



# 景德镇市国资运营投资控股集团有 限责任公司 2025 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 1779 号

---

## 声 明

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

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 27 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	AA+/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“20 景国资 MTN003”、“23 景国资 MTN001”、“23 景控 02”、“23 景控 04”	AA+
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>评级观点</b>	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为景德镇市的经济地位重要，经济保持增长，潜在的支持能力强；景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“景德镇国控”或“公司”）是景德镇市最重要的国有资本运营投资主体，在推进景德镇城市建设和国有资本投资运营中发挥重要作用，对景德镇市政府的重要性很高，与景德镇市政府维持高度的紧密关系，持续获得政府大力支持。同时，需关注公司债务增长、债务集中到期偿付压力，部分项目资金平衡的不确定性，煤化工行业周期性波动以及跟踪期内正业科技亏损扩大，商誉持续减值等对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，景德镇市国资运营投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>区域经济实力显著增强，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>区域经济环境恶化；公司地位显著下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。</p>	

### 正面

- **景德镇市的经济实力不断增强。**2024 年以来，景德镇市地区生产总值保持持续增长，持续增长的区域经济为公司提供良好的外部环境。
- **地位重要性很高。**公司是景德镇市政府重点打造的国有资本投资运营公司，业务领域涵盖煤化工产业、基础设施建设、房地产开发等，拥有上市公司等优质资产，并承担景德镇航空及先进装备制造产业基地、汽车产业园等重要产业园区的基础设施建设任务，具有重要地位。
- **持续获得股东支持。**2024 年以来，景德镇市政府通过货币增资、注入资产、政府补贴等多种形式支持公司发展。

### 关注

- **债务规模增长较快且短期偿债压力较大。**随着公司业务的持续发展，公司对外融资需求持续增加，债务规模增长较快，资本结构有待优化。截至2025年3月末，公司短期债务占比有所下降但仍然处于较高水平，账面货币资金无法对短期债务形成有效覆盖，且货币资金受限比例较高，面临较大的短期偿债压力。
- **公司面临行业周期性波动风险，跟踪期内正业科技亏损扩大，商誉持续减值。**公司产业板块涉猎领域多元化，其中煤化工行业周期性较强，此外，正业科技 2024 年度持续亏损，盈利能力存在一定不确定性，并且因近两年经营情况不佳而终止投资新项目，公司对正业科技股权收购可能面临一定投资风险，从而或降低公司资产的收益性；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。
- **自营项目资金平衡存有不确定性。**公司景德镇市国际陶瓷文化旅游交流中心、高岭中国村等项目均为公司自营投资建设，投资规模很大，均需依靠后续经营实现收益，资金平衡具有不确定性。

项目负责人：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

## 财务概况

景德镇国控（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
资产总计（亿元）	1,106.48	1,259.74	1,379.56	1,400.88
经调整的所有者权益合计（亿元）	388.42	427.08	438.28	436.81
负债合计（亿元）	718.06	832.65	941.28	964.07
总债务（亿元）	599.39	700.79	798.08	827.82
营业总收入（亿元）	228.98	218.28	201.26	46.00
经营性业务利润（亿元）	6.44	6.54	11.70	-3.48
净利润（亿元）	2.16	1.57	1.19	-3.53
EBITDA（亿元）	29.68	32.91	31.06	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-25.28	-0.23	7.89	25.11
总资本化比率（%）	60.68	62.13	64.55	65.46
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.32	1.36	1.36	--

注：1、中诚信国际根据景德镇国控提供的其经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数，2025 年一季度数据采用 2025 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司债务，中诚信国际将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算，将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2024 数据）

项目	景德镇国控	商丘发投	荆州城发
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	景德镇市	商丘市	荆州市
GDP（亿元）	1,179.3	3,272.27	3,509.99
一般公共预算收入（亿元）	90.53	189.60	175.02
所有者权益合计（亿元）	438.28	550.57	276.62
资产负债率（%）	68.23	60.84	69.97
营业总收入（亿元）	201.26	76.66	188.37
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.89	136.73	-25.29

中诚信国际认为，景德镇市与商丘市、荆州市行政地位相当，经济财政实力处于较低水平，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。公司与可比公司的定位均为当地重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，业务运营实力相当；公司权益规模处于比较组平均水平，总体资本实力较强，财务杠杆较高，但仍处于行业适中水平，整体来看财务融资能力相近。同时，当地政府上述公司具有强或较强的支持意愿。

注：商丘发投系“商丘市发展投资集团有限公司”的简称；荆州城发系“荆州市城市发展控股集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

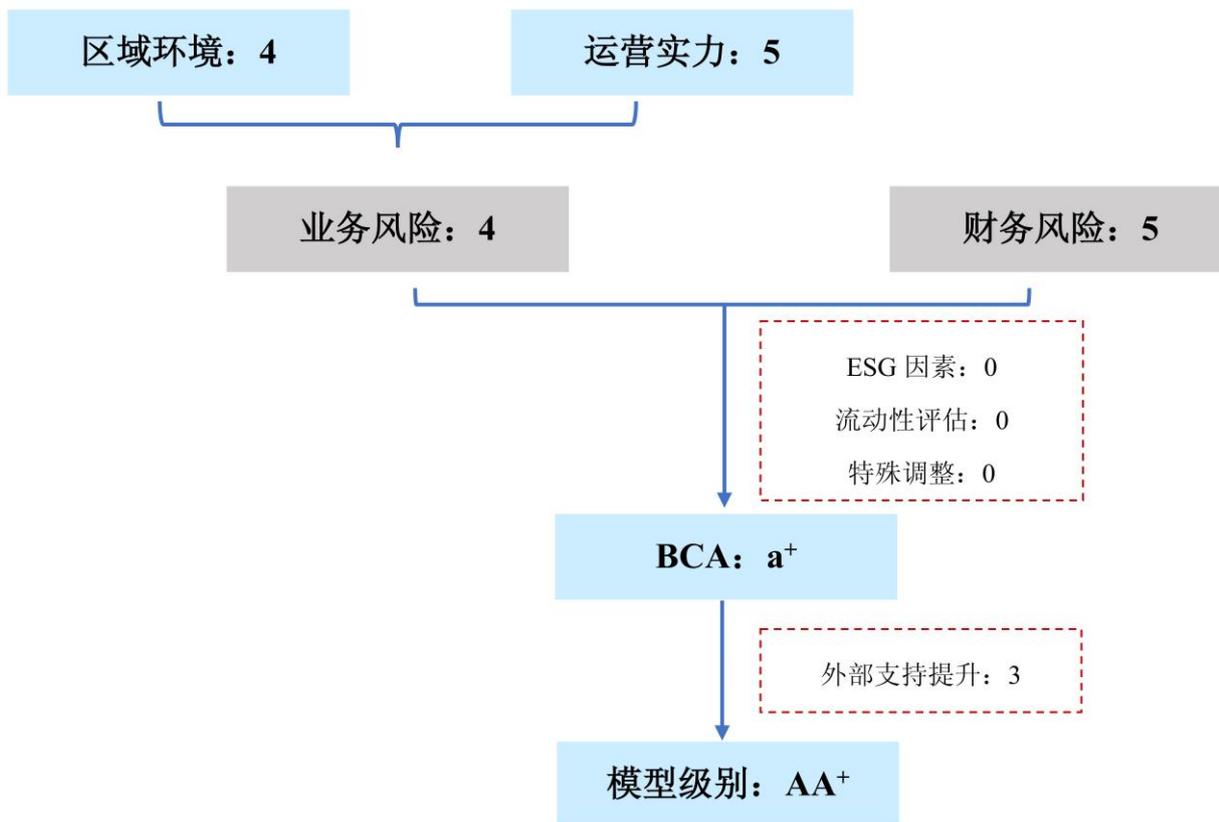
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
23 景控 04	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2024/06/28 至本 报告出具日	4.00/4.00	2023/11/27~2026/ 11/27	调整票面利率、赎回、回售
23 景控 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2024/06/28 至本 报告出具日	9.00/9.00	2023/08/28~2025/ 08/28	赎回、调整票面利率、回售
23 景国资 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2024/06/28 至本 报告出具日	10.00/0.06	2023/04/21~2026/ 04/21	调整票面利率、回售
20 景国资 MTN003	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2024/06/28 至本 报告出具日	7.00/0.20	2020/08/21~2025/ 08/21	调整票面利率、回售

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
景德镇国控	AA <sup>+</sup> /稳定	AA <sup>+</sup> /稳定	2024/08/13 至本报告出具日

## ● 评级模型

### 景德镇市国资运营投资控股集团有限公司评级模型打分

(C220000\_2024\_04\_2025\_1)



注:

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无影响。

**个体信用状况 (BCA):** 中诚信国际认为, 受益于短期债务占比下降以及综合融资成本降低等因素影响, 公司个体信用状况由 a 调整至 a<sup>+</sup>。

**外部支持:** 中诚信国际认为, 景德镇市政府的支持能力强, 对公司有强的支持意愿, 主要体现在景德镇市的区域地位, 以及较强劲的经济财政实力和增长能力; 景德镇国控作为景德镇市最重要的国有资本运营和基础设施建设平台, 近年来在股东资金注入、政府补助等方面持续获得很强外部支持, 具备较高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2024\_04

## 宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。政策方面，2025 年一季度基投行业政策“控增化存”主基调依然延续，同时化债与发展再平衡已渐成共识，多政策协同发力助推基投企业转型发展；受益于“一揽子化债”政策持续落地，基投行业整体风险有所收敛，融资结构逐步调整优化，基投企业流动性边际改善，退平台和转型步伐加速；展望未来，政策主基调预计延续，动态调整增量政策或适时出台，但仍需重点关注非标置换进度及负面舆情演绎趋势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11844?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2025 年一季度政策回顾及展望》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11852?type=1>

## 区域环境

景德镇市为江西省地级市，下辖 2 区（珠山区、昌江区）、1 县（浮梁县）、1 县级市（乐平市），拥有国家级的景德镇高新技术产业开发区，北边与安徽省东至县交界，南边、西边和东边与上饶市交界，是环鄱阳湖经济圈的重要城市。景德镇市产业特色明显，主要产业包括陶瓷产业、航空产业、汽车产业和旅游产业，并着力建设“3+1+X”的产业模式。截至 2024 年末，景德镇市常住人口 161.80 万人，常住人口城镇化率为 67.92%。

景德镇市产业特色突出，发展态势良好，2024 年地区生产总值（GDP）保持增长趋势，按可比价计算，同比增长 4.1%，在江西省内排名靠后。同年，景德镇市人均 GDP7.41 万元，略高于全省平均水平。2024 年制造业和基础设施建设投资有所回升，固定资产投资增速大幅提升至 4.2%。同期，景德镇市一般公共预算收入增幅较小，税收收入依旧为一般公共预算收入主要构成部分。景德镇市财政自给率较低，政府性基金收入是景德镇市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，2024 年，全市政府性基金预算收入完成 209.50 亿元，同比下降 4.24%。再融资环境方面，景德镇市政府债务余额快速增长，广义债务率处于全国中游水平，区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，净融资额呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 1：近年来景德镇市地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024
GDP（亿元）	1,119.65	1,140.69	1,179.30
GDP 增速（%）	3.9	3.0	4.1
人均 GDP（万元）	7.35	7.41	7.29
固定资产投资增速（%）	8.1	-8.0	4.2
一般公共预算收入（亿元）	94.00	90.30	90.53
政府性基金收入（亿元）	222.87	213.41	209.50
税收收入占比（%）	50.19	60.22	59.11

公共财政平衡率 (%)	37.98	22.66	36.21
地方政府债务余额 (亿元)	467.97	613.71	710.12

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

资料来源：景德镇市人民政府网站，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，公司作为景德镇市最重要的国有资本投资运营主体及重要的基础设施建设主体，业务覆盖景德镇市核心区域，业务领域涵盖基础设施建设、煤化工及相关多元化产业、产业投资及房地产开发等，维持强的业务竞争力；同时，公司煤化工板块业务对手方和运营模式较为稳定，上下游合作客户较为密切，煤化工形成了炭黑、焦炭、复合肥及煤化工附属产品等具有一定竞争力的产业群，业务稳定性和可持续性较强。

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

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	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	48.92	21.36	32.94	47.84	21.92	-2.59	37.34	19.64	-12.90	7.99	18.75	-8.64
炭黑	87.59	38.25	46.26	82.35	37.73	2.34	86.77	45.64	4.67	15.95	37.44	5.02
复合肥	15.60	6.81	14.35	19.20	8.79	2.45	13.14	6.91	9.74	4.00	9.38	9.75
煤化工附属产品	15.84	6.92	12.53	14.80	6.78	-3.50	18.10	9.52	8.84	3.40	7.97	8.24
房地产	10.79	4.71	8.53	3.80	1.74	22.25	3.00	1.58	15.00	0.56	1.31	14.29
基础设施建设	17.05	7.45	26.06	5.35	2.45	20.95	4.79	2.52	41.13	2.13	4.99	9.86
电子智能科技	9.77	4.27	30.23	7.52	3.45	24.02	6.94	3.65	23.92	1.61	3.79	32.30
其他	23.42	10.23	-	37.42	17.14	-	31.18	15.49	--	10.36	22.52	-
<b>合计/综合</b>	<b>228.98</b>	<b>100.00</b>	<b>12.37</b>	<b>218.28</b>	<b>100.00</b>	<b>6.83</b>	<b>201.26</b>	<b>100.00</b>	<b>5.31</b>	<b>46.00</b>	<b>100.00</b>	<b>5.45</b>

注：其他业务主要是不良债权处置、贸易、物业租赁、园区运营开发、餐饮住宿、陶瓷销售、光伏发电等业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**基础设施建设板块**，跟踪期内公司基础设施建设业务主要由公司本部及子公司景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛产投”）、景德镇市国信宏城建设开发有限公司、景德镇市华信建设投资有限公司（合盛产投子公司，以下简称“华信建设”）及景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“古镇投资”）等实施，业务模式分为 BT 回购、委托代建、政府购买服务和自营模式，业务模式和业务范围未发生变化，在建项目投资规模较大，业务稳定性较好。但近年来公司项目投资模式转向自营，自营模式下的项目投资压力较大，且回收周期长。

跟踪期内，截至 2025 年 3 月末，公司 BT 回购项目均已完工，且暂无拟建项目。同期末，乐平矿区棚户区基础设施改造工程项目已确认收入并收回全部回购金额 24.20 亿元，西瓜洲地段棚户区改造项目中渡口北片区棚户区（拆迁安置房）改造项目应回购资金 25.50 亿元，已收回款项 24.87 亿元，但因项目分批办理竣工结算手续，仅确认收入 0.68 亿元，收入确认进度较慢。同期末，公司主要委托代建项目剩余投资规模不大，暂无拟建委托代建项目，项目回款情况尚可。

截至 2025 年 3 月末，政府购买服务项目均已基本完成投资，但项目回款滞后，回款周期较长。

表 3：截至 2025 年 3 月末公司主要在建基础设施项目（亿元）

项目	运营主体	计划总投资	已投资	累计已确认收入	全部应收回金额	已收回款项	建设期	模式
航空及先进装备制造产业基地项目	合盛产投	18.69	24.31	23.79	24.47	23.96	2014~2023	委托代建
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）	华信建设	10.25	10.25	9.52	14.57	10.96	2015~2022	委托代建
其他市政项目	公司本部	41.61	21.49	13.41	41.61	15.55	--	委托代建
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	公司本部	25.90	25.39	26.45	36.92	7.46	2018~2022	政府购买服务
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>96.45</b>	<b>81.44</b>	<b>73.17</b>	<b>117.57</b>	<b>57.93</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司自主开发运营的项目投资规模较大，资金来源包括企业自筹资金、银行贷款、债券融资以及一定政府专项债资金支持。截至 2025 年 3 月末，公司自营项目预计总投资 158.89 亿元，已投资 115.60 亿元，未来将通过运营产生物流收入、停车费收入、康养收入、厂房出售出租收入等实现项目资金平衡。其中，高岭中国村项目投资规模较大，自 2022 年 9 月开始试运营，目前收入来源主要是景区门票和酒店住宿收入，收入规模很小，未来将通过旅游、餐饮、住宿、园区内容运营等方式实现收益，项目未来收益实现具有很大的不确定性。赣东北综合物流园（一期）<sup>1</sup>等项目受土地出让市场遇冷影响，未来收益实现亦面临较大挑战。此外，子公司合盛产投在景德镇高新区投资较大规模建设园区标准化厂房项目，未来通过厂房租赁方式获取收益，但收益实现有赖于景德镇高新区未来招商引资及产业导入情况，亦存有一定不确定性。

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

表 4：截至 2025 年 3 月末公司主要在建自营项目情况（亿元）

项目	运营主体	预计总投资	已投资	开工时间	累计已确认收入	是否已开始运营	收益来源
景德镇市中心城区停车场建设项目	古镇投资	12.35	6.91	2017	0.26	是	停车服务收入及广告位出租收入
景德镇市殡仪馆及公墓配套设施建设项目	国信人文	4.52	3.14	2019	1.22	是	殡葬服务收入
景德镇市陶瓷技师培训中心（一期）	国信宏城	4.29	2.98	2019	0.00	否	出租
景德镇现代农批市场与冷库项目	国信宏城	7.47	8.14	2019	0.58	是	出租
景德镇国信·颐源康养项目（一期）	国信康养	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	合盛产投	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	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	合盛产投	4.12	2.66	2021	0.00	是	出租

<sup>1</sup> 赣东北综合物流园（一期）总投资 16 亿元，截至 2025 年 3 月末，已投资 3.92 亿元，后续无开发计划。

## 准厂房建设项目

景德镇市智慧旅游集散中心建设项目	国信城市运营	7.11	4.94	2021	0.05	否	物业租赁、广告
景德镇物流中心建设项目	国信城市运营	7.64	4.30	2022	0.22	否	仓储、物流收入
中国陶瓷产业互联网（工业互联网）基础设施建设项目	国信城市运营	1.16	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	国信城市运营	9.00	8.56	2022	0.19	否	物业租赁、餐饮、门票、广告
景德镇市高新区智慧产业标准厂房建设项目	合盛产投	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	合盛产投	10.00	5.83	2022	0.13	是	出租
<b>合计</b>		<b>158.89</b>	<b>115.60</b>	<b>-</b>	<b>7.65</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**炭黑业务**，跟踪期内，公司炭黑业务仍主要由子公司黑猫集团控股的上市公司江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”，002068.SZ）经营。炭黑生产的主要原料为煤焦油，约占总成本的 85%。黑猫股份对原材料的采购多采取订单形式，订单期限通常为一年，结算方式为先供货后付款或先付款后供货，结算周期一般为 30 天左右，结算价格为供货时市场即时价。近年来，黑猫股份煤焦油采购量有所波动，煤焦油受环保限产及下游深加工行业需求较旺影响，整体采购价格有所上升。黑猫股份在唐山、乌海、邯郸和太原等煤焦油集中产区建立生产基地，节省了运输费用和购置成本，增强了对上游资源的控制力。2024 年，黑猫股份前五名供应商采购额占总采购额 17.10%，集中度不高。销售结算方面，为先供货后收款，国内以现金和承兑汇票为主，国外付款以信用证和电汇为主，结算周期平均在 60-90 天左右，长期合作的主要客户结算周期会适度放宽。

生产方面，黑猫股份拥有 8 个炭黑生产基地（部分厂区配套焦油深加工产能），并在青岛建有碳基材料研究机构、合肥特种炭黑后处理基地，产能布局合理，兼顾了靠近原料产地和消费地，炭黑设计产能为 116.2 万吨/年（其中 2 万吨在建产能为江西纳米新建年产 2 万吨超导电炭黑项目），居全国第一。2024 年产量和销量有所上升，产能利用率同比增加，处于行业较高水平。

表 5：黑猫股份炭黑产能、产量情况

指标	2022	2023	2024	2025.1-3
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	101.97	100.22	90.13
平均售价（元/吨）	9,489.76	8,539.72	8,131.22	6,594.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司与主要客户一般先签订年度购销合同或确定年度供货意向。具体供货时，公司与客户按月或季度另行签订具体购销订单，确定当期供货的品种、数量和价格。在此定价模式下，公司能够在一定程度上消化原料上涨带来的成本压力。但是，由于产品价格调整与原料价格变动存在一定的滞后性，公司毛利率存在一定的波动性。炭黑是橡胶工业不可缺少的原料，

黑猫股份炭黑产品的客户主要为国内的轮胎生产企业。2024 年，黑猫股份炭黑产品仍以国内市场为主，其国内市场销售额占比为 86.71%；2024 年，前五名客户的销售额占总销售额 14.16%，客户较为分散。

2024 年度黑猫股份实现营业收入 101.32 亿元，同比增加 7.20%，净利润 0.25 亿元，同比大幅扭亏。2024 年，公司主要原料煤焦油价格波动较大，国内煤焦油及炭黑产品价格均呈现下跌态势，公司积极开拓低成本新油品，进一步降低原料成本实现盈利。

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

**焦炭业务**，公司焦炭业务仍由子公司新昌南炼焦化工有限责任公司（以下简称“新昌焦化”）和景德镇市焦化能源有限公司（以下简称“景焦能源”）负责生产运营。截至 2024 年末其焦炭产能分别占黑猫集团焦炭产能的 52.38%和 47.62%，新昌焦化和景焦能源的产品主要覆盖江西、福建两大煤炭资源严重匮乏的省份。

采购方面，焦炭产品的主要原材料是精煤。公司的供应商均是合作超过 10 年的战略合作伙伴，拥有自己的铁路专用线，2024 年，新昌焦化和景焦能源前五大供应商占原材料采购额比例分别为 90.00%和 84.30%，集中度较高。采购结算方面，公司主要采取票据结算方式，截至 2025 年末，景焦能源公司应付票据规模达 62.12 亿元。

生产方面，公司目前拥有 6 座焦炉与整套焦化产品净化回收及深加工装置，2024 年并没有新增产业，未来也没有新增产能的计划，维持现有产能持续经营。在产能过剩背景下，焦炭价格受成本影响较大，随焦煤市场而波动，焦炭企业低利润成为常态，低利润压低焦炭企业生产积极性，受此影响，2023 年公司焦炭产量和产能利用率同比下降。

表 6：近年来公司焦炭产品产销情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
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）	108.00%	89.57%	82.89%	92.59%
销量（万吨）	218.98	198.24	203.03	54.24
产销率	97.00%	105.39%	116.65%	111.58%
平均售价（元/吨）	2,772.67	2,413.38	1839.13	1472.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司客户主要包括方大特钢、三安钢铁、新余钢铁等知名钢铁企业，2024 年新昌焦化和景焦能源前五大客户销售额占总销售额的比例分别为 87.04%和 91.13%，公司客户集中度较高。近年来公司焦炭产销率维持在较高水平，但 2023 年销量同比有所下降。同期，受前期采购的原材料价格较高及产量下降影响，焦炭毛利率持续下滑至负数。

**复合肥业务**，跟踪期内，公司复合肥产品仍主要由孙公司江西开门子肥业股份有限公司（黑猫集团子公司，以下简称“开门子肥业”）生产销售。采购方面，复合肥的主要原材料包括氯化铵、尿素、磷酸一铵、氯化钾等。2024 年，开门子肥业前五名供应商采购额占总采购额 3.76%，

供应商集中度较低，主要供应商非关联方。

生产方面，截至 2024 年末，开门子肥业在江西景德镇、湖南湘潭、河南兰考、河北衡水、河南驻马店拥有五个复合肥生产基地，产能合计达 156 万吨。受农耕习惯影响，复合肥的销售具有明显的季节性特征，每年的 3~5 月和 7~9 月农作物耕作需大量用肥，复合肥销售呈旺势，年末期间停产，季节性停产导致公司复合肥产能利用率相对较低。2024 年，公司复合肥产量及产能利用率均较上年小幅下降，产销率保持在行业较高水平。

表 7：近年来开门子肥业复合肥产销情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
产能（万吨/年）	148.00	156.00	156	156
产量（万吨）	54.18	61.95	58.51	15.82
产能利用率（年化）	36.61%	39.71%	37.51%	40.56%
销量（万吨）	55.25	62.66	56.69	18.62
产销率（%）	101.97%	101.15%	96.89%	117.70%
平均售价（元/吨）	2,729.41	3,063.37	2,317.76	2,145.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，复合肥销售仍主要采用“直销+代销”业务模式，下游客户主要为相关农资公司。2024 年，公司前五大客户的销售额占总销售额 3.90%，公司客户分散度较大；公司复合肥销售价格随行就市，2024 年的平均售价同比下降 2,317.76 元/吨，复合肥产销量均同比下降，收入规模亦较上年度同比下降 31.56%。

**房地产开发业务**，公司房地产开发业务分为商业地产项目和安置房项目。2024 年以来，公司商业地产的运营主体仍主要为子公司景德镇市开门子房地产有限公司（黑猫集团子公司，以下简称“开门子房地产”）和景德镇市镇兴房地产开发有限公司（以下简称“镇兴房地产”），商业地产开发方式分为自主开发与合作开发。棚户区改造安置房项目仍主要由合盛产投、古镇投资、景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）和景德镇市安居房地产开发有限公司（古镇投资子公司，以下简称“安居房地产”）经营，采用向符合动迁安置房购买资格的对象定向销售模式。2024 年公司房地产开发业务全口径收入 3.00 亿元，主要来自于滨江新城国博府项目和新开售的国信至臻项目等项目，受房地产市场行情影响，较上年减少 21.05%。

截至 2025 年 3 月末，公司主要完工安置房项目主要由合盛产投、古镇投资和国信置业完成，累计已投资 65.66 亿元，已回款 48.10 亿元，回款情况尚可。同期末，公司在建安置房项目主要为合盛产投负责的滨江盛景项目，该项目总投资 8.66 亿元，尚需投资 2.78 亿元，已回款 0.35 亿元，公司安置房在建项目尚有一定的待投资规模，但暂无拟建项目。去化方面，公司大部分安置房项目销售周期较长，截至 2025 年 3 月末，国信滨江苑、国信御城已基本完成去化，梧桐雅苑和国信嘉苑项目去化率分别为 70.86%和 61.03%，整体去化情况一般。

截至 2025 年 3 月末，公司商业地产项目总投资 65.54 亿元，尚需投资 20.38 亿元。2024 年以来无新建房地产项目，整体来看，公司房地产开发业务可持续性一般。

表 8：截至 2025 年 3 月末公司主要已完工安置房项目情况（万平方米、亿元、%）

项目名称	运营主体	建设周期	建设面积	总投资	已投资	已销售面	去化率
------	------	------	------	-----	-----	------	-----

			积				
中渡口至瓷都大桥棚户区改造安置房项目（古镇天御）	古镇投资	2013~2020	43.7	19.71	19.71	34.39	87.41
沿江东路棚户区改造安置房项目（古镇公元）	古镇投资	2013~2016	18.89	12.28	5.9	14.85	89.49
沿江东路棚户区改造安置房小区二期（景北、尚东安置房工程）	古镇投资	2014~2018	9.26	3.55	3.49	8.02	98.13
锦泰御园	古镇投资	2015~2017	7.6	2.03	2.03	7.47	99.47
梧桐雅苑	合盛产投	2019~2021	17.84	8.27	6.80	8.88	70.86
国信滨江苑	国信置业	2018~2020	31.48	12.41	12.81	22.83	98.24
国信御城	国信置业	2010~2021	16.83	5.47	5.47	13.94	99.71
国信嘉苑	国信置业	2021~2021	6.39	1.94	1.69	3.39	61.03
合计	--	--	151.99	65.66	57.90	113.77	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2025 年 3 月末公司商业地产项目情况（亿元、万平方米）

开发主体	项目名称	总投资	已投资	建设进度	建筑面积	已售面积	2024 年销售收入	累计销售收入
开门子房地产	金鼎国际	2.65	2.82	已完结	5.4	5.4	0.00	1.58
开门子房地产	康家花园一期（含棚改）	3.90	2.72	已完结	7.76	7.42	0.01	4.16
开门子房地产	木材厂棚户区		1.62	已完结	8.8	8.5	0.00	
开门子房地产	金岭阳光	0.79	0.71	已完结	2.55	2.55	0.00	0.83
开门子房地产	金和汇景	3.41	4.28	已完结	4.96	3.22	0.03	4.11
开门子房地产	金恒国际	1.79	1.79	已完结	4.21	4.14	0.00	2.52
开门子房地产	康家花园二期	2.30	2.03	已完结	4.86	4.85	0.00	2.73
开门子房地产	康家花园三期	5.28	4.31	在建在售	15.2	14.49	0.02	8.18
开门子房地产	金鼎玖域	2.05	2.06	已完结	4.57	4.19	0.00	3.69
开门子房地产	玖玺台	6.50	4.49	在建在售	5.85	2.46	0.09	2.16
镇兴房地产	滨江新城国博府	10.52	9.18	在建在售	17.42	5.10	0.00	0.00
景兴地产	国信至臻	26.35	10.64	在建	42.72	0.58	0.00	0.00
合计	-	65.54	46.65	--	124.30	62.90	0.15	29.96

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**智能科技业务**，公司智能科技业务仍由子公司合盛产投控股的上市公司广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”）经营。业务类型主要包括锂电、半导体设备和 PCB 设备监测服务业务，生产产品主要为锂电智能检测设备、芯片缺陷检查机、PCB 智能检测设备等，生产模式和销售方式未发生改变。

2024 年，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、毛利总额仍未达预期，并且计提信用减值损失和资产减值损失、减记部分递延所得税资产，利润维持亏损状态。公司亦持续对正业科技及其下属子公司计提商誉减值准备，侵蚀公司利润，未来存在

进一步减值的可能性。中诚信国际将持续关注正业科技后续的经营情况及其对公司未来经营及信用状况的影响。

此外，正业科技通过成立合资公司景德镇正业新能源科技有限公司（以下简称“正业新能源”），在景德镇高新区投资建设年产 5GW 光伏组件及 8GW 异质结光伏电池片生产基地投资项目，项目投资总额 50 亿元，分三期投资建设。根据正业科技《关于对深圳证券交易所关注函的回复公告》，正业新能源项目第一期拟投资 10 亿元，第二期拟投资 28 亿元，第三期拟投资 12 亿元。每一期投资资金根据项目实施进度逐步落实到位。项目第一期股东投入 1 亿元，其他资金来源于融资租赁、发行债券、银行贷款和政府补助等。2023 年 7 月项目第一期 1GW 的光伏组件生产设备已完成安装调试并正式投产，2023 年度正业科技合并口径实现光伏组件销售收入约为 1,299.09 万元。因拟租赁厂房工程进展不及预期，项目第一期剩余部分进展情况与公司前期披露的相关项目建设进展公告中列示的建设计划存在延后情形，项目第一期剩余 1GW 光伏组件及 1GW 异质结电池片的厂房屋原计划 2023 年 9 月份交付，其中光伏组件的厂房已于 2024 年 9 月份交付，1GW 光伏组件产线已于 2024 年 12 月投产，异质结电池片厂房主体建设已完成，1GW 异质结电池片产线尚未投产，预计于 2025 年开工，2026 年投产；截至 2025 年 3 月末，第一期项目已投资规模为 2.31 亿元，截至 2024 年末该项目累计确认收入 1.34 亿元。根据正业科技 2024 年 11 月 5 日发布的《广东正业科技股份有限公司关于终止投资年产 5GW 光伏组件及 8GW 异质结光伏电池片生产基地项目的公告》，鉴于该项目推进过程中，光伏行业市场环境变化、融资环境变化等多因素影响，正业科技结合自身实际经营管理及综合考虑资金使用效率情况，综合评估认为目前该项目的实施条件已发生了变化，其投资效益预测不及预期，正业科技决定终止该项目投资，并且于 2024 年 12 月，将持有正业新能源 40% 转让至合盛产投，后续项目投资运营交由公司直接负责，需持续关注已投资项目后续运营情况。

表 10：近年来正业科技主要业务收入及占比情况（亿元）

业务	2022		2023		2024	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
锂电检测自动化	4.50	45.40%	1.64	21.61%	0.95	13.38%
平板显示模组自动化	1.37	13.85%	1.47	19.45%	1.03	14.49%
高端新材料	2.35	23.77%	2.29	30.28%	2.03	28.61%
PCB 检测自动化	0.92	9.25%	0.69	9.15%	0.68	9.56%
智能制造集成	0.75	7.58%	0.79	10.45%	0.84	11.79%
光伏新能源	0.00	0.00%	0.67	8.90%	1.40	19.75%
其他	0.02	0.15%	0.01	0.16%	0.17	2.42%
<b>营业总收入</b>	<b>9.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.10</b>	<b>100.00%</b>

注：各项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

## 财务风险

中诚信国际认为，受益于股东的大力支持，2024 年以来公司所有者权益持续增长，资本实力进一步夯实；但同时，公司债务规模增长较快，目前财务杠杆水平高，资本结构有待优化，同时经营获现能力一般；2024 年公司资产减值损失增加，对公司利润形成侵蚀，公司盈利能力对政府补助依赖较高，EBITDA 对利息的保障能力有待提升，且货币资金无法有效覆盖短期债务，存在较大的短期偿债压力。

### 资本实力与结构

作为景德镇市最重要的国有资本投资运营主体及重要的基础设施建设主体，公司地位重要，2024 年以来随着公司持续推进项目投资加之政府支持，总资产规模保持增长态势，较上年末增长 9.51%。公司业务涵盖基础设施建设运营、煤化工、房地产开发等主要板块，资产主要由上述业务形成的应收类款项及存货、投资性房地产、无形资产、固定资产投入等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构。2024 年，公司存货主要由以基建、房地产等项目投资成本和土地构成，其中土地账面价值为 143.69 亿元，尚未办妥权证土地占比约 22%，随着公司购买项目储备用地以及持续投资基建、房地产项目等，公司存货规模保持增长趋势。同期末随着存货、在建工程和固定资产中项目和土地转入投资性房地产，投资性房地产规模较上年度有所增长，其中未办妥产权证书资产占比约 37%，未办妥权证及抵质押资产占比较大。2024 年末固定资产较上年末小幅下降，主要系部分转入投资性房地产所致。2024 年末公司无形资产大幅增长主要系购置土地使用权所致。公司应收类账款主要系应收政府单位的项目回款以及往来款，应收类账款规模较大且回收周期长，对公司资金形成一定占用。公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，随着业务及债务规模的扩张保持增长趋势，因公司煤化工业务周转需要，保证金存款规模较大，截至 2025 年 3 月末，受限货币资金规模为 68.22 亿元，占比 43.62%，货币资金受限比例较高。整体来看，公司资产流动性一般，收益性较弱。

跟踪期内，公司债务规模保持增长趋势，短期债务占比有所下降但仍处于较高水平，债务期限结构有待持续优化。跟踪期内受益于政府的资金、股权及资产等持续支持，公司资本公积保持增长，带动经调整的所有者权益<sup>2</sup>增长，具体来看，主要系 2024 年公司获得景德镇市财政局拨付的上缴收益返还款 0.61 亿元、景德镇市绿达林场的林地资源 6.27 亿元以及安泰小区资产 5.04 亿元；但公司财务杠杆仍处于较高水平，资本结构有待优化。

表 11：截至 2025 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	融资余额	1 年以内	1~2 年	2 年及以上
银行借款	348.82	164.47	9.51	174.84
债券融资	227.85	47.16	72.34	108.35
非标融资	30.10	8.68	7.34	14.08
应付票据	140.57	140.57	0.00	0.00
其他	77.49	6.47	5.1	65.92
<b>合计</b>	<b>824.83</b>	<b>367.35</b>	<b>94.29</b>	<b>363.19</b>

注：此表债务不包括利息和租赁负债。“其他”债务主要是产业基金投资回购款和政府专项债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 现金流及偿债能力

跟踪期内，公司经营活动净现金流有所改善，由净流出转为小幅净流入，主要由于当年政府补助和往来款增加所致，但整体经营活动获现能力仍较为一般，对利息的保障能力总体较弱。2024 年由于公司股权基金等投资规模较小，当期投资活动现金流缺口较上年度大幅减少；公司项目投资资金需求及债务规模仍较大，还本付息以及项目投资依赖外部融资，2024 年公司外部融资规模大幅增长，使得其筹资活动净现金流增加。2024 年，公司计提存货跌价准备及合同履

<sup>2</sup>经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

约成本减值准备增加，同时因正业科技经营情况不佳，公司持续计提商誉减值损失，当期资产减值损失大幅提升，对公司利润形成侵蚀。然而公司 2024 年收到政府补助增加，对利润总额形成有效补充。2024 年以来，利润总额及费用化利息支出仍为 EBITDA 主要构成部分，当期 EBITDA 变动较小，能覆盖公司利息支出，但覆盖情况一般。公司经营活动净现金流较小，无法覆盖债务本息。公司货币资金虽较为充裕，但考虑到子公司黑猫集团的债务以短期债务为主，公司各期货币资金均不能覆盖短期债务，此外，考虑到受限货币资金规模占比高，公司面临较大的短期偿债压力。

截至 2025 年 3 月末，公司银行授信总额为 716.46 亿元，尚未使用授信额度为 193.95 亿元，备用流动性较为充足；此外，得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，同期末在手可用债券批文有 57.26 亿元，包括公司债、中期票据、短期融资券等。

表 12：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元）

项目	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
非受限货币资金	43.86	46.11	46.15	88.19
应收账款	63.27	68.14	63.37	62.00
其他应收款	28.99	30.71	41.52	43.69
存货	292.66	303.45	317.65	323.62
长期投资	54.95	88.55	88.57	88.41
投资性房地产	219.43	267.76	313.45	313.43
在建工程	60.81	57.55	59.57	61.11
无形资产	96.70	107.64	124.21	123.92
固定资产	84.49	112.80	105.45	107.34
资产总计	1,106.48	1,259.74	1,379.56	1,400.88
总债务	599.39	700.79	798.08	827.82
短期债务占比	45.43	52.10	45.93	44.54
实收资本或股本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	159.46	193.49	205.04	207.11
经调整的所有者权益合计	388.42	427.08	438.28	436.81
营业收入	228.98	218.28	201.26	46.00
其他收益	13.33	31.29	35.43	3.77
利润总额	4.74	4.94	5.19	-3.33
经营活动产生的现金流量净额	-25.28	-0.23	7.89	25.11
投资活动产生的现金流量净额	-62.64	-89.26	-45.77	-6.00
筹资活动产生的现金流量净额	62.35	91.64	37.74	22.93
资产负债率（%）	64.90	66.10	68.23	68.82
总资本化比率（%）	60.68	62.13	64.55	65.46
非受限货币资金/短期债务	0.16	0.13	0.13	0.24
经营活动产生的现金流量净额 利息保障倍数（X）	-1.12	-0.01	0.35	4.30
EBITDA	29.68	32.91	31.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.32	1.36	1.36	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 其他事项

受限情况方面，截至 2025 年 3 月末，公司受限资产账面价值 263.28 亿元，占同期末资产总额的比例为 18.79%，主要为货币资金、土地使用权和投资性房地产，存在一定的抵质押融资空间。

或有负债方面，公司对外担保金额为 9.49 亿元，占净资产比例为 2.17%<sup>3</sup>，均为对景德镇市国企

<sup>3</sup> 公司对外担保具体情况见附三。

担保；此外，截至 2025 年 3 月末，公司有 4 起诉讼，均为原告：（1）公司（原告）与恒大地产（被告）有关于景兴公司的股权转让纠纷，公司诉讼请求恒大地产支付股权转让款 27,160 万元，支付股权转让款延期付款利息及违约金，经江西省景德镇市中级人民法院、江西省景德镇市中级人民法院审理，公司已胜诉。（2）公司诉恒大地产 20,370 万元股权转让款纠纷案，经广东省广州市中级人民法院依法审理，于 2022 年 9 月 27 日判决恒大地产向公司支付股权转让款 20,370 万元。（3）公司（原告）和景兴公司（被告）有借款合同纠纷，公司诉讼请求景兴公司归还借款及利息 50,852,122.7 元，公司已胜诉且景兴公司未上诉。截至报告出具日，恒大地产将景兴公司股权划入公司子公司国信置业名下，景兴公司的资产纳入公司合并范围。（4）公司与景德镇华声物业有限公司（以下简称“华声物业”）等与破产有关的纠纷案于 2022 年 9 月由江西省高级人民法院判决驳回上诉，但华声物业已申请破产，破产管理人正在制作分配方案，已拍卖成功部分可以分配拍卖款，未拍出的可以以资抵债，分配方案由法院裁定后方可实施。中诚信国际将对上述案件后续进展保持关注。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2025 年 5 月，公司及重要子公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 外部支持

跟踪期内，景德镇市经济财政实力保持增长趋势。公司维持区域重要性，实际控制人为景德镇市国资委，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性，在获得资金注入、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2024 年公司获得景德镇市财政局拨付的上缴收益返还款 0.61 亿元、景德镇市绿达林场的林地资源 6.27 亿元以及安泰小区资产 5.04 亿元，增加其他资本公积；此外公司 2024 年获得政府补助 35.43 亿元。综上，跟踪期内景德镇市政府具备强的支持能力，同时保持对公司强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

## 跟踪债券信用分析

根据企业提供资料以及债券年度报告，截至 2025 年 3 月末，“23 景国资 MTN001”、“23 景控 02”、“23 景控 04”募集资金均已全部用于偿还公司到期债务，“20 景国资 MTN003”募集资金均已全部用于偿还到期债务及补充营运资金，符合募集说明书的募集资金用途。

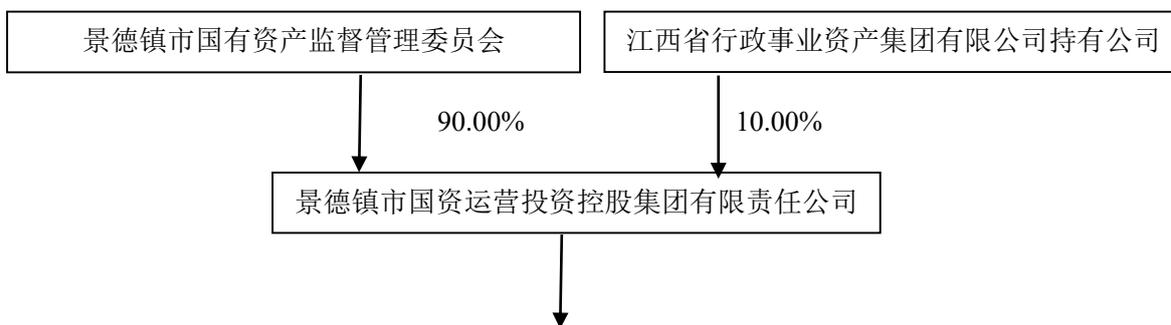
“20 景国资 MTN003”、“23 景国资 MTN001”、“23 景控 02”、“23 景控 04”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位重要，经营层面仍保持区域竞争力，业务板块多元化，虽然债务规模不断扩大，且未来一年公司到期债券规模较大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用风险很低。

## 评级结论

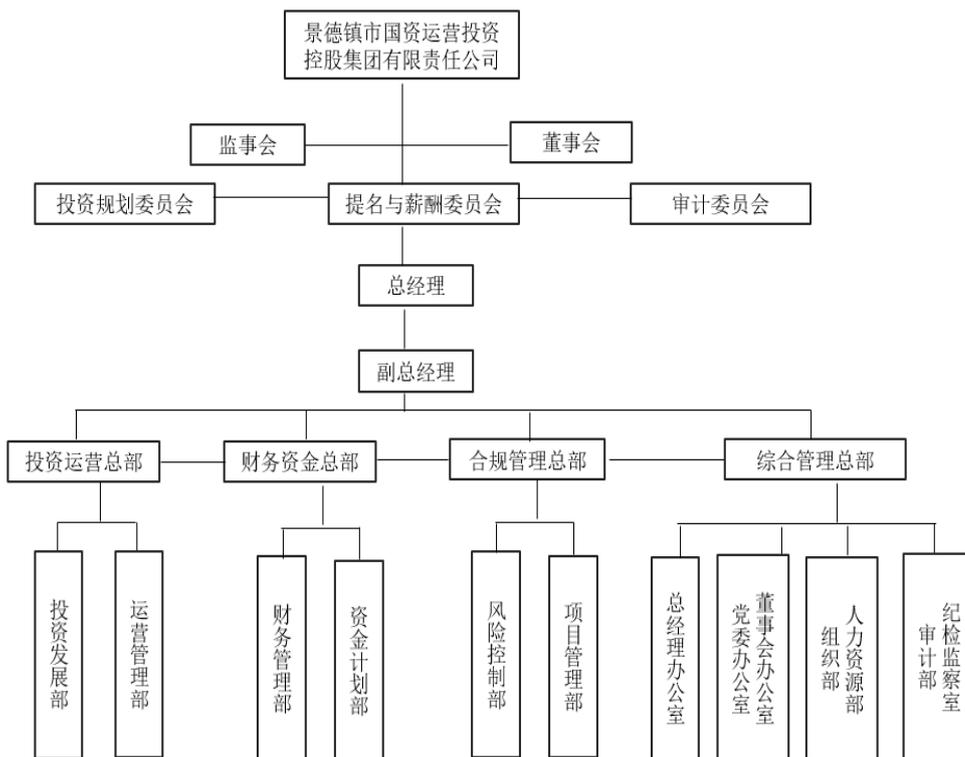
综上所述，中诚信国际维持景德镇市国资运营投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“20 景国资 MTN003”、“23 景国资 MTN001”、“23 景控 02”、“23 景控

04”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

### 附一：景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



主要一级子公司	股权占比 (%)
景德镇市投资有限责任公司	100.00
景德镇市古镇投资管理有限公司	67.14
景德镇市城市建设投资开发公司	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：景德镇市国资运营投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	1,003,792.78	1,151,769.27	1,371,705.61	1,564,058.96
非受限货币资金	438,590.35	461,067.12	461,543.05	881,869.38
应收账款	632,686.99	681,439.72	633,740.34	620,042.74
其他应收款	289,899.13	307,069.17	415,208.27	436,930.55
存货	2,926,648.10	3,034,526.30	3,176,470.55	3,236,163.20
长期投资	549,478.07	885,493.38	885,665.80	884,076.91
在建工程	608,073.22	575,460.31	595,749.61	611,090.00
无形资产	967,023.27	1,076,366.71	1,242,063.57	1,239,162.88
资产总计	11,064,788.00	12,597,367.96	13,795,642.38	14,008,769.51
其他应付款	200,035.56	285,884.10	255,084.31	134,995.84
短期债务	2,723,228.86	3,651,289.42	3,665,856.39	3,687,309.26
长期债务	3,270,645.40	3,356,561.93	4,314,989.64	4,590,914.38
总债务	5,993,874.26	7,007,851.34	7,980,846.03	8,278,223.65
负债合计	7,180,551.67	8,326,527.82	9,412,795.30	9,640,665.54
利息支出	224,945.18	241,257.30	227,605.83	58,334.43
经调整的所有者权益合计	3,884,236.32	4,270,840.14	4,382,847.08	4,368,103.96
营业总收入	2,289,834.63	2,182,789.73	2,012,554.38	459,975.84
经营性业务利润	64,428.92	65,368.43	117,015.95	-34,786.14
其他收益	133,323.81	312,929.80	354,347.66	37,693.00
投资收益	1,017.26	14,628.00	-10,719.45	431.69
营业外收入	6,824.39	5,673.07	1,705.16	902.86
净利润	21,649.26	15,740.42	11,891.95	-35,294.26
EBIT	214,521.85	239,671.98	217,649.02	--
EBITDA	296,797.96	329,147.56	310,565.65	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,363,525.66	2,245,615.83	2,082,918.37	600,837.91
收到其他与经营活动有关的现金	438,079.42	644,388.68	852,651.57	154,226.20
购买商品、接受劳务支付的现金	2,347,556.66	1,829,718.32	1,705,302.11	331,174.52
支付其他与经营活动有关的现金	533,472.78	849,553.40	935,006.24	95,527.79
吸收投资收到的现金	231,381.32	322,312.49	7,522.11	25.00
资本支出	603,074.14	421,131.88	458,846.36	57,363.50
经营活动产生的现金流量净额	-252,761.44	-2,329.24	78,915.80	251,056.82
投资活动产生的现金流量净额	-626,366.40	-892,579.05	-457,700.54	-59,969.52
筹资活动产生的现金流量净额	623,522.71	916,383.96	377,448.11	229,327.84
现金及现金等价物净增加额	-250,429.47	22,476.78	475.93	420,802.26
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	12.37	6.83	5.31	5.45
期间费用率（%）	14.53	17.14	15.80	20.24
应收类款项占比（%）	10.33	9.65	9.31	9.23
收现比（X）	1.03	1.03	1.03	1.31
资产负债率（%）	64.90	66.10	68.23	68.82
总资本化比率（%）	60.68	62.13	64.55	65.46
短期债务/总债务（%）	45.43	52.10	45.93	44.54
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.12	-0.01	0.35	--
总债务/EBITDA（X）	20.20	21.29	25.70	--
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.09	0.08	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.32	1.36	1.36	--

注：1、中诚信国际根据景德镇国控提供的其经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数，2025 年一季度数据采用 2025 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司债务，中诚信国际将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算，将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

### 附三：景德镇市国资运营投资控股集团有限公司对外担保明细（截至 2025 年 3 月末）

序号	被担保对象	企业性质	担保借款金额（万元）	担保到期日
1	景德镇国控供应链管理有限公司	国企	3,000.00	2025/6/18
2	景德镇国控供应链管理有限公司	国企	45,000.00	2025/9/24
3	景德镇市驰城杭萧绿色建筑有限公司	国企	9,138.99	2027/9/26
4	景德镇市高新创业投资有限公司	国企	2,940.00	2026/2/28
5	景德镇市高新创业投资有限公司	国企	9,000.00	2026/12/13
6	景德镇航投实业有限公司	国企	8,000.00	2025/10/9
7	景德镇国控供应链管理有限公司	国企	1,000.00	2025/7/11
8	景德镇国控供应链管理有限公司	国企	1,000.00	2025/12/9
9	景德镇市高新创业投资有限公司	国企	8,000.00	2025/8/27
10	景德镇航投实业有限公司	国企	3,000.00	2026/3/14
11	景德镇国控供应链管理有限公司	国企	4,850.00	2026/6/20
合计			<b>94,928.99</b>	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附四：基本财务指标的计算公式

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

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

## 附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。



**独立·客观·专业**

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn