

景德镇市城市建设投资集团有限责任公司

2021 年主体长期信用评级报告



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

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。



景德镇市城市建设投资集团有限责任公司 2021年主体长期信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【46】号 01

分析师

姓名：
高怡 袁媛

电话：
0755-82871645

邮箱：
gaoy@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级日期：2021 年 1 月 20 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对景德镇市城市建设投资集团有限责任公司（以下简称“景德镇城投”或“公司”）2021 年主体长期信用评级的结果为 AA，该级别反映了公司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。该等级的评定是考虑到景德镇市优势产业发展态势好，区域经济较快增长，为公司发展提供了良好基础，公司在建项目业务量充足，收入较有保障，公司获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到了公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性，公司资产流动性较弱，经营现金流表现欠佳，面临较大的资金支出压力，有息债务持续大幅增长，偿债压力上升等风险因素。

优势：

- 景德镇市优势产业发展态势好，区域经济较快增长，为公司发展提供了良好基础。2017-2019 年景德镇市 GDP 分别为 878.25 亿元、846.60 亿元和 926.11 亿元，按可比价格计算增长率分别为 8.8%、8.2%和 7.8%，区域经济较快增长；2019 年，景德镇六大优势产业规模以上增加值同比增长 8.5%，优势产业发展态势好，继续为公司发展提供了良好基础。
- 在建项目业务量充足，公司收入较有保障。公司是景德镇市主要的基础设施建设主体之一，主营业务涉及棚户区改造、基础设施建设等板块。截至 2020 年 9 月末，公司主要在政府的政府购买服务棚户区改造项目、基础设施建设项目总投资合计 112.42 亿元，可通过政府购买服务、委托代建等实现收益。
- 公司获得的外部支持力度较大。资产注入方面，2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司取得景德镇市财政局和景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室等政府单位注入的无偿拨款分别为 41.33 亿元、17.60 亿元、9.94 亿元和 15.37 亿元。股东增资

方面，2017年公司控股股东合计增资11.10亿元；2019-2020年9月，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”）实缴出资25.25亿元，公司获得的外部支持力度较大，资本实力大增。

关注：

- **公司土地开发经营与整理项目未来投入和收入实现存在不确定性。**截至2020年9月末，公司土地开发经营与整理项目总投资额47.00亿元，已投资26.32亿元。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，景东高铁商务区土地开发经营与整理工作放缓，公司土地开发经营与整理项目未来投入和收入实现存在不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以土地、房屋和在建项目工程投入为主，占比超过50%。截至2020年9月末，公司用于抵质押的银行存款、土地、地上建筑物价值合计115.21亿元，受限资产规模占总资产的27.67%。整体来看，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营现金流表现欠佳，面临较大的资金支出压力。**由于项目持续投入及政府支付工程款缓慢，2017-2019年，公司经营产生的现金净额分别为-7.70亿元、-27.28亿元和0.74亿元，表现欠佳；公司投资活动现金流也表现为大额净流出，公司资金来源主要为外部借款与政府注资。截至2020年9月末，公司在建项目至少尚需投入115.75亿元，面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务持续大幅增长，偿债压力上升。**截至2020年9月末，公司资产负债率为59.57%，较2017年末增加12.59个百分点；公司有息债务为203.62亿元，较2017年增长261.18%，2019年EBITDA利息保障倍数下降至0.35，公司偿债压力持续上升。

未来展望：

- 公司作为景德镇市主要的城市投融资建设主体之一，预计业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年 1-9月	2019年	2018年(调 整期初数)	2018年 (期末数)	2017年
总资产	4,163,772.17	3,475,836.53	2,603,109.76	2,003,920.86	1,450,848.27
所有者权益总额	1,683,230.27	1,426,754.22	1,153,210.45	974,333.97	769,196.55
有息债务	2,036,235.18	1,537,498.88	1,154,156.29	893,196.29	563,780.00
资产负债率	59.57%	58.95%	55.70%	51.38%	46.98%

现金短期债务比	1.01	0.82	2.09	1.82	14.34
营业收入	65,219.04	109,038.94	154,237.71	34,533.95	30,099.29
营业外收入	540.62	10,488.27	0.00	0.00	5,001.53
利润总额	22,059.03	20,517.50	15,084.42	9,106.51	31,605.18
综合毛利率	65.77%	26.79%	19.61%	43.52%	39.60%
EBITDA	-	28,751.55	25,692.60	18,189.17	33,238.67
EBITDA 利息保障倍数	-	0.35	0.65	0.47	1.44
经营活动现金流净额	-240,776.21	7,383.31	-274,516.27	-272,763.30	-76,988.87
收现比	1.08	0.70	0.24	1.05	2.37

资料来源：公司2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季度财务报表，中证鹏元整理

本次评级使用的评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法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	评分结果	评分指标	指标评分
业务状况	强	GDP 规模	2
		GDP 增长率	4
		地区人均 GDP/全国人均 GDP	3
		公共财政收入	2
		区域风险状况调整分	0
		区域风险状况等级	中等
		业务竞争力	5
		业务持续性和稳定性	7
		业务多样性	5
		经营状况等级	强
财务风险状况	很小	有效净资产规模	6
		资产负债率	4
		EBITDA 利息保障倍数	4
		现金短期债务比	7
		收现比	7
指示性信用评分			aa
调整因素			调整幅度
无			0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0

城投公司信用等级

AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2020-08-19	蒋中、钟继鑫	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)、外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-12-25	贾聪、张旻燊	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)	阅读全文

一、主体概况

公司原名为景德镇市城市建设开发投资有限责任公司，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”）于2014年1月17日全额出资设立，初始注册资本为1.00亿元。2017年12月15日，景德镇国资委向公司增资3.60亿元，全部计入实收资本；景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）向公司增资7.50亿元，其中1,000.00万元计入实收资本，其余7.40亿元计入资本公积，公司注册资本增加至4.70亿元。2019年5月17日，公司名称变更为现名，由景德镇国资委进行货币增资25.25亿元、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）新增出资500.00万元¹。

截至2020年9月末，公司注册资本及实收资本均为30.00亿元，公司控股股东及实际控制人均为景德镇国资委。截至2020年末，公司产权及控制关系见附录二。

公司为景德镇市主要的城市投融资建设主体之一，主要从事土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造等业务。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共12家，明细如下表所示。

表1 截至2019年末纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	纳入合并范围的时间
景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司	150,000.00	100.00%	土地一级开发，土石方工程，绿化工程，道路、管网等基础设施建设	2015年
景德镇市兴陶建设开发有限责任公司	50,000.00	100%	土地平整、基础设施建设	2018年
景德镇金润物业服务有限责任公司	205.00	100%	物业管理	2018年
江西德宇集团有限公司	7,113.61	100.00%	农副食品加工	2018年
景德镇市驰城杭萧绿色建筑有限公司	8,000.00	81.25%	钢结构制作、安装；装配式新型建材生产、加工、销售等	2019年
景德镇市金仁资产管理有限责任公司	10,000.00	100.00%	实业投资、投资项目管理、屋里管理等	2019年
江西得雨茶业有限公司	1,000.00	100.00%	茶叶生产、销售；散装食品批发和零售等	2019年
景德镇市兴昌建设工程有限公司	1,200.00	100.00%	房屋建筑工程、市政公用工程、土石方工程	2019年

¹ 农发基金新增出资的500万元为明股实债。公司与农发基金于2015年9月签订了《投资协议》，投资规模为1亿元，投资项目是景德镇市高铁商务区核心路网（三期），期限为10年，年投资收益为1.20%，到期后由景德镇市人民政府以1亿元的价格一次性收购全部股权。2019年5月，公司根据该项投资的实质，将500万元调整计入实收资本并进行了工商变更，剩余99,500万元调整计入资本公积。

景德镇市新成建设投资开发有限责任公司	19,513.00	54.90%	土地一级开发, 土石方工程	2019年
景德镇神州瓷业文化有限公司	30,000.00	100.00%	陶瓷文化创意、旅游服务	2019年
江西利尔奇贸易有限责任公司	10,000.00	100.00%	建筑材料及其相关配套原辅材料的采购与销售	2019年
景德镇市新成信康置业有限责任公司	1,000.00	54.90%	房地产开发、土石方工程; 建材销售	2019年

资料来源: 公司 2019 年审计报告, 中证鹏元整理

二、外部运营环境

(一) 宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好, 疫情短期加大经济下行压力, 宏观政策加大调节力度, 基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务, 我国以供给侧结构性改革为主线, 着力深化改革开放, 扎实做好“六稳”工作, 坚决打好三大攻坚战, 使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019 年, 我国国内生产总值 (GDP) 从 82.08 万亿元增长至 99.09 万亿元, 各年分别增长 6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著, 新经济持续较快发展。近三年, 战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%, 高于同期工业增加值增长率; 战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期, “三期叠加”影响持续深化, 经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓, 仍处在国际金融危机后的深度调整期, 全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情, 更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费; 传统企业订单减少, 制造业投资更加低迷; 房企销售回款放缓加剧现金流压力, 房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击, 海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降, 最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中, 实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响, 近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年, 在疫情影响下, 财政政策将更加积极有为, 财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用, 但近年并未明显发力。2018-2019 年, 基础设施建设投资 (不含电力) 增速均为 3.8%, 处于历史低位。资金端, 有限的财政投入导致财政资

金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要

避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）行业及区域经济环境

景德镇市经济保持较快增长，陶瓷、航空等优势产业发展态势良好，国家陶瓷文化传承创新试验区的落地利好城市发展

景德镇市位于江西东北部，系“六山”“两湖”（庐山、黄山、九华山、三清山、龙虎山、武夷山及千岛湖、鄱阳湖）的中心区，拥有皖赣铁路、景德镇机场以及杭瑞、景鹰、德昌、景婺黄四条高速公路，交通条件便利。景德镇市自然资源亦较为丰富，尤其瓷土品质较佳。景德镇市陶瓷文化底蕴深厚，是我国的“千年瓷都”，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”），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，试验区实施方案拟加大中央、省级的财税力度，鼓励拓宽陶瓷文化产业的投融资渠道，相关政策的落地利好景德镇城市发展。

2017-2019年，景德镇市实现地区生产总值分别为878.25亿元、846.60亿元和926.11亿元，按可比价格计算增长率分别为8.8%、8.2%和7.8%，经济总量偏小，但近年保持较快增速。景德镇市下辖乐平市、浮梁县、珠山区、昌江区，截至2019年末，景德镇市常住人口为168.05万人。2019年，景德镇市第一、二、三产业增加值分别增长3.1%、7.9%和8.4%，三产结构由2017年的6.1:49.9:44.0调整为6.6:44.2:49.2。消费是拉动经济增长的第一动力。2019年景德镇市人均生产总值为55,228元，为同期全国人均生产总值的77.90%。

工业作为景德镇市经济发展的最主要支柱，保持较快增长趋势。2017-2019年，全市规模以上工业增加值分别增长8.9%、8.3%和8.3%。特色产业方面，景德镇市经济从传统的陶瓷工业作为支撑发展到陶瓷、航空、汽车及旅游“3+1”产业共同发展的新局面。2017-2019年，景德镇六大优势产业规模以上增加值分别同比增长10.1%、7.6%和8.5%。

2017-2019年景德镇市固定资产投资分别同比增长13.5%、11.2%和10.4%，增速小幅放缓。2019年，景德镇市固定资产投资主要为第三产业投资，同比增长16.8%。房地产投资方面，景德镇市房地产市场表现降温。2017-2018年房地产开发投资分别实现45.89亿元、65.71亿元，分别同比增长7.0%、43.2%。2019年，景德镇市房地产开发投资同比下降20.8%，较上年回落64.0个百分点；商品房施工面积同比增长2.8%，较上年减少6.9个百分点；商品房销售面积同比增长13.6%，较上年减少6.1个百分点。社会消费增速呈现小幅波动，2017-2019年景德镇市社会消费品零售总额增速分别为11.8%、10.8%和11.4%。景德镇市旅游产业发展势头较好，2019年，景德镇市接待旅游总人数8,506.33万人次，同比增长26.3%；旅游总收入实现888.24亿元，同比增长29.9%。

2020年1-10月，景德镇市地区生产总值实现680.80亿元，按可比价格计算，同比增长2.4%；景德镇市规模以上工业增加值、固定资产投资分别同比增长2.9%、8.1%，但社会消费品零售总额实现303.21亿元，同比下滑1.9%。

表2 2017-2019年景德镇市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	926.11	7.8%	846.60	8.2%	878.25	8.8%
第一产业增加值	61.31	3.1%	56.45	3.4%	53.60	4.2%

第二产业增加值	409.56	7.9%	402.32	7.7%	438.42	8.0%
第三产业增加值	455.23	8.4%	387.83	9.4%	386.23	10.5%
规模以上工业增加值	-	8.3%	-	8.3%	-	8.9%
固定资产投资	-	10.4%	-	11.2%	889.33	13.5%
社会消费品零售总额	379.33	11.4%	340.66	10.8%	335.93	11.8%
进出口总额	64.30	-6.2%	68.55	22.8%	55.83	27.0%
存款余额	1,282.15	12.4%	1,152.78	6.11%	1,086.37	14.48%
贷款余额	952.05	15.4%	818.02	18.70%	689.14	19.99%
人均 GDP(万元)		55,228		50,723		52,910
人均 GDP/全国人均 GDP		77.90%		76.85%		89.37%

资料来源：景德镇市 2017-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年，景德镇市实现一般公共预算收入99.69亿元，增长10.9%；景德镇市实现政府性基金预算收入334.04亿元，同比增长165.3%；景德镇市一般公共预算支出为235.71亿元，增长15.3%，财政自给率为42.29%。试验区实施方案落地后，景德镇土地市场放量成交、土地均价提升，政府基金预算收入增幅较大。

昌南新区由景德镇市陶瓷工业园区、昌南拓展区、浮梁县洪源镇及昌江区零星村庄整合成立，总面积160平方公里、产城核心区域50平方公里，可储备产业用地2.5万亩，商业用地1万亩，昌南新区管理委员会于2018年4月获得批复、2019年正式组建。2019年，昌南新区一般公共预算收入、政府基金预算收入分别完成2.01亿元、11.67亿元。

三、公司治理与管理

公司已按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构。公司不设股东会，景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）和中国农发重点建设基金有限公司同意将其持有的对公司对应的股东权利委托给景德镇市国有资产监督管理委员会代理行使。公司设立董事会，设董事长1人，为公司法人代表，设副董事长1名。董事会成员除职工董事外，由市国资委按有关程序派出，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。董事长、副董事长由出资人按照国有企业领导人员的任免权限从董事会成员中指定。董事会职权主要包括：执行出资人的相关规定、决定，并向其报告工作；决定公司的经营计划和投资方案；审议公司年度财务预决算方案，报市国资委备案等。公司设监事会，由市国资委按有关程序派出，但职工监事不少于三分之一并由职工代表大会（或职工大会）选举产生。监事会设主席1名，监事职权包括：检查公司财务，对董事、高级管理人员职务行为进行监督，列席公司重要会议等。公司设总经理1名，经规定程序批准

后，由董事会聘任或解聘。

目前公司主要设有党群工作部、总经理办公室、纪检监察室、人力资源部、财务管理部、投资发展部、法务审计部、成本合约部、资产管理部、工程管理部等部门，负责公司工程业务的开展以及财务、人力等职能工作运营。截至 2020 年末，公司组织关系图见附录三。

近期公司董事会、监事会人员发生变化，2019年5月17日，公司董事长及法定代表人由余时久变更为高唤虎；2019年8月30日，公司2位董事由汪羽、余时久变更为杜钧瑞、钱江欣，公司监事由杨荣治变更为余雷；2020年8月24日，公司董事长由高唤虎变更为高晓云，监事由何玉鹏变更为章慧琳，公司董事会、监事会变动对公司经营暂无重大影响。

四、经营与竞争

公司系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²基础设施建设任务。2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司分别实现营业收入 3.01 亿元、3.45 亿元、10.90 亿元和 6.52 亿元，公司收入来源逐年丰富，营业收入规模持续增长。基础设施建设业务为公司最主要的收入来源，在建的基础设施建设项目数量较多，持续性较好；公司棚改业务有一定区域专营性，短期收入有保障。2019 年，公司获得社会公共事业服务中心、昌南发展中心等项目经营管理权转让，租赁业务收入为公司营业收入提供了较大补充。2020 年 1-9 月，公司新增土地转让收入，主要系公司转让昌南拓展区 A6-1 地块产生的收入，该业务受政府用地规划及土地市场行情影响，业务收入不稳定。

近年，公司综合毛利率呈现较大波动。其中，基础设施建设业务毛利率波动较大，2019 年大幅下降至 0.41%，主要系公司调整收入确认原则后，将前期完工项目一并结转成本所致；棚户区改造业务、租赁业务保持较高毛利率，主要系二者成本分别为分摊的利息成本、物业发生的修理修缮费用等。物业服务收入系景德镇高铁站车位物业费收入，收入规模较小但管理成本较高，故表现为持续亏损。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	0.00	0.00%	76,103.99	0.41%	10,658.08	43.03%	2,851.97	42.32%

² 根据景党发〔2018〕7 号文和赣编办文〔2018〕48 文，景德镇市政府在原昌南拓展区基础上成立昌南新区，范围涵盖原昌南拓展区、高铁商务区、陶瓷工业园区及洪源镇等，面积约 160 平方公里，同时将景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室和景德镇陶瓷工业园区管理委员会整合，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。

棚户区改造	0.00	0.00%	6,650.51	46.68%	18,430.22	50.70%	17,176.35	48.00%
土地开发经营与整理	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3,018.24	-23.68%	9,096.65	18.84%
租赁业务	18,784.09	98.69%	26,175.29	99.30%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
物业服务	49.07	-397.51%	109.15	-178.28%	64.68	-367.30%	0.00	0.00%
土地转让	46,273.61	53.03%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他业务	112.27	9.21%	0.00	0.00%	2,362.73	86.82%	974.32	77.27%
合计	65,219.04	65.77%	109,038.94	26.79%	34,533.95	43.52%	30,099.29	39.60%

注：2017-2018 年公司收取的租金纳入其他业务核算，2019 年纳入租赁业务核算；物业服务收入系景德镇高铁站车位物业费收入，规模较小；2020 年 1-9 月，公司其他业务包括销售商品、土石方工程。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施建设业务收入大幅增加，业务持续性较好

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建设任务，原业务模式包括购买服务以及委托代建两种，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”）负责基础设施建设业务。

2018 年，购买服务模式下的基础设施建设项目全部转为委托代建模式，公司项目完工后，按投资款的 18% 计提基础设施建设业务收入并结转利息成本。对于项目成本，公司计入“其他非流动资产”科目中核算，由政府单位根据合同支付，公司收到款项后直接冲减“其他非流动资产”科目。

2019 年，公司变更了基础设施建设的收入确认原则，公司将经审定的项目成本（包含利息成本）全额加成一定比例确认收入，并结转相应成本；此外，公司将前期完工项目一并结转成本。受上述因素影响，2019 年，公司确认基础设施建设收入 76,103.99 万元，收入大幅提升；毛利率为 0.41%，表现大幅下降。

表4 近年公司基础设施建设业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2019 年确认收入	2019 年毛利率
西城区水系综合治理项目	23,113.09	-9.00%
景鹰高速景德镇南出入口连接线工程项目	8,428.68	-9.00%
景南收费站及 206 国道提升改造绿化工程	3,887.89	-9.00%
迎宾大道景观环境综合整治项目	5,747.77	-9.00%
西城区水系湿地公园一期	1,946.07	-9.00%
陶瓷文化创意新区主干道（一、二期）路网项目	32,980.48	12.71%
合计	76,103.99	0.41%
项目名称	2018 年确认收入	2018 年毛利率
景鹰高速景德镇南出入口连接线工程项目	1,750.00	36.10%

社会公共事务服务中心项目	4,230.72	35.46%
景南收费站及 206 国道提升改造绿化工程	769.03	62.17%
玉字亭道路改造工程项目	631.02	38.13%
迎宾大道景观环境综合整治项目	1,204.81	31.12%
西城区西河水系湿地公园（一期）项目	399.45	42.14%
迎宾路市政道路配套工程	1,673.04	71.27%
合计	10,658.08	43.03%
项目名称	2017 年确认收入	2017 年毛利率
西城区水系综合治理项目	2,851.97	42.32%

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月末，公司委托代建方主要有昌南拓展区建设办、陶瓷工业园区管理委员会（现合并为昌南新区管理委员会）等。公司基础设施建设项目工程量充足，主要在建的委托代建项目计划总投资合计为 78.16 亿元，业务持续性较好，未来随着相关项目的推进及完工，收入亦有一定的保障。

表5 截至 2020 年 9 月末公司主要在建的基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	计划项目总投资	已投资	建设模式
昌南拓展区北片区路网工程项目	99,802.00	36,232.55	委托代建
昌南拓展区如意湖公园项目	9,563.00	6,561.47	委托代建
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）	293,740.38	122,521.84	委托代建
竞城镇西河三河段沿河北路工程	7,950.00	3,880.40	委托代建
昌江区石岭小区城市棚户区改造项目	39,070.00	24,419.16	委托代建
高铁商务区二期路网及配套工程项目	31,600.00	14,785.61	委托代建
建设大道延伸段（车站北路-皖赣铁路段）道路工程项目	15,533.59	15,022.97	委托代建
迎宾路市政道路配套工程	16,715.33	13,012.88	委托代建
赣铁置业新建道路及新区道路改造、山体修复项目	22,406.62	10,458.16	委托代建
陶瓷文化创意新区南片区路网基础设施项目	94,794.00	8,102.29	委托代建
陶瓷文化创意新区主干道（一、二期）路网项目	67,091.00	46,719.55	委托代建
景德镇市社会公共事务服务中心项目	24,700.00	28,829.79	委托代建
玉字亭道路改造工程项目	4,596.00	5,123.26	委托代建
站前二路延伸段（景北大道-金岭大道段）道路工程项目	54,054.10	55,705.12	委托代建
合计	781,616.02	391,375.05	-

注：本表格内项目已投资额按已结转成本与尚未结转的账面价值计算；部分项目已投资额超过计划项目

总投资额。

资料来源：公司提供

公司棚户区改造业务具有一定的区域专营性

公司及子公司金岭开投负责景德镇市昌江片区城中村棚户区改造业务的投融资建设，业务具有一定的区域专营性。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，项目的建设资金由公司自行筹集，公司将棚户区改造投入金额计入“其他非流动资产”科目核算，由政府根据合同在一定年限内平均支付，公司收到款项后冲减相应的“其他非流动资产”。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³结转为该项目的营业成本。

昌南拓展区建设办分别在 2017 年与公司签订《景德镇市 2017 年度昌江片区城中村棚户区改造项目政府购买服务合同》；在 2018 年与金岭开投签订《景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目政府购买服务合同》。目前政府购买服务模式，公司在建的棚户区项目是 2017 年和 2018 年度昌江区棚户区改造项目，分别涉及拆迁户 2,051 户和 589 户，涉及拆迁房屋 461,310 平方米和 205,000 平方米，建设期均为 24 个月。2019 年，公司实现棚户区改造业务的服务管理费收入 6,650.51 万元，毛利率与往年差异较大，原因系利息成本分摊不同。

表6 近年公司棚户区改造业务情况（单位：万元）

年份	项目	当年确认收入	毛利率
2019 年	景德镇市 2017 年昌江片区城中村棚户区改造项目	5,720.39	46.63%
	景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	930.12	46.98%
	合计	6,650.51	46.68%
2018 年	景德镇市 2017 年昌江片区城中村棚户区改造项目	7,561.00	21.13%
	景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	10,869.22	71.27%
	合计	18,430.22	50.70%
2017 年	2016 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	2,817.67	26.41%
	2017 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	14,358.68	52.24%
	合计	17,176.35	48.00%

资料来源：公司提供

2017 年和 2018 年度昌江区棚户区改造项目计划总投资合计 34.26 亿元，按计划总投资款的 18% 计算服务管理费，预计公司可实现收入 6.17 亿元。后续公司尚需投资 11.35 亿元，可计提相应的服务管理费，短期内公司收入仍有保障。2019 年及以后，公司棚改项

³ 公司各业务板块的利息支出是按该项目的贷款占用公司所有贷款总额的比例计算得出。

目不再采用政府购买服务的业务模式，如 2019 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目（以下简称“2019 年棚改项目”）、景德镇市 2020 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目（以下简称“2020 年棚改项目”），公司以自筹资金投入，获取经营收益。

表7 截至 2020 年 9 月末公司主要在建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	预计服务管理费总额
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	42,121.26
景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	108,620.30	79,112.12	政府购买服务	19,551.65
合计	342,627.30	229,107.40	-	61,672.91

注：本表格内项目已投资额按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

受政府规划影响，未来土地开发经营及整理业务收入的实现情况存在不确定性

公司负责昌南新区内一级土地整理，由公司本部及子公司新成建设负责，原就具体土地整理项目与景德镇市土地储备中心（以下简称“土储中心”）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。根据相关协议，公司自筹资金进行土地整理开发，项目完工并达到熟化标准等条件后移交给土储中心。项目投入成本的回收与收入的确认模式与棚户区改造业务相同。

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，二者区划范围均纳入昌南新区，景东高铁商务区原规划的土地储备整理项目收储工作放缓，公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性。2019 年，公司未确认土地开发经营与整理业务收入。

表8 近年公司土地开发经营与整理业务收入明细（单位：万元）

项目	项目	当年确认收入	毛利率
2018 年	景东高铁商务区土地储备整理项目	3,018.24	-23.68%
	合计	3,018.24	-23.68%
2017 年	景东高铁商务区土地储备整理项目	7,677.98	50.82%
	陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目	1,418.67	-154.26%
	合计	9,096.65	18.84%

资料来源：公司提供

景东高铁商务区土地储备整理项目和陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目预计总投资分别为 15 亿元和 32 亿元，截至 2020 年 9 月末已投入 26.32 亿元。

表9 截至 2020 年 9 月末公司土地整理项目情况（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	181,514.66	委托代建
合计	470,000.00	263,216.33	-

注：本表格内项目已投资额按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

此外，2020 年 1-9 月，公司获土地转让收入 4.63 亿元，毛利率为 53.03%，主要系因城市规划调整需要，景德镇市自然资源和规划局对公司于 2016 年出让获得的商服用地（位于昌南拓展区 A6-1，面积 61,769.79 平方米）进行收回所致。该地块土地转让收入是景德镇市自然资源和规划局按照地块账面价值对公司进行的补偿。公司土地转让业务受政府用地规划及土地市场行情影响，收入不稳定、不具备可持续性。

租赁业务为公司收入提供了重要补充

公司将部分物业出租以获取租赁收入，租赁价格主要采取市场定价方式，公司通过招商与其他机构企业谈判确定租赁价格，签订租赁合同后，公司按年收缴租金。公司目前对外租赁物业中，地上建筑物租金为 50-65 元/月/平方米，地下车位约 3,600 元/年/个。新城大厦写字楼、车位的承租人为景德镇市机关事务局，租赁期限为三年（2018.1-2021.1）。社会公共事业服务中心、昌南发展中心、陶瓷文化交流培训基地及院校项目的经营管理权，由昌南拓展区建设办、景德镇昌南新区管理委员会等转让给公司，转让期限为四年（2018.12-2022.12）；相关物业的承租人为景德镇桃源开发建设有限公司（其股东为“江西景德镇陶瓷工业园区管理委员会”），租赁合同为一年一签。

2017-2019 年及 2020 年 1-9 月，公司确认租赁收入分别为 974.32 万元、2,361.36 万元、26,175.29 万元和 18,784.09 万元，随公司出租房产类型的增多、出租率的提升，公司租赁收入逐年提升，为公司营业收入提供了重要补充。2019 年以来，公司租赁业务毛利率均高于 98%，租赁业务成本主要为物业发生的折旧及修理修缮费用，故公司租赁业务毛利率较高。

表10 公司租赁业务情况（单位：平方米、万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	出租面积	租赁收入	出租面积/ 车位个数	租赁收入	出租面积	租赁收入
新城大厦写字楼	36,961.96	2,644.98	29,356.86	1,601.28	-	-
新城大厦车位	-	-	267 个	87.38	-	-
社会公共事业服务中心	79,680.60	5,701.91	-	-	-	-

社会公共事业服务中心车位	-	-	618 个	202.25	-	-
景德镇发展中心	130,000.00	5,426.61	-	-	-	-
昌南发展中心	43,423.92	3,107.40	-	-	-	-
陶瓷文化交流培训基地及院校项目	86,546.00	6,193.20	24,034.00	470.45	-	-
昌南拓展区地下停车场	36,702.50	2,626.42	-	-	-	-
百树学校特许经营权	-	474.77	-	-	24,034.00	972.97
场地租赁	-	-	-	-	51,836.19	1.35
合计	-	26,175.29	-	2,361.36	-	974.32

资料来源：公司提供

目前公司在建项目较多，面临较大的资金支出压力

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。景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目（三期）为“19 景城开投债”募投项目，截至 2019 年末，该项目已完工转固，收入原计划来源于店铺出售及租赁、停车位出租、物业收入、客运站经营和广告收入。根据“19 景城开投债”募集说明书，2019 年该项目预计实现收入 4,433.72 万元，公司相关收入未及预期。

景德镇市昌江区棚户区改造八五九安置房（一期）项目为“19 景城 01”募投项目，原定计划总投资额为 91,602.26 万元。2020 年 7 月 17 日，根据景发改审投资字[2020]105 号文件，同意该项目主体结构及地下室结构增加强度，项目总投资额增加至 113,000 万元，其他事项维持原批复文件不变。截至 2019 年末，该项目已投资 56,759.33 万元，占调整后总投资的 50.23%。根据《景德镇市昌江片区棚户区改造八五九安置房(一期)项目（调整）可行性研究报告》，该项目收入主要来源于住宅、配套商业、停车位的销售收入和物业服务收入，预计可实现销售收入合计 8.71 亿元。

景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目建设为“20 景城 01”募投项目，收入主要来源于景区大门票、演出门票、展示区出租、陶瓷文化创意园租售、民宿、酒店、停车位等。该项目计划总投资额 12.20 亿元，截至 2020 年 9 月末已投入 20,440.75 万元。

此外，2019 年棚改项目总投资额 142,430.99 万元，棚户区改造征收总户数 630 户，项目新建安置房 1,180 户；2020 年棚改项目总投资额 56,898.68 万元，棚户区改造征收总户数 567 户，采用货币补偿安置。2019 年棚改项目由公司自筹资金建设，公司经营获取住宅销售、停车位收费和店铺销售及出租收入等专项经营收入，通过土地出让获取棚改区域腾让国有土地出让收益⁴，预计可实现总收入 18.96 亿元；2020 年棚改项目收入均来源于棚改区域腾让国有土地出让收益，预计可实现总收入 13.59 亿元。

⁴ 根据 2019 年棚改项目、2020 年棚改项目可研报告，棚户区改造中腾让出的土地收归国有后由政府统一整理和规划，形成的国有土地出让权收益纳入政府性基金预算管理后，可作为棚改项目资金的还款来源。

公司其他自建项目，如西城区生态修复综合开发项目主要建设内容为西城区、昌南新区内生态景观综合提升工程等，项目建成后收入来源包括停车场、商业物业等多业态的租赁收入，游乐场、体育场馆、民宿等经营收入。景德镇发展中心（一期）项目、景德镇昌南新区陶瓷文化交流培训基地项目、昌南大厦项目和景德镇市昌南发展中心项目收益主要来自于租赁收入。

公司自建项目完工后，未来将新增多项经营性业务和收入。截至 2020 年 9 月末，公司在建的自建项目计划总投资合计 98.20 亿元，已投入 33.45 亿元。

表11 截至 2020 年 9 月末公司在建的自建项目情况（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	47,470.14	自建
景德镇市 2020 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目	56,898.68	7,582.44	自建
景德镇市昌江区棚户区改造八五九安置房（一期）项目	113,000.00	76,611.81	自建
景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目	122,000.00	20,440.75	自建
西城区生态修复综合开发项目	164,669.62	69,370.21	自建
景德镇发展中心（一期）项目	134,242.00	16,757.35	自建
昌江河西区综合开发项目	84,900.00	4,554.17	自建
陶瓷文化交流培训基地项目	58,836.59	35,688.68	自建
景德镇市青少年文化培训基地项目	39,220.00	13,593.06	自建
景德镇市昌南发展中心	16,082.00	10,767.27	自建
昌南大厦项目	14,992.20	12,512.02	自建
西瓜洲污水处理厂扩容提标改造工程	13,831.76	9,548.45	自建
第一中专新校区地下空间综合开发项目	11,500.00	4,434.16	自建
“人工智能+5G”城市会客厅项目	9,359.00	5,213.94	自建
合计	981,962.84	334,544.45	-

资料来源：公司提供

整体来看，公司棚户区改造、基础设施建设版块业务工程量较为充足，主要在建的政府购买服务棚户区改造项目、委托代建的基础设施建设项目总投资 112.42 亿元，公司营业收入来源有保障。截至 2020 年 9 月末，公司主要棚户区改造、基础设施建设和自建项目后续还需分别投入 11.35 亿元、39.65 亿元和 64.74 亿元，公司在建项目至少尚需投入 115.75 亿元，公司面临较大的资金支出压力。

公司在资金注入、财政补贴等方面获得了较大外部支持

公司作为景德镇市重要的城市基础设施建设主体，近年在资金注入等方面持续得到景德镇市当地政府的较大支持，很大程度上提升了公司的资本实力以及利润水平。

资产注入方面，2017-2019年及2020年1-9月，公司取得景德镇市财政局和景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室等政府单位注入的无偿拨款分别为41.33亿元、17.60亿元、9.94亿元和15.37亿元。

股东增资方面，2017年公司控股股东景德镇国资委和景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）分别向公司增资3.60亿元、7.50亿元。2019年景德镇国资委进行货币增资25.25亿元，截至2020年9月末，景德镇国资委已全部实缴增资额；2019年，农发基金出资1.00亿元，为“明股实债”，分别计入公司实收资本500万元、资本公积0.95亿元。

股权划转方面，2018-2019年，景德镇市农牧渔业科学研究所、江西景德板鸡实业公司分别将其拥有的67.01%、32.99%江西德宇集团有限公司股权无偿转让予公司，2019年景德镇市土地储备中心将所持有的新成建设54.90%股份无偿划转给公司。

财政补贴方面，2017年、2019年公司分别获得政府5,000.00万元、5,655.35万元项目建设奖励，计入营业外收入，为公司利润提供了一定补充。

表12 近年公司主要受政府支持情况（单位：万元）

(1) 资产注入			
注入时间	资产类别	账面价值	依据文件
2020年1-9月	货币资金	54,575.79	-
	货币资金	99,127.90	景德镇市财政局《资金注入函》
2019年	货币资金	19,378.72	景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室《资金注入函》
	货币资金	80,000.00	景德镇市财政局《资金注入函》
	货币资金（股权增资）	252,500.00	-
2018年	货币资金	176,047.54	《拨款情况说明》
2017年	货币资金	413,342.99	《拨款情况说明》
	货币资金（股权增资）	111,000.00	-
(2) 财政补贴			
年份	补贴内容	补贴金额	
2019年	政府奖励基金等政府补助	5,655.35	
2017年	项目建设奖励等政府补助	5,000.00	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）、中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）分别审计并出具标准无保留意见的 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017、2018 年及 2019 年公司新纳入合并范围的子公司分别有 0 家、3 家、8 家，详见表 1。

2019 年审计报告中，公司变更收入确认原则，同时就期初未计算递延所得税资产、递延所得税负债等事项进行差错更正。本篇报告使用 2017-2019 年审计报告期末数。

表13 2019 年公司审计报告主要变化

变化内容	受影响的报表科目名称
变更收入确认原则： 1、2018 年审计报告： （1）公司对外提供政府购买服务，于服务已实际发生时确认相关的收入，在确认收入时，以服务已提供，与交易相关的价款能够流入，并且与该项服务有关的成本能够可靠计提。 （2）公司对外提供委托代建服务，于协议约定的时点确认相关收入，在确认收入时，以服务已提供，与交易相关的价款能够流入，并且与该项服务有关的成本能够可靠计提。 2、2019 年审计报告： （1）在提供劳务交易的结果能够可靠估计的情况下，于资产负债表日按照完工百分比法确认提供的劳务收入。劳务交易的完工进度按已完工作的测量/已经发生的劳务成本占估计总成本的比例确定。 （2）在建造合同的结果能够可靠估计的情况下，于资产负债表日按照完工百分比法确认合同收入和合同费用。合同完工进度按累计实际发生的合同成本占合同预计总成本的比例/实际测定的完工进度确定。	调整 2019 年期初数：营业收入、营业成本
会计差错更正： 1、坏账准备 29,313,159.29 元，未计算递延所得税资产。 2、投资性房地产公允价值变动收益 64,422,323.93 元，未计算递延所得税负债。 3、与资产相关的递延收益 21,447,869.44 元，计入资本公积。	调整 2019 年期初数：递延所得税资产、递延所得税负债、递延收益、资本公积、所得税费用

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，资产以土地、房屋建筑和在建项目工程为主，资产受限规模较大，整体流动性较弱

随着股东注入资本金、公司主要工程的持续投入和负债规模持续增长，公司资产规模持续增加。截至 2020 年 9 月末，公司总资产规模达到 416.38 亿元，较 2017 年末增长 186.99%。

流动资产方面，截至 2020 年 9 月末，公司货币资金为 35.27 亿元，其中 4.84 亿元货币资金使用受限，主要为定期存单、项目保证金、银行承兑汇票保证金和信用证保证金。2020 年前三季度公司货币资金大幅增长，主要源自公司负债规模持续增长所致。2020 年 9 月末，公司预付款项 20.08 亿元，较 2017 年末增长 132.82%，主要系预付棚改项目资金、

征迁资金增加所致。2019 年末，公司其他应收款同比大幅增长，主要系公司合并新成建设所致。2020 年 9 月末，公司其他应收款账面价值 36.69 亿元，主要为应收昌南拓展区建设办、新区办拆迁资金专户、景德镇昌源环发贸易有限公司等政府机构或关联平台公司款项，回收风险相对较小，账龄主要在 3 年以内，但回收时间存在不确定性，对公司资金造成了一定的占用。截至 2020 年 9 月末，公司存货主要包括 2.57 亿元消耗性生物资产和 137.22 亿元开发成本，消耗性生物资产为公司林木资产，开发成本主要为八五九安置房项目及土地资产；近年来，公司出让取得的新增地块数量较多，后续主要用于公司自营项目建设。截至 2020 年 9 月末，公司存货中土地资产共 40 宗，按实际成本入账，土地面积 221.22 万平方米，账面价值合计 124.16 亿元；其中，有 5 宗土地的权证尚在办理中。2019 年以来，公司存货规模大幅增长，主要系原计入无形资产的大部分土地拟用于开发建设，转入存货所致。截至 2020 年 9 月末，公司存货中用于抵押的土地账面价值为 79.84 亿元，占存货中土地资产价值的 64.30%。

非流动资产方面，投资性房地产包括土地使用权和房屋建筑。截至 2020 年 9 月末，公司投资性房地产中房屋、土地使用权账面价值分别为 9.23 亿元、20.14 亿元，全部采用公允价值计量。公司投资性房地产主要是新城大厦写字楼、景德镇市陶瓷文化创意中心、陶瓷文化交流培训基地等用于商业出租的资产。截至 2020 年 9 月末，公司投资性房地产中账面价值的 45.47% 已用于抵押。2020 年 9 月末，公司在建工程 36.74 亿元，较 2017 年增长 1,498.78%，系公司持续进行资本投入所致；公司无形资产 5.60 亿元，较 2017 年下降 86.56%，系大部分地块转入存货所致。公司无形资产中土地使用权 5 宗，账面价值 5.29 亿元，均未设置抵押；其中 4 宗为划拨的农用地、科研用地和工业用地，账面价值 1,969.11 万元。

其他非流动资产为公司在基础设施建设、土地整理和棚户区改造（2018 年及以前的项目）三大板块业务的工程投入。由于项目推进及资金的投入，及政府支付工程款缓慢导致冲减金额较小，近年其他非流动资产账面价值持续大幅增长，2020 年 9 月末达到 87.72 亿元，较 2017 年末增长 69.92%。截至 2020 年 9 月末，公司用于抵质押的银行存款、土地、土地及地上建筑物价值合计 115.21 亿元，受限资产规模占总资产的 27.67%，受限资产规模较大。

整体看，公司资产规模增幅较大，但以土地资产、房屋建筑和在建项目工程投入为主，且大部分土地和房屋建筑因抵押受限，公司资产整体流动性较弱。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
----	------------	--------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	352,709.46	8.47%	178,136.31	5.12%	143,910.26	7.18%	164,303.43	11.32%
预付款项	200,847.29	4.82%	109,079.93	3.14%	273,537.20	13.65%	86,266.44	5.95%
其他应收款	366,901.83	8.81%	294,683.70	8.48%	97,617.12	4.87%	57,401.73	3.96%
存货	1,398,128.48	33.58%	815,498.28	23.46%	43,732.65	2.18%	0.00	0.00%
流动资产合计	2,457,240.98	59.01%	1,577,533.51	45.39%	579,496.21	28.92%	311,515.35	21.47%
投资性房地产	293,772.11	7.06%	340,045.72	9.78%	178,256.55	8.90%	171,783.18	11.84%
在建工程	367,376.33	8.82%	105,056.23	3.02%	70,509.27	3.52%	22,978.50	1.58%
无形资产	56,037.98	1.35%	525,137.56	15.11%	422,365.02	21.08%	416,840.41	28.73%
其他非流动资产	877,242.49	21.07%	818,215.84	23.54%	734,361.74	36.65%	516,261.31	35.58%
非流动资产合计	1,706,531.19	40.99%	1,898,303.03	54.61%	1,424,424.65	71.08%	1,139,332.92	78.53%
资产总计	4,163,772.17	100.00%	3,475,836.53	100.00%	2,003,920.86	100.00%	1,450,848.27	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入来源多元，但利润依赖于投资性房地产的评估增值

公司收入来源多元，收入整体保持增长。近三年，公司收入来源逐年丰富，营业收入规模持续增长。委托代建业务为公司最主要收入来源，委托代建项目数量较多，持续性较好；公司棚改业务有一定区域专营性，短期收入有保障。2019 年，公司获得社会公共事业服务中心、昌南发展中心等项目经营管理权转让，租赁业务收入为公司营业收入提供了较大补充。2020 年 1-9 月，公司新增土地转让收入，主要系公司转让昌南拓展区 A6-1 地块产生的收入，该业务受政府用地规划及土地市场行情影响，业务收入不稳定。

近年，公司综合毛利率呈现较大波动。委托代建业务毛利率波动较大，2019 年大幅下降至 0.41%，主要系公司调整收入确认原则后，将前期完工项目一并结转成本所致；棚户区改造业务、租赁业务保持较高毛利率，主要系二者成本分别为分摊的利息成本、物业发生的修理修缮费用等。物业服务收入系景德镇高铁站车位物业费收入，收入规模较小但管理成本较高，故表现为持续亏损。

公允价值变动收益来自于投资性房地产的评估增值。公司每年末聘请资产评估机构对投资性房地产进行评估，2017-2019 年公司根据期末评估价值确认公允价值变动收益分别为 17,577.65 万元、6,442.23 万元和 1,609.05 万元，分别占利润总额的 55.62%、70.74% 和 7.84%。2019 年，公司确认资产减值损失 3,508.78 万元，系公司计提的坏账损失，主要是对昌南新区合并过程中昌南拓展区建设办部分争议暂借款、景德镇市自然资源局合并过程中争议暂借款和景德镇市城市建设投资开发公司经营亏损而计提的坏账准备。2019 年，公司营业外收入实现 10,488.27 万元，主要为政府补助、非同一控制下企业合并的合并对

价小于公允价值的部分。

综合上述因素影响，公司利润总额表现较好，2017-2019年及2020年1-9月分别为3.16亿元、0.91亿元、2.05亿元和2.21亿元。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	65,219.04	109,038.94	34,533.95	30,099.29
公允价值变动净收益	0.00	1,609.05	6,442.23	17,577.65
资产减值损失	1,050.89	-3,508.78	1,012.11	-1,028.76
营业利润	24,323.10	10,535.16	9,454.51	26,682.11
营业外收入	540.62	10,488.27	0.00	5,001.53
利润总额	22,059.03	20,517.50	9,106.51	31,605.18
综合毛利率	65.77%	26.79%	43.52%	39.60%

资料来源：公司2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动与投资活动现金流表现欠佳，未来存在较大资金支出压力

销售商品、提供劳务收到的现金主要来自服务管理费和委托代建收入，2017-2019年收现比分别为2.37、1.05和0.70。购买商品、接受劳务支付的现金系公司支付的资本化利息及委托代建项目公司投入的工程成本，2018年以来公司用于工程投入的资金大规模流出。此外，公司还有大额的往来款进出，2017-2019年，公司往来款分别净流入⁵-13.33亿元、-3.63亿元和1.79亿元。2020年1-9月，公司尚未确认委托代建、棚户区改造等业务收入，主要收入来源为租赁业务、土地转让业务，当期回款情况较好，但委托代建项目投入持续较大。受上述因素影响，公司经营活动产生的现金流量表现欠佳。

近年投资活动持续大额净流出。2017年公司将基础设施建设、棚户区改造、土地开发经营与整理项目的资金投入纳入投资活动核算，且项目仍为建设期尚未结转收入成本；此外，2017年公司购置了多宗土地使用权，因此2017年公司投资活动现金流量为净流出70.97亿元，净流出规模大。2018年，公司投资活动现金净流出24.25亿元，主要系土地使用权购地款增加以及自建项目投入增加所致。2019年以来，公司持续进行土地购置，公司投资活动现金流持续净流出。

近年公司经营、投资活动所需资金较大，资金来源主要为外部借款与政府注资。2017-2018年，公司主要融资途径为银行、融资租赁借款；2019年以来，公司直接融资（发

⁵ 往来款净流入用公式“收到其他与经营活动有关的现金-支付其他与经营活动有关的现金”计算。

行债券)、政府注资规模大幅增长。近年,公司筹资活动产生的现金流表现为持续净流入。此外,中证鹏元注意到,截至2020年9月末,公司在建项目至少尚需投资115.75亿元,面临较大的资金压力,预计公司仍有较强的融资需求。

表16 公司现金流情况表(单位:万元)

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
收现比	1.08	0.70	1.05	2.37
销售商品、提供劳务收到的现金	70,130.95	76,060.44	36,295.81	71,432.09
收到其他与经营活动有关的现金	435,155.98	885,657.95	354,869.37	93,413.33
经营活动现金流入小计	505,286.92	961,718.39	391,165.17	164,845.42
购买商品、接受劳务支付的现金	32,799.48	84,410.09	270,742.17	14,351.88
支付其他与经营活动有关的现金	707,149.05	867,715.65	391,782.22	222,437.97
经营活动现金流出小计	746,063.13	954,335.08	663,928.47	241,834.30
经营活动产生的现金流量净额	-240,776.21	7,383.31	-272,763.30	-76,988.87
投资活动产生的现金流量净额	-155,688.85	-631,343.22	-242,455.99	-709,739.35
筹资活动产生的现金流量净额	565,104.11	636,439.50	497,825.07	836,575.41
现金及现金等价物净增加额	168,639.05	12,479.59	-17,394.22	49,847.19

资料来源:公司2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季度财务报表,中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续大幅增长,偿债指标弱化,债务压力逐步上升

随着资本支出增加,近年公司负债规模持续大幅增长,2020年9月末公司负债总额248.05亿元,较2017年末增长263.90%。在政府注入资本金、划入股权资产后,公司所有者权益大幅增长,截至2020年9月末所有者权益合计168.32亿元,较2017年末增长118.83%;产权比率持续上升至147.37%,公司净资产对负债的保障程度减弱。

表17 公司资本结构情况(单位:万元)

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	2,480,541.90	2,049,082.31	1,029,586.89	681,651.72
所有者权益	1,683,230.27	1,426,754.22	974,333.97	769,196.55
产权比率	147.37%	143.62%	105.67%	88.62%

资料来源:公司2017-2019年审计报告和未经审计的2020年三季度财务报表,中证鹏元整理

截至2020年9月末,公司短期借款16.05亿元,近年大幅增长。公司其他应付款主要系与当地政府的往来款、项目保证金等。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款,截至2020年9月末为18.75亿元。

表18 公司主要负债构成情况(单位:万元)

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
----	---------	-------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	160,500.00	6.47%	29,416.00	1.44%	18,000.00	1.75%	0.00	0.00%
其他应付款	165,386.10	6.67%	332,813.15	16.24%	104,249.17	10.13%	102,118.52	14.98%
一年内到期的非流动负债	187,458.00	7.56%	187,033.00	9.13%	61,180.00	5.94%	11,460.00	1.68%
流动负债合计	719,173.63	28.99%	710,178.33	34.66%	215,612.94	20.94%	124,937.31	18.33%
长期借款	1,201,632.00	48.44%	1,063,117.00	51.88%	794,750.00	77.19%	552,320.00	81.03%
应付债券	380,000.00	15.32%	180,000.00	8.78%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期应付款	190,531.35	7.68%	104,475.51	5.10%	19,266.29	1.87%	0.00	0.00%
非流动负债合计	1,761,368.27	71.01%	1,338,903.99	65.34%	813,973.95	79.06%	556,714.41	81.67%
负债总额	2,480,541.90	100.00%	2,049,082.31	100.00%	1,029,586.89	100.00%	681,651.72	100.00%
其中：有息债务	2,036,235.18	82.09%	1,537,498.88	75.03%	893,196.29	86.75%	563,780.00	82.71%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

截至 2020 年 9 月末，公司长期借款为 120.16 亿元，较 2017 年末增长 117.56%，大部分有保证、质押、抵押等增信措施。截至 2020 年 9 月末，公司长期应付款 19.05 亿元，其中 10.66 亿元为融资租赁款项、8.39 亿元为中央及地方各类专项债券等。截至 2020 年 9 月末，公司应付债券余额为 38.00 亿元，公司新增债券规模较大。截至 2020 年末，公司存续债券余额 45 亿元，明细如下：

表19 截至 2020 年末，公司存续债券明细（单位：亿元、年）

代码	债券简称	债券类型	余额	期限	发行利率	到期日
1980002.IB	19 景城开投债	一般企业债	10	7	7.49%	2026/1/8
162776.SH	19 景城 01	私募债	5	2+2+1	6.00%	2024/12/25
031900716.IB	19 景德城投 PPN002	定向工具	3	3+2	6.35%	2024/9/20
032000051.IB	20 景德城投 PPN001	定向工具	2	3	5.72%	2023/3/18
102001001.IB	20 景德城投 MTN001	一般中期票据	5	3	4.50%	2023/5/12
032000597.IB	20 景德城投 PPN002	定向工具	3	3+2	5.68%	2025/6/27
167031.SH	20 景城 01	私募债	10	3+3+3+3	5.50%	2032/6/23
032000857.IB	20 景德城投 PPN003	定向工具	2	2+2+1	5.63%	2025/10/15
102002129.IB	20 景德城投 MTN002	一般中期票据	5	3	5.28%	2023-11-12

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、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中有息部分。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务规模为 203.62 亿元，较 2017 年增长 261.18%。

公司短期债务占比大幅提升，但债务到期结构仍以长期为主。从有息债务偿付分布来看，2020.10-2021 年公司拟偿付债务本金规模 47.29 亿元，占比 23.22%；从短期债务规模

来看，截至 2020 年 9 月末，公司短期债务（包含短期借款、一年内到期的非流动负债）34.80 亿元，较 2017 年末增长 2,936.28%。

表20 截至 2020 年 9 月末，公司有息债务偿付分布情况（单位：亿元）

项目	2020年10-12月	2021年	2022年	2023年及以后
本金	84,777.02	388,102.43	265,959.58	1,297,396.15

资料来源：公司提供

偿债指标方面，2020 年 9 月末资产负债率为 59.57%，较 2017 年增加 12.59 个百分点。受公司短期债务规模大幅攀升、在建项目持续进行资本投入影响，公司现金短期债务比波动下降至 1.01。随着公司有息债务规模的快速增长，公司利息费用规模同步增大；2019 年虽利润总额的增长带动 EBITDA 同比增加，但 EBITDA 利息保障倍数同比下降至 0.35，有息债务/EBITDA 增加，公司经营利润对有息债务的保障能力较弱。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	59.57%	58.95%	51.38%	46.98%
现金短期债务比	1.01	0.82	1.82	14.34
EBITDA 利息保障倍数	-	0.35	0.47	1.44
有息债务/EBITDA	-	53.48	49.11	16.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2017 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2020 年 12 月 1 日）、新成建设（报告查询日：2020 年 12 月 1 日）和江西德宇集团有限公司（报告查询日：2020 年 12 月 1 日）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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

2020 年 6 月 21 日，子公司景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司（报告查询日：2020 年 12 月 1 日）有一笔 204.88 万元欠息，根据中国建设银行股份有限公司景德镇昌江支行提供的说明，该次逾期并非客户恶意拖欠，目前该笔贷款正常。

（二）或有事项分析

截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额合计为 4.39 亿元，占期末公司净资产的 2.61%，担保对象分别是景德镇市陶汇投资发展有限公司、景德镇昌源环发贸易有限公司，控股股

东分别为景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司、景德镇市昌南新区管理委员会。中证鹏元注意到，公司对外担保均为对景德镇市国有企业的担保，规模不大，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表22 截至2020年9月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保类型	担保起始日	担保到期日	反担保措施
景德镇市陶汇投资发展有限公司	5,400.00	保证	2019/7/22	2022/7/22	无
景德镇市陶汇投资发展有限公司	18,461.03	保证	2020/4/29	2023/4/28	无
景德镇市陶汇投资发展有限公司	10,000.00	保证	2020/5/29	2021/5/28	无
景德镇昌源环发贸易有限公司	10,000.00	保证	2020/9/14	2021/9/13	无
合计	43,861.03	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、抗风险能力分析

景德镇市优势产业发展态势好，区域经济较快增长，为公司发展提供了良好基础；公司是景德镇市主要的基础设施建设主体之一，主营业务涉及棚户区改造、基础设施建设等板块，在建项目业务量充足，收入较有保障；公司在资产注入、股东增资等方面获得的外部支持力度较大。

但同时我们关注到，受区划变化影响，公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性；公司资产流动性较弱，受限资产规模大；公司经营现金流表现欠佳，面临较大的资金支出压力；公司有息债务持续大幅增长，偿债压力上升。

八、结论

综上，中证鹏元评定景德镇市城市建设投资集团有限责任公司2021年主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

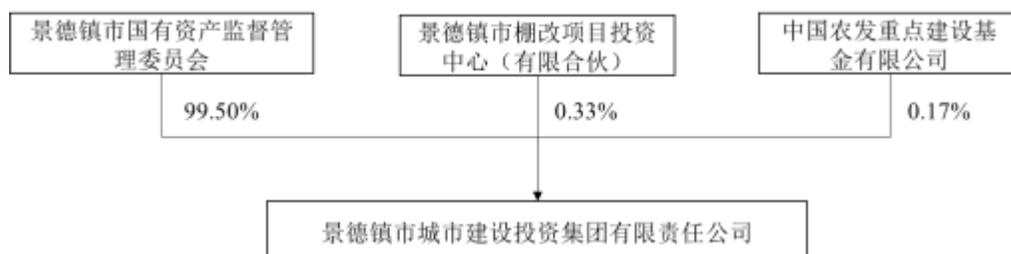
本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

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:万元)	2020年 1-9月	2019年	2018年(调 整期初数)	2018年 (期末数)	2017年
货币资金	352,709.46	178,136.31	165,136.14	143,910.26	164,303.43
其他应收款	366,901.83	294,683.70	363,205.02	97,617.12	57,401.73
存货	1,398,128.48	815,498.28	83,528.75	43,732.65	0.00
无形资产	56,037.98	525,137.56	475,625.84	422,365.02	416,840.41
其他非流动资产	877,242.49	818,215.84	759,951.89	734,361.74	516,261.31
资产总计	4,163,772.17	3,475,836.53	2,603,109.76	2,003,920.86	1,450,848.27
短期借款	160,500.00	29,416.00	18,000.00	18,000.00	0.00
其他应付款	165,386.10	332,813.15	227,140.16	104,249.17	102,118.52
一年内到期的非流动负债	187,458.00	187,033.00	61,180.00	61,180.00	11,460.00
长期借款	1,201,632.00	1,063,117.00	1,056,050.00	794,750.00	552,320.00
应付债券	380,000.00	180,000.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	190,531.35	104,475.51	19,266.29	19,266.29	0.00
负债总额	2,480,541.90	2,049,082.31	1,449,899.31	1,029,586.89	681,651.72
有息债务	2,036,235.18	1,537,498.88	1,154,156.29	893,196.29	563,780.00
所有者权益总额	1,683,230.27	1,426,754.22	1,153,210.45	974,333.97	769,196.55
营业收入	65,219.04	109,038.94	154,237.71	34,533.95	30,099.29
营业利润	24,323.10	10,535.16	15,432.42	9,454.51	26,682.11
营业外收入	540.62	10,488.27	0.00	0.00	5,001.53
净利润	14,765.00	14,725.40	9,427.50	6,466.71	26,013.41
经营活动产生的现金流量净额	-240,776.21	7,383.31	-274,516.27	-272,763.30	-76,988.87
投资活动产生的现金流量净额	-155,688.85	-631,343.22	-245,056.08	-242,455.99	-709,739.35
筹资活动产生的现金流量净额	565,104.11	636,439.50	430,706.66	497,825.07	836,575.41
财务指标	2020年 1-9月	2019年	2018年(调 整期初数)	2018年 (期末数)	2017年
综合毛利率	65.77%	26.79%	19.61%	43.52%	39.60%
收现比	1.08	0.70	0.24	1.05	2.37
产权比率	147.37%	143.62%	125.73%	105.67%	88.62%
资产负债率	59.57%	58.95%	55.70%	51.38%	46.98%
现金短期债务比	1.01	0.82	2.09	1.82	14.34
EBITDA(万元)	-	28,751.55	25,692.60	18,189.17	33,238.67
EBITDA利息保障倍数	-	0.35	0.65	0.47	1.44
有息债务/EBITDA	-	53.48	44.92	49.11	16.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公开信息，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分

附录五 信用等级符号及定义

一、债务人主体长期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。

二、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。