



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

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20232825D-01

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 8 月 17 日

发行人

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司

本期债项评级结果

AA⁺

发行要素

拟发行金额为不超过 9 亿元（含 9 亿元），不设置超额配售，期限为 3 年，每年付息一次、到期一次性还本，附设第 2 年末公司票面利率调整选择权、投资者回售选择权和公司赎回选择权，募集资金用于偿还到期或回售的公司债券本金。

评级观点

中诚信国际认为景德镇市的政治经济地位重要，经济保持增长，潜在的支持能力强；景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“景德镇国控”或“公司”）是景德镇市最重要的国有资本运营投资主体，在推进景德镇城市建设和国有资本投资运营中发挥重要作用，对景德镇市政府的重要性很高，与景德镇市政府维持高度的紧密关系，持续获得政府大力支持。同时，需关注债务增长、债务集中到期偿付压力、部分项目资金平衡的不确定性、煤化工行业周期性波动及股权收购相关投资风险对其经营和整体信用状况造成的影响。

正 面

- **地位重要性很高。**公司是景德镇市政府重点打造的国有资本投资运营公司，业务领域涵盖煤化工产业、基础设施建设、房地产开发等，拥有上市公司等优质资产，并承担景德镇航空及先进装备制造产业基地、汽车产业园等重要产业园区的基础设施建设任务，具有重要地位。
- **持续获得股东支持。**近年来，景德镇市政府通过货币增资、划拨土地、注入实物资产和政府补贴等多种形式支持公司发展。

关 注

- **债务规模增长较快且短期偿债压力较大。**随着公司业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，债务规模增长较快，资本结构有待优化。截至2023年3月末，公司短期债务占比达42.96%，账面货币资金无法对短期债务形成覆盖，且货币资金受限比例较高，面临较大的短期偿债压力。
- **项目资金平衡存有不不确定性。**公司赣东北综合物流园（一期）、高岭中国村等项目均为公司自营投资建设，投资规模很大，均需依靠后续经营实现收益，资金平衡具有不确定性。
- **行业周期性波动风险。**煤化工行业周期性较强，其中 2022 年煤化工产品及原材料价格宽幅震荡，其中焦炭产品价格先涨后跌，炭黑行业整体亏损，公司炭黑、焦炭、复合肥业务的经营状况易受到行业波动的影响，导致公司盈利水平出现较大变化，2023 年上半年预计保持亏损状态。
- **股权投资风险。**广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）自2021年起纳入公司合并报表范围，2021 年扭转2019~2020年亏损局面实现盈利，但2022年再次转亏，正业科技经营情况存在一定不确定性，加之正业科技新能源板块投资计划较大，公司对正业科技股权收购可能面临一定投资风险。

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

景德镇国控（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	835.32	954.22	1,106.45	1,153.10
经调整的所有者权益合计（亿元）	276.74	345.29	388.23	385.27
负债合计（亿元）	504.21	608.73	718.03	767.83
总债务（亿元）	386.15	501.53	599.39	649.15
营业总收入（亿元）	157.45	188.90	228.98	52.08
经营性业务利润（亿元）	3.30	11.49	6.44	-3.96
净利润（亿元）	3.83	3.98	2.16	-3.78
EBITDA（亿元）	22.01	24.79	29.67	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-18.95	1.34	-25.28	3.55
总资本化比率（%）	58.25	59.23	60.69	62.77
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.46	1.53	1.32	--

注：1、中诚信国际根据景德镇国控提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度数据采用 2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司债务，中诚信国际将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算，将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

发行人概况

景德镇国控前身系景德镇市工业投资有限公司，于 2004 年 11 月经景德镇市人民政府批准设立，初始注册资本为 1,000.00 万元。经多次股权划转及变更，截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，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”）持有公司 90.00% 股权，江西省行政事业资产集团有限公司持有公司 10.00% 股权，公司控股股东和实际控制人均为景德镇市国资委。公司是景德镇市最重要的国有资本投资运营主体，承担着景德镇市城市基础设施建设和国有资本投资运营的职能，业务范围包括城市基础设施建设、煤化工及其附属产品的生产和销售、产业投资及房地产开发销售等。

表 1：截至 2022 年末公司主要一级子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2022 年末			2022 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
景德镇黑猫集团有限责任公司	黑猫集团	91.39	286.45	59.66	79.17	176.05	-1.06
景德镇市国信置业有限公司	国信置业	100.00	39.47	2.42	93.87	1.47	0.18
景德镇市古镇投资管理有限公司	古镇投资	67.14	111.60	64.15	42.52	6.56	0.76
景德镇合盛产业投资发展有限公司	合盛产投	80.00	306.54	167.67	45.30	23.89	0.93
景德镇市国信宏城建设开发有限公司	国信宏城	89.57	26.92	6.04	77.56	3.80	0.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

发行条款

公司公司债券注册额度为 20 亿元，本期拟发行金额为不超过 9 亿元（含 9 亿元），期限为 3 年。

票面利率调整选择权：发行人有权在本期债券存续期的第 2 年末调整本期债券后续计息期间的票面利率。

投资者回售选择权：债券持有人有权在本期债券存续期的第 2 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给发行人。

赎回选择权：发行人有权在本期债券存续期间的第 2 年末赎回本期债券全部未偿份额。

募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期或回售的公司债券本金。

发行人信用质量分析概述

区域环境

景德镇市为江西省地级市，下辖 2 区（珠山区、昌江区）、1 县（浮梁县）、1 县级市（乐平市），拥有国家级的景德镇高新技术产业开发区，北边与安徽省东至县交界，南边、西边和东边与上饶市交界，是环鄱阳湖新经济圈的重要城市。景德镇市产业特色明显，主要产业包括陶瓷产业、航空产业、汽车产业和旅游产业，并着力建设“3+1+X”的产业模式。截至 2022 年末，景德镇市常住人口 162.18 万人，常住人口城镇化率为 66.48%。

景德镇市产业特色突出，发展态势良好，地区生产总值（GDP）逐年增长，2022 年全年 GDP 为 1,192.19 亿元，按可比价计算，同比增长 4.7%，增速位居全省第八，增速有所放缓，但依旧保持增长趋势。同年，景德镇市人均 GDP7.35 万元，居省内第五位，略高于全省平均水平。

表 2：2022 年江西省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
江西全省	32,074.70	-	7.09	-	2,948.30	-
南昌市	7,203.50	1	11.10	1	457.68	1
赣州市	4,523.63	2	5.03	11	306.06	2
九江市	4,026.60	3	8.83	4	303.40	3
宜春市	3,473.12	4	6.99	6	277.48	4
上饶市	3,309.70	5	5.14	10	250.86	5
吉安市	2,750.33	6	6.22	8	190.87	6
抚州市	1,945.62	7	5.44	9	136.24	7
新余市	1,252.15	8	10.41	3	88.94	11
鹰潭市	1,237.55	9	10.71	2	100.28	9
景德镇市	1,192.19	10	7.35	5	94.00	10
萍乡市	1,160.33	11	6.41	7	107.11	8

注：人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

近年来景德镇市财政收入有所波动，2022 年，景德镇市一般公共预算收入同比下降 7.4%，在江西省内各地市降幅较为突出，税收收入占比也随之下降，主要系增值税留抵退税规模较大，同时房地产市场不景气致使相关税收减少所致，需持续关注未来一般公共预算收入的变动情况。景德镇市财政自给率较低，政府性基金收入是景德镇市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，近年来整体呈下降趋势。再融资环境方面，近年来景德镇市政府债务余额快速增长，广义债务率处于全国中游水平，区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍高于全国平均水平，净融资额呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 3：近年来景德镇市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	957.14	1,102.31	1,192.19
GDP 增速（%）	3.70	8.70	4.70
人均 GDP（万元）	5.91	6.80	7.35
固定资产投资增速（%）	8.40	9.40	8.10
一般公共预算收入（亿元）	100.05	101.49	94.00
政府性基金收入（亿元）	261.16	221.27	222.87
税收收入占比（%）	61.83	62.16	50.19
公共财政平衡率（%）	42.38	44.80	37.98
债务余额（亿元）	300.38	400.86	467.97

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：景德镇市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司作为景德镇市最重要的国有资本投资运营主体及重要的基础设施建设主体，业务覆盖景德镇市核心区域，业务领域涵盖基础设施建设、煤化工及相关多元化产业、产业投资及房地产开发等，维持较强的业务竞争力；同时，公司煤化工板块业务对手方和运营模式较为稳定，上下游合作客户较为密切，

煤化工形成了炭黑、焦炭、复合肥及煤化工附属产品等具有一定竞争力的产业群，业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，煤化工产品及原材料价格宽幅震荡，其中焦炭产品价格先涨后跌，炭黑行业整体亏损，公司煤化工板块盈利下滑明显，后续经营和投资情况均需持续关注。此外，公司自营投资项目规模较大且回收期长，项目资金平衡存在很大的不确定性，需关注公司投资项目收益实现情况。

表 4：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦炭	32.94	20.92	17.47	50.93	26.96	32.94	48.92	21.36	11.26	13.06	25.08	0.54
炭黑	46.26	29.38	12.03	70.18	37.15	46.26	87.59	38.25	4.14	18.84	36.17	0.50
复合肥	14.35	9.12	8.41	13.39	7.09	14.35	15.60	6.81	5.58	4.11	7.90	3.09
煤化工附属产品	12.53	7.96	9.06	11.53	6.10	12.53	15.84	6.92	-1.53	3.75	7.20	-22.19
房地产	8.53	5.42	21.05	15.00	7.94	8.53	10.79	4.71	21.94	0.72	1.39	9.54
基础设施建设	26.06	16.55	20.75	16.47	8.72	26.06	17.05	7.45	34.47	2.71	5.21	25.33
电子智能科技	-	-	-	-	-	-	9.77	4.27	30.23	1.53	2.93	32.58
其他	16.77	10.65	-	11.40	6.03	-	23.42	10.23	--	7.35	14.12	--
营业收入/毛利率合计	157.45	100.00	16.64	188.90	100.00	16.13	228.98	100.00	12.37	52.08	100.00	7.57

注：其他收入主要来源不良债权处置收入、物业租赁收入、贸易收入、园区运营等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设业务

公司基础设施建设业务在建项目量较充足，承担基础设施建设运营职能不变，业务稳定性较好，具有一定规模项目储备和项目投资支出，业务可持续性一般；同时，公司自营项目较多且投资规模较大，项目收益实现存有一定不确定性，中诚信国际将对项目经营及资金平衡情况保持关注。

公司基础设施建设业务主要由公司本部及子公司合盛产投、国信宏城、景德镇市华信建设投资有限公司（合盛产投子公司，以下简称“华信建设”）及古镇投资等实施，业务涉及棚户区改造、园区开发建设、老城保护改造等，展业范围覆盖景德镇市核心区域。业务模式分为 BT 回购、委托代建、政府购买服务和自营模式，在建项目投资规模较大，业务稳定性较好，但近年来公司项目投资模式转向自营，自营模式下的项目投资压力较大，且回收周期长。

BT 回购由公司与景德镇市人民政府直接签署委托实施项目建设及回购框架协议，由公司委派项目部或项目公司实施具体建设。项目资金来源主要为借款、发行债券募集的资金及公司自有资金，按照成本加成法确认收入。截至 2023 年 3 月末，公司 BT 回购项目均已完工，且暂无拟建项目。截至 2023 年 3 月末，乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目已确认收入并收回全部回购金额 24.20 亿元，西瓜洲地段棚户区改造项目中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目应收回购资金 25.50 亿元，已收回款项 24.87 亿元，但因项目分批办理竣工结算手续，仅确认收入 0.68 亿元，收入确认进度较慢。

委托代建方面，公司接受景德镇市政府及景德镇市高新区政府的委托，承担景德镇市基础设施项目的建设。项目的资金来源主要为公司自有资金、银行借款以及债券融资等。公司各年根据

当年各项目实际投资额向市政府相关部门申请相应款项拨款，市政府相关部门按照项目总的投资成本加成一定比例支付代建项目款。截至 2023 年 3 月末，公司主要委托代建项目剩余投资规模不大，暂无拟建委托代建项目，项目回款情况一般。

政府购买服务主要是公司与景德镇市房产管理局签订《政府购买服务协议》，负责景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目，截至 2023 年 3 月末，项目已基本完成投资，但项目回款自 2018 年起分 19 年回款，回款周期较长，截至 2023 年 3 月末已回款 7.46 亿元，后续回款情况需保持持续关注。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建基础设施项目（亿元）

项目	运营主体	计划总投资	已投资	累计已确认收入	全部应收回金额	已收回款项	建设期	模式
航空及先进装备制造产业基地项目	合盛产投	18.69	24.29	23.79	24.47	23.96	2014~2023	委托代建
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）	华信建设	10.25	10.18	9.52	14.57	9.74	2015~2022	委托代建
其他市政项目	公司本部	41.61	18.61	12.59	47.33	6.17	--	委托代建
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	公司本部	25.90	25.39	26.45	36.90	7.46	2018~2022	政府购买服务
合计	--	96.45	78.47	72.35	123.27	47.33	--	--

注：“其他市政项目”包括市茶山片区及湖田南河防洪排涝设施工程、景东大道二期、市老南河片区防洪排涝设施建设项目、瓷都大道西段道路改造工程、市原罗家滩收费站西迁项目、西城区中片雨污水管网修复改造工程等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司自主开发运营的项目主要包括赣东北综合物流园（一期）¹、景德镇市中心城区停车场建设项目、景德镇市国际陶瓷文化旅游交流中心、景德镇市直升机航空产业孵化园项目、高岭中国村项目等，主要由公司本部和各子公司投资建设，资金来源包括企业自筹资金、银行贷款和债券融资，此外，景德镇市中心城区停车场建设项目和高岭中国村等项目亦获得了一定政府专项债资金支持。截至 2023 年 3 月末，上述自营项目预计总投资 147.92 亿元，已投资 80.27 亿元，未来将通过运营产生物流收入、停车费收入、康养收入、厂房出售出租收入等实现项目资金平衡。其中，高岭中国村项目投资规模较大，自 2022 年 9 月开始试运营，目前收入来源主要是景区门票和酒店住宿收入，收入规模很小，未来将通过旅游、餐饮、住宿、园区内容运营等方式实现收益，项目未来收益实现具有很大的不确定性。赣东北综合物流园（一期）等项目受土地出让市场遇冷影响，未来收益实现亦面临较大挑战。此外，子公司合盛产投在景德镇高新区投资较大规模建设园区标准化厂房项目，未来通过厂房租赁方式获取收益，但收益实现有赖于景德镇高新区未来招商引资及产业导入情况，亦存有一定不确定性。

整体来看，公司已投运项目均处运营较早期，对收入和利润的贡献较弱，中诚信国际将对公司自营项目后续的运营情况、投资回收及收益情况保持密切关注。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要在建自营项目情况（亿元）

项目	运营主体	预计总投资	已投资	开工时间	累计已确认收入	是否已开始运营	收益来源
景德镇市中心城区停车场建设项目	古镇投资	12.35	5.44	2017	0.09	是	停车服务收入及广告位出租收入
景德镇市殡仪馆及公墓配套设	国信人文	4.52	3.14	2019	0.75	是	殡葬服务收入

¹赣东北综合物流园（一期）总投资 16 亿元，截至 2023 年月末，已投资 3.92 亿元，后续无开发计划。

施建设项目								
景德镇市陶瓷技师培训中心（一期）	国信宏城	4.29	2.89	2019	0.00	否	出租	
景德镇现代农批市场与冷库项目	国信宏城	7.47	6.46	2019	0.004	否	出租	
景德镇国信·颐源康养项目（一期）	国信康养	10.60	6.52	2019	0.03	是	出售+出租	
景德镇市直升机航空产业孵化园项目	合盛产投	12.78	7.78	2020	0.00	否	出租	
景德镇市国际陶瓷文化旅游交流中心	国信城市运营	16.41	13.25	2021	0.00	否	对外出租	
高岭中国村项目	开门子文旅	44.44	21.11	2019	0.66	是	旅游、餐饮、住宿、出租等	
景德镇高新区电子信息产业标准厂房建设项目	合盛产投	4.12	2.96	2021	0.00	是	出租	
景德镇市智慧旅游集散中心建设项目	国信城市运营	7.11	0.79	2021	0.00	否	物业租赁、广告	
景德镇物流中心建设项目	国信城市运营	7.64	1.15	2022	0.00	否	仓储、物流收入	
中国陶瓷产业互联网（工业互联网）基础设施建设项目	国信城市运营	1.16	0.11	2022	0.02	是	信息服务	
景德镇市佛手湖陶瓷文化旅游景区建设项目	国信城市运营	9.00	5.76	2022	0.00	否	物业租赁、餐饮、门票、广告	
景德镇市高新区智慧产业标准厂房建设项目	合盛产投	6.03	2.91	2022	0.00	否	出租	
合计		147.92	80.27	-	1.554	-	-	-

注：“国信人文”指公司子公司景德镇市国信人文纪念有限公司，“国信康养”指公司子公司景德镇市国信康养产业有限公司，“国信城市运营”指公司子公司“景德镇市国信城市运营发展有限公司”，“开门子文旅”指公司子公司“景德镇开门子文旅产业发展有限责任公司”。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

炭黑业务

子公司黑猫集团在炭黑生产销售方面具有一定规模化优势，产能利用率维持在行业较好水平，原材料采购和产品销售客户集中度不高，但受大类能源化工品价格及轮胎行业需求变动影响，公司炭黑业务盈利存在较大波动，2022 年盈利大幅下滑。

公司炭黑业务主要由子公司黑猫集团控股的上市公司江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”，002068.SZ）经营。炭黑生产的主要原料为煤焦油，约占总成本的 85%。近年来，黑猫股份煤焦油采购量有所波动，煤焦油受环保限产及下游深加工行业需求较旺影响，整体采购价格有所上升。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，节省了运输费用和购置成本，增强了对上游资源的控制力。2022 年，黑猫股份前五名供应商采购额占总采购额 16.43%，集中度不高。销售结算方面，国内以现金和承兑汇票为主，结算周期一般为 30~60 天，国外付款以信用证和电汇为主，结算周期一般为 45~60 天，结算价格为供货时市场价格。

生产方面，黑猫股份拥有 8 个生产基地和多条湿法炭黑生产线，产能布局合理，公司在全国战略布局的领先优势，兼顾了靠近原料产地和消费地，炭黑产能达 114 万吨/年，居全国第一。近年来黑猫股份产能维持在一定规模，2022 年销量受略有下滑，产能利用率亦同比有所下滑但维持在行业较高水平。

表 7：黑猫股份炭黑产能、产量情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
产能（万吨/年）	110.00	110.00	114.00	28.50
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）	4,968.23	7,487.72	9,489.76	9,675.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司与主要客户一般先签订年度购销合同或确定年度供货意向。具体供货时，公司与客户按月或季度另行签订具体购销订单，确定当期供货的品种、数量和价格。在此定价模式下，公司能够在一定程度上消化原料上涨带来的成本压力。但是，由于产品价格调整与原料价格变动存在一定的滞后性，公司毛利率存在一定的波动性。炭黑是橡胶工业不可缺少的原料，黑猫股份炭黑产品的客户主要为国内的轮胎生产企业，2022 年，受物流资源紧张且运费价格不断走高，炭黑生产企业成本维持高位，炭黑报价不断上行，推动销售价格同比上涨较大。2022 年，黑猫股份炭黑产品以国内市场为主，其国内市场销售额占比为 85.37%，2023 年一季度以来仍维持国内市场为主格局；2022 年，前五名客户的销售额占总销售额 15.86%，客户较为分散。

盈利来看，2022 年，炭黑产业链在“双碳”及环保政策影响下，原料煤焦油持续上升，推动炭黑价格上涨，因原材料价格上涨幅度超过炭黑产品价格涨幅影响，公司炭黑业务利润受到较大不利影响。2022 年，黑猫股份实现营业收入 98.93 亿元，同比增长 24.75%，净利润 0.09 亿元，较上年大幅减少 4.22 亿元，盈利大幅下滑。2023 年第一季度，由于煤焦油维持高位运行，成本高压叠加下游市场淡季需求疲软导致毛利下滑；第二季度中上旬煤焦油价格出现大幅下跌，带动了产品价格下跌，黑猫股份消化高价库存原料及产品导致毛利环比下降，2023 年上半年黑猫股份经营业务预计整体亏损 2.2 亿元~2.45 亿元。

总体来看，公司炭黑业务近年来保持国内领先的行业地位，具有一定的品牌优势和规模优势。但煤化工行业上下游周期性较强、原材料价格波动较大，公司炭黑业务的经营状况易受到行业波动的影响。

焦炭业务

近年来公司焦炭经营基本稳定，客户集中度较高且合作关系稳定，产能利用率和产销率均较高；2022 年焦炭市场价格呈冲高回落趋势且原材料精煤价格高位波动，公司焦炭收入较上年大幅增长，但受精煤价格高企，焦炭业务毛利率出现下滑。

公司焦炭业务由子公司新昌南炼焦化工有限责任公司（以下简称“新昌焦化”）和景德镇市焦化能源有限公司（以下简称“景焦能源”）负责生产运营。

采购方面，焦炭产品的主要原材料是精煤。公司的供应商均是合作超过 10 年的战略合作伙伴，拥有自己的铁路专用线，2022 年，新昌焦化和景焦能源前五大供应商占原材料采购额比例分别为 75.54%和 76.68%，集中度较高。采购结算方面，公司主要采取票据结算方式，截至 2023 年 3 月末，景焦能源公司应付票据规模达 52.18 亿元。

生产方面，公司目前拥有 6 座焦炉与整套焦化产品净化回收及深加工装置，近年来的焦炭年生产能力均为 210 万吨，未来没有新增产能的计划，维持现有产能持续经营。近年来焦炭产能利用率均较高，2022 年焦炭市场价格上升，公司根据市场行情小幅增加了焦炭产量。

表 8：近年来公司焦炭产品产销情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
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%	108.00%	106.00%
销量（万吨）	190.16	222.34	218.98	57.15
产销率	94.16%	100.38%	97.00%	103.00%
平均售价（元/吨）	1,731.98	2,290.64	2,772.67	2,689.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司客户主要包括方大特钢、三安钢铁、新余钢铁等知名钢铁企业，2022 年新昌焦化和景焦能源前五大客户销售额占总销售额的比例分别为 81.17%和 59.60%，公司客户集中度较高。近年来公司焦炭产销率维持在较高水平；受焦炭市场价格上升影响，2022 年公司焦炭平均售价同比上升 21.04%至 2,772.67 元/吨，2023 年一季度焦炭平均售价维持小幅震荡态势。但受国际能源价格大涨等多重因素叠加影响，2022 年公司焦炭业务毛利率有所下滑。

总体来看，近年来公司焦炭经营基本稳定，产能利用率和产销率均较高，2022 年以来焦炭市场价格大幅上升，公司增加了焦炭产量，焦炭收入较上年大幅增长，但受煤炭价格持续上升影响，2022 年公司焦炭业务毛利率有所下降。

复合肥业务

公司复合肥业务近年来产能稳定，产销率保持在较高水平；销量和销售价格受市场行情影响存在一定波动，下游客户分散度较大。

公司复合肥产品主要由孙公司江西开门子肥业股份有限公司（黑猫集团子公司，以下简称“开门子肥业”）生产销售。采购方面，复合肥的主要原材料包括氯化铵、尿素、磷酸一铵、氯化钾等。2022 年，开门子肥业前五名供应商采购额占总采购额 27.24%，供应商集中度一般。

生产方面，截至 2022 年末，开门子肥业在景德镇、湖南、河南及河北拥有四个复合肥生产基地，总产能 148 万吨/年，近年来维持稳定，此外，公司在贵州拥有一个磷矿石基地，可有效满足现有四个复合肥生产基地所需的原料磷肥。受农耕习惯影响，复合肥的销售具有明显的季节性特征，每年的 3~5 月和 7~9 月农作物耕作需大量用肥，复合肥销售呈旺势，年末期间停产，季节性停产导致公司复合肥产能利用率相对较低。近年来受化肥行业整体产能过剩影响，复合肥生产企业为规避市场风险，多数开工率较低，公司复合肥产量及产能利用率均较上年下降，但产销率保持在行业较高水平。

表 9：近年来开门子肥业复合肥产销情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
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）	1,773.45	2,601.25	2,729.41	2,642.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式，下游客户主要为相关农资公司。2022 年，公司单一最大客户的销售额占总销售额 1.08%，公司客户分散度较大；公司复合肥销售价格随行就市，2022 年的平均售价较上年小幅增长至 2,729.41 元/吨。2022 年公司复合肥业务受化肥行业整体产能过剩影响开工率较低，销量处于历史较低水平；由于上游原材料涨价复合肥销售均价同比上升，复合肥总体收入较上年略有上升。

房地产开发业务

受项目交付规模减少影响，公司房地产开发业务收入有所下滑，其中安置房业务由公司自筹资金建设，项目前期投资较大且去化较为缓慢，造成一定规模的资金沉淀；在建项目尚需投资规模一般，暂无拟建项目，业务可持续性一般。

公司房地产开发业务分为商业地产项目和安置房项目。公司商业地产的运营主体为子公司景德镇市开门子房地产有限公司（黑猫集团子公司，以下简称“开门子房地产”）和景德镇市镇兴房地产开发有限公司（以下简称“镇兴房地产”），商业地产开发方式分为自主开发与合作开发，其中合作开发多为公司以土地出资、合作单位现金出资合作开发的方式。棚户区改造安置房项目主要由合盛产投、古镇投资、国信置业和景德镇市安居房地产开发有限公司（古镇投资子公司，以下简称“安居房地产”）经营，采用向符合动迁安置房购买资格的对象定向销售模式。2022 年公司房地产开发业务全口径收入 10.79 亿元，较上年减少 28.07%，主要来自于康家花园三期等项目确认收入及古镇投资安置房收入。

截至 2023 年 3 月末，公司主要完工安置房项目主要由合盛产投、古镇投资和国信置业完成，累计已投资 65.66 亿元，已回款 44.72 亿元，回款情况尚可。同期末，公司在建安置房项目主要为合盛产投负责的滨江盛景项目，该项目总投资 8.66 亿元，尚需投资 4.81 亿元，已回款 0.35 亿元，公司安置房在建项目尚有一定的待投资规模，但暂无拟建项目。去化方面，截至 2023 年 3 月末，公司除锦泰御园项目去化情况较好以外，其他安置房项目去化率大部分在 75%水平，整体去化情况一般；2022 年，子公司古镇投资以成本价格结算并交付部分安置房，该部分安置房价值 2.22 亿元，公司安置房业务收入同比大幅增长但是毛利率大幅下降，需关注公司安置房业务后续盈利情况。

截至 2023 年 3 月末，公司商业地产项目总投资 39.19 亿元，尚需投资 8.19 亿元，2022 年新建项目主要为镇兴房地产开发的滨江新城国博府，预计总投资规模 10.52 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 5.37 亿元。整体来看，公司房地产开发业务可持续性一般。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司主要已完工安置房项目情况（万平方米、亿元、%）

项目名称	运营主体	建设周期	建设面积	总投资	已投资	已销售面积	去化率
中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房项目（古镇天御）	古镇投资	2013~2020	43.70	19.71	19.71	30.62	70.07
沿江东路棚户区改造安置房项目（古镇公元）	古镇投资	2013~2016	18.89	12.28	5.89	14.82	78.45

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）	古镇投资	2014~2018	9.26	3.55	3.49	7.07	75.35
锦泰御园	古镇投资	2015~2017	7.60	2.03	2.03	7.47	98.29
梧桐雅苑	合盛产投	2019~2021	16.73	8.27	6.03	8.00	47.82
国信滨江苑	国信置业	2018~2020	31.48	12.41	12.79	23.17	73.60
国信御城	国信置业	2010~2021	16.83	5.47	5.47	10.35	61.50
国信嘉苑	国信置业	2021~2021	6.39	1.94	1.69	2.30	35.99
合计	--	--	150.88	65.66	57.10	103.80	68.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2023 年 3 月末公司商业地产项目情况（亿元、万平方米）

开发主体	项目名称	总投资	已投资	建设进度	建筑面积	已售面积	2022 年销售收入	累计销售收入
开门子房地产	金鼎国际	2.65	2.63	已完工	5.40	5.40	-	1.58
开门子房地产	康家花园一期（含棚改）	3.90	2.72	已完工	7.76	7.38	0.06	4.12
开门子房地产	木材厂棚户区		1.62	已完工	8.80	8.50	-	
开门子房地产	金岭阳光	0.79	0.71	已完工	2.55	2.55		0.83
开门子房地产	金和汇景	3.41	4.28	已完工	4.96	3.20	-	4.07
开门子房地产	金恒国际	1.79	1.79	已完工	4.21	4.14	-	2.52
开门子房地产	康家花园二期	2.30	2.02	已完工	4.86	4.85	0.05	2.72
开门子房地产	康家花园三期	5.28	4.30	在建在售	14.44	14.44	0.74	8.01
开门子房地产	金鼎玖域	2.05	2.00	已完工	4.57	4.19	0.07	3.69
开门子房地产	玖玺台	6.50	3.56	在建在售	5.85	0.89	0.54	1.05
镇兴房地产	滨江新城国博府	10.52	5.37	在建在售	17.42	0.00	0.00	0.00
合计	-	39.19	31.00	--	80.82	55.54	1.46	28.59

注：部分项目实际已投资金额超过计划投资额，建筑面积和已售面积包含商住和商铺面积。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

智能科技业务

子公司正业科技主要开展锂电、半导体设备和 PCB 设备监测服务业务，业务模式较为稳定，业务竞争性较强，受市场竞争环境影响较大，近年来盈利状况有所弱化且波动性较大。

公司智能科技业务由子公司合盛产投控股的上市公司正业科技经营。截至 2023 年 3 月末，合盛产投持有正业科技 22.09%股份，考虑到宿迁楚联科技有限公司将其享有正业科技 7.87%的表决权委托给合盛产投行使权利，合盛产投实际控制正业科技 29.96%的表决权，为其实际控制人。

正业科技生产的产品主要为锂电智能监测设备、芯片缺陷检查机、PCB 智能监测设备等，此外，正业科技亦生产应用于 5G 通讯、智能安防、智能车载、电动汽车等领域的 FPC 高端材料、平板显示模组等产品，产品覆盖行业较广，对技术研发、产品创新具有一定要求。研发方面，截至 2022 年末，正业科技研发人数共 543 人，占其全部员工总数的 35.91%，近三年研发投入金额均超过 1

亿元，研发投入占比均超过 7.50%。

正业科技的产品生产主要采用“以销定产”的生产模式，以提高经营周转效率。采购方面，正业科技原材料采购主要采用“以产定购”的采购模式；在采购方式方面，正业科技前期研发阶段通常采用零散采购方式，批量生产时，根据原材料种类，分为集中采购和招标采购方式。销售方面，正业科技的产品以直接销售方式为主、以经销模式为辅对外进行销售，主要客户包括宁德时代新能源科技股份有限公司、惠州亿纬锂能股份有限公司等锂电池龙头企业，业务稳定性较好。

2021 年，受益于新能源汽车行业快速发展，正业科技锂电检测自动化业务同比大幅增长 151.08% 至 6.20 亿元，带动其 2021 年营业收入增长 21.94% 至 14.60 亿元，锂电检测业务收入占比近年超过 40%。得益于收入规模增长及毛利率水平提高，2021 年正业科技营业利润由负转正。2022 年，正业科技投资性房地产处置收益同比大幅减少，加之受原材料供应及产品出货受到影响，正业科技归属于上市公司股东的净利润同比减少 180.17%，亏损 1.02 亿元，2023 年一季度，正业科技归属于上市公司股东的净利润同比减少 474.83%，亏损 0.31 亿元，中诚信国际将持续关注正业科技的经营情况及其对公司未来经营及信用状况的影响。

此外，2022 年 10 月，正业科技公告拟与合盛产投、昕橙（北京）新能源科技有限公司、昊丰（泰兴）新能源科技有限公司共同投资 10,000 万元人民币在景德镇市设立合资公司景德镇正业新能源科技有限公司（以下简称“正业新能源”）。正业科技为正业新能源控股股东，在景德镇高新区投资建设年产 5GW 光伏组件及 8GW 异质结光伏电池片生产基地投资项目，项目投资总额 50 亿元，分三期投资建设。根据正业科技《关于对深圳证券交易所关注函的回复公告》，正业新能源项目第一期拟投资 10 亿元，第二期拟投资 28 亿元，第三期拟投资 12 亿元。每一期投资资金根据项目实施进度逐步落实到位。项目第一期股东投入 1 亿元，其他资金来源于融资租赁、银行贷款和政府补助，计划在 2023 年底达产；第二期、第三期投资进度根据第一期项目建设投产情况由景德镇高新技术产业开发区管理委员会与正业新能源另行约定，第二期和第三期资金来源主要包括定向增发、设备租赁和银行贷款等。该项目投资规模较大，且与正业科技现有业务关联度一般，需关注该项目推进对公司形成资金占用及可能的投资风险。

表 12：近年来正业科技主要业务收入及占比情况（亿元）

业务	2020		2021		2022	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
锂电检测自动化	2.47	20.63%	6.20	42.48%	4.50	45.40%
平板显示模组自动化	3.27	27.31%	2.80	19.20%	1.37	13.85%
高端新材料	2.24	18.72%	2.66	18.22%	2.35	23.77%
PCB 检测自动化	2.49	20.81%	1.28	8.73%	0.92	9.25%
其他	1.50	12.53%	1.66	11.37%	0.77	7.73%
营业总收入	11.97	100.00%	14.60	100.00%	9.91	100.00%

注：各项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公开信息，中诚信国际整

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，受益于股东的大力支持，近年来公司所有者权益持续增长，具备很强的资本实力；但受业务扩张及收并购等影响，公司债务规模增长较快，目前财务杠杆水平偏高，资

本结构有待优化，同时经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力有待提升。

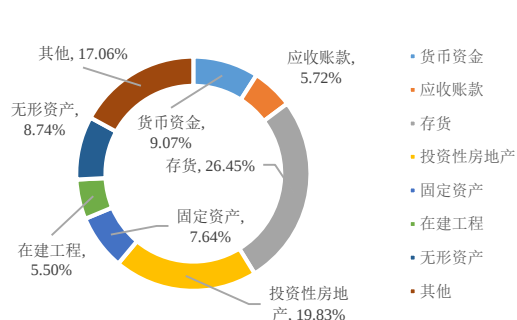
资本实力与结构

近年来随着项目建设的持续投入，公司资产规模逐年增长，形成了以非流动资产为主的资产结构，资产流动性一般，且资产收益性较弱，整体资产质量较差；公司财务杠杆率处于偏高水平，债务规模逐年增长且负担相对较重，短期债务占比较高，资本结构有待优化。

作为景德镇市最重要的国有资本投资运营主体及重要的基础设施建设主体，公司地位重要，近年来匹配政府战略，服务于市内国企改革和产业投资发展，持续获得政府支持，总资产规模保持增长态势。其中，公司项目投入增加及购置土地资产使得公司存货同比增长 36.67%，此外，2022 年公司将部分存货转为投资性房地产带动公司投资性房地产较上年末同期增加 26.12%，受上述因素影响，公司资产总额随之增长，年末同比增长 15.95%。

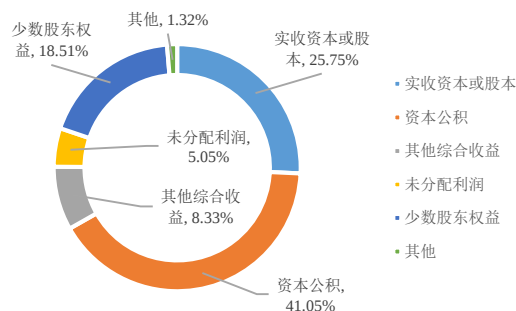
公司业务涵盖基础设施建设运营、煤化工、房地产开发等主要板块，资产主要由上述业务形成的应收类款项及存货、投资性房地产、无形资产、固定资产投入等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构。公司从事煤化工业务，拥有较大规模房屋、机械设备等固定资产，且存货规模较大，存货主要包括开发成本²和开发产品，变现能力偏弱。2022 年末公司无形资产主要由土地使用权和林地资产构成，且林地性质主要为用材林和经济林，林地资产价值³经评估后入账，但目前收益较少。公司投资性房地产主要为商场、厂房等，2022 年公司部分存货转入投资性房地产带动期末投资性房地产规模增长至 219.43 亿元，投资性房地产能贡献一定租金，但目前经济收益较小。公司固定资产主要系黑猫集团经营煤化工等业务生产活动所需，近年来受新购设备及固定资产折旧等因素影响，规模有所波动；同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务及债务规模的扩张保持增长趋势，因公司煤化工业务周转需要，保证金存款规模较大，货币资金受限比例较高。整体来看，公司资产流动性一般，收益性较弱。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总负债主要系刚性债务、因承接基础设施建设项目形成的专项应付款及各类往来款，其中有息债务占总负债的比例约 80%。近年来公司债务规模增长较快，2020~2022 年末债务的复合增长

² 截至 2022 年末，公司存货中土地开发成本为土地使用权，135.32 亿元土地使用权除 0.19 亿元部分为政府划拨以外，其余部分均通为公司通过招拍挂和不良债权清收取得，均已缴纳土地出让金。但公司目前尚未有对上述土地的开发、转让计划，未来收益实现存在一定不确定性。

³ 截至 2022 年末，林地使用权资产 64.01 亿元。

率为 29.50%，主要系近年来公司日常经营活动资金需求及项目建设资金需求带动，债务负担较重。公司债务以银行借款、应付债券、应付票据为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，同时有一定规模的非标借款，债务类型及融资渠道较多元；截至 2023 年 3 月末，公司子公司黑猫集团短期债务规模占景德镇国控合并口径短期债务规模近半，其中黑猫集团应付票据余额 107.15 亿元，煤化工板块短期资金周转需求使得近年来公司短期债务规模维持在较高水平，公司债务期限结构有待优化。2022 年，公司收到景德镇市政府向公司注入的资本金 17.60 亿元，收到划拨资产 3.73 亿元，子公司合盛产投收到景德镇高新区管委会注资 9.78 亿元，受注资及资产划拨等影响 2022 年末公司资本公积同比增加 31.65 亿元，公司资本实力进一步增强，公司资本实力的进一步增强仍有赖于政府和股东在资金和资产方面的有效补充。

表 13：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	835.32	954.22	1,106.45	1,153.10
经调整的所有者权益合计	276.74	345.29	388.23	385.27
总债务	386.15	501.53	599.39	649.15
短期债务占比	45.98	49.71	45.43	42.96
资产负债率	60.36	63.79	64.89	66.59
总资本化比率	58.25	59.23	60.69	62.77

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 14：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	融资余额	1 年以内	1~2 年	2 年及以上
银行借款	261.81	109.71	29.91	122.19
债券融资	165.59	34.12	131.47	0.00
非标融资	100.40	15.77	13.25	60.12
其他	121.04	121.04	0.00	11.26
合计	648.84	280.64	174.63	71.38

注：“其他”债务主要是应付票据及产业基金投资回购款，上述到期债务统计中未含租赁负债 0.27 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

偿债能力

公司收入质量一般，经营活动净现金流波动较大，经营获现能力较为一般，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性；EBITDA 能覆盖利息支出但覆盖情况一般；短期债务规模较大，面临较大短期偿债压力。

近年来公司基础设施建设项目回款进度较差和煤化工板块销售账期的设置，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，公司收入质量整体一般。公司经营活动净现金流受基建项目开发、煤化工板块现金收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2022 年公司煤化工板块经营活动现金流保持流入流出基本平衡，但公司往来款总体以净流出为主，致使 2022 年公司经营活动转为净流出。2022 年公司高岭中国村、国际陶瓷文化旅游交流中心等自营项目建设、黑猫集团设备更新改造等资金投入均较大，公司投资活动现金流呈大额净流出，主要依赖筹资活动筹措资金补足。2022 年公司保持大规模融资规模，筹资活动净现金流维持大幅净流入态势。

受公司利息支出规模上升及净利润波动影响，EBITDA 利息保障倍数波动下降，EBITDA 仍能有效覆盖利息支出，但覆盖情况一般。公司经营活动净现金流较小，无法覆盖债务本息。

公司货币资金虽较为充裕，但考虑到子公司黑猫集团的债务以短期债务为主，公司各期货币资金均不能覆盖短期债务，此外，考虑到受限货币资金规模占比高，公司面临较大的短期偿债压力。

随着短期债务规模大幅增长，公司短期经营周转及偿债资金压力有所增加，资金缺口对外部融资的依赖性较高。考虑到公司在金融市场具有一定的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，可通过银行续贷、借新还旧等方式为偿债资金形成一定补充。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-18.95	1.34	-25.28	3.55
收现比	0.76	0.79	1.03	0.79
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-1.26	0.08	-1.12	--
EBITDA	22.01	24.79	29.67	--
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.53	1.32	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

本期债券附第 2 年末发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权和赎回选择权，若在 2 年末，投资者全部行使回售选择权或发行人全部行使赎回选择权，发行人短期偿债压力或将进一步增大。

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产 156.57 亿元，占当期末总资产的 13.58%，主要为 59.78 亿元的货币资金、38.88 亿元的存货以及 36.39 亿元的投资性房地产。此外，截至 2023 年 3 月末，公司子公司合盛产投持有的正业科技股份中有 3,972.11 万股已被质押，剩余 4,150.93 万股未被质押，以 2023 年 5 月 30 日收盘价计算，未质押股份市值 3.52 亿元。子公司黑猫集团持有的 2.55 亿股黑猫股份中有 2,393.16 万股已被质押，以 2023 年 5 月 30 日收盘价计算，未质押股份市值 20.65 亿元。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司尚有对景德镇名坊园陶瓷产业发展有限公司的担保，担保余额 2,000 万元。

此外，截至 2023 年 3 月末，公司尚有应收⁴恒大地产集团（江西）有限公司（以下简称“恒大地产”）股权转让款 5.03 亿元，该股权转让款系 2020 年公司转让景德镇市景兴房地产开发有限公司（以下简称“景兴公司”）的 100%股权予恒大地产所致。截至 2023 年 3 月末，公司有 4 起诉讼，均为原告，其中 3 起已胜诉，1 起诉讼尚未判决。（1）公司（原告）与恒大地产（被告）有关于景兴公司的股权转让纠纷，公司诉讼请求恒大地产支付股权转让款 27,160 万元，支付股权转让款延期付款利息及违约金，经江西省景德镇市中级人民法院、江西省景德镇市中级人民法院审理，公司已胜诉。（2）公司诉恒大地产 20,370 万元股权转让款纠纷案，经广东省广州市中级人民法院依法审理，于 2022 年 9 月 27 日判决恒大地产向公司支付股权转让款 20,370 万元。（3）公司（原告）和景兴公司（被告）有借款合同纠纷，公司诉讼请求景兴公司归还借款及利息 50,852,122.7 元，公司已胜诉且景兴公司未上诉。截至报告出具日，恒大地产与景兴公司尚未执行判决结果。（4）公司与景德镇华声物业有限公司等与破产有关的纠纷案，目前尚未出具判决结果。

⁴ 截至 2022 年末，公司计提恒大地产坏账准备 0.99 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司本部无未结清和无已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。根据上海票据交易所披露信息，截至 2022 年 12 月 31 日，子公司正业科技票据承兑逾期余额 18.64 万元，出现票据逾期情况均为客户操作网银有误导致汇票在票据系统中未兑付，正业科技已分别于 2022 年 11 月 22 日、2023 年 1 月 6 日分别将 16.24 万元和 2.40 万元以银行电汇方式全额支付，中诚信国际将持续关注正业科技票据兑付情况。

假设与预测⁵

假设

- 2023 年，公司仍作为景德镇市最重要的基础设施建设主体及国有资本经营主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司煤化工板块业务利润受行业周期影响，较上年度有所下滑；其他各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 35~40 亿元左右，股权类投资规模在 1~5 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 300~350 亿元。

预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	59.23	60.69	56.01~68.46
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.53	1.32	0.93~1.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年流动性来源无法有效覆盖流动性需求，短期内存在一定的流动性缺口。

2022 年，公司经营活动净现金流转为净流出状态。截至 2023 年 3 月末，公司非受限货币资金为 66.91 亿元⁶，账面资金规模较大，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 471.92 亿元，尚未使用授信额度为 117.10 亿元，备用流动性一般。区域金融环境方面，景德镇市经济基础好，区域内企业流动性尚可，有一定企业间临时拆借资金的空间；作为景德镇市最重要的国有资本投资运营及基础设施建设平台，可持续获得政

⁵ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

⁶ 含旗下上市公司黑猫股份和正业科技账上货币资金 5.60 亿元。

府的资金支持；而且得益于公司在金融市场的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文 40 亿元尚未发行，整体来看，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于项目建设，整体资金需求约为 40 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 280.64 亿元（包含 121.04 亿元的应付票据⁷），此外 2022 年公司利息支出已增至 22.49 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性较弱，未来一年流动性来源无法有效覆盖流动性需求，短期内存在一定的流动性缺口。

ESG 分析⁸

中诚信国际认为，公司下属子公司较多且治理层级较多，需对公司治理管控情况保持关注，ESG 对持续经营和信用风险基本无负面影响。

环境方面，公司煤化工业务占比较高，公司面临着生产经营可能发生安全事故及生产过程中的废水、废气对生态环境产生损害等问题。公司采取建设污水处理站、循环水使用、废物回收装置等措施，大力发展循环经济，不断提高资源综合利用水平。近三年公司未受到监管处罚。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系一般，但人员稳定性较高；2019 年以来公司未发生安全生产事故、质量事故等。此外，公司作为景德镇市龙头企业，在救灾助困、公益事业等方面承担一定的社会责任。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。公司根据国家相关政策法规，并结合自身实际情况，建立了一系列较为完整、合理、有效的内部控制制度和组织架构。但公司下属子公司数量较多，管理层级较复杂，对公司治理形成了一定挑战，此前公司亦发生过子公司主要负责人涉嫌严重违法违纪被纪律审查和调查情况，中诚信国际将对公司治理情况保持持续关注。

外部支持

中诚信国际认为，景德镇市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

景德镇市是环鄱阳湖新经济圈的重要城市，也是世界瓷都，中国直升机工业重镇，战略地位突出，且综合经济实力持续增强，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。区域内融资平台主要包括景德镇国控、景德镇陶文旅控股集团有限公司和景德镇市城市建设投资集团有限责任公司，近年来上述公司有息债务总额逐年增加。2022 年以来受经济下行和实施组合式退税减税降费政策等因素影响，2022 年景德镇市一般预算收入出现下滑，需关注财政收支平衡压力加大背景下的系统性债务风险。整体来看，景德镇市政府的支持能力强。

⁷ 应付票据主要是子公司黑猫集团日常经营活动时因购买材料、商品和接受劳务供应等产生的票据，该部分票据可通过黑猫集团自身的运营资金周转覆盖，支付到期票据的同时对新的采购开具新的票据。

⁸ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

同时，景德镇市政府对公司的支持意愿很强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：公司是景德镇市最重要的国有资本投资运营主体和重要的基础设施建设平台，主要承担景德镇市国有资本经营管理和区域基础设施建设任务。与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，区域重要性很强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司的控股股东为景德镇市国资委，公司人事任命及财务投融资等方面由景德镇市国资委管理，股权结构、业务运营、战略规划和高管任命均与市政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：公司在资金注入以及政府补贴方面持续获得政府较大支持，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外，景德镇市政府及股东还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持。2022 年，景德镇市财政局向公司注入 17.60 亿元资本金，收到划拨资产 3.73 亿元，子公司合盛产投获得景德镇高新区管委会注资 9.78 亿元。

表 17：截至 2022 年末景德镇市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	景德镇市国资委 90%	市最重要的国有资本投资运营主体和重要的基础设施建设平台	1,106.45	388.23	64.89	228.98	2.16	149.00
景德镇陶文旅控股集团有限公司	景德镇市国资委 78.29%	景德镇国家陶瓷文化试验区的建设运营主体	973.56	411.00	57.78	70.03	4.44	173.84
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	景德镇市国资委 89.55%	市主要的基础设施建设主体之一，在昌南新区开发建设领域职能作用较突出	681.60	265.81	61.00	52.88	2.18	98.00

注：债券余额为截至 2023 年 7 月 20 日数据，且仅包含债券发行人本部债券余额。

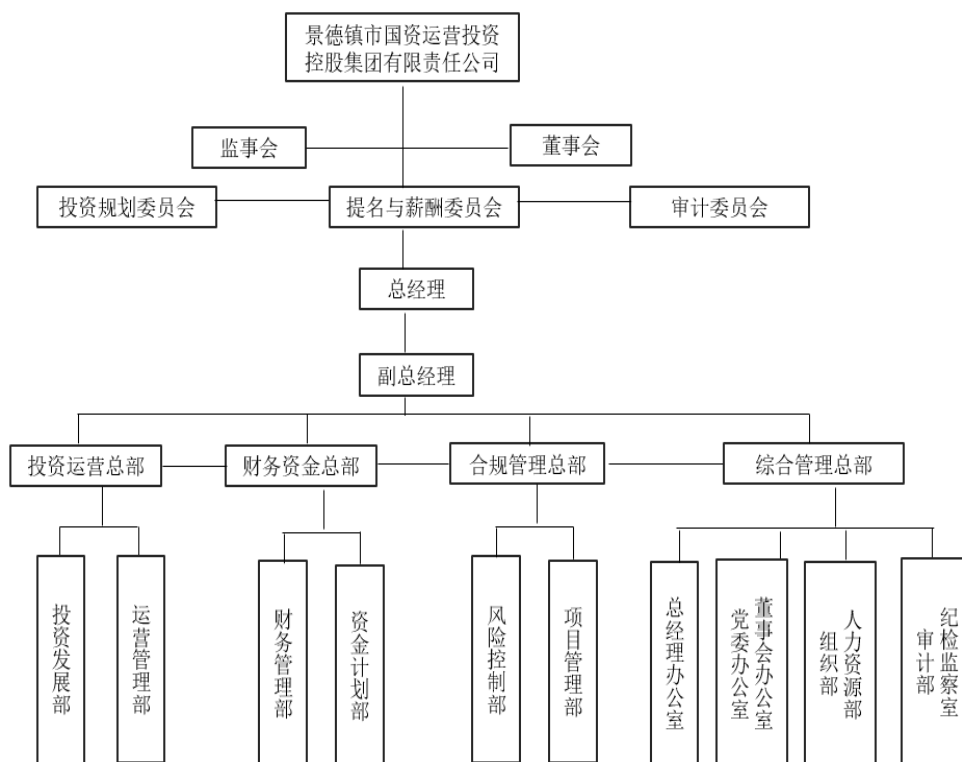
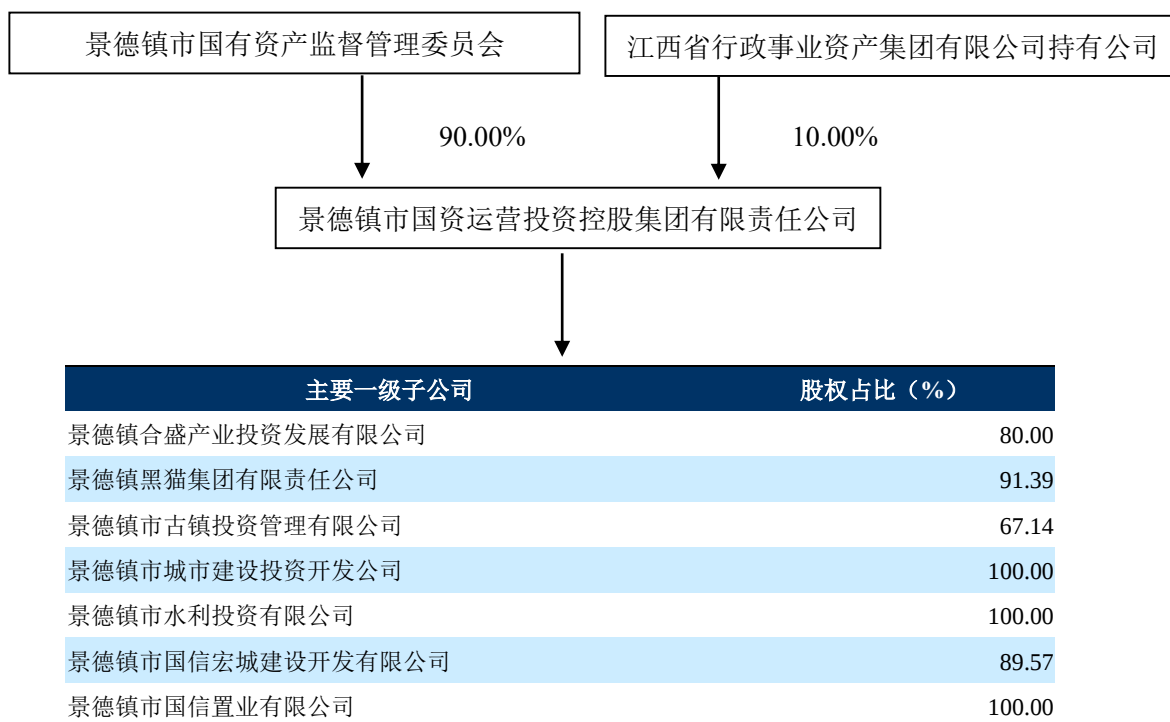
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，景德镇市政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“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）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：景德镇市国资运营投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：景德镇市国资运营投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	879,251.52	1,093,535.63	1,003,792.78	1,266,868.11
非受限货币资金	578,566.65	689,019.82	438,590.35	669,023.97
应收账款	442,524.84	570,204.90	632,686.99	580,307.51
其他应收款	269,726.69	288,242.79	289,899.13	333,908.99
存货	2,612,595.86	2,141,465.06	2,926,648.10	3,046,593.42
长期投资	460,702.21	522,627.86	549,478.07	552,575.91
在建工程	301,017.68	468,672.15	608,073.22	650,138.10
无形资产	906,188.03	1,062,713.69	967,023.27	966,440.00
资产总计	8,353,189.28	9,542,173.95	11,064,503.59	11,530,956.29
其他应付款	228,485.87	200,152.63	199,768.02	203,849.58
短期债务	1,775,548.75	2,493,318.63	2,723,228.86	2,788,970.25
长期债务	2,085,975.29	2,522,017.97	3,270,645.40	3,702,578.85
总债务	3,861,524.04	5,015,336.60	5,993,874.26	6,491,549.10
负债合计	5,042,128.10	6,087,287.50	7,180,273.48	7,678,283.62
利息支出	150,844.77	162,243.77	224,945.18	42,141.68
经调整的所有者权益合计	2,767,444.07	3,452,937.80	3,882,281.46	3,852,672.67
营业总收入	1,574,501.31	1,889,029.69	2,289,834.63	520,772.70
经营性业务利润	33,017.01	114,922.82	64,428.92	-39,585.20
其他收益	57,046.94	78,679.06	133,323.81	2,582.13
投资收益	22,961.74	-14,511.56	1,017.26	-1,217.18
营业外收入	13,423.65	1,620.65	6,824.39	2,443.24
净利润	38,277.89	39,792.43	21,632.33	-37,785.98
EBIT	144,560.11	169,973.14	214,521.85	--
EBITDA	220,146.57	247,914.37	296,717.96	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,200,155.27	1,496,188.73	2,363,525.66	410,791.98
收到其他与经营活动有关的现金	187,313.15	474,789.24	438,079.42	115,587.04
购买商品、接受劳务支付的现金	1,298,823.88	1,404,049.99	2,347,556.66	378,048.25
支付其他与经营活动有关的现金	133,223.75	360,349.26	533,472.78	66,232.44
吸收投资收到的现金	25,274.66	95,217.04	231,381.32	13,159.08
资本支出	289,688.72	514,559.25	603,074.14	109,401.54
经营活动产生的现金流量净额	-189,485.86	13,438.20	-252,761.44	35,493.37
投资活动产生的现金流量净额	-294,977.44	-648,080.30	-626,366.40	-106,677.14
筹资活动产生的现金流量净额	550,003.42	745,353.90	623,522.71	301,618.82
现金及现金等价物净增加额	62,934.28	110,453.17	-250,429.47	230,433.62
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	16.64	16.13	12.37	7.57
期间费用率（%）	15.60	13.07	14.53	15.04
应收类款项占比（%）	11.39	11.38	10.33	9.84
收现比（X）	0.76	0.79	1.03	0.79
资产负债率（%）	60.36	63.79	64.89	66.59
总资本化比率（%）	58.25	59.23	60.69	62.77
短期债务/总债务（%）	45.98	49.71	45.43	42.96
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.26	0.08	-1.12	--
总债务/EBITDA（X）	17.54	20.23	20.20	--
EBITDA/短期债务（X）	0.12	0.10	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.46	1.53	1.32	--

注：中诚信国际根据 2020 年、2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；其他流动负债中的带息债务调入短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/（总债务+经调整的所有者权益）
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	（应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项）/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn