期间的票面利率，调整后的票面利率以公司发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限。本期公司债券偿还方式为按年付息，到期一次性偿还本金。

本期公司债券募集资金拟全部用于偿还到期或回售的公司债券本金。

本期公司债券不设定增信措施。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国两会决策部署为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力。二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策。

2023 年上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，生产需求逐步恢复，消费和服务业加快修复，就业、物价总体稳定，经济运行整体回升向好。经初步核算，上半年我国 GDP 为 59.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%。随

着前期积压需求在一季度集中释放，二季度经济表现低于市场预期，但 6 月 PMI 止跌回升、工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额等指标两年平均增速加快，反映出生产、消费等领域出现边际改善，是经济向好的积极信号，但回升动能依然较弱，恢复势头仍需呵护。信用环境方面，2023 年上半年，社融规模小幅扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性先紧后松，实体经济融资成本稳中有降。

展望未来，宏观政策调控力度将进一步加大，着力扩大内需、提振信心、防范风险，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。当前房地产市场供给仍处在调整阶段，房地产开发投资或将保持低位运行；在制造业利润低迷、外需回落以及产能利用率偏低等因素的影响下，制造业投资或将保持温和增长；就业形势整体好转，消费市场有望维持复苏态势，但修复到 2019 年水平仍需耐心等待；作为稳增长的重要抓手，在经济下行压力较大、出口承压、房地产疲弱等背景下，基建投资仍将发挥经济支撑作用。总体来看，2023 年下半年随着基数的升高，三、四季度增速较二季度或将有所回落，但当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，实现全年 5% 的增长目标可期。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察\(2023 年上半年\)》](#)。

四、行业及区域环境分析

1. 化工行业

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

（1）炭黑行业

高端炭黑市场被外资企业垄断，中国炭黑市场结构性产能过剩。2021 年以来，作为原材料之一的煤焦油价格大幅上涨，但炭黑产品价

格的上涨幅度不及原材料，炭黑行业整体盈利持续下滑。

炭黑作为国民经济中重要的高分子纳米材料，广泛应用于轮胎、橡胶制品、导电、色素、新能源等领域。中国炭黑产量约占全球炭黑产量的 43% 左右，目前，外资品牌占领着中国炭黑行业较为高端的市场，国内炭黑企业市场占有率较低。中国炭黑企业生产的普通橡胶用炭黑的产能过剩，而在绿色轮胎需要的低滚动阻力炭黑、高性能色素炭黑、导电炭黑、高端汽车橡胶制品配件等高端炭黑市场占有率较低。2022 年中国炭黑行业开工率在 60% 左右，炭黑产能 869.2 万吨左右，全年炭黑产量 522 万吨，而同期的表观消费量约 450 万吨。考虑到主要炭黑企业仍有在建炭黑项目，中国炭黑行业短期内仍将处于供过于求的状态。

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

表 1 中国主要炭黑企业产量情况

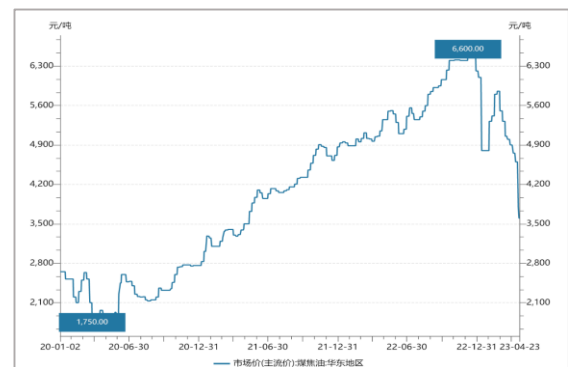
序号	单位名称	2022 年产量（万吨）	占比
1	江西黑猫炭黑股份有限公司	90.73	17.38%
2	金能科技股份有限公司	61.84	11.85%
3	龙星化工股份有限公司	46.59	8.93%
4	卡博特（中国）投资有限公司	42.00	8.05%
5	山西永东化工股份有限公司	35.08	6.72%
6	山西安仑化工有限公司	34.35	6.58%
7	山西三强新能源科技有限公司	26.38	5.05%
8	苏州宝化炭黑有限公司	23.54	4.51%
9	烁元新材料（东营）股份有限公司	14.36	2.75%
10	青州市博奥炭黑有限责任公司	14.28	2.74%
合计		389.15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

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

上游原材料方面，炭黑生产所需的原材料主要为煤焦油和蒽油，其中，蒽油为生产高品质炭黑所需要的优质原材料，同时，也是煤焦油进一步加工之后的产品。受下游需求影响，2020 年初，煤焦油价格下行，4 月，随着中国国内经济

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

图 1 2020 年以来中国煤焦油价格波动情况

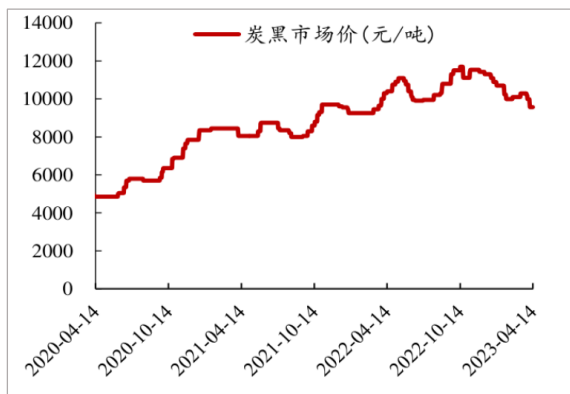


资料来源：Wind

下游需求方面，炭黑是橡胶工业中仅次于生胶的第二原材料，全球炭黑约有 70% 用于轮胎的制造，20% 用于其他橡胶，其余不到 10% 则用于塑料添加剂、染料、印刷油墨等工业。汽车方面，截至 2023 年 3 月底，中国机动车保有量达 4.2 亿辆，其中汽车达到 3.2 亿辆，较 2021 年底增加约 0.17 亿辆，汽车保有量持续增长。此外，中国是炭黑的净出口国，中国海关总署发布的最新统计数据表明，2022 年中国炭黑进口总量为 10.39 万吨，同比增长 1.6%。2022 年炭黑出口总量为 81.03 万吨，同比增长 12.3%。

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

图 2 2020 年以来中国国内炭黑价格走势



资料来源：百川盈孚

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

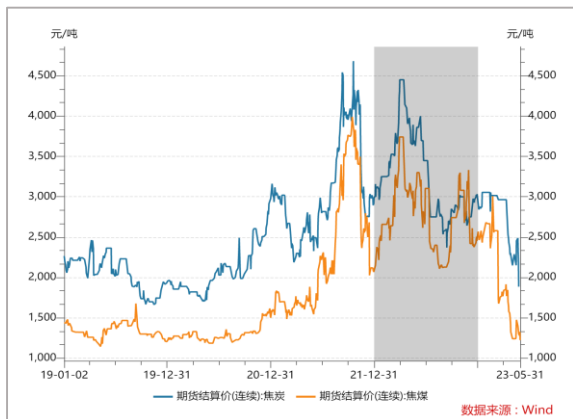
（2）焦炭行业

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

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

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

图3 2019年以来焦煤及焦炭价格走势



资料来源：Wind

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

（3）化肥行业

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

2. 区域经济发展概况

景德镇市作为“中部崛起”发展战略的重要城市之一，规模以上工业业绩增速全省领先，为公司发展提供了良好的外部环境。

景德镇市位于江西东北部，是国务院首批公布的24座历史文化名城之一和国家甲类对外开放地区。作为“中部崛起”发展战略的重要城市之一，景德镇市以鄱阳湖生态经济发展战略为核心，正在加速推进新型工业化、城市化和新农村建设。景德镇作为全国首批26个通用航空产业综合示范区之一，是“国家新型工业化直升机产业示范基地”和“国家高新技术产业化基地”，是全省首个“国家战略性新兴产业区域集聚发展试点”和“国家创新型产业集群试点”。2019年，国务院正式批复景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区实施方案，景德镇成为国家首个文化类国家级试验区。

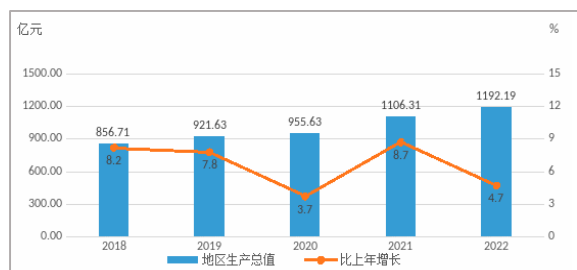
2021年，景德镇市出台《景德镇市工业倍增三年行动计划（2021—2023年）》（以下简称

“《行动计划》”），要用三年的时间，围绕“3+1+X”特色产业体系，实施“三个千亿”工程，即建设一个千亿园区（高新区），打造两个千亿产业（陶瓷、精细化工和医药），全市工业经济总量突破3000亿元。

2020—2022年，景德镇市地区生产总值持续增长，2022年，景德镇实现地区生产总值1192.19亿元，同比增长4.7%。全年全市规模以上工业增加值同比增长8.4%，列全省第6位。其中，直升机及通航产业增加值增长24.6%，先进陶瓷产业增加值增长46.4%，汽车及零部件产业增加值增长24.5%。全市规模以上工业实现营业收入1358.9亿元，同比增长27.6%，列全省第1位；实现利润总额69.9亿元，同比增长37.8%，列全省第2位。

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

图4 2018—2022年景德镇市地区生产总值及增速



数据来源：景德镇市人民政府官网

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

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，景德镇市国资委持有公司90%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，子公司黑猫集团为炭黑行业龙头企业，在产能规模及布局、技术等方面具备很强的竞争优势；合盛公司和景德镇市古镇投资管理有限公司分别为景德镇市重要的城市基础设施和安置房建设主体，具备较强的区域专营性。

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

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

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

公司下属子公司合盛公司主要负责景德镇高新区及昌江区内基础设施项目的投资建设，是景德镇市内重要的城市基础设施建设主体之一，承担着市政基础设施等项目的开发及建设，具备较强的区域专营性。

公司下属子公司景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“古镇公司”）作为景德镇市重要的安置房建设主体之一，主要从事景德镇市老城区内部分安置房项目的开发建设和老城保护及改造。

3. 人员素质

公司管理层综合素质较高，具备多年的企业管理经验，公司员工学历及年龄构成符合行业发展要求，基本能够满足公司经营需要。

截至2023年3月底，公司董事会由9名董事组成。公司设总经理1名，副总经理5名，总工程师1名。

余笑兵，1967年出生，硕士学历。1990年参加工作，历任华意压缩机股份有限公司总经理助理、副总经理、常务副总经理、总经理、董事、董事长，景德镇高新技术产业开发区党工委委员、副主任，景德镇陶文旅控股集团有限公司董事、总经理，现任公司董事长、党委书记、法定代表人。

胡景平，男，1968年7月出生，汉族，研究生学历，律师、经济师，中共党员。历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，景德镇市国有资产经营管理有限公司副总经理，公司常务副总经理。现任公司副董事长、总经理、党委委员。

截至2022年底，公司合计在职人员12052人。其中：本科及以上学历占11.33%，大专及以下学历占88.67%；年龄结构方面，30岁以下占37.55%，30—50岁之间占53.62%，50岁以上占8.83%；专业结构方面，初级职称占16.95%，中高级职称占4.48%。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告（机构信用代码G1036020200015580C），截至2023年7月7日，公司本部无不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构清晰，组织机构的设置能够满足经营与管理需要。

公司严格按照《国有资产监督管理条例》《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》。

公司不设股东会，景德镇市国资委作为出资人，行使股东会职权。

公司设董事会，出资人可以授权公司董事会行使部分出资人职权。董事会成员除职工董事外，依照法定程序和干部管理权限由出资人委派；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。董事任期每届三年，董事任期届满，可连选连任。

公司设监事会，监事会成员5名（其中职工监事2名），监事会成员由景德镇市国资委委派，但职工监事由职工代表大会选举产生。监事会设主席1名，按干部管理权限由市国资委从监事会成员中指定。公司董事和总经理、副总经理、财务负责人等高级管理人员不得兼任监事。

公司总经理、副总经理人选经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘；总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司内部管理制度相对健全，能够满足公司日常经营和管理需要。

公司根据业务需要，下设运营管理部、投资发展部、风险控制部、财务核算部、资金计划部、项目管理部、审计部、人力资源部等职能部门，内部管理体系较为完善。公司为加强内部控制，制定了一系列管理制度。

财务管理方面，公司实行财务人员外派制，制定了开支审批管理办法、财务分析办法、财务

开支审批管理办法、固定资产管理办法、货币资金管理办法、票据管理办法、融资管理办法等制度，对日常费用、项目资金的运营与管理、融资工作的管理进行了有效的规范，保证资金使用的安全。制度对成本费用的控制、执行有详细规定。

内部控制方面，公司制定了内部审计管理办法，成立专门的内审部门，由具备岗位能力的专职审计人员组成。内审机构向董事会负责并报告工作。公司内审工作更重视从内部控制的制度评审出发，对基本建设项目、合同、高管离任、对外投资及收益分配等内控事项认真做好各项工作及时发现管理中存在的漏洞和经营风险，为公司识别、防范风险服务，实现内部流程控制再监督。

投融资决策管理方面，公司制定了投融资管理制度，明确规定公司所有投资项目和融资计划都要纳入年度预算，经批准后方可实施。投资项目和融资计划除按预算管理有关规定履行程序外，各子公司所有的权益性投资或融资都必须报公司本部批准。

子公司管理方面，一方面通过制定财务管理办法、货币资金管理办法、担保管理办法等加强财务核算，另一方面通过在子公司中委派或推荐董事、监事和高级管理人员，定期对子公司进行业绩考核等方式加强对子公司的经营管理和宏观控制。为进一步加强对于子公司的控制管理，确保出资企业经营符合公司的总体战略发展方向，有效控制投资风险，保护出资人合法权益，公司制定了出资企业管理办法，对全资及控股子公司、参股公司的管理进一步细化和规范。

七、经营分析

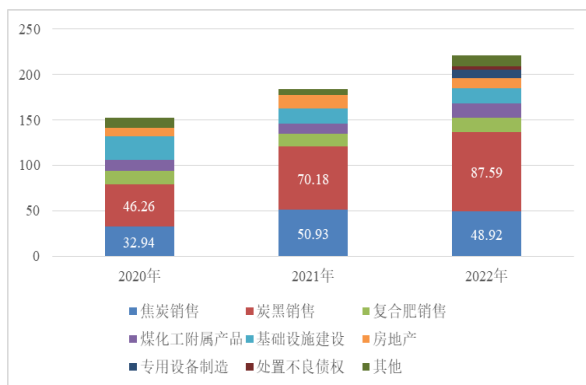
1. 经营概况

2020—2022 年，焦炭和炭黑产品价格上涨幅度较大，加之合盛公司收购正业科技，公司主营业务收入持续增长；2022 年受原材料价格上涨超过产品价格涨幅影响，煤化工业务毛利率波动下降，公司综合毛利率持续下滑。

公司以煤化工及相关多元化产品（焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品）板块、基础设施建设板块和房地产板块为主业，2022 年新增正业科技¹主营的专用设备制造板块。

图 5 2020—2022 年主营业务收入构成情况

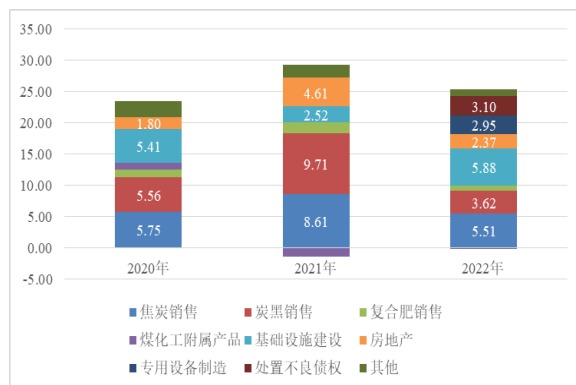
(单位：亿元)



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图 6 2020—2022 年主营业务毛利润构成情况

(单位：亿元)



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

¹ 2021 年 6 月，合盛公司以每股 11.32 元的价格受让正业科技 21.25% 股权，转让价款合计 8.99 亿元，并接受 8.22% 股份对应的表决权委托，共计获得正业科技 29.50% 的表决权，获得正业科技的控制权。表决权委托期限自转让的股份过户至合盛公司名下之日起至 6 年，若正业科技 2021—2023 年度三年累计净利润低于 4.5 亿元，或三年累计实现扣非经常性损益后净利润低于 3 亿元，则委托期

限自动延长至 10 年。正业科技于 2021 年 12 月 31 日纳入公司合并范围。截至 2022 年底，正业科技资产总额为 18.06 亿元，所有者权益合计 6.68 亿元；2022 年实现营业总收入 9.91 亿元，净利润 -1.02 亿元。

表2 2020—2022年及2023年1—3月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年			2023年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
焦炭销售	32.94	21.67	17.47	50.93	27.73	16.90	48.92	22.12	11.26	13.06	25.20	0.54
炭黑销售	46.26	30.44	12.03	70.18	38.21	13.83	87.59	39.60	4.14	18.84	36.35	0.50
复合肥销售	14.35	9.45	8.41	13.39	7.29	13.15	15.60	7.05	5.58	4.11	7.94	3.09
煤化工附属产品	12.53	8.24	9.06	11.53	6.27	-11.79	15.84	7.16	-1.53	3.75	7.24	-22.19
基础设施建设	26.06	17.15	10.40	16.47	8.96	15.31	17.05	7.71	34.47	2.71	5.24	25.33
房地产	8.53	5.62	21.05	15.00	8.17	30.75	10.79	4.88	21.94	0.72	1.40	9.54
专用设备制造	--	--	--	--	--	--	9.77	4.42	30.23	1.53	2.95	32.58
处置不良债权	0.00	0.00	8.33	0.00	0.00	93.62	3.10	1.40	100.00	2.47	4.76	100.00
其他	11.28	7.43	22.96	6.19	3.37	34.47	12.55	5.68	8.71	4.63	8.93	12.73
合计	151.96	100.00	15.44	183.69	100.00	15.24	221.22	100.00	11.37	51.82	100.00	7.51

注：处置不良债权业务2021年收入为46.57万元

资料来源：公司提供

表3 主要子公司财务数据（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

2020—2022年，公司主营业务收入持续增长。2022年，公司主营业务收入同比增长20.43%。其中，煤化工及相关多元化产品板块仍为公司的主要收入来源，在成本推动下，产品价格上涨，炭黑、复合肥及煤化工附属产品收入同比分别增长24.81%、16.48%和37.44%；基础设施建设板块收入同比保持稳定；受可售面积减少影响，房地产板块收入同比下降28.09%；正业科技2022年纳入公司合并范围，当期新增专用设备制造收入9.77亿元；同期，公司确认处置不良债权收入3.10亿元，主要系公司处置2011年收到的光明瓷厂不良债权包等形成的收入。

毛利率方面，2020—2022年，公司综合毛利率持续下降。2022年，受原材料价格涨幅超过产品销售价格涨幅影响，焦炭、炭黑和复合肥业务毛利率同比分别下降5.64个百分点、

9.69个百分点和7.57个百分点。同期，基础设施建设板块毛利率同比提高19.16个百分点，主要系按净额法确认了部分乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目收入所致。房地产业务毛利率同比下降8.81个百分点，主要系当期毛利率较低的安置房项目销售占比高所致。

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

2. 煤化工板块

(1) 焦炭及相关副产品

2020—2022年，公司焦炭产品原材料价格持续快速增长，销售产品价格保持高位但波动增长，受成本压力高企影响，盈利水平持续下

滑。同时，焦炭产品上下游集中度高。

公司焦炭及相关副产品包括焦炭、煤气及精制产品，主要由黑猫集团下属子公司景德镇市焦化能源有限公司（以下简称“景德镇焦化能源”）经营。

原材料采购方面，焦炭产品的主要原材料为洗精煤，景德镇焦化能源拥有铁路专用线，主要原材料主要通过铁路运输，在控制成本的同时一定程度上保证了原材料供应的及时、稳定。其原材料采购主要采取款到发货方式，小部分货到付款，价格方面主要根据市场行情协商定价，通过现汇和银行承兑汇票方式结算。2022年，公司洗精煤采购量同比下降；采购均价随洗精煤市场价格同比增幅较大。焦炭业务主要供应商均为合作超过10年的战略合作伙伴。2022年，焦炭业务前五名供应商采购额占总采购额的71.97%，供应商集中度高。

表4 2020—2022年及2023年1—3月公司洗精煤采购情况

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

资料来源：公司提供

从下游销售来看，焦炭是钢铁行业的主要燃料及还原剂。公司产品主要覆盖江西和福建，上述地区钢铁企业众多，焦化厂少，焦炭缺口大，市场空间大。同时，福建省铁路运输受单线通行和路况复杂影响，长期处于运输紧张状态，所有进出福建省铁路均需通过鹰潭中转，并且福建铁路局现已划归南昌铁路局管理，运距短、运输畅通为新昌南进入和占据福建市场提供了有利条件。

产品销售渠道方面，焦炭业务下游客户主要为福建三安钢铁有限公司（以下简称“三安钢铁”）、新余钢铁集团有限公司（以下简称“新余钢铁”）等钢铁企业。副产品煤焦油全部供给黑猫股份生产炭黑，粗苯全部供给开门子药用化工有限公司加工纯苯、甲苯等，硫铵全部供给江西开门子肥业集团有限公司生产

复合肥。2022年，焦炭业务前五名客户的销售额占总销售额的70.47%，客户集中度高。销售结算方式为公司收到预付款后供货，对方单位收到货物后结清尾款。主要通过现汇和银行承兑汇票方式结算。

2020—2022年，焦炭业务产能利用率保持高水平，销量波动增长，收入随之波动增长。同期，受原材料价格涨幅超过产品销售价格涨幅影响，焦炭毛利率持续下滑。

表5 2020—2022年及2023年1—3月焦炭产销情况

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

资料来源：公司提供

（2）炭黑

公司炭黑业务由上市公司黑猫股份经营，在产能规模和布局方面优势显著。2020—2022年，炭黑生产原材料价格持续上涨，2022年超过了炭黑产品销售价格的涨幅，导致黑猫股份2022年业绩大幅下降，2023年一季度经营亏损。

公司炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。黑猫股份炭黑生产的主要原料包括煤焦油、蒽油、低温焦油等，其中煤焦油用量约占总成本的85%。黑猫集团每年自产的煤焦油在3万吨以上，全部由黑猫股份按市场价格采购，自产煤焦油主要集中在景德镇，自供比例较低。为增强对上游资源的控制力，节约运输成本，黑猫股份在唐山、乌海、邯郸和太原等煤焦油集中产区建立生产基地，有利于在行业竞争中占据优势地位。黑猫股份原材料采购主要采取订单采购模式，根据年度采购计划与主要供应商签署年度采购合同或确定年度采购意向，并按月执行，结算方式为先供货后付款或先付款后供货，结算周期一般为30天左右，结

算价格为供货时市场即时价。2022年，黑猫股份前五大供应商采购金额占比为16.43%，供应商较为分散。

黑猫股份的炭黑产品采取“以销定产”的生产模式。销售方面，黑猫股份与主要客户一般首先签订年度购销合同或确定年度供货意向。具体供货时，按月或季度另行签订具体购销订单。产品的价格调整周期大多为一个月，部分为一个季度，具体定价策略一般为在生产成本的基础上，参考当时的市场供求状况，确定最终对外销售价格。在此定价模式下，黑猫股份能够在一定程度上消化原料上涨带来的成本压力。产品销售渠道方面，黑猫股份客户主要为国内外大型轮胎企业。2022年，黑猫股份前五名客户的销售额占总销售额15.86%，客户集中度较低。在货款结算方面，黑猫股份销售结算方式为先供货后收款，结算周期平均在60~90天左右，长期合作的主要客户结算周期会适度放宽。

2020—2022年，黑猫股份炭黑产销量波动下降；炭黑产业链在“双碳”及环保影响下，原料煤焦油价格持续上升，推动炭黑价格上涨，黑猫股份炭黑销售收入持续提升，但2022年原材料上涨幅度超过了炭黑产品销售价格的涨幅，导致黑猫股份2022年净利润同比下降97.41%；2023年一季度，炭黑生产原材料价格持续高位运行，黑猫股份2023年一季度净利润为-1.10亿元。

表6 2020—2022年及2023年1—3月

黑猫股份炭黑产销情况

指标	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
产能（万吨/年）	110.00	110.00	114.00	28.50

表7 2020—2022年及2023年1—3月复合肥原料采购情况表（单位：万吨、元/吨）

材料名称	2020年		2021年		2022年		2023年1—3月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
氮肥	36.20	681.14	27.53	1001.91	31.04	1539.27	9.72	1660.83
磷肥	19.00	1739.88	14.80	2437.33	15.06	3224.66	3.83	3073.87
钾肥	16.50	1858.37	10.82	2455.12	8.85	3898.96	3.80	3006.07
其他	1.45	6400.96	1.48	931.76	1.48	409.64	0.41	412.83

资料来源：公司提供

产量（万吨）	92.81	94.84	90.73	21.96
产能利用率（年化，%）	84.37	86.22	79.59	77.04
销量（万吨）	93.11	93.73	89.94	19.08
产销率（%）	100.32	98.83	99.13	86.87
平均售价（元/吨）	4968.23	7487.72	9739.02	9874.78
销售收入（亿元）	46.26	70.18	87.59	18.83

资料来源：公司提供

（3）复合肥

复合肥产业处于产能过剩状态，整体开工率较低，2021年受原料供应不足影响，公司复合肥产销量同比下降，整体业绩小幅下降；2022年受原料涨价影响，公司复合肥销售均价随原料价格上升，收入小幅增长。

公司复合肥业务主要由黑猫集团下属江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）负责生产经营。开门子肥业在景德镇、湖南、河南和河北拥有四个复合肥生产基地，产能分别为33万吨/年、30万吨/年、35万吨/年和50万吨/年，在贵州拥有一个磷石膏基地，可有效满足现有四个复合肥生产基地所需的原料磷肥。此外，开门子肥业拥有铁路专用线，能在一定程度上降低产品运输成本。

复合肥的主要原材料包括氯化铵、尿素、磷酸一铵、氯化钾等，目前，国内基础化肥行业产能过剩，原材料供应主要受原油价格及煤价的影响较大。2022年，开门子肥业前五大供应商采购金额占比为27.24%，供应商集中度一般。

采购方面，2020—2022年，主要原材料氮肥、磷肥和钾肥受环保等因素影响，供应偏紧，采购价格均持续增长。

生产销售方面，2020—2022 年，复合肥产销量均波动下降；产品平均售价随原材料价格增长。由于化肥行业整体产能过剩，为规避市场风险，行业普遍开工负荷较低，2022 年，开门子肥业产能利用率为 36.61%，同比小幅提升。

开门子肥业复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式。2022 年，开门子肥业前五名客户的销售额占总销售额的 6.28%，客户集中度低。结算方式为先款后货，客户收到货物后结清尾款。此外，如遇销售淡季，到年底会集中一并结清往来款。

表 8 2020—2022 年及 2023 年一季度
开门子肥业产销情况

指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
产能（万吨/年）	148.00	148.00	148.00	42.00
产量（万吨）	75.77	51.94	54.18	19.51
产能利用率（年化，%）	51.20	35.09	36.61	46.45
销量（万吨）	80.94	51.47	55.25	15.46

产销率（%）	106.82	99.10	101.97	79.24
平均售价（元/吨）	1773.41	2601.25	2822.74	2642.81
销售收入（亿元）	14.35	13.39	15.59	4.08

资料来源：公司提供

3. 房地产板块

公司房地产项目全部位于景德镇市，开发项目规模较小，安置房项目未来存在一定投资需求。

公司房地产业务分为两种模式，即商业地产和安置房。其中，商业地产项目均位于景德镇市，主要由黑猫集团下属子公司景德镇市开门子房地产开发有限公司（以下简称“开门子房地产”）运营，开发方式分为自主开发及合作开发，合作开发多为公司以土地出资，合作单位以现金出资的方式。

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

表 9 截至 2023 年 3 月底开门子房地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米）

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

资料来源：公司提供

公司安置房业务主要是针对景德镇市老城区范围内安置房项目的开发建设，开发主体主要为公司控股子公司古镇公司及其全资子公司景德镇市安居房地产开发有限公司（以下简称“安居房地产”）和景德镇市国信置业有限公司

（以下简称“国信置业”）。开发模式为公司先通过公开市场“招拍挂”方式取得安置房的建设用地，再进行安置房的开发建设工作，安置房的建设资金来源主要为自有资金和外部融资。公司通过招标确定建设方，项目建设完工后，公司负

责向符合动迁安置房购买资格的对象进行销售。公司销售的安置房主要为定向销售，以约定价格向安置户出售安置房，安置价格一般为

3500~4000元/平方米。截至2023年3月底，公司安置房项目预计总投资84.84亿元，已投资66.32亿元，未来存在一定的资金需求。

表10 截至2023年3月底安置房项目销售情况（单位：亿元、万平方米）

项目	预计总投资	已投资	开工时间	(预计)竣工时间	总建筑面积	已售面积	累计确认收入	累计回款
中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房项目（古镇天御）	19.71	19.71	2013	2020	43.70	30.62	10.01	12.03
沿江东路棚户区改造安置房项目（古镇公元）	12.28	5.89	2013	2013	18.89	14.82	4.97	5.77
沿江东路棚户区改造安置房小区二期（景北、尚东安置房工程）	3.55	3.49	2014	2014	9.26	7.07	1.69	1.77
梧桐雅苑	8.27	6.03	2019	2021	16.73	8.00	3.30	4.03
滨江盛景	8.66	3.85	2021	2023	14.76	0.89	0.00	0.35
锦泰御园	2.03	2.03	2015	2017	7.60	7.47	2.19	2.96
国信滨江苑	12.41	12.79	2018	2020	31.48	23.17	9.56	10.36
国信御城	5.47	5.47	2010	2021	16.83	10.35	6.09	6.49
国信佳苑	1.94	1.69	2020	2021	6.39	2.30	1.05	1.31
国博府	10.52	5.37	2021	2024	17.42	--	--	--
合计	84.84	66.32	--	--	183.06	104.69	38.86	45.07

资料来源：公司提供

4. 基础设施建设板块

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

公司基础设施建设业务主要包括园区开发建设、棚户区改造、老城改造、市政建设等项目，业务模式分为BT、政府购买服务、委托代建和

自营模式，其中，BT、政府购买服务及委托代建模式回款均由政府或委托方支付，自营模式回款来源主要为项目运营收入。项目前期，受资金拨付进度影响，公司均需垫付项目款，资金来源主要为借款、发债募集的资金及公司自有资金。截至2023年3月底，公司已签协议的主要在建基础设施项目中，BT、政府购买服务及委托代建项目拟回购总金额123.29亿元，已收到项目回款47.33亿元。

表11 公司已签协议的主要基础设施建设项目回款情况（单位：亿元）

项目名称	拟回购总金额	截至2023年3月底已回购金额	未来三年回款计划		
			2023年4—12月	2024年	2025年
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	36.92	7.46	1.94	1.94	1.94
航空及先进装备制造产业基地	24.47	23.96	0.20	0.20	--
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）项目	14.57	9.74	1.56	1.19	1.88
其他市政建设项目	47.33	6.17	5.30	8.20	10.11
合计	123.29	47.33	9.00	11.53	13.93

资料来源：公司提供

自营项目中，景德镇市高岭·中国村田园综合体建设项目由黑猫集团子公司景德镇开门子文旅产业发展有限责任公司（以下简称“开门子文旅”）投资建设，项目位于景德镇市浮梁县鹅湖镇，总体规划面积2483.61公顷，规划总建筑

面积1006638.00m²。项目空间总体布局为“一环两带串五区”；一环：高岭风光环线；两带：两条南北向贯穿规划区的界新河与桥溪河形成的滨水风光带；五区：由农业体验区、茶海度假区、商务度假区、康体养生区、乡野文化区组成的五

大功能区。项目建设期为2019年至2036年，具体分为三个阶段滚动式发展。一期：2019~2021年为重点项目启动期，以农业项目为核心，开发部分文化休闲项目，实施田园综合体基础设施工程；二期：2022~2026年为全面开发运营期，着力打造田园综合体体系，大部分农业、文旅产品和社区建成试运营；三期：2027~2036年为三产项目开发期，推动一产、二产、三产的相互衔接，

完善田园综合体的产业链，提升基础设施，项目整体建成。

截至2023年3月底，公司主要在建基础设施项目总投资合计234.22亿元，已完成投资金额合计152.87亿元。其中，自营在建项目投资规模大，未来收益存在不确定性，需关注预期收益实现情况。

表 12 截至 2023 年 3 月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

业务模式	项目名称	运营主体	总投资	已投资	开工时间	预计完工时间	2022 年确认收入	未来三年投资计划		
								2023 年	2024 年	2025 年
政府购买服务	景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	集团本部	25.90	25.39	2018	2022	0.12	--	--	--
委托代建	航空及先进装备制造产业基地	景德镇合盛产业投资发展有限公司	18.69	24.29	2014	2022	0.74	0.18	0.20	--
	景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）项目	景德镇市华信建设投资有限公司	10.25	10.18	2015	2022	1.44	1.56	1.19	1.88
	其他市政建设项目	--	41.61	18.61	--	--	3.45	0.57	0.88	5.00
自营	景德镇市中心城区停车场建设项目	古镇公司	12.35	5.44	2017	2024	0.07	1.50	1.20	0.00
	景德镇市殡仪馆及公墓配套设施建设项目	景德镇市国信人文纪念有限公司	4.52	3.14	2019	2024	0.25	0.30	1.08	0.00
	景德镇市陶瓷技师培训中心（一期）	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	4.29	2.89	2019	2023	--	1.50	0.00	0.00
	景德镇现代农批市场与冷库项目	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	7.47	6.46	2019	2022	0.01	0.00	0.00	0.00
	景德镇国信·颐源康养项目（一期）	景德镇市国信康养产业有限公司	10.60	6.52	2019	2024	0.13	1.90	1.30	0.00
	景德镇市直升机航空产业孵化园项目	合盛公司	12.78	7.78	2020	2024	0.02	2.48	2.48	0.00
	景德镇市国际陶瓷文化旅游交流中心	景德镇市国信城市运营发展有限公司	16.41	13.25	2021	2024	0.00	3.43	0.00	0.00
	景德镇市智慧旅游集散中心建设项目	景德镇市国信城市运营发展有限公司	7.11	0.79	2021	2024	0.00	7.06	0.00	0.00
	景德镇市佛手湖陶瓷文化旅游景区建设项目（一期）	景德镇市国信城市运营发展有限公司	9.00	5.76	2022	2024	0.00	2.40	3.00	0.00
	景德镇物流中心建设项目	景德镇市国信物流仓储有限公司	7.64	1.15	2022	2024	0.00	4.66	2.00	0.00
	中国陶瓷产业智联网（工业互联网）基础设施建设项目	景德镇市国信城市运营发展有限公司	1.16	0.11	2022	2024	0.00	1.06	0.00	0.00
	高岭中国村项目	开门子文旅	44.44	21.11	2019	2036	0.25	3.00	3.00	5.00
合计		--	234.22	152.87	--	--	6.48	31.60	16.33	11.88

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司经营效率呈上升趋势。

2020—2022年，公司销售债权周转次数波动上升，存货周转次数持续提升，总资产周转次数保持稳定。2022年，公司销售债权周转次数和存货周转次数同比分别增至3.28次和0.79次；总资产周转次数为0.22次，同比保持稳定。

6. 未来发展

公司发展定位明确，未来通过整合景德镇市的优质经营性资产，资产规模和经营实力有望进一步提升；但未来拟发展的产业较为分散，产业间协同效果一般，对公司经营管理能力要求高。

未来，公司一方面不断拓展传统业务边界，提升传统业务的盈利能力，如在煤化工业务板块进一步加强研发投入、技术升级，优化产业布局 and 空间布局，积极推进向高附加值、差异化产品转型；在城市基础设施建设板块不断探索优化业务运营模式，积极开拓经营性项目，通过市场化运营实现合理的投资回报；在国有资产经营管理板块，通过转换经营方式、业务重组、不良债权处置等途径盘活市政府划转的相关国有资产，以市场化方式经营国有资产，提高经营收入等。

另一方面，在深耕多年的传统业务保持稳定发展的基础上，积极开拓其他业务板块和利润增长点，包括以融资担保、小贷、产业基金、陶瓷交易所为基础的金融服务板块，依托节能环保板块、文化旅游板块和城市运营板块等，未来计划逐步实施的各类投资项目包括人文公园项目（公墓及殡葬服务）、国际陶瓷博览贸易中心、空中之星固定翼商务机项目、康养项目、增材制造项目、智慧城市项目等。

通过传统业务的发展升级以及新增业务的规范化运作，公司将更好地履行其国有资产投资、运营公司的职能，进一步推动国资管理从“管资产”向“管资本”、从“资产经营”向“资本运营”转型，实现“资产、资本、资金、资源”的良性循环和国资运营方式的升级，为进一步实现国有资产保值增值及国有资本市场化运作

贡献力量。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司2023年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2020年，新纳入合并范围的子公司共13家，不再纳入合并范围的子公司4家。2021年，新纳入合并范围的子公司共8家，其中包括正业科技。2022年，新纳入公司合并范围的子公司共22家，包括景德镇市国信物流仓储有限公司、江西直升机有限公司和景德镇优锂产业投资合伙企业（有限合伙）等，截至2022年底净资产合计11.98亿元，2022年净利润合计-0.29亿元。2023年一季度，公司合并范围新增1家子公司。整体看，新增子公司规模不大，公司财务数据可比性较强。

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

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

2. 资产质量

2020—2022年末，随着基础设施建设项目投入、购地规模增加以及在建项目持续投入，公司资产规模保持较快增长。流动资产中，货币资金受限比例较高，应收类款项账龄偏长，存货以开发成本为主，整体流动性较弱。

2020—2022年末，随着基础设施建设项目投入、购地规模增加以及在建项目持续投入，公司资产规模持续增长，年均复合增长17.54%。截至2022年底，公司合并资产总额为1106.45亿元，较上年底增长15.95%。其中，流动资产占47.15%，公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表 13 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

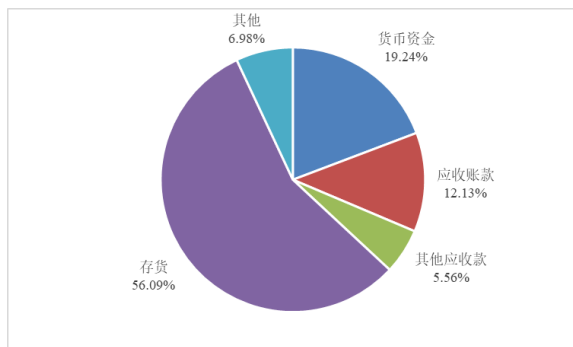
科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	455.41	56.86	441.31	46.25	521.74	47.15	561.27	48.67
货币资金	87.93	19.31	109.35	24.78	100.38	19.24	126.69	22.57
应收账款	44.78	9.83	57.02	12.92	63.27	12.13	58.03	10.34
其他应收款	26.98	5.92	28.82	6.53	28.99	5.56	33.39	5.95
存货	261.26	57.37	214.15	48.52	292.66	56.09	304.66	54.28
非流动资产	345.45	43.14	512.90	53.75	584.71	52.85	591.83	51.33
长期股权投资	31.12	9.01	37.54	7.32	37.55	6.42	37.76	6.38
投资性房地产	55.63	16.10	173.98	33.92	219.43	37.53	219.36	37.07
固定资产	79.92	23.13	74.51	14.53	84.49	14.45	86.29	14.58
在建工程	30.10	8.71	46.87	9.14	60.81	10.40	65.01	10.99
无形资产	90.62	26.23	106.27	20.72	96.70	16.54	96.64	16.33
其他非流动资产	16.59	4.80	21.33	4.16	31.56	5.40	31.75	5.36
资产总额	800.87	100.00	954.22	100.00	1106.45	100.00	1153.10	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

2020—2022年末，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长7.04%。截至2022年底，公司流动资产合计521.74亿元，较上年底增长18.22%。其中，存货较上年底增长36.67%，主要系增加在建项目（基建和房地产）投入以及购入未开发土地所致。

图7 截至2022年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

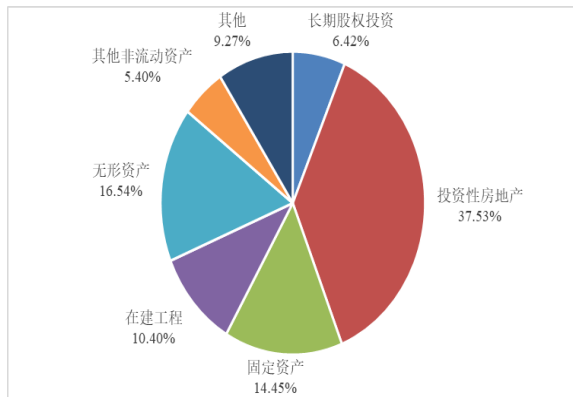
截至2022年底，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。其中，应收账款主要由基础设施建设业务和煤化工业务产生，账龄在1年以内的占64.53%，较上年底提升4.29个百分点；按特定组合计提坏账准备的应收账款占37.11%，系与政府及其所属单位的应收款项，预计不存在回收风险，均未计提坏账准备；应收账款整体坏账计提比例为5.71%，较

上年底下降0.64个百分点。其他应收款主要由与政府单位往来款项（占41.88%）和应收恒大地产集团（江西）有限公司股权转让款（占14.75%）构成，账龄在1年以内的占18.42%，较上年底下降5.39个百分点；坏账计提比例为14.98%，较上年底提升3.54个百分点。公司存货主要由开发成本（209.92亿元，占71.54%）构成，其中土地开发成本为135.32亿元（较上年底增加31.83亿元，主要系房地产新增土地储备），公司累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备0.75亿元。

(2) 非流动资产

2020—2022年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长30.10%。截至2022年底，公司非流动资产合计584.71亿元，较上年底增长14.00%。其中，投资性房地产较上年底增长26.12%，主要系古镇安居、紫晶宾馆等固定资产和无形资产，宏城农批冷链市场等在建工程转入所致；固定资产较上年底增长13.39%，主要系紫晶宾馆七号楼新建工程转固所致；在建工程较上年底增长29.74%，主要系增加对景德镇市国际陶瓷贸易交流交易中心、高岭中国村项目等项目的投入所致；其他非流动资产较上年底增长47.91%，主要系为收购景德镇市国有资产管理中心持有的江西景泰路桥工程有限公司51%股权，预付股权转让款9.56亿元所致。

图8 截至2022年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年底，公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。其中，长期股权投资主要由江西省景德镇浯溪口水利枢纽工程开发有限公司48.84%股权11.62亿元、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司45.10%股权8.97亿元及景德镇市陶汇投资发展有限公司16.85%股权5.54亿元构成，2022年权益法核算的长期股权投资收益为-0.22亿元，现金红利0.14亿元。投资性房地产按公允价值计量，包括房屋建筑物154.58亿元和土地使用权64.85亿元，2022年公允价值变动合计0.37亿元。固定资产主要由房屋及建筑物（占66.69%）和机器设备（占27.44%）构成。公司在建工程主要由黑猫集团在建项目及自营基础设施建设项目等构成，总投资金额较大，尚需投入资金量较大。公司无形资产主要由土地使用权（占32.37%）和林地使用权（占66.20%）构成，林地使用权系景德镇市人民政府划转的枫树山林地资产，由于林地资产的不动产权证书上林地使用权无明确的使用年限，故判定为使用寿命不确定的无形资产，未计提摊销。公司其他非流动资产主要由预付股权转让款9.56亿元、预付土地款8.52亿元和预付工程、设备款7.81亿元构成。

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

表14 截至2022年底公司资产受限情况

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

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

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020—2022 年末，受益于增资及资产划拨，公司所有者权益有所增长；所有者权益中实收资本和资本公积占比高，所有者权益结构稳定性较强。

2020—2022 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 13.57%。截至 2022 年底，公司所有者权益合计 388.42 亿元，较上年底增长 12.43%。其中，资本公积较上年底增加 31.65 亿元，主要系公司收到景德镇市财政局注入资本金 17.60 亿元和景德镇市国资委划拨资产 3.73 亿元（主要计入投资性房地产），合盛公司收到景德镇高新技术产业开发区管理委员会国有资产管理中心注资款 9.78 亿元所致；其他综合收益较上年底增加 6.69 亿元，主要系存货/在建工程/固

定资产/无形资产转投资性房地产首次评估增值所致。

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

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构变化不大。

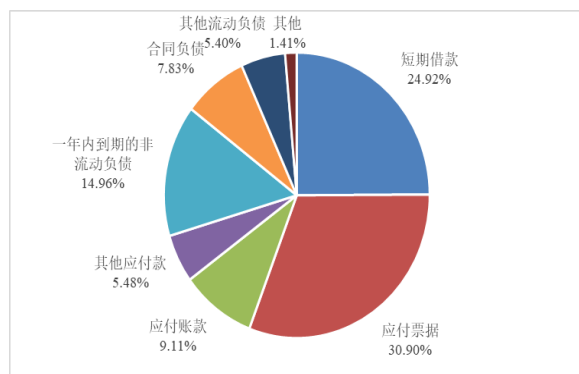
(2) 负债

2020—2022 年末，公司债务规模持续快速增长，债务负担较重。2023 年下半年，公司到期债务较为集中，存在集中偿付压力。

2020—2022 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 19.87%。截至 2022 年底，公司负债总额为 718.03 亿元，较上年底增长 17.96%。其中，流动负债占 50.83%，公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

2020—2022 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 18.89%。截至 2022 年底，公司流动负债合计 365.00 亿元，较上年底增长 10.37%。其中，短期借款较上年底增长 16.36%；应付票据较上年底增长 43.29%，主要系黑猫集团营业收入规模增加，通过银行承兑汇票结算方式付款增加所致。

图9 截至2022年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

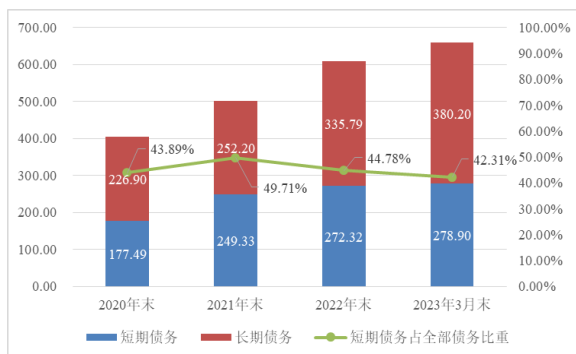
截至 2022 年底，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、合同负债和其他流动负债构成。其中，短期借款主要由保证借款（占 59.23%）和信用借款（占 26.15%）构成；应付票据主要由银行承兑汇票（占 94.76%）和国内信用证（占 4.28%）构成；应付账款账龄在一年以内（含 1 年）的占 73.40%；其他应付款主要为与景德镇陶文旅控股集团有限公司及政府部门的往来款，均无息，一年以内的占 49.80%；合同负债主要由预收工程款及销售款、预收售房款构成；其他流动负债主要由短期融资券构成。

2020—2022 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 20.92%。截至 2022 年底，公司非流动负债合计 353.02 亿元，较上年底增长 26.98%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。

截至 2022 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 35.07%）、应付债券（占 34.44%）和长期应付款（占 25.54%）构成。其中，长期借款主要由抵押借款（占 33.96%）、保证借款（占 31.47%）、质押借款（占 25.30%）和信用借款（占 9.28%）构成；公司长期应付款包括应付股权回购义务款 11.27 亿元、应付融资租赁款 25.39 亿元、应付景德镇市财政局 0.45 亿元及专项应付款 56.00 亿元。其中，专项应付款主要为政府为重点项目拨付的资金，2022 年新增专项应付款主要为景德镇市国际陶瓷文化博览旅游交流中心项目资金 6.00 亿元、高岭中国村农业产业融合示范园项目建设资金 2.90 亿元等。

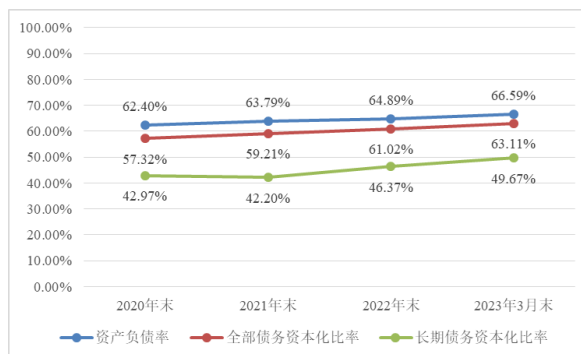
截至 2023 年 3 月底，公司负债总额为 767.83 亿元，较上年底增长 6.94%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中，流动负债占 48.25%，负债结构较上年底变化不大。

图 10 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 11 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2020—2022 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 22.63%。截至 2022 年底，公司全部债务为 608.11 亿元，较上年底增长 21.25%。债务结构方面，短期债务占 44.78%，结构相对均衡。从债务指标来看，2020—2022 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续增长，三年加权平均值分别为 64.06%和 59.74%；长期债务资本化比率波动增长，三年加权平均值为 44.44%，公司债务负担较重。

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

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

表 15 截至 2022 年底公司有息债务期限结构
（单位：亿元）

有息债务类别	6 个月以内（含）	6 个月（不含）至 1 年（含）	超过 1 年（不含）	合计
公司信用类债券	18.05	17.06	121.57	156.68
银行贷款	43.12	64.06	123.80	230.98
非银行金融机构贷款	8.05	7.15	22.09	37.29
其他有息债务	2.00	--	59.33	61.33

合计	71.22	88.27	326.79	486.28
占比（%）	14.65	18.15	67.20	100.00

资料来源：公司债券 2022 年年度报告

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业总收入持续增长。2022 年，煤化工业务毛利润受到挤压，加之债务规模推升财务费用，公司主业盈利水平下降，其他收益对利润的支撑作用进一步增强。2023 年一季度，受煤化工板块毛利润下滑影响，公司亏损面同比扩大。

2020—2022 年，公司营业总收入和营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 20.76%和 23.09%。2022 年，公司实现营业总收入 228.98 亿元，同比增长 21.22%，主要系煤化工及相关多元化产品价格上涨所致；营业成本 200.66 亿元，同比增长 26.66%，主要系煤化工及相关多元化产品原材料价格上涨所致。2020—2022 年，公司营业利润率分别为 13.09%、14.99%和 11.52%。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 16.38%。2022 年，公司费用总额为 33.27 亿元，同比增长 34.70%，主要系债务规模扩大推升财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 14.77%、30.20%、4.39%和 50.65%，以财务费用为主。2020—2022 年，公司期间费用率分别为 15.64%、13.07%和 14.53%。公司费用规模较大，对整体利润侵蚀大。

非经常性损益方面，2020—2022 年，公司投资收益分别为 2.30 亿元、-1.45 亿元和 0.10 亿元；其他收益分别为 5.70 亿元、7.87 亿元和 13.33 亿元，分别占营业利润的 153.84%、140.41%和 311.81%，对营业利润影响大。2022 年，公司其他收益中，公司本部收到市财政局拨付企业发展资金 6.50 亿元；合盛公司、景德镇国新建设工程有限公司、景德镇合盛科技企业孵化器有限公司、景德镇市景翔科技创新发展有限公司共收到景德镇高新技术产业开发区管理委员会国有资产管理中心拨付的一次性补贴资金 3.89 亿元。

表 16 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	157.02	188.90	228.98
毛利润（亿元）	24.59	30.48	28.32
期间费用（亿元）	24.56	24.70	33.27
其他收益（亿元）	5.70	7.87	13.33
利润总额（亿元）	4.35	5.40	4.74
营业利润率（%）	13.09	14.99	11.52
总资产收益率（%）	1.72	1.81	1.94
净资产收益率（%）	0.85	1.15	0.56

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资产收益率持续增长，三年加权平均值为 1.86%；净资产收益率波动下降，三年加权平均值为 0.79%。与所选公司比较，公司总资产报酬率偏低。从行业看，公司整体盈利水平较低。

表 17 2022 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
营业总收入（亿元）	228.98	122.52	114.00	51.39
销售毛利率（%）	12.37	21.51	10.66	-5.86
总资产报酬率（%）	2.03	3.17	2.35	1.48
净资产收益率（%）	0.75	4.27	1.59	0.36

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

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

5. 现金流

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

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	141.03	198.07	281.97	52.79
经营活动现金流出小计	159.97	196.72	307.24	49.24
经营现金流量净额	-18.95	1.34	-25.28	3.55
投资活动现金流入小计	7.56	2.91	5.06	0.60
投资活动现金流出小计	37.06	67.72	67.70	11.27
投资活动现金流量净额	-29.50	-64.81	-62.64	-10.67
筹资活动前现金流量净额	-48.45	-63.46	-87.91	-7.12
筹资活动现金流入小计	259.87	276.79	314.40	83.13
筹资活动现金流出小计	204.87	202.25	252.05	52.96
筹资活动现金流量净额	55.00	74.54	62.35	30.16
现金收入比（%）	76.43	79.20	103.22	78.88

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020—2022 年，随着煤化工板块原材料和产品价格上涨，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出均持续增长，年均复合增长率分别为 41.40%和 38.59%。2022 年，支付其他与经营活动有关的现金同比增加 17.32 亿元，主要系预付景德镇市国有资产管理中心收购景泰路桥工程有限公司股权款 9.55 亿元所致。2020—2022 年，公司经营活动净现金流波动大。同期，公司现金收入比持续增长，收入实现质量较弱。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流持续表现为净流出，主要系高岭中国村项目、景德镇市殡仪馆及公墓、国信康养项目、景德镇市国际陶瓷贸易交流交易中心、景德镇现代农产品批发市场项目等自营项目持续投入所致。

2020—2022 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -48.45 亿元、-63.46 亿元和 -87.91 亿元，资金缺口持续扩大。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入持续增长。2022 年，公司筹资活动现金流入 314.40 亿元，其中，吸收投资收到的现金 23.14 亿元；筹资活动现金流出 252.05 亿元，其中，分配股利、利润或偿付利息支付的

现金 21.23 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金同比增加 13.59 亿元，主要系融资租赁所支付的现金增加所致。2020—2022 年，公司筹资活动现金净额波动增长，年均复合增长 6.47%。

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

6. 偿债指标

公司偿债指标表现较弱，间接融资渠道畅通且下属子公司具备直接融资渠道。

表 19 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率（%）	176.35	133.44	142.94
	速动比率（%）	75.18	68.69	62.76
	经营现金/流动负债（%）	-7.34	0.41	-6.92
	经营现金/短期债务（倍）	-0.11	0.01	-0.09
	现金类资产/短期债务（倍）	0.58	0.44	0.38
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	22.24	24.56	30.15
	全部债务/EBITDA（倍）	18.18	20.42	20.17
	经营现金/全部债务（倍）	-0.05	0.00	-0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	2.20	1.98	1.34
	经营现金/利息支出（倍）	-1.87	0.11	-1.12

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2020—2022年末，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，三年加权平均值分别为146.77%和67.02%，流动资产对流动负债的保障程度尚可。同期，公司现金短期债务比持续下降，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。

从长期偿债指标看，2020—2022年，公司 EBITDA 持续增长，但债务规模快速增长推升利息支出，EBITDA 利息倍数持续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；同期，全部债务/EBITDA 波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。

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

回租赁合同》提供的担保。

重大未决诉讼方面，公司2021年5月公告显示，2020年6月，公司将景德镇市景兴房地产开发有限公司（以下简称“景兴地产”）100%股权以6.79亿元对价转让给恒大地产集团（江西）有限公司（以下简称“恒大地产”），恒大地产仅支付首期30%的转让价款，但未按约定时间支付剩余转让价款。公司请求依法判令恒大地产支付股权转让款2.72亿元及延期利息和违约金。截至2023年3月底，公司应收恒大地产股权转让款5.02亿元，计提坏账准备0.98亿元，未来存在一定坏账损失风险。另外，2020年5月，景兴地产因土地出让金需要，向公司借款0.50亿元，借款期限为半年，但未按期还款，公司请求依法判令景兴地产归还借款及利息。经江西省景德镇市中级人民法院依法审理，2021年6月16日判决被告景兴地产于判决生效之日起十日内向公司偿还借款人民币本金0.50亿元整及逾期利息（自2020年11月9日起，以借款本金5000万元为基数按年利率3.85%计算至实际付清为止）。景兴地产未上诉。截至2023年3月底，景兴地产尚未执行判决结果。

银行授信方面，截至2022年底，公司获得主要贷款银行授信额度合计428.86亿元，尚未使用的授信额度为99.89亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属黑猫股份及正业科技为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部经营部分基础设施建设业务，收入规模较小，经营获现能力弱，利润主要来自其他收益。公司本部承担了部分有息债务且以直接融资为主，资产主要由其他应收款、存货、长期股权投资及投资性房地产构成，资产流动性较弱；公司本部对外部融资依赖度高，存在一定的短期偿债压力。

截至 2022 年底，公司本部资产总额为 514.03 亿元，较上年底增长 10.98%，主要系对子公司增资及提供资金支持所致。其中，非流动

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

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

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 245.12 亿元，较上年底增长 9.84%，主要系收到增资款所致。所有者权益中，实收资本占 40.80%、资本公积占 42.86%，权益稳定性强。

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

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金净流出 1.82 亿元，净流出规模同比缩小，但经营获现能力仍弱；投资活动现金净流出 7.89 亿元，其中取得子公司及其他营业单位支付的现金净额为 4.12 亿元，系对下属子公司景德镇金

融控股有限责任公司和江西直升机有限公司等的增资；筹资活动现金净流入 5.16 亿元，其中吸收投资收到的现金为 12.22 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 10.15 亿元。

九、外部支持

公司作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，政府在资本注入、资产划转和财政补贴等方面给予公司的支持力度大。政府支持能力一般，支持可能性很大。

1. 支持能力

2020—2022 年，景德镇市地区生产总值持续增长。2022 年，景德镇市 GDP 位居江西省第十位，同比增长 4.7%。全年全市规模以上工业增加值同比增长 8.4%，列全省第 6 位。全市规模以上工业营业收入同比增长 27.6%，列全省第 1 位；利润总额同比增长 37.8%，列全省第 2 位。同期，一般公共预算收入比上年下降 7.4%。在一般公共预算收入中，税收收入占比为 50.2%。截至 2021 年底，景德镇市政府负债率为 36.37%，政府债务负担相对较重。景德镇市政府财政实力一般，支持能力一般。

2. 支持可能性

公司是景德镇市人民政府直属的国有独资企业，作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，在资本注入、资产划转及财政补贴方面得到了地方政府的大力支持。景德镇市人民政府每年给予公司一定的财政资金补贴，2020—2022 年，公司分别获得其他收益 5.70 亿元、7.87 亿元和 13.33 亿元。

2020 年，公司控股子公司景德镇市水利投资有限公司根据景府办抄字（2020）66 号文件精神，收到划拨资产 9.17 亿元，其中：划入土地资产 9.09 亿元，划入固定资产 0.08 亿元；控股子公司古镇公司根据景德镇市人民政府办公室抄告单“景府办抄字（2020）91 号”文件收到市财政局投入款 1.66 亿元；公司收到划拨土地 1.00 亿元，收到划拨房屋建筑物 0.41 亿元；公司及控股子公司收到

国有资本收益返还款合计0.61亿元；公司收到景德镇市国资委划入景德镇公共交通有限公司股权款0.11亿元；航空产业园项目专项资金转入及权益法核算增加资本公积合计0.14亿元。

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

2022年，公司收到景德镇市财政局注入资本金17.60亿元和景德镇市国资委划拨资产3.73亿元（主要计入投资性房地产），合盛公司收到景德镇高新技术产业开发区管理委员会国有资产管理中心注资款9.78亿元。

公司的国资背景和区域地位有利于其获得政府支持，且公司在资本注入、资产划转和政府补助等方面获得有力的政府支持，政府支持可能性很大。

十、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行对公司债务结构影响小，公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后的长期债务保障能力较弱。考虑到公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在资金注入和资产划拨方面获得的政府支持力度大，融资渠道畅通，能够对本期公司债券的偿付提供有效支持。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期公司债券发行金额上限为9亿元，按发行金额上限9亿元测算，本期公司债券分别占2022年底公司长期债务和全部债务的2.68%和1.48%，对公司现有债务结构影响小。以2022年底财务数据为基础，本期公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由64.89%、61.02%和46.37%上升至65.18%、61.37%和47.02%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期公司债券募集资金拟全部用于偿还到期或回售的公司债券本金，公司

实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2022年，公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后的长期债务保障能力较弱。

表 20 本期公司债券偿还能力测算

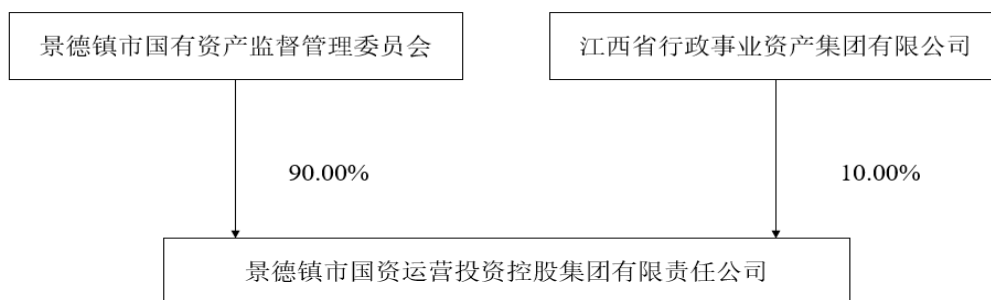
项目	2022年
发行后长期债务*（亿元）	344.79
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.82
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.07
发行后长期债务/EBITDA（倍）	11.44

注：发行后长期债务为将本期公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

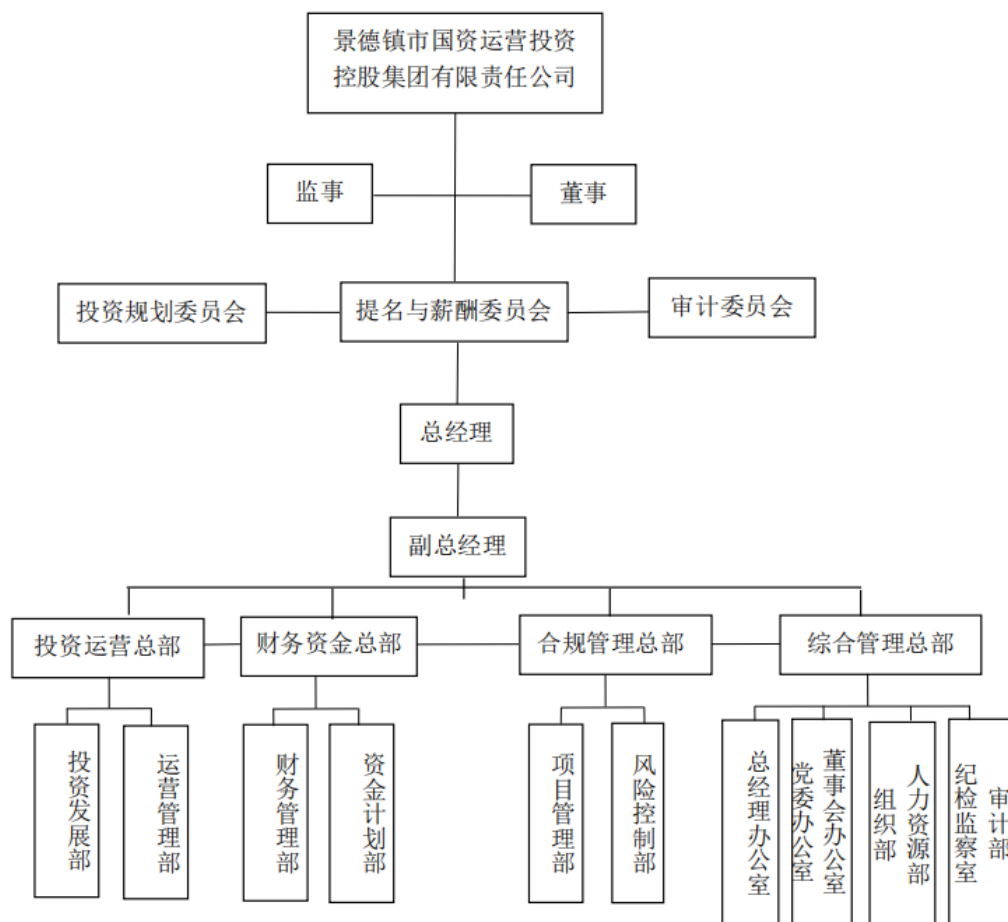
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA⁺，本期公司债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

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



资料来源：公司提供

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



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底景德镇市国资运营投资控股集团有限公司

一级子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	享有的表决权	取得方式
景德镇黑猫集团有限责任公司	生产企业	100%	100%	政府划拨
景德镇市公共交通公司	公共交通	100%	100%	政府划拨
景德镇市国信置业有限公司	房地产开发	100%	100%	投资设立
景德镇市国信康养产业有限公司	房地产开发	100%	100%	投资设立
景德镇市古镇投资管理有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇市国信节能科技有限公司	节能服务	51%	51%	投资设立
景德镇市国信宏城建设开发有限公司	市政基础设施建设	100%	100%	投资设立
景德镇合盛产业投资发展有限公司	土地开发及房地产	80%	80%	非同一控制下企业合并
景德镇市国信清源生态环保有限公司	医疗废物收集处理	60%	60%	政府划拨
景德镇市国信再生资源有限公司	废旧物资回收销售加工	100%	100%	投资设立
景德镇市国信资产管理有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇市国信瓷立方陶瓷有限公司	生产贸易	100%	100%	投资设立
景德镇市国信工程管理有限公司	工程项目管理	100%	100%	投资设立
景德镇市国信人文纪念有限公司	殡葬服务	100%	100%	投资设立
景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司	服务贸易	60%	60%	投资设立
景德镇市国信粮贸资产投资运营有限责任公司	服务贸易	60%	60%	投资设立
景德镇市国信城市运营发展有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇市园林绿化有限责任公司	园林绿化	100%	100%	政府划拨
景德镇市市政公用集团有限责任公司	市政工程	100%	100%	政府划拨
景德镇市水利投资有限公司	水利投资	100%	100%	政府划拨
景德镇市国顺机动车驾驶员服务有限公司	驾驶培训	100%	100%	投资设立
景德镇市保安服务有限公司	保安服务	100%	100%	政府划拨
景德镇金融控股有限责任公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇市国信智慧数字科技有限公司	保安服务	60%	60%	投资设立
景德镇国控新型城市产业有限公司	文化产业	100%	100%	投资设立
景德镇国控环境产业有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇航空产业投资发展有限公司	投资管理	100%	100%	投资设立
景德镇新闻传媒集团有限责任公司	新闻出版	57.14%	60%	投资设立
景德镇市镇兴房地产开发有限公司	房地产开发	60%	60%	投资设立
景德镇公共交通有限公司	公共交通	100%	100%	非同一控制下企业合并
江西直升机有限公司	航空运输设备制造	66.05%	66.05%	非同一控制下企业合并
景德镇官方陶瓷旗舰店运营管理有限公司	日用陶瓷制品销售	100%	100%	投资设立
景德镇市投资有限责任公司	投资与资产管理	100%	100%	投资设立

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

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

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

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

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务核算
 资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 景德镇市国资运营投资控股集团有限公司 2023 年面 向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的 跟踪评级安排

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

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

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

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

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