



# 2019年景德镇市城市建设开发投资有限责任公司公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2019年景德镇市城市建设投资有限责任公司公司债券2024年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
PR 景城债/19 景城开投债	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到景德镇市陶瓷文化底蕴深厚，产业基础较好，近年“国家陶瓷文化传承创新试验区”的建设为其创造了良好的发展机遇，而景德镇市城市建设投资集团有限责任公司（以下简称“公司”或“景德镇城投”）作为景德镇市主要的城市投融资建设主体之一，业务集中在昌南新区，区域竞争力仍较强，收入可持续性较好，且当地政府在资产注入以及财政补贴等方面为公司发展持续提供有力支撑。同时，中证鹏元也关注到公司资产流动性仍较弱，债务规模较大且短期债务增速较快，面临较大的资金支出压力、偿债压力及或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来仍将作为景德镇市主要的城市投融资建设主体之一，公司能够维持在基础设施建设、资产运营管理等业务方面的竞争力，且将持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2024年6月26日

## 联系方式

项目负责人：谢海琳  
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：李咏旺  
liyw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	786.81	753.23	681.60	621.56
所有者权益	293.95	294.79	265.81	252.17
总债务	358.12	332.20	316.97	310.80
资产负债率	62.64%	60.86%	61.00%	59.43%
现金短期债务比	--	0.17	0.28	0.39
营业收入	3.04	37.63	52.88	30.32
其他收益	0.01	3.16	2.50	0.65
利润总额	-0.84	3.16	2.70	2.47
销售毛利率	18.40%	11.91%	7.01%	14.24%
EBITDA	--	5.47	4.65	3.83
EBITDA 利息保障倍数	--	0.33	0.27	0.27
经营活动现金流净额	-3.52	-3.01	3.77	-12.13

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **景德镇市陶瓷文化底蕴深厚，适逢“国家陶瓷文化传承创新试验区”建设，发展机遇良好。**景德镇以瓷立市，被定位为国家陶瓷文化保护传承创新基地、世界著名陶瓷文化旅游目的地和国际陶瓷文化交流合作交易中心，目前正处在传统产业转型升级阶段，着力打造“陶瓷、航空、精细化工和医药”+文化旅游+其他优势产业的“3+1+X”特色产业体系，其中航空产业基础坚实，优势独特，是我国最主要的直升机研发和总装生产基地。2023年，景德镇实现GDP 1,201.1亿元，同比增长3.5%。
- **公司是景德镇市主要的基础设施建设主体之一，收入可持续性较好。**公司主要负责昌南新区的基础设施建设，业务涉及委托代建、土地整理、资产运营管理等板块，区域内业务竞争力仍较强，截至2023年末，公司代建及自建的基础设施项目投入规模较大，自持的经营性物业类型较多，收入可持续性较好。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**当地政府部门通过注入资金及财政补贴等方面持续给予公司较大力度的支持，2023年公司资本公积合计增加20.65亿元，同期公司获得财政补助合计3.14亿元，有效提升了公司的资本实力与利润水平。

## 关注

- **公司在建项目仍需较多投资，面临较大的资金压力。**当前公司在建项目以自营为主，未来收益依赖经营表现，存在较大不确定性，且在建项目仍需较多投资，公司面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性仍较弱。**截至2023年末，公司资产以土地、房屋和在建项目工程投入为主，上述资产在公司总资产中的合计占比超过70%，其中代建项目结算进度取决于当地政府统筹安排，自营项目收益实现存在不确定性。此外，2023年末公司受限资产账面价值合计232.26亿元，资产受限比例较高，且非受限资产中部分土地未办理产权证明。
- **债务规模持续增长，短期债务增速较快，面临较大的偿债压力。**公司在委托代建与自营项目上较大规模的支出导致总债务规模持续增长，资产负债率保持较高水平。2023年公司发行的债券期限偏短，短期债务快速增加，导致现金短期债务比持续下降且表现较差，公司面临较大的偿债压力。考虑到公司当前在建项目较多，多数项目需公司自筹资金，部分项目收益与回款存在不确定性，预计未来债务规模会进一步扩大。

## 同业比较（单位：亿元）

公司名称	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
景德镇国控	1,259.74	427.08	218.28	景德镇市国有资本投资、运营管理平台，以煤化工及相关多元化产品生产、公共事业板块（代建项目）和房地产为主业
合盛产投	355.35	173.63	10.76	景德镇市重要的基础设施建设及产业投资主体，主要负责高新技术产业开发区及昌江区范围的工程建设、土地转让、电子仪器设备及材料销售等
古镇投资	109.35	70.32	3.60	主要从事景德镇市主城区安置房建设及老城保护业务
景德镇陶文旅	1,064.70	437.85	91.07	景德镇市重要的基础设施建设主体，从事景德镇市基础设施建设及棚户区改造，以及商品销售、酒店住宿及餐饮、资产管理等业务
景德镇城投	753.23	294.79	37.63	昌南新区范围内原昌南拓展区的土地整理、基础设施建设和昌江区棚户区改造等

注：（1）景德镇国控是景德镇市国资运营投资控股集团有限公司的简称，合盛产投是景德镇合盛产业投资发展有限公司的简称，该公司是景德镇国控的孙公司，古镇投资是景德镇市古镇投资管理有限公司的简称，景德镇陶文旅是景德镇陶文旅控股集团有限公司的简称；（2）财务数据为2023年度/2023年末。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>a+</b>
外部特殊支持					<b>2</b>
主体信用等级					<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 外部特殊支持

- 公司为景德镇市主要的城市投融资建设主体之一，主要从事基础设施建设、土地一级开发、棚户区改造及资产管理运营等业务。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，景德镇市人民政府提供特殊支持的意愿极其强。一方面，公司是景德镇市国资委下属企业，委托代建业务来源于政府部门，近年景德镇市政府在资产注入、财政补贴方面多次给予公司支持，公司与景德镇市政府的联系非常紧密；另一方面，公司所从事的业务对景德镇市政府非常重要，对景德镇市政府贡献很大，且公司为公开发债主体，公司对景德镇市政府非常重要。同时，景德镇市产业基础较好，发展机遇良好，经济总量持续增长，景德镇市政府对公司的支持能力很强。

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
19 景城开投债/PR 景城债	10.00	4.00	2023-6-15	2026-1-8

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月8日发行7年期10亿元“19景城开投债/PR景城债”（以下简称“本期债券”），募集资金中6.00亿元原计划用于景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目（三期），4.00亿元用于补充公司流动资金。截至2024年3月末，募集资金专项账户已销户。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本未发生变更。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元。2024年5月31日，公司控股股东由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”）变更为景德镇市城市发展集团有限责任公司，控股股东持有公司89.55%的股权，实际控制人仍为景德镇国资委。景德镇市城市发展集团有限责任公司成立于2018年，注册资本50,000万元，为景德镇市市属一级企业，定位于景德镇市基础设施建设、运营及产业发展的综合平台。

2023年度公司合并报表范围新增1家子公司，减少4家子公司，详见表1；截至2023年末，公司合并范围内的一级子公司情况见附录四。截至目前，公司仍是景德镇主要的基础设施建设主体之一，主要从事基础设施建设、土地一级开发、棚户区改造及资产运营管理等业务。

**表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：%、万元）**

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州赣商贸易有限责任公司	100.00	30,000.00	零售业	设立
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
景德镇市兴昌建筑工程有限公司*	100.00	50,000.00	土木工程建筑业	无偿划转
乐平市德宇农业产业投资发展有限责任公司	100.00	30,000.00	农业	无偿划转
景德镇机场建设投资有限责任公司*	100.00	30,000.00	商务服务业	无偿划转
景德镇景德记忆旅游文化传播有限公司	100.00	30,000.00	文化艺术业	无偿划转

注：景德镇市兴昌建筑工程有限公司现名景德镇市城市发展集团有限责任公司，为公司的控股股东；景德镇机场建设投资有限责任公司于2023年成立，2023年划出。

资料来源：公司2023年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

## 宏观经济和政策环境

**2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

**随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识**

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。

本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

## 区域经济环境

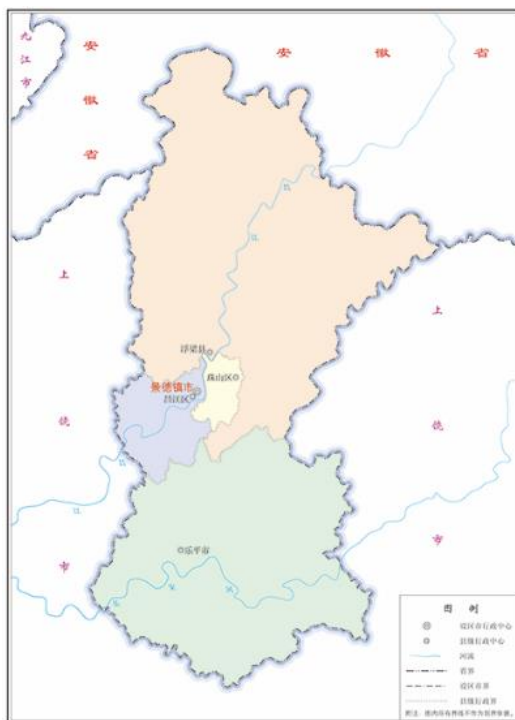
**景德镇市以陶瓷产业立市，全市以陶瓷、航空、精细化工和医药三大产业为主导，传统产业转型升级加快，在“国家陶瓷文化传承创新试验区”建设引领下，区域发展前景良好**

**区位特征：**景德镇被称为“千年瓷都”，是江西最具历史文化特色、国内外影响力的品牌城市。景德镇市是江西下辖地级市，位于江西省东北部，土地面积5,256平方公里，紧邻安徽省。景德镇市交通基础设施较为完备，已初步形成现代立体交通网络，拥有皖赣铁路和2023年12月27日正式开通的昌景黄高铁（杭州至南昌高铁的重要组成部分），建有乐平北站、景德镇北站、浮梁东站三座高铁站，还拥有杭瑞、景鹰、德昌、景婺黄四条高速公路，景德镇罗家机场是全国100个重点支线机场之一，2023年2月1日开始试运营的景德镇浮梁机场是江西省20个通用机场之一的A1类通用机场。景德镇市下辖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。2022年末全市常住人口162.18万人，较七普人口略有增长，全市城镇化率超过65%。



景德镇陶瓷文化底蕴深厚，被称为“千年瓷都”，也是海上丝绸之路主要起点城市，手工制瓷技艺和传统瓷窑作坊营造技艺均被列为首批中国非物质文化遗产。2019年8月，国家发改委、文化和旅游部联合印发通知，在景德镇市全域范围内建设国家陶瓷文化传承创新试验区（以下简称“试验区”），也是我国首个文化类国家级试验区，试验区定位为国家陶瓷文化保护传承创新基地、世界著名陶瓷文化旅游目的地和国际陶瓷文化交流合作交易中心。

**图 1 景德镇市行政区划图**



资料来源：标准地图服务系统，审图号：赣S（2022）057号

**经济发展水平及产业情况：**景德镇以瓷立市，经济体量偏小，正打造陶瓷、航空、精细化工和医药三大主导产业。景德镇以陶瓷产业立市，经济体量偏小，2023年GDP在江西省地级市中排名靠后，略高于萍乡市。由于目前正处在传统产业转型升级阶段，叠加宏观因素影响，近年GDP增速持续收窄，2023年低于全国及全省平均水平。景德镇市以二三产业为主导产业，三次产业结构占比由2022年同期的6.5：43.5：50.0调整为2023年的6.4：43.1：50.5。2023年景德镇人均GDP7.41万元，为同期全国人均水平的82.98%，较2022年占比略有下降。近年景德镇市消费规模持续扩大，消费对经济的拉动作用明显增强，2023年国际贸易对经济贡献度明显下滑。

**表2 2023年江西省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元、%）**

区域名称	GDP	GDP增速	人均GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
南昌市	-	4.0	-	500.18	270.81
赣州市	4,606.21	5.3	51,245	319.59	326.72
宜春市	3,467.50	3.7	70,131	290.02	187.35

上饶市	3,401.60	6.7	53,020	270.70	244.10
吉安市	2,735.10	3.7	62,099	204.83	106.75
抚州市	2,034.91	6.3	56,854	141.63	-
新余市	1,261.89	2.5	105,098	91.60	51.60
<b>景德镇市</b>	<b>1,201.10</b>	<b>3.5</b>	<b>74,146</b>	<b>90.30</b>	<b>213.41</b>
萍乡市	1,151.66	3.0	63,796	112.20	-

注：“-”数据未公告或无法获取，宜春地区人均GDP=2023年地区生产总值/2023年末各地区常住人口，其余地区为统计公报披露数据。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表3 景德镇市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,201.1	3.5%	1,192.19	4.7%	1,102.31	8.7%
固定资产投资	-	-	-	8.1%	-	9.4%
社会消费品零售总额	606.1	5.8%	573.10	4.5%	548.17	17.2%
进出口总额	130.46	-	244.57	192.6%	-	-
人均GDP（元）		74,146		73,538		68,049
人均GDP/全国人均GDP		82.98%		85.92%		84.04%

注：“-”数据未公告。

资料来源：2021-2023年景德镇市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

近年来景德镇积极推动产业转型，传统产业尤其是高耗能产业占比高的问题持续改善，2023年全市六大高耗能工业行业累计增加值总量193.6亿元，占规上工业比重为55.3%，占比较上年同期继续下降2.4个百分点。目前景德镇正打造“陶瓷、航空、精细化工和医药”+文化旅游+其他优势产业的“3+1+X”特色产业体系，引进产业链核心企业和上下游配套企业，打造陶瓷、航空和医药化工三个千亿产业集群，2023年陶瓷、航空、精细化工和医药、制冷、汽车、电子信息六大优势产业产值占规模以上工业比重超过80%。2023年，全市工业用电量同比下降9.23%，降幅较2022年扩大17.13个百分点，六大主导产业中有5个产值实现增长，其中电子信息、直升机及通航、制冷等产业分别为17.1%、15.9%、16.7%，但整体增速较2022年有明显下滑。

在陶瓷领域，景德镇以陶瓷工业园区为主平台，以景德镇陶瓷集团有限责任公司等龙头企业为支柱，致力于打通从原料供应、设计、制造加工、检测鉴定到营销物流等陶瓷全产业链；此外，景德镇还推出了以陶溪川为代表的活化工业遗产优秀案例，被国务院通报表扬并面向全国推广，2023年陶瓷产业营收突破800亿元，税收超10亿元。在航空领域，景德镇产业基础坚实，优势独特，于2017年1月获批全国首批通用航空产业综合示范区，拥有国内唯一的直升机整机研发机构602所，以及全国最大的直升机生产企业昌飞公司，是我国最主要的直升机研发和总装生产基地。在医药及精细化工领域，黑猫股份（002068.SZ）、宏柏新材（605366.SH）是国家级制造业单项冠军企业，天新药业（603235.SH）的维生素B6、B1市场占有率全球第一和第二，富祥药业（300497.SZ）舒巴坦市场占有率全球第一。

试验区财税金融支持的政策红利持续释放，助力景德镇市产业发展及项目落地。《景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区实施方案》明确提出加大中央、省级的财税支持力度，鼓励拓宽陶瓷文化产业的投融资渠道等。试验区成立后三年内，景德镇争取了近200亿元的地方政府专项债限额和近20亿元的中央预算内资金。

**发展规划及机遇：**2019年习近平总书记视察江西时，提出了“要建好景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区，打造对外文化交流新平台”的具体要求。景德镇“十四五规划”进一步提出构建景德镇特色现代化经济体系，重点培育陶瓷产业新技术、新业态、新模式，推进陶瓷文化与相关产业深度融合，催生经济社会发展新动能，推动景德镇成为全国乃至世界的陶瓷产业标准和创新中心。2019年，景德镇市政府在原昌南拓展区基础上成立昌南新区，计划将昌南新区建设为国家陶瓷文化传承创新试验区，设立景德镇市昌南新区管理委员会（加挂景德镇陶瓷工业园区管理委员会牌子），为景德镇市政府派出机构，正处级。2023年10月，习近平总书记再次来到景德镇，考察了陶阳里历史文化街区，强调文化传承与保护的重要性。

**财政及债务水平：**景德镇市一般公共预算收入持续下滑，地方财力对政府性基金收入依赖度高，**2023年地方政府债务规模收缩。**受2022年开始实施的退税减税降费政策影响，2022年景德镇税收收入下滑明显，且其中还包含较多的一次性非税收入，2023年一般公共预算收入中税收占比有所恢复，但由于一般公共预算收入总额仍保持下滑趋势且2023年处于全省末位，相关影响下，景德镇的财政自给率自2022年连续两年处于较低水平。近年来景德镇政府性基金收入维持较大规模，对地方综合财力贡献度高，但主要来自城投平台摘地，对政府实际可支配财力的贡献有限，未来需关注该区域土地出让市场变动情况。近年来景德镇市地方政府债务快速增长，但2023年政府债务限额大幅削减，年末债务余额大幅收缩，且2023年当地政府融资平台的二级市场平均利差明显高于全省、全国平均水平，2024年一季末降至平均水平。

**表4 景德镇市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	90.30	94.00	101.49
税收收入占比	60.22%	50.19%	62.16%
财政自给率	37.63%	37.98%	44.8%
政府性基金收入	213.41	222.87	221.27
地方政府债务余额	376.08	467.97	400.86

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；

资料来源：景德镇市人民政府网，中证鹏元整理

**区域平台情况：**景德镇现有五家公开发债的市级融资平台，按照功能、区域划分不同的职能定位，实际控制人均为景德镇市国有资产监督管理委员会。景德镇国控是景德镇国有资本投资、运营管理平台，同时是上市公司黑猫股份（002068.SZ）的最大持股人。景德镇陶文旅和景德镇城投除了分别负责主城区和昌南新区的基础设施建设外，还同时负责陶瓷、文旅产业的发展。

**图 2 截至 2023 年末景德镇市主要融资平台股权结构**


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**表 5 景德镇市主要投融资平台情况（单位：亿元）**

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
景德镇国控	景德镇市国资委	1,259.74	427.08	218.28	景德镇市国有资本投资、运营管理平台，以煤化工及相关多元化产品生产、公共事业板块（代建项目）和房地产为主业
合盛产投	景德镇市投资有限责任公司	355.35	173.63	10.76	景德镇市重要的基础设施建设及产业投资主体，主要负责高新技术产业开发区及昌江区范围的工程建设、土地转让、电子仪器设备及材料销售等
古镇投资	景德镇国控	109.35	70.32	3.60	主要从事景德镇市主城区安置房建设及老城保护业务
景德镇陶文旅	景德镇市国资委	1,064.70	437.85	91.07	景德镇市重要的基础设施建设主体，从事景德镇市基础设施建设及棚户区改造，以及商品销售、酒店住宿及餐饮、资产管理等业务
景德镇城投	景德镇市国资委	753.23	294.79	37.63	昌南新区范围内原昌南拓展区的土地整理、基础设施建设和昌江区棚户区改造等

注：（1）合盛产投是景德镇合盛产业投资发展有限公司的简称，该公司是景德镇国控的孙公司，古镇投资是景德镇市古镇投资管理有限公司的简称；（2）财务数据为 2023 年度/2023 年末。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一，业务区域主要集中在昌南新区，涉及区域内的基础设施建设、土地一级开发、棚户区改造、资产运营管理等多元化业务，在区域内的竞争力仍较强，经营性业务稳定性与持续性较好，但政府性业务的收入结算有赖于财政资金安排，未来业务持续性存在不确定性

公司主要承担昌南新区基础设施建设、土地一级开发、昌江区棚户区改造及资产运营管理等任务。2023年贸易业务仍是公司最大的营收来源，但毛利率很低，且因贸易业务中有色金属部分收入确认方式调整为净额法导致规模大幅下降。受政府结算安排影响，2023年基础设施建设业务收入有所下降，当年新增土地转让收入，但毛利润贡献较低。公司租赁、物业管理等经营性业务表现仍然稳定，且当年公司污水处理项目完成试运行，一次性确认项目代建收入及污水处理收入，统一计入污水处理业务，经营性业务逐渐成为公司收入的重要组成及主要毛利润来源。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2023 年度			2022 年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	11.97	31.80	10.18	15.65	29.59	8.20
土地转让	3.59	9.54	3.25	0.00	0.00	-
租赁业务	2.29	6.08	97.60	2.15	4.07	97.68
贸易业务	15.87	42.17	0.15	33.23	62.84	0.04
物业服务	0.68	1.81	44.44	0.54	1.02	43.14
污水处理业务	2.66	7.07	18.53	0.00	-	-
其他业务	0.57	1.52	16.75	1.31	2.47	5.52
<b>合计</b>	<b>37.63</b>	<b>100.00</b>	<b>11.91</b>	<b>52.88</b>	<b>100.00</b>	<b>7.01</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）基础设施建设业务

公司基础设施建设由景德镇市昌南新区管理委员会委托代建，业务模式清晰，但收入结算规模有赖于政府资金安排；公司已投项目规模较大，未来收入来源较有保障且持续性较好，但在建项目多数已完工，未来新增项目情况存在不确定性

公司作为昌南新区基础设施建设的主体，承担了相关区域内水系治理、路网建设、市政道路等一系列项目的基础设施建设任务，目前由公司本部和子公司景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司（以下简称“金岭开投”）、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司（以下简称“新成建设”）负责委托代建业务。公司与委托方景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室（已更名为景德镇市昌南新区管理委员会，以下简称“昌南新区管委会”）根据具体项目签订相关的委托代建合同，项目完工后，按投资款的18%加成总额法确认委托代建收入。

收入规模方面，受政府结算进度影响，2023年基础设施建设业务收入较2022年有所减少，主要结算了景东高铁商务区及北站站前广场建设项目（一、二、四期，除灯光球场之外）中部分子项目。

公司当前在建项目投资规模较大，未来随着项目竣工结算，收入来源较有保障且持续性较好。但多数项目投资差额主要因工程款尚未结算产生，实际已进入建设尾期，且随着当地城镇化建设逐步完善与平台融资政策收紧，未来新增项目情况存在不确定性。

### （二）土地整理业务及棚户区改造业务

土地整理及棚户区改造业务对公司资金占用规模较大，但受区域规划及房地产市场影响，项目建设长期暂停，收入确认不确定性较大

土地整理业务方面，景德镇市土地储备中心（以下简称“土储中心”）与公司本部及子公司新成建设就具体土地整理项目与签订购买服务合同。2018年双方将购买服务合同变更为代建协议，但双方责任义务、交付条件、结算支付等条款未有变化，与原合同保持一致。项目投入成本的回收与收入的确认模式与基础设施建设业务相同。土地转让业务主要系景德镇市政府因城市建设需要，政府收购土地具有一定的偶发性。2023年公司取得土地转让收入3.59亿元，毛利率仅3.25%，整体盈利较少。

棚户区改造业务方面，昌南新区管委会分别在2017年和公司本部签订以及2018年后和金岭开投签订棚户区改造项目政府购买服务合同，具体改造任务包括棚户区房屋的拆迁以及相关土地的征收，具有区域专营性，建设资金由公司自行筹集，由政府根据合同在一定年限内平均支付。公司根据项目当年实际投入成本及分摊到该项目的利息支出按净额法计提18%的服务管理费收入，该收入由政府根据实际情况支付，但具体支付时间并未明确；同时，公司将当年该项目承担的利息支出结转为该项目的营业成本。

近年景东高铁商务区、陶瓷文化创意新区的区域规划发生一定变化，公司参与的土地整理项目收储工作放缓，而昌江片区城中村棚户区改造项目暂缓，导致土地整理业务和棚户区改造业务暂停投入，前期部分投入资金无法及时竣工结算，对公司资金形成一定占用，且项目未来投入和收入实现存在较大不确定性。

**表7 截至2024年3月末公司主要在建土地整理项目和棚户区改造项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划项目总投资	已投资	建设模式
景东高铁商务区土地储备整理项目	150,000.00	81,701.67	委托代建
陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目	320,000.00	192,530.76	委托代建
景德镇市2017年昌江片区城中村棚户区改造项目	234,007.00	149,995.28	政府购买服务
景德镇市2018年度昌江片区城中村棚户区改造项目	108,620.30	79,898.95	政府购买服务
<b>合计</b>	<b>812,627.30</b>	<b>504,126.66</b>	-

注：本表格内已投资按项目的已结转成本与尚未结转的账面价值计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）大宗商品贸易

公司大宗商品贸易业务规模较大，但该项业务盈利能力较弱，下游客户集中度较高且以民企为主，需关注款项回收风险

公司贸易业务主营产品是电解铜、铝锭和锌锭等大宗商品以及电子产品、日用品等，主要由公司全资子公司江西利尔奇贸易有限责任公司负责经营，该业务模式为以销定采，即根据客户的需求向上游供应商询价，按照供应商的报价加上一定的佣金作为销售价格与下游客户签订销售合同，与上下游结算方式以现金、银行承兑汇票为主。一般情况下，公司向上游供应商采购，直接将货物存储在指定仓库，下游客户凭借提货单去指定仓库提货，公司不承担货物存储风险及运输途中灭失风险，从上游供应商提货至下游客户从公司处提货的时间间隔控制在1-2周内。公司主要供应商为浮梁和创贸易发展有限公司、景德镇市善德堂科技实业有限公司等国企，但客户波动性较大，且主要为民营企业，存在一定的款项回

收风险。根据公司贸易业务的收入确认方法，在将商品销售给客户前，若公司取得商品的控制权，则按照总额法确认收入，否则，公司作为代理人以净额法确认收入。2023 年公司取得 15.87 亿元贸易收入，规模较上年减少较多，主要系电解铜等有色金属大宗贸易调整为净额法确认收入所致。

#### （四）其他业务

自营物业出租为公司毛利润的主要来源，收入可持续性较好，2023 年公司一次性确认大额污水处理项目试运行收入；此外，公司还拥有较多在建的自营项目，但部分项目无明确的经营效益产生方式，并且投资规模较大，给公司带来一定的资金压力与资金回收风险

公司租赁收入来源于自有物业租赁和代管资产租赁，其在管物业已出租面积较多，业务稳定性与收入可持续性较好。截至 2023 年末主要租赁资产如下表所示，其中，景德镇发展中心主要为政府机关部门以及少量商铺入驻。公司目前租赁物业和代管资产租赁中，地上建筑物租金为 50-65 元/月/m<sup>2</sup>，地下车位 3,600 元/年/个，租期一般为一至三年，有续租要求需在租赁期限届满三个月前洽谈。2023 年公司实现租赁收入 2.29 亿元，毛利率 97.60%，该业务是公司的主要毛利润来源。

**表8 2023 年公司主要租赁资产及业务情况（单位：平方米、万元）**

租赁资产名称	已出租面积	租赁收入
昌南发展中心	17,518.00	344.33
昌南拓展区地下停车场	36,702.50	1,599.33
新城大厦写字楼	26,172.93	507.35
社会公共事务服务中心	61,787.80	1,043.76
陶瓷文化交流培训基地项目及院校项目	87,719.60	4,598.70
景德镇发展中心	227,165.05	3,720.96
<b>合计</b>	<b>457,065.88</b>	<b>11,814.43</b>

注：根据社会公共事业服务中心车位及新城大厦车位租赁合同，租金按出租车位个数计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除上述可用于出租的自营物业资产外，公司还有较多自营的基础设施建设项目。其中，昌南新区陶瓷文化交流培训基地、景德镇市青少年文化培训基地等项目以自身经营收益为主，需关注项目未来的盈利能力；其他项目如景德镇市西城区生态修复综合开发项目等无明确的经营效益产生方式，需关注资金回收风险。此外，截至 2023 年末公司在建工程账面价值为 73.38 亿元，在建项目较多，投资规模较大，主要自营项目尚需较大规模投入，公司面临较大的资金支出压力。

2023 年公司新增污水处理业务收入，该业务收入来自西瓜洲污水处理厂扩容提标改造工程。景德镇市人民政府及住房和城乡建设局于 2021 年 3 月授予公司景德镇市西瓜洲片区污水处理特许经营权，期限三十年，含建设期与两年试运营期，期间由公司负责项目投资与运营，因公司无相关建设运营经验，故委托西瓜洲污水处理厂运营主体景德镇鹏鹞水务有限公司负责施工与运营，以确保污水处理厂持续污水处理提标 12 万立方米/日、扩容 4 万立方米/日的处理能力，并按照实际污水处理量收取污水处理费。试运行期间，景德镇市住房和城乡建设局不与公司结算相关收入，且每年委托第三方机构对出水水质进行评估，2023 年 3 月，试运行期结束，且试运行期内第三方评估均达标，公司于当年确认污水处理费收

入 7,848.34 万元及项目建造服务收入 18,766.87 万元。该污水处理业务作为重要的民生项目，特许经营期限较长，业务持续性与稳定性较好。

**表9 截至 2024 年 3 月末公司主要自营项目投资情况（单位：万元）**

项目名称	总投资额	已投资	尚需投资
景德镇市国际陶瓷文创小镇产城一体化综合开发项目（一期）项目	168,689.29	219,326.93	-
西城区生态修复综合开发项目	164,669.62	83,328.70	81,340.92
景德镇市 2019 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目	142,430.99	62,604.84	79,826.15
景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目	122,000.00	159,438.83	-
昌南新区陶瓷文化交流培训基地	58,836.59	52,972.36	5,864.23
景德镇艺美产业园项目	46,718.00	61,846.79	-
景德镇市青少年文化培训基地项目	39,220.00	22,363.62	16,856.38
昌南大厦	14,992.20	18,928.71	-
“人工智能+5G”城市会客厅项目	9,359.00	7,896.77	1,462.23
<b>合计</b>	<b>766,915.69</b>	<b>688,707.55</b>	<b>185,349.91</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司持续获得较大力度外部支持

公司作为景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一，近年在资产注入、政府补助等方面持续得到景德镇市当地政府部门的大力支持。

股东增资方面，2023 年景德镇市财政局向公司累计注入资金 16.52 亿元，景德镇市昌南新区财政局向子公司景德镇陶汇投资发展有限公司注入 5.75 亿元，均计入资本公积，资本实力有所增强；财政补贴方面，2023 年公司获得政府补助 3.14 亿元，有效提升了公司的利润水平。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）分别审计并出具标准无保留意见的公司 2022-2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023 年公司合并报表范围相比 2022 年末新增 1 家子公司和减少 4 家子公司，当期合并报表范围变动对公司财务报表可比性的可比性无明显影响。

### 资本实力与资产质量

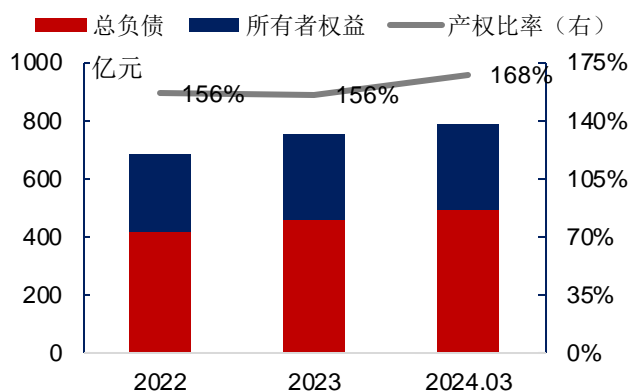
随着政府注资公司资本实力持续增强，但持续的融资需求导致财务杠杆仍处于偏高水平，2023 年公司资产仍以基础设施建设项目投入、项目建设所需土地及对外出租物业资产为主，且公司受限资产比例较高，整体资产流动性仍较弱

随着股东资产注入及融资规模的扩大，2023 年末公司资产规模持续增长，2024 年一季度因新增较多



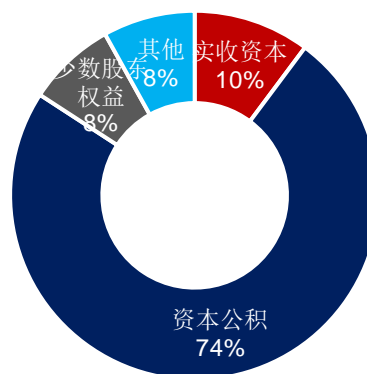
债务，产权比率有所上升，财务杠杆仍处于偏高水平。2023年以来公司所有者权益主要为资本公积，增量仍主要来自当地政府的注资。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主要业务为基础设施建设，因该业务积累了大量不动产，主要为政府委托代建项目与待开发土地，此类资产主要计入存货和其他非流动资产，另外还有大量在建及运营中的自营性物业资产，此类资产主要计入在建工程和投资性房地产，上述资产占公司资产总额的 70% 以上，主要项目明细参见相关业务部分。土地方面，公司所持土地主要计入存货，截至 2023 年末，存货中包含 87 宗土地使用权，其中有账面价值合计 131.14 亿元的土地已抵押，有账面价值合计 9.77 亿元的土地尚未办理权证。在建设业务中，因与相关单位的支付往来，公司还形成了较大金额的应收款项，包括对项目单位、单位施工等的预付款项，对委托单位主要是昌南新区管委会、景德镇财政局等的应收账款，此外，作为地方政府投融资平台，公司还持有大量对当地政府部门或国企等关联方的往来款，近年公司相关应收款项余额合计占比持续增加，虽然应收对象以政府或国企为主，但金额较大，近年地方财政资金紧张，回收时间不确定性较大。货币资金方面，2023 年末公司有 16.31 亿元货币资金受限，受限比例较高，但主要用于各类票据保证金，对流动性实际影响较小。

受限资产方面，公司受限资产以业务开展及对外融资而抵质押的货币资金及不动产资产为主，包括银行存款、土地使用权以及房屋建筑物，截至 2023 年末公司受限资产账面价值合计为 232.26 亿元，规模较大，约占总资产的 30%，整体来看公司资产流动性较弱。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	43.78	5.56%	23.39	3.11%	30.28	4.44%
应收账款	30.69	3.90%	34.51	4.58%	22.01	3.23%
预付款项	25.58	3.25%	26.49	3.52%	18.43	2.70%

其他应收款	74.57	9.48%	66.79	8.87%	47.83	7.02%
存货	251.82	32.00%	247.32	32.83%	233.89	34.32%
<b>流动资产合计</b>	<b>433.89</b>	<b>55.15%</b>	<b>405.91</b>	<b>53.89%</b>	<b>359.71</b>	<b>52.78%</b>
固定资产	23.69	3.01%	23.92	3.18%	17.80	2.61%
在建工程	75.21	9.56%	73.38	9.74%	73.73	10.82%
投资性房地产	120.51	15.32%	120.48	15.99%	121.22	17.78%
其他非流动资产	114.88	14.60%	113.93	15.13%	85.14	12.49%
<b>非流动资产合计</b>	<b>352.92</b>	<b>44.85%</b>	<b>347.33</b>	<b>46.11%</b>	<b>321.88</b>	<b>47.22%</b>
<b>资产总计</b>	<b>786.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>753.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>681.60</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2023 年公司营业收入同比有所下降，基础设施建设业务受政府结算进度影响较大，但收入可持续性较好，政府补助对公司利润仍构成较大支撑**

受公司与政府结算进度安排影响，公司 2023 年基础设施建设业务收入规模有所回落，且部分贸易业务改变结算方式，导致当年整体收入规模大幅下降，当年新增土地转让收入及污水处理收入对公司营收有一定贡献。截至 2023 年末，主要在建的委托代建项目投资规模仍较大，未来随着相关项目的推进及完工，收入亦有一定的保障，但基础设施建设业务收入规模受政府结算进度影响较大；租赁、污水处理及物业管理等经营性业务风险相对可控，且经营持续性相对较好，对公司利润贡献较大。除去经营收益外，2023 年当地政府向公司拨付补助款项 3.14 亿元，较大程度上提高了公司的利润水平。此外，由于折旧摊销规模大及融资规模增长，公司期间费用率增长较快，对利润产生一定侵蚀。

**表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
营业收入	3.04	37.63	52.88
营业利润	-0.84	3.61	2.90
其他收益	0.01	3.16	2.50
利润总额	-0.84	3.16	2.70
销售毛利率	18.40%	11.91%	7.01%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 偿债能力

**公司总债务规模较大且持续增长，短期债务增速较快，短期偿债能力较弱，项目建设及债务偿还对外部融资仍有较强的依赖性**

受项目投资规模增加的影响，公司对外融资力度持续增加，总债务占总负债比重偏高，因 2023 年发行较多短期债务融资工具，短期债务集中度上升。公司债务类型主要包括银行借款、应付票据、债券融资、融资租赁借款等，银行借款与债券仍为公司主要的融资方式，其中短期借款主要为信用贷款，长期

借款和一年内到期的长期借款多有抵质押等担保措施，债券则以中短期私募公司债及中期票据为主，募集资金主要用于偿还存量债务。从债务到期分布情况来看，2024年3月末，公司一年内到期债务占比约为41%，近两年债务期限缩短，主要系受融资环境影响，近年公司发行的债券期限多在三年内，债务周转加速，其中其他非流动负债中均为一年期债券。

除上述金融性负债外，公司主要经营性负债还涉及应付账款、其他应付款和长期应付款等科目。2023年末，公司应付账款仍主要为应付施工单位的项目建设等款项。其他应付款方面，2023年以来公司其他应付款余额继续快速增长，仍主要系应付景德镇市第一人民医院新区分院项目部、景德镇昌源环发贸易有限公司等单位的往来款增加所致。长期应付款方面，2023年末公司长期应付款由各类融资租赁款（14.85亿元）以及各类专项债券拨付形成的专项应付款（58.38亿元）构成，其中专项应付款规模较大，但公司无实际还款压力。

**表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24.57	4.99%	23.01	5.02%	22.21	5.34%
应付票据	28.75	5.83%	26.30	5.74%	22.24	5.35%
应付账款	20.58	4.18%	20.53	4.48%	18.21	4.38%
其他应付款	32.61	6.62%	24.63	5.37%	19.96	4.80%
一年内到期的非流动负债	36.26	7.36%	41.42	9.03%	43.64	10.49%
其他流动负债	56.98	11.56%	51.90	11.32%	19.96	4.80%
<b>流动负债合计</b>	<b>221.72</b>	<b>44.99%</b>	<b>209.32</b>	<b>45.66%</b>	<b>163.20</b>	<b>39.25%</b>
长期借款	138.25	28.05%	135.87	29.64%	136.20	32.76%
应付债券	57.91	11.75%	36.84	8.04%	57.21	13.76%
长期应付款	71.78	14.56%	73.23	15.97%	55.93	13.45%
<b>非流动负债合计</b>	<b>271.14</b>	<b>55.01%</b>	<b>249.13</b>	<b>54.34%</b>	<b>252.58</b>	<b>60.75%</b>
<b>负债合计</b>	<b>492.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>458.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>415.79</b>	<b>100.00%</b>
总债务	358.12	72.66%	332.20	72.46%	316.97	76.23%
其中：短期债务	146.56	29.74%	142.65	31.12%	108.18	26.02%
长期债务	211.56	42.92%	189.55	41.35%	208.80	50.22%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年来因公司项目持续投入需要，债务规模持续扩大，资产负债率持续处于较高水平，其中短期债务占比快速增加，现金短期债务比持续下降且表现较差。得益于2023年新增污水处理业务及大额政府补助，公司利润水平有所上升，当年EBITDA利息保障倍数小幅回升。考虑到公司经营现金流的表现较弱，整体来看，公司短期偿债压力有所增加。

此外，2023年公司投资活动现金净流出金额仍较大，公司仍需新增较多外部融资以覆盖项目资本支出与滚续债务，预计公司债务规模将持续扩大。截至2024年3月末，公司银行授信剩余额度为137.03

亿元，备用流动性尚可，并且公司尚有一定规模土地资产未抵押，在一定条件下可以通过抵押或变现土地资产获得融资。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
资产负债率	62.64%	60.86%	61.00%
现金短期债务比	--	0.17	0.28
EBITDA 利息保障倍数	--	0.33	0.27

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

**中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无负面影响**

环境方面，根据公司提供的说明及公开信息查询，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会责任方面，根据公司的说明及公开信息查询，过去一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理和管理方面，截至2024年3月末，公司未设股东会，公司非职工董事及非职工监事由景德镇国资委任命，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司原总经理助理、工程管理部部长陈强于2023年1月接受纪律审查和监察调查，且公司对政府及相关部门的往来款较多，内部控制体系与治理有待进一步提升。此外，公司还建立了与自身业务相适应的内部管理制度和组织架构，下设人力资源部、财务管理部、资产管理部等在内的职能部门，详见附录三。

根据公司公告，2023年11月30日，蔡晓波不再担任公司总经理、董事职务，由乐先锋担任公司总经理、董事。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月24日），公司本部、金岭开投、新城建设不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额合计为10.16亿元，担保对象大部分为当地国有企业，其中0.82亿元为对当地民企江西赫宸科技有限公司担保，公司存在一定对外担保风险。

**表14截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
江西赫宸科技有限公司	8,190.00	2027-10-25	否
景德镇市陶瓷科技投资经营有限公司	1,000.00	2024-8-29	否
景德镇昌源环发贸易有限公司	20,627.80	2025-12-19	否
景德镇昌源环发贸易有限公司	7,571.95	2024-9-20	否
景德镇昌源环发贸易有限公司	9,900.00	2024-3-12	否
江西透光陶瓷新材料有限公司	8,487.00	2026-7-9	否
江西透光陶瓷新材料有限公司	4,476.27	2026-1-10	否
江西透光陶瓷新材料有限公司	14,479.60	2028-1-19	否
江西透光陶瓷新材料有限公司	4,785.96	2028-8-25	否
景德镇市城市发展集团有限责任公司	9,700.00	2025-1-30	否
景德镇市城市发展集团有限责任公司	9,057.72	2028-6-21	否
江西景砂硅业有限公司	1,200.00	2024-3-26	否
江西景砂硅业有限公司	1,000.00	2024-3-27	否
景德镇记忆旅游文化传播公司	600.00	2025-7-31	否
景德镇记忆旅游文化传播公司	500.00	2024-5-7	否
<b>合计</b>	<b>101,576.30</b>		

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是景德镇市人民政府下属重要企业，景德镇国资委间接持有公司89.55%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，景德镇市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与景德镇市人民政府的联系非常紧密。公司由景德镇国资委间接持股89.55%，景德镇国资委对公司董事会和管理层进行任命与考核，公司委托代建业务也均来源于政府部门安排，因此景德镇市人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，并且近年来自政府的代建项目和土地整理相关业务收入在公司营业收入中的占比尚可，此外，公司接受政府部门在股权划转、资产划拨、财政补贴等方面支持次数较多、力度较大，公司与景德镇市人民政府的联系比较稳定。

（2）公司对景德镇市人民政府非常重要。尽管公司不承担供水、供电、供热等区域专营性公用事业职能，使得景德镇市人民政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，但公司主要从事土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造及国有资产运营与管理等业务，公司所负责的业务对景德镇市人民政府非常重要，对景德镇市人民政府贡献很大，公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

同时，中证鹏元认为，景德镇陶瓷文化底蕴深厚，产业基础较好，在“国家陶瓷文化传承创新试验区”的建设背景下，发展机遇良好，近年经济保持增长，景德镇市人民政府对公司提供支持的能力很强。

## 九、结论

景德镇市陶瓷文化底蕴深厚，适逢“国家陶瓷文化传承创新试验区”建设，致力于推进陶瓷文化与相关产业深度融合及转型升级，发展机遇良好，为公司发展提供了较好的区域环境。公司作为景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一，主要承担昌南新区基础设施建设、昌江区棚户区改造、原昌南拓展区土地一级开发及资产运营管理等任务。虽然公司资产流动性较弱、资金支出压力较大、总债务规模较大且短期债务增速较快，但公司代建项目已投资额较大，未来收入较有保障，且近年公司投入新增较多经营性物业，能为公司创造较为稳定的收入与利润。另外，政府持续通过注入资金及资产等多种方式增强公司资本实力，同时公司持续收到政府补贴款项，提升了公司的盈利水平，未来有望继续获得政府的支持。总体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

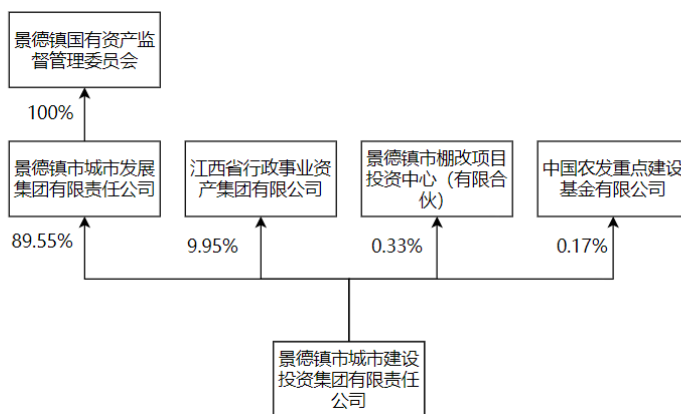
财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	43.78	23.39	30.28	55.62
应收账款	30.69	34.51	22.01	6.11
预付款项	25.58	26.49	18.43	13.40
其他应收款	74.57	66.79	47.83	38.38
存货	251.82	247.32	233.89	186.42
流动资产合计	433.89	405.91	359.71	305.62
固定资产	23.69	23.92	17.80	17.41
在建工程	75.21	73.38	73.73	57.16
投资性房地产	120.51	120.48	121.22	115.45
其他非流动资产	114.88	113.93	85.14	93.82
非流动资产合计	352.92	347.33	321.88	315.94
资产总计	786.81	753.23	681.60	621.56
短期借款	24.57	23.01	22.21	18.88
应付票据	28.75	26.30	22.24	15.98
应付账款	20.58	20.53	18.21	14.06
其他应付款	32.61	24.63	19.96	5.19
一年内到期的非流动负债	36.26	41.42	43.64	43.78
其他流动负债	56.98	51.90	19.96	30.98
流动负债合计	221.72	209.32	163.20	140.00
长期借款	138.25	135.87	136.20	125.82
应付债券	57.91	36.84	57.21	54.56
长期应付款	71.78	73.23	55.93	45.90
非流动负债合计	271.14	249.13	252.58	229.40
负债合计	492.86	458.45	415.79	369.39
所有者权益	293.95	294.79	265.81	252.17
营业收入	3.04	37.63	52.88	30.32
营业利润	-0.84	3.61	2.90	2.25
其他收益	0.01	3.16	2.50	0.65
利润总额	-0.84	3.16	2.70	2.47
经营活动产生的现金流量净额	-3.52	-3.01	3.77	-12.13
投资活动产生的现金流量净额	-1.53	-39.17	-33.22	-47.99
筹资活动产生的现金流量净额	21.39	33.96	1.90	78.25
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
销售毛利率	18.40%	11.91%	7.01%	14.24%
资产负债率	62.64%	60.86%	61.00%	59.43%
短期债务/总债务	40.92%	42.94%	34.13%	35.29%

现金短期债务比	--	0.17	0.28	0.39
EBITDA（亿元）	--	5.47	4.65	3.83
EBITDA 利息保障倍数	--	0.33	0.27	0.27

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

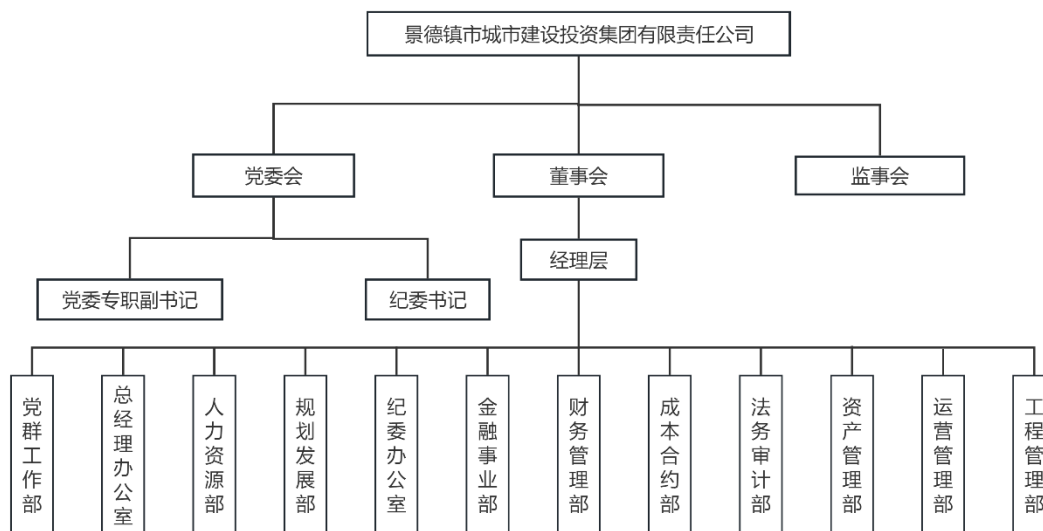


## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司	100.00%	289,695.42	土地开发整理、基础设施建设、房地产开发
景德镇市陶汇投资发展有限公司	66.97%	121,099.00	土地一级开发、土石方工程
景德镇市兴陶建设开发有限责任公司	100.00%	50,000.00	土地开发整理、公共服务设施建设、房地产开发
江西利尔奇贸易有限责任公司	100.00%	50,000.00	建筑材料及配套材料采购与销售
景德镇市昌农投资开发有限责任公司	100.00%	50,000.00	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包，与农业生产经营有关的技术、信息、设施建设运营等服务
景德镇城投产业投资有限责任公司	100.00%	50,000.00	金融类和非金融类机构股权投资；产业投资；政府投资基金管理
景德镇市广厦房屋租赁有限责任公司	100.00%	30,000.00	住房租赁、物业管、停车场服务、广告发布
景德镇神州瓷业文化有限公司	100.00%	30,000.00	陶瓷文化创意，旅游服务，房地产开发
景德镇市昌南教育文化产业发展有限公司	100.00%	30,000.00	文化产业投资管理；教育投资、管理；组织文化艺术交流活动
景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	52.00%	19,513.00	土地开发整理、基础设施建设、房地产开发
景德镇市金仁资产管理有限责任公司	100.00%	10,000.00	实业投资、投资项目管理、物业管理
景德镇市颐景康养产业发展有限公司	100.00%	10,000.00	保健食品销售，餐饮服务，住宿服务，房地产开发经营及养老服务，健康咨询服务等
景德镇市驰城杭萧绿色建筑有限公司	81.25%	8,000.00	钢结构制作、安装，建材生产、加工、销售，钢结构设计
江西德宇集团有限公司	100.00%	7,113.61	新产品、新项目研究与开发，集团管理服务
景德镇市城铁建筑有限责任公司	51.00%	5,000.00	土石方工程施工，企业管理咨询，砼结构构件制造，砼结构构件销售，金属结构制造销售等
景德镇昌南里陶瓷版权交易中心有限公司	100.00%	4,000.00	专利代理，拍卖业务，证券投资咨询，保险代理业务，演出场所经营，出版物互联网销售，零售等
景德镇市新成信康置业有限责任公司	100.00%	1,000.00	房地产开发、土石方工程；建材销售。
景德镇市拜瓷酒店管理有限公司	100.00%	1,000.00	酒店管理及咨询服务；物业管理；房屋租赁
景德镇市景城创业投资基金合伙企业（有限合伙）	100.00%	100,000.00	以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动
杭州赣商贸易有限责任公司	100.00%	30,000.00	零售业

资料来源：公司 2023 年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。