

# 江苏省国信集团有限公司

## 2020年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）信用评级报告

---

项目负责人：向 岚 [lxiang@ccxi.com.cn](mailto:lxiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：王琳博 [lbwang@ccxi.com.cn](mailto:lbwang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年05月27日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2019] G380 号

## 江苏省国信集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“江苏省国信集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十七日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
江苏省国信集团有限公司	不超过 10 亿元 (含 10 亿元)	品种一: 3 年期; 品种二: 5 年期 (附品种间回拨选择权)	每年付息一次, 到期一次还本	本次债券募集资金扣除发行费用后, 8 亿元拟用于偿还公司到期债务、2 亿元用于盛虹炼化一体化项目基金出资

**评级观点:** 中诚信国际评定江苏省国信集团有限公司(以下简称“江苏国信”或“公司”)的主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 评定“江苏省国信集团有限公司 2020 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第一期)”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了公司有力的政府支持力度、很强的竞争实力、多元化的业务布局、可观的投资收益和分红、较低的财务杠杆和畅通的融资渠道等优势; 同时, 中诚信国际也关注行业环境变化、投资领域广和管理难度大等因素对公司稳定运营及整体信用状况的影响。

**概况数据**

江苏国信(合并口径)	2017	2018	2019	2020.1-3
总资产(亿元)	1,533.83	1,653.06	1,942.44	1,989.62
所有者权益合计(亿元)	804.34	910.78	1,013.60	1,017.08
总负债(亿元)	729.49	742.28	928.84	972.54
总债务(亿元)	529.01	522.98	640.44	671.72
营业总收入(亿元)	574.01	566.95	559.57	111.29
净利润(亿元)	59.56	62.65	66.09	10.11
EBIT(亿元)	85.13	95.60	98.08	--
EBITDA(亿元)	117.31	125.19	129.61	--
经营活动净现金流(亿元)	70.40	81.51	68.00	10.65
营业毛利率(%)	15.15	14.08	12.94	14.61
总资产收益率(%)	5.63	6.01	5.46	--
资产负债率(%)	47.56	44.90	47.82	48.88
总资本化比率(%)	39.67	36.48	38.72	39.78
总债务/EBITDA(X)	4.51	4.18	4.94	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.37	5.47	6.02	--

注: 中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

**正面**

■ **有力的政府支持。** 作为江苏省最大的省属投资集团和国有资产授权经营主体之一, 公司可获得较多的政策和资金支持。

■ **很强的竞争实力。** 经过多年的发展, 公司的能源基础产业、金融业等业务均形成了一定的规模优势和区位优势。作为江苏省最大的区域电力供应商, 截至 2020 年 3 月末公司可控电力装机容量为 1,566.91 万千瓦, 占江苏省总装机容量的 13.84%; 且下属子公司江苏省国际信托有限责任公司(以下简称“江苏信托”)为江苏省规模最大的信托公司, 竞争实力很强; 目前公司为华泰证券股份有限公司(以下简称“华泰证券”)A 股第一大

股东, 华泰证券各项指标在行业中均排名前列。

■ **业务多元化程度高。** 目前公司已形成了能源、金融和新兴产业投资等多元化业务并行的战略格局, 各业务板块在省内均具有良好口碑和领先地位, 多元化发展可以一定程度上有效规避行业系统性风险。

■ **可观的投资收益和分红。** 近年来公司联营和合营企业经营情况良好, 为公司带来可观的投资收益和现金分红。

■ **财务杠杆水平较低。** 得益于所有者权益的不断增长, 公司负债率水平一直处于行业较低水平。截至 2020 年 3 月末, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 48.88% 和 39.78%。

■ **畅通的融资渠道。** 截至 2020 年 3 月末, 公司获得的银行授信总额约为 1,177.80 亿元, 其中未使用额度为 863.21 亿元。同时公司拥有三家主要的下属上市公司, 可为公司提供多元化融资渠道。

**关注**

■ **行业环境变化。** 2019 年以来, 新建新能源项目平价上网持续推进, 电价整体呈走低趋势; 煤电上网电价机制调整以及煤炭价格波动, 对燃煤发电机组的盈利能力影响较大。另外, 近年来随着国家去产能政策的不断推进、贸易环境变化、天然气价格改革的不断推进以及多项资管新规的陆续出台, 公司能源、贸易、房地产及金融业务均受到一定影响。中诚信国际持续关注行业环境变化对公司各业务盈利的影响。

■ **投资领域广, 管理难度大。** 公司业务板块较多, 投资领域较广, 较多的参控股公司给公司管理能力带来一定挑战。

**评级展望**

中诚信国际认为, 江苏省国信集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。** 煤炭价格超预期上行, 大幅侵蚀利润水平; 债务压力大幅攀升, 流动性压力显著增加。

**同行业比较**

部分可比企业 2019 年主要指标对比表					
公司名称	可控装机容量 (万千瓦)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
申能股份	1,145.82	679.44	44.27	388.41	28.26
浙能集团	3,364.11*	2,415.08	49.50	1,118.05	73.33
河北建投	1,337.82*	1,911.87	53.30	348.30	38.32
江苏国信	1,568.11	1,942.44	47.82	559.57	66.09

注: “申能股份”为“申能股份有限公司”简称; “浙能集团”为“浙江省能源集团有限公司”简称; “河北建投”为“河北建设投资集团有限责任公司”简称; 带“\*”指标为 2018 年末数。

资料来源: 中诚信国际整理

## 发行主体概况

江苏省国信集团有限公司前身为江苏省国信资产管理集团有限公司（以下简称“江苏国资”），2006年公司以吸收合并的方式重组江苏国资，重组后江苏国资被注销，原由江苏国资持有的华泰证券有限责任公司15%股权及其他对外投资形成的股权由公司持有。2010年根据江苏省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）批复，江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“舜天集团”）被整体划转至公司。经过国资委多次增资和资产划转，截至2019年末公司注册资本为300亿元，江苏省国资委持有公司100%股权，为公司控股股东和实际控制人。

公司是江苏省政府授权的国有资产投资主体，主要从事国有资产经营和资本运作，业务范围涉及电力、贸易、证券、信托、天然气、新能源、房地产、酒店等领域。截至2019年末，公司纳入合并报表的全资、控股子公司共29家。公司旗下拥有三家主要的上市公司，分别为控股的江苏省新能源开发股份有限公司（以下简称“江苏新能”，代码603693）和江苏国信股份有限公司（以下简称“江苏国信股份”，代码002608），以及参股的华泰证券股份有限公司（以下简称“华泰证券”，代码601688）。

表 1：2019 年末公司部分主要控、参股企业情况

企业名称	业务性质	持股比例 (%)
江苏省投资管理有限责任公司	基金投资	100.00
江苏省天然气有限公司	天然气	51.00
江苏省新能源开发股份有限公司	电力生产	52.59
江苏省国信集团财务有限公司	融资担保	100.00
江苏省国信信用融资担保有限公司	融资担保	75.68
恒泰保险经纪有限公司	保险经纪	43.22
江苏省房地产投资有限责任公司	房地产开发	100.00
江苏省医药有限公司	医药经销	75.15
江苏国信股份有限公司	信托、电力	72.92
江苏舜天国际集团有限公司	进出口贸易	100.00
江苏省沿海输气管道有限公司	天然气	51.00
华泰证券股份有限公司	证券	14.64
江苏核电有限公司	电力	20.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

公司拟发行的“江苏省国信集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）”发行规模为 10 亿元（不超过 10 亿元），本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期固定利率债券；品种二为 5 年期固定利率债券；本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本次债券每年付息一次，到期一次还本。本次债券募集资金扣除发行费用后，8 亿元拟用于偿还公司到期债务、2 亿元用于盛虹炼化一体化项目基金出资。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关

系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖

累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

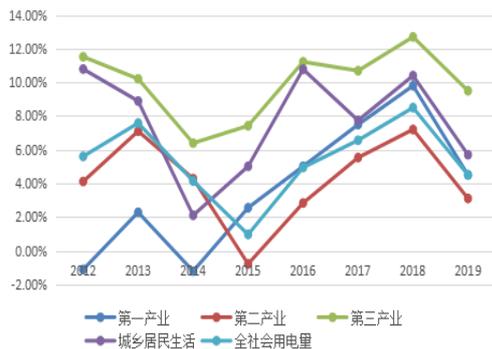
**中诚信国际认为，**虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 行业及区域经济环境

**2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将保持低速增长**

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速开始企稳回升至2018年的8.5%。2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比继续回落至4.5%。2020年一季度，在新冠疫情等影响下，全国全社会用电量增速为负。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（单位：%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2019 年的 68.32%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电持续保持较快增长速度，所占比重亦持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将继续保持低速增长。

### 2019 年以来，火电装机增速有所回升，机组利用率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；但煤炭价格的回落使得煤电企业经营压力有所缓解

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。2019 年，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，年末全口径火电新增装机 4,647 万千瓦，增速较上年同期增长 1.1 个百分点。预计未来用电负荷较高区域的火电装机将迎来小幅增长，但增速仍将保持较低水平。

机组利用率方面，得益于用电需求增长和火电投资放缓等因素，2016 年以来全国火电平均利用小时数稳步回升。2019 年，受全社会用电量增速同

比明显回落以及清洁能源消纳比重上升等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上火电设备平均利用小时同比下降 85 小时。2020 年一季度，受新冠疫情影响，全国用电增速为负，未来较大的经济下行压力和放缓的全社会用电增速或将继续对全国火电整体利用水平造成一定拖累。

上网电价方面，随着电力体制改革的推进，供过于求的供需形势导致部分开放程度较高地区形成恶性竞价，对火电企业盈利能力形成较大影响。随着行业内企业市场化竞价回归理性，加之 2017 年政策性附加基金的下调，2017 年以来火电平均上网电价整体呈上升态势。2020 年 1 月 1 日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整影响将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2016 年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了很大影响。针对煤价的过快上涨，国家发改委等部门通过释放部分安全产能以及牵头组织煤炭中长期合同签订等措施调节供需，稳定煤价，2019 年煤炭价格呈现震荡小幅下行态势。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间有限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成较好支撑，未来我国煤炭价格大幅下降的空间不大。

中诚信国际认为，未来火电装机仍将保持低速增长。受用电增速放缓、清洁能源替代以及煤电上网电价的市场化等因素影响，火电机组利用效率和平均上网电价仍将面临一定下行压力，但目前下降的煤炭价格使得煤电企业经营压力有所缓解。

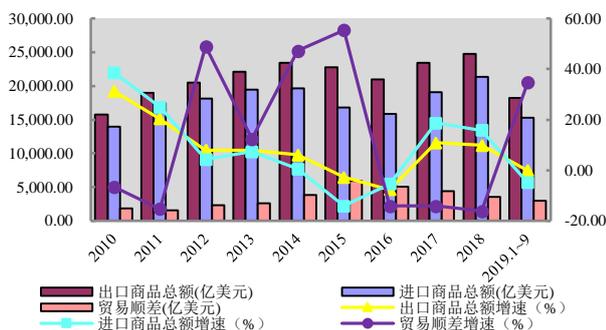
近年来，国内经济总量保持增长、经济结构调整持续推进以及贸易政策对我国内外贸行业的后续增长及质量优化构成支撑。但外贸行业受到世界经济疲软、中美贸易战等因素的影响，同时内贸增速有

## 所放缓；近期爆发的新冠疫情也对贸易行业产生了一定的影响

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。近年来，世界经济疲弱，贸易保护主义持续升温，我国对外贸易发展面临的不稳定、不确定的因素明显增多，总体形势复杂严峻。在此背景下，我国积极调整贸易结构，陆续出台了一系列减税降费、优化口岸营商环境的政策措施，同时“一带一路”建设稳步推进，对我国外贸起到了一定的带动作用。2018年，进出口总额实现4.62万亿美元，同比增长12.6%；其中，出口2.48万亿美元，同比增长9.9%；进口2.14万亿美元，同比增长15.8%。2019年1~9月，随着中美贸易摩擦加剧及国内经济下行压力加大，我国进出口表现疲软，当期进出口总值3.35万亿美元，较上年同期下降2.4%；其中，出口1.83万亿美元，同比下降0.1%；进口1.53万亿美元，较上年同期下降5.0%。

对外贸易结构方面，2016年以来，受国际市场需求疲弱、汇兑变化等因素影响，贸易顺差开始持续收窄；2018年，贸易顺差为0.35万亿美元。2019年1~9月，受国内总需求回落及汽车进口量下滑等因素影响，贸易顺差较上年同期扩大34.8%至0.30万亿美元。

图2：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：国家海关总署，中诚信国际整理

值得关注的是，2018年3月，美国总统特朗普宣布将对500亿美元中国商品加征关税，并将限制中国对美国科技产业投资，拉开与中国贸易战的序幕。2018年7月以来，美国政府先后宣布对从中国

进口的价值340亿美元商品、2,000亿美元商品和160亿美元商品加征25%、10%和25%的关税，同时宣布自2019年1月1日起，将从中国进口的2,000亿美元商品的关税提升至25%；我国政府也采取反制措施，对从美国进口的价值340亿美元商品加征25%关税。2018年12月1日，美国发布声明，2019年1月1日将不会提高对2,000亿美元中国商品征收的关税税率；但中美双方在未来90天内未达成协议，美国将提高关税至25%。2019年5月，美国政府宣布将重启对中国商品的关税制裁。2020年1月，《中美第一阶段经贸协议》在华盛顿签署，美方宣称自2020年2月14日起，已于2019年9月1日起加征15%关税的1200亿美元商品，加征关税由15%调整为7.5%，中方决定调整对原产于美国约750亿美元进口商品的加征关税措施。中诚信国际认为，尽管中美贸易关系暂时缓解，但后续走向仍具有不确定性，对我国外贸规模和商品市场的影响有待关注。

从国内贸易情况来看，近年来我国经济下行压力有所加大，内贸增速有所放缓。同时，我国劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。内贸政策方面，2016年11月，商务部等10部门联合印发的《国内贸易流通“十三五”发展规划》提出了“十三五”时期内贸流通发展目标：到2020年，新一代信息技术广泛应用，内贸流通转型升级取得实质进展，全渠道经营成为主流，现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系基本形成。同时，将着力推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境。此内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。中诚信国际认为，政策支持有助于推动国内贸易的长期发展，但内贸行业短期内面临宏观经济不振及成本高企等因素带来的压力。

2020年1月,武汉出现新型冠状病毒肺炎疫情,并向国内其他省市及国外扩散,世界卫生组织(WHO)判定此次疫情为国际关注的国际大流行病,对我国贸易行业造成的影响需要关注。

### 2019年以来,江苏省综合实力继续增强,但经济增速有所下滑;同时新兴产业动能不断壮大;全省发电机组利用效率有所下滑,用电量增速有所下降

根据《2019年江苏省国民经济和社会发展统计公报》,2019年以来,江苏省综合实力持续增强,全年实现地区生产总值99,631.5亿元,同比增长6.1%(上年为6.7%);财政收入和一般公共预算收入稳步增长。同时,江苏省2019年固定资产投资增速稳步提升,投资结构持续优化。江苏省非公有制经济、私营个体经济及民营经济发达,2019年上述经济体增加值占GDP比重较高。同时,江苏省新动能不断壮大,全年高新技术产业产值增长明显。进出口保持基本稳定,2019年江苏省进出口总额43,379.7亿元,比上年下降1.0%。

2019年,江苏省工业增加值保持增长,增速亦同比提升,较好的经济与工业发展带动江苏省用电量保持增长,但增速同比有所下降。同时省内装机容量继续保持相对较快增长,叠加外送电量的持续增长,2019年省内发电量同比基本持平,机组利用小时数同比有所下降。

## 业务运营

近年来受贸易及房地产业务收缩等因素影响,公司营业总收入呈小幅下降态势。公司收入主要来源于能源和贸易业务,2019年末其合计占公司营业总收入的比重已达94%。

表 2: 公司主要板块收入结构及占比(单位:亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
能源	307.40	338.17	336.48	70.94
贸易	151.05	144.91	192.74	34.34
房地产	38.12	10.10	10.05	1.04
酒店业	5.66	0.77	--	--
金融	14.17	16.13	18.58	4.64
其他业务	57.61	56.87	1.71	0.33

营业总收入	574.01	566.95	559.57	111.29
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
能源	53.55%	59.65%	60.13%	63.74%
贸易	26.31%	25.56%	34.44%	30.86%
房地产	6.64%	1.78%	1.80%	0.93%
酒店业	0.99%	0.14%	--	--
金融	2.47%	2.85%	3.32%	4.17%
其他业务	10.04%	10.03%	0.31%	0.30%
合计	100%	100%	100%	100%

注:2017年数据采用2018年期初数;公司其他业务主要为房屋租赁、旅游、电影发行、软件、服装加工制造、汽车销售等;2019年医药经销业务收入从其他业务中移入贸易板块;2018年起酒店业务收入移入其他业务板块。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

### 公司发电资产优质,区域规模优势显著,但发电量受用电需求、外来电增加和新能源挤占火电发电空间等因素影响整体呈波动态势

公司电力业务运营主体为江苏国信股份及江苏新能等,其中江苏国信股份主要为煤炭及天然气发电,江苏新能为风电、光伏及生物质发电。公司在运机组主要集中于用电需求旺盛的江苏省内,区位优势显著。近年来,随着自建项目的投产运营、新机组的并表和机组增容改造的完成,公司控股装机容量整体呈增长态势,占江苏省总装机容量的13.84%。公司电源结构以火电为主,其中煤机占比较高。受政策影响,公司积极推动“上大压小”机组建设项目,目前公司60万千瓦及以上大型机组占比超过60%,且公司火电机组均已安装脱硫、脱硝等环保设备,机组质量优质。此外,公司抽水蓄能电站调峰调频作用强。受区域用电需求变化、外来电增加以及清洁能源消纳电量提升等因素综合影响,近年来公司发电量整体有所波动。

表 3: 近年来公司可控电力装机容量及发电概况

单位:万千瓦、亿千瓦时

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
控股装机容量	1,362.71	1,424.11	1,568.11	1,566.91
其中:煤机及燃机	1,117.20	1,168.60	1,302.60	1,301.40*
抽水蓄能	160	160	160	160
风电	64.85	74.85	84.85	84.85
光伏	9.16	9.16	9.16	9.16
生物质	11.50	11.50	11.50	11.50
火电占比	82.83%	82.87%	84.34%	83.79%

风电及光伏占比	17.17%	17.13%	15.66%	16.21%
<b>发电量</b>	<b>561.77</b>	<b>600.39</b>	<b>565.81</b>	<b>122.61</b>

注：火电占比包括煤机、燃机以及生物质发电机组。为统一管理，2020年3月末火电装机容量统计口径剔除了协联能源一台1.20万千瓦市调管理的小机组，其余机组为省调机组。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤机及燃机方面，近年来公司该类型机组装机容量虽呈增长态势，但受区域用电需求增速下滑、外来电和清洁能源冲击以及天然气价格上升拉低燃机发电意愿等因素影响，其发电量、上网电量以及机组利用小时数均呈先扬后抑增长态势。2020年一季度，受新冠疫情影响，下游用电需求下降，公司煤机及燃机的机组利用效率均小幅下降。目前，公司仅煤机参与市场交易，且交易规模逐年大幅提升，进而导致公司火电平均上网电价整体呈下降态势；其中，2018年的平均上网电价同比有所提升主要是受煤电电价调整<sup>1</sup>影响。目前江苏省燃机执行两部制电价<sup>2</sup>，中诚信国际将持续关注未来气电联动机制<sup>3</sup>的推进对公司盈利能力的影响。此外，公司通过提高管理水平以及投运大机组等措施，使得各年供电煤耗均低于全国平均水平。燃料采购方面，江苏省内煤炭资源很少，目前公司发电用煤全部需对外采购。为保证煤炭供应，公司已与一些大型煤炭集团签订长期供应合同。公司煤机发电成本受市场煤炭价格波动影响较大，近年来煤价维持相对高位，公司煤机盈利能力受到一定影响。

**表 4：近年来公司控股机组运行情况**

单位：万千瓦、亿千瓦时、小时

煤机及燃机	2017	2018	2019	2020.1~3
发电量	524.20	539.36	522.69	109.41
上网电量	498.19	513.28	496.19	103.83
市场化交易电量	163.85	235.70	380.68	89.10
市场化交易电量占比 (%)	31.26	43.73	72.88	81.44
平均机组利用小时数	4,824	4,959	4,202	903
上网电价（不含税，元/千瓦时）	0.4113	0.4213	0.3539	0.3559

<sup>1</sup>公司脱硫、脱硝和部分除尘、超低排放设备分别对公司火电机组上网电价提供0.015元/千瓦时、0.010元/千瓦时、0.002元/千瓦时的贡献。根据江苏省物价局相关通知，自2017年7月1日起，江苏省燃煤发电机组标杆上网电价上调为每千瓦时0.391元（含脱硫、脱硝和除尘电价）；未执行标杆电价的其他燃煤发电机组（含自备和热电联产机组）的上网电价在现行上网电价基础上每千瓦时上调1.30分。

煤炭采购量（万吨）	1,435	1,404	1,587	409
入炉标煤单价（不含税，元/吨）	726.50	761.40	719.40	686.40
供电标准煤耗（克/千瓦时）	301.55	302.80	299.78	302.14
综合厂用电率（%）	5.10	5.52	5.44	--
<b>抽水蓄能</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020.1~3</b>
发电量	13.01	20.90	18.21	5.57
上网电价（不含税，元/吨）	0.450/0.391			
<b>风电、光伏及生物质</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020.1~3</b>
发电量	24.56	25.63	25.25	7.63
上网电量	23.21	24.41	24.04	7.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

江苏省新能源电量全额消纳，未出现限电现象。近年来公司抽水蓄能、风电和光伏等发电机组发电量及上网电价基本维持稳定。随着新能源机组出力的增加，其尚未到位补贴款规模将不断上升。中诚信国际将持续关注区域用电需求以及外送电量对公司机组运营效率的影响，同时关注各电源电价调整政策、市场化交易及燃料价格波动等因素对公司机组盈利能力的影响。

### 近年来公司天然气业务稳步发展，气源供应稳定，销售气量及收入规模均持续提升

公司天然气业务运营主体为江苏省天然气有限公司（以下简称“天然气公司”），公司与中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）分别持有其51%和49%股权。公司与中石化的合资有利于天然气供应量的稳定，另外公司通过与天然气上下游客户签订照付不议协议来保证供气的稳定。目前公司气源主要为“西气东输”和“川气东送”，其中“川气东送”占比较大。近年来随着管网建设的推进，公司运营管道长度不断增长，覆盖范围不断扩大，截至2020年3月末，公司运营的具有“西气”和“川气”两大气源的天然气管网总里程达380公里，输气站场达18座，已覆盖苏南地区主要市场，占江苏省16%

<sup>2</sup>根据江苏省物价局相关规定，目前公司燃气机组实行两部制电价，其中容量电价（含税）为32元/千瓦·月，上网电价（含税）为0.484元/千瓦时。

<sup>3</sup>根据江苏省物价局相关规定，建立气电价格联动机制，按照电价空间总额控制原则，当天然气价格出现较大变化时，在既有空间内对天然气发电上网电价作适度调整。调价幅度按照天然气发电机组电量电价与气价联动计算公式执行。

的市场份额。

**表 5：近年来公司天然气销售情况**

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
销售气量（亿方）	34.59	39.32	40.23	8.10
营业收入（亿元）	67.29	85.16	90.09	17.28
净利润（亿元）	3.10	4.17	3.10	0.36

资料来源：公司提供

近年来，受益于天然气管网的建设投产和下游需求的增长，公司天然气销售量呈逐年增长态势，带动板块收入逐年增加。天然气价格方面，西气和川气的天然气基准价格由国家发改委制定，现行价格根据国家相关规定<sup>4</sup>执行。天然气公司对下游用户采取一票制，在采购价基础上加收管输费。目前天然气公司收取的管输费由江苏省物价局核定，管输价格按0.24元/方执行。公司天然气业务盈利能力受天然气购销价差变化影响而波动。中诚信国际将继续关注国家天然气价格调整及管输价格调整<sup>5</sup>等政策对公司天然气业务的影响。

### 近年来公司拥有江苏信托、华泰证券等优质的金融资产，金融业务稳步发展，但相关监管政策对金融业务的开展影响较大

信托业务方面，公司下属的江苏信托目前是江苏省内最大的信托投资公司，资产及业务规模位居行业前列。固有业务<sup>6</sup>是江苏信托资产和利润的最主要来源，手续费收入不断提升，2017~2019年分别为10.01亿元、11.07亿元和11.53亿元。近年来江苏信托根据监管政策进行项目选择和结构设计，并采取严格的风险控制措施，产品风险相对较低。同时，江苏信托也开展资本市场投融资、房地产和基础设施业务，为客户提供个性化理财产品、房地产项目贷款或股权投资以及依托未来收费现金流的融资型信托计划。截至2019年末江苏信托总资产为231.83

<sup>4</sup>现行价格是根据《国家发展改革委关于理顺非居民用天然气价格的通知》（发改价格[2015]351号）的规定执行。

<sup>5</sup>2019年3月，国家发展改革委发布《国家发展改革委关于调整天然气跨省管道运输价格的通知》（发改价格[2019]561号），其中指出将根据增值税税率调整情况，自2019年4月1日起，调整中石油北京天然气管道有限公司等13家跨省管道运输企业管道运输价

亿元，所有者权益为200.05亿元；2017~2019年其营业总收入分别为20.01亿元、23.71亿元和32.33亿元；净利润分别为16.16亿元、19.67亿元和24.40亿元，均呈不断上升态势。

截至2019年末，江苏信托存在4起未决诉讼案件，分别为江苏保千里视像科技集团股份有限公司和深圳市保千里电子有限公司信托贷款本息违约案件、中国城市建设控股集团有限公司发行的“14中城建PPN003”和“14中城建PPN004”本息违约案件以及贤丰控股集团有限公司等法人及自然人金融借款合同纠纷案件，江苏信托已胜诉，但案件尚未执行完毕。

证券业务方面，截至2020年3月末，公司持有华泰证券股本的14.64%，为其第一大股东。目前华泰证券已从地方性券商发展为全国规模较大的综合类券商，形成以证券经纪业务、投资银行业务、资产管理业务以及固定收益证券业务为基本架构的较为完善的业务体系及研究咨询、信息技术、市场营销和风险管理等强有力的业务支持体系。

近年来，华泰证券总资产规模及资本实力持续提升，综合实力保持行业内领先水平，且保持了较好的盈利能力。其中，2018年受市场行情持续低迷的拖累，其经纪业务手续费收入和自营投资收益下降明显，导致当期盈利能力同比有所下滑。

**表 6：近年来华泰证券主要经营指标（单位：亿元）**

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
总资产	3,814.83	3,686.66	5,621.81	5,992.33
净资产	885.90	1,047.50	1,256.55	1,283.45
营业收入	211.09	161.08	248.63	68.65
利润总额	115.85	64.49	115.86	37.73

资料来源：华泰证券财务报告

公司担保业务由江苏省国信信用担保有限公司<sup>7</sup>（以下简称“国信担保”）运营。截至2020年3月

格；各省（区、市）结合增值税率调整，调整省（区、市）内短途天然气管道运输价格，将增值税改革的红利全部让利于用户。

<sup>6</sup>江苏信托固有业务主要为对江苏银行、江苏省国信信用担保等金融机构的股权投资和创业基金的投资。

<sup>7</sup>公司原下属江苏省信用担保有限责任公司，成立于2002年10月。根据《省政府关于成立江苏省信用再担保有限公司的通知》

末，公司持有国信担保75.68%的股份。近年来，公司担保余额不断增长，无担保代偿。

**表 7：近年来担保业务经营情况（单位：亿元）**

指标	2017	2018	2019
担保余额	32.05	36.61	44.35
担保放大倍数（倍）	4.16	4.44	5.26
代偿金额	0.00	0.00	0.13
代偿回收额	0.11	0.15	0.14
担保代偿率（%）	0.00	0.00	0.00
拨备余额	2.46	2.89	3.43

资料来源：公司提供

### 2019 年以来，新兴产业投资成为公司的另一主业，该业务获得了江苏省国资委的政策支持，未来发展空间较大

2019年，江苏省国资委审核确定的公司另一项主业为新兴产业投资，主要由公司全资子公司江苏省投资管理有限责任公司（以下简称“投管公司”）经营管理，未来投管公司将转型升级为公司的资本投资平台，通过设立相应主题基金的方式对新一代信息技术、新能源、高端装备制造、新材料、生物医药等领域进行投资和布局。目前投管公司已发起设立及投资部分基金项目，并收到部分管理费和基金分配收益。2019年，公司发起成立南京国调国信智芯基金，基金总规模30亿元，目前已出资1.50亿元，收到基金管理费511.88万元；苏州元禾秉胜母基金总规模76.80亿元，目前实缴出资总额为50.24亿元，公司认缴1.60亿元，已出资1.10亿元，2019年收到基金收益分配64.91万元；参与中金上海长三角科创发展大基金设立，并出资0.80亿元；推进江苏国信新能源技术与装备产业基金的设立。同时，公司持续探索推进军民融合投资基金、江苏省长江经济带发展基金、江苏医药健康产业发展基金、富瑞氢能专项基金等10多支产业类基金的前期工作。**中诚信国际认为**，目前公司新兴产业投资业务还处于前期阶段，投资规模及收益较小，但依托于江苏省国资委的支持，未来存在较大的发展空间。

（苏政发[2008]109号）及省政府专题会议精神，江苏省信用担保有限责任公司整体划入江苏省信用再担保有限公司，其资产经评估、审计后注入江苏省信用再担保有限公司，作为江苏国信对江

### 近年来公司房地产业务新开工面积较小，未来将以去库存为主；目前公司酒店和产业园相关业务运营稳定，但规模相对较小

公司房地产业务主要包括房地产业、酒店业和软件园开发等。

目前房地产公司开发项目主要分布在江苏省内各主要城市，分别在南京、无锡、苏州、镇江、徐州等地开发建设了民用住宅、酒店物业、工业地产项目。房地产公司以住宅开发为主，主要针对刚需群体。目前公司房地产板块项目以去库存为主，新开工面积相对较小，部分项目去化周期较长。2020年3月末公司土地储备金额为364.17万平方米。

**表 8：截至 2020 年 3 月末房地产公司主要在建项目情况**

（单位：亿元、万平方米）

项目名称	建筑 面积	投资 总额	已完成 投资	上市 面积	已销售 面积
徐州国信上城	62.82	34.26	31.21	43.82	43.56
徐州国信龙湖世家	45.50	26.44	19.85	32.18	31.58
紫金七号	16.88	19.48	15.16	16.06	9.37
无锡观湖湾	29.89	20.52	11.50	21.46	20.07
无锡国信世家 A 地块	12.90	10.20	2.51	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>167.99</b>	<b>110.90</b>	<b>80.23</b>	<b>113.52</b>	<b>104.58</b>

注：由于四舍五入，上述数据加总与合计可能不一致。

资料来源：公司提供

截至2020年3月末，公司运营的徐庄软件园已累计引入企业68家（其中购房企业21家，租赁企业47家），完成园区可供招商面积的98%以上。根据江苏省政府规划，未来软件产业将成为江苏省加速发展新型服务业的龙头，徐庄软件园具有良好的区位优势、国家软件产业基地的品牌优势和吸引高科技企业的条件。但公司也面临着来自南大科技园、东大科技园和南京软件园等同行业的竞争，对公司在此产业的管理水平和人才力量也提出了更高要求。目前，该业务规模仍然较小，公司计划增强园区的服务功能，并依托于公司金融平台优势，在提供金

苏省信用再担保有限公司的投资。江苏国信承接江苏省信用担保有限责任公司未到期的在保项目。

融服务的同时，积极拓展高科技产业投资业务。

酒店业务方面，目前公司控股酒店企业共有2家，分别为南京丁山宾馆有限公司与南京国信大酒店有限公司，酒店业务运营稳定但收入贡献较小<sup>8</sup>。

### 近年来公司贸易规模整体有所收缩，贸易品种及模式基本稳定；相关产品景气度及宏观形势变化对公司贸易业务造成一定影响

公司贸易业务主要运营主体为舜天集团，主营服装和机械等产品的国内外贸易、船舶制造、房地产开发和租赁、机电产品国际招标业务和汽车租赁等业务。

内贸方面，舜天集团的内贸项目主要包括服装纺织品、机械设备、有色金属等；出口方面，舜天集团出口商品以服装纺织类产品、机电产品、有色金属和船舶为主，出口市场主要为北美、日本和欧盟国家；进口方面，舜天集团进口产品主要来自欧盟、韩国、东南亚、美国和日本等国家和地区，以生产设备和原材料为主，产品结构比较稳定。近年来公司内贸收入基本保持稳定；受行业景气度及中美贸易战等因素影响，出口贸易业务收入呈现波动态势，进口贸易收入逐年减少。中诚信国际关注到，目前宏观经济面临下行压力，市场竞争激烈，贸易行业景气度以及商品价格波动较大。同时，中美贸易战对公司进出口贸易也将产生一定影响。

表 9：近年来舜天集团贸易业务主要情况

单位：亿元	2017	2018	2019	2020.1~3
内贸	58.02	57.92	58.40	11.05
出口	43.35	50.39	40.25	6.30
进口	49.66	35.73	26.95	2.24

表 10：截至 2020 年 3 月末公司主要能源在建拟建项目情况（单位：亿元）

电力在建项目	装机容量	总投资	已投资	资金计划			计划投运时间
				2020.4~12	2021	2022	
山西中煤平朔低热值煤电项目	132.00	54.94	53.12	21.04	3.13	--	2020 年
晋能保德煤电超临界低热值煤电项目	132.00	54.60	47.59	10.26	2.86	0.72	2020 年
国信射阳新洋农场风电项目	10.12	8.05	2.34	4.88	5.50	--	2020 年
国信淮安复兴 50MW 风电项目	5.00	4.33	1.70	2.10	3.80	--	2020 年
合计	279.12	121.92	104.75	38.28	15.29	0.72	--
电力拟建项目	装机容量	总投资	已投资	资金计划			计划投运时间

<sup>8</sup> 2018 年，根据江苏国资委的统筹安排，公司部分酒店旅游类资产整合进入南京金陵饭店集团有限公司，公司酒店业务收入同比

合计	151.03	144.04	125.60	19.49
----	--------	--------	--------	-------

注：由于四舍五入，上述数据加总可能不一致。

资料来源：公司提供

医药经销方面，公司主要通过全资子公司江苏省医药有限公司（以下简称“江苏医药”）从事医药经销，2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，江苏医药分别实现营业总收入 55.62 亿元、56.49 亿元、65.55 亿元和 14.42 亿元；分别实现净利润 0.65 亿元、0.62 亿元、0.60 亿元和 0.09 亿元，整体收入不断上升但盈利有所下滑。

## 战略规划及管理

### 公司在建电力及天然气项目投资规模较大，存在一定资本支出压力

公司发展战略是以资本经营和资产管理为主要模式，以效益最大化为主要目标，以可经营资源为主要经营领域，以投融资能力、管理能力和服务能力为核心竞争力，将实业资本和金融资本有机融合，重点做好能源基础产业、现代金融业和多元化业务，成为江苏省内领先、国内一流的综合性投资集团。

电力方面，公司目前在建、拟建电力项目主要为山西火电项目及江苏陆上、海上风电项目。

天然气方面，公司计划继续投资建设苏南地区管线及配套分输站，包括江阴至常熟及“川气东送”江苏配套管线的金坛至镇江、镇江至南京、常州等管线，并将上述管线连接成网；截至 2019 年末，主要在建项目为川气东送江苏配套管线工程项目。

大幅减少；2019 年以来，酒店业务收入计入其他业务板块。

		2020.4-12		2021		
江苏如东 H2#海上风电场工程	35.00	63.97	0.08	33.83	30.00	2021
天然气在建项目	项目地址	总投资		已完成投资	项目工程进度	
川气东送江苏配套管线吴昆管道工程	苏州市吴江区、昆山市	12.96		6.98	在建	
川气东送江苏配套管线金武管道江苏国信宜兴燃机热电联产天然气支线项目	宜兴市	0.97		0.50	在建	
川气东送江苏配套管线工程金武管道项目	常州市金坛区、宜兴市、武进区	4.95		3.30	在建	
川气东送江苏配套管线一期工程溧高管道工程项目	溧阳市、南京市高淳区	2.12		0.25	在建	
川气东送江苏配套管线一期工程虞太管道项目	常熟市、太仓市	1.99		1.10	在建	
川气东送江苏配套管线工程虞昆支线工程项目	常熟市、昆山市	2.32		1.91	在建	
川气东送配套二期工程华能江阴燃机热电联产天然气支线项目	江阴市	1.06		0.00	在建	
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>26.37</b>		<b>14.04</b>	<b>--</b>	

数据来源：公司提供

### 公司法人治理结构完善，管理体系较为健全，但投资领域广，存在一定的管理难度

公司按照法律和有关规定建立了由董事会、监事会和管理层组成的法人治理结构，并引入了外部独立董事制度。公司共有十二个主要部门，各部门各司其职，协同发展。公司实行本部对二级全资和控股子公司、控股企业直接控制，再通过二级子公司对三级控股子公司进行投资控股。

公司风险管理意识较高，风险监督安排较为健全，以财务、审计、法律和纪检监察为基础构成的内部风险监督部门和各自职能已基本确立，投资决策的制度安排基本到位。公司在组织管理体系信息化方面的进一步完善，有助于提高公司对风险因素的事前预判能力和控制力。此外，公司设立财务公司，对公司系统内资金进行集中管理、统筹融资及调度，确保公司资金的总体平衡，提高了资金使用效率。同时，2018年公司改建为国有资本投资运营公司试点企业，有利于进一步提高运作效率和拓展业务。但是，目前公司参股企业相对较多，投资领域较分散，给公司的管理能力带来一定挑战。

### 财务分析

以下分析基于经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2017~2019年审计报告以及公司提供的未经审计

的2020年一季度合并财务报告。公司财务报告均按照新会计准则编制。因会计政策变更，以下分析中2017年数据采用2018年初数；2018年及2019年数据分析采用审计报告期末数。

为计算有息债务，已将各期末其他流动负债中的短期融资券和超短期融资券调整至短期债务；将各期末融资租赁款调入长期债务；2020年3月末债务调整数采用2019年末数。

### 盈利能力

#### 近年来受燃料价格高企等因素影响，公司经营业务利润呈现下降态势，但参股企业持续为公司贡献了可观的投资收益，促进了利润总额的增长

2017~2019年受发电燃料成本较高和上网电价下降等因素影响，收入占比较大的能源板块毛利率呈现下降态势，拉低了公司整体营业毛利率水平；受相关产品景气度变化影响，贸易业务盈利能力小幅波动；公司金融业务毛利率逐年下滑，主要是受江苏信托向信托保障基金借入的流动性支持增加使其利息支出增长等因素所致；房地产业务受销售结转变动等因素影响，毛利率呈现波动态势。2020年1~3月，受益于燃料价格下降等因素，公司营业毛利率同比有所上升。

表11：近年来公司主要业务板块毛利率（单位：%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
能源业务	15.27	13.68	11.90	12.55

金融业务	88.59	87.15	70.67	74.35
房地产业务	24.73	37.21	33.63	61.54
酒店业	80.51	80.08	--	--
贸易业务	6.61	7.91	7.74	8.94
其他业务	6.49	6.39	54.39	60.61
<b>营业毛利率</b>	<b>15.15</b>	<b>14.08</b>	<b>12.94</b>	<b>14.61</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来公司期间费用呈小幅上升态势，主要由管理费用和财务费用构成。受合并范围变化及新增业务等因素影响，公司管理费用整体呈增长态势。同时受融资成本变动影响，公司财务费用整体有所波动。公司营业总收入的持续下降虽使得期间费用率持续上升，但仍保持较低水平。

近年来公司利润总额持续提升，投资收益和经营性业务利润为其主要来源。由于能源业务毛利率有所下降且期间费用增长，近年来公司经营性业务利润呈下降态势。投资收益方面，公司投资的公司涉及电力、金融、港口等多个领域，近年来联营企业和合营企业为公司贡献可观的投资收益，为公司第一大利润来源。2018年受参股煤电企业盈利下滑等因素影响，公司投资收益小幅下降；2019年受益于华泰证券、江苏银行股份有限公司及江苏核电有限公司等参股企业盈利的增长，公司投资收益有所增加。此外公司每年计提一定的资产减值损失，主要为坏账损失和固定资产减值损失，对利润形成一定侵蚀。营业外收入中的政府补助等为公司利润提供一定补充；2019年营业外收入大幅增加主要为地方政府拆迁补偿收益等。2020年1~3月，受参股企业盈利下滑影响，公司利润总额同比下降42.11%。

近年来公司利润总额以及折旧摊销金额不断增长，EBIT及EBITDA均逐年提升，总资产收益率小幅波动，基本维持较好水平。

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	45.23	47.02	49.30	11.23
期间费用率	7.88%	8.29%	8.81%	10.09%
经营性业务利润	36.29	29.52	19.66	4.36
资产减值损失合计	12.58	1.61	12.98	0.21
公允价值变动收益	-0.02	-0.05	2.98	-0.80
投资收益	47.26	44.54	59.50	8.32
营业外损益	-1.70	0.07	8.05	0.35
利润总额	69.22	72.71	76.54	12.03

EBIT	85.13	95.60	98.08	--
EBITDA	117.31	125.19	129.61	--
总资产收益率	5.63%	6.01%	5.46%	--

注：资产减值损失合计含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

### 近年来公司总债务规模快速提升，但得益于资本实力的积累，其财务杠杆仍处于行业内较低水平

近年来，随着在建项目的推进和投资力度的增强，公司总资产规模不断提升。作为能源、金融和不动产等领域的投资控股企业，公司资产结构符合行业特征，主要由非流动资产构成，其中长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产和在建工程占比较大。近年来公司不断加强对参股企业的投资，拉动了长期股权投资的增长。随着在建项目的推进，公司在建工程大幅上升，主要为苏晋能源并购部分火电资产所致。

此外，近年来获现能力和融资规模的提升推动公司流动资产持续增长。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、存货和应收账款等构成。近年来交易性金融资产等增幅较大主要为公司下属上市公司执行新金融工具准则所致。公司应收账款规模波动上升，主要为应收新能源补贴款及地方政府、事业单位相关款项等，2019年末账期以一年以内的为主，坏账计提比例为20.16%。存货主要为开发产品和开发成本占比较大，近年来较为稳定。

**表 13：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	79.62	89.03	105.66	110.47
交易性金融资产*	3.42	31.67	111.99	157.07
应收账款	60.16	58.18	75.67	71.10
存货	127.77	123.38	125.57	134.08
<b>流动资产</b>	<b>361.01</b>	<b>398.36</b>	<b>532.82</b>	<b>588.25</b>
可供出售金融资产	249.44	302.57	226.68	215.17
长期股权投资	374.52	395.26	536.04	543.50
固定资产	456.34	435.70	448.43	440.52
在建工程	23.30	26.92	113.68	117.15
<b>非流动资产</b>	<b>1,172.83</b>	<b>1,254.70</b>	<b>1,409.62</b>	<b>1,401.37</b>
<b>总资产</b>	<b>1,533.83</b>	<b>1,653.06</b>	<b>1,942.44</b>	<b>1,989.62</b>

注：交易性金融资产含以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资

产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来，在建项目的持续推进和业务规模的扩大使得公司债务规模快速提升；其中2019年末大幅上升主要为苏晋能源旗下在建火电项目并表所致<sup>9</sup>。公司短期债务占比相对较高，债务结构有待进一步优化。近年来随着未分配利润的累积<sup>10</sup>和少数股东权益<sup>11</sup>的增长，公司资本实力持续提升，进而使得公司财务杠杆持续保持行业内较低水平。

**表14：近年来债务结构及资本实力情况**

单位：亿元、X、%				
	2017	2018	2019	2020.3
应付账款	69.48	75.00	85.83	84.01
预收款项	30.06	38.56	65.72	70.48
其他应付款	61.27	53.56	76.50	90.58
<b>总负债</b>	<b>729.49</b>	<b>742.28</b>	<b>928.84</b>	<b>972.54</b>
短期债务	263.06	273.50	309.87	284.20
短期债务/长期债务	0.99	1.10	0.94	0.73
<b>总债务</b>	<b>529.01</b>	<b>522.98</b>	<b>640.44</b>	<b>671.72</b>
实收资本	200.00	300.00	300.00	300.00
未分配利润	237.74	168.95	203.51	209.85
少数股东权益	138.58	196.55	248.83	251.30
<b>所有者权益</b>	<b>804.34</b>	<b>910.78</b>	<b>1,013.60</b>	<b>1,017.08</b>
<b>资产负债率</b>	<b>47.56</b>	<b>44.90</b>	<b>47.82</b>	<b>48.88</b>
<b>总资本化比率</b>	<b>39.67</b>	<b>36.48</b>	<b>38.72</b>	<b>39.78</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

**近年来公司继续保持了较强的经营获现和融资能力，可满足大规模投资及偿债所需，偿债能力保持较好水平**

近年来，受贸易及房地产业务规模收缩以及收到的信托保障基金和往来款等变化影响，公司经营净现金流虽整体有所波动，但仍保持了较强的获现能力，加之公司很强的筹资能力，基本可满足投资活动所需。未来随着在建项目的逐步推进，公司仍将保持一定的对外融资规模。

<sup>9</sup> 2018年10月，公司控股子公司江苏国信股份与中煤平朔集团有限公司（以下简称“中煤平朔”）、大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）、山西神头发电有限责任公司和山西阳光发电有限责任公司共同投资设立苏晋能源控股有限公司（以下简称“苏晋能源”），出资完成后公司持有苏晋能源51%股权。2019年9月，同煤集团旗下同煤塔山电厂股权已交割至苏晋能源，纳入公司合并范围。

近年来公司EBITDA持续增长，但由于2019年以来公司债务增速较快，当年EBITDA和经营活动净现金流相关指标对债务本金的覆盖能力均有所下降。同时公司EBITDA及经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力虽有所分化，但仍保持较好水平。

**表15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	70.40	81.51	68.00	10.65
投资活动净现金流	-88.41	-98.12	-61.96	-47.74
筹资活动净现金流	-0.96	26.17	6.52	40.45
经调整的经营净现金流/总债务	8.22%	10.42%	6.15%	1.07%*
经营活动净现金流/利息支出	4.42	3.56	3.16	--
EBITDA 利息保障倍数	7.37	5.47	6.02	--
总债务/EBITDA	4.51	4.18	4.94	--

注：带“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**充足的外部授信和畅通的融资渠道为公司偿债提供了保障；对外担保及受限资产规模较小，对公司影响不大**

截至2019年末，公司获得的银行等金融机构授信总额约为1,177.80亿元，尚未使用的授信额度为863.21亿元，间接融资渠道资金充足，良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。另外，公司旗下上市公司也为其提供了畅通的权益融资渠道。

截至2020年3月末，公司及下属子公司对外担保合计2.24亿元，规模较小，且被担保方运营情况良好，公司代偿风险小。截至2019年末，公司不存在对其财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件。

截至2019年末，公司以固定资产、土地使用权、房产、在建工程、电费收费权及热费收费权等作为

<sup>10</sup> 2018年，经发行会董事会审议及《江苏省国资委关于同意省国信资产管理有限公司增加注册资本的批复》（复[2018]35号）同意，公司以未分配利润100亿元转增注册资本至300亿元。

<sup>11</sup> 主要为新收购资产的带入及江苏省沿海输气管道有限公司增资所致。

抵质押物，抵质押资产账面价值总计人民币101.49亿元，占期末总资产的5.22%，公司货币资金中使用受限的承兑汇票保证金等总计13.59亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017年~2020年3月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司是江苏省最大的政府投资主体和国有资本的重大战略实施平台，近年来获得了江苏省国资委在产业政策、资源整合和资金方面强有力的支持**

公司是江苏省唯一既具备实业投资功能又具备金融功能的省属企业，是江苏省国资委直属的江苏省最大的政府投资主体和国有资产授权经营主体，也是国有资本的重大战略实施平台。目前公司已形成了多元化的产业格局，多个板块业务在江苏省内均居行业前列，在推动江苏省战略新兴产业发展、稳步发展能源及金融等传统产业方面发挥了很大作用。近年来，江苏省国资委在产业政策、资源整合、增资、国有资本金上缴返还和政府补助等方面给予公司强有力的支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定江苏省国信集团有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“江苏省国信集团有限公司2020年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）”的债项信用等级为**AAA**。

# 中诚信国际关于江苏省国信集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期） 的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

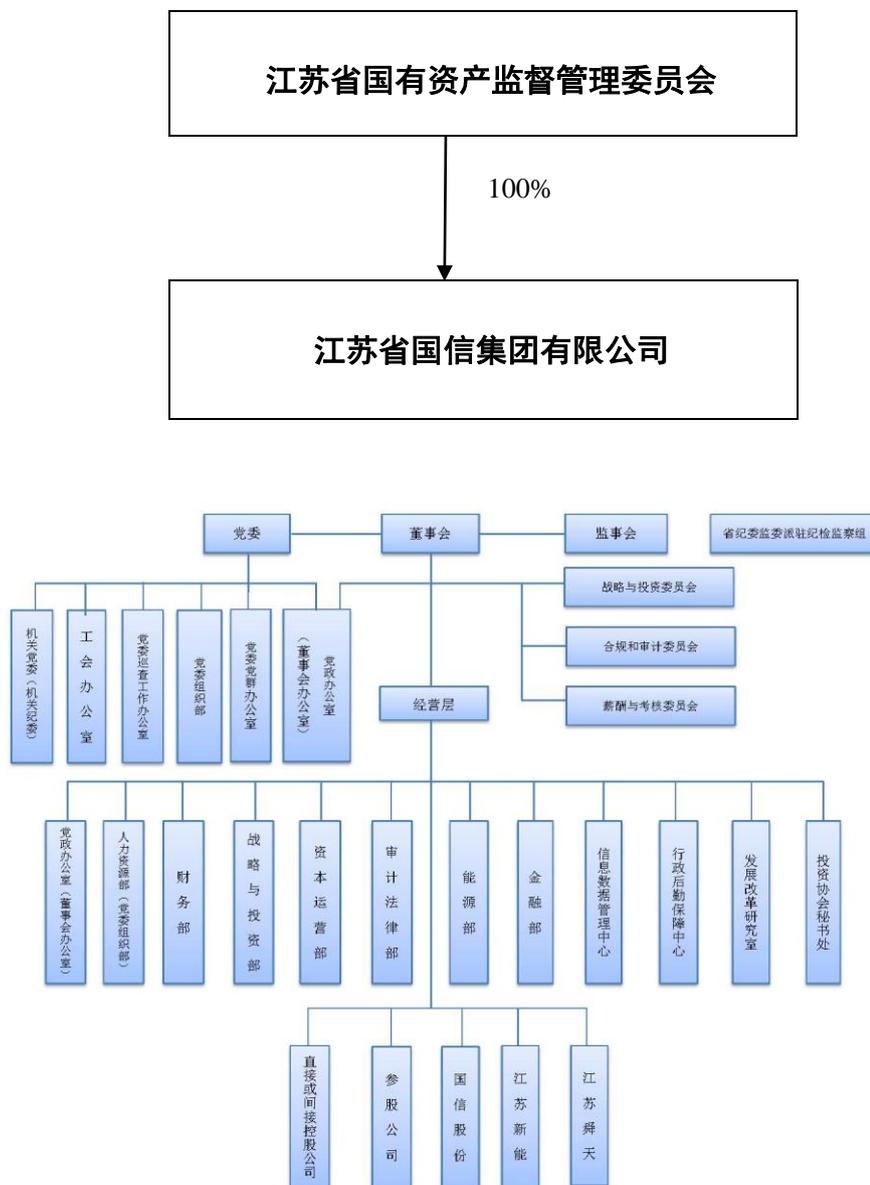
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 05 月 27 日

## 附一：江苏省国信集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



资料来源：公司提供





