



景德镇市城市建设投资集团有限责任公司 2023年主体信用评级报告

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。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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

景德镇市城市建设投资集团有限责任公司2023年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
评级日期	2023-8-7

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到景德镇市优势产业发展态势好，区域经济增长较快，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”）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，在区域内的竞争力较强，景德镇市政府在股权划转、资产注入以及财政补贴等方面为公司业务发展提供有力支撑。同时，中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金支出压力较大，总债务规模快速增长且短期偿债压力加大、存在一定或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时期内仍将作为景德镇市主要的城市投融资建设主体之一，公司能够维持在土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造等业务方面的竞争力，且将持续获得较大力度的外部支持。

联系方式

项目负责人：袁媛
yuany@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	713.54	681.60	621.56	495.74
所有者权益	268.12	265.81	252.17	219.48
总债务	336.34	316.97	310.80	226.20
资产负债率	62.42%	61.00%	59.43%	55.73%
现金短期债务比	0.37	0.28	0.39	0.70
营业收入	7.39	52.88	30.32	26.74
其他收益	0.02	2.50	0.65	0.63
利润总额	-0.67	2.70	2.47	4.27
销售毛利率	9.47%	7.01%	14.24%	21.28%
EBITDA	--	4.65	3.83	5.64
EBITDA 利息保障倍数	--	0.27	0.27	0.50
经营活动现金流净额	-6.94	3.77	-12.13	2.22

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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，近年来景德镇市经济总量持续增长。
- **公司是景德镇市主要的基础设施建设主体之一。**公司主要负责昌南新区的基础设施建设，业务涉及棚户区改造、委托代建及土地一级开发等板块，在区域内的业务竞争力较强，截至 2022 年末，公司主要在建的委托代建项目总投资规模较大，且存货中尚有较大规模的项目投入待结算，业务与收入的可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**近年来公司获得当地政府部门通过资本金注入、资产划拨以及财政补贴等方面较大力度的支持，并且当地政府整合部分市属国有企业的股权至公司，使得公司业务范围与业务规模得到进一步扩大，2020-2022 年公司资本公积合计增加了 45.32 亿元。同期公司获得财政补助合计 4.14 亿元，为公司利润提供了一定的补充。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2022 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 50%，其中项目结算进度取决于当地政府统筹安排，且公司自建项目众多，未来收益的实现尚存在不确定性。此外，公司资产受限比例较高，占总资产的 29.37%，且存在部分未办证土地。
- **项目支出与财务杠杆持续增加，公司面临较大的偿债压力。**近年来公司在委托代建与自建项目上较大规模的支出导致公司同期总债务规模大幅增加，2022 年末总债务水平系 2020 年末的 1.40 倍。同时，公司现金短期债务比有所弱化，且随着持续增加的利息支出，EBITDA 对利息支出难以形成有效覆盖。截至 2022 年末，公司在建的委托代建项目、自建项目数量众多，尚需投资规模大，大部分需要公司自筹资金，公司经营活动现金流净额表现不佳，部分自建项目未来收益的实现尚存在不确定性，预计公司持续的业务扩张仍将带来长期的资金需求。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额合计为 6.85 亿元，担保对象大部分为当地国有企业，其中 0.76 亿元为对当地民企江西赫宸科技有限公司担保。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	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	1,106.45	388.42	228.98
景德镇陶文旅控股集团有限公司	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	973.56	411.00	70.03
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	昌南新区范围内基础设施建设、昌江区棚户区改造及原昌南拓展区土地一级开发等	681.60	265.81	52.88

注：以上各指标均为 2022 年数据。

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
-----------	-----

城投公司信用评级方法和模型 [cspy_ffmx_2022V1.0](#)

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	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	4/7
	行政层级	3/5			
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					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

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，主要从事土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造等业务。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，主要体现为公司与景德镇市人民政府的联系非常紧密以及对景德镇市人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为景德镇市人民政府提供支持的能力很强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/19 景城开投债	2023-6-15	谢海琳、姚睿	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/19 景城开投债	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) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	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，公司后经过多次增资及更名，于2019年5月更改为现名。为加快推进景德镇市基础设施项目建设，做大做强国有资产平台，2019年11月，景德镇市土地储备中心将其持有的54.90%的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”）股权无偿转让给公司，新成建设主要负责景德镇市陶瓷文化创意新区基础设施建设、安置房等业务，公司成为新成建设控股股东后，公司在景德镇市的业务范围与规模进一步得到扩大。

2022年5月，应江西省人民政府以国有资本充实社保基金的要求，景德镇国资委将其持有的公司10%股权无偿划转给江西省行政事业资产集团有限公司。上述股权划转事项完成后，景德镇市国资委持有景德镇城投股权比例由99.50%降至89.55%，江西省行政事业资产集团有限公司新增景德镇城投9.95%股权。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元，公司控股股东及实际控制人仍为景德镇国资委，持有公司89.55%的股权。

目前，公司是景德镇主要的基础设施建设主体之一，主要承担昌南新区基础设施建设、昌江区棚户区改造和原昌南拓展区土地一级开发等任务。截至2022年末合并范围内的子公司共38家，详见附录四。

二、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。

货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债

务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

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，拥有皖赣铁路，杭瑞、景鹰、德昌、景婺黄四条高速公路，景德镇机场是全国100个重点支线机场之一，江西省20个通用机场之一的景德镇浮梁机场已于2023年2月1日开始试运营，立体交通网络已经形成。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。全市七普常住人口161.90万人，总量仅高于省内的新余市和鹰潭市，十年增长1.98%，主要是市辖区（珠山区、昌江区）人口增长，城镇化率65.02%，但老龄化程度有所上升。

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”），也是国家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。

经济发展水平：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，经济总量偏小，2022年GDP在江西省地级市中仅略高于萍乡市，GDP增速均高于全国水平，但在2020-2021年均低于全省平均水平，2022年追平全省平均水平。由于目前正处在传统产业转型升级阶段，GDP增速波动较大。景德镇市以二三产业为主导产业，2022年三次产业结构占比为6.3:44.7:48.9。2022年景德镇人均GDP7.35万元，为同期全国人均生产总值的85.92%。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。

表1 2022年江西省部分地级行政区经济财政指标情况（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	7,203.50	4.1%	111,031	457.68	-
赣州市	4,523.63	5.2%	50,431	306.06	293.62
宜春市	3,473.12	5.3%	69,356	277.48	208.14
上饶市	3,309.70	5.1%	50,988	250.86	279.20
抚州市	1,945.62	5.0%	53,823	136.42	170.75
新余市	1,252.15	4.8%	104,129	88.94	64.60
鹰潭市	1,237.55	4.9%	107,219	100.28	86.23
景德镇市	1,192.19	4.7%	73,538	94.00	222.87

注：“-”数据未公告；人均GDP除南昌市、景德镇市外均采用2022年地区生产总值/七普常住人口。

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2 景德镇市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022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）	1,192.19	4.7%	1,102.31	8.7%	957.14	3.7%
固定资产投资	-	8.1%	-	9.4%	-	8.4%
社会消费品零售总额	573.06	4.5%	548.17	17.2%	467.72	2.5%
进出口总额	244.57	192.6%	-	-	66.46	3.4%
人均 GDP（元）		73,538		68,086		59,120
人均 GDP/全国人均 GDP		85.81%		84.08%		81.60%

注：“-”数据未公告；人均 GDP=地区生产总值/常住人口数。

资料来源：2020-2022 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得到改善，“十三五”期间规模以上工业增加值能耗累计下降29.76%。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。其中，2020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达到80.62%。

景德镇以陶瓷产业立市，目前致力于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，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。景德镇市活化陶瓷工业遗存，加快推进新旧动能转换的方式被国务院通报表扬，并向全国推广陶溪川工业遗产“活化”成功经验，2022年陶瓷产业营收可达660亿元。景德镇航空产业基础坚实，优势独特。景德镇是我国最主要的直升机研发和总装生产基地，2017年1月获批全国首批通用航空产业综合示范区。602所是国内唯一的直升机整机研发机构，昌飞公司是全国最大的直升机生产企业。2022年航空产业营收可达240亿元。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。2022年精细化工和医药产业营收可达640亿元。2022年，直升机及通航、先进陶瓷、汽车及零部件产业增加值分别增长24.6%、46.4%与24.5%，远高于全市8.4%规模以上工业增加值的增速，优势产业对全市工业增加值拉动作用明显。

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，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。

财政及债务水平：景德镇市一般公共预算收入保持稳定，地方财力对政府性基金收入依赖度高，地方政府债务快速增长。受2022年开始实施的退税减税降费政策，减收、免收、缓收以及土地交易相关税收减收较多的影响，景德镇市税收收入下滑，致使2022年景德镇市实现一般公共预算收入同比下降7.38%至94.00亿元。受税收收入减少较多的影响，2022年景德镇市税收收入占比与财政自给率水平均大幅下降。近年来地方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，未来需关注该区域土地出让市场变动情况。区域债务方面，2020-2022年景德镇市地方政府债务快速增长，全口径债务率较高，使得当地政府平台公司的二级市场利差水平明显高于全省、全国平均水平。

表3 景德镇市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	94.00	101.49	100.05
税收收入占比	50.19%	62.16%	61.83%
财政自给率	37.98%	44.8%	42.38%
政府性基金收入	222.87	221.27	261.16
地方政府债务余额	467.97	400.86	300.38

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

昌南新区以“瓷业高地，产业新城”的发展定位主攻先进陶瓷

2019年，景德镇市委、市政府将原陶瓷工业园区、原昌南拓展区、浮梁县洪源镇及昌江区二亭村、石岭村、昫府滩社区整合组建昌南新区，计划将昌南新区建设为国家陶瓷文化传承创新区（后拓展为全市），设立景德镇市昌南新区管理委员会（以下简称“昌南新区管委会”），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。昌南新区设立时区域面积约160平方公里，产城核心区约60平方公里，下辖1乡1镇，总人口3.55万。景德镇市第十二次党代会对昌南新区的发展定位是：“瓷业高地、产业新城”，主攻先进陶瓷。景德镇市“十四五”规划将昌南新区定位于全力打造陶瓷制造业和现代服务业深度融合发展示范区，建设以汽车产业为基础的装备制造业和高科技陶瓷新兴产业集聚区。

2022年，昌南新区完成规模以上工业增加值27.32亿元，同比增长8.1%，完成固定资产投资81.60亿元，同比增长8.1%，固定资产投资对区域经济增长有较大贡献；当年完成一般公共预算收入2.56亿元，完成政府性基金预算收入10.93亿元。截至2022年末，昌南新区地方政府债务余额合计为15.22亿元，其中含14.54亿元的专项债。

三、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，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、棚户区改造、土地一级开发、物业租赁等多元化业务，业务规模在景德镇市排名前三，在区域内的竞争力较强

公司主要承担昌南新区基础设施建设、昌江区棚户区改造和土地一级开发等任务。2020年公司新增贸易业务，该业务已发展成为公司最大的营收来源但毛利率很低，基础设施建设业务受政府完工结算安排收入规模波动增长；公司毛利润中租赁业务贡献最大。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	-	-	-	15.65	29.59	8.20	1.86	6.12	3.96	3.14	11.74	12.32
棚户区改造	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.08	0.29	19.23
土地转让	-	-	-	-	-	-	2.75	9.08	40.41	4.63	17.31	57.06
租赁业务	0.53	7.16	97.42	2.15	4.07	97.68	3.15	10.38	100.00	2.62	9.81	99.76
贸易业务	5.78	78.19	0.00	33.23	62.84	0.04	22.29	73.52	0.04	16.18	60.52	0.08
物业服务	0.15	2.09	41.47	0.54	1.02	43.14	0.13	0.42	-32.55	0.08	0.29	22.40
其他业务	0.93	12.56	12.95	1.31	2.47	5.52	0.14	0.48	12.26	0.01	0.04	22.03
合计	7.39	100.00	9.47	52.88	100.00	7.01	30.32	100.00	14.24	26.74	100.00	21.28

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，但受结算规模的影响，近年来业务收入有所波动，公司已投待结算的未完工建造合同成本规模较大，且委托代建项目工程量依然充足，业务具有较好的持续性，但公司在建项目尚需投资金额较大，并且项目结算受委托方资金安排等影响存在不确定性，从而给公司带来较大的资金压力

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，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”）、新成建设负责委托代建业务。公司与委托方昌南新区管委会（原“景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室”）根据具体项目签订相关的委托代建合同，项目完工后，公司本部按投资款的18%计提委托代建收入，新成建设按投资款的18%加成总额法确认委托代建收入。

收入规模方面，公司完工项目结算规模受政府安排影响较大，2020-2021年公司确认的基础设施建设收入相对较小，2022年站前二路延伸段（景北大道-金岭大道段）道路工程等结算项目体量较大导致收入大幅增长。毛利率方面，2021年基础设施建设收入毛利率相对较低，主要系当年有部分项目仅按成本确认收入所致。值得注意的是，受政府资金安排及项目竣工验收进度影响，公司存货中部分项目已完成施工但结算进度缓慢，对公司营运资金形成一定占用。

截至2022年末，公司委托代建项目工程量依然充足，主要在建的委托代建项目计划总投资合计为

65.78 亿元，至少尚需投资 32.68 亿元，业务持续性较好，收入来源亦较有保障。

表5 截至 2022 年末公司主要在建的委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资	尚需投资
景德镇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	150,395.67	143,344.71
陶瓷文化创意新区主干道路网项目	180,000.00	80,752.59	99,247.41
昌南拓展区北片区路网工程	99,802.00	47,119.44	52,682.56
陶瓷工业园区棚改项目	30,000.00	13,903.85	16,096.15
陶瓷工业园区景观综合整治提升工程项目	20,000.00	13,730.47	6,269.53
建设大道延伸段项目工程	15,533.59	15,022.97	510.62
2019 年景德镇市珠山区里村街道片区老旧小区改造项目	10,786.54	5,590.57	5,195.97
竟成镇西河三河段沿河北路工程	7,950.00	4,510.59	3,439.41
合计	657,812.51	331,026.15	326,786.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）棚户区改造业务

公司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，与昌南新区管委会签订政府购买协议，业务具有区域专营性，政府根据政府购买合同支付服务管理费，项目回款情况较好，受项目建设进度影响，2020 年后公司再未确认棚户区改造业务收入，且项目未来的开发计划存在一定的不确定性。

昌南新区管委会分别在 2017 年与公司本部签订《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》，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。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。2020 年，公司实现棚户区改造业务的服务管理费收入 786.83 万元；2021 年起因棚户区改造项目暂缓，该业务无新增投入，故近两年未结算服务管理费。

表6 截至 2022 年末公司主要在建政府购买服务的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
合计	342,627.30	229,894.23	-

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）土地整理业务及土地转让业务

公司土地整理业务由景德镇市土地储备中心委托代建，业务模式清晰，但目前公司土地整理项目整体待投资规模较大，项目资金由公司自筹，受区域规划调整，近年来公司土地储备整理项目未新增投资，未来公司对土地储备整理项目的投入和收入实现存在不确定性

公司土地整理业务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基础设施建设业务相同。

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，景东高铁商务区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。2020-2022年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未新增投资，公司均未确认相关土地整理业务收入。

表7 截至2022年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	192,530.76	委托代建
合计	470,000.00	274,232.43	-

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

2020年公司通过招拍挂方式转让昌南拓展区A6-1地块，取得业务收入4.63亿元。2021年景德镇市自然资源局和规划局与公司达成国有土地使用权收回协议，收购公司位于陶瓷工业园区206国道东侧的1宗其他商服用地，公司取得业务收入2.75亿元。2022年公司未实现土地转让业务收入。由于土地使用权回收依赖区域内土地规划，未来收入规模及持续性有较大不确定性。

表8 2020-2021年公司土地转让业务涉及地块（单位：亩、万元）

地块名称	土地证号	面积	用途	取得方式	入账价值	业务收入
昌南大道北侧地块A6-1地块	赣2016景德镇市不动产权第0000123号	92.55	其他商服用地	招拍挂	21,732.82	46,276.31
陶瓷工业园区206国道东侧原鼎鼎陶瓷地块	赣（2020）浮梁（罗家）不动产权第0000002号	91.77	其他商服用地	协议出让	16,406.31	27,534.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）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

2020年，公司新增贸易业务，主营产品是电解铜、铝锭和锌锭等大宗商品，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。公司主要供应商为中商银供应链科技有限公司、江西省景梁贸易发展有限公司等，但客户变动较大，且主要为民营企业，存在一定的款项回收风险。2020-2021 年公司实现大宗商品贸易收入保持增长，2022 年公司新增电子产品、日用品等贸易品种，贸易业务收入继续大幅增长，但该业务客户集中度高，毛利率低。

表9 2020-2022 年公司贸易业务销售情况（单位：万元、%）

年份	前五大客户名称	销售商品	销售金额	金额占比
2022 年	宜昌兴发集团有限责任公司	电解铜	53,181.78	16.00
	江苏阿格拉网络科技有限公司	电子产品、日用品	39,804.47	11.98
	北京致远中联实业有限公司	电子产品、日用品	32,024.90	9.64
	浙江呈耀电气科技有限公司	电子产品、日用品	28,476.73	8.57
	西安科捷实业有限公司	电解铜	19,416.15	5.84
	合计	-	172,904.03	52.03
2021 年	武汉中元兴业供应链管理有限公司	电解铜	92,515.33	41.50
	武汉金控长江国际航运金融港有限公司	电解铜	33,806.53	15.16
	上海齐澜贸易有限公司	电解铜	24,809.17	11.13
	广西桂盛能源有限公司贺州销售分公司	电解铜	19,513.73	8.75
	山能国际产业投资集团（海南）有限公司	电解铜	17,708.98	7.94
	合计	-	188,353.74	84.48
2020 年	山能国际产业投资集团（海南）有限公司	铝锭、电解铜	48,686.77	30.10
	德阳建投建材有限公司	电解铜	46,032.69	28.46
	深圳长和供应链管理有限公司	电解铜	26,479.63	16.37
	广东东泊化工有限公司	锌锭	8,941.95	5.53
	厦门欣枫情商贸有限公司	锌锭	8,929.61	5.52
	合计	-	139,070.65	85.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）其他业务

自营物业出租为公司毛利润的主要来源，除自用物业资产外，公司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，并且整体待投资规模较大，给公司带来一定的资金压力

公司租赁收入来源于自有物业租赁和代管资产租赁，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，社会公共事务服务中心、昌南发展中心系景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室委托公司经营，经营期限为 2018 年 12 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，但截至目前租赁合同暂未续签。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/m²，地下车位 3,600 元/年/个，租期一般为一年，有续租要求需在租赁期限届满三个月前洽谈。2020-2022 年，该项收入规模有所波动，其中 2022 年度受到经济环境下行和房地产市场下行影响，租赁业务收入规模有所下降，但租赁业务已成为公司利润的主要来源。

表10 2022 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	出租面积	租赁收入
新成大厦写字楼	36,961.96	1,220.76
社会公共事业服务中心	79,680.60	3,070.26
景德镇发展中心	227,165.05	3,893.73
昌南发展中心	17,518.00	340.72
陶瓷文化交流培训基地及院校项目	87,719.60	4,490.83
昌南拓展区地下停车场	36,702.50	2,020.32
陶汇公司写字楼	-	4,780.42
合计	-	19,817.04

注：（1）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；（2）物业陶汇公司写字楼，因涉及出租合同较多，出租面积暂未准确核定。

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，西瓜洲污水处理厂扩容提标改造工程旨在对西瓜洲污水处理厂扩容提标，原工程日处理规模 8 万吨，扩容提标后日处理规模 12 万吨；景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目、景德镇艺美产业园项目、昌南大厦以及开元美途酒店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。截至 2022 年末，公司主要在建的自建项目计划总投资合计 78.58 亿元，至少尚需投资 22.34 亿元。

表11 截至 2022 年末公司主要在建的自建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资额	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	210,020.70	-
西城区生态修复综合开发项目	164,669.62	78,523.90	86,145.72
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	62,604.85	79,826.14
景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目	122,000.00	145,422.09	-
昌南新区陶瓷文化交流培训基地	58,836.59	21,729.34	37,107.25
景德镇艺美产业园项目	46,718.00	60,225.09	-
景德镇市青少年文化培训基地项目	39,220.00	21,859.58	17,360.42
昌南大厦	14,992.20	18,550.97	-
西瓜洲污水处理厂扩容提标改造工程	13,831.76	12,808.48	1,023.28
“人工智能+5G”城市会客厅项目	9,359.00	7,437.94	1,921.06
开元美途酒店	5,021.24	5,034.04	-
合计	785,768.69	644,216.98	223,383.87

注：（1）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）项目的立项总投资不包含土地款，已投金额包含了土地款；（2）部分超额投资项目建设已基本完成，但尚未达到竣工结算条件。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，公司棚户区改造、委托代建板块业务工程量较为充足，但委托代建项目、自建项目大部分需要公司自筹资金，公司面临较大的资金支出压力。

公司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，根据 2019 年 3 月公司股东会决议，景德镇国资委分别于 2019 年、2020 年新增实缴资本 14.00 亿元、11.25 亿元。

资产注入方面，2020-2022 年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 43.90 亿元、24.22 亿元和 11.79 亿元。另外，2021 年公司获得政府部门注入的景德镇学院旧址内（现景德镇发展中心）的房屋及建筑物、自来水输送设施和污水输送设施，评估价值分别为 8.64 亿元与 0.80 亿元。上述注入资产均计入资本公积。

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江西德宇集团有限公司 67.01%、32.99% 的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，2020-2022 年公司分别获得政府补助 0.66 亿元、0.99 亿元和 2.50 亿元，一定程度提升了公司的利润水平。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经鹏盛会计师事务所（特殊普通合伙）、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 2020 年、2021-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020-2022 年公司合并范围变化为新增 10 家、7 家以及 10 家，其中 2021 年减少 1 家子公司，合并报表范围变动对公司财务报表可比性分析无明显影响。截至 2022 年末合并范围内的子公司共 38 家，详见附录四。

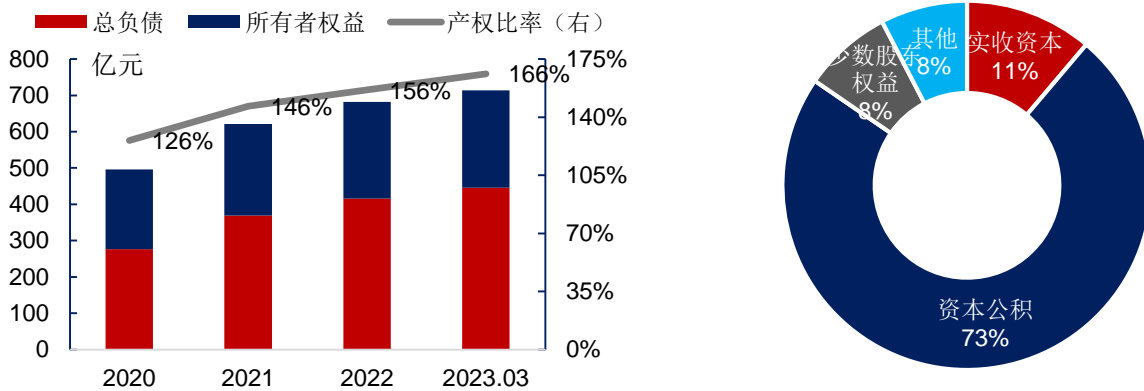
资本实力与资产质量

公司资产增长速度较快，但增量更多来自于债务融资，近年来财务杠杆处于较高水平并且有所提升；资产以项目建设所需土地、对外出租物业资产以及基础设施建设项目投入为主，近年随着项目投资而增长，但大量资金沉淀于项目中，对营运资金占用规模较大，其中委托代建项目结算进度取决于当地政府统筹安排，部分自营项目未有明确的经营效益产生方式，并且公司受限资产比例较高，整体资产流动性较弱

近年来随着股东资产注入及融资规模的扩大，公司资产规模保持大幅增长，2022 年末资产规模为 2020 年末的 1.37 倍，但债务融资规模增长相对更快，使得产权比率较 2020 年末提升 30 个百分点至 156%，权益对负债的保障程度逐年弱化，财务杠杆处于偏高水平。公司所有者权益主要为景德镇财政局等政府单位向公司划拨的土地、房屋建筑物、股权等形成的资本公积。

图 1 公司资本结构

图 2 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

存货方面，随着公司因项目建设需要将部分土地由无形资产转入存货并持续增加建设投入，近年来存货规模不断增长。截至 2022 年末，存货中包含 73 宗土地使用权，账面价值合计为 190.15 亿元，其中有 35 宗账面价值合计 103.96 亿元的土地已抵押，有 17 宗账面价值合计 41.12 亿元的土地尚未办理权证。投资性房地产包括用于出租的房屋、土地使用权以及在建工程。用于出租的资产包括新城大厦写字楼、景德镇市陶瓷文化创意中心、陶瓷文化交流培训基地等。2021 年末，投资性房地产同比增加较多，主要系新增子公司景德镇市颐景康养产业发展有限公司、景德镇市广厦房屋租赁有限责任公司带来的 15.00 亿元在建工程计入投资性房地产所致。公司其他非流动资产由委托代建项目、政府购买服务项目以及零星工程所构成，随着公司对项目建设的投入而增加，2022 年其他非流动资产账面余额较期初有所减少主要系部分基础设施建设项目完工后结转至应收账款所致。在建工程为公司自建自营的工程项目，截至 2022 年末主要包括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、陶瓷文化交流培训基地及景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目等。应收款项方面，近年来公司应收款项占总资产比例有所提升，应收对象主要为当地政府部门和国有单位，其中应收账款主要为应收昌南新区管委会的委托代建业务的项目款，其他应收款主要为涉及政府、政府相关部门及其他国有企业的往来款，但公司对昌南管委会的部分应收款项账龄较长，回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成一定的占用。

其他资产构成方面，2022 年末公司有 14.98 亿元货币资金因银行承兑汇票保证金、信用保证金和用于担保定期存单等原因而受限，在公司货币资金账面余额中占比 49.46%，受限比例较高。无形资产主要为土地使用权，因项目开发建设需要转入存货科目而持续减少。

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 2022 年末公司受限资产账面价值合计为 200.17 亿元，规模较大，占总资产的 29.37%，整体来看公司资产流动性较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	47.80	6.70%	30.28	4.44%	55.62	8.95%	31.67	6.39%
应收账款	20.52	2.88%	22.01	3.23%	6.11	0.98%	12.56	2.53%
其他应收款	49.30	6.91%	47.83	7.02%	38.38	6.17%	31.49	6.35%
存货	242.47	33.98%	233.89	34.32%	186.42	29.99%	118.08	23.82%
流动资产合计	389.18	54.54%	359.71	52.78%	305.62	49.17%	210.18	42.40%
在建工程	76.17	10.67%	73.73	10.82%	57.16	9.20%	34.97	7.05%
投资性房地产	121.36	17.01%	121.22	17.78%	115.45	18.57%	99.28	20.03%
无形资产	11.89	1.67%	12.50	1.83%	22.96	3.69%	41.16	8.30%
其他非流动资产	85.98	12.05%	85.14	12.49%	93.82	15.09%	89.87	18.13%
非流动资产合计	324.35	45.46%	321.88	47.22%	315.94	50.83%	285.56	57.60%
资产总计	713.54	100.00%	681.60	100.00%	621.56	100.00%	495.74	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入持续增长，业务可持续性较好，但基础设施建设业务受政府结算进度影响较大，政府补助对公司利润构成较大支撑

受公司与政府结算进度安排影响，公司基础设施建设业务收入规模波动增长，截至 2022 年末，主要在建的委托代建项目投资规模较大，均已签订代建协议，未来随着相关项目的推进及完工，收入亦有一定的保障，但规模受政府结算进度影响较大。除去业务经营收益，公司利润还来自政府补助，2020-2022 年当地政府向公司拨付补助款项 0.66 亿元、0.99 亿元和 2.50 亿元，一定程度上提升了公司的利润水平，但景德镇市政府可支配财力近年有所下降，政府补贴规模存在波动可能。此外，由于折旧摊销规模大及融资规模增长，公司管理费用和财务费用增长较快，对利润产生一定侵蚀，且毛利率较低的贸易业务占比有所提升和 2022 年公司未实现毛利率较高的土地转让收入导致 2021-2022 年毛利率持续下降。

表13 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	7.39	52.88	30.32	26.74
营业利润	-0.47	2.90	2.25	4.56
其他收益	0.02	2.50	0.65	0.63
利润总额	-0.67	2.70	2.47	4.27
销售毛利率	9.47%	7.01%	14.24%	21.28%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续增长，且短期债务占比波动增长，债务期限结构偏短期，面临较大的短期偿债压力

受项目投资规模增加的影响，公司对外融资力度持续增长，且随着公司近年持续发行短期债务融资

工具，短期债务占总债务比重波动增长，公司总负债与债务规模进一步扩张。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资、融资租赁借款等，2022年末三类债务占比分别约为55%、29%和9%，银行借款与债券系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。从债务到期分布情况来看，2020年-2022年公司短期债务占比波动增长，2023年3月末进一步增至38.07%，债务期限结构偏短期，对公司再融资能力形成一定挑战，期限结构有待优化。

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。截至2022年末，公司应付账款主要为公司应付江西省建工集团有限责任公司等施工单位的项目建设等款项。其他应付款方面，2022年末公司其他应付款账面余额较期初增幅较大，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往来款大幅增加所致。长期应付款方面，2022年末公司长期应付款经营性负债部分主要由中央及地方各类专项债券拨付形成的专项应付款（40.54亿元）构成。

表14 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	2.50%-9.00%	174.15	37.95	18.76	19.17	98.27
债券融资	3.89%-7.49%	91.14	33.93	25.60	3.80	27.81
租赁融资	3.80%-6.59%	29.28	13.92	6.55	5.74	3.07
其他融资	-	22.40	22.37	-	0.03	-
合计	-	316.97	108.18	50.91	28.74	127.98

注：其他融资主要为应付票据。

资料来源：公司提供

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	23.38	5.25%	22.21	5.34%	18.88	5.11%	15.05	5.45%
应付账款	15.07	3.38%	18.21	4.38%	14.06	3.81%	7.90	2.86%
应付票据	21.44	4.81%	22.24	5.35%	15.98	4.33%	6.03	2.18%
其他应付款	22.93	5.15%	19.96	4.80%	5.19	1.40%	19.41	7.03%
一年内到期的非流动负债	50.16	11.26%	43.64	10.49%	43.78	11.85%	24.40	8.83%
其他流动负债	32.94	7.39%	19.96	4.80%	30.98	8.39%	0.00	0.00%
流动负债合计	187.98	42.20%	163.20	39.25%	140.00	37.90%	82.69	29.93%
长期借款	137.98	30.98%	136.20	32.76%	125.82	34.06%	125.13	45.29%
应付债券	55.20	12.39%	57.21	13.76%	54.56	14.77%	44.86	16.24%
长期应付款	61.01	13.70%	55.93	13.45%	45.90	12.43%	24.35	8.81%
非流动负债合计	257.44	57.80%	252.58	60.75%	229.40	62.10%	193.57	70.07%
负债合计	445.42	100.00%	415.79	100.00%	369.39	100.00%	276.27	100.00%
总债务	336.34	75.51%	316.97	76.23%	310.80	84.14%	226.20	81.88%

其中：短期债务	128.04	28.75%	108.18	26.02%	109.68	29.69%	45.48	16.46%
长期债务	208.30	46.76%	208.80	50.22%	201.12	54.45%	180.72	65.42%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，近年来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，现金短期债务比持续下降。随着公司有息债务规模的增长，利息支出规模同步增大，公司 EBITDA 利息保障倍数小幅弱化且持续处于较低水平。近年来公司经营活动现金流波动较大，经营活动净现金流对短期负债的保障能力较弱，整体来看，公司短期偿债压力有所增加。

2022 年，公司投资活动现金流净流出金额较大，公司仍需新增较多外部融资以覆盖项目资本支出，同时存量债务存在滚续压力，预计公司债务规模将持续扩大。截至 2023 年 3 月末，公司银行授信剩余额度为 93.84 亿元，备用流动性尚可，并且公司尚有较大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16 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
资产负债率	62.42%	61.00%	59.43%	55.73%
现金短期债务比	0.37	0.28	0.39	0.70
EBITDA 利息保障倍数	--	0.27	0.27	0.50

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

五、其他事项分析

ESG 风险因素

环境方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，近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，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，近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，公司不设股东会，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。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 2 日），公司本部、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司、景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年3月末，公司对外担保余额合计为6.85亿元，担保对象大部分为当地国有企业，其中0.76亿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17 截至 2023 年 3 月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
景德镇市陶瓷科技投资经营有限公司	1,000.00	2023/8/30	否
江西赫宸科技有限公司	7,600.00	2027/10/25	否
景德镇昌源环发贸易有限公司	30,000.00	2025/12/19	否
	8,487.00	2026/7/9	否
江西透光陶瓷新材料有限公司	5,458.86	2026/1/10	否
	15,969.60	2028/1/19	否
合计	68,515.46	-	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

六、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，景德镇国资委直接持有公司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直接持股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2020-2022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，近三年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，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。

七、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及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、昌江区棚户区改造和原昌南拓展区土地一级开发等任务，虽然公司资产流动性较弱、资金支出压力较大、总债务规模快速增长且短期偿债压力加大，但公司已签订代建合同的项目计划总投资及已投资额较大，业务持续性较好。另外，近年政府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。

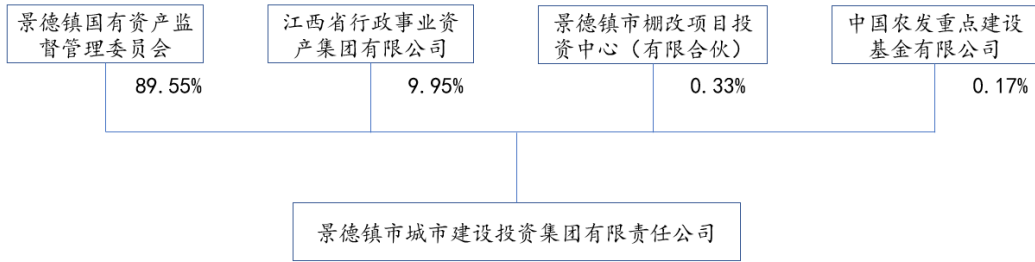
综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	47.80	30.28	55.62	31.67
存货	242.47	233.89	186.42	118.08
流动资产合计	389.18	359.71	305.62	210.18
在建工程	76.17	73.73	57.16	34.97
投资性房地产	121.36	121.22	115.45	99.28
其他非流动资产	85.98	85.14	93.82	89.87
非流动资产合计	324.35	321.88	315.94	285.56
资产总计	713.54	681.60	621.56	495.74
短期借款	23.38	22.21	18.88	15.05
应付账款	15.07	18.21	14.06	7.90
其他应付款	22.93	19.96	5.19	19.41
一年内到期的非流动负债	50.16	43.64	43.78	24.40
流动负债合计	187.98	163.20	140.00	82.69
长期借款	137.98	136.20	125.82	125.13
应付债券	55.20	57.21	54.56	44.86
长期应付款	61.01	55.93	45.90	24.35
非流动负债合计	257.44	252.58	229.40	193.57
负债合计	445.42	415.79	369.39	276.27
其中：短期债务	128.04	108.18	109.68	45.48
总债务	336.34	316.97	310.80	226.20
所有者权益	268.12	265.81	252.17	219.48
营业收入	7.39	52.88	30.32	26.74
营业利润	-0.47	2.90	2.25	4.56
其他收益	0.02	2.50	0.65	0.63
利润总额	-0.67	2.70	2.47	4.27
经营活动产生的现金流量净额	-6.94	3.77	-12.13	2.22
投资活动产生的现金流量净额	-3.68	-33.22	-47.99	-90.78
筹资活动产生的现金流量净额	30.16	1.90	78.25	96.82
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	9.47%	7.01%	14.24%	21.28%
资产负债率	62.42%	61.00%	59.43%	55.73%
短期债务/总债务	38.07%	34.13%	35.29%	20.11%
现金短期债务比	0.37	0.28	0.39	0.70
EBITDA（亿元）	--	4.65	3.83	5.64
EBITDA 利息保障倍数	--	0.27	0.27	0.50

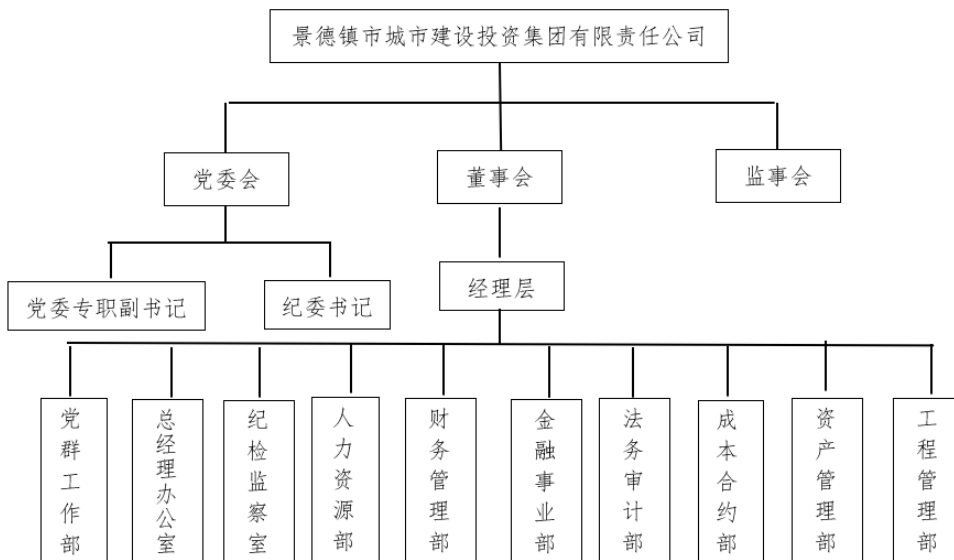
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（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
乐平市德宇农业产业投资发展有限责任公司	100.00%	30,000.00	工程管理服务，市政设施管理，乡镇经济管理服务，水资源管理
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责任公司	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
景德镇昌隆物业管理有限责任公司	100.00%	10,000.00	物业管理，旅游开发项目策划咨询，体验式拓展活动及策划，旅行社服务网点旅游招徕等
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
景德镇市陶新工业投资发展有限公司	100.00%	10,000.00	资产收购，资产处置，资产托管，资产运营，投资管理咨询，财务咨询，企业重组策划，代理咨询等
景德镇特种工业陶瓷技术研究院有限公司	70.00%	10,000.00	特种陶瓷材料研发、生产、销售；特种陶瓷制品制造、加工、销售；
景德镇市昌新工程管理有限公司	100.00%	10,000.00	建筑材料销售，轻质建筑材料销售，供应链管理服务，工程管理服务，工程技术服务
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
江西得雨茶业有限公司	100.00%	6,000.00	茶叶种植、生产、加工、销售；预包装食品、散装食品批发和零售；茶园建设与管理等
景德镇杰城绿色环保有限责任公司	100.00%	5,000.00	污水处理及其再生利用，再生资源回收，非金属废料和碎屑加工处理，固体废物治理
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
景德镇名坊园陶瓷产业发展有限公司	100.00%	5,000.00	陶瓷产业开发，陶瓷制造和销售，陶瓷创意、文化传播、交流和推广，展览展示策划服务
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
景德镇金润物业服务有限责任公司	100.00%	2,000.00	物业管理服务；园艺维护；住宿、餐饮服务；酒店管理
景德镇市兴昌建筑工程有限公司	100.00%	1,200.00	房屋建筑工程、市政公用工程、土石方工程、公路工程
景德镇景德镇记忆旅游文化传播有限公司	100.00%	1,000.00	旅游业务一般项目；商业综合体管理服务，广告发布及代理，陶瓷

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。
景德镇合诚物业有限责任公司	52.00%	1,000.00	房地产开发经营一般项目：物业管理，物业服务评估，住房租赁
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
景德镇市名庭酒店有限公司	100.00%	1,000.00	住宿服务，餐饮服务，烟草制品零售，酒类经营一般项目：酒店管理，专业保洁、清洗、消毒服务
景德镇克莱尔汽车租赁有限公司	100.00%	300.00	小微型客车租赁经营服务，汽车零配件批发，汽车装饰用品销售，汽车零配件零售，信息咨询服务
景德镇畅游科技有限公司	51.00%	200.00	软件开发，技术服务、技术开发，数字文化创意软件开发，区块链技术相关软件和服务，大数据服务
景德镇市开元美途酒店有限公司	100.00%	200.00	住宿服务，餐饮服务，烟草制品零售，酒类经营一般项目：棋牌室服务，酒店管理
景德镇市景南三里度假酒店有限公司	100.00%	180.00	住宿服务，餐饮服务：酒店管理，食用农产品零售，工艺美术品及礼仪用品销售等
景德镇市智城文化旅游有限公司	51.00%	100.00	旅游业务一般项目：组织文化艺术交流活动，会议及展览服务
江西厚运建筑工程有限公司	100.00%	10,000.00	建设工程施工，建筑劳务分包，施工专业作业
景德镇市景城创业投资基金合伙企业	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

资料来源：公司 2022 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、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。

二、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。

三、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。