

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0249 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“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“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

二〇二五年六月二十日

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 2025 年 6 月 20 日至 2026 年 6 月 19 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
2025 年 6 月 20 日

景德镇陶文旅控股集团有限公司 主体及相关债项 2025 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		2025/6/20	AA+/稳定	丛晓莉	刘亚宁

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	
20 景陶专项债/20 景陶债	AA+	AA+	经营风险	区域环境	100.0%	71.0	
21 景陶债/21 景陶债	AA+	AA+		业务运营	100.0%	76.0	
22 景陶债/22 景陶债	AA+	AA+	财务风险	盈利与获现能力	45.0%	28.0	
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”。				债务负担	20.0%	9.0	
				债务保障程度	35.0%	12.0	

主体概况	
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,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,主要从事景德镇市基础设施及保障房建设,同时开展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 2024 年末,公司注册资本和实收资本均为人民币 22.99 亿元,景德镇市国有资产监督管理委员会为公司控股股东和实际控制人。	

调整因素	无
个体信用状况 (BCA)	a+
评级模型结果	AA+
外部支持调整子级	3

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,景德镇市综合经济实力仍很强;公司基础设施建设等主营业务区域专营性仍很强,继续得到实际控制人及相关方的有力支持。同时,东方金诚关注到,跟踪期内,公司仍面临较大的资本支出压力和集中偿付压力,资产流动性依然较弱。综上所述,公司的主体信用风险很低,偿债能力很强,“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”到期不能偿还的风险均很低。

同业比较

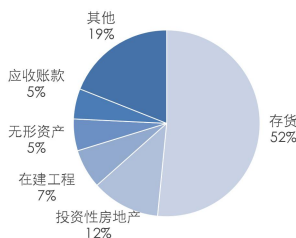
项目	景德镇陶文旅控股集团有限公司	抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司	建安投资控股集团有限公司	六安城市建设投资有限公司
地区	景德镇市	抚州市	亳州市	六安市
GDP 总量 (亿元)	1179.30	2173.08	2521.60	2307.50
人均 GDP (元)	72916	61236	51662	53371
一般公共预算收入 (亿元)	90.53	147.63	168.84	178.82
政府性基金收入 (亿元)	209.50	140.85	-	56.34
地方政府债务余额 (亿元)	710.12	1119.43	1114.10	1238.40
资产总额 (亿元)	1135.32	1334.21	1494.34	825.62
所有者权益 (亿元)	458.66	562.57	514.74	465.19
营业收入 (亿元)	103.38	94.87	104.87	30.99
净利润 (亿元)	4.75	2.80	5.31	1.91
资产负债率 (%)	59.60	57.83	65.55	43.66

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 2024 年,标“-”项为未获取数据(下文同)

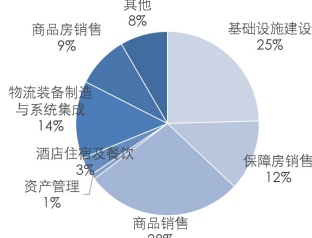
注 2: 对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等;经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等,东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2024 年末）



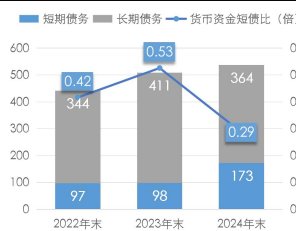
公司营业收入构成（2024 年）



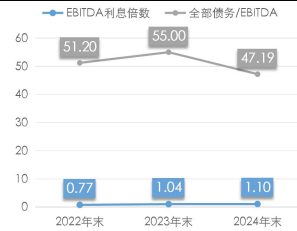
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额	973.56	1064.70	1135.32
所有者权益	411.00	437.85	458.66
营业收入	70.03	91.07	103.38
净利润	4.44	4.55	4.75
全部债务	441.09	508.72	536.72
资产负债率	57.78	58.88	59.60
全部债务资本化比率	51.77	53.74	53.92

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、%）

	2022 年	2023 年	2024 年
地区	景德镇市		
GDP 总量	1192.19	1201.10	1179.30
人均 GDP (元)	73538	74176	72916
一般公共预算收入	94.00	90.30	90.53
政府性基金收入	222.87	213.41	209.50
财政自给率	37.98	37.63	36.21

优势

- 作为环鄱阳湖城市群成员、浙赣皖重要的交通枢纽中心城市之一，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；
- 跟踪期内，公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设等业务，区域专营性仍很强；
- 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，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持。

关注

- 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，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、应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱；
- 跟踪期内，公司债务规模继续增长，短期债务规模及占比增幅较大，仍面临较大的集中偿付压力。

评级展望

预计景德镇市地区经济将保持增长，公司主营业务将保持很强的区域专营地位，能够继续得到实际控制人及相关各方的有力支持，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（RTFU002202504）》

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	AA+ (20 景陶专项债/20 景陶债)	2024/06/17	吴奉颖 唐 璐 魏 巍	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202404）》	阅读原文
AA+/稳定	AA+ (20 景陶专项债/20 景陶债)	2021/06/28	张青源 唐 璐	《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)	2019/04/16	卢 筱 卢宝泽	《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015）》	-

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
20 景陶专项债/20 景陶债	2024/06/17	8.00 亿元	2020/04/20~2027/04/20	无	-
21 景陶债/21 景陶债	2024/06/17	10.00 亿元	2021/10/19~2028/10/19	无	-
22 景陶债/22 景陶债	2024/06/17	4.00 亿元	2022/03/18~2029/03/18	无	-

注 1: “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 2: “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

根据相关监管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

景德镇陶文旅控股集团有限公司（以下简称“陶文旅”或“公司”）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。截至2024年末，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控股股东和实际控制人。

跟踪期内，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，公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设，同时开展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2024年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共17家。

图表1 截至2024年末公司纳入合并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	10953.49	97.44	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	219.65	96.22	投资设立
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	9873.91	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
景德镇陶溪川创新投资有限公司	陶溪川创投	5600.00	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 ²	投资设立
景德镇陶欣城市更新有限公司	陶欣城市	33000.00	100.00	投资设立

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。

² 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%。

图表 1 截至 2024 年末公司纳入合并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
景德镇枫荻产业发展有限公司	枫荻产业	10000.00	100.00	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 年末，公司发行的“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”到期本息均已按期偿付；同期末，上述债项募集资金均已使用完毕。

个体信用状况

行业分析

以“控增化存”为核心的化债政策全面落地，地方化债压力有所减轻，监管“防风险”与“促发展”双轨并行

2024 年以来，我国持续深化地方政府债务风险防控体系建设，以“控增化存”为核心的化债政策全面落地。随着各项化债补充政策落地以及置换隐性债务的地方政府债大规模供给，地方化债压力有所减轻。预计未来城投行业监管政策将延续“严控新增债务”的主基调，并更加注重“防风险”与“促发展”双平衡，加快推动城投公司改革转型，从“化债中发展”转向“发展中化债”。

城投公司信用风险总体可控，市场化转型加快推进，但所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势，需警惕转型过程中衍生的经营风险

随着“一揽子化债”政策全面落地，尾部城投公司短期流动性风险持续缓解，债务风险总体可控，预计城投公司公募债券违约的概率依然很低。然而在地方财政运行延续“紧平衡”的背景下，行业深层矛盾犹存，部分区域负面舆情仍时有发生，流动性紧张的局面尚未得到根本性缓解。长期来看仍需进一步理顺财政机制体制、转变地方经济发展模式、加快城投公司实质性转型。

当前市场及政策环境下，城投公司退平台和转型进程料将加速。但由于区域经济发展水平、资源禀赋、产业基础等差异，不同地区城投公司所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势。未来，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，避免非理性转型带来的经营风险。

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，物流装备制造与系统集成收入小幅下降，主要服务于陶瓷产业链的商品销售收入继续增长，带动营业收入有所增长，毛利润和综合毛利率均持续提升

跟踪期内，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，公司继续从事景德镇市基础设施建设及棚户区改造业务，同时开展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，公司营业收入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；保障房销售收入持续增加；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；资产管理业务收入、酒店住宿及餐饮收入均逐年增长；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、货架和堆垛机收入，该项业务收入小幅波动；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，收入规模占比较小。

近年来，公司毛利润和综合毛利率均持续提升，主要来源于基础设施建设、物流装备制造与系统集成、酒店住宿及餐饮等业务。

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	2022年		2023年		2024年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施建设	16.70	23.84	26.01	28.56	25.39	24.56
保障房销售	5.49	7.84	7.31	8.03	12.86	12.44
商品销售	17.02	24.30	23.63	25.95	28.64	27.70
资产管理	0.56	0.80	0.64	0.71	0.94	0.91
酒店住宿及餐饮	1.34	1.92	3.02	3.32	3.33	3.22
物流装备制造与系统集成	14.92	21.31	15.40	16.91	14.10	13.64
商品房销售	9.52	13.59	9.15	10.04	9.45	9.14
其他	4.49	6.41	5.90	6.48	8.67	8.38
合计	70.03	100.00	91.07	100.00	103.38	100.00
项目	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	2.17	13.01	2.31	8.87	3.01	11.86
保障房销售	-1.09	-19.85	-1.35	-18.48	-0.94	-7.31
商品销售	0.22	1.29	0.21	0.89	0.23	0.79
资产管理	0.37	66.44	0.43	66.39	0.61	64.57
酒店住宿及餐饮	0.41	30.17	1.49	49.37	1.99	59.84
物流装备制造与系统集成	2.99	20.06	3.26	21.16	3.27	23.17
商品房销售	-0.21	-2.24	-0.23	-2.52	0.73	7.74
其他	1.33	29.58	2.60	44.07	3.29	38.00
合计	6.19	8.84	8.72	9.57	12.19	11.79

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

跟踪期内，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、陶瓷文化旅游相关项目和综合体项目。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 2024 年末，公司已完工项目主要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、景德镇观溪郡小区（一期）城市棚户区改造安置房建设项目等。2022 年~2024 年，公司基础设施建设业务收入总体呈增长态势，受结算进度影响有所波动；毛利率分别为 13.01%、8.87%和 11.86%。公司自 2020 年开始确认保障房建设收入。2022 年~2024 年，公司保障房建设收入持续增加，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，增加了相关建设成本所致。

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力

截至 2024 年末，公司重点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、龙泉望瓯等。

图表 3 截至 2024 年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	34.89	-
景德镇市凤凰山片区棚户区改造项目	政府购买	17.97	19.77	-
景德镇市马鞍山片区城中村棚户区改造项目	委托代建	28.78	39.05	-
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	1.61	1.69
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
合计	-	225.56	184.04	67.94

资料来源：公司提供，东方金诚整理

其中，公司所承建的景德镇艺术职业大学（一期）项目等，已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。

截至 2024 年末，公司主要拟建的基础设施及保障房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尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表 4 截至 2024 年末公司主要拟建基础设施及保障房项目情况（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，跟踪期内，商品销售业务收入继续增长

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	2022 年	2023 年	2024 年
建材类	9.45	14.07	17.39
陶瓷制品类	7.12	9.05	7.12
矿石类	0.21	0.27	0.28
其他	0.23	0.24	3.85
合计	17.02	23.63	28.64

注：各分项之和与加总数存在细微差异，系四舍五入所致，下文同

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邑空间对外出售陶瓷制品。2019 年，陶溪川邑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。目前陶溪川邑空间已形成周末集市、线下商城、线上旗舰店、邑客先锋等经营模式。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。陶溪川邑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，随着陶溪川邑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继续增长。

2.建材销售

建材销售为公司 2020 年新增业务，由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。

资产管理

跟踪期内，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 2024 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 15 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。2022 年~2024 年，公司资产管理收入分别为 0.56 亿元、0.64 亿元和 0.94 亿元，持续增长主要系物业租赁面积扩大所致；毛利润亦逐年增加，毛利率水平小幅下降。

酒店住宿及餐饮

公司酒店住宿及餐饮业务由枫荻产业及其下属子公司负责，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。

2022 年~2024 年，公司酒店住宿及餐饮收入分别为 1.34 亿元、3.02 亿元和 3.33 亿元。随着陶溪川文创旅游产业的发展，近年来公司酒店住宿及餐饮收入持续增长，毛利率逐年提升。

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，开展物流装备制造与系统集成业务，跟踪期内，该业务收入小幅下降，毛利率有所提高

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，该板块收入主要包括自动化系统集成、货架和堆垛机收入。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、货架和仓储运营服务等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。2024 年末，音飞储存资产总额为 30.55 亿元，资产负债率为 54.36%；2024 年，音飞储存实现营业收入 14.43 亿元，净利润 0.50 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 托盘式两向穿梭车、托盘式四向穿梭车、子母穿梭车、箱式两向穿梭车、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”管理系列：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”³，根据景德镇市国资委 2020 年 4 月 17 日发布的景国资委【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，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。2022 年~2024 年，公司物流装备制造与系统集成业务收入小幅波动，毛利率有所提高。

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，音飞储存业务的开展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，跟踪期内，该业务收入仍是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。

³ 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。

截至 2024 年末，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 21.69 亿元，已回款 21.71 亿元。

截至 2024 年末，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），计划总投资合计 52.76 亿元，尚需投资 14.60 亿元；同期末，公司暂无拟建商品房项目。总体来看，公司在建商品房项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

企业管理

跟踪期内，公司注册资本和实收资本均未发生变化；景德镇市国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司部门设置发生变动；除此之外，公司治理结构及组织架构未发生其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2024 年合并财务报表。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年度财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2024 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 17 家（详见图表 1）。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额继续增加，构成仍以流动资产为主，但公司流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱

近年来，公司资产总额逐年增加，其中流动资产占比保持在 70%以上。公司流动资产主要由存货、应收账款、其他应收款和货币资金等构成。

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，近年来有所波动。2024 年末，公司存货中的建造合同形成的资产为 259.18 亿元，系基础设施及保障房项目建设成本；土地使用权为 308.33 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，大部分已取得土地使用权证，剩余正在办理中，证载用途为商业、商服用地和商服住宅等。应收账款持续增长，主要为项目结算款；2024 年末前五大应收对象分别为景德镇市财政局（35.36 亿元）、浮梁县西湖乡人民政府（以下简称“西湖乡政府”，7.01 亿元）、景德镇川流环境建设有限公司（以下简称“川流环境”，国企，3.34 亿元）、景德镇市住房和城乡建设局（0.52 亿元）和中铁十一局集团建筑安装工程有限公司（0.30 亿元），合计占比 73.95%。其他应收款有所波动，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；2024 年末，公司其他应收款前五名应收对象分别为景德镇市自然资源储备利用中心（35.83 亿元）、景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（7.57 亿元）、川流环境（6.13 亿元）、景德镇市国资委（3.28 亿元）和西湖乡政府（1.57 亿元），合计占比 91.85%。货币资金有所波动，主要为银行存款；2024 年末受

限的货币资金为 1.73 亿元，主要系银行冻结的存款及银行承兑汇票保证金等。

图表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
资产总额	973.56	1064.70	1135.32
流动资产	724.94	748.72	795.47
存货	586.51	555.63	585.44
应收账款	43.35	49.69	59.62
其他应收款	26.53	61.83	59.12
货币资金	40.44	51.36	49.42
非流动资产	248.62	315.98	339.85
投资性房地产	79.54	138.63	134.77
在建工程	63.20	68.73	77.28
无形资产	55.78	56.28	62.56
固定资产	30.72	32.73	46.23

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近三年，公司非流动资产持续增长，主要由投资性房地产、在建工程、无形资产和固定资产等构成。

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，2023 年末大幅增长主要系存货转入房产所致；2024 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。在建工程主要为景德镇艺术职业大学（一期）、龙泉望瓯等自建项目的建设成本，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，2024 年末有所增加主要系当期购买新增商标和特许经营权、土地使用权所致；同期末，公司无形资产中土地使用权账面价值合计为 19.73 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等商标和特许经营权账面价值合计 5.93 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，近年来持续增加；2024 年末同比增幅较大，主要系当期完工的在建工程转入房屋及建筑物所致。

截至 2024 年末，公司受限资产账面价值为 262.43 亿元，占公司资产总额比重 23.11%，主要包括受限的土地使用权、投资性房地产、采矿权和货币资金等。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益继续增长，仍以资本公积为主，资本实力稳步增强

近年来，公司所有者权益持续增长，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。近三年，公司实收资本保持稳定。资本公积持续增加，主要系实际控制人及相关方注入资金和房产等资产所致，2023 年末和 2024 年末均有所增加，主要为公司收到的景德镇市财政局划拨的资本金。未分配利润逐年增长，主要为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 9 公司所有者权益情况（单位：亿元）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
所有者权益	411.00	437.85	458.66
其中：实收资本	22.99	22.99	22.99
资本公积	341.79	356.33	364.19
未分配利润	15.57	18.19	21.73

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债规模继续增长，结构仍以非流动负债为主

2024 年末，公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、合同负债和应付账款等构成。

公司一年内到期的非流动负债持续增加，其中 2024 年末同比增幅很大，主要系一年内到期的应付债券大幅增加所致；同期末，一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款 32.96 亿元、应付债券 108.62 亿元、长期应付款 8.88 亿元等。公司短期借款主要包括信用借款、保证借款、抵押及保证借款和质押借款等，近年来有所增加，主要用于补充流动资金。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。应付账款主要为应付货款及材料款、设备及工程款等，近年来有所增加。

图表 10 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
负债总额	562.55	626.85	676.67
流动负债	176.99	170.16	243.68
一年内到期的非流动负债	79.98	80.90	153.72
短期借款	17.15	21.86	21.89
合同负债	35.39	31.78	21.01
应付账款	16.31	16.09	19.37
非流动负债	385.57	456.69	432.98
长期借款	238.54	275.98	285.67
应付债券	91.81	125.58	70.95
长期应付款	49.46	45.47	67.82

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来，公司非流动负债有所波动，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。随着公司融资需求逐步加大，长期借款持续增长，主要用于项目建设；2024 年末，公司长期借款主要包括抵押借款、质押借款和保证借款等，借款银行主要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。应付债券有所波动，主要系到期结构影响所致；公司发行多只企业债、非公开发行公司债、PPN、中期票据等，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。近年来，公司长期应付款波动增加，2024 年末同比增幅较大，主要系当年项目专项资金增加所致；同期末，公司长期应付款包括融资租赁等借款 7.54 亿元和城市基础设施及配套建设项目、文化旅游建设项目等专项资金 60.29 亿元。

跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，短期债务规模及占比增幅较大，面临较大的集中偿付压力

2022年末~2024年末，公司全部债务规模持续增长。2024年末，公司短期债务占比增至32.14%，主要系其中一年内到期的应付债券大幅增加所致，公司面临较大的集中偿付压力。公司资产负债率呈上升趋势，随着在建项目的推进，公司债务率或将有所升高。

图表 11 公司全部债务、债务率情况（单位：亿元、%）

指标名称	2022 年末	2023 年末	2024 年末
全部债务	441.09	508.72	536.72
其中：短期债务	97.13	97.64	172.52
长期债务	343.96	411.08	364.20
资产负债率	57.78	58.88	59.60

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 2024 年末，公司对外担保余额为 18.45 亿元，担保比率为 4.02%，担保对象主要为川流环境，系景德镇市国有企业。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入继续增长，利润对财政补贴依赖仍较大，主要盈利指标处于较低水平，总体盈利能力仍较弱

近三年，公司营业收入持续增长；公司营业利润率亦有所提高；期间费用主要为销售费用、管理费用和销售费用，对利润产生一定侵蚀。公司利润总额及净利润均持续增加，但利润对财政补贴依赖较大。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，总体盈利能力较弱。

图表 12 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	70.03	91.07	103.38
营业利润率	7.78	8.59	10.78
期间费用	7.36	8.58	9.85
期间费用/营业收入	10.52	9.43	9.53
利润总额	5.51	5.65	6.22
其中：财政补贴	8.37	7.37	10.65
净利润	4.44	4.55	4.75
总资本收益率	0.72	0.67	0.70
净资产收益率	1.08	1.04	1.04

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司筹资前净现金流仍为负，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。

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、购买理财产品等形成的现金流出；投资性净现金流持续为负。

图表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入	100.69	123.26	123.23
现金收入比率（%）	88.43	98.65	86.81
经营活动现金流出	100.37	122.84	122.73
经营活动产生的现金流量净额	0.32	0.41	0.50
投资活动现金流入	6.61	4.61	2.68
投资活动现金流出	80.62	51.80	27.51
投资活动产生的现金流量净额	-74.01	-47.19	-24.83
筹资活动现金流入	180.01	221.40	264.71
筹资活动现金流出	124.58	164.59	239.43
筹资活动产生的现金流量净额	55.43	56.81	25.27
现金及现金等价物净增加额	-18.17	10.07	0.99

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近三年，公司筹资活动现金流入规模持续增长，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；筹资性现金流持续为净流入状态，总体来看，公司资金来源对筹资活动依赖很大。

近年来，公司现金及现金等价物净增加额波动较大。

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、稳定性及可持续性都很强，并具备较强的再融资能力，总体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标看，近年来，公司流动比率有所下降但保持在较高水平，速动比率有所波动；货币资金对流动负债及短期债务的覆盖程度均很低；公司经营性现金流对易波动的往来款等依赖较大而稳定性欠佳，对流动负债保障情况偏弱。

从长期偿债能力指标看，公司长期债务资本化比率有所波动，全部债务资本化比率持续增长，EBITDA 对利息的覆盖能力有所增强，对全部债务的覆盖程度较弱。

图表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
流动比率	409.60	440.01	326.44
速动比率	78.21	113.48	86.19
货币资金短债比（倍）	0.42	0.53	0.29
经营现金流动负债比率	0.18	0.24	0.21
长期债务资本化比率	45.56	48.42	44.26
全部债务资本化比率	51.77	53.74	53.92

图表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	1.04	1.10
全部债务/EBITDA（倍）	51.20	55.00	47.19

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司一年内到期债务规模为 172.52 亿元，面临较大的集中偿付压力。公司计划通过经营性现金流入、财政补贴、银行及债券融资等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2024 年公司经营性净现金流为 0.50 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。2024 年末，公司非受限货币资金为 47.69 亿元，可对到期债务偿还提供一定保障。公司具备较强的再融资能力，间接融资方面，截至 2024 年末，公司获得各银行综合授信合计 608.70 亿元，尚未使用额度 260.69 亿元；直接融资方面，截至 2025 年 3 月末，公司储备了中票、短融和公司债等批文，尚未使用额度合计 58.83 亿元。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但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、稳定性及可持续性均很强，并具备较强的再融资能力，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

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 2025 年 4 月 7 日，公司本部已结清及未结清贷款信息中均无不良或关注类记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券/债务融资工具均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

一揽子增量政策效果持续显现，2025 年一季度 GDP 延续较快增长；二季度外部经贸环境变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。

往后看，4 月初美国在全球范围内推出“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过 100%。这意味着从 4 月中下旬开始，绝大部分中美双边贸易基本失

去市场接受的可能性。考虑到对美出口占我国出口总额的14%左右，加之美国发起全球贸易战还会拖累外需全面放缓，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

美国“对等关税”落地，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟，落地时间可能提前到4月。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了3000亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

区域经济和财政状况

作为环鄱阳湖城市群成员、浙赣皖重要的交通枢纽中心城市之一，跟踪期内，景德镇市地区经济保持较快增长，特色产业保持良好发展态势，综合经济实力仍很强；作为文化节点城市，伴随国际瓷都打造和国家陶瓷文化传承创新试验区建设，景德镇开放格局及战略位势有望继续提升

景德镇市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⁴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。《江西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》提出高标准建设景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区，加快陶瓷产业转型升级，做大做强航空产业，打造国际瓷都，同时提出支持景德镇等城市争创国家产业转型升级示范区、支持景德镇打造面向世界的特色消费城市，在对接融入国家战略方面，明确景德镇为文化节点城市，提出建设好中日（景德镇）地方发展合作示范区；《江西省人民政府关于景德镇陶瓷文化生态保护区总体规划（2021-2035年）的批复》中明确指出“着力建设国际瓷都、国际文化交流客厅、国家陶瓷文化传承创新试验区、新型人文城市”，助力景德镇实现开放格局及战略位势提升。截至2024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161.8万人。

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。

景德镇市陶瓷工业历史悠久，航空等产业基础良好，产业转型升级、重大产业项目投资不

⁴ 包括南昌市、九江市、景德镇市、上饶市、抚州市和鹰潭市。

断推进。近年来，景德镇市地区经济实现较快增长，工业经济对地区经济贡献较大。2024 年，景德镇市陶瓷产业、航空产业等特色产业保持良好发展态势。同时，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。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。2024 年，景德镇市旅游收入为 753 亿元，同比增长 6.3%。

跟踪期内，景德镇市一般公共预算收入较为稳定，政府性基金收入规模仍较大，综合财政实力仍很强

近年来，景德镇市一般公共预算收入总体波动下降；税收收入有所波动，占比持续超过 50%。近三年，景德镇市政府性基金收入小幅下降，作为地区财力的重要构成部分，其易受房地产市场波动、政府城建规划和土地出让安排等因素影响，未来存在一定的不确定性。近年来，景德镇市一般公共预算支出有所波动，地方财政自给程度持续较弱。

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。

图表 15 景德镇市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP	1192.19	1201.10	1179.30
GDP 增速	4.7	3.5	4.1
人均 GDP（元）	73538	74176	72916
工业增加值增速	8.4	5.4	6.2
固定资产投资增速	8.1	-8.0	4.2
一般公共预算收入	94.00	90.30	90.53
政府性基金收入	222.87	213.41	209.50
上级补助收入	-	-	-
税收收入占比	50.19	60.22	59.11
财政自给率	37.98	37.63	36.21
地方政府债务余额	467.97	613.71	710.12
政府负债率	39.25	51.10	60.22

注：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；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：景德镇市 2022 年~2024 年国民经济和社会发展统计公报，2022 年~2024 年财政预算执行情况，东方金诚整理

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

跟踪期内，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，公司在增资、资产划拨、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的有力支持

除公司外，景德镇市由景德镇市国资委直接控股的基础设施建设类主体还包括景德镇市城市发展集团有限责任公司（以下简称“景德镇城发”），其主要依托下属子公司景德镇市城市

建设投资集团有限责任公司从事昌南新区的基础设施建设，并开展产业投资等业务，与公司业务范围有所区分。

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有力支持。增资方面，得益于股东的货币及实物增资，截至 2024 年末，公司实收资本由成立之初的 0.84 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，2022 年~2024 年，公司收到的财政补贴收入分别为 8.37 亿元、7.37 亿元和 10.65 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 16 公司近年来获得的主要资产划拨情况

年份	事项
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。
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 9.13 亿元，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 13.79 亿元，相应增加公司资本公积。
2024 年	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。
	根据景德镇市国有资产监督管理委员会景国资发【2024】122 号文件，将天后宫片区 29 户市公安局房产注入公司，增加公司资本公积 211.22 万元。
	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 7.24 亿元，相应增加公司资本公积。
	根据景德镇市国有资产监督管理委员会文件，收到国有资本收益返还注资 0.63 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

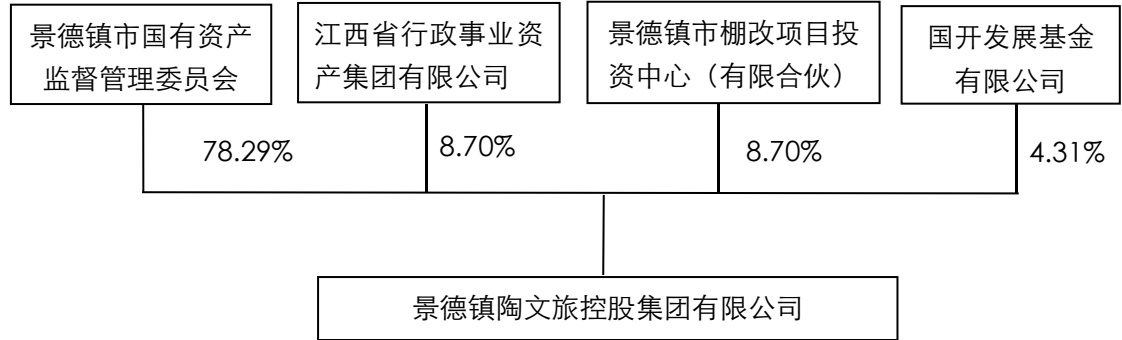
东方金诚认为，跟踪期内，公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设等业务，区域专营性仍很强。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货、应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱；跟踪期内，公司债务规模继续增长，短期债务规模及占比增幅较大，仍面临较大的集中偿付压力。

作为环鄱阳湖城市群成员、浙赣皖重要的交通枢纽中心城市之一，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；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，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持。

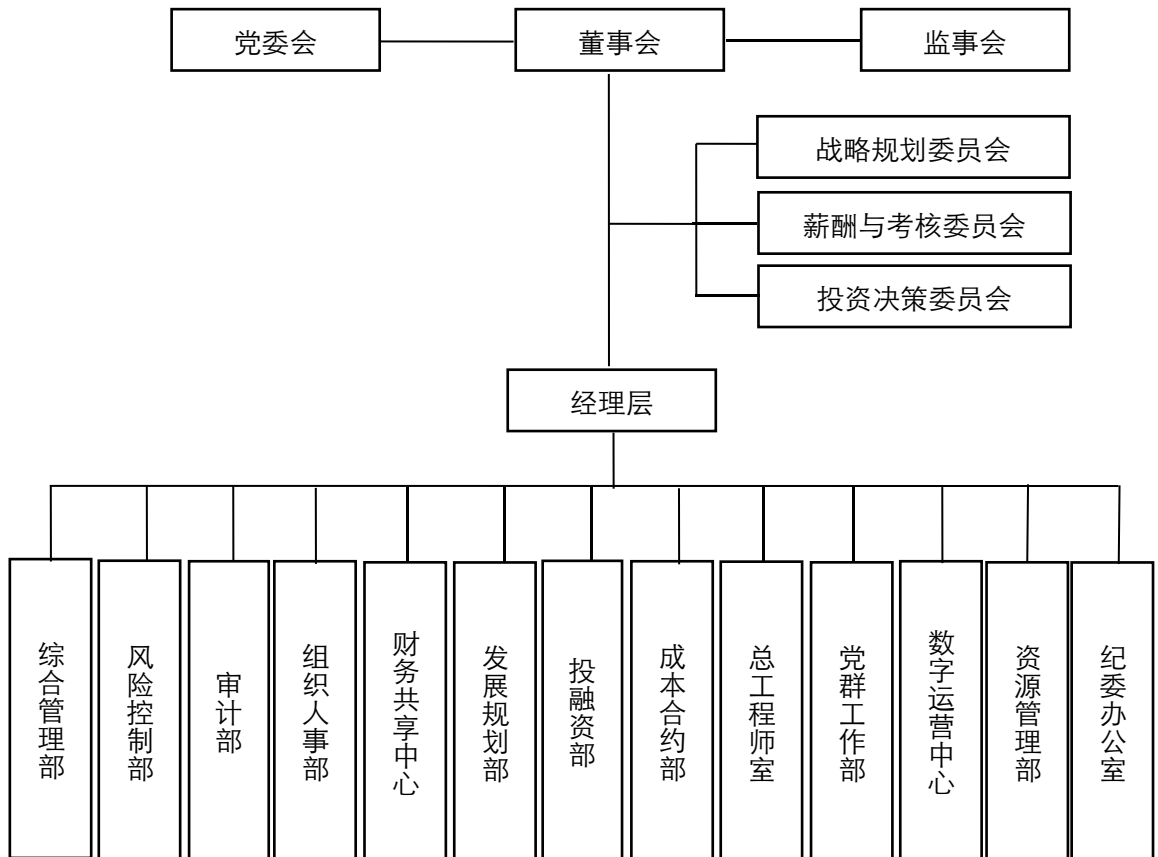
综上所述，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“20 景陶专项债/20 景陶债”、“21 景陶债/21 景陶债”和“22 景陶债/22 景陶债”到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2024 年末公司股权结构图和组织结构图

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	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	973.56	1064.70	1135.32
存货	586.51	555.63	585.44
投资性房地产	79.54	138.63	134.77
在建工程	63.20	68.73	77.28
无形资产	55.78	56.28	62.56
负债总额	562.55	626.85	676.67
长期借款	238.54	275.98	285.67
一年内到期的非流动负债	79.98	80.90	153.72
应付债券	91.81	125.58	70.95
全部债务	441.09	508.72	536.72
其中：短期债务	97.13	97.64	172.52
所有者权益	411.00	437.85	458.66
营业收入	70.03	91.07	103.38
净利润	4.44	4.55	4.75
经营活动产生的现金流量净额	0.32	0.41	0.50
投资活动产生的现金流量净额	-74.01	-47.19	-24.83
筹资活动产生的现金流量净额	55.43	56.81	25.27
主要财务指标			
营业利润率（%）	7.78	8.59	10.78
总资本收益率（%）	0.72	0.67	0.70
净资产收益率（%）	1.08	1.04	1.04
现金收入比率（%）	88.43	98.65	86.81
资产负债率（%）	57.78	58.88	59.60
长期债务资本化比率（%）	45.56	48.42	44.26
全部债务资本化比率（%）	51.77	53.74	53.92
流动比率（%）	409.60	440.01	326.44
速动比率（%）	78.21	113.48	86.19
货币资金短债比（倍）	0.42	0.53	0.29
经营现金流动负债比率（%）	0.18	0.24	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	1.04	1.10
全部债务/EBITDA（倍）	51.20	55.00	47.19

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（%）	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
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+使用权资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

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。