

景德镇市国资运营投资控股集团  
有限责任公司  
2024 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2024〕4207号

联合资信评估股份有限公司通过对景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“19景国资MTN001”“20景国资MTN001”“20景国资MTN003”“21景国资MTN001”“22景控01”“22景控02”和“23景控02”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月十九日

# 声 明

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

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

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

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

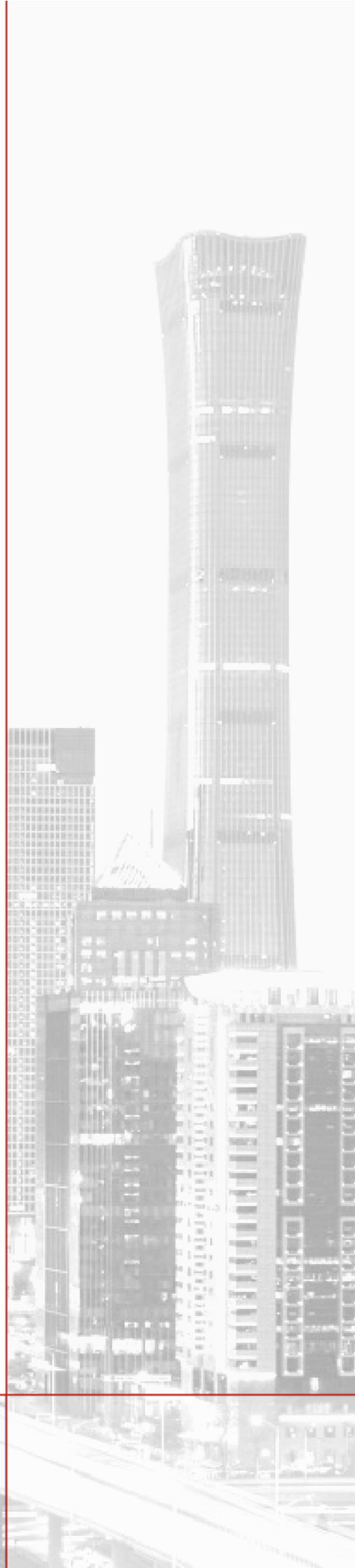
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司

## 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	AA+/稳定	AA+/稳定	
19 景国资 MTN001/20 景国资 MTN001/ 20 景国资 MTN003/21 景国资 MTN001/ 22 景控 01/22 景控 02/23 景控 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/19

### 评级观点

景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”）作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，区域战略地位显著；跟踪期内，公司重组建立下属产业运营平台，对子公司的管理流程有待进一步梳理完善；经营方面，业务布局未发生变化，炭黑板块的行业龙头地位，以及专用设备制造板块的技术及客户资源优势得以巩固，但煤化工产业在周期性作用下毛利率同比下跌明显造成经营性亏损；基础设施建设板块投资规模大且回收期长，对资金形成占用；财务方面，其他收益对公司利润的支撑作用显著，公司盈利能力指标仍处于较强水平；资产流动性弱，资产质量较好；债务负担较重，偿债指标表现较弱。

**个体调整：**无。

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

### 评级展望

公司发展定位明确，未来通过整合景德镇市的优质经营性资产，资产规模和经营实力有望进一步提升。

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

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

### 优势

- **区域战略地位显著，外部支持力度进一步增强。**公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，跟踪期内在财政补贴和资金注入等方面持续获得地方政府的支持。2023 年，公司收到景德镇市财政局拨付的景德镇市棚改股权投资基金回购款 30.00 亿元，以增资方式计入资本公积，获得其他收益 31.29 亿元。
- **细分领域竞争优势显著。**下属上市公司江西黑猫炭黑股份有限公司为炭黑行业龙头企业，在产能规模及布局、技术等方面保持显著的竞争优势；广东正业科技股份有限公司专用设备技术实力领先，且有较强的客户资源优势。

### 关注

- **公司经营业绩易受煤化工行业周期波动影响。**煤化工板块对公司收入贡献大，但行业周期性强，2023 年受宏观经济、上游能源成本和下游需求多重因素影响，行业景气度下行，对公司业绩影响大；2023 年，公司扣除其他收益后的利润总额为-26.35 亿元。
- **基础设施项目投资规模大，公司债务负担较重，资产流动性弱。**公司基础设施项目投资额大，投资回收周期长，对公司资金形成占用。截至 2023 年底，公司全部债务资本化比率为 62.13%；同时，流动资产中，货币资金受限比例较高，存货以开发成本为主，整体资产流动性弱。

## 本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

## 本次评级打分表及结果

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

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

## 主要财务数据

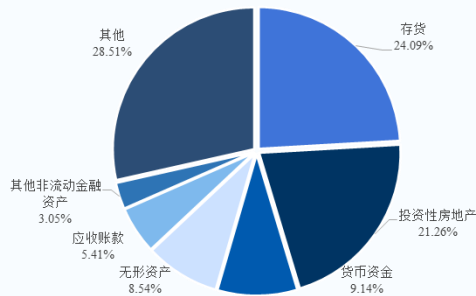
项目	合并口径		
	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	102.64	116.17	152.30
资产总额（亿元）	1106.45	1259.74	1312.78
所有者权益（亿元）	388.42	427.08	418.51
短期债务（亿元）	272.32	365.13	389.27
长期债务（亿元）	335.79	335.66	359.00
全部债务（亿元）	608.11	700.79	748.27
营业总收入（亿元）	228.98	218.28	44.93
利润总额（亿元）	4.74	4.94	-6.86
EBITDA（亿元）	30.15	33.14	--
经营性净现金流（亿元）	-25.28	-0.23	0.98
营业利润率（%）	11.52	5.80	3.49
净资产收益率（%）	0.56	0.37	--
资产负债率（%）	64.89	66.10	68.12
全部债务资本化比率（%）	61.02	62.13	64.13
流动比率（%）	142.94	115.79	115.50
经营现金流动负债比（%）	-6.92	-0.05	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.32	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	1.34	1.37	--
全部债务/EBITDA（倍）	20.17	21.15	--

项目	公司本部口径		
	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	514.03	573.57	594.33
所有者权益（亿元）	245.12	282.56	279.98
全部债务（亿元）	183.74	208.24	212.37
营业总收入（亿元）	10.45	8.60	0.33
利润总额（亿元）	2.50	1.50	-2.57
资产负债率（%）	52.31	50.74	52.89
全部债务资本化比率（%）	42.84	42.43	43.13
流动比率（%）	97.28	68.54	69.96
经营现金流动负债比（%）	-1.44	3.81	--

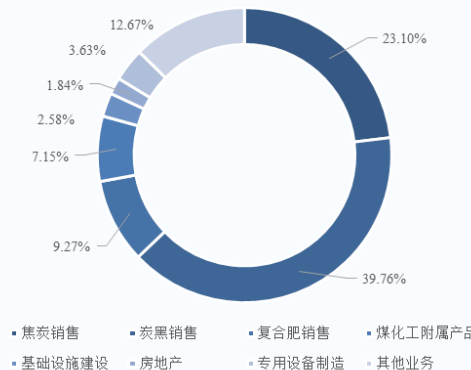
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

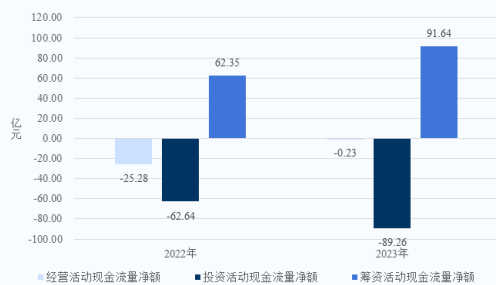
2023 年底公司资产构成



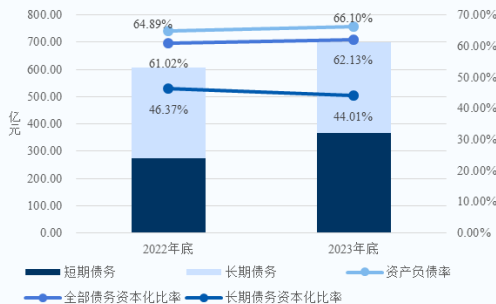
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
19 景国资 MTN001	10.00 亿元	9.90 亿元	2024/07/22	调整票面利率，回售
20 景国资 MTN001	6.00 亿元	0.10 亿元	2025/04/07	调整票面利率，回售
20 景国资 MTN003	7.00 亿元	0.20 亿元	2025/08/21	调整票面利率，回售
21 景国资 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/07/13	—
22 景控 01	8.00 亿元	8.00 亿元	2024/08/09	交叉保护，经营维持承诺
22 景控 02	8.00 亿元	8.00 亿元	2024/11/11	经营维持承诺，交叉保护
23 景控 02	9.00 亿元	9.00 亿元	2026/08/28	赎回，调整票面利率，经营维持承诺，回售

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

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 景控 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/08/16	李明 徐璨	<a href="#">一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 景国资 MTN001/20 景国资 MTN001/20 景国资 MTN003/21 景国资 MTN001/22 景控 01/22 景控 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/06/19	李明 徐璨	<a href="#">一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 景控 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/10/26	李明 徐璨	<a href="#">一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 景控 01	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/07/13	李明 徐璨	<a href="#">一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204）</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202204）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
21 景国资 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2021/06/08	李明 徐璨	<a href="#">一般工商企业信用评级方法</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 景国资 MTN003	AA+/稳定	AA+/稳定	2020/08/11	孙鑫 蔡伊静	<a href="#">一般工商企业信用评级方法</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 景国资 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2019/11/14	唐岩 蔡伊静	<a href="#">一般工商企业信用评级方法</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 景国资 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2019/09/18	唐岩 蔡伊静	<a href="#">一般工商企业信用评级方法</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）</a> <a href="#">V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 景国资 MTN001	AA/稳定	AA/稳定	2019/01/17	喻宙宏 张超	<a href="#">工商企业信用评级方法总论（2018）</a>	<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均无版本号  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：李 明 [liming@lhratings.com](mailto:liming@lhratings.com)

项目组成员：徐 璨 [xucan@lhratings.com](mailto:xucan@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



## 一、跟踪评级原因

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

## 二、企业基本情况

公司前身为景德镇市工业投资有限公司，系 2004 年 11 月经景德镇市人民政府办公室《关于成立景德镇市工业投资有限公司的批复》（景府办字〔2004〕164 号文）批准设立的公司，设立时注册资本 1000 万元。2007 年 4 月 24 日，经景德镇市人民政府（景府办字〔2007〕21 号）批准，景德镇市中小企业信用担保中心和景德镇市企业产权交易中心将所持景德镇市工业投资有限公司股权划转给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”），并更名为景德镇市国有资产经营管理有限公司。2009 年 6 月，景德镇市国资委将其持有的景德镇市焦化工业集团有限责任公司（2018 年 11 月 6 日更名为“景德镇黑猫集团有限责任公司”，以下简称“黑猫集团”）的全部国有股权及权益划拨给公司。经过本次股权转让后，公司持有黑猫集团 100% 股权。

2016 年 4 月，根据景德镇市国资委《关于同意国资公司通过变更企业名称登记设立景德镇市国资运营投资控股集团有限公司的批复》（景国资发〔2016〕1 号），公司名称更为现名，同时以资本公积转增注册资本的方式将注册资本增至 62.00 亿元。2019 年 8 月 27 日，景德镇市人民政府签发景府办抄字〔2019〕59 号抄告单，以货币形式对公司增资 70.00 亿元。截至 2019 年 9 月 4 日，公司已完成工商变更，变更后注册资本为 100.00 亿元。2022 年 5 月，根据《江西省人民政府关于印发江西省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（赣府字〔2019〕42 号），景德镇市国资委将公司 10% 股权划转给江西省行政事业资产集团有限公司。

截至 2024 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 100.00 亿元；景德镇市国资委持有公司 90% 股权，为公司实际控制人。

公司主营业务板块包括煤化工及相关多元化产品（焦炭、炭黑、复合肥、煤化工附属产品）板块、基础设施建设板块、房地产板块和专用设备制造板块，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设投资运营总部、财务资金总部、合规管理总部和综合管理总部等职能部门。截至 2023 年底，公司合并范围内拥有一级子公司 17 家。其中，黑猫集团下属江西黑猫炭黑股份有限公司（以下简称“黑猫股份”，证券代码：002068.SZ，截至 2024 年 3 月底黑猫集团持股 34.36%，未质押）和景德镇合盛产业投资发展有限公司（以下简称“合盛公司”）下属广东正业科技股份有限公司（以下简称“正业科技”，证券代码：300410.SZ，截至 2024 年 3 月底合盛集团持股 22.13%，已质押 48.90%）为上市公司。截至 2023 年底，公司合并范围内在职员工合计 11892 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额为 1259.74 亿元，所有者权益合计 427.08 亿元（含少数股东权益 72.47 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 218.28 亿元，利润总额 4.94 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额为 1312.78 亿元，所有者权益合计 418.51 亿元（含少数股东权益 70.40 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 44.93 亿元，利润总额-6.86 亿元。

公司注册地址：江西省景德镇市高新区梧桐大道 11 号；法定代表人：余笑兵。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续公开发行债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，除未到付息日的债券，其他债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 景国资 MTN001	10.00	9.90	2019/07/22	5（3+2）年
20 景国资 MTN001	6.00	0.10	2020/04/07	5（3+2）年
20 景国资 MTN003	7.00	0.20	2020/08/21	5（3+2）年
21 景国资 MTN001	10.00	10.00	2021/07/13	3 年
22 景控 01	8.00	8.00	2022/08/09	2 年

22 景控 02	8.00	8.00	2022/11/11	2 年
23 景控 02	9.00	9.00	2023/08/28	3 (2+1) 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

## 五、行业及区域环境分析

### 1 行业分析

2023 年原油和煤炭价格均波动下降，缓和了化工行业的成本压力，化工产品价格中枢走低，化工行业整体收入同比下降。由于化工行业下游地产建筑、汽车和家电制造、纺织服装等行业表现不一，对细分行业的需求拉动各异，导致细分化工行业利润分化明显。

#### （1）炭黑行业

炭黑作为国民经济中重要的高分子纳米材料，广泛应用于轮胎、橡胶制品、导电、色素、新能源等领域。根据 QYResearch 最新调研报告，预计 2029 年全球橡胶硬质炭黑市场规模将达到 1,644.19 百万美元。高端特种炭黑和非橡胶高值炭黑领域依赖进口，炭黑产能在橡胶用炭黑领域的同质化竞争和过剩情况持续恶化。2023 年，国内炭黑结构性产能过剩情况依然存在，截至 2023 年 12 月，据百川盈孚统计国内炭黑总产能 859.7 万吨/年，炭黑行业平均开工预计 59.35%。据中国橡胶工业协会炭黑分会统计数据显示，2023 年全国会员企业炭黑生产总量 493.33 万吨，同比增加 4.71%。

因炭黑生产成本中原材料煤焦油占比过大，加之炭黑行业产能结构性过剩，炭黑市场价格受煤焦油价格影响大。2023 年，炭黑行业原材料煤焦油价格震荡下行为主，炭黑产品销售价格跌幅增大，据百川盈孚统计年内均价约 9230 元/吨，较 2022 年均价下调 815 元/吨，跌幅 8.11%左右。

国内炭黑行业集中度不断提高，据中国橡胶工业协会炭黑分会统计数据显示，2023 年年产 10 万吨以上的炭黑企业共计 12 家，这 12 家企业的产量约占会员企业总产量的 80%。其中，黑猫股份 2023 年炭黑产量约 92 万吨排名第一，约占会员企业总产量的 19%，排名第二的金能科技股份有限公司炭黑产量约 60 万吨。

炭黑行业属于国家发改委明确规定的高耗能行业，国家将对未来高耗能行业的发展予以严格限制，中国是全球炭黑主要生产国，占全球总产能近 50%，在能耗双控监管驱动的供给侧改革下，预计未来国内小产能或将面临出清压力，规模企业的市场份额有望稳中有升。

#### （2）焦炭行业

生产焦炭的大部分成本来自于炼焦煤，而焦炭的主要需求来自于下游的钢铁行业。焦炭主要用于冶炼生铁，其余少量用于化工和有色金属冶炼。中国焦炭行业的生产主要集中在华北地区，尤其是山西、河北、内蒙古等地。2023 年 1-11 月，全国焦炭产量为 4.5 亿吨，同比增加 3.27%。

2023 年上半年，在煤价下调和下游主动去库压力下，焦炭价格大幅下跌。下半年，随着钢厂利润有所转好，下游需求持续处于高位状态，伴随着低库存下钢厂释放出的补库需求，焦炭价格出现震荡向上调整，三季度焦炭价格上涨了 500 元/吨，四季度继续上涨 300 元/吨。根据 Mysteel 焦炭价格指数，2023 年 12 月底焦炭指数为 2502.5 元/吨，同比下降 13.03%。



### (3) 化肥行业

2023 年，氮肥、磷肥、钾肥产品价格中枢下移，行业景气度高位回落。2024 年，尿素产品新增供给较多，推动尿素产品供给宽松。中国钾肥企业集中度较高且钾矿资源储量较低，未来扩产难度较大，但钾肥需求缺口较大，进口量或将持续扩大。完整版行业分析详见《[2024 年化工行业分析](#)》。

## 2 区域环境分析

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

公司控股经营的煤化工（包括焦炭、炭黑、复合肥及煤化工附属）等核心业务主要集中于景德镇市。

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

2021—2023 年，景德镇市地区生产总值持续增长，2023 年全年地区生产总值 1201.10 亿元，比上年增长 3.5%。三次产业结构比为 6.4:43.1:50.5，三次产业贡献率分别为 7.6%、62.7%、29.7%。全年全市规模以上工业增加值增长 5.4%。

产业发展方面，景德镇市出台《景德镇市工业倍增三年行动计划（2021—2023 年）》（以下简称“《行动计划》”），要用三年的时间，围绕“3+1+X”特色产业体系，实施“三个千亿”工程，即建设一个千亿园区（高新区），打造两个千亿产业（陶瓷、精细化工和医药），全市工业经济总量突破 3000 亿元。

## 六、跟踪期主要变化

### (一) 基础素质

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、股权结构均未发生变更。

企业规模和竞争力方面，公司作为景德镇市唯一一家国有资本投资运营平台，跟踪期内业务结构保持多元。

公司下属上市公司黑猫股份系国内炭黑行业龙头企业，自 2004 年以来产销量一直保持国内炭黑行业领先地位，并于 2013 年基本完成国内产能布局，产能规模已跻身世界炭黑企业前列。同时，黑猫股份已形成自有的核心技术，自主创新的新工艺技术——年产 4 万吨炭黑生产装置资源综合利用率高，2023 年研发投入占其营业收入的比例为 5.45%。黑猫股份客户均为国内外大型轮胎企业，世界前十大轮胎生产企业均为黑猫股份的销售客户。近年来黑猫股份加大海外市场的开拓力度，出口业务量位居国内同行业前列。2023 年，黑猫股份入选国务院国资委创建世界一流专业领军示范企业名单，成为全国首批 200 家创建世界一流专业领军示范企业之一，也是江西省本批次唯一入选企业。

公司下属上市公司正业科技主要向锂电池、PCB、平板显示、光伏等行业领域制造厂商提供工业检测、自动化、智能制造整体解决方案、新材料等产品及服务，是国家级高新技术企业，是工信部第五批“专精特新”小巨人企业。2023 年，正业科技获批“精密仪器设备产业集群-2D/3D X 射线无损检测装备产业链广东省重点产业链链主企业”。截至 2023 年底，正业科技共承担国家重点研发项目 8 项、省市级研发项目 30 余项，基于领先的技术实力，主导或参与制定的技术标准 31 项。截至 2023 底，正业科技累计已授权发明专利 126 件。2023 年，正业科技发明专利“一种 X 光检查方法、系统及一种 X 光检查机”获第二十四届中国专利优秀奖，系正业科技成立以来第 4 次获得中国专利奖。同时，正业科技与宁德时代、比亚迪等众多行业知名客户建立了长期稳定的合作关系，有较强的客户资源优势。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告（统一社会信用代码：91360200767048552J），截至 2024 年 4 月 23 日，公司本部无不良信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 13 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

## （二）管理水平

跟踪期内，公司主要管理制度未发生重大变化；部分董事、监事及高级管理人员发生变更。

图表 2 • 2023 年及 2024 年 1—3 月董事、监事、高级管理人员变更情况

变更人员类型	变更人员姓名	变更人员职务	变更类型	辞任/新任职生效时间	工商登记完成时间
董事	汪羽	董事	辞任	2023/10/12	2023/11/22
董事	盛旺喜	董事	聘任	2023/10/12	2023/11/22
董事	盛旺喜	董事	辞任	2024/01/15	2024/02/29
董事	汪晓芳	董事	聘任	2024/01/15	2024/02/29
监事	汪琪	监事	辞任	2024/01/16	2024/02/29
监事	陈莎	监事	聘任	2024/01/16	2024/02/29
高级管理人员	翁琳	党委委员、副总经理	聘任	2023/08/15	2023/09/27
高级管理人员	刘培靖	党委委员、总工程师	聘任	2023/08/15	--
高级管理人员	邓景扬	副总经理	辞任	2023/09/14	2023/09/27
高级管理人员	车金星	总工程师	辞任	2023/06/27	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料及景德镇市国资运营投资控股集团有限公司公司债券年度报告(2023 年)整理

汪晓芳，女，1979 年 7 月出生，本科学历，历任黑猫集团财务资产管理部部长等职；现任公司董事。

陈莎，女，1989 年 4 月出生，本科学历，历任黑猫集团招商部招商经理、综合部部长助理，公司审计部纪检助理、纪检监察室纪检监察专员；现任公司职工监事、工会办公室工会干事。

翁琳，女，1983 年 10 月出生，本科学历，历任景德镇市国信置业有限公司（以下简称“国信置业”）综合部行政助理、综合部主管、综合部副部长，公司人力资源部部长，曾兼任景德镇市国信资产管理有限公司董事长，国信置业党支部书记、董事长，景德镇公共交通有限公司监事；现任公司党委委员、副总经理，兼任人力资源部（党委组织部）部长及景德镇市国信康养产业有限公司党支部书记、董事长。

刘培靖，男，1978 年 5 月出生，本科学历，历任景德镇市国信工程管理有限公司副总经理等职；现任公司党委委员、总工程师，兼任景德镇市国信工程管理有限公司党支部书记、董事长。

此外，2023 年 10 月 10 日，正业科技对外公告，因 2022 年度业绩预告与年度报告中披露的相关数据相比差异较大，且涉及盈亏变化，信息披露不准确，违反了《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 182 号）第三条等相关规定，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）。

## （三）重大事项

跟踪期内，公司对产业类子公司进行整合重组，拟通过多元资本运作推动产融结合，提升产业竞争力。重组后，公司对下属企业的管理链条有待进一步梳理完善。

2023 年 12 月，为推进市场化及产业化转型，公司对下属全资子公司景德镇市投资有限责任公司（以下简称“投资公司”）进行整合重组，将黑猫集团和合盛公司等产业类子公司划入投资公司。重组后，投资公司注册资本变更为 50.00 亿元，业务涉及煤炭化工、专用设备制造、陶瓷贸易、文化传媒、金融服务、航空产业、城市服务产业及房地产开发等多个领域。

截至 2023 年底，投资公司合并资产总额为 857.32 亿元，所有者权益合计 304.76 亿元（含少数股东权益 68.58 亿元）；2023 年，投资公司实现营业总收入 201.90 亿元，利润总额 2.75 亿元。

作为景德镇市重要的产业投资平台，投资公司未来将围绕“3+1+X”产业战略，以“直投+基金”作为培育发展产业的重要途径，通过综合运用基金、金融、资产管理等多元资本运作手段来推动产融结合，以市场化方式吸引社会资本共同助力全市特色优势产业集群发展及战略新兴产业孵化培育。

投资公司重组时间较短，职能定位的充分发挥有赖于管理体系的梳理完善，产融结合效果有待关注。

## （四）经营方面

### 1 业务经营分析

2023年，受炭黑产品价格下跌、基础设施建设及地产结转收入下降影响，公司营业总收入同比小幅下降；受核心板块毛利率同比下降影响，综合毛利率同比明显下降，处于较低水平。

2023年，公司主营业务板块构成未发生变化。其中，煤化工业务包括焦炭、炭黑、复合肥及煤化工附属业务，2023年合计收入占比达到79.28%。

2023年，公司营业总收入同比下降6.39%。其中，受炭黑产品价格下跌影响，炭黑收入同比下降5.98%；受项目结转进度影响，基础设施建设和房地产业务收入同比分别下降68.62%和64.78%；受下游需求放缓及市场竞争激烈影响，专用设备制造业务收入同比下降23.03%；当期确认处置不良债权收入7.24亿元，主要系处置债权包实现的收入；其他业务主要包括二手车、住宿餐饮、运输服务、安保、节能光伏等。

2023年，公司综合毛利率同比下降5.37个百分点。其中，焦炭及煤化工附属业务受前期采购的原材料价格较高及产量同比下降等因素影响，毛利率为负；基础设施建设毛利率同比下降13.52个百分点；受市场竞争激烈影响，专用设备制造业务毛利率同比下降6.21个百分点；其他业务毛利率同比下降4.56个百分点，主要系低毛利率的二手车收入占比高且住宿餐饮、运输服务业务亏损所致。

2024年一季度，公司营业总收入同比下降14.34%，主要系焦炭业务受市场需求下滑影响收入同比下降10.43%所致；综合毛利率同比下降3.59个百分点，其中焦炭业务毛利率进一步下滑，炭黑业务毛利率同比回升。

图表3·2022—2023年及2024年1—3月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024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
焦炭销售	48.92	22.12%	11.26%	47.84	23.10%	-2.59%	8.76	19.73%	-9.89%
炭黑销售	87.59	39.60%	4.14%	82.35	39.76%	2.34%	18.99	42.78%	6.03%
复合肥销售	15.60	7.05%	5.58%	19.20	9.27%	2.45%	2.86	6.45%	4.95%
煤化工附属产品	15.84	7.16%	-1.53%	14.80	7.15%	-3.50%	3.21	7.24%	-2.09%
基础设施建设	17.05	7.71%	34.47%	5.35	2.58%	20.95%	0.54	1.22%	19.97%
房地产	10.79	4.88%	21.94%	3.80	1.84%	22.25%	0.61	1.38%	25.83%
专用设备制造	9.77	4.42%	30.23%	7.52	3.63%	24.02%	1.89	4.26%	26.87%
处置不良债权	3.10	1.40%	100.00%	7.24	3.49%	99.84%	--	--	--
其他	12.55	5.68%	8.71%	19.00	9.17%	4.15%	7.16	16.12%	4.84%
<b>合计</b>	<b>221.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.37%</b>	<b>207.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.00%</b>	<b>44.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.92%</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司焦炭业务上下游集中度高。2023年，焦炭业务受下游需求减弱影响，产销量同比下降，产品价格有所上涨，但前期采购的原材料价格较高加之产量下降导致单位产品分摊的固定成本上升，焦炭业务毛利率为负。

公司焦炭业务主要由黑猫集团下属子公司景德镇市焦化能源有限公司（以下简称“景焦能源”）经营。

原材料采购方面，焦炭产品的主要原材料为洗精煤，景焦能源拥有铁路专用线，主要原材料主要通过铁路运输，在控制成本的同时一定程度上保证了原材料供应的及时与稳定。原材料采购结算主要采取款到发货方式，小部分货到付款，价格方面主要根据市场行情协商定价，通过现汇和银行承兑汇票方式结算，截至2023年底，景焦能源应付票据为37.72亿元。2023年，公司洗精煤采购量同比小幅下降；采购均价随洗精煤市场价格同比有所下降。焦炭业务主要供应商均为合作超过10年的战略合作伙伴，2023年，景焦能源前五名供应商采购额占总采购额的84.52%，供应商集中度高。

图表4·2022—2023年洗精煤采购情况

项目	2022年	2023年	2024年1—3月
采购金额（亿元）	62.42	47.04	10.15
采购量（万吨）	258.04	255.29	55.51

采购均价（元/吨）	2,418.99	1,842.61	1,828.23
-----------	----------	----------	----------

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

生产方面，景焦能源目前拥有 6 座焦炉与整套焦化产品净化回收及深加工装置，近年来产能未发生变化，2023 年受下游需求减弱影响产能利用率同比有所下降。

图表 5 • 2022—2023 年焦炭产销情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产能（万吨/年）	210.00	210.00	210.00
产量（万吨）	225.82	188.10	41.59
产能利用率（年化）	107.54%	89.57%	79.22%
销量（万吨）	218.98	198.24	41.72
产销率	96.97%	105.39%	100.31%
平均售价（元/吨）	2,234.05	2,413.38	2,099.53

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从下游销售来看，景焦能源产品主要覆盖江西和福建等焦炭缺口大的区域。同时，福建省铁路运输受单线通行和路况复杂影响，长期处于运输紧张状态，所有进出福建省铁路均需通过鹰潭中转，并且福建铁路局现已划归南昌铁路局管理，运距短、运输畅通为景焦能源进入和占据福建市场提供了有利条件。产品销售渠道方面，焦炭业务下游客户主要为福建三安钢铁有限公司（以下简称“三安钢铁”）、新余钢铁集团有限公司（以下简称“新余钢铁”）等钢铁企业。副产品煤焦油全部供给黑猫股份生产炭黑，粗苯全部供给开子药化工有限公司加工纯苯、甲苯等，硫铵全部供给江西开子肥业集团有限公司生产复合肥。2023 年，景焦能源前五名客户的销售额占总销售额的 65.83%，客户集中度较高。销售结算方式为公司收到预付款后供货，对方单位收到货物后结清尾款，主要通过现汇和银行承兑汇票方式结算。2023 年，焦炭业务产销率保持高水平，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。2024 年一季度，焦炭产销量同比分别下降 24.97% 和 27.00%，产能利用率进一步下滑，平均售价同比下跌 8.13%，焦炭业务收入及毛利率同比均有所下降。

**2023 年，原材料煤焦油价格下跌带动炭黑产品价格下跌，公司炭黑业务收入及毛利率同比均有所下降。**

公司炭黑业务以黑猫股份为生产经营主体。黑猫股份炭黑生产的主要原料包括煤焦油、蒽油、低温焦油等，其中煤焦油用量约占总成本的 85%。黑猫集团每年自产的煤焦油在 3 万吨以上，全部由黑猫股份按市场价格采购，自产煤焦油主要集中在景德镇，自供比例较低。为增强对上游资源的控制力，节约运输成本，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。黑猫股份原材料采购主要采取订单采购模式，根据年度采购计划与主要供应商签署年度采购合同或确定年度采购意向，并按月执行，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。2023 年，黑猫股份前五大供应商采购金额占比为 18.80%，供应商较为分散。

图表 6 • 2022—2023 年炭黑产销情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产能（万吨/年）	114.00	114.00	114.00
产量（万吨）	90.73	92.38	26.17
产能利用率（年化）	79.59%	81.04%	91.82%
销量（万吨）	89.94	94.20	24.56
产销率	99.13%	101.96%	93.87%
平均售价（元/吨）	9,739.02	8,539.71	7,887.07

注：季度产能已年化处理

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

黑猫股份的炭黑产品采取“以销定产”的生产模式，2023 年产量同比小幅增长。销售方面，黑猫股份与主要客户一般首先签订年度购销合同或确定年度供货意向。具体供货时，按月或季度另行签订具体购销订单。产品的价格调整周期大多为一个月，部分为一个季度，具体定价策略一般为在生产成本的基础上，参考当时的市场供求状况，确定最终对外销售价格。在此定价模式下，黑猫股份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，黑猫股份毛利率存在一定的波动性。产品销售渠道方面，黑猫股份客户主要为国内外大型轮胎企业。2023 年，黑猫股份前五名客户的销售额占总销售额 17.33%，客户集中度较低。在货款结算方面，黑猫股份销售结算方式为先供货后收款，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。

2023 年，受产品价格同比下降影响，黑猫股份收入及毛利率同比均有所下降。2024 年一季度，黑猫股份产销量同比分别增长 19.17%和 28.72%，但受产品价格同比下跌 20.13%影响，收入同比保持稳定；毛利率同比增加 5.53 个百分点。

**2023 年，公司复合肥业务量价齐升，收入同比增长，受前期采购的原材料成本较高影响，毛利率同比有所下降。**

公司复合肥业务主要由黑猫集团下属江西开门子肥业股份有限公司（以下简称“开门子肥业”）负责生产经营。

原材料采购方面，复合肥的主要原材料包括氯化铵、尿素、磷酸一铵、氯化钾等。2023 年，受原油和煤炭价格下行影响，复合肥主要原材料采购均价同比均有所下降；同期，开门子肥业前五大供应商采购金额占比为 32.44%，供应商集中度一般。2024 年一季度，氮肥和钾肥采购均价同比下降明显。

图表 7 • 2022—2023 年复合肥原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
氮肥	31.04	1,539.27	37.67	1,336.90	9.93	1,231.54
磷肥	15.06	3,224.66	15.37	2,787.89	3.93	3,005.95
钾肥	8.85	3,898.96	18.99	2,735.96	3.76	2,572.36
其他	1.48	409.64	1.74	553.47	0.30	394.62

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

开门子肥业在江西景德镇、湖南湘潭、河南兰考、河北衡水和河南驻马店拥有五个复合肥生产基地，产能分别为 26 万吨/年、30 万吨/年、25 万吨/年、50 万吨/年和 25 万吨/年。复合肥销售的季节性特征明显，且行业产能过剩，产能利用率处于较低水平。此外，开门子肥业拥有铁路专用线，能在一定程度上降低产品运输成本。

图表 8 • 2022—2023 年复合肥产销情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产能（万吨/年）	148.00	156.00	156.00
产量（万吨）	54.18	61.95	13.93
产能利用率（年化）	36.61%	39.71%	35.72%
销量（万吨）	55.25	62.66	11.79
产销率	101.97%	101.15%	84.64%
平均售价（元/吨）	2,822.74	3,063.37	2,427.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

开门子肥业复合肥销售主要采用“直销+代销”业务模式，下游客户主要为相关农资公司。2023 年，开门子肥业前五名客户的销售额占总销售额的 3.76%，客户集中度很低；结算方式为先款后货，开门子肥业收到预付款后供货，客户收到货物后结清尾款。此外，如遇销售淡季，到年底会集中一并结清往来款。2024 年一季度，复合肥产销量同比分别下降 28.60%和 23.74%，加之平均售价同比下滑，复合肥收入同比下降 30.41%，毛利率同比增加 1.86 个百分点。

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

公司基础设施建设业务主要包括园区开发建设、棚户区改造、老城改造、市政建设等项目，业务模式分为政府购买服务、委托代建和自营模式，其中，政府购买服务及委托代建模式回款均由政府或委托方支付，自营模式回款来源主要为项目运营收入。项目前期，受资金拨付进度影响，公司均需垫付项目款，资金来源主要为借款、发债募集的资金及公司自有资金。截至 2024 年 3 月底，公司已签协议的主要在建基础设施项目中，政府购买服务及委托代建项目拟回购总金额规模较大，其中主要基础设施建设项目已回购金额较 2023 年 3 月底未发生变化，回购进展不及预期。

**图表 9 • 截至 2024 年 3 月底公司已签协议的主要基础设施建设项目情况（单位：亿元）**

项目名称	建设主体	业务模式	总投资	已投资	是否已完工	拟回购总金额	已回购金额	2024 年 4—12 月预计回款	2025 年预计回款	2026 年预计回款
景德镇市西城韭菜园片区城中村棚户区改造项目	本部	政府购买服务	25.90	25.39	未完工	36.92	7.46	1.94	1.94	1.94
航空及先进装备制造产业基地	合盛公司	委托代建	18.69	24.33	未完工	24.47	23.96	0.51	0.00	0.00
景德镇汽车产业园基础设施建设项目（一期）项目	景德镇市华信建设投资有限公司	委托代建	10.25	10.25	已完工	14.57	9.74	2.69	2.14	0.00
其他市政建设项目	--	委托代建	41.61	19.73	--	41.61	7.42	7.33	10.11	10.00
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>96.45</b>	<b>79.70</b>	<b>--</b>	<b>117.57</b>	<b>48.58</b>	<b>12.47</b>	<b>14.19</b>	<b>11.94</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司自营项目主要由各子公司投资建设，投资规模大，资金来源包括企业自筹资金、银行贷款；此外，高岭中国村（2023 年底专项应付款余额 7.70 亿元）、康养项目（2023 年底专项应付款余额 1.50 亿元）和陶博城（2023 年底专项应付款余额 16.50 亿元）等项目亦获得了一定政府专项债资金支持；未来将通过运营产生物流收入、文化旅游收入、康养收入、厂房出售出租收入等进行资金平衡。总体看，自营项目回款周期长，未来收益存在不确定性，需关注预期收益实现情况。

自营项目中，景德镇市高岭·中国村田园综合体建设项目由黑猫集团子公司景德镇开门子文旅产业发展有限责任公司（以下简称“开门子文旅”）投资建设，项目位于景德镇市浮梁县鹅湖镇，总体规划面积 2,483.61 公顷，规划总建筑面积 1,006,638.00 平方米。项目空间总体布局为“一环两带串五区”；一环：高岭风光环线；两带：两条南北向贯穿规划区的界新河与桥溪河形成的滨水风光带；五区：由农业体验区、茶海度假区、商务度假区、康体养生区、乡野文化区组成的五大功能区。项目建设期为 2019 年至 2036 年，具体分为三个阶段滚动式发展。一期：2019~2021 年为重点项目启动期，以农业项目为核心，开发部分文化休闲项目，实施田园综合体基础设施工程；二期：2022~2026 年为全面开发运营期，着力打造田园综合体体系，大部分农业、文旅产品和社区建成试运营；三期：2027~2036 年为三产项目开发期，推动一产、二产、三产的相互衔接，完善田园综合体的产业链，提升基础设施，项目整体建成。项目 2022 年进入运营阶段，2023 年，开门子文旅实现收入 1.01 亿元，净利润为 0.22 亿元。

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

**图表 10 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）**

项目名称	运营主体	预计总投资	已投资	开工年份	累计已确认收入	是否已开始运营	收益来源
景德镇国信·颐源康养项目（一期）	景德镇市国信康养产业有限公司	10.60	6.89	2019	0.59	是	出售+出租
景德镇市直升机航空产业孵化园项目	合盛公司	12.78	9.67	2020	0.09	是	出租
景德镇市国际陶瓷文化旅游交流中心（1&2 标段）	国信城市运营	16.41	13.81	2021	0.01	是	对外出租
高岭中国村项目	开门子文旅	44.44	26.08	2019	1.83	是	旅游、餐饮、住宿、出租等
景德镇高新区电子信息产业标准厂房建设项目	合盛公司	4.12	3.42	2021	--	否	出租
景德镇市智慧旅游集散中心建设项目（3 标段）	国信城市运营	7.11	3.06	2021	0.00	是	物业租赁、广告
景德镇物流中心建设项目（5 标段）	国信城市运营	7.64	2.24	2022	0.00	是	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（全体配套）	国信城市运营	1.16	0.89	2022	0.03	是	信息服务
景德镇市佛手湖陶瓷文化旅游景区建设项目（4 标段）	国信城市运营	9.00	6.59	2022	0.00	是	物业租赁、餐饮、门票、广告
景德镇市高新区智慧产业标准厂房建设项目	合盛公司	7.00	6.53	2022	--	否	出租
景德镇市高新区通用航空产教融合基	合盛公司	10.00	5.83	2022	0.06	是	出租

地建设项目								
景德镇市中心城区停车场建设项目	景德镇市古镇投资管理有限公司	12.35	6.51	2017	0.23	是	停车位租金	
景德镇市殡仪馆及公墓配套设施建设项目	景德镇市国信人文纪念有限公司	4.52	3.14	2019	0.98	是	殡仪公募服务	
景德镇市陶瓷技师培训中心（一期）	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	4.29	2.89	2019	--	否	租赁收入	
景德镇现代农批市场与冷库项目	景德镇市国信宏城建设开发有限公司	7.47	6.97	2019	0.55	是	租赁收入	
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>158.89</b>	<b>104.52</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司房地产项目全部位于景德镇市，包括商业地产及安置房项目。2023年，公司房地产业务结转收入规模下降幅度较大，现有项目存在一定去化压力，未来暂无新项目开发计划，资本支出压力不大。

公司房地产项目均位于景德镇市，经营主体主要包括国信置业、黑猫集团下属子公司景德镇市开门子房地产开发有限公司（以下简称“开门子房地产”）、合盛公司及景德镇市古镇投资管理有限公司（以下简称“古镇公司”）。房地产业务分为两种模式，即商业地产和安置房。2023年，房地产业务收入主要来自国信置业的国信滨江苑及国信嘉苑项目、开门子房地产的玖玺台及康家花园三期，合盛公司的梧桐雅苑等项目。截至2023年底，公司暂无拟建房地产项目，未来资本支出压力不大。

商业地产项目开发方式分为自主开发及合作开发，合作开发多为公司以土地出资，合作单位以现金出资的方式。截至2023年底，商业地产共有3个主要在售项目，分别为康家花园三期、玖玺台及滨江新城国博府。国信至臻系原转让给恒大地产集团（江西）有限公司（以下简称“恒大地产”）的景德镇市景兴房地产开发有限公司（以下简称“景兴地产”）开发项目，公司现已将项目收回继续开发。

公司安置房业务主要是针对景德镇市老城区范围内安置房项目的开发建设，开发模式为公司先通过公开市场“招拍挂”方式取得安置房的建设用地，再进行安置房的开发建设工作，安置房的建设资金来源主要为自有资金和外部融资。公司通过招标确定建设方，项目建设完工后，公司负责向符合动迁安置房购买资格的对象进行销售。公司销售的安置房主要为定向销售，以约定价格向安置户出售安置房，安置价格一般为3500~4000元/平方米。截至2023年底，公司部分安置房项目存在一定去化压力。

图表 11 • 截至 2023 年底主要在售地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	开发主体	项目性质	总投资	已投资	项目进展	建筑面积	已售面积	累计销售收入
金鼎国际	开门子房地产	商业地产	2.65	2.63	已完工	5.40	5.40	1.58
金和汇景	开门子房地产	商业地产	3.41	4.28	已完工	4.96	3.20	4.08
康家花园三期	开门子房地产	商业地产	5.28	4.30	在建在售	15.20	14.47	8.10
玖玺台	开门子房地产	商业地产	6.50	3.90	在建在售	5.85	2.12	1.52
滨江新城国博府	国信置业	商业地产	10.52	6.83	在建在售	13.36	3.06	0.00
国信至臻	国信置业	商业地产	26.35	10.00	在建	42.72	0.00	0.00
梧桐雅苑	合盛公司	商业地产及安置房	8.27	6.79	在建在售	17.84	8.42	3.55
国信滨江苑	国信置业	安置房	12.41	12.81	已完工在售	31.48	23.34	9.78
国信御城	国信置业	安置房	5.47	5.47	已完工在售	16.83	13.92	6.09
国信嘉苑	国信置业	安置房	1.94	1.69	已完工在售	6.39	2.49	1.16
滨江盛景	合盛公司	安置房	8.66	5.31	在建在售	14.76	0.89	0.00
古镇天御	古镇公司	商业地产及安置房	19.71	19.71	已完工在售	43.70	32.37	11.29
古镇公元	古镇公司	安置房	12.28	5.90	在建在售	18.89	14.82	4.98
沿江东路棚户区改造安置房小区二期（景北、尚东安置房工程）	古镇公司	安置房	3.55	3.49	已完工在售	9.26	7.68	2.07
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>127.00</b>	<b>93.11</b>	<b>--</b>	<b>246.64</b>	<b>132.18</b>	<b>54.20</b>

注：金鼎国际以商业出租为主，资金回收时间较长  
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

受下游投资需求放缓及市场竞争加剧影响，2023年正业科技收入规模下降幅度较大，加之资产损失计提，2023年净利润亏损面扩大；同时，新建产能项目总体投资规模大，现已部分投产，未来存在一定资本支出压力。

公司电子智能科技业务主要由合盛公司下属上市公司正业科技经营。截至 2023 年底，合盛公司对正业科技的持股比例为 22.13%。正业科技主要向锂电池、PCB、平板显示、光伏等行业领域制造厂商提供工业检测、自动化、智能制造整体解决方案、新材料等产品及服务。

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

2023 年，受行业下游投资需求放缓及市场竞争加剧影响，正业科技销售接单减少，营业收入同比下降 23.44%，其中锂电检测自动化收入同比下降 63.56%；毛利率同比减少 6.13 个百分点，加之费用增加及资产减值损失计提（1.01 亿元），净利润为-2.36 亿元（2022 年为-1.02 亿元）。

图表 12 • 2022—2023 年正业科技主要产品收入及毛利率情况（单位：亿元）

产品	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
高端新材料	2.35	23.77%	22.87%	2.30	30.28%	20.78%
锂电检测自动化	4.50	45.40%	30.26%	1.64	21.61%	24.56%
平板显示模组自动化	1.37	13.85%	32.84%	1.47	19.45%	26.08%
智能制造集成	0.75	7.58%	44.79%	0.79	10.45%	36.31%
PCB 检测自动化	0.92	9.25%	33.95%	0.69	9.15%	43.81%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

正业科技通过控股子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”，正业科技持股 40%，合盛公司持股 11%）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 50.00 亿元，分三期投资建设，一期建设 1GW 异质结电池及 2GW 光伏组件产能，第二期建设 4GW 异质结电池及 3GW 光伏组件产能，第三期建设 3GW 异质结电池产能。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。根据财务测算，项目财务内部收益率（税后）为 22.30%，投资回收期 5.89 年，年均营业收入 149.51 亿元，年均利润总额 7.57 亿元。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 年度实现营业收入约 1,577 万元。因政府代建厂房工程进展不及预期，项目第一期剩余部分预计推迟至 2024 年 5 月份交付。公司将综合考虑行业技术发展状况、公司经营情况、市场供需变化、资金筹集情况等因素，安排项目第二期、第三期投资进度。

## 2 未来发展

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

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

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

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

## （五）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司非同一控制下企业合并 2 家子公司，分别为景德镇昌河航空设备技术有限责任公司和吕梁市黑猫新材料有限公司，交易对价分别为 0.41 亿元和 1.50 亿元；处置 2 家子公司；新增投资设立全资子公司景德镇陶博城有限责任公司（以下简称“陶博城公司”）



及其下属公司等 28 家子公司，黑猫集团下属公司吸收合并一家子公司；整体看，新增及处置子公司规模不大，财务数据可比性较强。

## 1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着在建自营项目的持续投入及部分转固，以及收到棚改股权投资基金回购款，公司资产规模进一步扩大；公司资产中在建自营项目、房产、土地及林地使用权资产规模大，整体流动性弱，资产质量较好。

截至 2023 年底，公司资产规模较上年底增加 153.29 亿元，增幅为 13.85%，其中其他非流动金融资产较上年底增加 30.54 亿元，主要系收到景德镇市财政局转来景德镇市棚改股权投资基金回购款 30 亿元所致；投资性房地产较上年底增加 48.34 亿元，主要系合盛公司下属职校房屋土地、智慧产业标准厂房及产教融合基地等转入所致；固定资产较上年底增加 28.31 亿元，主要系记入在建工程的景德镇市国际陶瓷贸易交流交易中心等项目结转至固定资产所致；无形资产较上年底增加 10.93 亿元，主要系国信置业新增购置土地及新增景德镇新闻传媒集团有限责任公司特许经营权所致。截至 2024 年 3 月底，公司资产规模较 2023 年底增加 53.04 亿元，增幅为 4.21%，主要系外部融资带动货币资金较 2023 年底增加 33.08 亿元所致。

公司资产主要包括货币资金、房地产项目、自营在建项目、投资性房地产、生产厂房、土地及林权等。其中，货币资金受限比例较高；存货中开发成本占 72.80%，以在建基础设施建设项目为主，投资回收周期长；房地产项目等开发产品占存货账面价值的 12.36%，存在一定去化压力，未计提跌价准备；应收账款主要由基础设施建设及煤化工业务产生，其中与政府及其所属单位的应收款项合计 28.82 亿元（占 40.20%），按账龄风险组合计提坏账准备的应收账款（占 58.02%）账龄较短；其他应收款中 44.03%是与政府及关联单位的应收款项，整体账龄偏长；长期股权投资主要系江西省景德镇浯溪口水利枢纽工程开发有限公司、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司、景德镇市陶汇投资发展有限公司和江西景德镇国控产业母基金合伙企业（有限合伙）等非上市公司股权及基金投资，2023 年投资收益为负；投资性房地产主要系本部及下属子公司持有的房产和土地，能够贡献较为稳定的租金收益，其中 30.16%尚未办妥产权证书；固定资产主要为黑猫集团下属厂房及机器设备，以及新转入的陶博城等自营项目；无形资产主要由林地使用权（占 59.47%）和土地使用权（占 31.87%）构成。公司流动资产中货币资金和存货占比高，货币资金受限比例较高，存货中的在建基础设施建设项目投资金额大、回报周期长，短期内难以变现，资产整体流动性弱。

图表 13 • 公司各类资产变化情况



图表 14 • 2023 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产比例	受限原因
货币资金	69.07	59.97%	保证金存款
应收票据	0.07	6.60%	商业承兑汇票贴现
应收账款	0.13	0.18%	应收账款保理质押
存货	50.56	16.66%	银行借款抵押
在建工程	5.60	9.72%	银行借款抵押
投资性房地产	33.25	12.42%	银行借款、融资租赁抵押
固定资产	3.01	2.67%	银行借款、融资租赁抵押
无形资产 - 土地使用权	6.87	6.38%	银行借款、融资租赁抵押
其他权益工具投资	0.62	7.10%	银行借款质押
未来收益权	--	--	银行借款质押（厂房出租出售收入等）
<b>合计</b>	<b>169.16</b>	<b>13.43%</b>	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2023 年底，受益于棚改基金划拨资金增资，公司所有者权益规模明显提升；所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较强。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增加 38.66 亿元，增幅为 9.95%，主要系收到景德镇市财政局转来景德镇市棚改股权投资基金回购款 30 亿元<sup>1</sup>计入资本公积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.03%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为 23.41%、45.30%、7.75%和 5.42%，权益结构稳定性较强。

<sup>1</sup>根据基金成立批复，明确景德镇市财政局对公司棚改股权投资基金划拨资金均以增资方式进入。

截至 2023 年底，随着在建项目的持续投入，公司有息债务规模进一步上升，融资渠道仍以银行贷款为主，债务负担较重，债务期限结构有待改善。

随着在建项目的持续投入，截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增加 92.67 亿元，增幅为 15.24%，占同期末负债总额的 84.16%，其中银行借款约占 58%、发行债券约占 17%、非标融资约占 3%；2023 年综合融资成本<sup>2</sup>为 3.69%。债务期限结构方面，短期债务占 52.10%；2024 年下半年到期的有息债务合计 139.10 亿元，其中信用类债券为 62.78 亿元，存在一定债务接续压力。截至 2023 年底，短期借款主要由保证借款（占 57.23%）、信用借款（占 25.66%）和抵押借款（占 16.57%）构成；长期借款主要由抵押借款（占 42.09%）和保证借款（占 29.62%）构成；应付债券中包括境外债 3.33 亿元；长期应付款主要由应付股权回购义务款（10.02 亿元）、应付融资租赁款（15.09 亿元）、高岭中国村及陶博城等项目专项应付款（66.18 亿元）构成。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务较 2023 年底增长 6.78%，其中短期债务占 52.02%。

从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.10%、62.13%和 44.01%，债务负担较重。

2023 年，公司营业总收入同比小幅下降，受各主板块毛利率下降影响，毛利润大幅下降，在期间费用的侵蚀下出现大额经营性亏损，其他收益对利润的支撑作用很强，综合盈利能力指标仍处于较强水平。

2023 年，受炭黑价格下跌及房地产收入减少影响，公司营业总收入同比下降 4.67%；受煤化工、房地产及电子智能科技业务毛利率下降影响，毛利润同比减少 13.42 亿元；以财务费用和管理费用为主的期间费用规模较大，经营性利润出现大额亏损，合并口径利润总额主要来自其他收益的支撑。当期其他收益主要包括财政补贴资金 28.82 亿元（上年同期为 10.39 万元），包括合盛公司收到的景德镇高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）国有资产管理中心拨付的一次性补贴资金 1.56 亿元及高新区管委会科技发展局拨付的企业扶持发展基金补助 5.68 亿元；黑猫集团其他收益为 13.99 亿元。整体来看，公司主业盈利水平与化工行业关联性强，其他收益对利润的支撑作用很强。

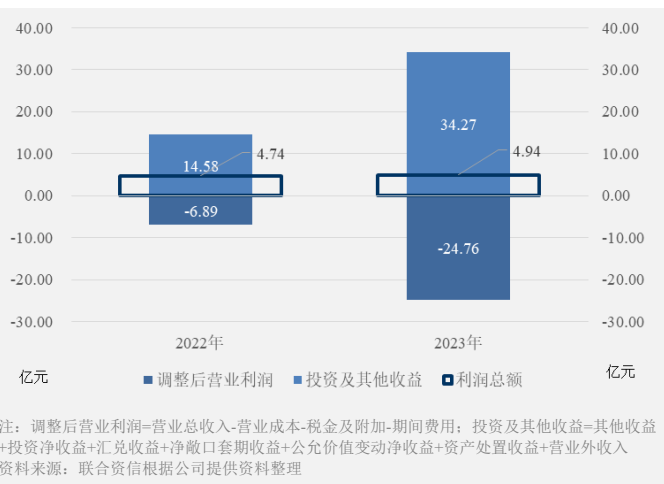
2024 年一季度，公司营业总收入同比下降 13.73%，毛利润同比进一步下滑，财务费用侵蚀同比增加，其他收益同比增加但亏损面扩大，利润总额同比减少 3.53 亿元至-6.86 亿元。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
营业总收入	228.98	218.28
毛利润	28.32	14.90
期间费用	33.27	37.42
投资收益	0.10	1.46
其他收益	13.33	31.29
利润总额	4.74	4.94
营业利润率	11.52%	5.80%
总资本收益率	1.94%	1.85%
净资产收益率	0.56%	0.37%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 16 • 2022—2023 年公司利润构成及变化趋势



公司核心业务经营获现能力较弱，且始终保持较大的对外投资规模，经营发展对外部融资存在较强依赖性，需关注融资监管政策变化对公司的影响。

2023 年，公司收入实现质量尚可；受益于煤化工板块原材料价格同比下跌，经营活动现金净流出规模同比收窄。受在建基础设施建设项目持续投入及景德镇棚改股权投资基金出资影响，投资活动现金净流出规模进一步扩大。公司主要依赖于银行借款等外部融资来弥补资金缺口，需关注融资监管政策变化。同时，受益于注资支持，2023 年公司吸收投资收到的现金合计 32.23 亿元。同期，通过外部债务融资叠加股东资金支持等筹集的资金能够覆盖资金缺口，现金及现金等价物净增加额转正。考虑到未来公司计划持续在产业领域拓展，对外融资需求大。

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

图表 17 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	281.97	290.52	59.40
经营活动现金流出小计	307.24	290.75	58.42
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-25.28</b>	<b>-0.23</b>	<b>0.98</b>
投资活动现金流入小计	5.06	1.60	0.16
投资活动现金流出小计	67.70	90.86	8.66
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-62.64</b>	<b>-89.26</b>	<b>-8.50</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-87.91</b>	<b>-89.49</b>	<b>-7.52</b>
筹资活动现金流入小计	314.40	372.33	137.94
筹资活动现金流出小计	252.05	280.69	97.04
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>62.35</b>	<b>91.64</b>	<b>40.90</b>
<b>现金收入比</b>	<b>103.22%</b>	<b>102.88%</b>	<b>101.41%</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-25.04</b>	<b>2.25</b>	<b>33.38</b>

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

## 2 偿债指标变化

公司偿债指标表现较弱，间接融资渠道畅通且下属子公司具备直接融资渠道。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	142.94%	115.79%
	速动比率	62.76%	51.75%
	经营现金/流动负债	-6.92%	-0.05%
	经营现金/短期债务（倍）	-0.09	0.00
	现金类资产/短期债务（倍）	0.38	0.32
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	30.15	33.14
	全部债务/EBITDA（倍）	20.17	21.15
	经营现金/全部债务（倍）	-0.04	0.00
	EBITDA/利息支出（倍）	1.34	1.37
	经营现金/利息支出（倍）	-1.12	-0.01

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

从偿债指标看，2023 年，受负债和存货规模上升等因素影响，公司偿债指标表现整体弱于 2022 年，其中流动资产对流动负债的保障程度一般，现金类资产对短期债务的保障程度较弱，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额为 15.60 亿元，担保比率为 3.73%，系公司为景德镇市国资委下属的景德镇市城市建设投资集团有限责任公司和景德镇国控供应链管理有限公司提供的保证担保，未设置反担保措施。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在尚未了结的可能会对其生产经营产生实质性不利影响的重大诉讼或仲裁。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司获得的银行及其他金融机构授信额度为 628.54 亿元，尚未使用额度为 190.75 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属黑猫股份及正业科技为上市公司，具备直接融资渠道。

## 3 公司本部主要变化情况

公司本部收入规模较小，利润主要来自其他收益；本部承担了部分有息债务且以直接融资为主，资产主要由其他应收款、存货、长期股权投资及投资性房地产构成，资产流动性较弱；本部对外部融资依赖度高，存在一定的短期偿债压力。

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

截至 2023 年底，公司本部资产主要为子公司及联营企业股权、对子公司的资金拆借及投资性房地产。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）12.03 亿元，长期股权投资 269.76 亿元（对子公司的投资占 94.63%），其他应收款 71.36 亿元（主要为对子公司的无息往来款），投资性房地产 68.80 亿元（能够产生较为稳定的租金收益）。

图表 19 • 2023 年末公司本部其他应收款前五名情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	账面余额	账龄	占其他应收款总额的比例
景德镇市国信置业有限公司	往来款	35.06	1 年以内	47.74%
景德镇市开源房地产有限公司	往来款	10.34	1 年以内	14.08%
景德镇市财政局	政府往来款	8.68	1~3 年	11.82%
景德镇合盛产业投资发展有限公司	往来款	6.40	1 年以内	8.71%
景德镇市国信资产管理有限公司	往来款	4.56	1 年以内	6.21%
<b>合计</b>	--	<b>65.04</b>	--	<b>88.56%</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023 年，公司本部实现营业总收入 8.60 万元，同比下降 17.63% 主要系市政建设项目收入大幅减少所致；财务费用为 11.20 万元（同比增长 16.26%），投资收益为 0.99 亿元（主要来自子公司分红），其他收益为 3.98 亿元，利润总额为 1.50 亿元。

截至 2023 年底，公司本部全部债务为 208.24 亿元，占合并口径全部债务的 29.72%。其中，短期债务为 121.46 亿元，占全部债务的 58.33%；公司本部 2024 年下半年到期的公司信用类债券合计 62.90 亿元，存在一定债务接续压力。同期末，公司本部全部债务资本化比率 42.43%，债务负担可控。

偿债能力方面，2023 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为 7.49 亿元，取得投资收益收到的现金 0.42 亿元，吸收投资收到的现金 30.00 亿元，合计能够覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 9.45 亿元；截至 2023 年底，公司本部现金短期债务比为 0.10 倍，存在一定的短期偿债压力，对外部融资依赖度高。

## （六）ESG 方面

公司注重环保投入，积极履行作为国企的社会责任，法人治理结构健全，重组产业投资平台后的内控流程有待进一步梳理完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司下属上市公司黑猫股份于 2023 年 3 月取得国家级绿色工厂称号，配备有多套污水处理设施、循环水处理工艺、余热利用、固体废弃物回收利用装置等设备，推进企业与环境的可持续发展。黑猫股份生产基地全面采用尾气发电机组、废气脱硫脱硝装置、VOCs 回收系统等新兴技术，保障污染因子达标排放。

社会责任方面，公司基础设施建设项目投资规模大，社会效益显著。2023 年 3 月，公司荣获“全市 2022 年度招商引资工作先进单位”称号。2023 年 6 月，公司荣获全市 2022 年度定点（对口）帮扶先进单位；2023 年 12 月，公司旗下各子公司全力推进能源稳产保供，确保社会经济发展和民生用能需求；2024 年“五一”期间，公司志愿者为游客提供各项帮助和服务，提升游客体验，促进景德镇文旅产业发展。公司未来主要产业发展方向为当地特色优势产业、战略新兴产业和城市运营产业，符合社会趋势和区域发展战略，对于促进地方经济发展具有重要作用。

治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构健全，重组产业投资平台后的内控流程有待进一步梳理完善。

## 七、外部支持

公司作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，政府在资本注入、资产划转和财政补贴等方面给予公司的支持力度大。政府支持能力一般，支持可能性很大。

### 1 支持能力

2023 年，景德镇市 GDP 位居江西省第十位，同比增长 3.5%。全年全市规模以上工业增加值同比增长 4.7%；在规模以上优势产业中，电子信息产业增加值增长 24.3%，精细化工及生物医药产业增加值增长 5.2%，制冷压缩机及家电产业增加值增长 25.6%，直升机及通航产

业增加值增长 42.6%，汽车及零部件产业增长 4.6%。全市规模以上工业营业收入同比下降 0.1%，利润总额同比下降 26.3%。同期，一般公共预算收入 90.30 亿元，比上年下降 3.9%。在一般公共预算收入中，税收收入占比为 60.2%。景德镇市政府财政实力一般，支持能力一般。

## 2 支持可能性

公司是景德镇市人民政府直属的国有独资企业，作为景德镇市唯一的国有资本投资运营平台，在资本注入、资产划转及财政补贴方面得到了地方政府的大力支持。景德镇市人民政府每年给予公司一定的财政资金补贴，2023 年及 2024 年一季度，公司分别获得其他收益 31.29 亿元和 0.64 亿元。

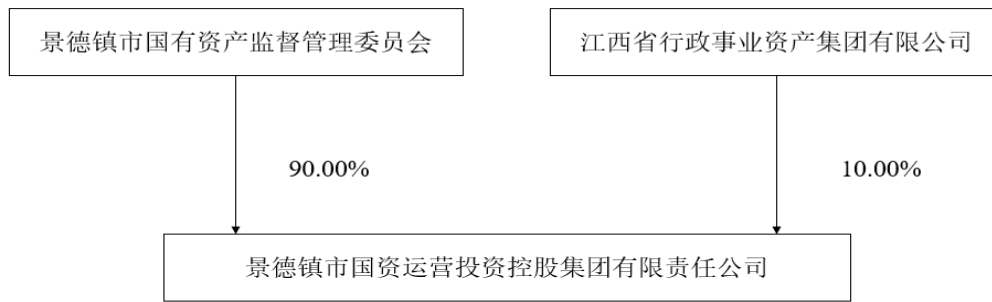
2023 年，公司收到景德镇市财政局划拨的景德镇市棚改股权投资基金回购款 30.00 亿元，以增资方式计入资本公积；根据景德镇市景办字〔2023〕6 号文件，市广播电视台等单位的经营性资产整体划入子公司景德镇新闻传媒集团有限责任公司，公司其他资本公积增加 8.67 亿元。

公司的国资背景和区域地位有利于其获得政府支持，且公司在资本注入、资产划转和政府补助等方面获得有力的政府支持，政府支持可能性很大。

## 八、跟踪评级结论

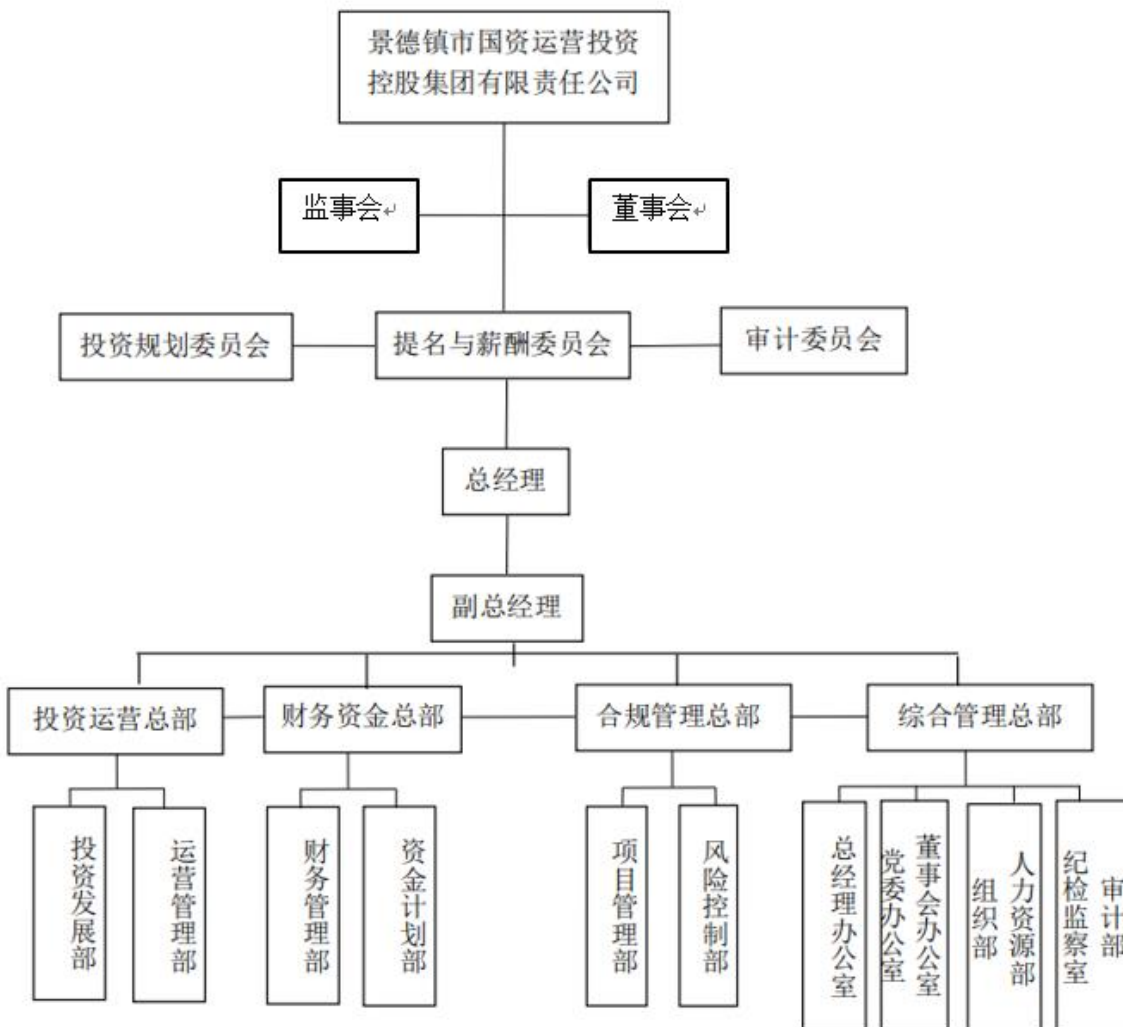
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“19 景国资 MTN001”“20 景国资 MTN001”“20 景国资 MTN003”“21 景国资 MTN001”“22 景控 01”“22 景控 02”和“23 景控 02”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
景德镇市投资有限责任公司	1,000.00	投资与资产管理	100.00%	--	投资设立
景德镇国控环境产业有限公司	50,000.00	投资管理	100.00%	--	投资设立
景德镇市国信智慧数字科技有限公司	1,000.00	保安服务	60.00%	--	投资设立
江西合盛柏为科技有限公司	10,000.00	技术服务	100.00%	--	投资设立
景德镇市政公用集团有限责任公司	5,000.00	市政工程	100.00%	--	政府划拨
景德镇市国信资产管理有限公司	5,000.00	投资管理	100.00%	--	投资设立
景德镇市国信再生资源有限公司	1,000.00	废旧物资回收销售加工	100.00%	--	投资设立
景德镇市国信人文纪念有限公司	1,000.00	殡葬服务	100.00%	--	投资设立
景德镇国信经贸有限责任公司	50,000.00	贸易销售	100.00%	--	投资设立
景德镇市国信鸿瑞健康养老有限公司	1,000.00	房地产开发	100.00%	--	投资设立
景德镇市国信工程管理有限公司	500.00	工程项目管理	100.00%	--	投资设立
景德镇市国信宏城建设开发有限公司	73,944.69	市政基础设施建设	100.00%	--	投资设立
景德镇市华信建设投资有限公司	30,000.00	项目投资	68.00%	--	投资设立
景德镇市公共交通公司	1,367.00	公共交通	100.00%	--	政府划拨
景德镇市国信节能科技股份有限公司	2,600.00	节能服务	51.00%	--	投资设立
景德镇市古镇投资管理有限公司	62,696.00	投资管理	100.00%	--	投资设立
江西直升机有限公司	33,995.82	航空运输设备制造	51.37%	15.95%	非同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	102.64	116.17	152.30
应收账款（亿元）	63.27	68.14	66.68
其他应收款（亿元）	28.99	30.71	30.86
存货（亿元）	292.66	303.45	310.73
长期股权投资（亿元）	37.55	37.12	36.39
固定资产（亿元）	84.49	112.80	112.05
在建工程（亿元）	60.81	57.55	68.16
资产总额（亿元）	1106.45	1259.74	1312.78
实收资本（亿元）	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	71.88	72.47	70.40
所有者权益（亿元）	388.42	427.08	418.51
短期债务（亿元）	272.32	365.13	389.27
长期债务（亿元）	335.79	335.66	359.00
全部债务（亿元）	608.11	700.79	748.27
营业总收入（亿元）	228.98	218.28	44.93
营业成本（亿元）	200.66	203.38	42.83
其他收益（亿元）	13.33	31.29	0.64
利润总额（亿元）	4.74	4.94	-6.86
EBITDA（亿元）	30.15	33.14	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	236.35	224.56	45.56
经营活动现金流入小计（亿元）	281.97	290.52	59.40
经营活动现金流量净额（亿元）	-25.28	-0.23	0.98
投资活动现金流量净额（亿元）	-62.64	-89.26	-8.50
筹资活动现金流量净额（亿元）	62.35	91.64	40.90
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	3.28	2.89	--
存货周转次数（次）	0.79	0.68	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.18	--
现金收入比（%）	103.22	102.88	101.41
营业利润率（%）	11.52	5.80	3.49
总资本收益率（%）	1.94	1.85	--
净资产收益率（%）	0.56	0.37	--
长期债务资本化比率（%）	46.37	44.01	46.17
全部债务资本化比率（%）	61.02	62.13	64.13
资产负债率（%）	64.89	66.10	68.12
流动比率（%）	142.94	115.79	115.50
速动比率（%）	62.76	51.75	54.95
经营现金流动负债比（%）	-6.92	-0.05	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.32	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	1.34	1.37	--
全部债务/EBITDA（倍）	20.17	21.15	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算；长期应付款中的有息债务已计入长期债务核算  
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理



**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	6.41	12.03	29.08
应收账款（亿元）	15.80	16.19	15.37
其他应收款（亿元）	63.70	71.36	74.99
存货（亿元）	33.12	32.66	33.17
长期股权投资（亿元）	257.26	269.76	269.79
固定资产（亿元）	9.34	9.04	8.95
在建工程（亿元）	4.15	4.20	4.24
资产总额（亿元）	514.03	573.57	594.33
实收资本（亿元）	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	245.12	282.56	279.98
短期债务（亿元）	51.13	121.46	127.72
长期债务（亿元）	132.61	86.78	84.65
全部债务（亿元）	183.74	208.24	212.37
营业总收入（亿元）	10.45	8.60	0.33
营业成本（亿元）	3.52	0.76	0.04
其他收益（亿元）	6.50	3.98	0.00
利润总额（亿元）	2.50	1.50	-2.57
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	12.13	4.26	0.83
经营活动现金流入小计（亿元）	153.31	118.41	24.18
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.82	7.49	2.46
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.89	-38.83	-0.21
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.16	37.04	14.80
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	0.58	0.54	--
存货周转次数（次）	0.11	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	116.12	49.56	248.85
营业利润率（%）	62.62	86.80	56.76
总资本收益率（%）	2.62	2.42	--
净资产收益率（%）	0.87	0.38	--
长期债务资本化比率（%）	35.11	23.50	23.21
全部债务资本化比率（%）	42.84	42.43	43.13
资产负债率（%）	52.31	50.74	52.89
流动比率（%）	97.28	68.54	69.96
速动比率（%）	70.98	51.91	55.01
经营现金流动负债比（%）	-1.44	3.81	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.10	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务核算  
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
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>	
总资产收益率	(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) / 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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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