



景德镇合盛产业投资发展有限公司 2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0340 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 30 日

本次跟踪发行人及评级结果	景德镇合盛产业投资发展有限公司	AA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“24 合盛债 01/24 合盛 01”	AAA
	“23 合盛债 01/23 合盛 01”	AAA
	“21 合盛债 01/21 合盛 01”	AA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。“23 合盛债 01/23 合盛 01”和“24 合盛债 01/24 合盛 01”的债项级别充分考虑了中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证。中诚信国际肯定了景德镇市的经济实力不断增强，潜在的政府支持能力强；景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛产投”或“公司”）在景德镇市具有重要地位，持续获得政府和股东有力支持。同时，中诚信国际预计公司职能定位将维持稳定，随着业务持续推进，资产规模将保持增长，资本实力将进一步提高；同时需要关注到母公司资产流动性低、投资收益较少、债务持续扩张且存在较大短期偿债压力以及广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）跟踪期内亏损扩大，存在商誉减值风险。	
评级展望	中诚信国际认为，景德镇合盛产业投资发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：景德镇市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。 可能触发评级下调因素：景德镇市经济财政实力显著减弱；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。	
正 面		
■ 景德镇市的经济实力不断增强。2023年，景德镇市实现地区生产总值为1,201.10亿元，增速为3.5%，持续增长的区域经济为公司提供良好的外部环境。 ■ 公司在景德镇市具有重要的地位。公司作为景德镇市主要的产业投资主体景德镇市投资有限责任公司（以下简称“景德镇投资”）中重要的产业投资板块，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化，发挥产业投资专业化平台作用，在景德镇市具有重要的地位。 ■ 公司获得政府及股东的有力支持。2023年以来公司仍获得政府大力支持，获得政府补助10.07亿元；此外景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司将多家子公司股权划转至公司。 ■ 有效的偿债担保措施。“23合盛债01/23合盛01”和“24合盛债01/24合盛01”由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证，该担保措施对“23合盛债01/23合盛01”和“24合盛债01/24合盛01”的还本付息起到了有效的保障作用。		
关 注		
■ 母公司资产流动性低，投资收益规模较小。公司投资组合以控股子公司为主，股权在其中占有较大比重，部分单一的占比较高且上市公司占比较小，资产流动性低，投资收益规模较小，母公司投资业绩仍有待持续观察。 ■ 跟踪期内债务继续扩张，存在较大短期偿债压力。公司债务持续扩张、债务压力较大，截至2023年末，公司总债务增至150.57亿元，其中短期债务为55.21亿元，主要集中于母公司，货币资金对短期债务覆盖能力弱、EBITDA和经营活动净现金流无法对利息支出形成有效覆盖，存在较大短期偿债压力。 ■ 跟踪期内正业科技亏损扩大，需关注商誉减值风险。正业科技2023年度亏损规模扩大，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，从而进		

一步降低公司资产的收益性；同时关注商誉减值风险。

项目负责人：陈周祥 zhxchen@ccxi.com.cn

项目组成员：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn

陈诗宇 shychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

合盛产投（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	273.24	323.50	355.35
所有者权益合计（亿元）	156.38	183.58	173.63
负债合计（亿元）	116.86	139.92	181.73
总债务（亿元）	101.27	121.71	150.57
营业总收入（亿元）	11.20	23.89	10.76
净利润（亿元）	1.15	1.00	0.42
EBIT（亿元）	3.74	5.73	6.23
EBITDA（亿元）	3.93	6.51	7.00
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-13.94	-10.97	-19.95
营业毛利率（%）	19.12	26.49	20.92
总资产收益率（%）	1.37	1.92	1.83
EBIT 利润率（%）	33.36	24.00	57.87
资产负债率（%）	42.77	43.25	51.14
总资本化比率（%）	39.30	39.87	46.44
总债务/EBITDA（X）	25.78	18.70	21.50
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.91	0.92	0.97
FFO/总债务（X）	0.01	0.02	0.01
合盛产投（母公司口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	240.61	280.42	310.67
负债合计（亿元）	92.80	121.54	150.63
总债务（亿元）	77.63	80.79	89.76
所有者权益合计（亿元）	147.81	158.88	160.04
投资收益（亿元）	0.0007	0.0007	0.002
净利润（亿元）	0.54	1.25	0.97
EBIT（亿元）	2.83	5.30	4.64
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.56	4.61	10.20
经调整的净资产收益率（%）	0.36	0.81	0.61
资产负债率（%）	38.57	43.34	48.48
总资本化比率（%）	34.44	33.71	35.93
总债务/投资组合市值（%）	72.46	67.17	58.63
现金流利息保障倍数（X）	-2.52	0.78	1.95

注：1、中诚信国际根据合盛产投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 2022~2023 年度审计报告。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、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。

担保主体概况数据

中合担保（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	83.55	82.24	86.09
担保损失准备金（亿元）	5.39	4.09	3.86
所有者权益（亿元）	73.13	73.97	73.12
在保余额（亿元）	423.25	335.46	267.02
担保业务收入（亿元）	2.72	2.72	2.46
投资收益（亿元）	2.06	2.07	1.99
净利润（亿元）	1.58	1.05	1.55
平均资本回报率(%)	2.16	1.43	2.11
累计代偿率(%)	3.60	3.14	2.83
融资性担保放大倍数(X)	4.70	3.68	2.92

注：1、中诚信国际根据中合担保提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告及经

致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告整理。其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 年审计报告期末数；2、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。

同行业比较（2023 年母公司口径数据）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	实收资本 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
合盛产投	景德镇市重要的产业投资平台，景德镇投资旗下主要的产业投资主体，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化	310.67	30.00	48.48	0.002	0.97
黄石国资	黄石市重要的产业投资主体和国有资产经营主体，参与区域内重点产业投资，涉及有色金属、新材料、半导体等多个行业	180.14	17.94	73.72	5.78	0.74
龙岩投资	龙岩市产业类国有资产投资运营主体，投资领域涵盖矿业、贸易、机电、工业园区及一级土地开发、能源、金融服务等	118.68	10.00	60.98	1.92	0.97

中诚信国际认为，合盛产投与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，与同行业相比，公司资本实力较强，财务杠杆水平相对较低，但是公司目前债务规模较大且投资收益较低。

注：黄石国资为“黄石市国有资产经营有限公司”简称，龙岩投资为“龙岩投资发展集团有限公司”简称，景德镇投资为“景德镇市投资有限责任公司”简称，为公司控股母公司。

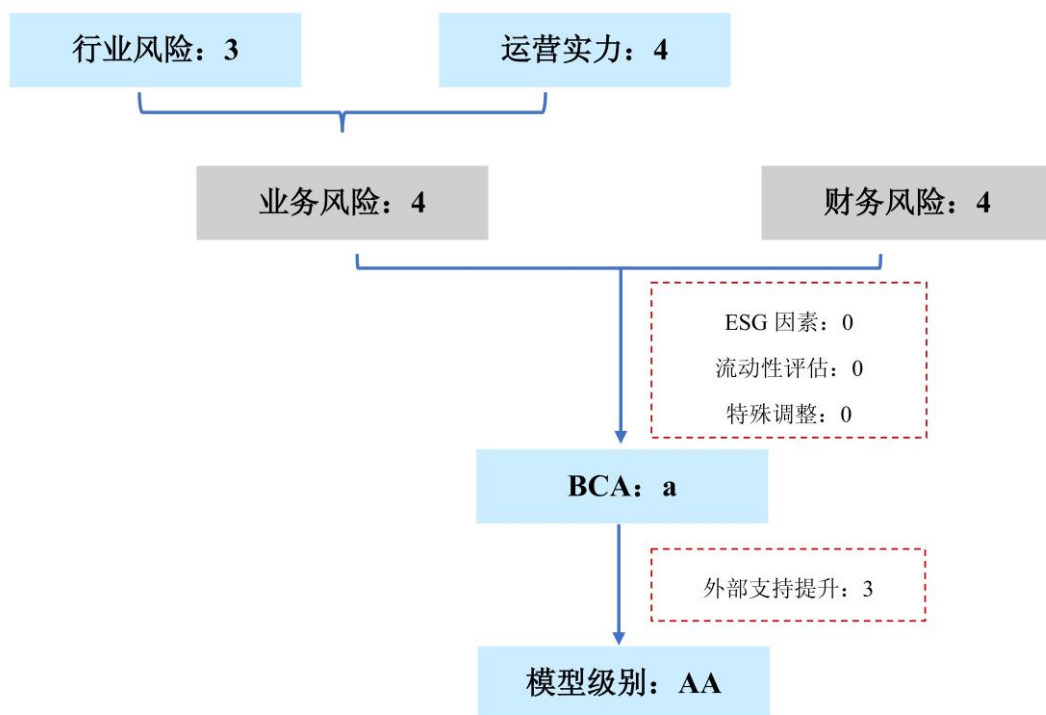
本次跟踪债项情况

债项简称	本次债 项评级 结果	上次债 项评级 结果	上次评级有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
24 合盛 债 01/24 合盛 01	AAA	AAA	2023/12/22 至 本报告出具日	2.00/2.00	2024/01/30~2031/01/30	调整票面利率、回售、提前偿还
23 合盛 债 01/23 合盛 01	AAA	AAA	2023/06/28 至 本报告出具日	5.00/5.00	2023/04/28~2030/04/28	调整票面利率、回售、提前偿还
21 合盛 债 01/21 合盛 01	AA	AA	2023/06/28 至 本报告出具日	10.00/8.00	2021/05/06~2028/05/06	调整票面利率、回售、提前偿还

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
合盛产投	AA/稳定	AA/稳定	2023/12/22 至本报告出具日

● 评级模型

景德镇合盛产业投资发展有限公司评级模型打分(C210100_2024_02_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司是景德镇市主要的产业投资主体景德镇投资中重要的产业投资板块，在景德镇市国有资本投资领域具有重要地位，与政府维持紧密联系，地方政府支持意愿较强，在财政补贴以及资金注入方面持续获得政府和股东较大支持，外部支持调升 3 个子级。

方法论: 中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2024_02

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，中诚信国际认为，2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动拉开序幕，科技创新的相关支持政策加深，城投转型投资控股企业逐渐增多，股权投资市场处于调整阶段，需要更加关注企业实际运营实力和市场变化对盈利和资金回笼的影响。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《中国投资控股企业特别评论，2024 年3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11017?type=1>

重大事项

2023 年 12 月，公司与控股股东景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“景德镇国控”）签署《股权置换协议》，公司将其名下持有江西合盛柏为科技有限公司（以下简称“合盛柏为”）100%股权及景德镇市华信建设投资有限公司（以下简称“华信公司”）68%股权与景德镇国控名下持有景德镇市国信商贸资产投资运营有限责任公司（以下简称“景德镇商贸”）60%股权、景德镇市国信粮贸资产投资运营有限责任公司（以下简称“景德镇粮贸”）60%股权、景德镇市国信康养产业有限公司（以下简称“国信康养”）49%股权、景德镇市国控金融发展有限公司（以下简称“国控金融”）16.59%股权进行置换，划转基准日为 2023 年 1 月 1 日¹。经过此次子公司股权置换，公司不再承接委托代建业务，公司定位为景德镇市主要的产业投资平台景德镇投资中重要的产业投资板块，将着力打造“制造与运营相融合、总装与配套为一体”的产业投资载体，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化，发挥产业投资专业化平台作用，促进国有资本资源要素向重点生态产业集聚，服务全市“工业强市”和“贸易兴市”战略发展。业务范围主要覆盖景德镇高新技术产业开发区及昌江区，业务涉及工程建设板块、土地转让板块、电子智能科技、房地产销售及贸易板块等。

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司在景德镇市国有资本投资领域仍具有重要地位，建立了较为健全的投资管理机制和风险管理体系，控股企业业务涵盖多个行业，多元化发展持续推进；公司目前投资组合以无偿划入的股权为主，风险相对可控，但是单一标的占比较高，较大程度限制了母公司的资产流动性。

公司仍为景德镇市重要的产业投资平台，投资职能定位明确；投资管理与决策制度较为健全，风险控制水平良好，公司仍在产业化转型过程中，基金股权类产业投资项目规模较小且大部分尚处于投资初期，未来项目退出及资金回收面临一定的不确定性。

跟踪期内，公司仍系景德镇市重要的产业投资平台，将着力打造“制造与运营相融合、总装与配套为一体”的产业投资载体，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化，发挥产业投资专业化平台作用，促进国有资本资源要素向重点生态产业集聚，服务全市“工业强市”和“贸易兴

¹华信公司和合盛柏为的相关资产和收入不在公司 2023 年度的合并范围内。

市”战略发展。投资管理方面，公司建立了较为完善的投资管理办法，对本级和下属全资、控股子公司投资行为的前期论证、决策、实施、后评价及投资权益确认等环节进行管理。公司董事会是对外投资最高决策机构，授权合盛产投总经理办公会对一定权限范围内的投资项目进行投资决策，公司按照企业发展战略和规划编制年度投资计划，按照规定的权限和程序对投资项目进行决策审批，由公司党委会、公司总经理办公会审议后，再提交公司董事会、股东会批准，并报送国资委备案。风险控制方面，公司建立了风险管理制度，编制了内部经营风险预警管理办法，由公司投资部负责投资事项的风险管理，资产部负责对公司市场运营与投资项目投后的风险管理，2023 年来未出现过重大风险项目，虽然 2023 年以来受市场环境等因素影响，公司旗下上市公司广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）经营情况不佳，但目前仍处于正常运营状态，并且为公司重要收入来源。

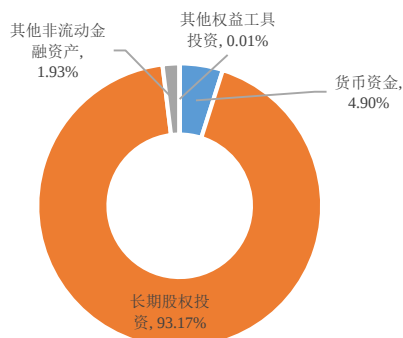
投资业绩方面，2023 年，母公司获得投资收益主要来源于联营企业和持有江西银行股份有限公司股票分红收益，股票分红收益每年规模固定，而公司基金投资实缴规模不大，基金投资项目大部分尚处于投资初期，因此母公司目前获得投资收益规模很小，未来投资收益的进一步实现受宏观经济政策和市场行情影响较大，且有赖于公司的投资决策能力和投后管理水平，母公司投资业绩仍有待持续观察。

母公司投资组合以控股的子公司为主，主要聚焦区域内重点发展产业，但上市公司占比较低，单一标的占比较高，母公司的资产流动性弱。

母公司主要从事股权管理和服务，大部分实体产业经营由下属子公司负责，因此控股企业股权仍是母公司投资组合的主要构成部分，其中，控股子公司以由景德镇国控无偿划转的国企、收购上市公司以及公司全资设立子公司为代表，在投资组合中占较大主导，投资领域涵盖航空、新能源、新材料等新兴产业。截至 2023 年末，被投资的子公司主要为景德镇市枫树山林场有限公司（以下简称“景德镇枫树山”）、正业科技、景德镇国新建设工程有限公司（以下简称“国新建设”）等，其中景德镇枫树山负责管理枫树山林场，经过评估林地资产账面价值为 64.80 亿元，主要收入来源于林木采伐，其营收和盈利能力不足；上市公司正业科技践行“工业检测+新能源”双轮驱动发展战略，主要向 PCB、锂电池、平板显示、光伏等行业领域制造厂商提供工业检测、自动化、智能制造整体解决方案、新材料等产品及服务，拥有众多稳定、优质的知名客户，已发展成为多个行业细分领域的龙头企业，然而 2023 年正业科技受市场环境影响，经营效益下滑，2023 年亏损规模较上年度进一步扩大，存在一定信用风险。

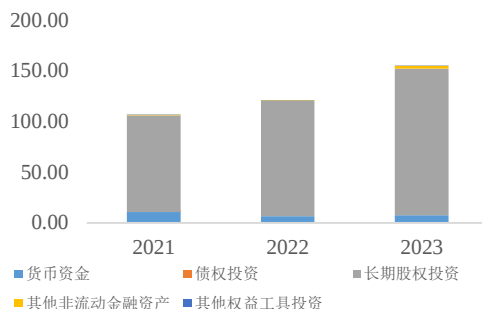
资产流动性方面，母公司直接持有上市公司正业科技 22.13%的股权，截至 2023 年末持股市值 7.14 亿元，在公司投资组合市值中占比 4.60%，上市公司股权占比较低，并且约 48%的上述股份被质押。公司投资组合中以控股子公司为主，单一规模最大的投资标的为景德镇枫树山，在投资组合中占比约 48%，景德镇枫树山拥有资产绝大部分为林地资产，目前林地资产收益较低。另外同期末，公司持有基金账面价值余额规模 1.91 亿元，在公司投资组合中占比较小，整体来看，母公司投资组合的资产流动性弱。

图 1：2023 年末本部投资组合分布情况



注：表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：近年来投资组合变化情况（亿元）



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

表 1：截至 2023 年末公司本部持有的上市公司情况（股、亿元）

上市公司简称	企业类型	证券代码	持股数量	持股市值	质押股数
正业科技	控股子公司	300410	81,230,361.00	7.14	39,721,085.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司根据景德镇市的产业规划，以股权投资和基金投资为抓手，参与区域内重点产业投资，推进产业布局优化，涉及航空、新能源、新材料等新兴产业，2023 年以来公司尚未实现项目退出，投资收益规模较小，正业科技少数股东被宣告破产，需持续关注楚联科技破产清算进度以及对正业科技股权结构和业务运营的影响。

公司通过设立产业基金和股权直投等形式对区域内重点产业进行投资，收益来自被投资企业分红、基金退出和收益分配等。公司产业基金投资以中信建设投资管理本管理有限公司、上海杉杉创晖创业投资管理有限公司等第三方作为基金管理人（GP），公司及景德镇市国企等其他机构或个人作为有限合伙人（LP）共同成立产业基金，资金来源主要系公司自有资金，基金投资周期视项目所处阶段一般为 7~10 年，投资方向涉及航空、新能源、新材料等新兴产业。截至 2023 年末，公司主要在投基金累计认缴规模 9.32 亿元，已完成对外实缴投资 2.12 亿元，2023 年以来暂无项目退出，其中景德镇润信昌南投资中心（有限合伙）已过退出期，目前正在申请延期，公司基金投资规模整体较小，并且绝大部分基金仍处于投资初期，分红收益较小。

表 2：截至 2023 年末公司主要在投基金情况（亿元）

基金名称	投资方向	GP	基金募集规模	已投资规模	公司认缴规模	公司实缴规模	投资起始日期	存续期	分红收益		
									2021	2022	2023
景德镇润信昌南投资中心（有限合伙）	高端装备、环保领域、TMT 领域、大健康领域	中信建设投资管理本管理有限公司	3.59	2.36	0.55	0.55	2016 年 1 月	2015/12/21-2022/12/20	0.21	0.00	0.00
景德镇市国信杉创新能源投资合伙企业（有限合伙）	以新能源汽车、人工智能等战略新兴产业链为主的先进制造产业领域，以及政	上海杉杉创晖创业投资管理有限公司	3.00	2.6	0.45	0.45	2021 年 7 月	2020/8/21-2027/8/20	0.00	0.00	0.00

府重点发展的其他产业											
深圳市弘远合盛创业投资合伙企业（有限合伙）	军民融合、航空产业领域	万和弘远投资有限公司	0.21	0.20	0.21	0.21	2023 年 2 月	2022/10/28-2029/11/15	0.00	0.00	0.00
景德镇市合盛弘远产业投资基金合伙企业（有限合伙）	高端制造、新材料、生物医药、数字经济等战略性新兴产业及景德镇市特色产业（陶瓷、航空、精细化工、制冷、汽车等）	万和弘远投资有限公司	5.00	0.40	4.99	0.41	2023 年 11 月	2023/3/3-2033/3/2	0.00	0.00	0.00
景德镇市先进科技创新产业基金合伙企业（有限合伙）	先进陶瓷为主，其他重点领域兼顾	中银国际投资有限责任公司	10.00	0.78	0.48	0.06	2023 年 1 月	2022/8/24-2032/8/23	0.00	0.00	0.00
深圳市润土中泽私募创业投资基金合伙企业（有限合伙）	先进陶瓷产业	厦门浚源创业投资基金管理合伙企业（有限合伙）	0.55	0.50	0.44	0.44	2023 年 9 月	2022/12/30-2042/11/10	0.00	0.00	0.00
景德镇国盛和辉航空产业投资合伙企业（有限合伙）	航空无人机产业	深圳市和辉信达投资有限公司	5.00	0.00	0.95	0.00	/	2023/3/15-2033/3/14	0.00	0.00	0.00
景德镇国控陶瓷产业投资合伙企业（有限合伙）	陶瓷产业链优质企业	深圳市和辉信达投资有限公司	5.00	0.00	1.25	0.00	/	2023/9/12-2033/9/11	0.00	0.00	0.00
合计			32.35	6.84	9.32	2.12			0.21	0.00	0.00

注：景德镇润信昌南投资中心（有限合伙）正在申请延期流程，目前还处于存续状态尚未注销，分红收益冲抵本金，未确认为投资收益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时公司配合政府招商引资政策，围绕新能源、新材料等产业，通过股权收购、设立合资公司等形式引入优质项目，推动景德镇市新能源、新材料等新兴产业发展，增强产业发展新动能。2023 年公司未新增收购上市公司，旗下仍只有一家上市公司正业科技，截至 2023 年末，公司持有正业科技 22.13%的股权，实际控制正业科技 30%的表决权²。然而根据 2023 年 9 月 13 日发布《广东正业科技股份有限公司关于持股 5%以上股东被申请破产重整获得法院受理的公告》，正业科技第二大股东宿迁楚联科技有限公司（以下简称“楚联科技”）收到江苏省宿迁市宿城区人民法院出具的《民事裁定书》【（2023）苏 1302 破申 40 号】，裁定受理东莞市铭众企业管理有限公司（以下简

² 截至 2023 年末，公司享有正业科技表决权股份数量 110,125,153 股，正业科技有表决权股份数量为总股本 367,114,797 股，其中楚联科技将 8.22% 的表决权委托给公司持有。

称“铭众公司”)对楚联科技提出的重整申请,2024 年 4 月 26 日,根据正业科技发布的《广东正业科技股份有限公司关于持股 5%以上股东被法院宣告破产的公告》,因楚联科技第二次债权人会议对《宿迁楚联科技有限公司重整计划》进行分组表决有担保债权组、普通债权组未获通过,经管理人、债务人与未通过债权组协商仍未通过,因此裁定终止楚联科技重整程序并宣告破产。本次被宣告破产事项后续可能会导致楚联科技持有的公司股份数量发生变更,若楚联科技后续发生被动减持行为,公司可能会丧失楚联科技委托的全部表决权,需持续关注楚联科技破产清算进度以及对正业科技股权结构和业务运营的影响。此外,2023 年度公司暂未新成立合资公司,但公司逐步向与正业科技、上海龙创汽车设计股份有限公司等企业合作设立合资公司注入资本金,2023 年以来持续投资建设龙盛新能源汽车零部件生产项目、年产 5GW 光伏组件及 5GW 异质结光伏电池片生产基地投资项目等项目,投资资金来源于公司自有资金、对外融资以及财政补贴等,项目建成后交由子公司独立运营,截至 2024 年 3 月末,公司本部对上述合资公司资本金实缴规模约 1.31 亿元,项目已投资规模达到 6.31 亿元。

中诚信国际关注到,公司投资运营业务对促进景德镇市战略新兴产业发展具有重要意义,公司投向与当地产业发展战略高度协同,能够获得一定的财政资金和政策支持,但该业务尚处于起步阶段,未来仍需一定规模资金投入,未来项目退出易受宏观经济、相关政策和市场行情等因素影响,需关注投资资金的匹配情况及未来投资项目退出和收益实现情况。

公司控股业务涵盖电子智能科技、工程施工、租赁、房地产及土地转让等多个领域,收入来源相对多元。受委托代建业务剥离影响,公司 2023 年合并口径营业收入同比大幅下降,同时正业科技经营的电子智能科技业务经营业绩持续下滑,2023 年亏损规模扩大;房地产及土地转让业务受政策变化、城市规划影响较大,公司自营投资的产业园、标准厂房等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。因此,需对正业科技的业绩波动、房地产及土地转让业务的资金回收以及公司自营建设项目的运营及去化情况保持关注。

表 3: 2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况(亿元、%)

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务	9.60	85.71	19.63	6.14	25.72	20.39	0.65	6.09	22.40
房地产及土地转让业务	--	--	--	5.51	23.07	35.46	0.52	4.83	14.43
电子智能科技业务	--	--	--	9.77	40.90	30.23	7.52	69.90	24.02
贸易业务	1.15	10.25	5.32	1.79	7.51	3.68	1.07	9.92	5.80
租赁及物业	0.23	2.09	11.30	0.30	1.27	-24.62	0.43	4.00	18.26
其他业务	0.22	4.04	43.55	0.37	1.53	48.01	0.56	5.25	14.38
营业收入/毛利率合计	11.20	100.00	19.12	23.89	100.00	27.53	10.76	100.00	20.92
投资收益	0.00			-0.07			-0.02		

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

电子智能科技板块:跟踪期内,公司电子智能科技业务仍由公司控股的上市公司正业科技经营。业务类型主要包括锂电、半导体设备和 PCB 设备监测服务业务,生产产品主要为锂电智能检测设备、芯片缺陷检查机、PCB 智能检测设备等,生产模式和销售方式未发生改变。

2023 年以来,由于行业下游投资需求放缓,市场竞争加剧,正业科技销售接单、营业收入、毛利率出现下滑,营业收入同比大幅下降 23.44%,另外正业科技部分下属公司经营业绩不达预期、利

润亏损，商誉出现减值迹象，正业科技计提商誉减值损失，2023 年净利润亏损规模较上年度同比有所增加。并且由于披露的《2022 年度业绩预告》和年度报告披露的数据相比差异较大且涉及盈亏变化，信息披露不准确，正业科技及相关负责人于 2023 年 10 月被采取行政监管措施，中诚信国际将持续关注公司及正业科技的相关整改进度、正业科技后续的经营情况及其对公司未来经营及信用状况的影响。

此外，2023 年以来，正业科技与合盛产投、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设立的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”）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、发行债券、银行贷款和政府补助等。2023 年 7 月项目第一期 1GW 的光伏组件生产设备已完成安装调试并正式投产，2023 年度正业科技合并口径实现光伏组件销售收入约为 1,299.09 万元。因拟租赁厂房工程进展不及预期，项目第一期剩余部分进展情况与公司前期披露的相关项目建设进展公告中列示的建设计划存在延后情形，项目第一期剩余 1GW 光伏组件及 1GW 异质结电池片的厂房原计划预计于 2023 年 9 月底前交付，现预计推迟至 2024 年 6 月份交付。另外，1GW 光伏组件产线已完成采购下单，预计在厂房交付后 1 个月内到厂安装，1 个月后进入调试期，1GW 异质结电池片产线在厂房交付后开工建设，9 个月内建成投产、投产后 3 个月内达产；截至 2024 年 3 月末，第一期项目已投资规模为 1.41 亿元，公司将综合考虑行业技术发展状况、公司经营情况、市场供需变化、资金筹集情况等因素，安排项目第二期、第三期投资进度，实施进度尚存在不确定性。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 4：近年来正业科技主要业务收入及占比情况（亿元）

业务	2021		2022		2023	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
锂电检测自动化	6.20	42.48%	4.50	45.40%	1.64	21.61%
平板显示模组自动化	2.80	19.20%	1.26	12.71%	1.47	19.45%
高端新材料	2.66	18.22%	2.35	23.77%	2.29	30.28%
PCB 检测自动化	1.28	8.73%	0.92	9.25%	0.69	9.15%
其他	1.66	11.37%	0.89	1.14%	1.47	19.51%
营业总收入	14.60	100.00%	9.91	100.00%	7.58	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，中诚信国际整理。

工程建设板块：跟踪期内，公司工程建设业务收入主要来源于工程施工，2023 年 12 月，公司将公司本部下代建业务资产以及对应负债剥离至合盛柏为，并将合盛柏为 100%股权以及华信公司 68%股权划转至景德镇国控，股权账面价值合计约 13.42 亿元，划转基准日为 2023 年 1 月 1 日，股权划转后，公司不再承接委托代建业务。工程施工业务仍由子公司国新建设负责，在景德镇市范围内承接各类施工业务，收取施工费用，目前主要客户为高新区园区内企业。国新建设作

为承包人与发包人签订建设工程施工合同，发包人向国新建设预付工程款，国新建设对所承包的工程进行建设，每月向监理人发送进度报告，待监理人审核后由发包人按每月完成工程量的一定百分比支付给发行人工程款。

租赁及物业板块：公司将自有的工业和商业房屋对外出租并进行物业管理，获取房屋租赁收入及物业管理费。截至 2023 年末，公司拥有工业和商业房屋账面价值 53.95 亿元，其中大部分为工业房屋。截至 2023 年末，公司共有可租赁厂房 94.70 万平方米，已租赁 45.44 万平方米，租赁对象以高新区招商一航两新企业，如江西神州六合直升机有限责任公司、江西九由航空装备有限公司、广东奥迪威传感科技股份有限公司等为主。工业厂房租金 8~10 元/m²/月，住房平均约 20 元/m²/月，商铺租金根据周边市场价格而定，租金价格 13-50 元/m²/月。公司整体出租率约 47.98%，公司出租率一般，租金及物业管理费收入规模较小。

公司目前在建及拟建自建自营项目规模较大，项目前期自筹资金建设，项目用地均为公司通过公开招拍挂或司法拍卖获得，拟采用厂房或房屋出租及出售等方式实现资金平衡。截至 2023 年末，公司主要在建项目总投资为 73.85 亿元，已投资 40.43 亿元，拟建项目规模 44.69 亿元。公司自建自营项目投资规模较大且回收期较长，项目资金平衡情况存在很大的不确定性，需持续关注自建自营项目后续运营情况。

表 5：截至 2023 年末公司自建自营模式下主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	资金平衡方式	建设资金来源
景德镇市直升机航空产业孵化园项目	2020 年-2024 年	12.78	9.67	租赁	企业债+自有资金
景德镇市高新区通用航空产教融合基地建设项目	2022 年-2023 年	10.00	5.35	租赁	专项债+自有资金
景德镇航空科技园（一期）项目	2018 年-2023 年	5.80	3.68	租赁	专项债+自有资金
高新区职业教育学校工程项目	2020 年-2023 年	1.35	1.24	租赁	专项债+自有资金
高新区职业教育学校（二期）工程项目	2021 年-2023 年	1.54	1.08	租赁	融资+自有资金
景德镇市高新区智慧产业标准厂房建设项目	2021 年-2023 年	7.00	6.53	租赁	专项债+自有资金
景德镇市高新区高端装备制造厂房一期工程	2022 年-2025 年	10.00	3.64	租赁	融资+自有资金
景德镇高新区电子信息产业标准厂房建设项目	2021 年-2023 年	4.12	3.42	租赁	融资+自有资金
高新区高端新材料产业标准厂房建设项目	2022 年-2024 年	6.60	3.65	租赁	融资+自有资金
新经济产业园项目（二期）	2023 年-2025 年	11.75	1.57	租赁	融资+自有资金
江西昌河航空技术装备公司搬迁项目	2023 年-2024 年	2.91	0.60	租赁	融资+自有资金
合计	--	73.85	40.43	--	--

资料来源：公开信息，中诚信国际整理。

表 6：截至 2023 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	建设模式
景德镇高新区农产品批发市场建设项目	2024 年 6 月-2025 年 4 月	0.52	自建自营
新经济产业园项目（一期、三期）	2024 年 10 月-2025 年 12 月	24.8	自建自营
景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目	2024 年 6 月-2025 年 6 月	15.66	自建自营
景德镇高新区生活物资大仓基地建设项目	2024 年 11 月-2025 年 12 月	1.66	自建自营
景德镇高新区产城融合示范区污水处理设施建设项目	2024 年 10 月-2025 年 12 月	2.05	自建自营
合计	--	44.69	--

资料来源：公开信息，中诚信国际整理。

房地产及土地转让板块：公司房地产业务仍位于景德镇高新区范围内，跟踪期内，业务模式未发生变化。截至 2023 年末，公司房地产项目为景德镇高新·梧桐雅苑项目和景德镇高新区滨江盛景项目。梧桐雅苑计划总投资 8.27 亿元，截至 2023 年末已投资 6.79 亿元，尚需投资 0.90 亿元，项

目已竣工验收，规划安置面积占比约 25%。截至 2023 年末，梧桐雅苑去化率约 47.20%，累计确认收入 3.55 亿元，累计回款 4.31 亿元；滨江盛景计划总投资 8.66 亿元，截至 2023 年末已投资 5.31 亿元，尚需投资 1.90 亿元，预计 2024 年竣工，没有规划固定的安置面积。同期末滨江盛景去化率约 6.03%，累计回款 0.35 亿元。

表 7：截至 2023 年末公司房地产项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	预计总投资	已投资	总建筑面积	已售面积	已安置面积	累计确认收入	安置房收入	累计回款
景德镇高新·梧桐雅苑项目	8.27	6.79	17.84	8.42	2.50	3.55	0.64	4.31
景德镇高新区滨江盛景项目	8.66	5.31	14.76	0.89	0.89	0.00	0.00	0.35
合计	16.93	12.10	32.60	9.31	3.39	3.55	0.64	4.66

资料来源：公开信息，中诚信国际整理。

公司根据景德镇市城市建设需要，将部分自有土地制定土地转让计划，并委托房地产评估咨询机构对准备转让的土地进行评估定价；将土地交付给景德镇市土地储备中心后，景德镇市土地储备中心负责协调景德镇市财政局，按照确定的回款时间安排土地收购资金支付给公司。截至 2023 年末，公司土地账面价值为 139.81 亿元，包含工业用地、商业用地、商住用地等，主要通过“招拍挂”和股东注入获得，均已缴纳土地出让金，尚有约 19%的土地尚在办证中。2023 年，公司转让了一宗工业用地，确认土地转让收入 0.18 亿元。截至 2023 年末，公司土地转让业务暂未收到回款。公司土地转让受政策变化、城市规划影响较大，未来收入存在较大不确定性。

贸易板块：公司贸易业务仍有子公司国新建设负责，贸易种类包括钢筋、钢材、混凝土，公司通过与大型施工央企或高新区的入园企业合作，将采购的原材料出售给上述企业，从中赚取买卖货物的价差；或者在入园企业与原材料供应商之间充当代理人角色，负责两者贸易业务沟通协调并从中赚取差价，公司与上游供应商采用款到发货的结算方式，对下游客户的账期一般为 1~3 个月。2023 年，贸易业务收入为 1.07 亿元，受经济下行等因素影响，公司贸易业务收入有所下滑，较上年同比减少 40.22%。

2023 年以来，公司其他业务主要包括防火保温新材料业务，对公司收入来源形成一定的补充。防火保温新材料业务由控股子公司江西合盛安泰新材料有限公司（以下简称“安泰新材料”）负责，致力于研发及生产 MAA 防火保温材料，MAA 防火保温材料是一种高分子 A 级防火新型材料，下游客户主要为建筑公司、保温施工分包等施工企业以及各化工生产企业，公司目前已建成河北衡水基地并于 2022 年 7 月进行规模投产，2023 年防火保温新材料销售收入为 2,005.38 万元，业务目前处于发展初期，收入规模较小，公司目前在建江西景德镇基地，预计 2024 年 9 月投产，建设规模为六条保温板产线，一条彩钢板产线，新建厂房投产后预计收入规模有所增长。2023 年以来，公司未确认园区经营业务收入，后续不再开展园区运营业务。

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，公司本部投资收益规模很小，并且利润总额对政府补助依赖度较高，盈利水平

有待提升；同时，2023 年以来，公司股权投资规模保持增长趋势，无偿划入资产、股东注资等使资本实力提升；为满足投资资金需求，财务杠杆有所上升，但存在一定短期偿债压力，公司本部持有上市公司股份市值较小，且存在股权质押，对其偿债保障能力有限，整体偿债能力一般。未来需关注被投企业的分红情况、投资项目退出进展及债务与资产期限结构匹配情况。

母公司承担产业投资职能和管理职能，同时承担房地产销售、土地转让以及部分租赁业务，2023 年营业收入大幅减少主要系委托代建业务剥离后，工程建设业务收入大幅减少，并且受房地产市场行情及政府规划影响，2023 年结算房地产和土地转让收入较少。由于母公司投资组合以其控股子公司所形成的长期股权投资为主，基金投资规模不大且项目大部分尚处于投资初期，公司本部目前获得投资收益规模很小，母公司利润总额对政府补助依赖较高，2023 年母公司利润总额及经调整的净资产收益率分别为 1.16 亿元和 0.61%，均较上年有所下降，母公司盈利能力有待提升，需关注政府补助、产业基金及股权投资收益、子公司和参股企业经营及分红情况、房地产销售等业务经营情况等对母公司盈利可持续性的影响。

资产方面，母公司资产主要由货币资金、存货、投资性房地产以及对子公司投资等组成，以非流动资产为主，2023 年末资产规模较上年末保持增长趋势。具体来看，长期股权投资主要系对景德镇枫树山、正业科技、国信建设等子公司及对参股企业国信康养的投资，其中 2023 年同比增长主要系母公司对子公司增资以及划入子公司股权所致。母公司存货主要由工程项目和土地使用权组成，其中 2023 年由于代建项目划出并部分项目完工后转入投资性房地产，母公司存货规模有所减少。母公司投资性房地产主要由房屋及建筑物、土地使用权等构成，随着公司自营项目投入运营以及景德镇商贸和景德粮贸等子公司划入，2023 年投资性房地产规模同比有所增长。母公司负债主要系有息债务，母公司承担着较重的融资职能，为满足投资资金需求，2023 年以来其有息债务规模持续增长，且短期债务占比较高，截至 2023 年末，总债务规模增至 89.76 亿元，其中短期债务占比为 41.38%。此外，母公司其他应付款主要系对景德镇国控以及子公司的往来款。财务杠杆方面，母公司净资产主要由实收资本和资本公积组成，其中 2023 年因景德镇国控返还 2022 年国有资本收益等因素，资本公积小幅增长，母公司资本实力稳步增强，财务杠杆有所增长，但预计随未来投资增加，债务规模仍将持续上升，需关注其债务与资产期限结构匹配情况。

现金流方面，2023 年母公司经营活动净现金流较上年同比有所增长，主要系当期各子公司资金往来净额有所增加。同时母公司投资活动 2023 年仍以长期投资为主，投资收回规模不大，并且投资收益规模很小，投资活动现金流持续净流出，2023 年因新划入的联营企业国信康养确认投资收益但未实际分红，投资收益获现比大幅下降。筹资活动方面，公司每年对外融资规模以及获得专项债资金规模变动较大，同时叠加到期债务规模差异，筹资活动净现金流波动较大。偿债指标方面，截至 2023 年末，本部的货币资金和理财产品投资无法覆盖短期债务，现金流对利息覆盖能力存在较大波动性，偿债能力一般。母公司持有上市公司股份市值较小且存在股权质押，对公司偿债保障能力的支撑有限。截至 2023 年末，母公司口径共获得银行授信额度 90.20 亿元，其中尚未使用额度为 13.80 亿元，备用流动性均较一般。资金管理方面，母公司融资部是资金调度的职能部门，母公司对全资子公司资金统一管理，控股和参股子公司资金相对独立，其中正业科技按照上市公司要求独立运营，资金独立管理。母公司资金集中管理不改变各子公司对自有资金的所有权，

各子公司之间拆借资金由母公司调度。

表 8：公司母公司口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2021	2022	2023
营业总收入	7.95	10.04	0.64
期间费用合计	2.24	3.88	3.68
投资收益	0.0007	0.0007	0.0022
利润总额	0.76	1.77	1.16
经调整的净资产收益率(%)	0.36	0.81	0.61
货币资金	10.66	6.67	7.60
投资性房地产	10.66	18.72	44.30
长期股权投资	95.23	113.54	144.58
存货	105.51	108.76	86.67
总资产	240.61	280.42	310.67
应收类款项占比(%)	4.07	3.12	1.94
投资组合账面价值	106.83	121.06	155.18
投资组合市值	107.15	120.28	153.09
实收资本	30.00	30.00	30.00
资本公积	110.98	120.77	121.27
经调整的所有者权益合计	147.81	158.88	160.04
其他应付款	10.42	33.45	54.91
短期债务	22.34	33.51	37.14
总债务	77.63	80.79	89.76
资产负债率(%)	38.57	43.34	48.48
总资本化比率(%)	34.44	33.71	35.93
经营活动产生的现金流量净额	-10.56	4.61	10.20
投资活动产生的现金流量净额	-15.44	-15.77	-14.20
其中：收回投资收到的现金	0.04	0.20	--
取得投资收益收到的现金	0.00	0.01	0.00
投资支付的现金	13.84	6.07	12.22
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	1.00	8.40	0.33
筹资活动产生的现金流量净额	29.38	4.57	6.69
货币等价物/短期债务(X)	0.36	0.05	0.11
现金流利息覆盖倍数(X)	-2.52	0.78	1.95
总债务/投资组合市值(%)	72.46	67.17	58.63

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

合并口径财务分析

公司在景德镇市地位重要，跟踪期内，资产规模和资本实力保持快速增长趋势，合并口径债务主要集中于母公司，债务规模较大且财务杠杆率呈上升态势，但仍处于适中水平。公司收入质量一般，经营活动现金流持续净流出，项目投资及购买土地资金规模较大，经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

2023 年由于正业科技收入规模受市场环境影响有所减少，其次公司代建业务剥离，工程建设收入大幅下降，加之结算房地产销售收入和土地转让收入规模较少，以致 2023 年公司合并口径收入规模大幅减少，同比减少 54.96%。利润总额及资产收益率等盈利指标随公司收入规模减少而下降，同时，以坏账损失、存货跌价损失、商誉减值损失为主的资产减值损失对公司利润总额形成一定侵蚀，公司 2023 年获得政府补助规模约 10.07 亿元，利润总额对政府补助依赖度较高。

2023 年公司资产规模保持增长态势，公司合并口径资产较上年末同比增长 9.85%。公司资产主要

由存货、无形资产、货币资金及投资性房地产构成，2023 年，随着公司自建自营项目逐步完工后投入运营以及 2023 年新纳入合并范围景德镇商贸和景德镇粮贸拥有一定规模的可供租赁的房屋资产，公司投资性房地产规模较上年末同比大幅增长，同时叠加公司代建业务相关资产剥离，公司非流动资产占比有所提升，截至 2023 年末，公司资产结构以非流动资产为主，非流动资产占比为 53.02%。随着公司项目投资加大对资金需求的增加，2023 年公司有息债务仍保持增长趋势，推动公司负债规模呈扩张态势。公司有息债务主要集中于母公司，以银行借款、非标融资以及发行债券为主，期限以中长期为主。偿债能力方面，公司货币资金无法覆盖短期债务；公司 EBITDA 对利息的保障能力有待提升，存在较大的短期偿债压力。

现金流方面，2023 年公司经营活动净现金流仍呈现净流出状态，主要系公司项目投资规模较大且持续购入项目储备用地，加之政府回款、贸易、物业租赁等业务贡献的经营活动净流入规模有限，致使经营活动保持净流出状态。公司 2023 年度投资支出规模虽然小幅减少，但是投资收回规模依旧较小，投资活动现金流仍呈现净流出态势。如前所述，公司经营活动现金流持续净流出，同时公司有一定投资需求，加之公司债务逐步到期，进一步加剧了公司对外部融资的需求，公司主要依赖于银行借款、非标融资及债券发行来弥补资金缺口，同时，受益于股东及政府的持续支持，2023 年公司吸收投资收到的现金以及政府补贴合计 11.68 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。

表 9：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2021	2022	2023
营业收入	11.20	23.89	10.76
利润总额	1.60	1.93	1.42
总资产收益率(%)	1.37	1.92	1.83
投资性房地产	10.66	33.76	73.87
无形资产	64.60	66.19	68.20
存货	125.56	145.91	130.37
货币资金	16.53	11.40	13.29
总资产	273.24	323.50	355.35
总债务	101.27	121.71	150.57
所有者权益合计	156.38	183.58	173.63
总资本化比率(%)	39.30	39.87	46.44
经营活动产生的现金流量净额	-13.94	-10.97	-19.95
投资活动产生的现金流量净额	-14.86	-13.17	-11.89
筹资活动产生的现金流量净额	31.92	17.39	36.84
货币等价物/短期债务(X)	0.40	0.12	0.18
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	-3.24	-1.54	-2.75
总债务/EBITDA(X)	25.78	18.70	21.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产规模为 64.36 亿元，占当期末总资产的 20.72%，主要为货币资金、土地使用权以及房屋建筑物，受限资产规模较大，抵质押融资空间有限。或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 10.24 亿元，占净资产的比例为 5.90%，被担保方为华信建设和景德镇国控，均为国有企业且为关联方。另外，正业科技 2023 年 11 月因建设工程施工合同纠纷事宜，被福建省润翔建筑工程有限公司（以下简称“润翔建筑”）起诉列为被告，涉诉金额 1.49 亿元，并且公司坐落于东莞市松山湖北部工业城科技九路南侧的国有建设用地使用

权（正业科技总部大楼）被查封，2024 年 1 月，正业科技和润翔建筑达成调解协议，正业科技按照约定分期支付工程款 0.76 亿元，并完成项目验收交接，正业科技已于 2024 年 1 月支付 2,300 万元工程款，由于正业科技资金周转整体相对紧张，正业科技于 2024 年 2 月计划将上述总部大楼工程项目按不低于评估价的方式挂牌转让，2024 年 4 月 7 日，盛鸿科技发展（广东）有限公司以 1.78 亿元的报价成为该项目的受让方，需持续关注后续项目转让款回收以及工程款支付情况。

过往债务履约情况：根据公司提供企业历史违约情况表，子公司正业科技 2022 年票据承兑累计逾期余额 160.35 万元，出现票据逾期情况均为正业科技财务人员或供应商未及时在网银系统进行操作导致汇票在票据系统中未兑付，截止目前上述票据均已全部兑付，除以上情况外，根据公司提供的企业征信报告，截至 2024 年 4 月，公司无其他未结清和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。

假设与预测³

假设

- 2024 年，母公司投资业务整体保持稳定，盈利水平较上年度相对持平。
- 2024 年，公司投资收益规模仍较小，较上年度保持相对稳定。
- 2024 年，公司本部投资组合仍以控股的子公司为主，无新增上市公司股份。
- 2024 年，公司通过新发行债券和银行融资等方式满足投资运营业务出资需求。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
经调整的净资产收益率(%)	0.81	0.61	0.16~0.18
总债务/投资组合市值(%)	67.17	57.84	60.52~66.90

注：各指标均为母公司口径数据。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测

调整项

流动性评估

合盛产投母公司口径资金流出主要用于还本付息、自建自营项目和股权投资支出，资金来源主要为公司自有资金和外部融资；截至 2023 年末，母公司口径货币资金为 7.60 亿元，其中受限货币资金 3.49 亿元；同期末，公司母公司可用银行授信规模 13.80 亿元，备用流动性一般。综上所述，公司母公司口径资金流出需求较大，暂无子公司分红收益支持，公司流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖存在一定缺口。

合并口径方面，公司下属子公司经营获现能力一般，未使用授信额度较少。公司在金融市场有一定的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。公司资金流出主要用于债务还本付息及外

³ 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其他事项和假设因素，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。

部投资，现金对债务本息的保障程度低。公司流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖存在一定缺口。

ESG 分析

环境方面，母公司作为投资控股企业，面临的环境问题较少。

社会方面，2023 年以来，公司作为产业投资平台，积极支持区内企业、促进当地产业发展，有一定的社会贡献。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司实际控制人为景德镇市国资委，景德镇市国资委代表市政府履行出资人职责，负责监管市属国有资产，公司接受市国资委监管，设立股东会、董事会⁴、监事会。公司在财务管理、投资管理办法等方面配套制度完善，内部控制体系较为健全。2023 年 10 月，公司发布公告称，正业科技近期收到中国证券监督管理委员会广东监管局下发的《关于对广东正业科技股份有限公司、邓景扬、徐田华、赵红云、路童歌采取出具警示函措施的决定》的行政监管措施决定书，正业科技存在以下违规事项：正业科技 2023 年 1 月发布的《2022 年度业绩预告》与年度报告中披露的相关数据相比差异较大，且涉及盈亏变化，信息披露不准确；正业科技时任董事长邓景扬、总经理徐田华、时任董事会秘书赵红云、财务总监路童歌未按照《上市公司信息披露管理办法》第四条的规定履行勤勉尽责义务，对正业科技上述违规行为负有主要责任，需持续关注公司相关整改进展以及信息披露及时性和准确性。战略方面，公司将着力打造“制造与运营相融合、总装与配套为一体”的产业投资载体，重点围绕航空、新能源、新材料等新兴产业孵化，发挥产业投资专业化平台作用，促进国有资本资源要素向重点生态产业集聚，服务全市“工业强市”和“贸易兴市”战略发展。

外部支持

景德镇市政府的支持能力强，对公司支持意愿较强，在财政补贴以及资产划转等方面持续获得政府和股东较大支持，为公司发展提供了良好的基础。

公司实际控制人仍为景德镇市国资委。景德镇市是环鄱阳湖经济圈的重要城市。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。2023 年以来，景德镇市产业特色突出，发展态势良好，地区生产总值（GDP）保持增长。2023 年全年地区生产总值分别为 1,201.10 亿元，比上年增长 3.5%。从三次产业情况来看，2023 年景德镇市三次产业增加值结构由 6.3:44.8:48.9 调整为 6.4:43.1:50.5。2023 年景德镇市财政收入有所下降，2023 年全市一般公共预算收入为 90.30 亿元，主要来自税收收入，财政自给能力较弱。同期，景德镇市政府性基金收入是景德镇市地方政府财力的重要补充，受土地市场行情影响较大，2023 年较上年同比小幅减少，为 213.41 亿元。再融资环境方面，2023 年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，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。

⁴ 公司董事会由 5 名成员构成。

表 11：近年来景德镇市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	1,102.31	1,192.19	1,201.10
GDP 增速（%）	8.70	4.70	3.50
人均 GDP（万元）	6.80	7.35	7.41
固定资产投资增速（%）	9.40	8.10	-8.10
一般公共预算收入（亿元）	101.49	94.00	90.30
政府性基金收入（亿元）	221.27	222.87	213.41
税收收入占比（%）	62.16	50.19	60.21
公共财政平衡率（%）	44.80	37.98	37.63
债务余额（亿元）	400.86	467.97	613.71

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

公司作为景德镇市支持产业发展投资的重要平台，地位十分重要，且公司仍由景德镇市国资委实际控制，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。2023 年以来，公司在财政补贴以及资产划转方面持续获得政府和股东较大支持，对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。

跟踪债券信用分析

“21 合盛债 01/21 合盛 01”于 2021 年 5 月 6 日成功发行，募集资金为 10.00 亿元，其中 6.00 亿元计划用于景德镇市直升机航空产业孵化园项目，4.00 亿元计划用于补充营运资金，截至 2024 年 3 月末，已有 6.00 亿元用于景德镇市直升机航空产业孵化园项目，4.00 亿元用于补充营运资金，募集资金余额为 0.00 亿元，募投项目总投资 12.78 亿元，截至 2023 年末已投资 9.67 亿元，债券未变更募集资金用途。

“21 合盛债 01/21 合盛 01”未设置担保措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位重要，每年保持一定投资规模，债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。“21 合盛债 01/21 合盛 01”设置回售条款和提前偿还条款，根据投资人回售选择权履行结果公告，“21 合盛债 01/21 合盛 01”未回售，公司已于 2024 年 5 月 6 日，偿还债券本金 2.00 亿元，目前跟踪债券信用风险较低。

“23 合盛债 01/23 合盛 01”于 2023 年 4 月 28 日成功发行，募集资金为 5.00 亿元，其中 2.50 亿元拟用于景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目，2.50 亿元用于补充公司营运资金，根据企业提供的资料，截至 2024 年 3 月末，其中景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目已使用 0.0007 亿元，用于支付设计费，2.50 亿元已用于补充公司营运资金，剩余资金为 2.50 亿元，债券未变更募集资金用途。

“24 合盛债 01/24 合盛 01”于 2024 年 1 月 29 日发行成功，募集资金为 2.00 亿元，其中 1.00 亿元用于景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目，1.00 亿元用于补充公司营运资金。根据企业提供的资料，截至 2024 年 3 月末，其中景德镇市高新区航空应急救援产业园区建设项目已使用 0.00 亿元，1.00 亿元已用于补充公司营运资金，剩余资金为 1.00 亿元，债券未变更募集资金用途。“23 合盛债 01/23 合盛 01”和“24 合盛债 01/24 合盛 01”均由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证。

偿债保障分析

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为“23 合盛债 01/23 合盛 01”、“24 合盛债 01/24 合盛 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证。

中合担保于 2012 年 7 月 19 日注册设立，初始注册资本为 51.26 亿元，是国务院利用外资设立担保公司的唯一试点项目，旨在发展多层次中小企业金融服务体系。经多轮增资和股权变更，截至 2023 年末，中合担保实收资本为 71.76 亿元，中合担保股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人，中合担保前三大股东分别为海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）、宏达控股集团有限公司和海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）。海航科技和海航资本作为关联方，合计持有公司 43.34% 的股份，在 10 名董事组成的董事会中合计拥有 2 名股东董事的席位。因无法清偿到期债务，2021 年 1 月海航集团有限公司破产重整，海航资本在海航集团重整范围内，海航资本的股东现已变更为海南海航二号信管服务有限公司；海航科技作为上市公司，不在海航集团重整范围内。

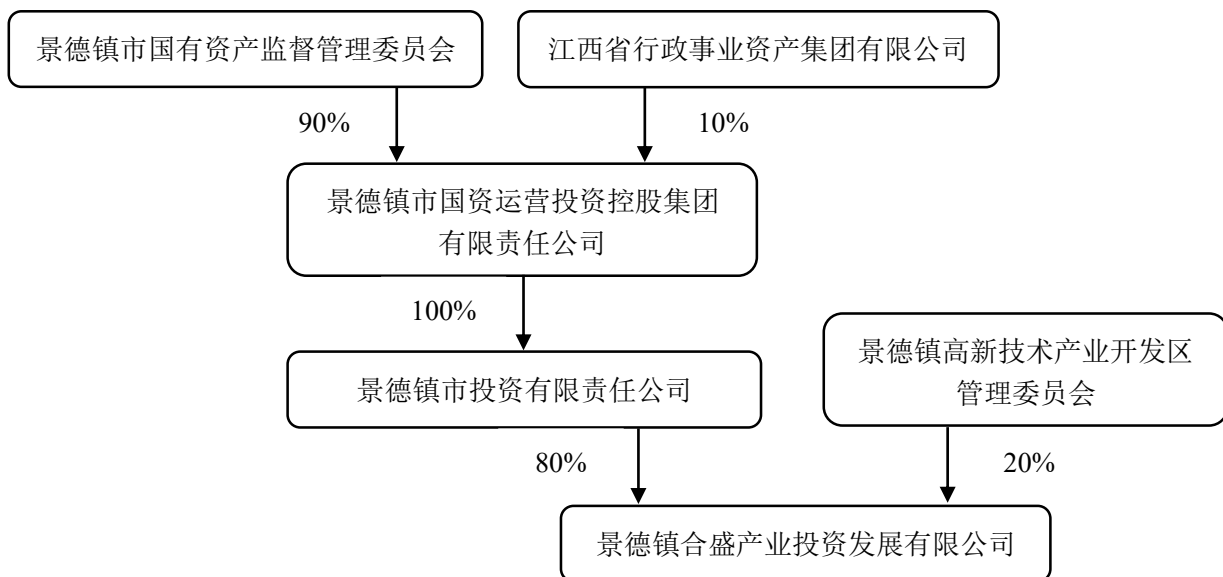
目前中合担保正处于业务转型阶段，核心目标为全力化解存量风险，逐步压降非城投类融资担保业务规模，存量担保业务仍以城投债担保为主。针对当前宏观经济形势及监管政策的变化，中合担保及时调整业务重心，不以降低风险控制标准换取市场份额，城投债担保业务采取逐步收缩策略；中合担保依托股东中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）的资源，不断推动风控运营管理标准化、线上化、数字化，逐步探索供应链金融业务。受业务转型影响，中合担保 2023 年末在保余额下滑至 267.02 亿元。股东中国宝武持有公司股权 14.63%，中合担保的总经理（代董事长）为中国宝武选派，中合担保与中国宝武在供应链上下游展开合作，并获得其授信支持，在同业合作、产业链资源协同、业务渠道拓展等方面也能得到其他股东的支持，中国宝武以及其他股东具有较强的能力和意愿在有需要时对中合担保给予支持。

综合来看，中诚信国际维持中合中小企业融资担保股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证对本期债券还本付息起到强有力的保障作用。

评级结论

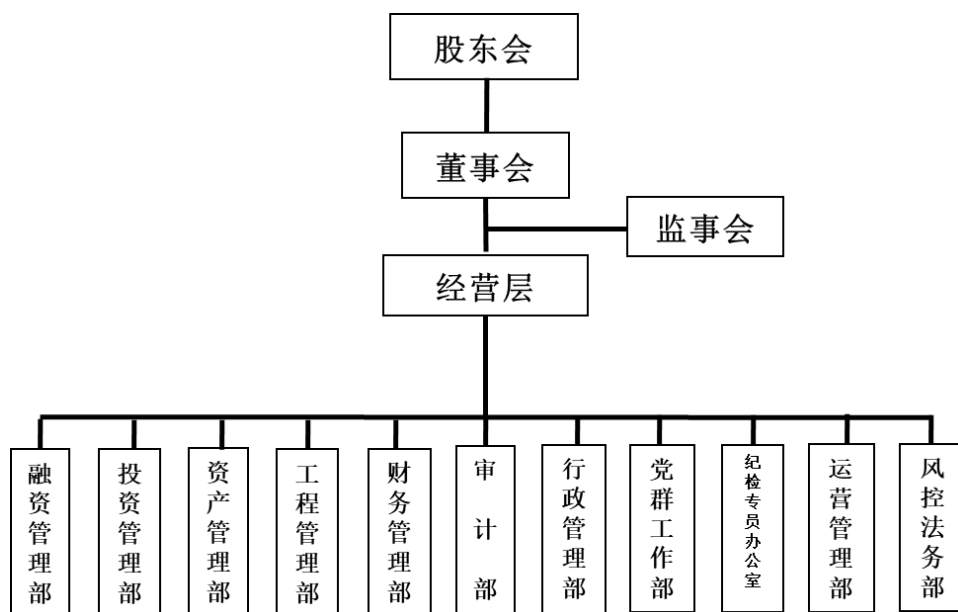
综上所述，中诚信国际维持景德镇合盛产业投资发展有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“23 合盛债 01/23 合盛 01”、“24 合盛债 01/24 合盛 01”的债项信用等级为 **AAA**；维持“21 合盛债 01/21 合盛 01”的债项信用等级为 **AA**。

附一：景德镇合盛产业投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



全称	简称	持股比例	截至 2023 年末			2023 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
景德镇国新建设工程有限公司	国新建设	100.00	36.19	19.18	47.00	3.41	1.07
景德镇市景翔科技创新发展有限公司	景翔科技	100.00	29.42	13.37	54.55	0.11	0.62
景德镇合盛科技企业孵化器有限公司	合盛孵化器	100.00	22.43	8.21	63.40	0.39	0.70
广东正业科技股份有限公司	正业科技	22.13	19.72	4.64	76.45	7.58	-2.36
江西合盛安泰新材料有限公司	安泰新材料	70.00	1.55	0.98	36.64	0.39	-0.009
景德镇市枫树山林场有限公司	景德镇枫树山	100.00	72.91	72.81	0.14	0.00	0.06

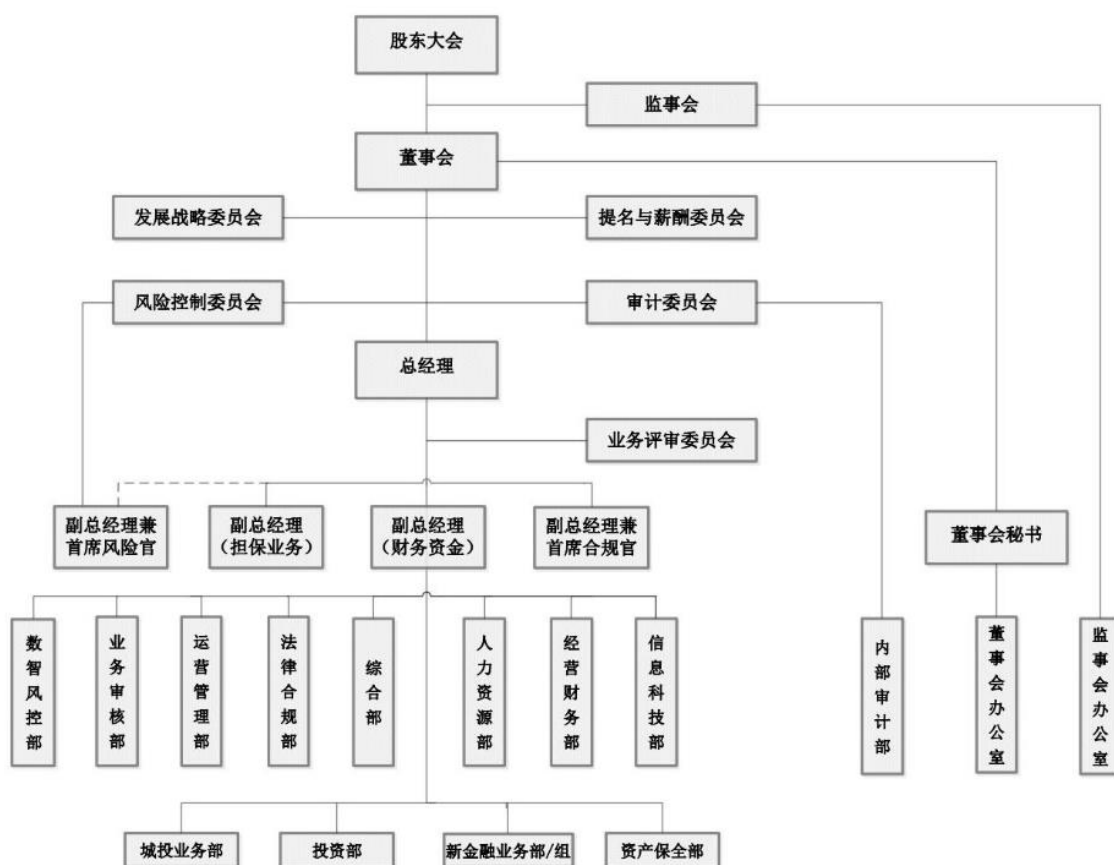
注：仅列示主要的子公司



资料来源：公司提供

附二：中合中小企业融资担保股份有限公司股权结构及组织结构图（截至 2023 年末）

股东名称	持股数额（万股）	持股比例(%)
海航科技股份有限公司	191,040	26.62
宏达控股集团有限公司	127,600	17.78
海航资本集团有限公司	120,000	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	105,000	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	68,000	9.47
中国进出口银行	50,000	6.97
西门子（中国）有限公司	35,000	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	21,000	2.93
合计	717,640	100.00



注：组织结构图为截至 2024 年 5 月末情况

资料来源：中合担保

附三：景德镇合盛产业投资发展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）	2021	2022	2023
货币资金	165,310.65	114,013.71	132,914.16
应收账款	117,211.32	125,563.94	119,030.72
其他应收款	113,373.01	76,921.17	38,626.09
存货	1,255,611.00	1,459,125.90	1,303,655.42
长期投资	9,453.57	8,744.87	59,476.15
固定资产	45,291.45	64,000.53	79,701.10
在建工程	29,841.81	124,294.31	117,305.91
无形资产	646,038.25	661,896.61	681,994.51
资产总计	2,732,411.32	3,235,030.60	3,553,540.03
其他应付款	11,984.59	46,008.87	138,377.87
短期债务	379,798.78	514,406.63	552,120.94
长期债务	632,877.13	702,697.87	953,559.64
总债务	1,012,675.91	1,217,104.50	1,505,680.58
净债务	871,095.72	1,178,765.13	1,417,408.20
负债合计	1,168,602.49	1,399,212.19	1,817,257.81
所有者权益合计	1,563,808.82	1,835,818.40	1,736,282.22
利息支出	43,080.58	71,032.64	72,535.91
营业总收入	112,001.62	238,885.37	107,583.97
经营性业务利润	18,313.43	31,626.29	29,938.70
投资收益	7.33	-691.06	-223.57
净利润	11,475.76	10,028.32	4,229.45
EBIT	37,369.28	57,327.72	62,262.90
EBITDA	39,279.47	65,072.41	70,020.26
经营活动产生的现金流量净额	-139,446.82	-109,684.68	-199,544.36
投资活动产生的现金流量净额	-148,603.85	-131,710.78	-118,907.80
筹资活动产生的现金流量净额	319,220.73	173,892.44	368,380.42
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	19.12	26.49	20.92
期间费用率（%）	22.68	31.76	80.83
EBIT 利润率（%）	33.36	24.00	57.87
总资产收益率（%）	1.37	1.92	1.83
流动比率（X）	3.24	2.69	1.98
速动比率（X）	0.87	0.57	0.43
存货周转率（X）	0.07	0.13	0.06
应收账款周转率（X）	0.96	1.97	0.88
资产负债率（%）	42.77	43.25	51.14
总资本化比率（%）	39.30	39.87	46.44
短期债务/总债务（%）	37.50	42.26	36.67
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.17	-0.12	-0.17
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.45	-0.29	-0.47
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-3.24	-1.54	-2.75
总债务/EBITDA（X）	25.78	18.70	21.50
EBITDA/短期债务（X）	0.10	0.13	0.13
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.91	0.92	0.97
EBIT 利息保障倍数（X）	0.87	0.81	0.86
FFO/总债务（X）	0.01	0.02	0.01

注：中诚信国际根据 2022~2023 年审计报告整理；长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附四：景德镇合盛产业投资发展有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	106,555.30	66,739.52	75,986.84
应收账款	14,032.43	38,457.60	39,360.06
其他应收款	83,918.59	49,123.46	20,930.73
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
债权投资	700.00	0.00	0.00
其他债权投资	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	952,305.35	1,135,354.78	1,445,750.31
其他权益工具投资	781.23	580.53	95.63
其他非流动金融资产	7,972.35	7,972.35	29,943.49
固定资产	16,828.83	22,338.54	29,934.44
投资性房地产	106,603.21	187,215.58	442,969.54
资产总计	2,406,096.48	2,804,218.82	3,106,739.96
投资组合账面价值	1,068,314.22	1,210,647.18	1,551,776.27
投资组合市值	1,071,450.37	1,202,817.23	1,530,949.46
其他应付款	104,190.66	334,473.63	549,113.60
短期债务	223,359.84	335,089.53	371,392.19
长期债务	552,974.61	472,855.86	526,221.62
总债务	776,334.45	807,945.39	897,613.82
净债务	696,280.83	793,759.25	856,501.34
负债合计	928,001.40	1,215,409.32	1,506,294.56
所有者权益合计	1,478,095.08	1,588,809.50	1,600,445.40
利息支出	41,855.54	59,197.15	52,411.71
营业总收入	79,455.57	100,372.31	6,358.68
经营性业务利润	7,655.84	21,506.09	10,348.69
投资收益	7.33	7.33	22.39
净利润	5,383.37	12,471.30	9,696.65
EBIT	28,332.46	52,955.97	46,398.77
经营活动产生的现金流量净额	-105,558.43	46,135.12	102,010.77
投资活动产生的现金流量净额	-154,350.43	-157,728.28	-142,000.34
筹资活动产生的现金流量净额	293,804.97	45,725.69	66,915.90

财务指标	2021	2022	2023
总资产收益率(%)	1.18	2.03	1.57
经调整的净资产收益率(%)	0.36	0.81	0.61
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	1.00	8.40	0.33
应收类款项占比(%)	4.07	3.12	1.94
资产负债率(%)	38.57	43.34	48.48
总资本化比率(%)	34.44	33.71	35.93
短期债务/总债务(%)	28.77	41.47	41.38
总债务/投资组合市值(%)	72.46	67.17	57.84
现金流利息覆盖倍数(X)	-2.52	0.78	1.95
货币等价物/短期债务(X)	0.36	0.05	0.11
总债务/EBITDA(X)	26.63	14.47	19.04
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.17	0.13
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.70	0.94	0.90
EBIT 利息覆盖倍数(X)	0.68	0.89	0.89

注：中诚信国际根据 2022~2023 年审计报告整理；长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附五：中合中小企业融资担保股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

（金额单位：百万元）	2021	2022	2023
资产			
货币资金（含定期存款）	1,030.24	628.49	432.53
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2,418.00	--	--
交易性金融资产	0.00	3,882.55	2,747.08
债权投资	0.00	1,902.06	2,290.23
委托贷款	107.64	151.59	2.55
长期股权投资	46.84	35.67	11.03
资产合计	8,354.82	8,223.53	8,609.39
负债及所有者权益			
短期借款	0.00	0.00	123.78
未到期责任准备金	193.41	137.16	123.56
担保赔偿准备金	345.49	271.88	262.77
担保损失准备金合计	538.90	409.05	386.33
存入担保保证金	0.00	0.00	0.00
负债合计	1,041.50	826.51	1,297.11
实收资本	7,176.40	7,176.40	7,176.40
一般风险准备	19.74	31.23	47.32
所有者权益合计	7,313.32	7,397.03	7,312.27
利润表摘要			
担保业务收入	271.70	272.02	246.12
担保赔偿准备金支出	250.98	73.61	9.12
提取未到期责任准备	124.68	13.49	12.42
投资收益	205.80	207.40	199.08
营业费用	(111.12)	(158.94)	(142.22)
净利润	158.12	105.30	155.42
担保组合			
在保余额	42,325.00	33,546.00	26,702.37
	2021	2022	2023
盈利能力(%)			
营业费用率	13.05	28.27	29.91
平均资产回报率	1.89	1.27	1.85
平均资本回报率	2.16	1.43	2.11
担保项目质量(%)			
年内代偿额（百万元）	530.00	0.00	0.00
年内回收额（百万元）	215.00	313.00	125.98
年内代偿率	2.20	0.00	0.00
累计代偿率	3.60	3.14	2.83
累计回收率	26.28	32.71	35.30
担保损失准备金/在保责任余额	1.27	1.22	1.45
资本充足性			
融资担保放大倍数(X)	4.70	3.68	2.92
流动性(%)			
高流动性资产/总资产	22.92	25.45	20.20
高流动性资产/在保责任余额	4.52	6.24	6.51

附六：景德镇合盛产业投资发展有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保期限	担保余额（单位：万元）
1	景德镇市华信建设投资有限公司	国企	2021/2/10~2026/10/23	11,494.00
2	景德镇市华信建设投资有限公司	国企	2023/03/29~2024/01/24	950.00
3	景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	国企	2023/04/21~2024/04/13	50,000.00
4	景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	国企	2023/06/16~2024/06/15	40,000.00
合计		--	--	102,444.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附七：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
	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
	货币等价物 非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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
经营效率	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
	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值 货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值 投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比 母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比 (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
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
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
	经调整的净资产收益率 净利润/经调整的所有者权益平均值
	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数 (经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；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。

附八：中合中小企业融资担保股份有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[(期末所有者权益总额+期初所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(期末资产总额+期初资产总额)/2]
风险抵御能力	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-受限部分资产
	经调整的所有者权益	所有者权益-其他权益工具-有偿还义务的明股实债-其他调整项
	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-其他权益工具-按成本计量的可供出售权益工具-有偿还义务的明股实债
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本
	净资产放大倍数	在保责任余额/净资产
	融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/(母公司口径净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)

附九：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司基本不能履行代偿义务或偿还其他债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能履行代偿义务或偿还其他债务。

注：1、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。2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。



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）66428877

传真：+86（10）66426100

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）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn