



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

景德镇市国资运营投资控股集团 有限责任公司2023年度主动评级 报告

目录

评定等级及主要观点

评级对象

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

外部支持

评级结论



评定等级

信用等级：AA⁺_{pt}
 评级展望：稳定
 评级时间：二〇二三年十二月三十日

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2023.9	2022	2021	2020
总资产	1,188.55	1,106.45	954.22	800.87
所有者权益	381.59	388.42	345.49	301.16
总有息债务	-	486.29	422.48	331.00
营业收入	159.04	228.98	188.90	157.02
净利润	-7.81	2.16	3.98	2.56
经营性净现金流	2.34	-25.28	1.34	-18.95
毛利率	8.94	12.37	16.13	15.66
总资产报酬率	0.41	1.98	1.76	1.74
资产负债率	67.89	64.89	63.79	62.40
债务资本比率	-	55.59	55.01	52.36
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.42	1.08	1.31
经营性净现金流/总负债	0.31	-3.81	0.24	-4.09

注：根据公开资料获取 2020~2022 年及 2023 年 1~9 月财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）分别对公司 2020~2022 年财务报表进行了单年审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2023 年 1~9 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：陈洁
 评级小组成员：吴怡红
 电话：010-67413300
 传真：010-67413555
 客服：4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

景德镇市国资运营投资控股集团有限公司（以下简称“景德镇国投”或“公司”）主要从事景德镇市基础设施建设、焦炭和炭黑等煤化工业务。本次评级结果表明，公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体，外部发展环境良好，得到当地政府在资金注入、资产划拨及政府补助方面的支持。但同时，公司在建项目待投资规模较大，面临一定资本支出压力，未来自营项目收益稳定性及其对前期成本的覆盖需关注，炭黑业务稳定性有待提升，面临一定的偿债压力等。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 景德镇市有良好的工业基础，近年来地区生产总值持续增长，为公司发展提供良好的外部环境；
- 公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体，在景德镇市经济社会发展中发挥重要作用；
- 近年来，公司得到当地政府在资金注入、资产划拨及政府补助方面的支持。

主要风险/挑战：

- 公司在建项目待投资规模较大，面临一定资本支出压力，同时需关注未来自营项目收益稳定性及其对前期成本的覆盖；
- 公司炭黑业务易受行业上下游周期及原材料价格波动影响，业务稳定性有待提升；
- 2020~2022 年末，公司总有息债务持续增长，公司面临一定的偿债压力。

展望

预计未来，公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体，将继续在景德镇市经济社会发展中发挥重要作用，并得到当地政府有关支持。综合考虑，大公对未来 1~2 年公司的评级展望为稳定。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《城市基础设施建设投融资企业信用评级方法》，版本号为 PF-CT-2022-V. 4. 0，该方法已在大公官网公开披露。本次评级模型及结果如下表所示：

评级要素	分数
要素一：财富创造能力	5.26
（一）市场竞争力	5.29
（二）运营能力	5.87
（三）可持续发展能力	4.39
要素二：偿债来源与负债平衡	4.49
（一）偿债来源	4.30
（二）债务与资本结构	5.48
（三）保障能力分析	4.42
（四）现金流量分析	3.67
调整项	无
基础信用等级	aa_{-pi}
外部支持	2
模型结果	AA₊_{pi}

外部支持说明：公司是景德镇市重要的基础设施建设主体，能够获得地方政府在资金注入、资产划拨及政府补助方面的支持。

注：大公对上述每个指标都设置了1~7分，其中1分代表最差情形，7分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公开资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的主动评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本次评级为主动评级。

二、经公开信息核查，评级对象与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级对象之间不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公及评级项目组履行了尽职调查义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料均为已经正式对外公布的信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或任何第三方）。

六、本报告系大公基于评级对象正式对外公布的信息作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情况、实际兑付结果不一致。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、主动评级信用等级和报告的有效期为一年。主动评级有效期届满则自然终止。

八、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

九、未经大公书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

在本报告所载信用等级有效期内，大公根据实际需要，在对公开资料可获性、及时性、有效性进行评估基础上，可对主动评级项目进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果，出现无法收集到相关资料导致评级作业不能开展的情形，大可对终止或撤销评级。



评级对象

（一）主体概况

公司前身为景德镇市工业投资有限公司，于 2004 年 11 月经景德镇市人民政府批准设立，初始注册资本为 1,000.00 万元，其中景德镇市中小企业信用担保中心出资 950.00 万元，景德镇市企业产权交易中心出资 50.00 万元。2007 年 4 月，公司更名为景德镇市国有资产经营管理有限公司，并于 2016 年 4 月更为现名。经过多次增资及变更，截至 2023 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，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”）持有公司 90.00% 股权，江西省行政事业资产集团有限公司持有公司 10.00% 股权，景德镇市国资委为公司控股股东和实际控制人。截至 2023 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 34 家。

（二）公司治理结构

根据《公司章程》，公司设有董事会、监事会和总经理，不设股东会。董事会成员为 9 名，其中职工董事 1 名，董事会成员除职工董事外，依照法定程序和干部管理权限由出资人委派，职工董事根据有关规定由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生；董事任期每届三年，任期届满可连选连任，董事长 1 名，为公司法定代表人，董事长由出资人指定产生。监事会成员为 5 名，其中职工监事 2 名，监事会成员由景德镇市国资委委派，职工监事由职工代表大会选举产生，监事会设主席 1 名，按干部管理权限由景德镇市国资委从监事会成员中指定，监事任期每届三年。总经理 1 名，副总经理 5 名，财务总监和总工程师各 1 名，总经理、副总经理人选经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘。公司设投资发展部、运营管理部、财务管理部、资金计划部、风险控制部、项目管理部、人力资源部（组织部）、审计部（纪检监察室）、董事会办公室（党委会办公室）和总经理办公室等 10 个职能部门。

偿债环境

（一）宏观环境

2022 年我国宏观经济运行保持稳定，2023 年前三季度我国经济持续恢复向好，随着稳增长政策效应的不断显现，我国经济发展质量将稳步提升。

2022 年，我国经济增长面临一定阻力，政府加大宏观调控力度，有效应对超预期因素的冲击，宏观经济运行总体稳定，全年 GDP 比上年增长 3.0%。面对需求收缩、供给冲击、预期转弱等多重压力，一揽子稳增长政策和接续措施陆续出台，推动经济企稳回升。积极的财政政策前置发力，强化跨周期调节，加快地方债券特别是专项债券发行使用，通过大规模留抵退税，加大对中小微企业、个体工商户的困难帮扶，实施常态化财政资金直达机制并扩大范围。稳健的货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，充分发挥总量和结构双重功能，灵活使用降准降息再贷款等货币政策工具，保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，保持金融市场总体稳定。2022 年面对形势严峻的国内外环境，我国经济总量再上新台阶，经济高质量发展取得新成效。

2023 年，我国经济运行持续恢复向好，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%，其中消费对经济增长的拉动作用持续增强，基建投资保持较高增速，制造业投资有所加快，房地产投资持续下探，外贸进出口承压但结构有所优化；稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，央行通过降准降息等方式保持流动性合理充裕，继续加大结构性货币政策工具对重点经济领域和薄弱环节的支持力度；积极的财政政策加力提效，财政支出持续增加、专项债前置发力以及税费优惠政策优化延续等举措



不断增强经济发展动能。整体来看，2023 年在市场信心逐渐回升，以及国内扩内需、促消费等政策相互配合作用下，我国经济有望延续恢复向好态势。

（二）行业环境

近年来，国家陆续出台针对地方政府和城投企业债务的政策文件，不断加强隐性债务管理。2022 年，稳经济导向并未带来城投企业融资政策的放松，政府债务风险防范力度不减。2023 年，城投行业将延续严监管态势，城投企业分化可能进一步加剧，但信用风险整体可控，需关注尾部风险。

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方城投企业的发展有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。

近年来，国家陆续出台一系列政策文件加强地方政府和城投企业债务管理。2014 年 9 月，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号），拉开了全国范围整治地方政府性债务的序幕。2018 年 8 月，中共中央、国务院印发《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发【2018】27 号），要求地方政府在 5 至 10 年内完成隐性债务化解工作。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发【2021】5 号），明确要将防控风险、增强财政可持续性摆在更加突出位置，切实防范恶意逃废债，保护债权人合法权益，坚决防止风险累积形成系统性风险。2021 年 7 月，银保监会发文对银行、保险机构有关城投企业信贷业务提出要求，明确不得违法违规提供实际依靠财政资金偿还的融资，不得提供以预期土地出让收入作为企业偿债资金来源的融资。相关要求有利于化解城投企业债务风险，促进城投企业进入良性发展轨道，但客观上也导致城投企业融资环境有所收紧。

2022 年，在经济稳增长的总基调下，基建投资成为重要抓手，鼓励基建投资的政策密集出台；但同时，基建投资发力并未带来城投企业融资政策的放松，地方政府债务管理依然坚持“开前门、堵后门”的原则。2022 年 5 月和 7 月，财政部分两批通报 16 个地方政府和融资平台公司新增隐性债务和隐性债务化解不实典型案例，强调要持续强化监管，有效防范化解隐性债务风险。2022 年 6 月，国务院办公厅印发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发【2022】20 号），提出适度增强省级财政调控能力，规范收入分享方式，同时强调省级党委和政府对本地区债务风险负总责。2022 年 9 月，财政部发布《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（财预【2022】126 号），要求不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务。2022 年，受隐性债务严监管、地方财力下滑等因素影响，部分区域的城投企业出现非标违约、商票逾期、债券技术性违约等信用风险事件，城投企业信用分化有所加剧。

党的二十大报告对统筹发展和安全作出重要战略部署，中央经济工作会议将防范化解地方政府债务风险列为现阶段三大经济金融相关风险之一。2023 年，城投行业将延续严监管态势，监管部门将进一步健全遏制隐性债务增量、化解隐性债务存量的体制机制，有效防范化解重大风险，坚守不发生系统性风险的底线。同时，监管政策将聚焦规范城投企业投融资行为，推动市场化转型经营。2023 年，城投企业分化可能进一步加剧，但信用风险整体可控，需关注尾部风险。

（三）区域环境

景德镇市具有良好的工业基础，近年来地区生产总值持续增长，为公司发展提供良好的外部环境。

景德镇市位于江西东北部，土地面积 5256 平方公里，紧邻安徽省。坐落在黄山、怀玉山余脉与鄱阳湖平原过渡地带。景德镇市下辖乐平市、浮梁县、珠山区、昌江区。景德镇市拥有皖赣铁路、九



景衢铁路及昌景黄高铁，杭瑞、景鹰、德昌、景婺黄四条高速公路，景德镇机场是全国 100 个重点支线机场之一，立体交通网络已经形成。截至 2022 年末，全市常住人口 162.18 万人，常住人口城镇化率 66.48%。

2020~2022 年，景德镇市地区生产总值持续增长，其中 2022 年景德镇市地区生产总值 1,192.19 亿元，同比增长 4.7%，人均地区生产总值 73,538.00 元，为公司发展提供良好的外部环境；三次产业结构调整为 6.3:44.8:48.9。景德镇市具有良好的工业基础，2022 年，在规模以上六大优势产业增加值中，电子信息产业增加值增长 17.3%，精细化工及生物医药产业增加值增长 5.1%，制冷压缩机及家电产业增加值增长 7.0%，直升机及通航产业增加值增长 24.6%，陶瓷及文化创意产业增长 22.1%，汽车及零部件产业增长 24.5%。同期，景德镇市固定资产投资增速有所波动，社会消费品零售总额和货物进出口总额均持续增长。

2022 年景德镇市一般公共预算收入 94.00 亿元¹，其中，税收收入 47.18 亿元，占一般公共预算收入的比重为 50.19%；从税种构成上来看，税收收入以国内增值税、契税、土地增值税和企业所得税为主。2022 年，景德镇市以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入 222.87 亿元。2022 年，景德镇市一般公共预算支出 247.50 亿元，政府性基金支出 291.83 亿元。

2020~2022 年末，景德镇市地方政府债务余额分别为 300.38 亿元、400.86 亿元和 467.97 亿元。其中，2022 年末，一般债务余额 162.35 亿元，专项债务余额 305.62 亿元。

财富创造能力

公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体，主要从事景德镇市基础设施建设、焦炭和炭黑等煤化工业务，在景德镇市经济社会发展中发挥重要作用；2020~2022 年，公司营业收入持续增长，综合毛利率有所波动；公司在建项目待投资规模较大，面临一定资本支出压力，同时需关注未来自营项目收益稳定性及其对前期成本的覆盖；炭黑业务易受行业上下游周期及原材料价格波动影响，业务稳定性有待提升。

公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体，主要从事景德镇市基础设施建设、焦炭和炭黑等煤化工业务，同时涉及房地产开发和处置不良债权等，在景德镇市经济社会发展中发挥重要作用。2020~2022 年，公司营业收入持续增长，毛利润主要来自于煤化工产业及代建业务，综合毛利率有所波动。

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，建设项目主要为景德镇市棚户区改造、园区开发建设、老城保护改造等，该业务具有一定的区域专营性。业务模式包括 BT 回购、委托代建、政府购买服务和自营模式等。委托代建方面，公司接受景德镇市人民政府及景德镇市高新技术产业开发区政府（以下简称“高新区政府”）的委托，承担景德镇市基础设施项目的建设。政府购买服务主要是公司与景德镇市房产管理局签订《政府购买服务协议》，负责景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目，截至 2023 年 3 月末，项目已基本完成投资，但项目回款自 2018 年起分 19 年回款，回款周期较长。截至 2023 年末，公司主要在建基础设施项目计划总投资 96.45 亿元，已投资 78.47 亿元，尚需投资 17.98 亿元；公司主要在建基础设施项目待投资规模较大，未来面临一定资本

¹ 扣除留抵退税因素后完成 107.66 亿元，可比口径增长 6.1%。



支出压力。此外，公司主要在建自营项目计划总投资 147.92 亿元，已投资 80.27 亿元，尚需投资 67.65 亿元；公司主要在建自营项目待投资规模较大，面临一定资本支出压力，且需关注未来项目收益稳定性及其对前期成本的覆盖。

炭黑业务主要由子公司江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”）经营。炭黑生产的主要原料为煤焦油，约占总成本的 85%，黑猫股份拥有 8 个生产基地和多条湿法炭黑生产线，炭黑产能达 114 万吨/年。生产方面，黑猫股份采取“以销定产”的模式，订单期限通常为一年；销售结算方面，国内以现金和承兑汇票为主，结算周期一般为 30~60 天，国外付款以信用证和电汇为主，结算周期一般为 45~60 天，结算价格为供货时市场价格。2022 年，黑猫股份前五名供应商采购额占总采购额 16.43%；炭黑产品在国内市场销售额占比较高为 85.37%，前五名客户的销售额占总销售额 15.86%，客户较为分散。2020~2022 年，公司炭黑业务营业收入逐年增长，毛利率有所波动，其中 2022 年毛利率同比下降幅度较大，主要系炭黑产业链在“双碳”及环保政策影响下，原料煤焦油持续上升，推动炭黑价格上涨，因原材料价格上涨幅度超过炭黑产品价格涨幅影响，公司炭黑业务利润受到较大不利影响；2023 年 1~3 月，由于煤焦油维持高位运行，成本高压叠加下游市场淡季需求疲软，公司毛利率下滑。总体来看，公司炭黑业务具有一定的品牌优势，但易受行业上下游周期及原材料价格波动影响，业务稳定性有待提升。

焦炭业务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。焦炭产品的主要原材料是精煤。公司拥有自己的铁路专用线，2022 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 75.54%和 76.68%，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 2023 年 3 月末，景焦能源公司应付票据规模达 52.18 亿元。2022 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 81.17%和 59.60%，公司客户集中度较高。

房地产开发业务分为商业地产项目和安置房项目。公司商业地产项目主要由子公司景德镇市开门子房地产有限公司（以下简称“开门子房地产”）运营，项目均位于景德镇市，商业地产开发方式分为自主开发与合作开发。2020~2022 年，公司房地产销售收入分别为 8.53 亿元、15.00 亿元和 10.79 亿元，截至 2023 年 3 月末，公司商业地产项目总投资 39.19 亿元，已投资 31.00 亿元，尚需投资 8.19 亿元；同期，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 4.81 亿元，已回款 0.35 亿元。需关注公司房地产项目未来建设、房屋交付及资金回笼情况。

智能科技业务主要由子公司广东正业科技股份有限公司²（300410.SZ）（以下简称“正业科技”）经营。正业科技生产的产品主要为锂电智能监测设备、芯片缺陷检查机、PCB 智能监测设备等。正业科技的产品生产主要采用“以销定产”的生产模式；采购方面，主要采用“以产定购”的采购模式；销售方面，以直接销售方式为主、以经销模式为辅对外进行销售，主要客户包括宁德时代新能源科技股份有限公司、惠州亿纬锂能股份有限公司等锂电池龙头企业。2022 年，正业科技投资性房地产

² 截至 2023 年 3 月末，合盛产投持有正业科技 22.09%股份，考虑到宿迁楚联科技有限公司将其享有正业科技 7.87%的表决权委托给合盛产投行使权利，合盛产投实际控制正业科技 29.96%的表决权，为其实际控制人。2023 年 10 月 13 日，根据合盛产投发布《景德镇合盛产业投资发展有限公司关于重要子公司及其相关责任人被采取行政监管措施的公告》称，其重要子公司正业科技及相关责任人收到中国证券监督管理委员会广东监管局下发的行政监管措施决定书（【2023】127 号），系其存在信息披露违规行为。



处置收益同比大幅减少，加之受原材料供应及产品出货受到影响，正业科技归属于上市公司股东的净利润同比减少 180.17%，亏损 1.02 亿元，需关注正业科技的经营情况及其对公司经营和信用状况的影响。

偿债来源与负债平衡

（一）偿债来源

1、盈利能力

2020~2022 年，公司期间费用率有所波动，政府补助是公司利润的重要补充。

2020~2022 年，公司期间费用以财务费用和管理费用为主，期间费用率有所波动。同期，计入其他收益科目的各项政府补助合计分别为 5.70 亿元、7.87 亿元和 13.33 亿元，持续增长，是公司利润的重要补充。同期，公司总资产报酬率持续增加，净资产收益率有所波动。2023 年 1~9 月，公司利润总额和净利润均为负，其他收益 4.18 亿元。

2、资产可变现性

2020~2022 年末，公司总资产规模持续增长；截至 2022 年末，公司受限资产占净资产的比重较高，对资产流动性产生一定影响。

2020~2022 年末，公司总资产规模持续增长，非流动资产在总资产中占比逐年增长，截至 2022 年末占比为 52.85%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货构成。2020~2022 年末，公司货币资金有所波动，其中 2022 年末，公司受限货币资金 56.52 亿元，主要系用作票据、保函、信用证或借款的保证金。同期，公司应收账款逐年增长，主要系公司应收土地回购款和代建款，2022 年末公司应收账款为 63.27 亿元，其中前五大应收对象分别为景德镇市自然资源储备利用中心 10.87 亿元、景德镇市城市管理局 2.85 亿元、景德镇高新技术产业开发区管理委员会 2.29 亿元、景德镇市水利局 2.02 亿元和景德镇市住房和城乡建设局 1.86 亿元，上述款项占应收账款总额比例为 29.65%，应收对象整体较为分散。2020~2022 年末，存货规模有所波动，2022 年末公司存货为 292.66 亿元，其中开发成本 209.92 亿元、开发产品 28.51 亿元、库存商品 17.65 亿元、合同履行成本 15.47 亿元。公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产构成。2020~2022 年末，公司投资性房地产有所波动，2022 年末公司投资性房地产中房屋及建筑物 154.58 亿元、土地使用权 64.85 亿元，其中 43.97 亿元的投资性房地产尚未办妥权证。同期，公司固定资产规模有所波动，主要为房屋及建筑物和机器设备，2022 年末固定资产为 84.49 亿元，其中尚未办妥权证的规模为 17.89 亿元；公司在建工程逐年增长，主要系对在建工程项目投入较多所致；公司无形资产有所波动，截至 2022 年末为 96.70 亿元，主要由林地使用权、土地使用权等，其中尚未办妥权证的无形资产规模为 50.55 亿元。

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 153.31 亿元，受限原因为银行借款抵质押、融资租赁抵押、保证金以及质押银行换取应付票据等，受限资产占总资产和净资产的比重分别为 13.86%和 39.47%，占净资产比重较高，对资产流动性产生一定影响。

（二）债务及资本结构

2020~2022 年末，公司总负债规模持续增长，负债结构以流动负债为主，资产负债率逐年增长；公司总有息债务持续增长，面临一定的偿债压力。

2020~2022 年末，公司总负债规模持续增长，负债结构以流动负债为主，主要包括短期借款、



应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款等。2020~2022 年末，公司短期借款逐年增长，以保证借款和信用借款为主。同期，公司应付票据逐年增长，应付票据包括银行承兑汇票、商业承兑汇票和国内信用证，公司应付票据主要来自黑猫集团；公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款，规模有所波动。2020~2022 年末，公司长期借款逐年增长，以抵押借款、质押借款和质押借款为主，信用借款占比较小；公司应付债券有所波动，主要为应付公司债和应付中期票据。同期，长期应付款逐年增长，包括应付股权回购义务款、专项应付款、应付融资租赁款和应付景德镇市财政局（以下简称“市财政局”）款项。2020~2022 年末，公司资产负债率逐年增长。

2023 年 9 月末，公司总负债规模有所增长，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款增加。

2020~2022 年末，公司总有息债务持续增长，面临一定的偿债压力。截至 2022 年末，公司总有息债务为 486.29 亿元，其中短期有息债务为 159.50 亿元，在总有息债务中的占比为 32.80%；同期，公司非受限货币资金为 43.86 亿元，无法对短期有息债务形成覆盖。

2020~2022 年末，公司所有者权益逐年增长，资本实力增强。2020~2022 年末，公司实收资本稳定为 100.00 亿元。同期，公司资本公积有所波动，其中 2021 年资本公积同比下降，主要系根据财政核查整改要求，对公益性资产下账，以及对子公司合盛产投增资，以增资后的持股比例计算享有的净资产差异调整减少资本公积所致；2022 年资本公积同比增加，主要系公司收到市财政局和景德镇高新技术产业开发区管理委员会国有资产管理中心（以下简称“景德镇高新区管委会”）的资本金和注资款，以及收到景德镇市国资委划拨资产所致。2020~2022 年末，公司未分配利润逐年增长，其中 2021 年末未分配利润大幅增长，由负转正，主要系投资性房地产会计政策变更追溯调整增加未分配利润 19.55 亿元所致；同期，少数股东权益逐年增长。

截至 2022 年末，公司对外担保金额 0.20 亿元，担保比率为 0.05%，被担保企业为国有企业景德镇市陶汇投资发展有限公司（以下简称“陶汇发展”）。

（三）现金流

2020~2022 年，公司经营性净现金流波动较大；投资性现金流持续为净流出；筹资性现金流持续为净流入，债务收入对缓解公司流动性压力贡献较大。

2020~2022 年，公司经营性净现金流波动较大，其中 2021 年由净流出转为净流入，主要受煤化工行业回暖影响，销售商品和提供劳务收到的现金增加所致；2022 年经营性现金流转为净流出，主要系往来款支出较多。同期，公司投资性现金流持续为净流出，主要系构建项目支出规模较大所致，净流出规模有所波动。2020~2022 年，筹资性现金流持续为净流入，规模有所波动，债务收入对缓解公司流动性压力贡献较大。2023 年 1~9 月，公司经营性现金流为净流入 2.34 亿元，投资性现金流为净流出 35.04 亿元，筹资性现金流为净流入 59.84 亿元。

外部支持

近年来，公司获得当地政府在资金注入、资产划拨及政府补助方面的支持。

除公司外，景德镇市主要的城市基础设施建设发债主体有 2 家，分别为景德镇市城市建设投资集团有限责任公司和景德镇陶文旅控股集团有限公司，控股股东均为景德镇市国资委。

近年来，公司在资金注入、资产划拨和政府补助等方面得到当地政府的支持。

资金注入方面，2020 年公司子公司古镇投资收到市财政局投入款 1.66 亿元；公司及子公司收



到国有资本收益返还 0.61 亿元；公司收到景德镇市国资委划入景德镇公共交通有限公司股权款，对应增加资本公积 0.11 亿元；航空产业园项目专项资金及权益法核算增加 0.14 亿元。2021 年，公司收到财政拨款入增资款 6.50 亿元。2022 年，公司收到市财政局向公司注入的资本金 17.60 亿元，子公司合盛产投收到景德镇高新区管委会注资 9.78 亿元。

划拨资产方面，2020 年，公司子公司景德镇市水利投资有限公司收到划拨资产 9.17 亿元，其中包括土地资产 9.09 亿元和固定资产 0.08 亿元，对应增加资本公积；联营企业陶汇发展收到划拨资产，公司按持股比例计算对应增加资本公积 2.59 亿元；公司收到划拨土地 1.00 亿元和房屋建筑物资产 0.41 亿元。2021 年，公司收到方家山小区、景东安厦小区、安宇小区、安新小区等保障性住房资产注入，对应增加资本公积 29.94 亿元。2022 年，根据《景德镇市国有资产产权划转通知书》（景国资划字【2022】1 号）等文件，公司收到划拨资产，对应增加资本公积 3.73 亿元。

政府补助方面，2020~2022 年，公司计入其他收益科目的各项补助合计分别为 5.70 亿元、7.87 亿元和 13.33 亿元。

评级结论

综合分析，大公信定景德镇国投信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定。



附件 1 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销
EBITDA 利润率 (%)	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率 (%)	$\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
现金回笼率 (%)	$\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
债务资本比率 (%)	$\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他短期有息债务
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 其他长期有息债务
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营性净现金流/流动负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
经营性净现金流/总负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
存货周转天数 ³	$360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
应收账款周转天数 ⁴	$360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金比率 (%)	$(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	$\text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

³ 前三季度取 270 天。⁴ 前三季度取 270 天。



附件 2 信用等级符号和定义

一般主体主动评级信用等级符号及定义

信用等级	定义	
AAA _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。	
A _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务。	
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

注：除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 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。