

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0155号

景德镇陶文旅控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“21 景德镇陶 MTN001”、“22 景德镇陶 MTN001”、“24 景德镇陶 CP001”、“20 景陶专项债/20 景陶债”、“21 景陶债/21 景陶债”和“22 景陶债/22 景陶债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“24 景德镇陶 CP001”信用等级为 A-1，“21 景德镇陶 MTN001”、“22 景德镇陶 MTN001”、“20 景陶专项债/20 景陶债”、“21 景陶债/21 景陶债”和“22 景陶债/22 景陶债”信用等级均为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司
信评委主任

二〇二四年六月十七日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自 2024 年 6 月 17 日至 2025 年 6 月 16 日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024 年 6 月 17 日

景德镇陶文旅控股集团有限公司
主体及相关债项 2024 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果			跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员	
AA+/稳定			2024/6/17	AA+/稳定	吴奉颖	唐骊 魏巍	
债项信用			评级模型				
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分	
21 景德镇陶 MTN001	AA+	AA+	经营风险	区域环境	100.0%	71.0	
22 景德镇陶 MTN001	AA+	AA+		业务运营	100.0%	76.0	
20 景陶专项债/20 景陶债	AA+	AA+	财务风险	盈利与获现能力	45.0%	28.0	
21 景陶债/21 景陶债	AA+	AA+		债务负担	20.0%	9.0	
22 景陶债/22 景陶债	AA+	AA+		债务保障程度	35.0%	14.3	
24 景德镇陶 CP001	A-1	A-1					
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。							
主体概况			调整因素				
景德镇陶文旅控股集团有限公司是江西省景德镇市重要的基础设施建设主体，主要从事景德镇市基础设施建设及保障房建设、商品销售等业务。景德镇市国有资产监督管理委员会为公司的控股股东和实际控制人。			无				
			个体信用状况（BCA）				aa-
			评级模型结果				AA+
			外部支持调整子级				2
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异							

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，景德镇市经济实力依然很强；公司基础设施建设等主营业务的区域专营性很强，继续得到了股东及相关各方的大力支持。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性较弱，债务规模大幅增长且面临集中偿付压力。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“24 景德镇陶 CP001”信用等级为 A-1，维持“21 景德镇陶 MTN001”等债项的信用等级均为 AA+。

同业对比

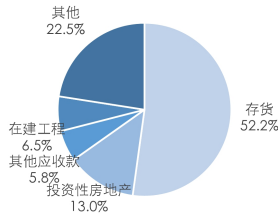
项目	景德镇陶文旅控股集团有限公司	吉安市城市建设投资开发有限公司	鹰潭市国有控股集团有限公司	抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司
地区	景德镇市	吉安市	鹰潭市	抚州市
GDP 总量（亿元）	1201.10	2735.07	1282.25	2034.91
人均 GDP（元）	74146	62099	-	56854
一般公共预算收入（亿元）	90.30	204.83	108.56	141.64
政府性基金收入（亿元）	213.41	106.75	73.10	155.93
地方政府债务余额（亿元）	376.08	1122.04	463.43	910.50
资产总额（亿元）	1064.70	747.14	1107.10	1300.13
所有者权益（亿元）	437.85	355.90	403.03	557.36
营业收入（亿元）	91.07	45.53	242.09	113.46
净利润（亿元）	4.55	3.32	8.40	4.72
资产负债率（%）	58.88	52.36	63.60	57.13

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA+ 的同行业企业，表中数据年份均为 2023 年。

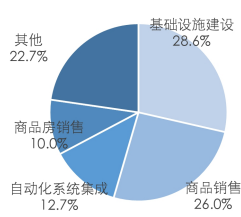
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2023 年末)



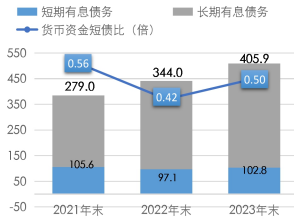
公司营业收入构成 (2023 年)



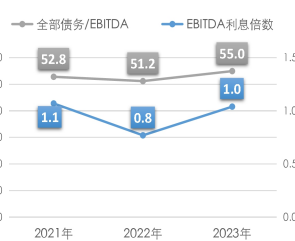
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额	876.55	973.56	1064.70	1101.02
所有者权益	387.15	411.00	437.85	440.13
营业收入	55.34	70.03	91.07	22.10
净利润	4.03	4.44	4.55	0.31
全部债务	384.52	441.09	508.61	-
资产负债率	55.83	57.78	58.88	60.03
全部债务资本化比率	49.83	51.77	53.74	-

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2021 年	2022 年	2023 年
地区	景德镇市		
GDP 总量	1102.31	1192.19	1201.10
人均 GDP (元)	68049.00	73538.00	74146.00
一般公共预算收入	101.49	94.00	90.30
政府性基金收入	221.27	222.87	213.41
财政自给率	44.80	37.98	37.63

优势

- 跟踪期内,景德镇市地区经济保持较快增长,陶瓷、航空等主导产业发展良好,以旅游业为支撑的第三产业增速较快,经济实力仍很强;
- 公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设等业务,区域专营性很强;
- 公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体,以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体,在资产划拨和财政补贴等方面持续得到股东及相关各方的大力支持。

关注

- 公司在建及拟建的基础设施及棚户区改造项目投资规模较大,仍面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高,资产流动性较弱;
- 公司债务规模大幅增长,短期有息债务规模较大,面临较大的短期偿付压力。

评级展望

预计景德镇市经济实力将不断增强,公司主营业务将保持很强的区域专营性,能够得到股东及相关各方的持续支持,评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202404)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	A-1 (24 景德镇陶 CP001)	2024/1/18	张青源 陈昌政 唐 骊	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》	阅读原文
AA+/稳定	AA+ (20 景陶专项债/20 景陶债)	2021/6/29	张青源 唐 骊	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA/稳定	AA (19 景旅 01)	2019/4/16	卢 筱 卢宝泽	《城市基础设施建设项目信用评级方法 (2015 年)》	-

注: 以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
21 景德镇陶 MTN001	2023/6/8	10.00 亿元	2021/7/27~2024/7/27	无	-
22 景德镇陶 MTN001	2023/6/8	6.00 亿元	2022/3/30~2025/3/30	无	-
20 景陶专项债/20 景陶债	2023/6/8	8.00 亿元	2020/4/20~2027/4/20	无	-
21 景陶债/21 景陶债	2023/6/8	10.00 亿元	2021/10/19~2028/10/19	无	-
22 景陶债/22 景陶债	2023/6/8	4.00 亿元	2022/3/18~2029/3/18	无	-
24 景德镇陶 CP001	2024/1/18	10.00 亿元	2024/2/5~2025/2/5	无	-

注 1：“21 景德镇陶 MTN001”、“22 景德镇陶 MTN001”附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；
注 2：“20 景陶专项债/20 景陶债”设置本金提前偿还条款，即在存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末均分别偿还债券本金的 20%；
注 3：“21 景陶债/21 景陶债”、“22 景陶债/22 景陶债”附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，并设置本金提前偿还条款，即在存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末均分别偿还债券本金的 20%。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及景德镇陶文旅控股集团有限公司（以下简称“陶文旅”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

陶文旅前身为江西省陶瓷工业公司，由中共江西省委根据周恩来总理等国务院领导批示于1964年11月成立，初始注册资本为人民币8440.00万元¹。2016年，公司更名为景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司，股东变更为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”），企业性质变更为有限责任公司。2020年11月24日，公司更为现名。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币22.99亿元；景德镇市国资委持有公司78.29%的股权，景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）（以下简称“景德镇市棚改投资中心”）和江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政集团”）分别持有公司8.70%的股权，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有公司4.31%的股权，景德镇市国资委为公司的控股股东和实际控制人。

作为景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，公司主要从事景德镇市基础设施及保障房建设，以及物流装备制造与系统集成、资产经营、酒店住宿及餐饮、商品销售等业务。

截至2023年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共有19家（详见图表1）。跟踪期内，公司合并范围未发生变化。

图表1 截至2023年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
景德镇陶邑文化发展有限公司	陶邑文化	11553.49	90.68	投资设立
景德镇邑山瓷业有限公司	邑山瓷业	20000.00	100.00	投资设立
景德镇陶阳置业有限公司	陶阳置业	50000.00	100.00	投资设立
景德镇陶邑酒店管理有限公司	陶邑酒店	5000.00	100.00	投资设立
景德镇陶欣资产管理有限公司	陶欣资管	500.00	100.00	投资设立
景德镇共兴商贸有限公司	共兴商贸	219.60	96.22	无偿划拨
浮梁荻湾乡村振兴有限公司	荻湾振兴	50000.00	100.00	投资设立
景德镇花朝科技文化发展有限公司	花朝科技	4500.00	100.00	投资设立
景德镇文晟投资合伙企业（有限合伙）	文晟投资	500.00	100.00	投资设立
景德镇陶溪川教育发展有限公司	陶溪川教育	10000.00	100.00	投资设立
景德镇陶欣物业服务有限公司	陶欣物业	600.00	100.00	投资设立
景德镇市建筑设计院有限公司	建筑设计院	302.90	100.00	无偿划拨

¹ 1991年8月9日，根据景德镇市人民政府文件《景德镇市人民政府关于江西省陶瓷工业公司转为经济实体的批复》（景府字[1991]247号），公司初始注册资本认定为8440.00万元，由景德镇市国有资产管理局核定划拨，企业性质为全民所有制企业。

图表 1 截至 2023 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
景德镇陶溪川创新投资有限公司 ²	陶溪川创投	50000.00	100.00	投资设立
景德镇陶溪川创业融资担保有限责任公司	创业融担	15000.00	100.00	投资设立
南京音飞储存设备（集团）股份有限公司	音飞储存	30070.29	29.99	股权购买
景德镇陶邑人力资源服务有限公司	陶邑人力	500.00	100.00	投资设立
景德镇陶溪川商业保理有限责任公司	商业保理公司	10000.00	100.00	投资设立
景德镇艺术职业大学	艺术职业大学	20000.00	100.00	投资设立
景德镇砺陶投资合伙企业（有限合伙）	砺陶投资	4600.00	100.00 ³	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月末，陶文旅发行的“20 景陶专项债/20 景陶债”到期本息已按期偿付；“21 景陶债/21 景陶债”和“22 景陶债/22 景陶债”到期利息已按期偿付，暂未到还本日；“21 景德镇陶 MTN001”和“22 景德镇陶 MTN001”均已行使投资者回售选择权，剩余金额暂未到还本日；“24 景德镇陶 CP001”暂未到还本付息日。截至 2024 年 5 月末，上述债项募集资金均已使用完毕。

个体信用状况

行业分析

城投行业政策重心转向系统性化债新阶段，城投债融资逐步趋严，发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资将更多向强区域、强主体倾斜

2023 年以来，城投行业政策在坚守严禁新增隐性债务的底线不变前提下，重心逐步转向以“一揽子化债”为主的系统性化解债务新阶段。国家及地方层面为有序降低高负债地区风险水平，采取了包括发行特殊再融资券、债务展期重组及专项债券管理强化等措施。2023 年城投债全年发行有所回升、净融资小幅增长，但四季度以来受特殊再融资债券置换及新增融资审批趋严等影响净融资明显收缩，且发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资更多向强区域、强主体倾斜。

2024 年预计“一揽子化债”与监管政策收紧仍是主基调，城投债市场将仍以稳控为主线，融资端表现可能趋于收紧，发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投行业信用风险总体可控但分化加剧，市场化转型成必然趋势，应深耕区域特色，谋求稳健发展

2024 年，随着“一揽子化债”措施继续落地，地方债务风险逐步缓释，城投行业信用风险总体可控，预计城投公司公募债违约的概率依然很低。但隐性债务控制与化解压力、土地市场疲软、融资难度增加以及到期债务高峰等因素，共同推高了部分城投公司的信用风险，尤其是尾部企业面临更大的偿债挑战。

² 原名为景德镇陶溪川金融控股有限责任公司，2021 年 4 月更为现名。

³ 公司直接持股 99.00%，公司三级子公司景德镇文旅基金管理有限公司持股 1.00%。

当前环境下，市场化转型已成为城投公司的必由之路，以适应监管政策变迁、市场调整及经济增长方式的转变。一方面，“一揽子化债”政策的推行有效地缓解了地方债务危机，城投公司得以暂时解决流动性紧张的问题，进而腾出资源和精力专注于自身的战略转型。另一方面，在融资政策的持续收紧以及宏观经济向高质量发展阶段转变的背景下，城投公司面临的不仅是化解债务的紧迫任务，更是发展模式的根本转型。与此同时，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性扩张带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司基础设施及保障房建设收入保持较大规模，基础设施建设收入及主要服务于陶瓷产业链的商品销售收入快速增长，带动营业收入大幅增加，毛利率有所提升

作为景德镇市重要的基础设施建设主体及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，公司主要从事景德镇市基础设施建设及棚户区改造业务，以及物流装备制造与系统集成、商品销售、酒店住宿及餐饮、资产管理等业务。

从营业收入及其构成来看，2023年，公司营业收入为91.07亿元，同比大幅增长，主要来源于基础设施建设、保障房销售、商品销售、物流装备制造与系统集成、商品房销售等业务。近年来，公司基础设施建设业务收入有所波动，主要系受当年项目结算量影响所致；保障房销售收入亦波动较大；随着销售渠道的扩展，主要服务于陶瓷产业链的商品销售收入增长较快；资产管理收入有所波动；酒店住宿及餐饮收入逐年增长；物流装备制造与系统集成收入来源于子公司音飞储存，包括自动化系统集成、货架、仓储服务和堆垛机收入，该项业务收入快速增长；商品房销售收入为2022年新增，主要系公司前期建设的商品房进入交付期；其他业务收入主要包括安保服务收入、建筑设计监理收入、物业服务及租赁等收入，规模较小。

近年来，公司毛利润和毛利率持续提升，主要来源于基础设施建设、物流装备制造与系统集成等业务。

2024年1~3月，公司营业收入为22.10亿元，毛利润为2.50亿元，毛利率为11.30%。

图表2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2023年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施建设	18.67	33.74	16.70	23.84	26.01	28.56
保障房销售	11.37	20.55	5.49	7.84	7.31	8.03
商品销售	10.35	18.70	17.02	24.30	23.63	25.95
资产管理	0.63	1.14	0.56	0.80	0.64	0.71
酒店住宿及餐饮	1.22	2.20	1.34	1.92	3.02	3.32
物流装备制造与系统集成	9.97	18.02	14.92	21.30	15.62	17.15
商品房销售	-	-	9.52	13.59	9.15	10.04
其他	3.12	5.65	4.49	6.41	5.68	6.24
合计	55.34	100.00	70.03	100.00	91.07	100.00

项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	1.89	10.14	2.17	13.01	2.31	8.87
保障房销售	-0.37	-3.28	-1.09	-19.85	-1.35	-18.48
商品销售	0.06	0.57	0.22	1.29	0.21	0.89
资产管理	0.33	51.97	0.37	66.44	0.43	66.39
酒店住宿及餐饮	0.31	25.52	0.41	30.17	1.49	49.37
物流装备制造与系统集成	2.14	21.49	2.99	20.04	3.40	21.76
商品房销售	-	-	-0.21	-2.24	-0.23	-2.52
其他	0.48	15.40	1.33	29.58	2.46	43.31
合计	4.84	8.75	6.19	8.84	8.72	9.57

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施及保障房建设

公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设，该业务仍具有很强的区域专营性

公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，主要负责承建景德镇市基础设施、保障房、棚户区改造、陶瓷文化旅游类、配套基础设施等项目，该业务具有很强的区域专营性。

公司基础设施及保障房建设业务由本部、子公司陶阳置业和陶邑文化负责，资金来源主要为自有资金、项目贷款和外部融资等，业务模式主要有三种。其一是公司与景德镇市政府签订代建协议，公司通过自有资金、项目贷款和专项资金进行项目前期投资建设。项目代建投资款实行总额包干，具体包括征地拆迁费、代建管理费、建设期利息、税收、工程建设费、勘察设计费、相关报建费用和其他与项目有关的费用，以及代建项目合理利润（部分代建协议约定为总投资的 20%，其他根据工作范围、工作难度、责任承担协商确定代建管理费）。公司每年按照项目建设进度向景德镇市财政局提交对应项目的项目投入、收益申报表，并根据景德镇市财政局的审核意见确认收入，该收入包括项目的建设成本以及公司应收取的代建收益，景德镇市财政局根据当年的财政情况安排资金支付。

其二是公司与景德镇市房产管理局签订购买服务协议，公司主要负责向景德镇市房产管理局提供项目涉及的相关服务，包括安置服务、征收改造服务、修缮服务等。项目的收入及利润来源主要来自服务费用，公司根据项目进度向景德镇市财政局提交相应的项目投入、收益申报表，并根据景德镇市财政局的审核意见确认收入，该收入包含项目成本及一定收益，为公司提供服务所对应的价款，景德镇市财政局根据当年的财政情况安排资金支付。

其三是自建模式，主要是保障房项目、配套基础设施建设项目、陶瓷文化旅游相关和综合体项目。公司已完工项目主要为景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发项目，通过对该遗址进行拆迁、修缮和改造后面向公众开放，最终以门票销售、商铺租赁、陶瓷文化品销售等形式实现经济效益。对于保障房项目，销售价格由政府定价，公司主要通过自行对外销售保障房实现收入。

截至 2023 年末，公司已完工项目包括景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发项目、景德镇学院搬迁工程项目、景德镇市珠山区城中村棚户区改造项目等。2021 年~2023 年，公司分别确认基础设施建设收入 18.67 亿元、16.70 亿元和 26.01 亿元，受结算进度影响有所波动；毛利率分别为 10.14%、13.01%和 8.87%。公司自 2020 年开始确认保障房建设收入。2021 年~

2023年，公司保障房建设收入分别为11.37亿元、5.49亿元和7.31亿元，主要来源于观溪郡小区棚户区改造安置房建设项目一期和二期、景德镇景瑶小区城市棚户区改造安置房建设项目、景德镇观英小区棚户区改造安置房建设项目等；近三年毛利润均为负，主要系公司保障房建设期间地质出现溶洞情形，故增加了相关建设成本。

公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力

截至2024年3月末，公司主要在建基础设施及保障房项目包括浮梁县荻湾乡村振兴开发项目、景德镇市马鞍山片区城中村棚户区改造项目、景德镇市珠山环境治理棚户区改造项目等。其中，公司所承建的景德镇艺术职业大学项目等，均列入景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区重点项目，上述项目对于推动景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区建设，保护现代工业文化遗产、传承陶瓷非物质文化遗产、打造陶瓷特色产业集群具有重要战略意义。

图表3 截至2024年3月末公司重点在建基础设施及保障房项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	已投资	尚需投资
景德镇市珠山环境治理棚户区改造项目	政府购买	20.54	32.93	-
景德镇市凤凰山片区棚户区改造项目	政府购买	17.97	19.77	-
景德镇市老厂片区城中村棚户区改造PPP项目	PPP	11.30	10.82	0.48
景德镇陶阳里历史街区保护更新PPP项目	PPP	24.76	9.57	15.19
景德镇市马鞍山片区城中村棚户区改造项目	委托代建	28.78	39.05	-
御窑厂地带项目	委托代建	27.00	17.74	9.26
龙泉望瓯	自建	21.44	18.29	3.15
中德工业4.0智能制造项目	自建	9.20	7.05	2.15
景德镇艺术职业大学（一期）	自建	42.58	30.83	11.75
陶瓷智能中央仓储标准化厂房建设项目	自建	3.30	1.47	1.83
中日先进陶瓷产业合作园——氮化硅陶瓷基板厂房建设项目	自建	3.30	0.90	2.40
中日先进陶瓷产业合作园——单晶硅棒及硅片标准化厂房建设项目一期	自建	3.50	1.61	1.89
冷链物流基地建设项目	自建	3.50	1.80	1.70
浮梁县荻湾乡村振兴开发项目	自建	32.00	17.65	14.35
国家陶瓷文化传承创新试验区长租房建设项目（一期）	自建	16.45	2.59	13.86
景德镇艺术职业大学二期智能制造职业教育实训基地项目	自建	23.00	8.00	15.00
景德镇景瑶小区城市棚户区改造安置房建设项目	自建	23.59	22.40	1.19
合计	-	312.21	242.47	94.20

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2024年3月末，公司主要拟建的基础设施项目包括景德镇市立马山周边（城中村）棚户区改造项目、中山南路历史文化遗产保护利用项目等。总体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表4 截至2024年3月末公司主要拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资
景德镇市立马山周边（城中村）棚户区改造项目	12.50

中山南路历史文化遗产保护利用项目	30.30
景德镇市养老服务中心建设项目	8.58
合计	51.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

商品销售

公司商品销售业务主要服务于陶瓷产业链的打造，随着销售渠道的扩展，2023 年收入保持较快增长

公司商品销售业务主要服务于陶瓷产业链的打造，包括陶瓷制品销售、建材销售和陶瓷土等矿石销售等。

图表 5 公司商品销售收入明细表（单位：亿元）

项目名称	2021 年	2022 年	2023 年
建材类	7.35	9.45	14.07
陶瓷制品类	2.77	7.12	9.05
矿石类	0.17	0.21	0.27
其他	0.06	0.23	0.24
合计	10.35	17.02	23.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1.陶瓷制品销售

陶瓷制品销售为公司 2017 年新增业务，由直接控股子公司陶邑文化负责运营，主要通过位于陶溪川文化街区内的陶溪川窑空间对外出售陶瓷制品。2019 年，陶溪川窑空间双创服务再升级项目被纳入文化和旅游部“2019 年度国家级文化产业园区服务能力提升计划”实施项目名单。目前陶溪川窑空间已形成周末集市、线下商城、线上旗舰店、窑客先锋等经营模式。陶瓷制品销售主要采用线上和线下零售模式，上游供应商为景德镇市内的各陶瓷产品生产商，下游客户主要为游客、网购客户、居民等个人。陶溪川窑空间对于促进大学生创业、增加社会就业岗位、活跃夜间商业活动具有重要意义。未来，随着陶溪川窑空间文化产业的持续发展，销售渠道的拓展，公司陶瓷制品销售收入有望大幅增长。

2.建材销售

建材销售为公司 2020 年新增业务，由间接控股子公司景德镇厚陶供应链管理有限公司（以下简称“厚陶供应链”）负责运营。厚陶供应链成立于 2019 年 8 月 26 日，主营包括建筑材料在内的各类商品贸易和供应链管理服务业务。建材销售主要采用委托采购的方式，由下游需求方向厚陶供应链提出采购需求，双方签订《销售合同》，约定交货品种、数量、时间和地点等条款，由厚陶供应链按照约定向需求方交付商品。建材销售业务的上游供应商为钢筋、水泥等建材生产商，下游客户主要为建筑公司。随着销售渠道的扩展，该业务收入未来仍有提升空间，成为营业收入的重要补充。

3.矿石销售

矿石销售业务由子公司景德镇陶源矿业有限公司（以下简称“陶源矿业”）运营。陶源矿

业成立于 2011 年末,主要负责集中整合原江西省陶瓷工业公司所持有的陶瓷土等矿山资源以及新发现的紫砂泥矿山资源,其矿石开采资质情况如下。

图表 6 公司矿石开采资质情况表

矿区名称	权属证号	矿产类别	生产规模	有效期限
景德镇市焦元坞矿区 严家陶土矿	C360200201408713013 5194	紫砂泥土矿	20 万吨/年	有效期至 2044 年 08 月 15 日止
景德镇陶源矿业有限 公司浮东(瑶里)矿	C360200201010712007 6542	釉果	3 万吨/年	有效期至 2029 年 04 月 24 日止
景德镇陶源矿业有限 公司宁村矿	C360200201103714010 9332	陶瓷土	1.25 万立方米/年	有效期至 2044 年 05 月 15 日止

资料来源:公司提供,东方金诚整理

由于安全生产许可证检验等原因,公司未对所持有矿山进行开采,公司矿石销售业务主要为原材料贸易。2023 年,公司矿石销售业务实现收入 0.27 亿元,较上年有所增长,但规模仍较小。

资产管理

公司继续负责景德镇市部分经营性国有资产的管理经营,该业务收入仍是营业收入的重要补充

2011 年,景德镇市国资委将其名下原人民瓷厂、建国瓷厂等陶瓷企业的土地、房屋、机器设备、工装工具等经营性国有资产委托公司进行管理。

截至 2023 年末,公司持有的经营性国有资产主要为商铺等商业物业,总面积约 3.5 万平方米。公司将商业物业租赁给陶瓷研究所、瓷器工作室及商户等,并收取租金。2021 年~2023 年,公司资产管理收入分别为 0.63 亿元、0.56 亿元和 0.64 亿元;毛利润分别为 0.33 亿元、0.37 亿元和 0.43 亿元;毛利率分别为 51.97%、66.44%和 66.39%。

酒店住宿及餐饮

公司酒店住宿及餐饮业务由直接控股子公司陶邑酒店的分公司景德镇陶邑酒店管理有限公司陶溪川酒店分公司(以下简称“陶溪川酒店”)负责,收入主要来源于陶溪川国贸饭店、陶溪川陶欣饭店、陶邑观音酒店、陶溪川凯悦酒店等。

2021 年~2023 年,公司酒店住宿及餐饮收入分别为 1.22 亿元、1.34 亿元和 3.02 亿元。近两年,随着陶溪川文创旅游产业的发展,酒店住宿及餐饮收入实现大幅增长;毛利润分别为 0.31 亿元、0.41 亿元和 1.49 亿元;毛利率分别为 25.52%、30.17%和 49.37%。

物流装备制造与系统集成

2020 年,公司并购上市公司音飞储存,新增物流装备制造与系统集成业务,跟踪期内该业务收入有所增长,毛利率较为稳定

公司物流装备制造与系统集成板块由上市公司音飞储存(股票代码:603066.SH)负责,该板块收入包括自动化系统集成、货架、仓储服务和堆垛机收入。音飞储存成立于 2002 年 6 月 17 日,注册资本为 30070.29 万元,是一家以自动化系统集成仓储、货架和仓储运营服务为

主营业务的物流装备制造企业，系国内智能物流设备制造行业的龙头企业。2023 年末，音飞储存资产总额为 30.85 亿元，资产负债率为 55.10%；2023 年，音飞储存实现营业收入 15.73 亿元，净利润 1.42 亿元。

图表 7 物流装备制造与系统集成板块主要业务及产品情况表

业务	产品
仓储机器人系统（系统集成业务）	穿梭车系列 托盘式双向穿梭车、托盘式四向穿梭车、子母穿梭车、箱式双向穿梭车、箱式四向穿梭车、阁楼式穿梭车
	堆垛机系列 猎豹系列、公牛系列、长颈鹿系列、狮子系列、黑豹系列、斑马系列
	AGV 系列 全向叉车、料箱 AGV、托盘 AGV、地牛 AGV、缓行 AGV、蜘蛛 AGV
	辅助类机器人 提升机、拣选站、输送机
	智能仓储软件 iM+“库”管理系统：仓储管理系统 WMS、小库移动管理系统 iM+HS；iC+“仓”系列控制系统：智仓控制系统 iC+ECC、小仓移动管理系统 iC+HS、小仓语音控制系统 iC+IN、看板系统 iC+EBS；其他类应用系统：设备运维平台 iN+EQM、接口开发平台 iN+HUB、神农服务平台、鹰眼-数字孪生、订单管理系统 OMS；其他软件产品：快储库 SAGV、音飞数据中台、音飞 AGV 调度监控系统 iACS、拣选系统、AR 系统
	高精货架 普通货架、立体库高位货架、复杂阁楼货架、密集存储类自动货架
智能物流规划设计及系统集成	定制化规划设计、设备生产或定制采购、软件开发、安装调试、客户培训和售后服务
运营业务	仓储设备及系统维护、冷链运营服务、中央厨房运营服务
互联网业务	电子商务

资料来源：公司提供，东方金诚整理

为落实江西省“映山红行动”⁴，根据景德镇市国资委 2020 年 4 月 17 日发布的景国资发【2020】17 号文件，公司于 2020 年 6 月 2 日（以下简称“收购日”）正式完成对上市公司音飞储存的股权收购并成为其第一大股东，收购股权占上市公司总股数的 29.99%。公司 2020 年度合并财务报表仅核算音飞储存自收购日起至 2020 年 12 月 31 日期间内的经营业绩。2021 年~2023 年，公司合并范围内物流装备制造与系统集成板块产生收入分别为 9.97 亿元、14.92 亿元和 15.62 亿元。2021 年，音飞储存通过收购罗伯泰克自动化科技（苏州）有限公司 100% 股权，新增堆垛机收入。随着音飞储存全年收入的并表、业务的开展及板块的新增，公司物流装备制造与系统集成板块收入大幅增加，成为营业收入的重要构成。

针对自动化系统集成业务，公司为客户提供包括物流系统规划设计、软件开发、设备生产或定制采购、电控系统开发、现场安装调试、客户培训和售后服务在内的全方位综合解决方案。系统集成业务流程包括投标、规划设计、采购生产、安装调试、初步验收、运行、最终验收和质保等。

针对货架产品，公司采用以订单驱动生产的经营模式。公司首先通过市场招投标方式获取客户订单，接单后依照客户需求进行工程设计。采购部门依据工程设计部提供的需求清单进行

⁴ 2018 年 4 月，江西省人民政府实施企业上市“映山红行动”，即力争 3 年左右时间实现江西上市公司数量倍增、实力倍增，到 2020 年全省境内外上市公司达 120 家以上，上市公司直接融资总量累计突破 2500 亿元。

原材料采购，生产部门进而结合产出计划和工厂产能制定作业安排。各车间按照生产作业安排组织生产，生产完成后运送至客户指定地点交货或安装。

音飞储存在景德镇市设立子公司江西音飞智能物流设备有限公司，主要业务为高精密货架和穿梭车等智能搬运机器人的生产制造及系统集成、陶瓷制造的智能工厂的系统集成、物流运营服务、冷链运营和职业培训等。未来，音飞储存将借助股东资源，开展新材料陶瓷智能制造行业的产线集成、系统集成业务。另外，音飞储存拟在泰国设立子公司音飞（泰国）公司并投资建设仓储设备智能制造工厂，建设地点位于泰国伟华工业园区，计划总投资 1000 万美元，主要用于高精密货架和穿梭车等智能搬运机器人的生产制造。

从盈利能力来看，根据公司提供的相关资料，短期内，音飞储存将满足公司的陶瓷制造、文创产品电子商务以及乡村振兴板块的智能仓储需求，预计将实现营业收入约 5000~6000 万元。中长期内，随着景德镇艺术职业大学的建成，音飞储存将参与物流管理专业的教学活动，提供实训基地和就业机会；通过在景德镇市新设产能基地，包括智能货架、AGV 智能机器人、堆垛机、系统集成、一站式物流解决方案设计等，达产后产值为 15~20 亿元/年，预计 5 年内，音飞储存在景德镇市陶瓷行业智能化仓储的市场占有率将达到 5~10%。

总体来看，公司并购音飞储存，业务范围随之扩大，同时有利于促进文创产业衍生品的制造，提升中央厨房、冷链仓等相关的业务服务，配合公司的业务转型，增强产业的互动性。

商品房销售

公司自 2022 年起新增商品房销售收入，该业务收入已形成公司营业收入的有益补充

公司商品房销售业务主要由子公司陶阳置业负责，陶阳置业具备房地产开发二级资质。该业务全部采用自建自营模式，资金来源主要为自有资金、项目贷款和外部融资等。

截至 2024 年 3 月末，公司已完工商品房项目共计 4 个，为望津府、望陶家园、陶臻学府、陶府甲第四个住宅小区，总投资额 33.34 亿元，已销售总额 19.51 亿元，已回款 19.34 亿元，未来三年仍将为公司带来可观的收入。

截至 2024 年 3 月末，公司在建商品房项目主要为景东大道商居开发（望陶家园）项目和景北大道商居开发（望津府）项目（二期），计划总投资 52.76 亿元，尚需投资 22.99 亿元；公司拟建商品房项目主要为揽枫郡枫林苑项目，计划总投资 1.03 亿元。总体来看，公司在建及拟建商品房项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

企业管理

截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本仍为人民币 22.99 亿元；景德镇市国资委仍为公司的控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构与组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年~2023 年和 2024 年 1~3 月的合并财务报表。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年~2023 年财务数据进行审计，并出具了标准无保留意见的审

计报告。公司 2024 年 1~3 月财务数据未经审计。

2021 年，公司合并报表范围新增 4 家直接控股子公司，即陶邑人力、商业保理公司、艺术职业大学、砺陶投资。2022 年~2023 年，公司合并范围无变化。截至 2023 年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共 19 家，详见图表 1。

资产构成与资产质量

跟踪期内，受股东及相关方划入资产及项目持续投资等影响，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，但流动资产中变现能力较差的存货占比较高，资产流动性仍较弱

近年来，受股东及相关方划入资产及项目持续投资等影响，公司资产规模大幅增长，以流动资产为主。2023 年末，公司资产总额中流动资产占比 70.32%。公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款构成。

公司存货主要由基础设施和保障房的开发成本以及土地使用权构成，近年来大幅增加主要系公司购入土地使用权以及基础设施及保障房建设项目投资额增加所致。2023 年末，公司存货中的建造合同形成的资产为 238.48 亿元，系基础设施及保障房项目建设成本；土地使用权为 288.84 亿元，系公司招拍挂或协议转让获得的出让土地，未来可用于项目开发，均已缴纳土地出让金，证载用途为商业、商服用地和商服住宅等，大部分已取得土地使用权证，剩余正在办理中。

近年来，公司其他应收款持续增长，主要为与景德镇市内政府部门及国有企业的往来款，2023 年末大幅增长主要系与景德镇市自然资源储备利用中心的土地收回款大幅增加所致。2023 年末，公司其他应收款前五名对象主要为景德镇市自然资源储备利用中心（29.90 亿元）、景德镇市川流环境建设有限公司（以下简称“川流环境”）（17.45 亿元）、景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（7.57 亿元）、景德镇市国资委（2.65 亿元）和浮梁县服务荻湾公司建设项目部（以下简称“浮梁县项目部”）（1.46 亿元），上述五者合计占比 95.21%。

2023 年末，公司货币资金主要为银行存款，受限部分为 4.66 亿元，主要系银行承兑汇票保证金等。

公司应收账款主要为项目结算款，2023 年末，公司应收账款期末应收对象主要为景德镇市财政局，金额为 26.93 亿元，占应收账款的比重为 52.65%，其余应收对象包括浮梁县项目部、川流环境、景德镇市住房和城乡建设局等。

图表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
资产总额	876.55	973.56	1064.70	1101.02
流动资产	682.36	724.94	748.72	780.46
存货	526.66	586.51	555.63	558.48
其他应收款	10.39	26.53	61.83	59.04
货币资金	58.99	40.44	51.36	76.82
应收账款	39.78	43.35	49.69	53.84
非流动资产	194.19	248.62	315.98	320.56
投资性房地产	51.18	79.54	138.63	138.63
在建工程	22.86	63.20	68.73	73.74

无形资产	48.74	55.78	56.28	56.13
固定资产	29.68	30.72	32.73	32.47

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来，公司非流动资产快速增长，主要为投资性房地产、在建工程、无形资产和固定资产。

公司投资性房地产主要来自景德镇市政府划拨、公司自购以及在建工程转入，2022年和2023年大幅增长主要系存货转入房产所致。2023年末，公司投资性房地产主要为景德镇市政府划拨的景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发项目的房产、景德镇市中山北路古街房产及独栋商业房产、陶新家园底层商业及独栋商业房地产等；以及公司自购的房产，主要位于景德镇市陶瓷工业园区、珠山区中华北路等，用途为公寓、办公、商业服务等。

公司在建工程主要为景德镇艺术职业大学（一期）、龙泉望瓯等项目的建设成本，随着项目建设的推进，在建工程科目金额持续增加。公司无形资产主要为采矿权及土地使用权等，2023年末，公司无形资产中土地使用权账面价值合计为17.93亿元；采矿权账面价值合计为36.48亿元，为公司拥有景德镇市焦元坞矿区严家陶土矿、景德镇陶源矿业有限公司浮东（瑶里）矿等的采矿权；景德镇陶阳里历史街区保护更新项目特许经营权账面价值1.41亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备、运输设备和电子及办公设备等。

截至2023年末，公司受限资产账面价值合计为228.92亿元，占资产总额的比重为21.50%，其中受限的货币资金4.66亿元，用于抵押的上市公司股权2.33亿元、土地使用权109.30亿元、采矿权35.24亿元及投资性房地产72.39亿元等。

资本结构

跟踪期内，公司持续获得资产划拨，所有者权益持续增长，资本实力稳步增强

近年来，公司所有者权益大幅增长，主要系实际控制人及相关方对公司划拨资产所致，公司资本实力稳步增强。2024年3月末，公司实收资本为22.99亿元。近年来，公司资本公积大幅增长，主要系实际控制人及相关方划拨货币资金和房产等资产所致，2023年末有所增加主要系公司收到的景德镇市财政局划拨的资本金；未分配利润持续增加，主要为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 10 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
所有者权益	387.15	411.00	437.85	440.13
实收资本	22.99	22.99	22.99	22.99
资本公积	329.85	341.79	356.33	358.33
未分配利润	13.22	15.57	18.19	18.21

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司债务规模大幅增长，短期有息债务规模较大，面临较大的集中偿付压力

近年来，公司负债总额保持较快增长，2023年末非流动负债占比为72.85%，负债结构以非流动负债为主。

2023 年末，公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、合同负债、短期借款和应付账款构成。2023 年末，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 21.41 亿元、应付债券 41.74 亿元、长期应付款 12.64 亿元和租赁负债 0.05 亿元。公司合同负债主要由预收房款构成。随着房屋陆续交付使用，公司合同负债逐年下降。公司短期借款主要系信用借款、保证借款、抵押及保证借款和质押借款，主要用于补充流动资金；应付账款主要为应付设备及工程款和货款及材料款，近年来有所上升。

图表 11 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
负债总额	489.41	562.55	626.85	660.89
流动负债	183.10	176.99	170.16	163.77
一年内到期的非流动负债	81.37	79.98	80.90	75.53
合同负债	40.33	35.39	31.78	27.08
短期借款	24.18	17.15	21.86	24.33
应付账款	12.56	16.31	16.09	17.14
非流动负债	306.31	385.57	456.69	497.12
长期借款	189.53	238.54	275.98	287.75
应付债券	77.49	91.81	125.58	151.86
长期应付款	36.41	49.46	45.47	47.88

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，近年来快速增长。

随着承接的工程增加，公司融资需求逐步加大，公司长期借款大幅增长，主要用于项目建设。2023 年末，公司长期借款为 275.98 亿元，主要为抵押借款、质押借款和保证借款等，借款银行包括国家开发银行江西省分行、中国农业银行股份有限公司景德镇分行、中国建设银行股份有限公司景德镇市分行、中信银行股份有限公司南昌分行等。2021 年以来，公司应付债券大幅增长，系公司发行多只非公开发行公司债、PPN、中期票据、企业债等所致，均已按期偿付到期本息，募集资金主要用于项目建设和偿还有息债务等。

公司长期应付款主要系融资租赁借款，借款单位主要包括中铁信托有限责任公司、徽银金融融资租赁有限公司、江西金融租赁股份有限公司、江苏华文融资租赁有限公司等。

近年来，公司全部债务大幅增长。2023 年末，公司全部债务为 508.61 亿元，其中短期有息债务占比 20.20%，公司面临较大的短期偿付压力。公司资产负债率呈上升趋势，随着公司在建项目的推进，公司债务率预计将有所升高。

图表 12 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
全部债务	384.52	441.09	508.61	-
其中：长期有息债务	278.97	343.96	405.86	-
短期有息债务	105.55	97.13	102.76	-
资产负债率	55.83	57.78	58.88	60.03

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司对外担保余额为 14.98 亿元，担保比率为 3.42%，担保对象为川流环

境，系景德镇市国有企业。

盈利能力

公司营业收入快速增长，但利润对财政补贴依赖较大，净资产收益率等盈利指标处于较低水平，盈利能力仍较弱

2021年~2023年，公司营业收入快速增长；营业利润率亦有所增长；期间费用主要为销售费用、管理费用和销售费用；利润总额保持增长，其中财政补贴占比分别为132.84%、151.89%和130.50%，利润对财政补贴依赖较大；净利润亦持续增长。从盈利能力指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率较低，盈利能力较弱。

图表 13 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
营业收入	55.34	70.03	91.07	22.10
营业利润率	7.18	7.78	8.59	-
期间费用	5.98	7.36	8.58	2.02
利润总额	5.25	5.51	5.65	0.41
补贴收入	6.98	8.37	7.37	-
净利润	4.03	4.44	4.55	0.31
总资本收益率	0.69	0.72	0.67	-
净资产收益率	1.04	1.08	1.04	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

公司筹资前净现金流持续为负，资金来源对筹资活动现金流依赖仍很大

近三年，公司经营活动现金流入持续增长，主要为收到的售房款、基础设施建设项目回款、财政补贴及往来款等形成的现金流入；现金收入比率保持在较高水平，主营业务获现能力较强；经营活动现金流出主要为公司支付的基础设施建设及棚户区改造成本和往来款；经营性净现金流净流入规模较小，易受往来款及项目结算款波动影响而存在一定的不确定性。

近三年，公司投资活动现金流入持续下降，主要为赎回理财产品等形成的现金流入；投资活动现金流出有所下降，主要为支付棚户区改造项目建设成本、购买土地使用权、购买上市公司股权和购买理财产品形成的现金流出；投资性净现金流持续为负。

近三年，公司筹资活动现金流入规模较大，主要为银行借款、实际控制人及相关方注资及发行债券取得的现金；筹资活动现金流出主要为公司偿还的债务及相应利息；筹资性净现金流规模较大且持续为净流入状态，公司资金来源对筹资活动现金流依赖很大。

近年来，公司现金及现金等价物净增加额有所波动。

图表 14 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
经营活动现金流入	84.14	100.69	123.26	18.98
现金收入比率	96.28	88.43	98.65	67.95
经营活动现金流出	83.91	100.37	122.84	17.57
经营性净现金流	0.23	0.32	0.41	1.41
投资活动现金流入	18.09	6.61	4.61	0.45
投资活动现金流出	88.04	80.62	51.80	9.85
投资性净现金流	-69.95	-74.01	-47.19	-9.40
筹资活动现金流入	183.90	180.01	221.40	72.43
筹资活动现金流出	99.44	124.58	164.59	41.02
筹资性净现金流	84.46	55.43	56.81	31.41
现金及现金等价物净增加额	14.70	-18.17	10.07	23.43

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

考虑到公司承担了景德镇市范围内的基础设施建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性很强，并具备较强的再融资能力，公司自身的偿债能力依然很强

从短期偿债能力指标来看，近年来，公司流动比率与速动比率保持在较高水平，但现金比率较低，且流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，流动资产对流动负债的实际保障能力较弱。2023 年末，公司货币资金对短期有息债务的覆盖倍数为 0.50 倍，保障程度较低；公司经营活动现金流对流动负债的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标来看，公司全部债务资本化比率有所升高，长期债务资本化比率亦呈上升态势；EBITDA 对利息支出保障程度有所波动，对全部债务的覆盖程度较弱。

公司 2024 年的到期债务规模较大，面临较大的集中偿付压力。公司到期债务拟通过自有资金、经营性收入、财政补贴、银行及债券融资等方式偿还。经营活动所得资金方面，2023 年公司经营性净现金流为 0.41 亿元，规模较小且易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性，对到期债务的保障程度较低。公司未来的偿债资金来源主要包括自有资金、经营性收入、财政补贴、银行及债券融资等，辅以少量的融资租赁产品。间接融资方面，公司备用流动性较为充足，截至 2024 年 3 月末，公司获得各银行授信总额 572.67 亿元，已使用额度 326.75 亿元，尚未使用额度 245.92 亿元。直接融资方面，截至 2024 年 5 月末，公司储备了中票、短融和公司债等债券批文，尚未使用额度合计 44.00 亿元。

图表 15 公司偿债能力指标及债务期限结构情况（单位：%、亿元）

指标名称	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率	372.67	409.60	440.01	476.55
速动比率	85.04	78.21	113.48	135.54
现金比率	32.22	22.85	30.19	46.91
货币资金短债比（倍）	0.56	0.42	0.50	-
经营现金流动负债比率	0.13	0.18	0.24	-
长期债务资本化比率	41.88	45.56	48.10	-
全部债务资本化比率	49.83	51.77	53.74	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	0.77	1.04	-
全部债务/EBITDA（倍）	52.83	51.21	54.97	-

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

总体来看，考虑到公司主营业务具有很强的区域专营性，得到了实际控制人及相关方的有力支持，且融资渠道较为通畅，东方金诚认为，公司综合偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2024 年 5 月 7 日，公司本部已结清贷款信息中无欠款、欠息记录。截至本报告出具日，公司发行的债券及债务融资工具已按期偿付到期本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4% 左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

区域经济和财政状况

景德镇市是江西省地级市，位于江西省东北部，地处浙赣皖三省交界处，是浙赣皖重要的交通枢纽中心城市之一。景德镇市是环鄱阳湖城市群⁵成员之一。环鄱阳湖城市群是江西省最发达的区域、长江中游城市群之一、城市化率最高的地区之一，是全国城市群建设的先行者，致力打造成为中部崛起的核心增长极。截至 2023 年末，景德镇市下辖 2 区（珠山区、昌江区）、1 县级市（乐平市）、1 县（浮梁县）；土地面积 5256 平方公里；常住人口为 161.67 万人。

景德镇市矿藏资源较多，瓷石、高岭土等矿藏独具特色。其中，高岭土是陶瓷工业最重要的原材料，景德镇市所产的高岭土品质良好，生产出来的景德镇瓷器曾经代表着中国陶瓷制品的高端水平和上等品质，在国际陶瓷界具有一定影响力。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，成为国家首个文化类国家级试验区。

景德镇市交通基础设施较为完备，市内拥有皖赣铁路和衢九铁路，已开通至南昌、厦门、杭州、深圳、上海、南京、北京等旅客列车；拥有 1 座 4C 级民用机场，年旅客吞吐能力达 50 万人次；高速公路 G56 杭瑞高速公路东西向横贯全境，G35 济广高速公路通车加强了高速的南北交通；昌江（内河五级航道）、乐安河 2 条通航河流经鄱阳湖进入长江。

跟踪期内，景德镇市地区经济保持较快发展，经济实力很强

景德镇市近年来经济发展速度较快，经济实力很强。2023 年，景德镇市实现地区生产总值 1201.10 亿元，同比增长 3.5%。景德镇市三次产业结构由 2021 年的 6.5：44.2：49.3 调整为 6.4：43.1：50.5，第二、第三产业为推动当地经济发展的主要动力。

⁵ 包括南昌市、九江市、景德镇市、上饶市、抚州市和鹰潭市。

图表 16 景德镇市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1102.31	8.7	1192.19	4.7	1201.10	3.5
人均 GDP	68049	8.6	73538	8.1	74146	3.6
三次产业结构	6.5: 44.2: 49.3		6.3:44.8:48.9		6.4:43.1:50.5	
规模以上工业增加值	-	10.9	-	8.4	-	5.4
第三产业增加值	543.89	9.6	583.28	3.8	607.10	2.1
全社会固定资产投资	-	9.4	-	8.1	-	-8.0
社会消费品零售总额	548.17	17.2	573.06	4.5	606.11	5.8
进出口总额	83.61	25.8	244.57	192.6	130.46	-45.8

资料来源：景德镇市 2021 年~2023 年统计公报，东方金诚整理

景德镇市产业基础良好，工业经济对地区经济贡献较大。2023 年，景德镇市规模以上工业增加值同比增长 5.4%，其中，直升机及通航产业增加值同比增长 42.6%，汽车及零部件产业同比增长 4.6%。

陶瓷产业方面，2023 年，景德镇市陶博城交易中心满铺开业，600 余家企业入驻，覆盖 20 多个产瓷区以及 11 个国家、32 个国际品牌。瓷博会规模再创新高，贸易额 135.3 亿元，同比增长 12.7%。同时，景德镇市做大做强传统陶瓷产业，陶瓷产业营收达突破 800 亿元，税收超 10 亿元。

航空产业方面，随着 2014 年国家发改委与财政部批复同意景德镇市作为直升机战略性新兴产业区域集聚发展试点，景德镇市航空产业快速发展，中国航空工业昌河飞机工业（集团）有限责任公司与美国西科斯基等企业拓展合作领域，智能制造技术进入行业前列。2023 年，中国航空产业大会成功举办，现场签约 189.6 亿元。同年，景德镇市航空产业营收突破 400 亿元。

依托深厚的陶瓷文化底蕴，景德镇市旅游产业快速发展，对地区经济带动效应明显。景德镇市因瓷而名，是世界著名瓷都，早在汉代开始生产陶瓷，元代至明清达到鼎盛，设瓷局、置御窑。2023 年，景德镇市旅游接待总人数 5896.35 万人次，比上年增长 32.0%；旅游总收入 709.14 亿元，增长 95.4%。金融业方面，2023 年末，景德镇市金融机构本外币各项存款余额 2052.70 亿元，比年初增加 247.62 亿元；金融机构本外币各项贷款余额 1831.40 亿元，同比增加 254.57 亿元。

跟踪期内，景德镇市一般公共预算收入持续下降，政府性基金收入规模较大，综合财政实力较强

2021 年~2023 年，景德镇市一般公共预算收入增速分别为 6.8%、-7.4%和-3.9%，其中 2022 年和 2023 年增速为负主要系从 2022 年 4 月 1 日起，景德镇市贯彻落实中央和江西省出台的组合适退税减税降费政策，减收免收缓收以及土地交易相关税收减收较多所致。景德镇市一般公共预算收入以税收收入为主，税收收入占比超过 50%。近年来，景德镇市政府性基金收入呈现波动，以国有土地出让收入为主，易受房地产市场波动和政府土地出让规划等因素影响，未来存在一定的不确定性。

图表 17 景德镇市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	322.76	316.87	303.71
一般公共预算收入	101.49	94.00	90.30
其中：税收收入	63.09	47.18	54.38
政府性基金收入	221.27	222.87	213.41
2 上级补助收入	-	-	-
列入一般公共预算的上级补助收入	-	-	-
列入政府性基金的上级补助收入	-	-	-
财政收入（1+2）	-	-	-
1 地方财政支出	456.34	539.33	490.57
一般公共预算支出	226.52	247.50	239.95
政府性基金支出	229.82	291.83	250.62
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	-	-	-
地方债务限额	424.29	489.75	388.90
地方债务余额	400.86	467.97	376.08
政府负债率（%）	36.37	39.25	31.31
政府债务率（%）	-	-	-

政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：景德镇市 2021 年~2023 年财政预算执行情况，东方金诚整理

近三年，景德镇市一般公共预算支出有所波动；地方财政自给率⁶分别为 44.80%、37.98% 和 37.63%，地方财政自给程度较弱；同期，景德镇市政府性基金支出亦有所波动。

截至 2023 年末，景德镇市地方政府债务余额为 376.08 亿元，其中一般债务 129.81 亿元，专项债务 246.27 亿元。债务管控方面，景德镇市政府着力规范政府债务风险监管，根据《地方政府债务信息公开办法（试行）》，对政府性债务风险进行动态监测、评估和预警，确保不发生系统性财政金融风险。

综上所述，东方金诚对景德镇市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，在资产划拨、财政补贴等方面继续得到了实际控制人及相关方的大力支持

除公司外，景德镇市基础设施建设主体还包括景德镇市城市建设投资集团有限责任公司（以下简称“景德镇城投”），其主要负责昌南新区的水系治理、路网建设、市政道路等基础设施建设，与公司业务范围有所区分。2023 年末，景德镇城投资产总额为 753.23 亿元，所有者权益为 294.79 亿元；2023 年，景德镇城投营业收入为 37.63 亿元。

公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，在增资、资产划拨、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关方的大力支持。增资方面，得益于股东的货币及实物增资，截至 2024 年 3 月末，公司实收资本由成立之初的 0.84

⁶ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

亿元增加至 22.99 亿元。资产划拨方面，近年来，实际控制人及相关方多次向公司无偿划拨货币资金、子公司股权等，具体情况见下表。财政补贴方面，2021 年~2023 年，公司收到的财政补贴收入分别为 6.98 亿元、8.37 亿元和 7.37 亿元，主要为景德镇市财政局拨付的企业发展资金专项补贴。

图表 18 公司近年来获得的主要资产划拨情况

年份	事项
2021 年	根据景德镇市人民政府景府办抄字【2020】108 号文件，景德镇市财政局拟将 37.26 亿元资金作为权益性资产注入公司，其中当年已收到 4.34 亿元，相应增加公司资本公积。
	根据景德镇市人民政府景府办【2021】2 号文件，景德镇市政府将价值为 26.84 亿元的智慧管廊大厦及相关资产注入公司，相应增加公司资本公积。
	景德镇市财政局向公司注入资本金 16.90 亿元，相应增加公司资本公积。
2022 年	根据景德镇市国资委景国资字【2022】127 号文件，景德镇市国资委向公司注资 0.60 亿元。
	根据景德镇市人民政府办公室会议纪要，景德镇市政府将价值 2.25 亿元土地注入公司，相应增加公司资本公积。
	根据景德镇市财政局文件，景德镇市财政局向公司注入资本金 9.13 亿元，相应增加公司资本公积。
2023 年	根据景德镇市财政局文件，景德镇市财政局向公司注入资本金 13.79 亿元，相应增加公司资本公积。
	根据景德镇市国资委文件，公司收到国有资本收益返还注资 0.60 亿元，相应增加公司资本公积。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

考虑到公司将继续在景德镇市的基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对景德镇市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

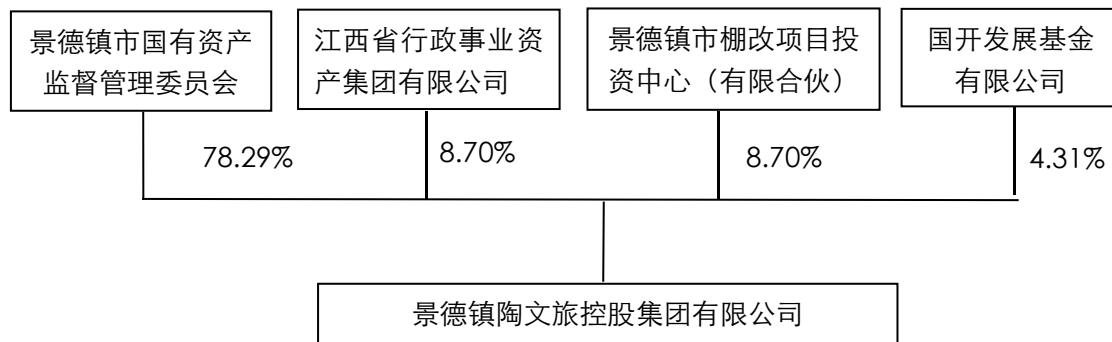
东方金诚认为，跟踪期内，景德镇市地区经济保持较快增长，陶瓷、航空等主导产业发展良好，以旅游业为支撑的第三产业增速较快，经济实力仍很强；公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设等业务，区域专营性很强；作为景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，公司在资产划拨和财政补贴等方面持续得到股东及各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建的基础设施建设及棚户区改造项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较差；公司债务规模大幅增长，短期有息债务规模较大，面临较大的短期偿付压力。

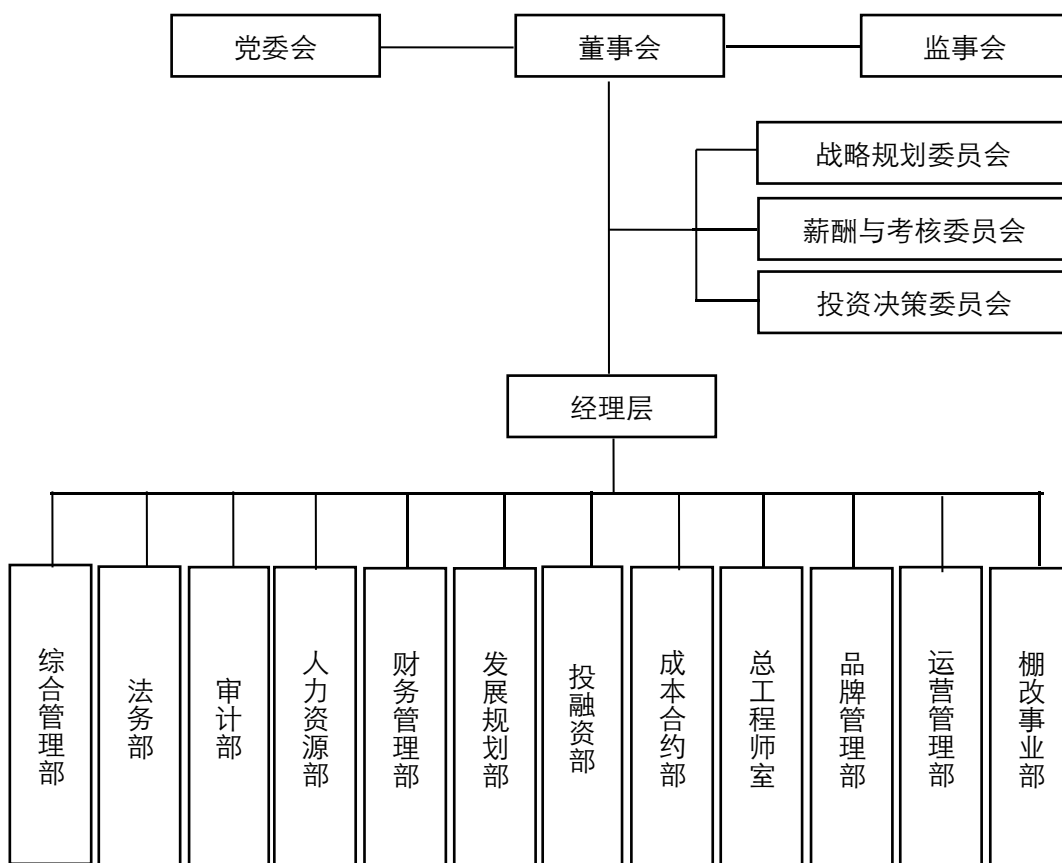
综合分析，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，“21 景德镇陶 MTN001”、“22 景德镇陶 MTN001”、“20 景陶专项债/20 景陶债”、“21 景陶债/21 景陶债”、“22 景陶债/22 景陶债”和“24 景德镇陶 CP001”到期不能偿还的风险依然很低。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	876.55	973.56	1064.70	1101.02
存货	526.66	586.51	555.63	558.48
投资性房地产	51.18	79.54	138.63	138.63
在建工程	22.86	63.20	68.73	73.74
应收账款	39.78	43.35	49.69	53.84
负债总额	489.41	562.55	626.85	660.89
长期借款	189.53	238.54	275.98	287.75
应付债券	77.49	91.81	125.58	151.86
一年内到期的非流动负债	81.37	79.98	80.90	75.53
长期应付款	36.41	49.46	45.47	47.88
全部债务	384.52	441.09	508.61	-
其中：短期有息债务	105.55	97.13	102.76	-
所有者权益	387.15	411.00	437.85	440.13
营业收入	55.34	70.03	91.07	22.10
利润总额	4.03	4.44	4.55	0.31
经营性活动净现金流	0.23	0.32	0.41	1.41
投资性活动净现金流	-69.95	-74.01	-47.19	-9.40
筹资性活动净现金流	84.46	55.43	56.81	31.41
主要财务指标				
营业利润率（%）	7.18	7.78	8.59	10.25
总资本收益率（%）	0.69	0.72	0.67	-
净资产收益率（%）	1.04	1.08	1.04	-
现金收入比率（%）	96.28	88.43	98.65	67.95
资产负债率（%）	55.83	57.78	58.88	60.03
长期债务资本化比率（%）	41.88	45.56	48.10	-
全部债务资本化比率（%）	49.83	51.77	53.74	-
流动比率（%）	372.67	409.60	440.01	476.55
速动比率（%）	85.04	78.21	113.48	135.54
现金比率（%）	32.22	22.85	30.19	46.91
货币资金短债比（倍）	0.56	0.42	0.50	-
经营现金流动负债比率（%）	0.13	0.18	0.24	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	0.77	1.04	-
全部债务/EBITDA（倍）	52.83	51.21	54.97	-

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。