

# 信用评级公告

联合〔2022〕5402号

联合资信评估股份有限公司通过对景德镇陶文旅控股集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持景德镇陶文旅控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，“15赣陶瓷债/PR赣陶债”和“18景德镇专债01/18景陶01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十五日

# 景德镇陶文旅控股集团有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
景德镇陶文旅控股集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
15 赣陶瓷债/PR 赣陶债	AA	稳定	AA	稳定
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	AA	稳定	AA	稳定

### 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 赣陶瓷债/PR 赣陶债	10.00 亿元	2.00 亿元	2022/11/27
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	4.00 亿元	3.20 亿元	2025/08/27

评级时间：2022 年 6 月 25 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法</a>	V3.0.201907
<a href="#">城市基础设施投资企业评级模型</a>	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

景德镇陶文旅控股集团有限公司（以下简称“公司”）是景德镇市重要的基础设施、棚改项目建设主体及国有资产运营管理主体。跟踪期内，公司经营环境良好，并持续获得有力的外部支持，营业总收入和利润总额快速增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司城市基础设施建设项目垫资压力大且部分项目资金平衡方式尚未确定；自营项目投资规模大，后续资金支出压力大；资产流动性弱及债务规模快速增长等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司承建的城市基础设施建设项目逐步推进和安置房的交付结转，公司经营状况有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“15 赣陶瓷债/PR 赣陶债”和“18 景德镇专债 01/18 景陶 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

### 优势

- 经营环境良好。**2021 年，景德镇市实现地区生产总值 1102.31 亿元，较 2020 年增长 8.7%；实现一般公共预算收入 101.49 亿元，较上年增长 1.40%。
- 政府支持力度大。**2021 年，公司收到景德镇市政府资金及资产注入，分别增加公司资本公积 21.24 亿元和 26.84 亿元；公司获得财政专项补贴收入合计 6.98 亿元。

### 关注

- 城市基础设施建设项目垫资压力大，部分项目资金平衡方式尚未确定。**公司城市基础设施建设项目款项返还周期较长，垫资压力大，部分项目仍未签订协议，资金平衡方式尚未确定。
- 公司后续资金支出压力大。**公司投资活动现金流仍呈净流出状态，且在建及拟建项目未来投资金额大（其中保障房项目尚需投资 48.57 亿元，自建自营项目尚需投资 142.09 亿元），后续资金支出压力大。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
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	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

迟腾飞 登记编号 (R0150220120003)

车兆麒 登记编号 (R0150221020003)

邮箱：lianhe@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)

网址：www.lhratings.com

3. 公司资产流动性弱。公司资产中存货占比很高，资产受限规模较大，公司整体资产流动性弱。

4. 公司债务规模快速增长，存在较大短期偿债压力。截至 2021 年底，公司全部债务 392.60 亿元，较 2020 年底增长 29.23%；公司短期债务 113.63 亿元，现金短期债务比 0.54 倍。

5. 公司自营项目投资规模大，未来主要依靠出租、出售、项目运营等实现资金平衡，投资回收周期较长，且项目收益实现具有一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	35.40	44.70	61.36
资产总额(亿元)	512.46	718.42	876.55
所有者权益(亿元)	250.52	333.19	387.15
短期债务(亿元)	29.75	81.17	113.63
长期债务(亿元)	171.55	222.62	278.97
全部债务(亿元)	201.30	303.79	392.60
营业总收入(亿元)	27.33	38.90	55.34
利润总额(亿元)	2.68	3.32	5.25
EBITDA(亿元)	3.43	5.97	7.28
经营性净现金流(亿元)	0.22	0.27	0.23
营业利润率(%)	13.22	9.17	7.18
净资产收益率(%)	0.96	0.93	1.04
资产负债率(%)	51.11	53.62	55.83
全部债务资本化比率(%)	44.55	47.69	50.35
流动比率(%)	651.27	433.07	372.67
经营现金流动负债比(%)	0.34	0.21	0.13
现金短期债务比(倍)	1.19	0.55	0.54
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	1.22	1.07
全部债务/EBITDA(倍)	58.67	50.92	53.92
公司本部(母公司)			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	495.61	610.09	692.71
所有者权益(亿元)	248.25	278.55	323.25
全部债务(亿元)	171.99	240.25	259.10
营业总收入(亿元)	14.08	11.10	8.10
利润总额(亿元)	2.14	2.19	2.69
资产负债率(%)	49.91	54.34	53.34
全部债务资本化比率(%)	40.93	46.31	44.49
流动比率(%)	434.92	358.46	227.15
经营现金流动负债比(%)	-5.32	0.18	-4.27

注：合并口径长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算  
资料来源：公司审计报告及公司提供

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 赣陶瓷债 /PR 赣陶债、18 景德镇专债 01/18 景陶 01	AA	AA	稳定	2021/6/29	迟腾飞、车兆麒	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	AA	AA	稳定	2018/5/30	喻宙宏、申晓波	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	<a href="#">阅读全文</a>
15 赣陶瓷债 /PR 赣陶债	AA	AA	稳定	2015/7/23	过国艳、张依	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号

## 声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受景德镇陶文旅控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、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。

七、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。

八、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。

# 景德镇陶文旅控股集团有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 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”）关于景德镇陶文旅控股集团有限公司（以下简称“公司”）及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

2022 年 5 月，公司控股股东景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇国资委”）将其持有的公司 8.70% 股权划转至江西省行政事业资产集团有限公司（实际控制人为江西省财政厅）。截至 2022 年 5 月底，上述股权划转事项已完成工商变更登记，公司注册资本及实收资本仍均为 22.99 亿元，景德镇国资委、国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）、景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）（以下简称“景德镇棚改投资中心”）和江西省行政事业资产集团有限公司分别持股 78.29%、4.31%、8.70% 和 8.70%，公司控股股东及实际控制人仍为景德镇国资委。

跟踪期内，公司经营范围变更为：陶瓷制造、销售；文化项目、旅游项目的策划、投资、建设、运营；文物及非物质文化遗产保护；市政基础设施工程；公园、游览景区管理；企业管理；产教融合实训。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2021 年底，公司合并范围拥有二级子公司 19 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 876.55 亿元，所有者权益 387.15 亿元（其中少数股东权益 13.12 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 55.34 亿元，利润总额 5.25 亿元。

公司注册地址：江西省景德镇市珠山区珠

山大道 720 号；法定代表人：刘子力。

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的公开发行的存续债券见下表，跟踪期内，公司已按期支付下表存续债券需偿付的本金和利息。

截至本报告出具日，“15 赣陶瓷债/PR 赣陶瓷”募集资金全部用于景德镇市东城老工厂棚户区改造项目；“18 景德镇专债 01/18 景陶 01”募集资金全部用于景德镇市城市停车场建设项目；上述债券募投项目均已完工。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 赣陶瓷债/PR 赣陶瓷	10.00	2.00	2015/11/27	7 年
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	4.00	3.20	2018/08/27	7 年

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济与政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，

但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造

业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与



协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

## (2) 行业监管与政策

**2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。**

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一

系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化

解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

### (3) 行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

## 2. 区域经济

**跟踪期内，景德镇市经济实力有所增强，公司经营环境良好。**

根据《景德镇市 2021 年国民经济和社会发展统计公报》，2021 年，景德镇市实现地区生产总值 1102.31 亿元，较上年增长 8.7%。分产业看，第一产业增加值 70.97 亿元，增长 6.5%；

第二产业增加值 487.45 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 543.89 亿元，增长 9.6%。2021 年，景德镇市规模以上工业增加值较上年增长 10.9%；固定资产投资较上年增长 9.4%；城镇居民人均可支配收入 4.56 万元，较上年增长 8.0%。

根据《景德镇市 2022 年总预算公开》，2021 年，景德镇市实现一般公共预算收入 101.49 亿元，同比增长 1.4%；其中税收收入 63.09 亿元，同比增长 2.0%。一般公共预算支出为 226.52 亿元，同比下降 4.0%，财政自给率为 44.80%，财政自给能力较弱。2021 年，景德镇全市政府性基金收入 221.27 亿元，同比下降 15.3%；政府性基金支出 229.82 亿元，同比下降 28.3%。2021 年底，景德镇市地方政府债务余额 400.86 亿元，其中一般债务 150.65 亿元，专项债务 250.21 亿元。

根据《2022 年 1—4 月景德镇市主要经济指标完成情况说明》，2022 年 1—4 月，景德镇规模以上工业增加值同比增长 8.3%，固定资产投资额同比增长 12%；一般公共预算收入 31.6 亿元，下降 16.4%，其中税收收入 16.42 亿元，下降 30.3%，一般公共预算支出 75.18 亿元，下降 1.7%。

## 六、基础素质分析

**跟踪期内，公司定位未发生变化，仍为景德镇市重要的基础设施和棚改项目建设主体以及国有资产运营管理主体，区域竞争力很强。**

景德镇市市级城市基础设施建设主体主要为公司、景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“景德镇国资”）、景德镇市城市建设投资集团有限责任公司（以下简称“景德镇市城投”）、景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛产业”）和景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“古镇投资”）。

其中，公司是景德镇市重要的基础设施和棚改项目建设主体以及国有资产运营管理主体；景德镇国资是景德镇市唯一一家国有资本

投资运营平台，同时也负责景德镇市范围内的一部分基础设施代建业务；景德镇市城投是景德镇市重要的基础设施建设主体，主要涉及棚户区改造、基础设施建设等板块；合盛产业为景德镇高新技术产业开发区及昌江区主要的基础设施建设平台；古镇投资是景德镇市重要

的安置房项目建设主体和重要的老城保护及改造实施主体。总的来看，景德镇市平台企业较多，业务划分上有所重合，公司在资产、收入和利润规模上处于中上游水平，资产负债率处于中游水平。

表 3 景德镇市主要基础设施建设主体 2021 年概况（单位：亿元）

项目名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率
公司	景德镇国资委	876.55	387.15	55.34	5.25	55.83%
景德镇国资	景德镇国资委	954.22	345.49	188.90	5.40	63.79%
景德镇市城投	景德镇国资委	621.56	252.17	30.32	2.47	59.43%
古镇投资	景德镇国资	105.04	66.64	4.41	1.29	36.56%
合盛产业	景德镇国资	273.24	156.38	11.20	1.60	42.77%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

**跟踪期内，公司无已结清和未结清不良信贷记录，信贷履约情况良好。**

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码为：91360200158792896H），截至 2022 年 5 月 26 日，公司无已结清及未结清的不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至本报告出具日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，经景德镇国资委批准，公司免去余笑兵公司董事、总经理职务，免去洪玲、刚好董事职务，任命熊洪华为公司总经理，冯小苏为公司副董事长，焦猛恬、吴淑萍、黄弘和黄烜林为公司董事，汪笑及涂春珍为公司监事，胡文祥为公司副总经理。

总经理熊洪华先生，1968 年出生，本科学历。1987 年参加工作并进入江西省陶瓷工业公司，曾任江西省陶瓷工业公司劳服司副经理、经理；景德镇陶邑文化发展有限公司营销策划部部长、总经理助理、副总经理；2016 年 5 月任公司董事、副总经理，2021 年 12 月起任公司总经理。

除上述事项外，跟踪期内，公司在治理结

构、管理制度等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**跟踪期内，公司主营业务收入大幅增长，主要系城市基础设施建设业务、自动化系统集成业务和货架销售业务收入大幅增长所致，受基础设施建设业务和保障房销售业务毛利率下降影响，公司综合毛利率有所下降。**

2021 年，公司主营业务收入同比大幅增长 41.03%，主要系城市基础设施建设业务和自动化系统集成收入大幅增长所致；公司城市基础设施建设收入同比大幅增长 43.71%，主要系当年项目结算规模大幅上升所致；公司自动化系统集成业务收入和货架销售业务收入分别同比大幅增长 236.37%和 109.56%，主要系公司 2020 年收购的南京音飞储存设备（集团）股份有限公司（以下简称“音飞储存”，股票代码 603066.SH）2021 年全年收入并表及音飞储存业务的持续拓展所致；公司其他主营业务收入主要来自酒店管理、资产管理、建筑设计监理和服务收入等业务，2021 年其他业务收入大幅度增长，主要系酒店服务等业务收入大幅增长所致，公司其他业务对公司收入形成良好补充。

毛利率方面，2021年，受不同项目利润加成比例差异影响，公司城市基础设施建设业务毛利率有所下降；受溶洞地质情形影响，公司保障房建设成本增加，导致公司保障房销售业

务毛利率降为负值；受毛利低的建材类商品占比上升影响，公司商品销售业务毛利率有所下滑；在上述主要因素的综合影响下，公司主营业务综合毛利率同比下降1.64个百分点。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率

项目	2020年			2021年		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
城市基础设施建设	12.99	33.63	14.40	18.67	34.27	10.14
销售商品	10.09	26.12	5.69	10.35	18.99	0.57
保障房销售	10.60	27.44	3.74	11.37	20.88	-3.28
货架销售	1.02	2.64	9.65	2.14	3.93	17.71
自动化系统集成	2.01	5.19	17.99	6.75	12.38	21.25
其他	1.92	4.97	26.65	5.20	9.55	21.04
合计	38.63	100.00	9.87	54.48	100.00	8.23

注：尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 城市基础设施建设

跟踪期内，公司城市基础设施建设项目未来投资规模不大，但仍有部分项目未签订协议，后续资金平衡方式尚未确定。

公司城市基础设施建设仍主要为棚户区改造项目及基础设施建设。

跟踪期内，公司城市基础设施建设项目两种建设模式未发生变化。一种是公司与景德镇市人民政府签订工程建设协议，根据景德镇市人民政府项目投资计划，公司通过自有资金和项目贷款进行项目前期投资建设，景德镇市政府自项目竣工验收后分期支付公司项目代建管理费和项目投入成本。另一种建设模式为公司与政府签订购买服务协议，由政府对公司提供的城市基础设施建设服务进行购买，建设期

满前政府支付的服务费用根据公司服务完成进度进行核定，建设期开始或公司完成项目建设后，经政府验收合格后，政府按照购买服务协议附件《购买服务费用年度支付计划》表中的支付计划逐年向公司支付服务费用，但实际可能提前支付。账务处理方面，签订代建协议的项目结算款将在竣工结算后支付，在项目未满足协议条款约定的结算条件前，不确认应收款项。对于尚未签订协议的基础设施建设项目目前不确认营业总收入，项目支出在“存货”和“其他非流动资产”中反映。

截至2021年底，公司主要城市基础设施建设项目未来尚需投资不大，但公司尚有部分基础设施建设项目未签订协议，后续资金平衡方式尚未确定。

表5 截至2021年底公司主要城市基础设施建设项目情况(单位:亿元)

项目名称	业务模式/签订协议情况	总投资	已投资	未来尚需投资
景德镇市东城老工厂棚户区改造项目	委托代建	25.46	26.09	--
景德镇市老城棚户区改造项目	未签订协议	10.22	9.51	0.70
景德镇市御窑厂地带棚户区改造项目	未签订协议	12.75	12.69	0.06
景德镇市中华北路棚户区改造项目	政府购买	19.97	30.61	--
景德镇市珠山东区棚户区改造项目	政府购买	19.93	32.00	--
景德镇市珠山环境治理棚户区改造项目	政府购买	20.54	31.32	--
景德镇市凤凰山片区棚户区改造项目	政府购买	17.97	19.76	--

景德镇市马鞍山片区城中村棚户区改造项目	未签订协议	28.78	37.08	--
江西景德镇国家粮食储备库搬迁还建项目	委托代建	3.73	3.24	0.49
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>159.35</b>	<b>202.30</b>	<b>1.25</b>

注：项目总投资额与已投资额存在差异，主要系公司根据项目实际建设情况动态调整投入资金；景德镇市中华北路棚户区改造项目和景德镇市珠山东区棚户区改造等项目建设过程中超预算  
资料来源：公司提供

### (2) 保障房业务

跟踪期内，公司保障房销售收入有所增长，受建设成本增加影响，保障房业务出现小幅亏损；公司保障房项目尚需投资金额仍大，未来面临资金支出压力大。

公司的保障房项目主要通过面向拆迁户定向销售安置房实现回款，销售价格由政府统

一定价。

截至 2021 年底，公司主要在建安置房项目 6 个，未来尚需投资金额大。2021 年，公司保障房销售收入同比增长 7.26%，毛利率出现亏损，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。

表 6 截至 2021 年底公司保障房项目情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	可安置面积	已安置面积
景德镇观溪郡小区（一期）城市棚户区改造安置房建设项目	20.20	15.19	5.01	28.40	26.64
景德镇观溪郡小区（二期）城市棚户区改造安置房建设项目	21.70	15.47	6.23	26.18	23.02
景德镇昌飞嘉园（一期）安置房建设项目	15.89	7.30	8.59	18.19	17.72
景德镇观英小区安置房建设项目	13.14	12.21	0.93	13.36	13.36
景德镇景瑶小区城市棚户区改造安置房建设项目	23.60	13.32	10.28	41.63	25.65
景德镇凰鸣小区城市棚户区改造安置房建设项目	25.00	7.47	17.53	32.41	0.00
<b>合计</b>	<b>119.53</b>	<b>70.96</b>	<b>48.57</b>	<b>160.17</b>	<b>106.39</b>

资料来源：公司提供

### (3) 商品销售业务

公司商品销售业务主要由建材类商品销售业务和陶瓷制品销售业务构成。

公司陶瓷制品销售业务主要通过位于陶溪川文创街区内的陶溪川邑空间开展。邑空间自 2015 年开始策划，到 2016 年落地实施发展至今，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。公司聘请各类陶瓷产品制作者在此创新、创业，并将其研发生产的文创产品通过邑空间的销售平台直接出售给消费者。2021 年，公司实现陶瓷制品类商品销售收入 2.77 亿元，同比下降 21.08%。公司建材销售业务主要由公司子公司景德镇厚陶供应链管理有限公司负责运营，主要通过委托采购的方式开展业务，上游供应商主要为建材生产商，下游客户主要为建筑公司，上下游集中度一般。2021 年，公司实现建材类销售收入 7.35 亿元，同比增长 31.02%。

表 7 2021 年公司建材业务前五大供应商情况

名称	金额（亿元）
新余钢铁（南昌）贸易有限公司	3.94
上海长柳实业有限公司	0.46
上海好冶供应链管理有限公司	0.27
上海勤振贸易有限公司	0.25
江西省伟梦钢铁贸易有限公司	0.22
<b>合计</b>	<b>5.14</b>

资料来源：公司提供

表 8 2021 年公司建材业务前五大客户情况

名称	金额（亿元）
新余市和宏贸易有限公司	1.71
中铁四局集团有限公司市政工程分公司	0.92
江西明道供应链管理有限公司	0.56
中国建筑第二工程局有限公司	0.50
上海好冶供应链管理有限公司	0.47
<b>合计</b>	<b>4.16</b>

资料来源：公司提供

(4) 货架销售及自动化系统集成业务  
公司货架销售及自动化系统集成业务来源于公司 2020 年收购的音飞储存, 跟踪期内, 音飞储存实现收入大幅增长。

音飞储存主营业务是物流装备制造和系统集成业务, 公司收购音飞储存旨在其提供陶瓷产业智能化物流、信息流支持和仓储设备、仓储物流运营服务。截至 2021 年底, 音飞储存资产总额 27.08 亿元, 净资产 11.53 亿元。2021 年, 音飞储存实现营业总收入 10.09 亿元, 同比增长 51.81%; 利润总额 1.38 亿元, 同比增长 35.96%。

音飞储存货架板块业务主要是销售物流仓储货架, 2021 年, 音飞储存实现货架销售业务收入 2.14 亿元。

音飞储存自动化系统集成板块主要是提

供智能仓储系统服务, 为客户提供从库房到仓储拣选设备, 输送分拣设备, 仓储管理软件和运营管理服务等一整套服务方案, 从提高设备系统的性能和优化客户流动资金的角度为客户提供附加价值。2021 年, 音飞储存实现自动化系统集成业务收入 6.75 亿元。

(5) 自建自营项目

公司自建项目主要围绕陶瓷文化、陶瓷产业及旅游产业展开, 后续资金支出压力大, 且项目收益主要依赖于物业销售及出租等收入, 存在较大不确定性。

公司自建项目主要围绕陶瓷文化、陶瓷产业及旅游产业展开, 截至 2021 年底, 公司主要自建自营项目尚需投资规模大, 后续资金支出压力大。

表 9 截至 2021 年底公司主要自建项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	尚需投资 (亿元)
陶瓷原料基地项目	3.88	2.81	1.07
景德镇陶瓷智造工坊二期	15.01	6.56	8.45
景德镇现代陶瓷工业遗产综合保护开发续建项目	18.37	6.92	11.45
景德镇陶溪川旅游景区开发项目 (二期)	27.00	15.34	11.66
中德工业 4.0 智能制造职业教育实训基地项目	9.20	3.97	5.23
龙泉市城市文化客厅 (剑瓷文创基地建设项目)	21.44	10.71	10.73
景德镇艺术职业大学项目	60.00	6.24	53.76
景北大道商居开发 (望津府) 项目	15.70	9.33	6.37
景德镇陶溪川文创孵化中心建设项目	12.11	1.85	10.26
景德镇凤凰山山地运动营地项目	10.00	1.59	8.41
景德镇陶溪川旅游景区开发项目 (三期)	15.00	0.30	14.70
合计	207.71	65.62	142.09

资料来源: 公司提供

景德镇陶瓷智造工坊二期项目占地面积 453.89 亩, 总建筑面积为 553569.00 平方米, 分工业地块和商业地块。其中: 工业地块占地 413.38 亩, 总建筑面积合计 487548.00 平方米。主要建设内容包括陶瓷创新区、创业孵化楼、陶瓷综合厂房、配送中心、物流中心、成品仓库、职业培训中心及宿舍、食堂、地下室等设施。商业地块占地 40.51 亩, 总建筑面积合计 66020.00 平方米。主要建设内容为配套商业、地下室等基础设施。该项目未来主要通过陶瓷

创新园区和创业孵化楼建筑物销售; 物流中心、配送中心、成品仓库销售; 配套商业出租等进行资金平衡。

景德镇现代陶瓷工业遗产综合保护开发续建项目分为以下功能区: 博物馆、美术馆、展厅、陈列室、体育活动室、多功能厅、玻璃工作室、陶艺工作室、配套文化公寓式酒店。该项目经营收入主要来自各类工作室、展陈室、陈列室出租经营收入、自产瓷器销售收入、举办活动经营收入及配套停车场经营收入等。

景德镇陶溪川旅游景区开发项目（二期）项目总用地面积 188.5 亩，总建筑面积 30.2 万平方米，包含歌剧院、酒店、图书馆、音乐学院、学生中心、演艺厅、配套商业、万窑广场及音乐广场、能源中心等。该项目未来主要通过配套商业及相关场馆运营收入等进行资金平衡。

中德工业 4.0 智能制造职业教育实训基地项目用地面积为约 106.55 亩，总建筑面积 153600 平方米，包含教学楼、实验楼、办公楼、地下停车场及室外道路、绿化等。项目建成后，计划一次性吸引 50 家以上德国高新技术中小企业入驻（今后以每年 20-30 家速度增长），提供技术及产品展示、交流合作、集中办公、融资服务、项目孵化等一体化服务，定期举办中德制造业企业峰会。

龙泉市城市文化客厅（剑瓷文创基地建设）项目总用地面积 197.57 亩，总建筑面积 267980 平方米，主要建设内容包括多功能展示空间、时尚发布大厅、美术馆、当代艺术展示传承者实验工坊、城市记忆展馆、艺术与科技实验室、国际工作室、众创空间、SOHO 办公、青创空间、书吧、新电商平台、直播空间、研学平台、研学公寓、游客服务中心等。该项目未来主要通过租金收入进行资金平衡。

景德镇艺术职业大学项目建设地址为景德镇市珠山区昌江河畔、景德镇北站北侧。项目总用地面积约 1600 亩土地，分两期实施，一期约 1068 亩，总建筑面积 100.11 万平方米，未来将建成能容纳一万五千多名师生的国际化校园，包括：艺术中心、特色艺术图书馆、大型报告厅、标准游泳馆、足球场、艺术家工作坊、访问学者专家楼、音乐厅等。该项目未

来主要通过收取学费的方式进行资金平衡。

### 3. 未来发展

公司将在保持景德镇市基础设施项目投资建设主业基础上，谋求多元化转型，增加自营性项目投入。同时需关注自营性项目收入实现情况及投资压力。

未来，公司将继续承接棚改和保障性住房建设任务，并将坚持多元化发展道路，大力发展陶瓷制造、装备制造与系统集成、文化旅游、品质教育、乡村振兴、安置房和商业地产、医疗康养等业务。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2021 年度财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2021 年，公司合并范围新增 4 家二级子公司，新增子公司规模相对较小，整体看，公司财务数据可比性较强。

### 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构变化不大。流动资产仍主要为存货，建造合同形成的资产对资金占用明显，且土地受限的规模较大；非流动资产中采矿权受限规模较大。公司整体资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2021 年底，公司资产总额较 2020 年底增长 22.01%，主要系货币资金、存货和其他非流动资产等增长所致，公司资产结构仍以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况

项目	2020 年		2021 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	43.75	6.09	58.99	6.73
应收账款	32.39	4.51	39.46	4.50
预付款项	44.28	6.16	34.04	3.88
存货	436.70	60.79	526.66	60.08
其他流动资产	9.73	1.35	9.31	1.06
<b>流动资产</b>	<b>576.77</b>	<b>80.28</b>	<b>682.36</b>	<b>77.85</b>

投资性房地产	50.71	7.06	51.18	5.84
固定资产	2.24	0.31	29.68	3.39
在建工程	15.60	2.17	22.86	2.61
无形资产	47.97	6.68	48.74	5.56
商誉	8.96	1.25	12.75	1.45
其他非流动资产	14.41	2.01	24.34	2.78
<b>非流动资产</b>	<b>141.65</b>	<b>19.72</b>	<b>194.19</b>	<b>22.15</b>
<b>资产总额</b>	<b>718.42</b>	<b>100.00</b>	<b>876.55</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司流动资产较 2020 年底增长 18.31%，主要由存货、货币资金等构成。

截至 2021 年底，公司货币资金较 2020 年底增长 34.83%，主要系公司债务融资及收到景德镇市市财政局注资所致；货币资金主要为银行存款（54.80 亿元），其中受限资金 4.19 亿元，主要为银行汇票保证金。

截至 2021 年底，公司应收账款较 2020 年底大幅增长 21.82%，主要系应收景德镇市财政局等款项增长所致。其中应收前五大占公司应收账款总额的 71.92%，集中度有所下降，账龄以 1 年以内为主；公司应收账款计提坏账准备余额 0.90 亿元。

表 11 截至 2021 年底公司应收款前五名情况

单位名称	账款	余额（亿元）	占比
景德镇市财政局	1 年以内	27.02	66.95%
浮梁县服务获湾公司建设项目部	1 年以内	1.17	2.91%
中铁十一局集团建筑安装工程有限公司	1 年以内	0.27	0.66%
长沙长泰智能装备有限公司	4 年以内	0.29	0.71%
合肥井松智能科技股份有限公司	3 年以内	0.28	0.69%
<b>总计</b>	--	<b>29.03</b>	<b>71.92%</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司预付款项较 2020 年底下降 23.12%，主要系预付景德镇市财政局土地出让金及保证金大幅下降所致；公司对景德镇市财政局的预付款为 24.54 亿元（占 72.09%）。

截至 2021 年底，公司存货较 2020 年底增长 20.60%，主要系建造合同形成的资产及公司购买的商服、商住用土地使用权大幅增长所致，其中，建造合同形成的未结算资产为 256.06 亿元，土地使用权为 254.99 亿元；公司建造合同形成的资产主要为签订服务协议、代建协议项目及未签订相关协议的项目建设形成；土地使用权全部为出让用地，主要为商业用地、商住用地和商服用地，未来计划用于项目建设，84.47 亿元的土地使用权受限；公司存货未计提跌价准备。

截至 2021 年底，公司非流动资产较 2020 年底增长 37.09%，主要系在建工程、商誉和其

他非流动资产增长所致。

截至 2021 年底，公司投资性房地产较 2020 年底增长 0.94%，主要为房屋建筑物，采用公允价值计量。

截至 2021 年底，公司固定资产较 2020 年底大幅增加 27.44 亿元，系 2021 年注入公司的智慧管廊大厦及相关资产。

截至 2021 年底，公司在建工程较 2020 年底大幅增长 46.58%，主要系在建项目投入持续增加所致。

截至 2021 年底，公司无形资产较 2020 年底增长 1.59%；无形资产主要由土地使用权（10.27 亿元）和采矿权（36.48 亿元，为紫砂泥土矿、釉果矿和陶瓷土矿）构成。

截至 2021 年底，公司商誉较 2020 年底增长 42.26%，系音飞储存溢价收购罗伯泰克自动化科技（苏州）有限公司（以下简称“罗伯泰



克”，罗伯泰克所属自动化行业，主要向客户提供从设计到设备制造、安装调试和售后服务为一体的自动化仓储解决方案）所产生；公司商誉主要由收购音飞储存（商誉 8.96 亿元）和罗伯泰克（3.79 亿元）所产生商誉构成，未计提减值准备。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产较 2020 年底大幅增长 68.96%，主要系工程项目投入所致，其他非流动资产主要为尚未明确支出平衡方式的公益性项目。

截至 2021 年底，公司受限资产占总资产比重为 18.35%，主要用于借款抵押，受限资产规模较大。

表 12 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	4.19	0.48	保证金
土地使用权	84.47	9.64	借款抵押
投资性房地产	30.79	3.51	借款抵押
无形资产-采矿权	35.24	4.02	借款抵押
音飞储存股权	6.17	0.70	借款质押
<b>合计</b>	<b>160.86</b>	<b>18.35</b>	--

资料来源：公司审计报告

表 13 公司主要负债构成情况

科目名称	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	19.93	5.17	24.18	4.94
预收款项	36.34	9.43	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	56.57	14.68	81.37	16.63
合同负债	--	--	40.33	8.24
<b>流动负债</b>	<b>133.18</b>	<b>34.57</b>	<b>183.10</b>	<b>37.41</b>
长期借款	141.98	36.85	189.53	38.73
应付债券	74.46	19.33	77.49	15.83
长期应付款 (合计)	33.00	8.57	36.41	7.44
<b>非流动负债</b>	<b>252.05</b>	<b>65.43</b>	<b>306.31</b>	<b>62.59</b>
<b>负债总额</b>	<b>385.23</b>	<b>100.00</b>	<b>489.41</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司流动负债较 2020 年底增长 37.48%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

跟踪期内，受益于资金及资产注入，公司所有者权益大幅增长，权益稳定性尚可。

截至 2021 年底，公司所有者权益较 2020 年底增长 16.20%，主要系资本公积、未分配利润和少数股东权益增长所致；公司实收资本和资本公积分别占所有者权益的 5.94% 和 85.20%，所有者权益稳定性尚可。

截至 2021 年底，公司资本公积较 2020 年底增长 17.04%，主要系政府注入资本金（21.24 亿元）及智慧管廊大厦相关资产（26.84 亿元）所致。

#### (2) 负债

公司债务规模快速增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担有所加重。公司将于 2022 年 4-12 月到期债务 106.67 亿元，规模较大，且若进一步考虑到公司债券可能的回售情况，公司 2022 年将面临较大兑付压力。

截至 2021 年底，公司负债总额较 2020 年底增长 27.04%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款等大幅增长所致，公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2021 年底，公司短期借款较 2020 年底增长 21.35%，主要系信用借款增加所致。

截至 2021 年底，公司新增合同负债 40.33

亿元，系将原计入预收账款的销货合同相关的合同负债调整至合同负债科目核算所致。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2020 年底增长 43.83%，由一年内到期的长期借款 12.70 亿元、一年内到期的应付债券 58.40 亿元及一年内到期的长期应付款 10.22 亿元构成。

截至 2021 年底，公司非流动负债较 2020 年底增长 21.52%，主要系长期借款大幅增长所致。

截至 2021 年底，公司长期借款较 2020 年底增长 33.50%，主要由质押借款、保证借款和抵押借款构成，公司长期借款融资利率为 3.30%~5.39%。

截至 2021 年底，公司应付债券较 2020 年底增长 4.06%。截至本报告出具日，公司应付债券如下表所示。

*21 景旅 05	2022-09-15	4.00
*21 景旅 03	2023-08-23	7.00
*20 景德陶瓷 PPN001	2022-09-25	5.00
18 景德镇专债 01/18 景陶 01	2022-08-27	3.20
*20 景旅 01	2022-08-10	13.40
*22 景德镇陶 MTN001	2024-03-30	6.00
*20 景德陶瓷 MTN001	2023-03-25	10.00
*21 景德镇陶 MTN001	2023-07-27	10.00
*19 景德陶瓷 PPN001	2022-05-23	1.20
*19 景旅 01	2023-03-13	0.47
*18 景旅 01	2022-09-21	8.20
20 景德陶瓷 MTN002	2023-04-27	10.00
22 陶文旅 PPN001	2023-02-18	4.00
22 景德镇陶 SCP001	2022-12-12	5.00
15 赣陶瓷债/PR 赣陶债	2022-11-27	2.00
21 景德镇陶 SCP002	2022-07-25	5.00
19 景德陶瓷 PPN003	2022-07-03	7.00
合计	--	150.72

注：用\*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日  
资料来源：Wind

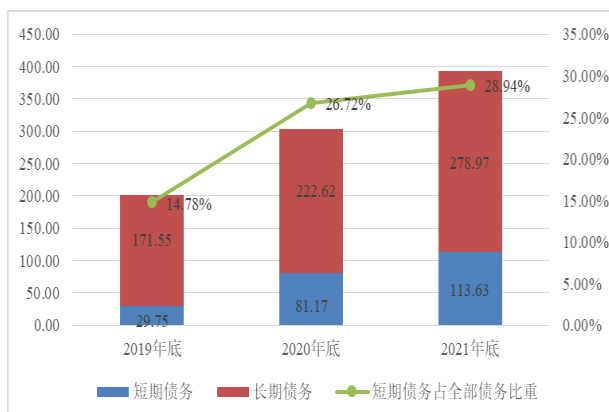
表 14 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
*22 景陶债	2025-03-18	4.00
*21 景旅 06	2023-11-08	7.00
*21 景陶债	2024-10-19	10.00
*21 景旅 02	2023-07-29	7.00
*21 景旅 01	2023-02-02	6.00
*22 景陶 01	2024-06-02	7.25
*20 景陶债/20 景陶专项债	2023-04-20	8.00

截至 2021 年底，公司长期应付款较 2020 年底增长 92.85%，主要系融资租赁借款增加所致，本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算。

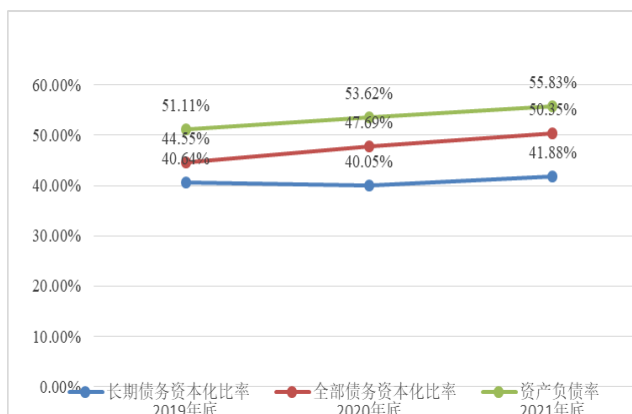
截至 2021 年底，公司专项应付款较 2020 年底下降 8.65%，专项应付款主要由收到保障性安居工程配套基础设施建设等专项资金构成。

图 1 2019 - 2021 年底公司债务结构



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

图 2 2019 - 2021 年底公司债务杠杆水平



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司全部债务较 2020 年底增长 29.23%。其中，短期债务占 28.94%，占比有所上升，仍以长期债务为主；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均较 2020 年底有所上升，公司债务负担有所加重。

截至 2022 年 3 月底，公司将于 2022 年 4—12 月、2023 年及 2024 年到期债务规模分别为 106.67 亿元、91.40 亿元和 54.45 亿元，2022 年集中兑付压力较大。

#### 4. 盈利能力

**跟踪期内，公司收入大幅增长，利润实现对政府补助依赖度很高。**

2021 年，公司营业总收入及营业成本均较 2020 年大幅增长，但营业成本增幅大于营业总收入，使得营业利润率较上年下降 1.98 个百分点；公司利润总额较上年增长 58.16%。

从期间费用看，2021 年，公司期间费用总额较 2020 年增长 58.02%，主要系管理费用和销售费用增长所致；公司期间费用占营业总收入比为 10.81%，较 2020 年有所上升。

2021 年，公司其他收益较 2020 年增长 136.64%，主要系收到的财政专项补贴收入增长所致；其他收益占利润总额比重为 136.31%，利润实现对政府补助依赖度很高。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
营业总收入	38.90	55.34
营业成本	34.89	50.50
费用总额	3.78	5.98
销售费用	0.87	1.98
管理费用	1.89	2.82
财务费用	1.02	1.17
其他收益	3.03	7.16
利润总额	3.32	5.25
营业利润率（%）	9.17	7.18
总资产收益率（%）	0.67	0.68
净资产收益率（%）	0.93	1.04

资料来源：根据审计报告整理

从盈利指标看，2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比均有所提升。

#### 5. 现金流分析

**跟踪期内，公司经营活动现金流保持小幅净流入，投资活动现金流净流出规模有所收窄，公司筹资活动现金净流入规模有所下降。考虑到公司在建和拟建项目未来支出规模大，公司未来对外融资需求依然较大。**

从经营活动来看，公司经营活动现金流入主要由城市基础设施建设业务回款、预收购房款、收到的政府专项资金及与政府部门、其他公司的往来款构成，2021 年，公司经营活动现金流入同比增长 25.05%，主要系经营回款大幅增长所致；公司经营活动现金流出主要为城市基础设施建设项目支出、安置房建设支出、预付土地出让金及与政府部门、其他公司的往来款；公司经营活动现金流出同比增长 25.22%；公司经营活动现金净流入 0.23 亿元，同比变化不大；公司现金收入比较 2020 年基本持平，处于较高水平。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入同比大幅增长 108.04%，主要为收回投资收到的现金（主要为赎回理财产品的资金）。同期，投资活动现金流出同比下降 20.94%，主要为自建项目投资支出、购买土地使用权、公司股权和理财产品等支付的现金。2021 年，公司投资活动净流出规模有所收窄。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入量	67.29	84.14
经营活动现金流出量	67.01	83.91
<b>经营活动现金净流量</b>	<b>0.27</b>	<b>0.23</b>
现金收入比（%）	96.51	96.28
投资活动现金流入小计	8.70	18.09
投资活动现金流出小计	111.36	88.04
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-102.67</b>	<b>-69.95</b>
筹资活动现金流入小计	161.07	183.90
筹资活动现金流出小计	52.80	99.44

项目	2020年	2021年
筹资活动现金流量净额	108.27	84.46

资料来源：根据公司审计报告整理

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长14.17%，主要为资本金注入及公司取得银行借款、发行债券收到的现金。同期，筹资活动现金流出同比大幅增长88.34%，主要为偿还债务及利息支付的现金。2021年，公司筹资活动净流入规模下降22.00%。

## 6. 偿债指标

**公司长短期偿债指标均较弱；公司间接融资渠道较为畅通。**

从短期偿债指标看，截至2021年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降，经营现金对流动负债和短期债务保障能力均很弱。

表 17 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率（%）	433.07	372.67
	速动比率（%）	105.17	85.04
	经营现金/流动负债（%）	0.21	0.13
	经营现金/短期债务（倍）	0.00	0.00
	现金短期债务比（倍）	0.55	0.54
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.97	7.28
	全部债务/EBITDA（倍）	50.92	53.92
	经营现金/全部债务（倍）	0.00	0.00
	EBITDA/利息支出（倍）	1.22	1.07
	经营现金/利息支出（倍）	0.06	0.03

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同  
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA较2020年增长22.05%；全部债务/EBITDA有所上升；EBITDA和经营现金对利息支出的保障能力均有所下降；经营现金对全部债务保障能力很弱。

截至2021年底，除公司子公司景德镇陶溪川创业融资担保有限责任公司正常担保业务外（担保余额0.19亿元），公司无其他对外担保情况。

截至2021年底，公司获得银行授信额度合计502.81亿元，未使用额度为223.68亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

未决诉讼方面，截至2022年5月底，公司无重大未决诉讼。

## 7. 母公司财务概况

**公司收入主要来源于众子公司，母公司对子公司管控力度较强。公司资产和债务主要集中于母公司，母公司所有者权益稳定性尚可，盈利能力弱，短期偿债压力很大。**

公司收入主要来自于众子公司，其中母公司营业总收入占合并口径的14.63%，主要为城市基础设施建设收入。公司子公司大部分通过投资设立产生，母公司对子公司管控力度较强。

截至2021年底，母公司资产总额为692.71亿元，较2020年底增长13.54%；其中，流动资产占63.22%，非流动资产占36.78%；从构成看，流动资产主要由应收类款项和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至2021年底，母公司负债总额369.47亿元，较上年底增长11.44%；其中，流动负债占52.18%，非流动负债占47.82%；从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成；母公司2021年底资产负债率为53.34%，较2020年下降1.01个百分点；母公司全部债务259.10亿元，其中，短期债务83.05亿元，长期债务176.05亿元，仍以长期债务为主；全部债务资本化比率44.49%，较2020年底下降1.82个百分点。母公司现金短期债务比0.04倍，短期偿债压力很大。

截至2021年底，母公司所有者权益为323.25亿元，较2020年底增长16.04%，主要系资本公积和未分配利润增长所致；所有者权益主要由实收资本（占7.11%）和资本公积（占88.58%）构成，所有者权益稳定性尚可。

2021年，母公司营业总收入为8.10亿元，

利润总额为 2.69 亿元，总资本收益率和净资产收益率分别为 0.35%和 0.62%。

## 十、外部支持

公司作为景德镇市重要的基础设施、棚改项目建设主体及国有资产运营管理主体，跟踪期内，在资产及资金注入和政府补贴等方面持续获得景德镇市政府的有力支持。

### 资产注入

根据景德镇市人民政府文件，公司 2021 年获得政府注入的智慧管廊大厦及相关资产 26.84 亿元，计入公司资本公积。

### 资金注入

根据景德镇市人民政府文件，公司 2021 年合计收到景德镇市财政局资本金注入 21.24 亿元，计入公司资本公积。

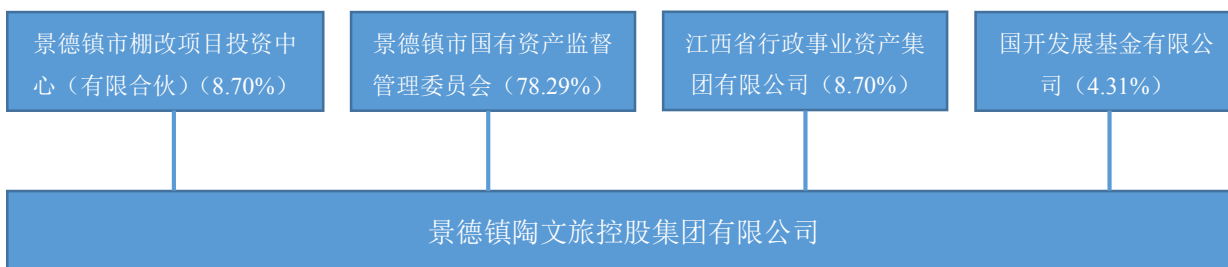
### 政府补助

2021 年，公司获得财政专项补贴收入合计 6.98 亿元，计入公司其他收益科目。

## 十一、结论

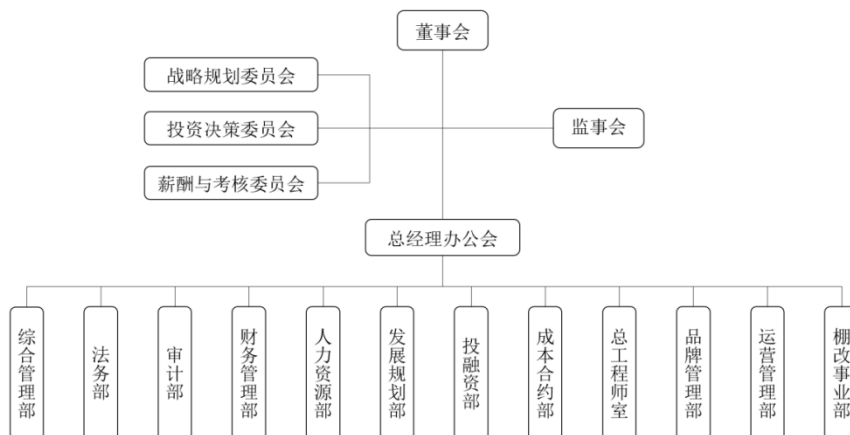
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“15赣陶瓷债/PR赣陶债”和“18景德镇专债 01/18景陶01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2022 年 5 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

## 附件 2 截至 2021 年底公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	级次	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
1	景德镇陶邑文化发展有限公司	二级	陶瓷及相关设施运作	90.68	投资设立
2	景德镇玉山瓷业有限公司	二级	陶瓷制造及相关配套设施建设	100.00	投资设立
3	景德镇陶阳置业有限公司	二级	房地产开发、销售等	100.00	投资设立
4	景德镇陶邑酒店管理有限公司	二级	陶邑酒店	100.00	投资设立
5	景德镇陶欣资产管理有限公司	二级	租赁和商务服务业	100.00	投资设立
6	景德镇陶欣物业服务有限公司	二级	物业管理服务	100.00	投资设立
7	景德镇共兴商贸有限公司	二级	陶瓷, 日用百货, 家电销售	96.22	划拨
8	浮梁获湾乡村振兴有限公司	二级	农业建设、农业综合开发	100.00	投资设立
9	景德镇花朝科技文化发展有限公司	二级	陶瓷科技研发、陶瓷制造; 房地产开发、销售	100.00	投资设立
10	景德镇陶溪川创新投资有限公司	二级	金融、非金融类机构股权投资; 产业投资	100.00	投资设立
11	景德镇文晟投资合伙企业(有限合伙)	二级	创业投资、企业管理	100.00	投资设立
12	景德镇陶溪川教育发展有限公司	二级	教育文化产业及配套产业投资	100.00	投资设立
13	景德镇市建筑设计院有限公司	二级	建筑工程设计、管理、咨询、工程技术服务	100.00	划拨
14	景德镇陶溪川创业融资担保有限责任公司	二级	借款类、发行债券和其他融资担保业务	100.00	投资设立
15	南京音飞储存设备(集团)股份有限公司	二级	自动化系统集成、各类高精度货架产品、仓储运营服务	29.99	非同一控制企业合并
16	景德镇陶邑人力资源服务有限公司	二级	人力资源服务	100.00	投资设立
17	景德镇陶溪川商业保理有限责任公司	二级	商业保理	100.00	投资设立
18	景德镇艺术职业大学	二级	教育	100.00	投资设立
19	景德镇砺陶投资合伙企业(有限合伙)	二级	股权投资	100.00	投资设立

资料来源: 公司审计报告

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	35.40	44.70	61.36
资产总额(亿元)	512.46	718.42	876.55
所有者权益(亿元)	250.52	333.19	387.15
短期债务(亿元)	29.75	81.17	113.63
长期债务(亿元)	171.55	222.62	278.97
全部债务(亿元)	201.30	303.79	392.60
营业总收入(亿元)	27.33	38.90	55.34
利润总额(亿元)	2.68	3.32	5.25
EBITDA(亿元)	3.43	5.97	7.28
经营性净现金流(亿元)	0.22	0.27	0.23
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	2.05	1.46	1.52
存货周转次数(次)	0.09	0.09	0.10
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.07
现金收入比(%)	104.48	96.51	96.28
营业利润率(%)	13.22	9.17	7.18
总资本收益率(%)	0.66	0.67	0.68
净资产收益率(%)	0.96	0.93	1.04
长期债务资本化比率(%)	40.64	40.05	41.88
全部债务资本化比率(%)	44.55	47.69	50.35
资产负债率(%)	51.11	53.62	55.83
流动比率(%)	651.27	433.07	372.67
速动比率(%)	126.67	105.17	85.04
经营现金流动负债比(%)	0.34	0.21	0.13
现金短期债务比(倍)	1.19	0.55	0.54
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	1.22	1.07
全部债务/EBITDA(倍)	58.67	50.92	53.92

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算  
资料来源：公司审计报告及公司提供



附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	23.11	19.45	3.41
资产总额(亿元)	495.61	610.09	692.71
所有者权益(亿元)	248.25	278.55	323.25
短期债务(亿元)	23.14	58.69	83.05
长期债务(亿元)	148.86	181.56	176.05
全部债务(亿元)	171.99	240.25	259.10
营业总收入(亿元)	14.08	11.10	8.10
利润总额(亿元)	2.14	2.19	2.69
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-4.15	0.24	-8.23
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	1.13	0.49	0.30
存货周转次数(次)	0.06	0.04	0.03
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.01
现金收入比(%)	70.73	134.58	198.43
营业利润率(%)	14.18	14.47	12.37
总资本收益率(%)	0.47	0.42	0.35
净资产收益率(%)	0.80	0.79	0.62
长期债务资本化比率(%)	37.49	39.46	35.26
全部债务资本化比率(%)	40.93	46.31	44.49
资产负债率(%)	49.91	54.34	53.34
流动比率(%)	434.92	358.46	227.15
速动比率(%)	138.98	154.96	84.30
经营现金流动负债比(%)	-5.32	0.18	-4.27
现金短期债务比(倍)	1.00	0.33	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/

注：母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算  
资料来源：公司审计报告及公司提供

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
营业利润率	(营业(总)收入-营业成本-税金及附加-期间费用) / 营业(总)收入 ×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
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+应收款项融资中的应收票据

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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 5-3 评级展望设置及其含义

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