

景德镇市国资运营投资控股集团
有限责任公司
2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4133号

联合资信评估股份有限公司通过对景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 景国资 MTN003”和“23 景控 02”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

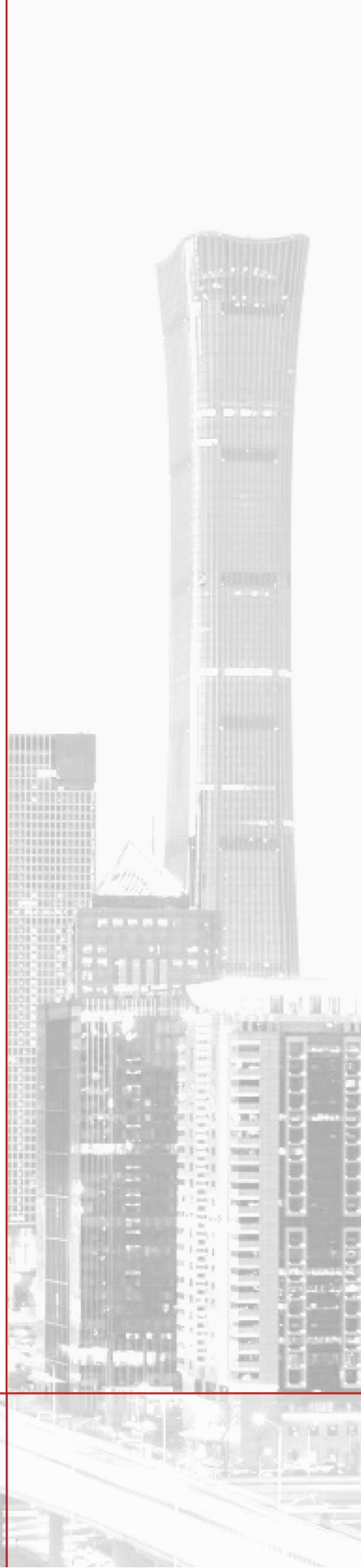
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/19
20 景国资 MTN003/23 景控 02	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”）作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，规模优势及区域战略地位显著。跟踪期内，公司产业布局保持稳定，核心业务符合区域产业发展方向，其中炭黑业务在细分领域的龙头地位稳固，基础设施建设业务具备较强的区域专营性，为公司长期可持续发展奠定了基础；管理方面，公司管理架构与战略的匹配度持续优化，本部对下属重要子公司的管控力变动不大。2024 年，受焦炭和不良债权处置业务规模下降影响，公司收入和毛利润同比均有所下降。其中，公司焦炭业务亏损面扩大；炭黑产品产销量均创历史新高，通过控制成本毛利润明显修复；基础设施建设业务对资金的占用未见明显改善。整体看，公司经营风险很低。财务方面，公司资产质量一般，流动性弱；有息债务快速增长，债务负担较重；2024 年利润对其他收益的依赖程度进一步加深，经营性净现金流同比转正；偿债指标表现较弱，融资渠道畅通，财务风险一般。综合考虑公司自身信用风险较低，以及在财政补贴、资金注入和资产划拨等方面获得的外部支持力度大，公司偿债能力很强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在财政补贴、资金注入和资产划拨等方面持续获得地方政府大力支持。

评级展望

未来，随着公司产业投资规模扩大及效益显现，加之对景德镇市优质经营性资产的整合及持续的外部支持，评级展望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资产质量、资本实力或盈利能力显著提升且具备可持续性。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司所在区域经济实力显著下滑；公司获得的股东及各方支持意愿显著减弱；公司重要投资项目与预期盈利水平差异较大或受到各方面因素影响无法正常投产。

优势

- **区域战略地位显著，外部支持力度大。**公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，在财政补贴和资金注入等方面持续获得地方政府的支持。2024 年，公司获得资本注入及资产划转增加资本公积 12.03 亿元，获得其他收益 35.43 亿元。
- **细分领域竞争优势显著，基础设施建设业务具备较强的区域专营性。**下属上市公司江西黑猫炭黑股份有限公司为炭黑行业龙头企业，跟踪期内在产能规模及布局、技术等方面保持其竞争优势。同时，公司是景德镇市内重要的城市基础设施建设主体之一，承担市政基础设施等项目的开发及建设。

关注

- **公司经营业绩易受煤化工行业周期波动影响。**煤化工板块对公司收入贡献大，但行业周期性强。2024 年以来，煤化工行业原料及产品价格均呈下跌态势，公司煤化工板块毛利润处于历史低水平。其中，焦炭产品销售价格下降幅度大于主要原材料价格下降幅度，导致焦炭业务亏损面同比扩大，进而拖累公司经营业绩。
- **公司有息债务快速增长，债务负担较重，资产流动性弱。**截至 2024 年底，随着陶博城等项目的持续投入及土地储备增加，公司全部债务较上年底增长 13.88%；同期末公司全部债务资本化比率为 64.55%；同时，流动资产中货币资金受限比例较高，存货以开发成本为主，整体资产流动性弱。
- **基础设施项目存在资金错配风险。**公司基础设施建设项目投资额较大，回款周期较长，虽然部分项目有明确的回款安排，但对公司资金形成占用，未来若项目经营不善、委托方无法按时支付回款，或回款周期与项目融资期限存在错配，公司将面临流动性风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505

评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			a	
外部支持调整因素：政府支持			+4	
评级结果			AA ⁺	

个体信用状况变动说明：因联合资信已于2025年5月15日制定并披露《多元产业投资控股企业信用评级方法》及《多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）》，本次公司评级模型适用于多元产业投资控股企业主体信用评级模型，个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

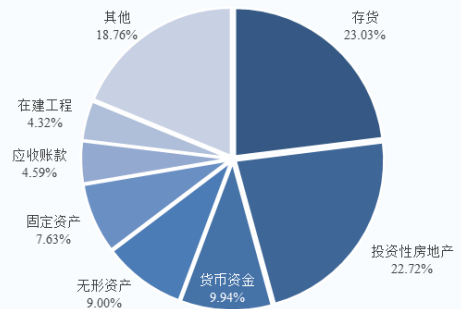
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	116.17	139.52	158.17
资产总额（亿元）	1259.74	1379.56	1400.88
所有者权益（亿元）	427.08	438.28	436.81
短期债务（亿元）	365.13	366.59	368.73
长期债务（亿元）	335.66	431.50	459.09
全部债务（亿元）	700.79	798.08	827.82
营业总收入（亿元）	218.28	201.26	46.00
利润总额（亿元）	4.94	5.19	-3.33
EBITDA（亿元）	33.14	30.72	--
经营性净现金流（亿元）	-0.23	7.89	25.11
经调整的营业利润率（%）	2.99	5.81	-7.56
现金及现金等价物净增加额（亿元）	2.25	0.05	42.08
资产负债率（%）	66.10	68.23	68.82
全部债务资本化比率（%）	62.13	64.55	65.46
流动比率（%）	115.79	123.03	129.57
经营现金流入量/流动负债（倍）	0.61	0.61	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.38	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	1.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.15	25.98	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	573.57	558.69	579.39
所有者权益（亿元）	282.56	282.13	280.15
全部债务（亿元）	208.24	209.77	219.01
营业总收入（亿元）	8.60	5.46	1.13
利润总额（亿元）	1.50	0.78	-1.90
资产负债率（%）	50.74	49.50	51.65
全部债务资本化比率（%）	42.43	42.64	43.88
流动比率（%）	68.54	97.63	99.29
经营现金流动负债比（%）	3.81	1.11	--

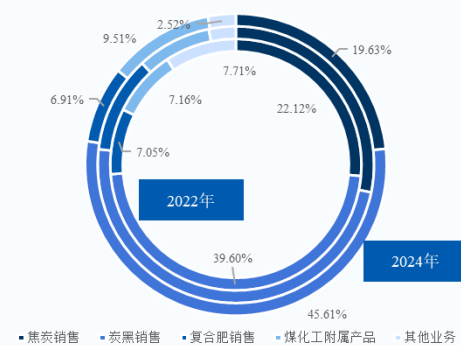
注：1. 公司2025年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

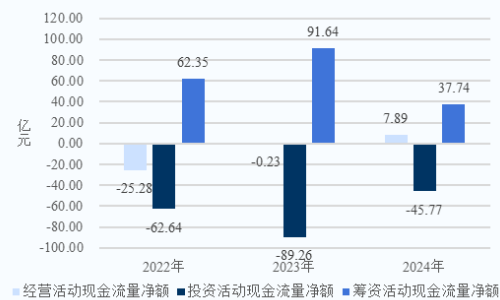
2024 年底公司资产构成



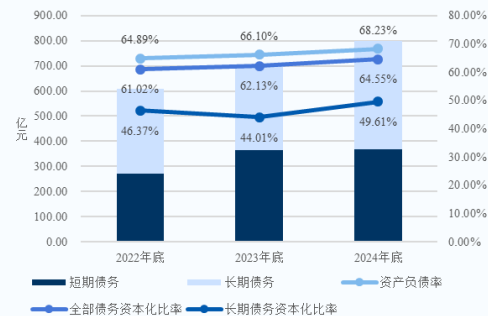
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
20 景国资 MTN003	7.00 亿元	0.20 亿元	2025/08/21	调整票面利率，回售
23 景控 02	9.00 亿元	9.00 亿元	2026/08/28	赎回，调整票面利率，经营维持承诺，回售

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的公开发行债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 景国资 MTN003/23 景控 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/19	李明 徐璨	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
23 景控 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/08/16	李明 徐璨	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
20 景国资 MTN003	AA+/稳定	AA+/稳定	2020/08/11	孙鑫 蔡伊静	一般工商企业信用评级方法 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 明 liming@lhratings.com

项目组成员：徐 璨 xucan@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇国控”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为景德镇市工业投资有限公司，系 2004 年 11 月经景德镇市人民政府办公室批准设立的公司，设立时注册资本 1000 万元。2007 年，公司股权划转至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”）。2009 年，景德镇市国资委将其持有的景德镇市焦化工业集团有限责任公司（2018 年 11 月 6 日更名为“景德镇黑猫集团有限责任公司”，以下简称“黑猫集团”）的全部国有股权及权益划拨给公司。经过本次股权转让后，公司持有黑猫集团 100% 股权。

2016 年 4 月，根据景德镇市国资委《关于同意国资公司通过变更企业名称登记设立景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司的批复》（景国资发〔2016〕1 号），公司名称更为现名，同时以资本公积转增注册资本的方式将注册资本增至 62.00 亿元。2019 年 8 月 27 日，景德镇市人民政府签发景府办抄字〔2019〕59 号抄告单，以货币形式对公司增资 70.00 亿元，变更后注册资本为 100.00 亿元。2022 年 5 月，根据《江西省人民政府关于印发江西省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（赣府字〔2019〕42 号），景德镇市国资委将公司 10% 股权划转给江西省行政事业资产集团有限公司。

截至 2025 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 100.00 亿元；景德镇市国资委持有公司 90% 股权，为公司控股股东和实际控制人。

公司主营业务包括煤化工及相关多元化产品（焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品）、基础设施建设、房地产和专用设备制造，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部内设投资运营总部、财务资金总部、合规管理总部和综合管理总部等职能部门。截至 2024 年底，公司合并范围内在职员工合计 9,952 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额为 1379.56 亿元，所有者权益合计 438.28 亿元（含少数股东权益 70.51 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 201.26 亿元，利润总额 5.19 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额为 1400.88 亿元，所有者权益合计 436.81 亿元（含少数股东权益 69.96 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 46.00 亿元，利润总额-3.33 亿元。

公司注册地址：江西省景德镇市高新区梧桐大道 11 号；法定代表人：余笑兵。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续公开发行业务见下表，募集资金均已按承诺用途或最新披露用途使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 景国资 MTN003	7.00	0.20	2020/08/21	5（3+2）年
23 景控 02	9.00	9.00	2023/08/28	3（2+1）年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

景德镇市作为“中部崛起”发展战略的重要城市之一，2024 年区域经济保持增长，工业经济对地区经济形成重要贡献；公司控股的核心业务所属产业链符合所在区域的产业发展方向。

景德镇市位于江西东北部，是国务院首批公布的 24 座历史文化名城之一和国家甲类对外开放地区。作为“中部崛起”发展战略的重要城市之一，景德镇市以鄱阳湖生态经济发展战略为核心，正在加速推进新型工业化、城市化和新农村建设。景德镇作为全国首批 26 个通用航空产业综合示范区之一，是“国家新型工业化直升机产业示范基地”和“国家高新技术产业化基地”，是全省首个“国家战略性新兴产业区域集聚发展试点”和“国家创新型产业集群试点”。2019 年，国务院正式批复景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区实施方案，景德镇成为国家首个文化类国家级试验区。截至 2024 年底，景德镇市常住人口 161.80 万人，城镇化率为 67.92%。

景德镇市聚焦“1+2+N”产业体系发展。“1”即陶瓷产业，“2”即航空产业、精细化工和医药产业，“N”即汽车制造、电子信息、机械制造、装配式建筑等产业。按照景德镇市“十四五”规划，景德镇市在“十四五”期间，聚焦陶瓷产业，打造千亿级产业集群，加快发展高科技陶瓷、日用陶瓷、文化创意陶瓷，完善陶瓷产业链。聚焦航空产业，力争营业收入突破六百亿，以直升机整机制造为重点，以航空小镇为主平台，建设航空产业园，构建整机制造、零部件配套、通航服务“三位一体”产业发展格局，打造“制造与运营相融合、总装与配套为一体、航空企业集中连片发展”的航空产业高地。聚焦精细化工和医药产业，打造千亿级产业集群，以乐平工业园为主平台，黑猫集团、天新药业、富祥药业等龙头企业为重点，推动产业绿色化、高端化、精细化升级。

图表 2 • 景德镇市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	1119.65	1140.69	1179.30
GDP 增速（%）	3.9	3.0	4.1
固定资产投资增速（%）	8.1	-8.0	4.2
三产结构	6.8:41.6:51.6	6.7:41.4:52.0	6.7:41.1:52.2
人均 GDP（万元）	7.35	7.41	7.29

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据景德镇市国民经济和社会发展统计公报，2022—2024 年，景德镇市地区生产总值持续增长，增速波动增长。2024 年，景德镇市 GDP 在江西省排名第 10 位，人均 GDP 处于中等水平。产业结构方面，景德镇市产业结构以二、三产业为主，第三产业占比逐年提升。固定资产投资方面，2022—2024 年，景德镇市固定资产投资增速波动较大。

公司核心产业及重点投资项目均围绕景德镇市重点发展产业开展，控股的黑猫集团为景德镇市精细化工产业重点企业，基础设施建设板块在建的陶博城项目为陶瓷产业重点项目，下属负责产业投资板块运营的景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛公司”）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，主要在建项目包括景德镇市直升飞机航空产业孵化园项目和景德镇市高新区通用航空产教融合基地建设项目。

六、跟踪期主要变化

（一）控股产业布局及子公司概况

1 业务构成

公司主营业务收入主要来自煤化工、专用设备制造及房地产开发等业务，控股产业收入构成保持稳定。2024 年，公司主营业务收入受焦炭和处置不良债权收入减少影响有所下降；受焦炭业务成本倒挂且价差拉大影响，综合毛利率有所下滑。2025 年一季度，公司主营业务收入及综合毛利率同比均小幅下降。

2024 年，公司主营业务板块构成未发生变化。其中，煤化工业务包括焦炭、炭黑、复合肥及煤化工附属业务，收入合计占比为 81.66%。

2024 年，受焦炭和处置不良债权收入减少影响，公司主营业务收入同比下降 8.14%。其中，焦炭市场受终端需求疲弱影响较大，公司焦炭价格同比下降导致收入减少；炭黑产品价格呈下跌态势，销量创历史新高，公司炭黑收入同比增长 5.36%；其他煤化工产品整体收入规模变动不大；处置不良债权收入同比减少；其他业务主要包括贸易业务、陶瓷产品、住宿餐饮、节能环保等。

2024 年，公司毛利润主要来自煤化工业务、基础设施建设及专用设备制造业务，综合毛利率同比下降 2.45 个百分点。其中，焦炭业务成本倒挂且价差拉大，亏损面进一步扩大；其他煤化工业务毛利率同比均有所修复；基础设施建设毛利率同比增加 20.18 个百分点，主要系当期确认以净额法核算的 BT 项目收入所致；房地产业务毛利率同比下降 7.25 个百分点。

2025 年一季度，受炭黑销售收入同比下降影响，公司主营业务收入同比下降 4.01%；受炭黑、基础设施建设和房地产板块毛利率同比下降影响，公司主营业务毛利率同比下降 0.54 个百分点。

图表 3 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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
焦炭销售	48.92	22.12%	11.26%	47.84	23.10%	-2.59%	37.34	19.63%	-12.91%	7.99	18.75%	-8.64%
炭黑销售	87.59	39.60%	4.14%	82.35	39.76%	2.34%	86.77	45.61%	4.67%	15.95	37.44%	5.02%
复合肥销售	15.60	7.05%	5.58%	19.20	9.27%	2.45%	13.14	6.91%	9.74%	4.00	9.38%	9.75%
煤化工附属产品	15.84	7.16%	-1.53%	14.80	7.15%	-3.50%	18.10	9.51%	8.84%	3.40	7.97%	8.24%
基础设施建设	17.05	7.71%	34.47%	5.35	2.58%	20.95%	4.79	2.52%	41.13%	2.13	4.99%	9.86%
房地产	10.79	4.88%	21.94%	3.80	1.84%	22.25%	3.00	1.58%	15.00%	0.56	1.31%	14.29%
专用设备制造	9.77	4.42%	30.23%	7.52	3.63%	24.02%	6.94	3.65%	23.92%	1.61	3.79%	32.30%
处置不良债权	3.10	1.40%	100.00%	7.24	3.49%	99.84%	0.01	0.01%	100.00%	--	0.00%	0.00%
其他	12.55	5.68%	8.71%	19.00	9.17%	4.15%	20.15	10.59%	2.74%	6.98	16.38%	-2.01%
合计	221.22	100.00%	11.37%	207.09	100.00%	6.00%	190.24	100.00%	3.55%	42.61	100.00%	3.38%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 重要子公司

公司合并口径收入主要来自黑猫集团，合盛公司下属上市公司亏损，对利润造成拖累；合并口径资产与债务主要分布在重组成立的产业主体，但产业投资方面现阶段收益尚未显现，需关注其未来收益实现情况。

2023 年 12 月，为推进市场化及产业化转型，公司对下属全资子公司景德镇市投资有限责任公司（以下简称“投资公司”）进行整合重组，将黑猫集团和合盛公司等产业类子公司划入投资公司。其中，截至 2025 年 3 月底，黑猫集团持有江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”，证券代码：002068.SZ）34.64%的股权（未质押），合盛公司持有广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”，证券代码：300410.SZ）22.13%的股权（已质押 48.90%）。正业科技自 2021 年起纳入合盛公司合并报表范围，2021 年扭转 2019~2020 年亏损局面实现盈利，但 2022 年再次转亏并且亏损规模逐年扩大，正业科技经营情况存在一定不确定性，且因近两年经营情况不佳而终止投资新项目，合盛公司对正业科技的股权收购可能面临一定投资风险，同时，合盛公司持续对正业科技及其子公司计提商誉减值损失，侵蚀公司利润，未来存在进一步减值的可能性。

2024 年，公司收入仍主要来自投资公司下属黑猫集团，其中又以上市公司黑猫股份的贡献最大；合盛公司下属上市公司正业科技亏损，对利润造成拖累。受重资产投资特性及业务扩张影响，黑猫集团资产规模大，债务负担重；合盛公司资产和负债规模较大，资产主要由土地储备、在建项目、自营厂房及林地等构成。

图表 4 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所属业务板块	持股比例	是否上市/发债	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	经营性净现金流
投资公司	投资与资产管理	100.00%	发债	957.21	311.71	189.43	0.42	4.92
黑猫集团	煤化工、房地产	100.00%	--	357.23	69.02	169.86	0.47	4.17
黑猫股份	炭黑	34.36%	上市	83.08	31.12	101.32	0.21	-1.22
合盛公司	产业投资、房地产	80.00%	发债	394.37	174.35	10.27	0.44	6.23
正业科技	专用设备制造	22.09%	上市	15.22	2.15	7.11	-2.57	-0.18
景德镇陶博城有限责任公司	陶博城	100.00%	--	76.19	18.75	0.38	-0.19	-1.44
古镇公司	安置房及保障房、老城保护及改造、混凝土	100.00%	发债	116.13	72.69	3.07	0.52	1.69
本部	--	--	--	558.69	282.13	5.46	0.70	1.42
合并	--	--	--	1379.56	438.28	201.26	1.19	7.89

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（二）基础素质

公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，跟踪期内控股产业保持多元且以竞争性行业为主，其中炭黑业务细分领域龙头地位稳固，基础设施建设业务保持其区域专营优势；本部无不良信贷记录。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构未发生变更。

企业规模和竞争力方面，公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，资产及权益规模在市属国有集团中位列第一。跟踪期内，公司控股产业布局保持稳定，现有产业以竞争性业务为主，但煤化工业务对公司利润的贡献大且周期性强，其他控股产业规模较小，对公司整体业绩的平抑作用尚未显现。

焦炭方面，2024 年中国焦炭行业市场规模达 1.2 万亿元，产量 2023 年达到峰值后 2024 年略有下降至 48927.25 万吨。焦炭行业属于典型的周期性行业，2024 年行业处于底部修复期，焦炭市场呈现供需两弱态势，焦炭价格呈 W 型走势、重心下移。焦炭行业参与者众多，市场集中度仍然相对较低。公司焦炭产能为 210 万吨/年，处于行业内中等水平，但在江西省处于领先水平。

炭黑方面，根据 QYResearch 最新调研报告，预计 2029 年全球橡胶硬质炭黑市场规模将达到 1,644.19 百万美元。炭黑行业有明显的周期性，产品价格 2022 年达到高点后进入下行通道。2024 年，随着原料煤焦油价格受国际能源波动冲击，下游轮胎行业集中度提升、议价能力增强，叠加俄罗斯低成本普通用橡胶炭黑导致国际竞争加剧，行业竞争烈度持续升级。全球炭黑市场由少数大型企业控制，前十企业占据六成以上份额。跟踪期内，黑猫股份保持其国内炭黑行业龙头地位，同时具备产能规模与技术储备双壁垒，自 2004 年以来产销量一直保持国内炭黑行业领先地位，并于 2013 年基本完成国内产能布局，产能规模跻身世界炭黑企业前列。同时，黑猫股份单个基地规模低于同行业，导致其炭黑产品毛利率处于同行业较低水平。

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

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91360200767048552J），截至 2025 年 4 月 27 日，公司本部无不良信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 18 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（三）管理水平

跟踪期内，公司管理体系和人员构成方面未发生重大变化。2024 年 6 月以来，董事、监事、高级管理人员变更方面，仅有一位董事发生变动。2024 年 10 月，董事汪晓芳辞任，聘任刘玉锋为公司董事。

刘玉锋，男，本科学历，历任乌海黑猫炭黑有限责任公司财务部部长、财务总监，江西融津担保有限责任公司常务副总经理、担保业务部经理、总经理、执行董事，黑猫集团财务管理部副部长，现任公司董事、黑猫集团财务管理部副部长、江西融津融资担保有限责任公司执行董事。

（四）经营方面

1 业务经营分析

（1）煤化工板块

2024 年，焦炭业务产量延续下降态势，销量同比小幅增长；公司下游钢厂客户集中度高且对产品质量要求严苛，上游煤矿直采占比较高使得原材料降价节奏滞后，综合导致公司采购成本居高不下；而产品价格受焦炭市场供需变化影响显著，其降幅明显超过原材料采购均价的下降幅度。

公司焦炭业务主要由黑猫集团下属子公司景德镇市焦化能源有限公司（以下简称“景焦能源”）经营。跟踪期内，公司焦炭产品上游采购运输方式、产能、下游销售区域及结算方式均未发生重大变化。

图表 5 • 洗精煤采购情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
采购金额（亿元）	62.42	47.04	42.71	8.15
采购量（万吨）	258.04	255.29	255.56	62.33
采购均价（元/吨）	2,418.99	1,842.61	1,671.34	1,306.96

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司洗精煤采购量同比保持稳定，焦炭产量同比下降 7.46%，销量同比小幅增长。采销价格方面，2024 年，公司洗精煤采购均价同比下降 9.29%，而焦炭平均售价同比下降 23.79%，焦炭业务毛利率进一步下降的主要原因为公司焦炭业务主要供应商均为合作超过 10 年的战略合作伙伴，供应商集中度高且以煤矿直采为主，煤矿直采采取季度定价，降价节奏相对滞后；同时，公司焦炭业务下游客户以大型钢厂为主，对产品质量要求较高，相应提升原材料品质要求和价格，导致公司洗精煤采购成本较高。跟踪期内，公司一方面通过扩大供应商范围降低成本，另一方面拓宽下游销售渠道；2024 年，上游集中度由 84.52% 下降至 64.95%，下游集中度由 65.83% 小幅下降至 64.62%。2025 年一季度，公司洗精煤采购均价同比下降 28.51%，已接近焦炭 29.87% 的平均售价降幅。

图表 6 • 焦炭产销情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
产能（万吨/年）	210.00	210.00	210.00	52.50
产量（万吨）	225.82	188.10	174.06	48.61

产能利用率（年化）	107.54%	89.57%	82.89%	92.59%
销量（万吨）	218.98	198.24	203.03	54.24
产销率	96.97%	105.39%	116.65%	111.58%
平均售价（元/吨）	2,234.05	2,413.38	1,839.13	1,472.47

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，受原料煤焦油价格震荡下行及下游轮胎等行业需求疲软等因素影响，炭黑产品价格延续下降态势，产销量同比增长达到历史新高。

公司炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。跟踪期内，黑猫股份采购结算方式、生产模式及销售结算方式均未发生重大变化。2024 年，黑猫股份前五大供应商采购金额占比为 17.10%，供应商较为分散。同期，黑猫股份新增导电炭黑产能，产销量同比分别增长 12.72%和 10.79%，均达到历史新高；受原料煤焦油价格震荡下行及下游轮胎等行业需求疲软等因素影响，产品平均售价同比下降 4.78%；前五名客户的销售额占总销售额 14.16%，客户集中度较低。

图表 7 • 炭黑产销情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
产能（万吨/年）	114.00	114.00	116.20	28.50
产量（万吨）	90.73	92.38	104.13	27.34
产能利用率（年化）	79.59%	81.04%	89.61%	95.92%
销量（万吨）	89.94	94.20	104.36	24.06
产销率	99.13%	101.96%	100.22%	90.13%
平均售价（元/吨）	9,739.02	8,539.71	8,131.22	6,594.38

注：季度产能已年化处理

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）基础设施建设板块

公司基础设施建设项目投资额较大，回款周期较长，虽然部分项目有明确的回款安排，但跟踪期内政府购买服务及委托代建主要项目回款情况不及预期，对公司资金形成占用，未来若项目经营不善、委托方无法按时支付回款，或回款周期与项目融资期限存在错配，公司将面临流动性风险。同时，已投运的自营项目累计确认收入规模小，且未来存在一定资本支出压力，可能进一步推升公司债务规模。

公司基础设施建设业务主要包括园区开发建设、棚户区改造、老城改造、市政建设等项目，业务模式分为政府购买服务、委托代建和自营模式，其中，政府购买服务及委托代建模式回款均由政府或委托方支付，自营模式回款来源主要为项目运营收入。项目前期，受资金拨付进度影响，公司均需垫付项目款，资金来源主要为借款、发债募集的资金及公司自有资金。截至 2025 年 3 月底，公司已签协议的主要在建基础设施项目中，政府购买服务及委托代建项目拟回购总金额规模较大，其中主要基础设施建设项目已回购金额较 2024 年 3 月底增加 9.35 亿元。

图表 8 • 截至 2025 年 3 月底公司已签协议的主要基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设主体	业务模式	总投资	已投资	是否已完工	拟回购总金额	已回购金额	2025 年 4—12 月预计回款	2026 年预计回款	2027 年预计回款
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	本部	政府购买服务	25.90	25.39	未完工	36.92	7.46	1.94	1.94	1.94
航空及先进装备制造产业基地	合盛公司	委托代建	18.69	24.31	未完工	24.47	23.96	--	0.00	0.00
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）项目	景德镇市华信建设投资有限公司	委托代建	10.25	10.25	已完工	14.57	10.96	--	0.00	0.00
其他市政建设项目	--	委托代建	41.61	21.49	--	41.61	15.55	8.52	10.00	10.00
合计	--	--	96.45	81.44	--	117.57	57.93	10.46	11.94	11.94

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司自营项目主要由各子公司投资建设，投资规模大，资金来源包括企业自筹资金、银行贷款；此外，高岭中国村、康养项目和陶博城等项目亦获得了一定政府专项债资金支持；未来将通过运营产生物流收入、文化旅游收入、康养收入、厂房出售出租收入

等进行资金平衡。截至 2025 年 3 月底，大部分自营项目均已实现收入，但相对投资规模，各项目累计确认收入规模小。总体看，自营项目回款周期长，未来收益存在不确定性，需关注预期收益实现情况。

自营项目中，景德镇市高岭·中国村田园综合体建设项目由黑猫集团子公司景德镇开门子文旅产业发展有限责任公司（以下简称“开门子文旅”）投资建设，项目位于景德镇市浮梁县鹅湖镇，规划总建筑面积 100.66 万平方米。项目空间总体布局为“一环两带串五区”：一环：高岭风光环线；两带：两条南北向贯穿规划区的界新河与桥溪河形成的滨水风光带；五区：由农业体验区、茶海度假区、商务度假区、康养养生区、乡野文化区组成的五大功能区。项目建设期为 2019 年至 2036 年，具体分为三个阶段滚动式发展。一期：2019~2021 年为重点项目启动期，以农业项目为核心，开发部分文化休闲项目，实施田园综合体基础设施工程；二期：2022~2026 年为全面开发运营期，着力打造田园综合体体系，大部分农业、文旅产品和社区建成试运营；三期：2027~2036 年为三产项目开发期，推动一产、二产、三产的相互衔接，完善田园综合体的产业链，提升基础设施，项目整体建成。截至 2025 年 3 月底，该项目累计投资 27.88 亿元，一期和二期重点农业和文旅项目已投入运营；2024 年开门子文旅实现收入 1.96 亿元，同比增长 94.06%，净利润微亏。

景德镇市国信城市运营发展有限公司（以下简称“国信城市运营”）在建的陶博城项目（下表中运营主体为国信城市运营的项目均隶属于陶博城项目一期）是景德镇市高质量推进国家陶瓷文化传承创新试验区建设先行先试的重点项目，占地面积约 2 平方公里，总建筑面积约 150 万平方米，总投资 100 亿元，规划建设国际会展中心、国际陶瓷交易中心、国际物流中心、商品配套中心四大核心业态，是以陶瓷贸易为核心，配套会展、跨境电商、仓储物流、文化旅游、国际研学、酒店住宿等功能于一体的全球陶瓷贸易综合体。其中国际陶瓷交易中心一期建筑面积 32 万平方米，设商位 2800 余个。截至 2025 年 3 月底，陶博城项目一期主要建设内容均已接近完工或已投入使用，符合项目预期进度。

图表 9 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	运营主体	预计总投资	已投资	开工年份	累计已确认收入	是否已开始运营	收益来源
景德镇国信·颐源康养项目（一期）	景德镇市国信康养产业有限公司	10.60	7.04	2019	0.71	是	出售+出租
景德镇市直升机航空产业孵化园项目	合盛公司	12.78	9.77	2020	0.13	是	出租
景德镇市国际陶瓷文化旅游交流中心（1&2 标段）	国信城市运营	16.41	14.44	2021	0.21	是	对外出租
高岭中国村项目	开门子文旅	44.44	27.88	2019	3.89	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	合盛公司	4.12	2.66	2021	0.00	否	出租
景德镇市智慧旅游集散中心建设项目（3 标段）	国信城市运营	7.11	4.94	2021	0.05	是	物业租赁、广告
景德镇物流中心建设项目（5 标段）	国信城市运营	7.64	4.30	2022	0.22	是	仓储、物流收入
中国陶瓷产业智联网（工业互联网）基础设施建设项目（全体配套）	国信城市运营	1.16	1.05	2022	0.06	是	信息服务
景德镇市佛手湖陶瓷文化旅游景区建设项目（4 标段）	国信城市运营	9.00	8.56	2022	0.19	是	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	合盛公司	7.00	7.96	2022	0.00	否	出租
景德镇市高新区通用航空产教融合基地建设项目	合盛公司	10.00	5.83	2022	0.13	是	出租
景德镇市中心城区停车场建设项目	景德镇市古镇投资管理有限公司	12.35	6.91	2017	0.26	是	停车位租金
景德镇市殡仪馆及公墓配套设施建设项目	景德镇市国信人文纪念有限公司	4.52	3.14	2019	1.22	是	殡仪公葬服务
景德镇市陶瓷技师培训中心（一期）	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	4.29	2.98	2019	0.00	否	租赁收入
景德镇现代农批市场与冷库项目	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	7.47	8.14	2019	0.58	是	租赁收入
合计	--	158.89	115.60	--	7.65	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）房地产板块

公司房地产项目全部位于景德镇市，包括商业地产及安置房项目。跟踪期内，公司房地产业务收入主要来自古镇天御、梧桐雅苑、玖玺台项目，安置房项目去化进展不明显，现有项目仍存在一定去化压力。2024 年，公司未新增土地储备，未来暂无新项目开发计划，资本支出压力不大。

公司房地产项目均位于景德镇市，经营主体主要包括景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）、黑猫集团下属子公司景德镇市开门子房地产开发有限公司（以下简称“开门子房地产”）、合盛公司及景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“古镇公司”）。房地产业务分为两种模式，即商业地产和安置房。2024 年，房地产业务收入主要来自国信置业的滨江新城国博府项目和新开售的国信至臻项目等项目。截至 2025 年 3 月底，公司暂无拟建房地产项目，未来资本支出压力不大。

商业地产项目开发方式分为自主开发及合作开发，合作开发多为公司以土地出资，合作单位以现金出资的方式。截至 2025 年 3 月底，商业地产在售项目中，国信至臻系原转让给恒大地产集团（江西）有限公司（以下简称“恒大地产”）的景德镇市景兴房地产开发有限公司（以下简称“景兴地产”）开发项目，公司已将项目收回继续开发并于跟踪期内开售。

公司安置房业务主要是针对景德镇市老城区范围内安置房项目的开发建设，开发模式为公司先通过公开市场“招拍挂”方式取得安置房的建设用地，再进行安置房的开发建设工作，安置房的建设资金来源主要为自有资金和外部融资。公司通过招标确定建设方，项目建设完工后，公司负责向符合动迁安置房购买资格的对象进行销售。公司销售的安置房主要为定向销售，以约定价格向安置户出售安置房，安置价格一般为 3500~4000 元/平方米。

图表 10 • 截至 2025 年 3 月底主要在售地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	开发主体	项目性质	总投资	已投资	项目进展	建筑面积	已售面积	累计销售收入
金鼎国际	开门子房地产	商业地产	2.65	2.82	已完工	5.40	5.40	1.58
金和汇景	开门子房地产	商业地产	3.41	4.28	已完工	4.96	3.22	4.11
康家花园三期	开门子房地产	商业地产	5.28	4.31	已完工	15.20	14.50	8.17
玖玺台	开门子房地产	商业地产	6.50	4.49	在建	5.85	2.46	2.14
滨江新城国博府	国信置业	商业地产	10.52	9.18	在建	13.36	5.10	0.00
国信至臻	国信置业	商业地产	26.35	10.64	在建	42.72	0.58	0.00
梧桐雅苑	合盛公司	商业地产及安置房	8.27	6.85	在建	17.84	8.88	4.08
国信滨江苑	国信置业	安置房	12.41	12.81	已完工	31.48	22.83	9.89
国信御城	国信置业	安置房	5.47	5.47	已完工	16.83	13.94	6.14
国信嘉苑	国信置业	安置房	1.94	1.93	已完工	6.39	3.39	1.35
滨江盛景	合盛公司	安置房	8.66	5.88	在建	14.76	0.89	0.00
古镇天御	古镇公司	商业地产及安置房	19.71	19.71	已完工	43.70	34.39	12.39
古镇公元	古镇公司	安置房	12.28	5.90	在建	18.89	14.85	4.99
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）	古镇公司	安置房	3.55	3.49	已完工	9.26	8.02	2.32
合计	--	--	127.00	97.76	--	246.64	138.45	51.92

注：金鼎国际以商业出租为主，资金回收时间较长；已售面积不为零但累计销售收入为零的项目系预售，实际尚未交付并结转收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）专用设备制造板块

2024 年度，行业下游投资需求仍处于调整期，市场竞争加剧，正业科技整体营业收入、毛利总额未达预期，光伏新能源板块甚至出现负毛利，加之存货计提跌价准备，亏损面同比扩大。

公司电子智能科技业务主要由合盛公司下属上市公司正业科技经营。正业科技主要面向锂电、PCB、平板显示等行业制造厂商提供工业检测及自动化智能装备及相关服务。

正业科技原材料采购主要采用“以产定购”的采购模式，并建立了供应商信息化管理系统。产品生产主要采用“以销定产”的生产模式。此外，正业科技可根据下游不同行业客户对其生产工艺的具体需求为客户提供定制化服务，设计解决方案。正业科技的产品销售以直接销售方式为主，经销模式为辅。

2024 年，受国内行业下游投资需求放缓和国际经济环境变化等因素的影响，正业科技锂电检测及平板显示板块业务的销售额均有所下降，营业收入同比下降 6.27%；受光伏新能源板块亏损及计提存货跌价准备影响，亏损面同比扩大。2024 年 11 月，正业科技正式终止光伏项目投资，剥离光伏相关主要子公司¹，重心回归工业检测智能装备制造主业。

¹ 2024 年 11 月，正业科技将其持有的江西正业科技有限公司 100%股权、景德镇正业新能源科技有限公司 40%股权，分别作价 91.53 万元、9.62 万元出让给合盛公司。2024 年 12 月 11 日，相关股权转让款已支付完毕，工商变更登记已完成。江西正业科技有限公司及其子公司景德镇正业光伏材料有限公司

图表 11 • 2022—2024 年正业科技主要产品收入及毛利率情况（单位：亿元）

产品	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
高端新材料	2.35	23.77%	22.87%	2.30	30.28%	20.78%	2.03	28.61%	21.47%
锂电检测自动化	4.50	45.40%	30.26%	1.64	21.61%	24.56%	0.95	13.38%	28.58%
平板显示模组自动化	1.37	13.85%	32.84%	1.47	19.45%	26.08%	1.03	14.49%	33.64%
智能制造集成	0.75	7.58%	44.79%	0.79	10.45%	36.31%	0.84	11.79%	44.49%
PCB 检测自动化	0.92	9.25%	33.95%	0.69	9.15%	43.81%	0.68	9.56%	42.22%
光伏新能源	--	--	--	--	--	--	1.40	19.75%	-4.52%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 未来发展

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

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

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

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

（五）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，公司通过非同一控制下企业合并 1 家子公司，新设 6 家子公司，注销 6 家子公司；2025 年一季度，公司新设 2 家子公司。整体看，上述新增或减少子公司规模较小，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，随着合盛公司土地储备及陶博城项目投入增加，公司资产规模保持增长；货币资金受限比例较高，在建自营项目、房产、土地及林地使用权资产规模大，项目回报周期长，资产质量一般，整体流动性弱。

跟踪期内，公司控股产业布局保持稳定，资产仍主要由煤化工业务形成的生产性资产及营运资产、基础设施建设及房地产业务形成的存货和在建工程、投资性房地产、土地储备及林地等构成。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	521.74	47.15	548.65	43.55	596.72	43.25	614.80	43.89
货币资金	100.38	9.07	115.18	9.14	137.17	9.94	156.41	11.16

司、景德镇正业新能源科技有限公司及其子公司景德镇捷业新能源有限公司、江西瓷科能源有限公司不再纳入合并报表范围。

其他应收款	28.99	2.62	30.71	2.44	41.52	3.01	43.69	3.12
存货	292.66	26.45	303.45	24.09	317.65	23.03	323.62	23.10
非流动资产	584.71	52.85	711.09	56.45	782.84	56.75	786.07	56.11
投资性房地产	219.43	19.83	267.76	21.26	313.45	22.72	313.43	22.37
固定资产	84.49	7.64	112.80	8.95	105.45	7.64	107.34	7.66
无形资产	96.70	8.74	107.64	8.54	124.21	9.00	123.92	8.85
资产总额	1106.45	100.00	1259.74	100.00	1379.56	100.00	1400.88	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司总资产较上年底增加 119.83 亿元，增幅为 9.51%，主要系土地储备及陶博城项目投入增加所致。其中，公司其他应收款较上年底增长 35.22%，主要系本部新增与景德镇市国资委全资子公司景德镇市国信宇晟产业投资有限公司的往来款所致；存货较上年底增加 14.20 亿元（增幅为 4.68%），其中开发成本增加 17.89 亿元，主要系合盛公司增加土地储备所致，开发产品较上年底减少 5.67 亿元；投资性房地产较上年底增长 17.06%，主要系合盛公司和景德镇陶博城有限责任公司（以下简称“陶博城公司”）外购土地，且陶博城项目转入所致；无形资产较上年底增长 15.39%，主要系黑猫集团、合盛公司及陶博城公司购置土地及景德镇市国资委划入绿达林场所致。截至 2025 年 3 月底，公司资产规模及结构均较 2024 年底变动不大。

截至 2024 年底，公司资产中，货币资金受限比例较高；存货中开发成本占 75.18%，以在建基础设施建设项目为主，投资回收周期长；房地产项目等开发产品占存货账面价值的 10.02%，存在一定去化压力，当期梧桐雅苑项目车位跌价导致计提跌价准备 1.24 亿元；应收账款主要由基础设施建设及煤化工业务产生，其中与政府及其所属单位的应收款项合计 28.07 亿元（占 44.29%），按账龄风险组合计提坏账准备的应收账款（占 55.51%）账龄较短（一年以内的占 79.18%）；其他应收款中 34.38%是与政府及关联单位的应收款项，整体账龄偏长；长期股权投资主要系江西省景德镇浯溪口水利枢纽工程开发有限公司、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司、景德镇市陶汇投资发展有限公司和江西景德镇国控产业母基金合伙企业（有限合伙）等非上市公司股权及基金投资，2024 年投资收益为负；投资性房地产主要系本部及下属子公司持有的房产和土地，能够贡献较为稳定的租金收益（2024 年租赁收入为 3.72 亿元），其中 36.66%尚未办妥产权证书；固定资产主要为黑猫集团下属厂房及机器设备；无形资产主要由林地使用权（占 56.58%）和土地使用权（占 35.58%）构成。

图表 13 • 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占相应资产比例	受限原因
货币资金	91.02	66.35%	保证金存款（90.05 亿元）及诉讼冻结资金
应收票据	0.03	1.36%	商业承兑汇票贴现
应收账款	1.65	2.60%	银行借款质押
存货	111.23	35.02%	银行借款抵押
在建工程	0.68	1.14%	银行借款抵押
投资性房地产	65.36	20.85%	银行借款、融资租赁抵押
固定资产	2.73	2.59%	银行借款、融资租赁抵押
无形资产-土地使用权	12.81	10.32%	银行借款、融资租赁抵押
其他权益工具投资	0.56	6.12%	银行借款抵押
长期股权投资	--	--	银行借款质押
未来收益权	--	--	银行借款质押
合计	286.08	20.74%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，受益于增资及资产划拨等，公司所有者权益规模保持增长；所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较强。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 2.62%，主要系上缴收益返还及资产划入导致资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.91%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为 22.82%、46.78%、7.61%和 5.58%，权益结构稳定性较强。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构均较 2024 年底变动不大。

截至 2024 年底，随着土地储备和在建项目的持续投入，公司有息债务规模快速增长，融资渠道以银行贷款为主，债务负担较重，债务期限结构有待改善。

截至 2024 年底，随着有息债务的增加，公司负债总额较上年底增加 108.63 亿元，增幅为 13.05%。其中，公司应付票据较上年底增加 26.23 亿元（增幅为 21.72%），主要系采购付款增加银行承兑汇票支付比例所致。同期末，公司全部债务较上年底增长 13.88%，占同期末负债总额的 84.79%，其中银行借款约占 60%、发行债券约占 26%。2024 年，公司综合融资成本²约为 3.04%（上年为 3.69%）。债务期限结构方面，截至 2024 年底，公司短期债务占 45.93%，较上年底有所下降，一年内到期的应付债券为 25.16 亿元。同期末，公司短期借款主要由保证借款（占 44.89%）、信用借款（占 23.01%）和抵押借款（占 22.39%）构成，长期借款主要由抵押借款（占 41.86%）、质押借款（占 22.62%）和保证借款（占 21.30%）构成，应付债券中包括境外债 1.90 亿元，长期应付款主要由应付股权回购义务款（5.28 亿元）、应付融资租赁款（14.90 亿元）、陶博城等项目专项应付款（74.09 亿元）构成。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务较 2024 年底增长 3.73%，期限结构小幅缩短。

从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.82%、65.46% 和 51.24%，债务负担较重。

2024 年，受焦炭业务规模收缩及处置不良债权业务量下降影响，公司营收及毛利润同比双降；尽管融资成本下行带动期间费用同比显著缩减，但费用总额仍大幅高于毛利润规模。叠加地产项目及正业科技商誉减值计提金额增加，其他收益对利润的支撑作用较往年进一步凸显。2025 年一季度，公司收入同比小幅增长，受益于其他收益同比增加，利润总额实现同比减亏。

2024 年，受焦炭及处置不良债权收入减少影响，公司营业总收入和毛利润同比分别下降 7.80% 和 47.38%。受益于当期融资成本下行，公司当期以财务费用和管理费用为主的期间费用规模同比有所下降，经营性利润同比小幅减亏但仍呈大额亏损状态。同期，受房地产项目计提跌价准备及正业科技商誉减值影响，资产减值损失同比增加，合并口径利润总额主要来自其他收益的支撑。公司当期其他收益同比增长 13.24%，其中财政补贴资金 18.97 亿元，企业扶持发展基金 13.97 亿元，补贴对象主要为合盛公司、黑猫集团和公司本部，其他收益内部构成变动较大。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 2.38%，营业成本同比增长 1.55%，期间费用同比增长 3.11%，利润总额在其他收益的补充下同比减亏。

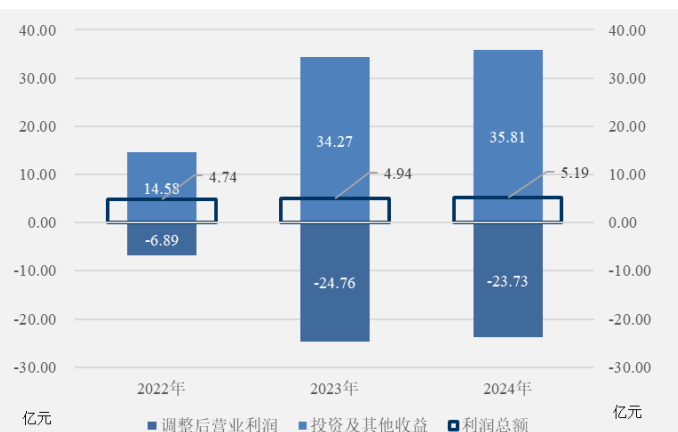
从整体经营态势看，公司主业盈利水平与煤化工行业景气度呈现高关联性，尤其在行业低谷期，其他收益对利润的支撑作用已形成结构性依赖。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	228.98	218.28	201.26
毛利润	28.32	14.90	10.68
期间费用	33.27	37.42	31.79
其他收益	13.33	31.29	35.43
投资收益	0.10	1.46	-1.07
资产减值损失	-0.97	-2.25	-4.61
信用减值损失	-1.76	-1.90	-1.63
利润总额	4.74	4.94	5.19
归属于母公司所有者的净利润	2.23	4.74	2.38
经调整的营业利润率（%）	2.81	2.99	5.81
总资本收益率（%）	1.94	1.85	1.41
净资产收益率（%）	0.56	0.37	0.27

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 15 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司经营活动净现金流实现同比转正，投资资金缺口虽有所收窄但仍依赖外部融资维系，现金及现金等价物规模持续累积。

2024 年，公司收入实现水平保持稳定，受益于政府补助规模和合盛公司经营获现水平提升，经营活动净现金流同比转为净流入。2025 年 1—3 月，公司经营性现金净流入规模同比大幅提升。

²综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2。

公司在自营项目建设和土地储备等方面始终保持一定规模的对外投资。2024 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比小幅增加，投资活动净流出规模同比收窄。

公司主要依赖于银行借款等外部融资来弥补投资资金缺口。2024 年，通过外部债务融资等筹集的资金能够覆盖资金缺口，现金及现金等价物净增加额保持积累。考虑到未来公司计划在各产业领域进行拓展，对外融资需求持续存在。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	281.97	290.52	296.29	75.52
经营活动现金流出小计	307.24	290.75	288.40	50.41
经营活动现金流量净额	-25.28	-0.23	7.89	25.11
投资活动现金流入小计	5.06	1.60	3.37	0.41
投资活动现金流出小计	67.70	90.86	49.14	6.40
投资活动现金流量净额	-62.64	-89.26	-45.77	-6.00
筹资活动前现金流量净额	-87.91	-89.49	-37.88	19.11
筹资活动现金流入小计	314.40	372.33	396.65	133.20
筹资活动现金流出小计	252.05	280.69	358.90	110.26
筹资活动现金流量净额	62.35	91.64	37.74	22.93
现金收入比	103.22%	102.88%	103.50%	130.62%
现金及现金等价物净增加额	-25.04	2.25	0.05	42.08

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债指标呈现改善态势，而长期偿债指标表现趋弱。从偿债保障能力来看，EBITDA 对利息支出具备较好的覆盖能力，但对全部债务的保障水平仍显不足。考虑到公司持续在资本注入、资产划转和财政补贴等方面获得有力的外部支持，综合判断其实际偿债能力极强。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	142.94%	115.79%	123.03%
	速动比率	62.76%	51.75%	57.54%
	经营现金流入量/流动负债（倍）	0.77	0.61	0.61
	经营现金/短期债务（倍）	-0.09	0.00	0.02
	现金短期债务比（倍）	0.38	0.32	0.38
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	30.15	33.14	30.72
	全部债务/EBITDA（倍）	20.17	21.15	25.98
	经营现金/全部债务（倍）	-0.04	0.00	0.01
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.34	1.37	1.35
	经营现金/利息支出（倍）	-1.12	-0.01	0.35

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，截至 2024 年底，公司短期偿债指标表现整体优于上年，但速动资产和经营活动现金流入量对流动负债的保障程度仍较弱，现金类资产对短期债务的保障程度亦较弱。2024 年，由于利息支出减少，EBITDA 同比下降，但其对利息的覆盖程度仍保持较好水平，对本金的保障能力则相对薄弱。考虑到公司持续在资本注入、资产划转和财政补贴等方面获得有力的外部支持，且间接融资渠道畅通，上述因素均为公司有息债务偿还提供有力支撑。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额合计 9.49 亿元，担保比率为 2.17%，系公司为景德镇市国资委下属的景德镇国控供应链管理有限公司和景德镇高新技术产业开发区管理委员会财政局下属的景德镇市高新创业投资有限公司提供的担保，未设置反担保措施。整体看，公司担保比例较低，且担保对象以区域内国企为主，或有负债风险低。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得的银行及其他金融机构授信额度为 716.46 亿元，尚未使用额度为 193.95 亿元。同时，公司下属黑猫股份及正业科技为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部收入规模相对有限，利润构成以其他收益为主；本部承担部分有息债务且融资结构以直接融资为核心，跟踪期内债务期限结构虽明显改善，但偿债刚性仍较强。本部资产结构以其他应收款、存货、长期股权投资及投资性房地产为主，整体流动性表现较弱；此外，本部对外部融资依赖程度较高，存在一定短期偿债压力。

公司本部为持股平台，承担战略决策及部分融资职能，收入主要来自处置不良债权收益、投资性房地产租售及市政建设项目收入。

截至 2024 年底，公司本部资产主要包括子公司及联营企业股权、对子公司的资金拆借、投资性房地产、景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）股权、市政建设项目投入及应收款。其中，现金类资产 9.16 亿元，长期股权投资 270.13 亿元（对子公司的投资占 94.60%），其他应收款 67.32 亿元（主要为对子公司的计息往来款，实际并未收取），投资性房地产 67.34 亿元（能够产生较为稳定的租金收益）。

图表 18 • 2024 年末公司本部其他应收款前五大情况

（单位：亿元）

单位名称	款项性质	账面余额	账龄	占其他应收款总额的比例
景德镇市国信置业有限公司	往来款	17.07	1 年以内	24.42%
景德镇市开源房地产有限公司	往来款	10.34	1 年以内	14.80%
景德镇市财政局	政府单位往来	8.68	1~2 年 1.59 亿元 2~3 年 5.36 亿元 3~4 年 1.73 亿元	12.42%
景德镇市国信宇晟产业投资有限公司	往来款	7.21	1 年以内	10.32%
景德镇市国信资产管理有限公司	往来款	6.24	1 年以内	8.93%
合计	--	49.55	--	70.89%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 19 • 2024 年末公司本部主要长期股权投资情况

（单位：亿元）

被投资单位名称	持股比例	期末余额
古镇公司	100.00%	43.75
投资公司	100.00%	188.19
江西合盛柏为科技有限公司	100.00%	9.23
景德镇市国信宏城建设开发有限公司	100.00%	4.55
景德镇市华信建设投资有限公司	68.00%	4.19
江西直升机有限公司	67.32%	2.38

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司本部实现营业总收入 5.46 亿元，同比下降 36.55%，主要系处置不良债权收益减少所致。同期，公司财务费用为 5.57 亿元，同比下降 50.24%，主要系财政贴息及融资成本下降所致；投资收益为 0.89 亿元，主要来自子公司、联营企业和其他权益工具投资；其他收益为 3.98 亿元，同比未发生变化；利润总额为 0.78 亿元。

截至 2024 年底，公司本部全部债务为 209.77 亿元，占合并口径全部债务的 26.28%。其中，本部短期债务为 68.67 亿元，占全部债务的 32.73%，债务期限结构较去年底明显改善；债券融资占比偏高，债务刚性较强。截至 2024 年底，公司本部将于一年内到期的信用类债券金额合计 42.26 亿元，存在一定短期偿债压力。同期末，公司本部全部债务资本化比率 42.64%，债务负担可控。

偿债能力方面，短期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产为短期债务的 0.13 倍；2024 年，公司本部经营活动现金净流入 1.42 亿元，取得投资收益收到的现金 0.31 亿元，无法覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 11.54 亿元；长期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产、债权投资及股权类资产估值合计对本部全部债务的保障能力一般，债务偿还依赖再融资。

（六）ESG 方面

公司注重环保投入，积极履行作为国企的社会责任，法人治理结构健全。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司下属上市公司黑猫股份取得了国际可持续发展与碳认证（ISCC-PLUS），配备有多套污水处理设施、循环水处理工艺、余热利用、固体废弃物回收利用装置等设备，推进企业与环境的可持续发展。黑猫股份生产基地全面采用尾气发电机组、废气脱硫脱硝装置、VOCs 回收系统等新兴技术，保障污染因子达标排放。

社会责任方面，公司基础设施建设项目投资规模大，社会效益显著。2024 年度，公司获评市属国有企业综合考核“第一等次”并荣获“2024 年度全市纳税贡献十强企业”荣誉。公司未来主要产业发展方向为当地特色优势产业，符合区域发展战略，对于促进地方经济产业发展具有重要作用。

治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构健全。

七、外部支持

公司是景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，政府在资本注入、资产划转和财政补贴等方面给予公司的支持力度大。

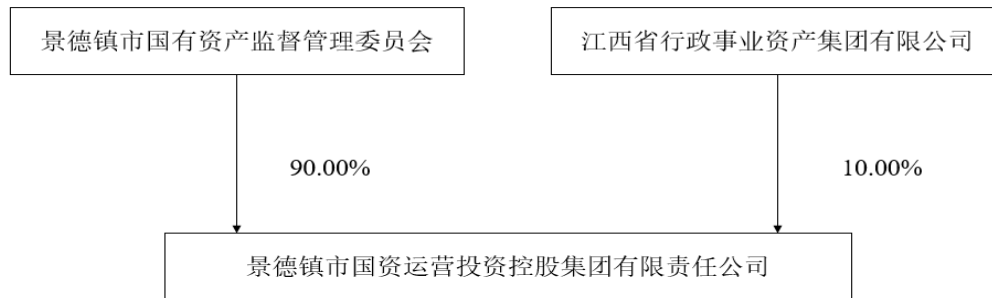
公司是景德镇市人民政府直属的国有独资企业，作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，在资本注入、资产划转及财政补贴方面得到了地方政府的大力支持。景德镇市人民政府每年给予公司一定的财政资金补贴，2024 年，公司获得其他收益 35.43 亿元，收到其他与经营活动有关的现金中政府补助为 39.82 亿元。同期，公司收到景德镇市财政局拨付的上缴收益返还款 0.61 亿元，计入资本公积；景德镇市国资委将景德镇市绿达林场的林地资产划转至景德镇市绿达林业发展有限公司增加资本公积 6.27 亿元；古镇公司收到政府划拨安泰小区资产增加资本公积 5.04 亿元。

公司在区域内具有显著地位，肩负区域特色优势产业发展重任，且在资本注入、资产划转及政府补助等方面持续获得强有力的政府支持，未来获得政府支持的不确定性较高。

八、跟踪评级结论

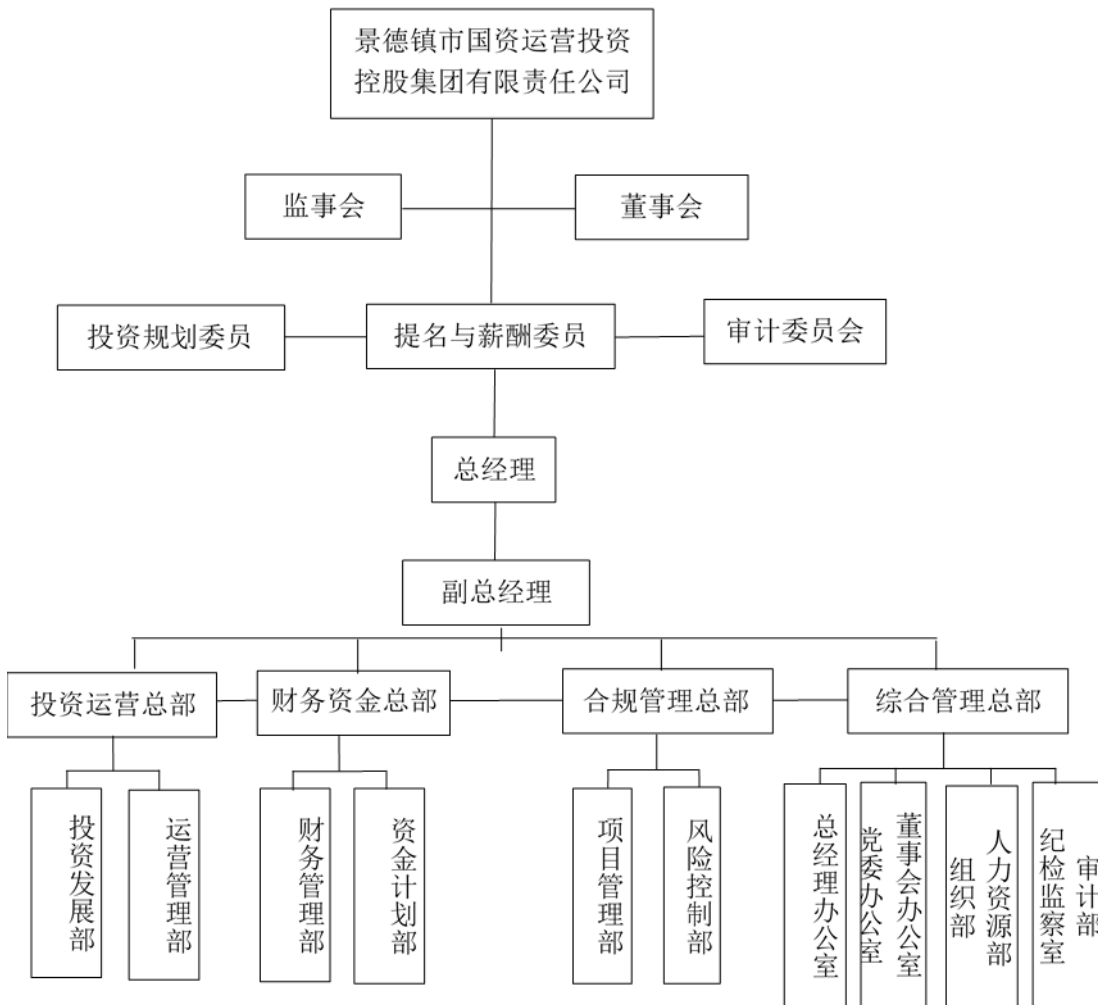
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 景国资 MTN003”和“23 景控 02”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	116.17	139.52	158.17
应收账款（亿元）	68.14	63.37	62.00
其他应收款（亿元）	30.71	41.52	43.69
存货（亿元）	303.45	317.65	323.62
长期股权投资（亿元）	37.12	37.27	37.11
固定资产（亿元）	112.80	105.45	107.34
在建工程（亿元）	57.55	59.57	61.11
资产总额（亿元）	1259.74	1379.56	1400.88
实收资本（亿元）	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	72.47	70.51	69.96
所有者权益（亿元）	427.08	438.28	436.81
短期债务（亿元）	365.13	366.59	368.73
长期债务（亿元）	335.66	431.50	459.09
全部债务（亿元）	700.79	798.08	827.82
营业总收入（亿元）	218.28	201.26	46.00
营业成本（亿元）	203.38	190.58	43.49
其他收益（亿元）	31.29	35.43	3.77
利润总额（亿元）	4.94	5.19	-3.33
EBITDA（亿元）	33.14	30.72	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	224.56	208.29	60.08
经营活动现金流入小计（亿元）	290.52	296.29	75.52
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.23	7.89	25.11
投资活动现金流量净额（亿元）	-89.26	-45.77	-6.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	91.64	37.74	22.93
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.89	2.66	--
存货周转次数（次）	0.68	0.61	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.15	--
现金收入比（%）	102.88	103.50	130.62
营业利润率（%）	5.80	4.00	4.48
总资本收益率（%）	1.85	1.41	--
净资产收益率（%）	0.37	0.27	--
长期债务资本化比率（%）	44.01	49.61	51.24
全部债务资本化比率（%）	62.13	64.55	65.46
资产负债率（%）	66.10	68.23	68.82
流动比率（%）	115.79	123.03	129.57
速动比率（%）	51.75	57.54	61.37
经营现金流动负债比（%）	-0.05	1.63	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.38	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	1.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.15	25.98	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.03	9.16	23.84
应收账款（亿元）	16.19	15.47	14.71
其他应收款（亿元）	71.36	67.32	74.43
存货（亿元）	32.66	30.46	30.18
长期股权投资（亿元）	269.76	270.13	270.13
固定资产（亿元）	9.04	8.57	8.46
在建工程（亿元）	4.20	0.12	0.12
资产总额（亿元）	573.57	558.69	579.39
实收资本（亿元）	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	282.56	282.13	280.15
短期债务（亿元）	121.46	68.67	73.94
长期债务（亿元）	86.78	141.10	145.08
全部债务（亿元）	208.24	209.77	219.01
营业总收入（亿元）	8.60	5.46	1.13
营业成本（亿元）	0.76	2.52	0.87
其他收益（亿元）	3.98	3.98	0.00
利润总额（亿元）	1.50	0.78	-1.90
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.26	8.25	1.07
经营活动现金流入小计（亿元）	118.41	122.31	48.38
经营活动现金流量净额（亿元）	7.49	1.42	8.05
投资活动现金流量净额（亿元）	-38.83	0.29	-0.28
筹资活动现金流量净额（亿元）	37.04	-4.58	6.92
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.54	0.34	--
存货周转次数（次）	0.02	0.08	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	49.56	151.09	94.40
营业利润率（%）	86.80	46.63	16.43
总资本收益率（%）	2.42	1.17	--
净资产收益率（%）	0.38	0.25	--
长期债务资本化比率（%）	23.50	33.34	34.12
全部债务资本化比率（%）	42.43	42.64	43.88
资产负债率（%）	50.74	49.50	51.65
流动比率（%）	68.54	97.63	99.29
速动比率（%）	51.91	73.79	78.69
经营现金流动负债比（%）	3.81	1.11	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.13	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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