

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2026】0190号

景德镇陶文旅控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“20景陶债/20景陶专项债”、“21景陶债/21景陶债”和“22景陶债/22景陶债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，同时维持“20景陶债/20景陶专项债”、“21景陶债/21景陶债”和“22景陶债/22景陶债”信用等级均为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二六年六月十八日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评级有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

- 1.本次评级为委托评级。东方金诚及本次评级人员与委托方、受评对象不存在任何影响本次评级行为独立性的关联关系，并依据相关法律法规、监管规定、公司评级流程及评级标准做出独立判断，未受任何机构或个人的干预和影响。
- 2.本报告所引用资料及外部专业意见的合法性、真实性、准确性、完整性由资料及外部专业意见的提供方和/或发布方负责，东方金诚引用资料及外部专业意见不应视为东方金诚对该资料及外部专业意见合法性、真实性、准确性及完整性做出了任何形式的保证，也不承担该资料及外部专业意见导致的任何责任。
- 3.本报告所含评级结论及相关分析为东方金诚基于相关信息和资料对受评对象信用状况所发表的预测性观点，而非对受评对象的事实陈述或鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在一定局限性。
- 4.本报告所含评级结论及相关分析仅为东方金诚对受评对象信用状况的个体意见，不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。东方金诚不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责，亦不对评级委托方、受评对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 5.本次债项评级结果原则上自本报告出具之日起在债项剩余存续期内有效，东方金诚有权另行发布跟踪评级结果或评级结果变更公告（调整、撤销、终止等）。
- 6.本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，未经东方金诚书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。东方金诚对本报告未经授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任并保留追偿权利。
- 7.本报告知识产权归东方金诚所有。未经东方金诚书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。
- 8.任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明所列全部条款。

东方金诚国际信用评级有限公司
2026年6月18日

景德镇陶文旅控股集团有限公司 主体及相关债项 2026 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果 ¹	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2026/6/18	AA+/稳定	丛晓莉	王文略

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
20 景陶债/20 景陶专项债	AA+	AA+	经营风险	区域环境	100.0%	69.5
21 景陶债/21 景陶债	AA+	AA+		业务运营	100.0%	76.0
22 景陶债/22 景陶债	AA+	AA+	财务风险	盈利与获现能力	45.0%	30.5
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”				债务负担	20.0%	9.0
主体概况				债务保障程度	35.0%	15.8
景德镇陶文旅控股集团有限公司是江西省景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，主要从事景德镇市基础设施及保障房建设，同时开展物流装备制造与系统集成、资产管理、酒店住宿及餐饮、商品销售等业务。截至 2025 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 22.99 亿元，景德镇市国有资产监督管理委员会为公司控股股东和实际控制人。			调整因素	无		
			个体信用状况 (BCA)	aa-		
			评级模型结果	AA+		
			外部支持调整子级	2		
			注 1：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异 注 2：跟踪期内，公司净利润有所增长；同时，短期债务规模有所下降，货币资金短债比提升、EBITDA 对全部债务的覆盖程度有所增强，受以上因素综合影响，该个体信用状况由 a+ 变为 aa-			

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，景德镇市综合经济实力仍很强；公司基础设施建设等主营业务区域专营性仍很强，继续得到实际控制人及相关方的有力支持。同时，东方金诚关注到，跟踪期内，公司仍面临较大的资本支出压力和短期偿债压力，资产流动性依然较弱。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“20 景陶债/20 景陶专项债”、“21 景陶债/21 景陶债”和“22 景陶债/22 景陶债”到期不能偿还的风险均很低。

同业对比

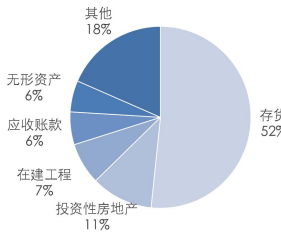
项目	景德镇陶文旅控股集团有限公司	抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司	景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	建安投资控股集团有限公司
地区	景德镇市	抚州市	景德镇市	亳州市
GDP 总量 (亿元)	1189.63	2298.11	1189.63	2621.10
人均 GDP (元)	-	64914	-	-
一般公共预算收入 (亿元)	90.94	150.67	90.94	173.90
政府性基金收入 (亿元)	172.69	112.35	172.69	-
地方政府债务余额 (亿元)	858.82	1328.82	858.82	1217.60
资产总额 (亿元)	1219.66	1308.72	1517.25	1436.22
所有者权益 (亿元)	468.12	566.15	411.30	509.28
营业收入 (亿元)	112.42	79.36	172.91	83.17
净利润 (亿元)	5.28	2.36	-0.65	4.59
资产负债率 (%)	61.62	56.74	72.89	64.54

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA+ 的同行业企业，表中数据年份均为 2025 年，标“-”为未获取数据（下文同）
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开的审计报告等，东方金诚整理

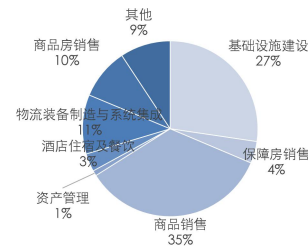
¹ 该主体信用等级及评级展望在 2027 年 6 月 17 日内有效，期间如有评级调整则以最新调整为准。

主要指标及依据

公司资产构成 (2025年末)



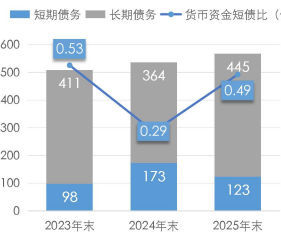
公司营业收入构成 (2025年)



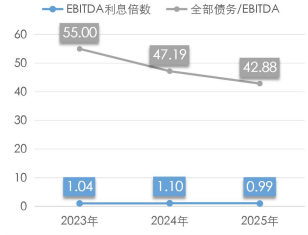
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2023年	2024年	2025年
资产总额	1064.70	1135.32	1219.66
所有者权益	437.85	458.66	468.12
营业收入	91.07	103.38	112.42
净利润	4.55	4.75	5.28
全部债务	508.72	536.72	567.82
资产负债率	58.88	59.60	61.62
全部债务资本化比率	53.74	53.92	54.81

公司债务构成 (单位: 亿元)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2023年	2024年	2025年
地区	景德镇市		
GDP 总量	1201.10	1179.30	1189.63
人均 GDP (元)	74176	72916	-
一般公共预算收入	90.30	90.53	90.94
政府性基金收入	213.41	209.50	172.69
财政自给率	37.63	36.21	38.70

优势

- 作为环鄱阳湖城市群成员、浙赣皖重要的交通枢纽中心城市之一，跟踪期内，景德镇市陶瓷、航空等主导产业发展良好，文旅融合产业持续深化，经济实力仍很强；
- 跟踪期内，公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设等，主营业务区域专营性仍很强；
- 作为景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，公司在资产注入和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持。

关注

- 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货、应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱；
- 跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，仍面临较大的短期偿债压力。

评级展望

预计景德镇市地区经济将保持增长，公司主营业务将保持很强的区域专营地位，能够继续得到实际控制人及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202504) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+ (20 景陶债/20 景陶专项债)	2025/06/20	丛晓莉 刘亚宁	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202504) 》	阅读原文
AA+/稳定	AA+ (20 景陶债/20 景陶专项债)	2021/06/28	张青源 唐 骊	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》	阅读原文
AA/稳定	AA (19 景旅 01)	2019/04/16	卢 筱 卢宝泽	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015) 》	-

注: 以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
20 景陶债/20 景陶专项债	2025/06/20	8.00 亿元	2020/04/20~2027/04/20	无	-
21 景陶债/21 景陶债	2025/06/20	10.00 亿元	2021/10/19~2028/10/19	无	-
22 景陶债/22 景陶债	2025/06/20	4.00 亿元	2022/03/18~2029/03/18	无	-

注 1：“20 景陶债/20 景陶专项债”设置本金提前偿还条款，即在存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末均分别偿还债券本金的 20%

注 2：“21 景陶债/21 景陶债”、“22 景陶债/22 景陶债”附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，并设置本金提前偿还条款，即在存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末均分别偿还债券本金的 20%

跟踪评级说明

根据监管相关要求及景德镇陶文旅控股集团有限公司（以下简称“陶文旅”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

陶文旅前身为江西省陶瓷工业公司，由中共江西省委根据周恩来总理等国务院领导批示于1964年11月成立，初始注册资本为人民币8440.00万元²。2016年，公司更名为景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司，股东变更为景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇市国资委”），企业性质变更为有限责任公司。2020年11月24日，公司更为现名。截至2025年末，公司注册资本和实收资本均为人民币22.99亿元；景德镇市国资委持有公司78.29%的股权，景德镇市棚改项目投资中心（有限合伙）和江西省行政事业资产集团有限公司分别持有公司8.70%的股权，国开发展基金有限公司持有公司4.31%的股权，景德镇市国资委为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，作为景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设，同时开展物流装备制造与系统集成、资产管理、酒店住宿及餐饮、商品销售等业务。

截至2025年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共16家，较上年末减少1家，系层级下沉的原直接控股子公司景德镇陶欣城市更新有限公司（以下简称“陶欣城市更新”）。

图表1 截至2025年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	子公司简称	注册资本	持股比例	取得方式
景德镇陶邑文化发展有限公司	陶邑文化	10953.49	97.44	投资设立
景德镇邑山瓷业有限公司	邑山瓷业	20000.00	100.00	投资设立
景德镇陶阳置业有限公司	陶阳置业	50000.00	100.00	投资设立
景德镇陶欣资产管理有限公司	陶欣资管	500.00	100.00	投资设立
景德镇共兴商贸有限公司	共兴商贸	219.65	96.22	投资设立
浮梁荻湾乡村振兴有限公司	荻湾振兴	50000.00	100.00	投资设立
景德镇文晟投资合伙企业（有限合伙） ³	文晟投资	500.00	100.00	投资设立
景德镇陶溪川教育发展有限公司	陶溪川教育	9873.91	100.00	投资设立
景德镇市建筑设计院有限公司	建筑设计院	302.90	100.00	无偿划拨
景德镇陶溪川创新投资有限公司	陶溪川创投	5600.00	100.00	投资设立
景德镇陶溪川创业融资担保有限责任公司	创业融担	15000.00	100.00	投资设立
南京音飞储存设备（集团）股份有限公司	音飞储存	30070.29	30.65	股权购买
景德镇陶溪川商业保理有限责任公司	商业保理公司	10000.00	100.00	投资设立
景德镇艺术职业大学	艺术职业大学	20000.00	100.00	投资设立
景德镇砺陶投资合伙企业（有限合伙）	砺陶投资	4600.00	100.00 ⁴	投资设立

² 1991年8月9日，根据景德镇市人民政府文件《景德镇市人民政府关于江西省陶瓷工业公司转为经济实体的批复》（景府字[1991]247号），公司初始注册资本认定为8440.00万元，由景德镇市国有资产管理局核定划拨，企业性质为全民所有制企业。

³ 已于2026年5月注销。

⁴ 公司直接持股99.00%，陶溪川创投下属子公司景德镇创邑私募基金管理有限公司持股1.00%。

图表 1 截至 2025 年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	子公司简称	注册资本	持股比例	取得方式
景德镇枫荻产业发展有限公司	枫荻产业	10000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司合并财务报表及公开资料，东方金城整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2025 年末，公司发行的“20 景陶债/20 景陶专项债”、“21 景陶债/21 景陶债”和“22 景陶债/22 景陶债”到期本息均已按期偿付；同期末，上述债项募集资金均已使用完毕。

个体信用状况

行业分析

地方政府债务风险防范化解工作持续深化，坚决遏制新增隐性债务，并有序推进存量债务置换与融资平台数量压减，未来化债政策重心或从隐性债务向平台经营性债务延伸，推动城投公司实质性转型

2025 年以来，我国加快落实一揽子隐性债务化解政策，将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，在稳步推进隐性债务置换的同时，分类有序推动地方政府融资平台改革转型，坚决剥离政府融资功能，严禁新设或异化产生各类融资平台。同时，财政部正式设立债务管理司，进一步强化政府债务的全口径监测监管。随着地方政府债务风险防范化解工作持续深化，隐性债务有序置换，地方债务结构不断优化，融资平台数量持续压减、转型步伐加快。

展望未来，化债工作迈入后半程，在隐性债务大规模置换取得阶段性成效后，政策重心正从隐性债务化解向平台经营性债务风险化解延伸，要求城投公司实质性转型、增强自我造血能力，同时优化债务重组和置换办法，多措并举化解经营性债务风险。

城投行业信用风险整体缓释，市场化转型加速推进，但区域及主体间分化显著，且需关注转型过程中可能面临的外部支持边际变化、经营性风险上升等衍生挑战

随着化债政策持续发力，大规模隐性债务置换有序推进，城投公司债务压力有所缓解，行业信用风险整体缓释。但受内外部多种因素影响，部分企业非标逾期、商票逾期、失信被执行等负面事件仍时有发生，尾部城投公司流动性压力仍存。随着“退平台”进入收官验收期，各地城投公司加速转型步伐，通过区域内兼并重组整合资源，持续增强自身造血能力，服务地方发展。

不同区域城投公司的转型进程及转型难度存在明显分化。资源富集、经济发达地区的城投公司，有望获得更多优质资产注入和业务支持，转型步伐相对更快；而资源匮乏、产业支撑不足地区的城投公司，转型阻力与经营挑战则更为突出。同时，城投公司在业务结构调整、经营模式转换的过程中，还可能面临职能定位转变带来的地方政府支持力度边际变化以及经营性风险上升等衍生问题，相关潜在风险亦需关注。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司基础设施建设收入保持较大规模，主要服务于陶瓷产业链的商品销售收入继续增长，带动营业收入有所增长，毛利润和综合毛利率均小幅下滑

跟踪期内，作为景德镇市重要的基础设施建设主体及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设，同时开展物流装备制造与系统集成、资产管理、酒店住宿及餐饮、商品销售等业务。

从营业收入及其构成来看，公司营业收入主要来源于基础设施建设、商品销售、物流装备制造与系统集成、商品房销售等业务。近年来，公司基础设施建设及保障房销售业务收入有所波动，主要系受当年项目结算量影响所致；随着销售渠道的扩展，主要服务于陶瓷产业链的商品销售收入增长较快；资产管理业务收入、酒店住宿及餐饮收入均逐年增长；物流装备制造与系统集成收入来源于子公司音飞储存，包括自动化系统集成、货架和堆垛机收入，该项业务收入持续减少；商品房销售收入随着公司前期建设的商品房进入交付期，近年来该收入持续增加；其他业务收入主要来自建筑设计监理、物业服务及租赁、活动策划等，对公司营业收入形成有益补充。

近年来，公司毛利润和综合毛利率均有所波动，主要来源于基础设施建设、酒店住宿及餐饮、物流装备制造与系统集成以及其他业务等。

图表 2 公司营业收入、毛利润和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年		2024 年		2025 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施建设	26.01	28.56	25.39	24.56	30.72	27.33
保障房销售	7.31	8.03	12.86	12.44	4.53	4.03
商品销售	23.63	25.95	28.64	27.70	39.02	34.71
资产管理	0.64	0.71	0.94	0.91	1.11	0.98
酒店住宿及餐饮	3.02	3.32	3.33	3.22	3.73	3.32
物流装备制造与系统集成	15.40	16.91	14.10	13.64	12.27	10.91
商品房销售	9.15	10.04	9.45	9.14	10.60	9.43
其他	5.90	6.48	8.67	8.38	10.45	9.29
合计	91.07	100.00	103.38	100.00	112.42	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	2.31	8.87	3.01	11.86	0.41	1.33
保障房销售	-1.35	-18.48	-0.94	-7.31	0.61	13.57
商品销售	0.21	0.89	0.23	0.79	0.42	1.08
资产管理	0.43	66.39	0.61	64.57	0.71	64.38
酒店住宿及餐饮	1.49	49.37	1.99	59.84	2.01	53.96
物流装备制造与系统集成	3.26	21.16	3.27	23.17	2.47	20.11
商品房销售	-0.23	-2.52	0.73	7.74	1.16	10.97
其他	2.60	44.07	3.29	38.00	3.97	37.98
合计	8.72	9.57	12.19	11.79	11.76	10.46

注：各分项之和与加总数存在细微差异，系四舍五入所致，下同
资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

基础设施及保障房建设

跟踪期内，公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设，该业务仍具有很强的区域专营性

公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，主要负责承建景德镇市基础设施、保障房、棚户区改造、陶瓷文化旅游类、配套基础设施等项目，该业务具有很强的区域专营性。

公司基础设施及保障房建设业务由本部、子公司陶阳置业和陶邑文化负责，资金来源主要为自有资金、项目贷款和外部融资等，业务模式主要有三种。其一是公司与景德镇市政府签订代建协议，公司通过自有资金、项目贷款和专项资金进行项目前期投资建设。项目代建投资款实行总额包干，具体包括征地拆迁费、代建管理费、建设期利息、税收、工程建设费、勘察设计费、相关报建费用和其他与项目有关的费用，以及代建项目合理利润（部分代建协议约定为总投资的20%，其他根据工作范围、工作难度、责任承担协商确定代建管理费）。公司每年按照项目建设进度向景德镇市财政局提交对应项目的项目投入、收益申报表，并根据景德镇市财政局的审核意见确认收入，该收入包括项目的建设成本以及公司应收取的代建收益，景德镇市财政局根据当年的财政情况安排资金支付。

其二是公司与景德镇市房产管理局签订购买服务协议，公司主要负责向景德镇市房产管理局提供项目涉及的相关服务，包括安置服务、征收改造服务、修缮服务等。项目的收入及利润来源主要来自服务费用，公司根据项目进度向景德镇市财政局提交相应的项目投入、收益申报表，并根据景德镇市财政局的审核意见确认收入，该收入包含项目成本及一定收益，为公司提供服务所对应的价款，景德镇市财政局根据当年的财政情况安排资金支付。

其三是自建模式，主要是保障房项目、配套基础设施建设项目、陶瓷文化旅游相关项目和综合体项目。公司已完工项目主要为景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发项目，通过对该遗址进行拆迁、修缮和改造后面向公众开放，最终以门票销售、商铺租赁、陶瓷文化品销售等形式实现经济效益。对于保障房项目，销售价格由政府定价，公司主要通过自行对外销售保障房实现收入。

截至2026年3月末，公司已完工项目主要包括景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发项目、景德镇学院搬迁工程项目、景德镇市珠山区城中村棚户区改造项目、景德镇观溪郡小区（一期）城市棚户区改造安置房建设项目等。2023年~2025年，公司基础设施建设业务收入总体呈增长态势，受结算进度影响有所波动；毛利率分别为8.87%、11.86%和1.33%，2025年降幅较大主要系当期土地转让确认收入计入该类别，受当期土地转让亏损影响，总体毛利率大幅下滑。公司自2020年开始确认保障房建设收入。2023年~2025年，公司保障房建设收入有所波动，主要来源于观溪郡小区棚户区改造安置房建设项目一期和二期、景德镇景瑶小区城市棚户区改造安置房建设项目、景德镇观英小区棚户区改造安置房建设项目等；2023年和2024年毛利润均为负，主要系公司保障房建设期间地质出现溶洞情形，增加了相关建设成本所致。

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力

截至2026年3月末，公司重点在建基础设施及保障房项目包括景德镇艺术职业大学（一

期)、国家陶瓷文化传承创新试验区长租房建设项目(一期)、龙泉望瓯等。

图表3 截至2026年3月末公司重点在建基础设施及保障房项目情况(单位:亿元)

项目名称	业务模式	计划总投资	已投资	尚需投资
景德镇市珠山环境治理棚户区改造项目	政府购买	20.54	35.58	-
景德镇市凤凰山片区棚户区改造项目	政府购买	17.97	23.26	-
景德镇市马鞍山片区城中村棚户区改造项目	委托代建	28.78	45.04	-
龙泉望瓯	自建	21.44	19.76	1.68
景德镇非物质文化遗产保护传承创新项目	自建	12.95	7.16	5.79
景德镇艺术职业大学(一期)	自建	42.58	32.95	9.63
陶瓷智能中央仓储标准化厂房建设项目	自建	3.30	2.11	1.19
冷链物流基地建设项目	自建	3.50	2.39	1.11
浮梁县美丽乡村建设项目(经公桥段)项目	自建	6.45	3.13	3.32
国家陶瓷文化传承创新试验区长租房建设项目(一期)	自建	16.45	7.92	8.53
陶溪川保障性租赁住房建设项目	自建	5.10	1.77	3.33
合计	-	179.06	181.07	34.58

资料来源:公司提供,东方金城整理

其中,公司所承建的景德镇艺术职业大学(一期)项目等,已列入景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区重点项目,上述项目对于推动景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区建设,保护现代工业文化遗产、传承陶瓷非物质文化遗产、打造陶瓷特色产业集群具有重要战略意义。

截至2026年3月末,公司主要拟建项目包括中山南路历史文化遗产保护利用项目等。总体来看,公司在建及拟建项目尚需投资规模较大,面临较大的资本支出压力。

图表4 截至2026年3月末公司主要拟建项目情况(单位:亿元)

项目名称	计划总投资
中山南路历史文化遗产保护利用项目	30.30
合计	30.30

资料来源:公司提供,东方金城整理

商品销售

公司商品销售业务主要服务于陶瓷产业链的打造,跟踪期内,商品销售业务收入继续增长

公司商品销售业务主要服务于陶瓷产业链的打造,包括陶瓷制品销售、建材销售和陶瓷土等矿石销售等。

图表5 公司商品销售收入明细表(单位:亿元)

项目名称	2023年	2024年	2025年
建材类	14.07	17.39	26.21
陶瓷制品类	9.05	7.12	8.35
矿石类	0.27	0.28	3.22
其他	0.24	3.85	1.24
合计	23.63	28.64	39.02

资料来源:公司提供,东方金城整理

1.陶瓷制品销售

陶瓷制品销售为公司 2017 年新增业务，由直接控股子公司陶邑文化负责运营，主要通过位于陶溪川文化街区内的陶溪川邑空间对外出售陶瓷制品。2019 年，陶溪川邑空间双创服务再升级项目被纳入文化和旅游部“2019 年度国家级文化产业园区服务能力提升计划”实施项目名单。目前陶溪川邑空间已形成周末集市、线下商城、线上旗舰店、邑客先锋等经营模式。陶瓷制品销售主要采用线上和线下零售模式，上游供应商为景德镇市内的各陶瓷产品生产商，下游客户主要为游客、网购客户、居民等个人。陶溪川邑空间对于促进大学生创业、增加社会就业岗位、活跃夜间商业活动具有重要意义。未来，随着陶溪川邑空间文化产业的持续发展，销售渠道的拓展，公司陶瓷制品销售收入有望继续增长。

2.建材销售

建材销售为公司 2020 年新增业务，由子公司景德镇厚陶供应链管理有限公司（以下简称“厚陶供应链”）负责运营。厚陶供应链成立于 2019 年 8 月 26 日，主营包括建筑材料在内的各类商品贸易和供应链管理服务业务。建材销售主要采用委托采购的方式，由下游需求方向厚陶供应链提出采购需求，双方签订《销售合同》，约定交货品种、数量、时间和地点等条款，由厚陶供应链按照约定向需求方交付商品。建材销售业务的上游供应商为钢筋、水泥等建材生产商，下游客户主要为建筑公司。随着销售渠道的扩展，该业务收入大幅提升，成为营业收入的重要补充。

3.矿石销售

矿石销售业务由子公司景德镇陶源矿业有限公司（以下简称“陶源矿业”）运营。陶源矿业成立于 2011 年末，主要负责集中整合原江西省陶瓷工业公司所持有的陶瓷土等矿山资源以及新发现的紫砂泥矿山资源，其矿石开采资质情况如下。

图表 6 公司矿石开采资质情况表

矿区名称	权属证号	矿产类别	生产规模	有效期限
景德镇市焦元坞矿区 严家陶土矿	C360200201408713013 5194	紫砂泥土矿	20 万吨/年	有效期至 2044 年 08 月 15 日止
景德镇陶源矿业有限公司浮东（瑶里）矿	C360200201010712007 6542	釉果	3 万吨/年	有效期至 2029 年 04 月 24 日止
景德镇陶源矿业有限公司宁村矿	C360200201103714010 9332	陶瓷土	1.25 万立方米/年	有效期至 2044 年 05 月 15 日止

资料来源：公司提供，东方金城整理

由于安全生产许可证检验等原因，公司未对所持有矿山进行开采，公司矿石销售业务主要为原材料贸易。

资产管理

跟踪期内，公司继续负责景德镇市部分经营性国有资产的管理经营，该业务收入仍是营业收入的重要补充

2011 年，景德镇市国资委将其名下原人民瓷厂、建国瓷厂等陶瓷企业的土地、房屋、机器

设备、工装工具等经营性国有资产委托公司进行管理。

截至 2025 年末，公司持有的经营性国有资产主要为商铺等商业物业，总建筑面积约 70 余万平方米。公司将商业物业租赁给陶瓷研究所、瓷器工作室及商户等，并收取租金。2023 年~2025 年，公司资产管理收入分别为 0.64 亿元、0.94 亿元和 1.11 亿元，持续增长主要系物业租赁面积扩大所致；毛利润亦逐年增加，毛利率水平小幅下降。

酒店住宿及餐饮

公司酒店住宿及餐饮业务由枫荻产业及其下属子公司负责，收入主要来源于陶溪川国贸饭店、陶溪川陶欣饭店、陶邑观音酒店、陶溪川凯悦酒店等。

2023 年~2025 年，公司酒店住宿及餐饮收入分别为 3.02 亿元、3.33 亿元和 3.73 亿元。随着陶溪川文创旅游产业的发展，近年来公司酒店住宿及餐饮收入持续增长，毛利率总体较高。

物流装备制造与系统集成

2020 年，公司并购上市公司音飞储存，开展物流装备制造与系统集成业务，跟踪期内，该业务收入有所减少，毛利率小幅下滑

公司物流装备制造与系统集成板块由上市公司音飞储存（股票代码：603066.SH）负责，该板块收入主要包括自动化系统集成、货架和堆垛机收入。音飞储存成立于 2002 年 6 月 17 日，是一家以自动化系统集成、货架和仓储运营服务等为主营业务的物流装备制造企业，系国内智能物流设备制造行业的龙头企业。2025 年末，音飞储存资产总额为 28.34 亿元，资产负债率为 50.17%；2025 年，音飞储存实现营业收入 12.56 亿元，净利润 0.33 亿元。

图表 7 物流装备制造与系统集成板块主要业务及产品情况表

业务	产品	
仓储机器人系统（系统集成业务）	穿梭车系列	托盘式两向穿梭车、托盘式四向穿梭车、子母穿梭车、箱式两向穿梭车、箱式四向穿梭车、阁楼式穿梭车
	堆垛机系列	猎豹系列、公牛系列、长颈鹿系列、狮子系列、黑豹系列、斑马系列
	AGV 系列	全向叉车、料箱 AGV、托盘 AGV、地牛 AGV、缓村 AGV、蜘蛛 AGV
	辅助类机器人	提升机、拣选站、输送机
	智能仓储软件	iM+“库”管理系列：仓储管理系统 WMS、小库移动管理系统 iM+HS；iC+“仓”系列控制系统：智仓控制系统 iC+ECC、小仓移动管理系统 iC+HS、小仓语音控制系统 iC+IN、看板系统 iC+EBS；其他类应用系统：设备运维平台 iN+EQM、接口开发平台 iN+HUB、神农服务平台、鹰眼-数字孪生、订单管理系统 OMS；其他软件产品：快储库 SAGV、音飞数据中台、音飞 AGV 调度监控系统 iACS、拣选系统、AR 系统
	高精度货架	普通货架、立体库高位货架、复杂阁楼货架、密集存储类自动货架
智能物流规划设计及系统集成	定制化规划设计、设备生产或定制采购、软件开发、安装调试、客户培训和售后服务	
运营业务	仓储设备及系统维护、冷链运营服务、中央厨房运营服务	
互联网业务	电子商务	

资料来源：公司提供，东方金城整理

为落实江西省“映山红行动”⁵，根据景德镇市国资委2020年4月17日发布的景国资委【2020】17号文件，公司于2020年6月2日（以下简称“收购日”）正式完成对上市公司音飞储存的股权收购并成为其第一大股东，收购股权占上市公司总股数的29.99%。公司2020年度合并财务报表仅核算音飞储存自收购日起至2020年12月31日期间内的经营业绩。2021年，音飞储存通过收购罗伯泰克自动化科技（苏州）有限公司100%股权，新增堆垛机收入。随着音飞储存全年收入的并表、业务的开展及板块的新增，公司物流装备制造与系统集成板块收入大幅增加，成为营业收入的重要构成。2023年~2025年，公司物流装备制造与系统集成业务收入有所下滑，毛利率小幅波动。

针对自动化系统集成业务，公司为客户提供包括物流系统规划设计、软件开发、设备生产或定制采购、电控系统开发、现场安装调试、客户培训和售后服务在内的全方位综合解决方案。系统集成业务流程包括投标、规划设计、采购生产、安装调试、初步验收、运行、最终验收和质保等。

针对货架产品，公司采用以订单驱动生产的经营模式。公司首先通过市场招投标方式获取客户订单，接单后依照客户需求进行工程设计。采购部门依据工程设计部提供的需求清单进行原材料采购，生产部门进而结合产出计划和工厂产能制定作业安排。各车间按照生产作业安排组织生产，生产完成后运送至客户指定地点交货或安装。

音飞储存在景德镇市设立子公司江西音飞智能物流设备有限公司，主要业务为高精密货架和穿梭车等智能搬运机器人的生产制造及系统集成、陶瓷制造的智能工厂的系统集成、物流运营服务、冷链运营和职业培训等。未来，音飞储存将借助股东资源，开展新材料陶瓷智能制造行业的产线集成、系统集成业务。中长期内，随着景德镇艺术职业大学的建成，音飞储存将参与物流管理专业的教学活动，提供实训基地和就业机会；通过在景德镇市新设产能基地，包括智能货架、AGV智能机器人、堆垛机、系统集成、一站式物流解决方案设计等，达产后产值为15~20亿元/年，预计5年内，音飞储存在景德镇市陶瓷行业智能化仓储的市场占有率将达到5~10%。

总体来看，音飞储存业务的开展有利于促进文创产业衍生品的制造，提升中央厨房、冷链仓等相关的业务服务，配合公司的业务转型，增强产业的互动性。

商品房销售

公司自2022年起新增商品房销售收入，跟踪期内，该业务收入仍是公司营业收入的有益补充

公司商品房销售业务主要由子公司陶阳置业负责，陶阳置业具备房地产开发二级资质。该业务全部采用自建自营模式，资金来源主要为自有资金、项目贷款和外部融资等。

截至2026年3月末，公司已完工商品房项目共计4个，为望津府、望陶家园、陶臻学府、陶府甲第四个住宅小区，销售进度分别为78.09%、99.82%、67.08%和75.96%；上述项目总投资合计33.35亿元，已确认收入总额21.37亿元，已回款22.07亿元。

截至2026年3月末，公司在建商品房项目主要为景东大道商居开发（望陶家园）项目和

⁵ 2018年4月，江西省人民政府实施企业上市“映山红行动”，即力争3年左右时间实现江西上市公司数量倍增、实力倍增，到2020年全省境内外上市公司达120家以上，上市公司直接融资总量累计突破2500亿元。

东三宝曹家岭片区商居开发项目，计划总投资合计 96.15 亿元，尚需投资 41.40 亿元；同期末，公司拟建商品房项目主要为景德镇市桃李家园商居开发项目，计划总投资 4.00 亿元。总体来看，公司在建及拟建商品房项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

企业管理

跟踪期内，公司注册资本和实收资本均未发生变化；景德镇市国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司取消监事会；除此之外，公司治理结构及组织架构未发生其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2025 年合并财务报表。北京国勤会计师事务所（普通合伙）对公司 2025 年度财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司审计机构由中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）更换为北京国勤会计师事务所（普通合伙）。

截至 2025 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 16 家（详见图表 1），较 2024 年末减少 1 家，即陶欣城市更新。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额继续增加，构成仍以流动资产为主，但公司流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱

近年来，公司资产总额逐年增加，构成以流动资产为主。2025 年末，公司流动资产主要由存货、应收账款、货币资金和其他应收款等构成。

图表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末	2024 年末	2025 年末
资产总额	1064.70	1135.32	1219.66
流动资产	748.72	795.47	841.25
存货	555.63	585.44	630.05
应收账款	49.69	59.62	70.97
货币资金	51.36	49.42	60.69
其他应收款	61.83	59.12	38.90
非流动资产	315.98	339.85	378.42
投资性房地产	138.63	134.77	134.84
在建工程	68.73	77.28	90.57
无形资产	56.28	62.56	67.98
固定资产	32.73	46.23	59.15

资料来源：公司合并财务报表，东方金城整理

公司存货主要由基础设施和保障房的开发成本以及土地使用权构成，近年来持续增加。2025 年末，公司存货中的建造合同形成的资产为 311.43 亿元，主要系基础设施及保障房项目建设成本；土地使用权为 297.94 亿元，主要系公司招拍挂或协议转让获得的出让土地，未来可用于项目开发，大部分已取得土地使用权证，剩余正在办理中，证载用途为商业、商服用地和商服住

宅等。应收账款持续增长，主要为项目结算款；2025年末前五大应收对象分别为景德镇市财政局（23.05亿元）、景德镇市自然资源储备利用中心（21.23亿元）、浮梁县西湖乡人民政府（以下简称“西湖乡政府”，6.79亿元）、景德镇川流环境建设有限公司（以下简称“川流环境”，国企，3.34亿元）、景德镇市住房和城乡建设局（0.52亿元）和景德镇市珠山区城市棚户区改造工作领导小组办公室（0.60亿元），合计占比73.64%。其他应收款持续减少，主要为与景德镇市内政府部门及国有企业的往来款；2025年末，公司其他应收款前五名应收对象分别为景德镇市自然资源储备利用中心（17.97亿元）、景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司（7.57亿元）、景德镇市国资委（4.52亿元）、西湖乡政府（2.76亿元）和川流环境（1.39亿元），合计占比87.56%。货币资金有所波动，主要为银行存款；2025年末受限的货币资金为3.65亿元，主要系银行承兑汇票保证金及银行冻结的存款等。

近三年，公司非流动资产持续增长，主要由投资性房地产、在建工程、无形资产和固定资产等构成。

公司投资性房地产主要来自景德镇市政府划拨、公司自购以及在建工程转入，2025年末，公司投资性房地产主要为景德镇市政府划拨的景德镇近现代陶瓷工业遗产综合保护开发项目的房产、景德镇市中山北路古街房产及独栋商业房产、陶新家园底层商业及独栋商业房地产等；以及公司自购的房产，主要位于景德镇市陶瓷工业园区、珠山区中华北路等，用途为公寓、办公、商业服务等。在建工程主要为景德镇艺术职业大学（一期）、景德镇非物质文化遗产保护传承创新项目、国家陶瓷文化传承创新试验区长租房建设项目（一期）、龙泉望瓯等自建项目的建设成本，随着项目建设的推进，在建工程科目金额持续增加。公司无形资产主要为采矿权及土地使用权等，近年来逐年增加主要系公司购买新增商标和特许经营权、土地使用权所致；2025年末，公司无形资产中土地使用权账面价值合计为25.42亿元；采矿权账面价值合计为36.48亿元，为公司拥有景德镇市焦元坞矿区严家陶土矿、景德镇陶源矿业有限公司浮东（瑶里）矿等的采矿权；景德镇陶阳里历史街区保护更新项目等商标和特许经营权账面价值合计5.69亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备、运输设备和电子及办公设备等，近年来持续增加，主要系完工的在建工程转入房屋及建筑物所致。

截至2025年末，公司受限资产账面价值为276.72亿元，占公司资产总额比重22.69%，主要包括受限的土地使用权、投资性房地产、采矿权、在建工程、货币资金等。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，仍以资本公积为主，资本实力稳步增强

近年来，公司所有者权益持续增长，主要系实际控制人及相关方对公司注入资产所致，公司资本实力稳步增强。近三年，公司实收资本保持稳定。资本公积持续增加，主要系实际控制人及相关方注入资金和房产等资产所致，2024年末和2025年末均有所增加，主要为公司收到的景德镇市财政局注入资本金。未分配利润逐年增长，主要为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 9 公司所有者权益情况 (单位: 亿元)

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末
所有者权益	437.85	458.66	468.12
其中: 实收资本	22.99	22.99	22.99
资本公积	356.33	364.19	368.18
未分配利润	18.19	21.73	25.04

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金城整理

跟踪期内, 公司负债规模继续增长, 结构仍以非流动负债为主

2025 年末, 公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、应付账款和其他应付款等构成。

近年来, 公司一年内到期的非流动负债有所波动, 其中 2024 年末同比增幅很大, 主要系当期一年内到期的应付债券大幅增加所致; 2025 年末, 一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款 23.10 亿元、应付债券 59.95 亿元、长期应付款 7.64 亿元等。公司短期借款主要包括信用借款、保证借款、抵押及保证借款和质押借款等, 近年来有所增加, 主要用于补充流动资金。应付账款主要为应付货款及材料款、设备及工程款等, 近年来有所增加。其他应付款主要系未结算的往来款, 近年来持续大幅增加; 2025 年末, 账龄超过 1 年的重要其他应付款应付对象包括江西昌飞航空服务有限公司和景德镇澳蓝亚特环境科技有限公司。

图表 10 公司主要负债情况 (单位: 亿元)

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末
负债总额	626.85	676.67	751.54
流动负债	170.16	243.68	203.47
一年内到期的非流动负债	80.90	153.72	92.99
短期借款	21.86	21.89	32.44
应付账款	16.09	19.37	23.03
其他应付款	3.20	13.19	20.38
非流动负债	456.69	432.98	548.07
长期借款	275.98	285.67	316.49
应付债券	125.58	70.95	118.23
长期应付款	45.47	67.82	104.95

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金城整理

近年来, 公司非流动负债有所波动, 主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。随着公司融资需求逐步加大, 长期借款持续增长, 主要用于项目建设; 2025 年末, 公司长期借款主要包括抵押借款、信用借款、保证借款和质押借款等, 借款银行主要包括国家开发银行江西省分行、中国农业银行股份有限公司景德镇分行、中国建设银行股份有限公司景德镇市分行、中信银行股份有限公司南昌分行等。应付债券有所波动, 主要系到期结构影响所致; 公司发行多只企业债、非公开发行公司债、PPN、中期票据等, 均已按期偿付到期本息, 募集资金主要用于项目建设和偿还有息债务等。近年来, 公司长期应付款持续增加, 主要系项目专项资金增加所致; 2025 末, 公司长期应付款包括融资租赁等借款 9.94 亿元和城市基础配套设施及配套建设项目、文化旅游建设项目等专项资金 95.01 亿元。

跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，仍面临较大的短期偿债压力

2023年末~2025年末，公司全部债务规模持续增长，主要用于项目建设、偿还有息债务和补充营运资金等。2025年末，公司短期债务占比降至21.69%，但短期债务规模仍较大，公司面临较大的集中偿付压力。公司资产负债率呈上升趋势，随着在建项目的推进，公司债务率或将有所升高。

图表 11 公司全部债务、债务率情况（单位：亿元、%）

指标名称	2023 年末	2024 年末	2025 年末
全部债务	508.72	536.72	567.82
其中：短期债务	97.64	172.52	123.17
长期债务	411.08	364.20	444.65
资产负债率	58.88	59.60	61.62

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金城整理

截至2025年末，公司对外担保余额为41.53亿元，担保比率为8.87%，担保对象主要为景德镇市国有企业。总体来看，公司对外担保区域集中度较高，面临一定的代偿风险。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入继续增长，利润对财政补贴依赖仍较大，主要盈利指标处于较低水平，总体盈利能力仍较弱

近三年，公司营业收入持续增长；公司营业利润率有所波动；期间费用主要为销售费用、管理费用和销售费用，对利润产生一定侵蚀。公司利润总额及净利润均持续增加，但利润对财政补贴依赖较大。从盈利能力指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率较低，总体盈利能力较弱。

图表 12 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入	91.07	103.38	112.42
营业利润率	8.59	10.78	9.20
期间费用	8.58	9.85	12.19
期间费用/营业收入	9.43	9.53	10.85
利润总额	5.65	6.22	6.95
其中：财政补贴	7.37	10.65	9.91
净利润	4.55	4.75	5.28
总资本收益率	0.67	0.70	0.78
净资产收益率	1.04	1.04	1.13

资料来源：公司合并财务报表，东方金城整理

现金流

跟踪期内，公司筹资前净现金流仍为负，资金来源对筹资活动仍存在较大依赖

近三年，公司经营活动现金流入主要为收到的售房款、基础设施建设项目回款、财政补贴及往来款等形成；现金收入比率保持在较高水平，主营业务获现能力较强；经营活动现金流出

主要为公司支付的基础设施建设及棚户区改造成本和往来款；经营性净现金流入规模较小，易受往来款及项目结算款波动影响而存在一定的不确定性。

公司投资活动现金流入有所波动，主要为赎回理财产品等形成的现金流入；投资活动现金流出主要为支付棚户区改造项目建设成本、购买土地使用权、购买理财产品等形成；投资性净现金流持续为负。

图表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流入	123.26	123.23	155.61
现金收入比率 (%)	98.65	86.81	90.22
经营活动现金流出	122.84	122.73	154.12
经营活动产生的现金流量净额	0.41	0.50	1.50
投资活动现金流入	4.61	2.68	4.89
投资活动现金流出	51.80	27.51	21.49
投资活动产生的现金流量净额	-47.19	-24.83	-16.60
筹资活动现金流入	221.40	264.71	261.23
筹资活动现金流出	164.59	239.43	236.78
筹资活动产生的现金流量净额	56.81	25.27	24.46
现金及现金等价物净增加额	10.07	0.99	9.34

资料来源：公司合并财务报表，东方金城整理

近三年，公司筹资活动现金流入规模总体波动增长，主要为银行借款、实际控制人及相关方注资及发行债券等取得的现金；筹资活动现金流出主要为公司偿还的债务及相应利息；筹资性现金流持续为净流入状态，总体来看，公司资金来源对筹资活动较为依赖。

近年来，公司现金及现金等价物净增加额波动较大。

偿债能力

考虑到公司承担了景德镇市范围内的基础设施建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，并具备较强的再融资能力，总体来看，公司自身的偿债能力很强

从短期偿债能力指标看，近年来，公司流动比率和速动比率均有所波动；货币资金对流动负债及短期债务的覆盖程度均较低；公司经营性现金流对易波动的往来款等依赖较大而稳定性欠佳，对流动负债保障情况偏弱。

从长期偿债能力指标看，公司长期债务资本化比率有所波动，全部债务资本化比率小幅增长，EBITDA 对到期利息总体能够形成一定覆盖，对全部债务的覆盖程度较弱。

图表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%）

指标	2023 年 (末)	2024 年 (末)	2025 年 (末)
流动比率	440.01	326.44	413.45
速动比率	113.48	86.19	103.80
货币资金短债比 (倍)	0.53	0.29	0.49
经营现金流动负债比率	0.24	0.21	0.74
长期债务资本化比率	48.42	44.26	48.71
全部债务资本化比率	53.74	53.92	54.81

图表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%）

指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）
EBITDA 利息倍数（倍）	1.04	1.10	0.99
全部债务/EBITDA（倍）	55.00	47.19	42.88

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2025 年末，公司一年内到期债务规模为 123.17 亿元，面临较大的集中偿付压力。公司计划通过经营性现金流入、财政补贴、银行及债券融资等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2025 年公司经营性净现金流为 1.50 亿元，但易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。2025 年末，公司非受限货币资金为 57.04 亿元，可对到期债务偿还提供一定保障。公司具备较强的再融资能力，间接融资方面，截至 2026 年 3 月末，公司获得多家银行授信额度合计 543.13 亿元，尚未使用额度 157.60 亿元；直接融资方面，截至 2026 年 3 月末，公司储备了公司债、PPN、CMBS 等批文，尚未使用额度合计 21.36 亿元。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了景德镇市范围内的基础设施建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，并具备较强的再融资能力，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2026 年 5 月 7 日，公司本部已结清及未结清贷款信息中均无不良或关注类记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券/债务融资工具均已按期偿付到期本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

受出口高增、投资止跌回升带动，一季度经济增长动能增强，物价水平偏低局面也在改善

2026 年一季度 GDP 同比增长 5.0%，增速较上季度回升 0.5 个百分点。主要原因是在外需偏强，以及国内制造业转型升级效应显现，推动芯片、新能源汽车等高新技术产品出口高增，当季出口增速明显加快，以美元计价同比增长 14.7%，显著高于去年四季度的 3.8%。一季度工业生产同比增长 6.1%，增速比上季度加快 1.1 个百分点。另外，一季度在基建投资快速增长带动下，固定资产投资同比增长 1.7%，对一季度 GDP 增速加快起到了一定推动作用。最后，在国内市场竞争秩序不断优化，以及国际大宗商品及芯片价格较快上涨综合作用下，一季度物价水平偏低状况也有明显改善，衡量宏观经济整体物价水平的 GDP 平减指数同比降幅由去年四季度的-0.65%收窄至-0.06%，二季度将会转正。需要强调的是，一季度高技术制造业增加值同比增长 12.5%，比去年全年增速加快 3.1 个百分点，明显领先整体工业生产增速，显示新质生产力领域快速发展对经济增长的拉动力在进一步增强。

展望二季度，GDP 增速有望达到 4.8%左右，较一季度会略有放缓，主要原因是受中东地区地缘政治冲突拖累全球经济，以及去年同期基数偏高等影响，二季度出口增速有可能放缓。

总体上看，未来一段时间宏观经济运行将以稳为主，投资还有提速空间，居民消费会温和增长，房地产市场调整幅度有望收敛。

短期内宏观政策将继续处于观察期，降息降准会进一步后移；下半年财政政策有加码空间

短期来看，外部地缘政治冲突对国内物价的推升效应已经显现，对经济增长动能的扰动还要进一步观察。在物价水平上升、出口保持较快增长的预期下，二季度宏观政策还将保持较强定力。其中，降息降准会进一步后移，央行将主要通过结构性政策工具，引导金融资源重点流向科技型企业和中小微企业，着力推动新旧动能转换，稳定就业大局，同时坚持不搞大水漫灌。今年目标财政赤字率、新增专项债、新增超长期特别国债规模均与上年持平，同时设立 8000 亿元新型政策性金融工具。这意味着今年财政政策将主要通过准财政工具发力，重点是扩投资，促消费的重点正在从商品消费转向服务消费。我们判断，下半年财政政策有灵活加码空间。

区域经济和财政状况

作为环鄱阳湖城市群成员、浙赣皖重要的交通枢纽中心城市之一，跟踪期内，景德镇市特色产业保持良好发展态势，综合经济实力仍很强；作为文化节点城市，伴随国际瓷都打造和国家陶瓷文化传承创新试验区建设，景德镇开放格局及战略位势有望继续提升

景德镇市地处浙赣皖三省交界处，是浙赣皖重要的交通枢纽中心城市之一。景德镇市是环鄱阳湖城市群⁶成员之一。环鄱阳湖城市群是江西省最发达的区域、长江中游城市群之一、城市化率最高的地区之一，是全国城市群建设的先行者，致力打造成为中部崛起的核心增长极。《江西省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》提出支持景德镇加快发展陶瓷、航空、精细化工、生物医药等产业，持续擦亮“千年瓷都”靓丽名片，同时提出深化景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区建设，推动“景德镇手工瓷业遗存”申遗；《江西省人民政府关于景德镇陶瓷文化生态保护区总体规划（2021-2035年）的批复》中明确指出“着力建设国际瓷都、国际文化交流客厅、国家陶瓷文化传承创新试验区、新型人文城市”，助力景德镇实现开放格局及战略位势提升。截至 2025 年末，景德镇市下辖 2 区（珠山区、昌江区）、1 县级市（乐平市）、1 县（浮梁县）；常住人口约为 161.8 万人。

景德镇市矿藏资源较多，瓷石、高岭土等矿藏独具特色。其中，高岭土是陶瓷工业最重要的原材料，景德镇市所产的高岭土品质良好，生产出来的景德镇瓷器曾经代表着中国陶瓷制品的高端水平和上等品质，在国际陶瓷界具有一定影响力。2019 年，国务院正式批复景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区实施方案，成为国家首个文化类国家级试验区。

景德镇市陶瓷工业历史悠久，航空等产业基础良好，产业转型升级、重大产业项目投资不断推进。2025 年，景德镇市陶瓷产业、航空产业等特色产业保持良好发展态势。同时，景德镇市因瓷而名，是世界著名瓷都，早在汉代开始生产陶瓷，元代至明清达到鼎盛，设瓷局、置御窑。依托深厚的陶瓷文化底蕴，景德镇市旅游产业快速发展，对地区经济带动效应明显。2025 年，景德镇市接待国内游客 3950.6 万人次，同比增长 1.25%。

⁶ 包括南昌市、九江市、景德镇市、上饶市、抚州市和鹰潭市。

跟踪期内，景德镇市一般公共预算收入较为稳定，政府性基金收入规模有所下降，综合财政实力仍很强

近年来，景德镇市一般公共预算收入总体较为稳定；税收收入略有波动，占比持续超过 50%。近三年，景德镇市政府性基金收入持续下降，作为地区财力的重要构成部分，其易受房地产市场波动、政府城建规划和土地出让安排等因素影响，未来存在一定的不确定性。近年来，景德镇市一般公共预算支出有所波动，地方财政自给程度持续较弱。

债务管控方面，景德镇市政府着力规范政府债务风险监管，根据《地方政府债务信息公开办法（试行）》，对政府性债务风险进行动态监测、评估和预警，确保不发生系统性财政金融风险。

图表 15 景德镇市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP	1201.10	1179.30	1189.63
GDP 增速	3.5	4.1	-0.7
人均 GDP（元）	74176	72916	-
工业增加值增速	5.4	6.2	-13.5
固定资产投资增速	-8.0	4.2	-9.3
一般公共预算收入	90.30	90.53	90.94
政府性基金收入	213.41	209.50	172.69
税收收入占比	60.22	59.11	59.39
财政自给率	37.63	36.21	38.70
地方政府债务余额	613.71	710.12	858.82
政府负债率	51.10	60.22	72.19

注：上级补助收入=列入一般公共预算的上级补助收入+列入政府性基金的上级补助收入；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：景德镇市 2022 年~2024 年国民经济和社会发展统计公报，2025 年主要经济指标完成情况，2023 年~2025 年财政预算执行情况，东方金城整理

综上所述，东方金城对景德镇市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

跟踪期内，作为景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，公司在资产注入、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的有力支持

除公司外，景德镇市由景德镇市国资委直接控股的基础设施建设类主体还包括景德镇市城市发展集团有限责任公司（以下简称“景德镇城发”），其主要依托下属子公司景德镇市城市建设投资集团有限责任公司从事昌南新区的基础设施建设，并开展产业投资等业务，与公司业务范围有所区分。

跟踪期内，公司作为景德镇市重要的基础设施建设主体及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，在资产注入、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关方的有力支持。资产注入方面，近年来，实际控制人及相关方多次向公司无偿注入资金、子公司股权等，具体情况见下表。财政补贴方面，2023 年~2025 年，公司收到的财政补贴收入分别为 7.37 亿元、

10.65 亿元和 9.91 亿元，主要为景德镇市财政局拨付的企业发展资金专项补贴。

图表 16 公司近年来获得的主要资产注入情况

年份	事项
2023 年	根据景德镇市财政局文件，景德镇市财政局向公司注入资本金 13.79 亿元，相应增加公司资本公积。
2024 年	根据景德镇市国资委文件，公司收到国有资本收益返还注资 0.60 亿元，相应增加公司资本公积。 根据景德镇市国资委景国资发【2024】122 号文件，将天后宫片区 29 户市公安局房产注入公司，增加公司资本公积 211.22 万元。
2025 年	根据景德镇市财政局文件，景德镇市财政局向公司注入资本金 7.24 亿元，相应增加公司资本公积。 根据景德镇市国资委文件，收到国有资本收益返还注资 0.63 亿元，相应增加公司资本公积。 根据景德镇市国资委文件，收到国有资本收益返还注资 137.98 万元，相应增加公司资本公积。 根据景德镇市财政局文件，公司收到景德镇市财政局资本金投入，增加资本公积约 3.99 亿元。 根据景德镇市环中建设监理有限公司股东会决议，于江向景德镇市建筑设计院有限公司无偿转让 2% 的股权，相应增加公司资本公积约 162.61 万元。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

考虑到公司将继续在景德镇市的基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对景德镇市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

东方金诚关注到，跟踪期内，公司继续从事景德镇市基础设施及保障房建设等业务，区域专营性仍很强。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货、应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱；跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，仍面临较大的短期偿债压力。

作为环鄱阳湖城市群成员、浙赣皖重要的交通枢纽中心城市之一，跟踪期内，景德镇市陶瓷、航空等主导产业发展良好，文旅融合产业持续深化，经济实力仍很强；作为景德镇市重要的基础设施建设主体，以及景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区的建设和运营主体，公司在资产注入和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持。

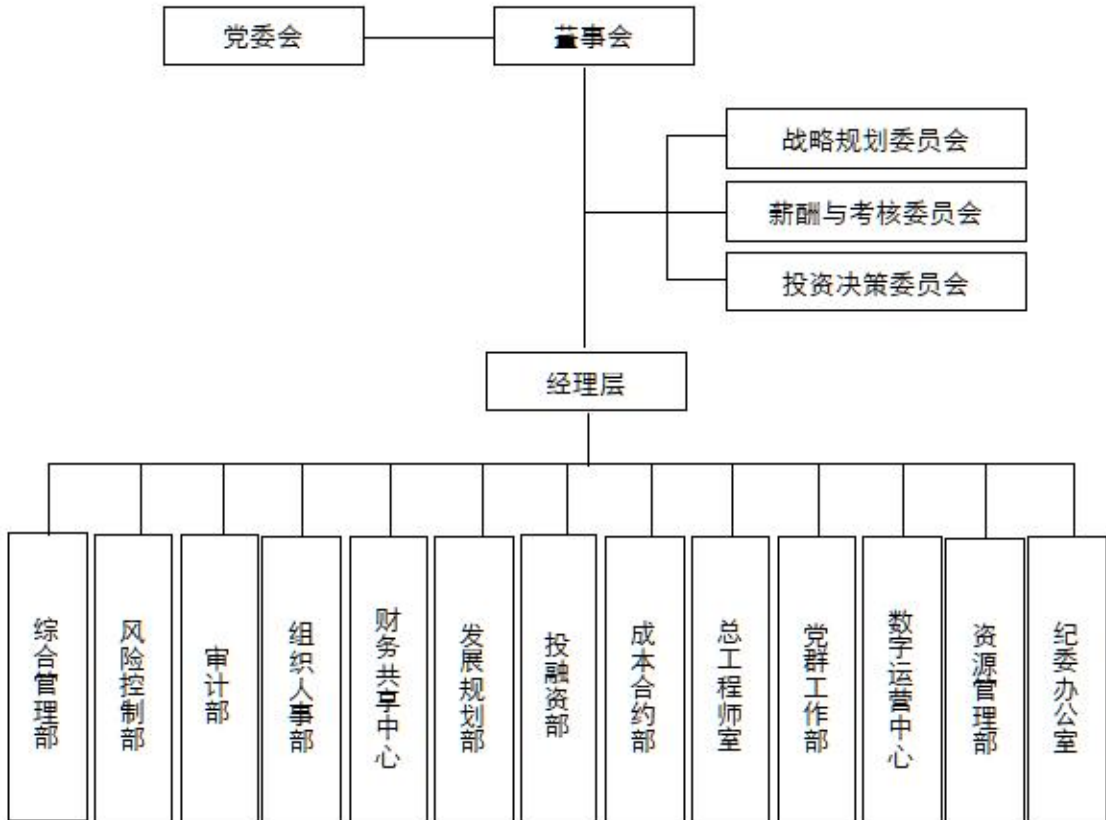
综上所述，公司自身偿债能力很强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“20 景陶债/20 景陶专项债”、“21 景陶债/21 景陶债”和“22 景陶债/22 景陶债”到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2025 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2023年(末)	2024年(末)	2025年(末)
主要财务数据 (单位: 亿元)			
资产总额	1064.70	1135.32	1219.66
存货	555.63	585.44	630.05
投资性房地产	138.63	134.77	134.84
在建工程	68.73	77.28	90.57
应收账款	49.69	59.62	70.97
无形资产	56.28	62.56	67.98
负债总额	626.85	676.67	751.54
长期借款	275.98	285.67	316.49
应付债券	125.58	70.95	118.23
长期应付款	45.47	67.82	104.95
一年内到期的非流动负债	80.90	153.72	92.99
全部债务	508.72	536.72	567.82
其中: 短期债务	97.64	172.52	123.17
所有者权益	437.85	458.66	468.12
营业收入	91.07	103.38	112.42
净利润	4.55	4.75	5.28
经营活动产生的现金流量净额	0.41	0.50	1.50
投资活动产生的现金流量净额	-47.19	-24.83	-16.60
筹资活动产生的现金流量净额	56.81	25.27	24.46
主要财务指标			
营业利润率 (%)	8.59	10.78	9.20
总资本收益率 (%)	0.67	0.70	0.78
净资产收益率 (%)	1.04	1.04	1.13
现金收入比率 (%)	98.65	86.81	90.22
资产负债率 (%)	58.88	59.60	61.62
长期债务资本化比率 (%)	48.42	44.26	48.71
全部债务资本化比率 (%)	53.74	53.92	54.81
流动比率 (%)	440.01	326.44	413.45
速动比率 (%)	113.48	86.19	103.80
货币资金短债比 (倍)	0.53	0.29	0.49
经营现金流动负债比率 (%)	0.24	0.21	0.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.04	1.10	0.99
全部债务/EBITDA (倍)	55.00	47.19	42.88

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。