

江苏省国信集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）（品种二）、公开发行 2021 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 24 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）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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1078 号

江苏省国信集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 苏信 01”、“21 苏信 02”和“20 苏信 02”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

二零二一年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持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；维持“21 苏信 01”、“21 苏信 02”和“20 苏信 02”的债项信用等级为 **AAA**。跟踪期内，公司保持了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及大额资产减值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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,653.06	1,942.44	1,968.30	1,977.97
所有者权益合计（亿元）	910.78	1,013.60	1,036.47	1,045.27
总负债（亿元）	742.28	928.84	931.82	932.69
总债务（亿元）	522.98	640.44	683.91	731.80
营业总收入（亿元）	566.95	559.57	546.14	153.61
净利润（亿元）	62.65	66.09	61.40	9.97
EBIT（亿元）	95.60	98.08	102.43	--
EBITDA（亿元）	125.19	129.61	135.49	--
经营活动净现金流（亿元）	81.51	68.00	139.32	2.80
营业毛利率(%)	14.08	12.94	14.05	11.00
总资产收益率(%)	6.01	5.46	5.24	--
资产负债率(%)	44.90	47.82	47.34	47.15
总资本化比率(%)	36.48	38.72	39.75	41.18
总债务/EBITDA(X)	4.18	4.94	5.05	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.74	4.84	4.90	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **继续获得了有力的政府支持。**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一，2020 年以来公司继续获得了较多的政策和资金支持。

■ **保持了很强的竞争实力。**截至 2021 年 3 月末，公司可控电力装机容量增至 1,847.30 万千瓦，占江苏省总装机容量的 15.53%，是江苏省最大的区域电力供应商；同时公司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，2020 年以来华泰证券各项指标在行业中均排名前列。

同行业比较

部分可比企业 2020 年（末）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)	
申能集团	1,262.80	2,099.11	38.03	447.44	75.98	
浙能集团	3,429.11	2,764.26	52.13	1,073.85	89.84	
河北建投	1,474.06	2,156.73	54.62	356.75	38.99	
江苏国信	1,781.43	1,968.30	47.34	546.14	61.40	

注：“申能集团”为“申能(集团)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。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 苏信 01	AAA	AAA	2021/04/27	10	10	2021/05/12~2024/05/12	--
21 苏信 02	AAA	AAA	2021/04/27	5	5	2021/05/12~2026/05/12	--
20 苏信 02	AAA	AAA	2020/05/27	2	2	2020/06/04~2025/06/04	--

■ **保持了较高的业务多元化程度。**2020 年以来，公司稳固了能源、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。

■ **投资收益进一步大幅上升。**2020 年以来，公司联营和合营企业经营情况进一步向好，叠加上出售部分金融资产，共同带动公司当期投资收益同比大幅上升。

■ **畅通的融资渠道。**截至 2021 年 3 月末，公司银行授信总额约为 1,686.06 亿元，其中未使用额度为 1,237.85 亿元，备用流动性充足。同时公司拥有三家上市公司，可提供多元化融资渠道。

关注

■ **行业环境变化。**2020 年以来，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。**目前公司业务板块较多，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。

■ **大额资产减值。**2020 年，公司对历史投资（如房地产、软件园等）形成的部分资产计提了减值准备，导致资产减值损失同比大幅上升，对当期利润总额形成较严重侵蚀。

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；流动性压力显著增加，偿债指标恶化等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

江苏省国信集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）（品种二）（债券简称“20 苏信 02”、债券代码为“SH.163602”）于 2020 年 6 月 4 日完成发行，发行规模 2 亿元，期限 5 年。截至本报告出具日，募集资金已全部使用完毕，本期债券募集资金的使用与募集说明书承诺的用途一致，募集资金运作规范。

江苏省国信集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）（品种一）（债券简称“21 苏信 01”、债券代码为“SH.188098”）于 2021 年 5 月 12 日完成发行，发行规模 10 亿元，期限 3 年。截至本报告出具日，募集资金已全部使用完毕，本期债券募集资金的使用与募集说明书承诺的用途一致，募集资金运作规范。

江苏省国信集团有限公司公开发行 2021 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）（品种二）（债券简称“21 苏信 02”、债券代码为“SH.188099”）于 2021 年 5 月 12 日完成发行，发行规模 5 亿元，期限 5 年。截至本报告出具日，募集资金已全部使用完毕，本期债券募集资金的使用与募集说明书承诺的用途一致，募集资金运作规范。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策: 2021 年政府工作报告再次强调,“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”,政策不会出现急转弯,但如我们之前所预期,随着经济修复,出于防风险的考虑,宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧,但积极力度仍超疫情前,减税降费支持微观主体,财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显;总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧,强调灵活精准、合理适度,在转弯中力求中性,继续强调服务实体经济。值得一提的是,3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出,“要保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”,这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后,第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路,显示了中央对地方政府债务风险的高度重视,相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望: 即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下,但中国经济总体仍处在持续修复过程中,基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势,剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为,2021 年中国经济仍将以修复为主线,宏观政策将兼顾风险防范与经济修复,注重对微观主体修复的呵护,并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看,中国市场潜力巨大,畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅,扩大内需的基础更加广泛,中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年以来,火电装机增速继续保持较低水平,机组利用效率受新冠疫情及清洁能源消纳比重上升等因素影响持续下降,叠加目前高位的煤炭价格,未来短期内煤电企业将面临一定经营压力

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。未来在国家节能减排、控煤电¹等大背景下,火电投资主要集中于大型煤电一体化、特高压外送以及淘汰落后产能后的同规模置换项目,预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面,2019 年以来,受用电需求增速下滑、清洁能源挤压、新冠疫情冲击以及水电由于来水偏丰而引起的持续出力等因素影响,全国火电设备平均利用小时数持续下降。其中,水资源丰富的西南地区的火电运营形势严峻,在煤炭价格回落的情况下,较低的利用小时数仍使得该区域火电持续亏损。未来短期内仍有较大规模清洁能源集中投产,在用电需求低速增长的情况下,全国火电设备平均利用小时仍面临较大的下行压力。

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及电改等因素影响仍将面临一定下行压力。

煤炭价格方面,2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来,我国煤炭市场整体呈供需两弱格局,其中煤炭企业复工复产时间相对较早,但煤炭下游主要行业开工率不足,且煤炭进口仍保持增长态势,使得 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来,受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响,动力煤及焦煤价格大幅回升。

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,加之目前高位的煤炭

看,全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

¹ 国家十三五规划要求火电装机容量控制在 11 亿千瓦以内;同时根据 2023 年煤电规划建设风险预警,从资源约束和项目建设经济性角度来

价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力。

江苏省经济实力强劲，用电供给较为紧张，外部依赖程度较高。此外，目前江苏省市场化交易规模居全国第一，但未来增速或将有所放缓

近年来江苏省地区生产总值保持稳定增长，排名全国第二，仅次于广东省，经济实力强劲，为公司业务发展奠定了良好基础。

电力市场供需方面，受疫情影响，2020年上半年江苏全社会用电量增速放缓，但三季度以来，受经济企稳回升及四季度严寒天气影响，江苏省用电量呈快速增长态势。全年江苏省全社会用电量达6,374亿千瓦时，同比增长1.75%。

江苏省市场化交易规模居全国第一，虽然江苏省近年来市场化交易规模增速很快，但未来增速或将有所放缓。根据《关于开展2020年电力市场交易的通知》（苏发改能源发[2019]1068号），2020年江苏省电力直接交易规模在3,150亿千瓦时左右，增速仅为2.11%。

2020年以来，受装机规模扩大等因素影响，公司各品种电源发电量均不断增长；同时，中诚信国际将持续关注市场化交易及煤炭价格波动对公司机组运营的影响

跟踪期内，随着在建机组的陆续投产，截至2021年3月末公司控股装机容量增至1,847.43万千瓦，占江苏省总装机容量的15.53%。公司电源结构以火电为主，其中煤机占比较高，60万千瓦及以上大型机组占比超过75%。

火电方面，2020年受山西苏晋机组下半年完工投产拖累，公司火电机组利用效率同比有所下降，但发电量及上网电量有所提升。2021年一季度，受益于下游需求的复苏及装机容量的扩大，公司火电机组各项数据同比均有所提升。目前，公司仅煤机参与市场交易，且跟踪期内交易规模进一步提升，进而导致公司火电平均上网电价持续下降。同期，公司供电煤耗同比进一步小幅下降且低于全国平

均水平。燃料采购方面，公司煤机发电成本受市场煤炭价格波动影响较大，2020年前三季度市场煤价有所回落，但2020年四季度以来持续走高，或将对公司2021年火电板块的经营情况造成一定负面影响，中诚信国际将对此保持关注。

表 1：近年来公司控股机组运行情况

(万千瓦、亿千瓦时、小时)				
火电	2018	2019	2020	2021.1~3
控股装机容量	1,168.60	1,170.60	1,500.60	1,566.60
发电量	539.36	491.33	567.45	159.04
上网电量	513.28	466.98	538.24	150.56
市场化交易电量	235.70	380.68	451.50	143.57
市场化交易电量占比 (%)	43.73	81.52	83.88	90.27
平均机组利用小时数	4,615	4,197	3,782	1,015
上网电价 (不含税, 元/千瓦时)	0.4213	0.3539	0.3204	0.3134
煤炭采购量 (万吨)	1,404	1,587	1,756	508
入炉标煤单价 (不含税, 元/吨)	761.40	719.40	647.80	746.90
供电标准煤耗 (克/千瓦时)	302.80	299.78	304.75	303.13
综合厂用电率 (%)	5.52	5.44	5.52	5.57
抽水蓄能	2018	2019	2020	2021.1~3
控股装机容量	160	160	160	160
发电量	20.90	18.21	19.67	5.07
上网电价 (不含税, 元/千瓦时)	0.450/0.391			
风电、光伏及生物质	2018	2019	2020	2021.1~3
控股装机容量	95.51	95.51	120.83	120.83
发电量	25.63	25.25	26.33	9.42
上网电量	24.41	24.04	25.03	8.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020年以来，公司抽水蓄能机组发电量及上网电量同比均较为稳定；同期，随着装机规模的不断提升以及用电需求的回升，公司风电和光伏等发电机组发电量同比持续增加，但随着新能源“平价上网”政策以及市场化交易电量增加等因素影响，公司新能源机组上网电价面临一定下行压力。

跟踪期内，公司天然气业务稳步发展，售气量持续提升；但2020年购销价差的收窄使得该板块当期收入及净利润同比有所下滑

2020年以来，随着管网建设的推进，公司运营管道覆盖范围不断扩大，截至2021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增至490公里，输气站场达22座，已覆盖苏南地区主要市场，占江苏省15%的市场份额。

表 2：近年来公司天然气销售情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
销售气量（亿方）	39.32	40.23	40.62	11.77
营业收入（亿元）	85.16	90.09	81.41	28.06
净利润（亿元）	4.17	3.10	2.25	1.01

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司保持了气源的稳定供应，同时受益于天然气管网的建设投产和下游需求的增长，销售气量保持增长；但2020年，受疫情影响天然气售价有所下降，购销价差的收窄使得该板块收入及净利润同比有所下滑。2021年一季度，受售气量上升影响公司天然气板块净利润同比大幅上升。中诚信国际将继续关注国家天然气改革对公司天然气业务的影响。

2020年以来公司金融业务稳步发展，但相关监管政策对公司各项金融业务的开展存在一定影响

信托业务方面，2020年，江苏信托固有业务²投资收益及信托手续费收入同比分别下降30.46%和8.67%至14.13亿元和10.53亿元，其盈利能力有所弱化。

截至2021年3月末，江苏信托存在2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以及深圳市保千里电子有限公司信托贷款本息违约案件等法人及自然人金融借款合同纠纷案件，目前江苏信托均已胜诉，但案件尚未执行完毕。

证券业务方面，2020年以来华泰证券总资产同比持续提升；受益于投资交易业务的良好表现以及机构客户一体化服务成效的显现、股市交投活跃和财富管理业务转型等因素，跟踪期内其收入及净利润均不断提升。2020年及2021年1~3月，其净利润分别为108.70亿元和33.62亿元，同比分别增加20.02%

和15.53%。

公司担保业务由江苏省国信信用担保有限公司³（以下简称“国信担保”）运营。2020年以来，公司担保余额同比增长29.09%至57.25亿元，无担保代偿。

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，未来有较大的发展空间

公司新兴产业投资业务由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，跟踪期内公司无新增参股基金。

表 3：截至 2021 年 3 月末公司参股基金情况（亿元）

名称	总规模	已出资金额	2020年管理费（万元）	投资领域	建立时间
南京国调国信智芯基金	26.89	4.07	1,303.07	人工智能、物联网、工业4.0	2019.4
江苏惠泉国信新能源产业投资基金	100.00	1.60	1,391.99	新能源技术	2020.3
中金长三角科创发展基金	20.00	1.40	0	生物医药、新材料、大消费	2019.12
元禾秉胜母基金项目	76.80	1.60	1,196.00	医疗健康，智能制造，企业服务，文化娱乐和消费升级	2016.7

资料来源：公司提供

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，未来有较大的发展空间。

跟踪期内，公司完成了房地产业务的剥离；同时酒店和产业园相关业务运营稳定，但规模相对较小

2020年9月，公司与华侨城华东投资有限公司

² 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。

³ 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》（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。

完成国有股权无偿划转事项，将其持有的江苏省房地产投资有限责任公司51%的股权无偿划转给后者，至此公司剥离房地产业务板块。

园区开发方面，截至2021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，但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，在提供金融服务的同时，积极拓展高科技产业投资业务。

2020年以来，受疫情影响公司贸易收入及净利润同比均有所下滑，中诚信国际将持续关注疫情对公司贸易业务运营的影响

公司贸易业务主要运营主体为江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“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。

2020年以来，受疫情影响舜天集团收入及净利润同比分别下降3.57%和49.38%至122.69亿元和1.67亿元。其中，受海外疫情较严重且不断反复影

响，舜天集团由外贸向内贸进行转型，使得当期境内贸易收入同比上升8.92%而境外贸易收入同比下降22.46%。**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，叠加境外疫情不断反复等因素影响，贸易行业景气度以及商品价格波动较大。中诚信国际将持续关注公司贸易板块经营情况。

医药流通方面，2020年以来公司医药经销业务收入同比有所下降，但净利润同比有所上升；2020年及2021年1~3月，其营业总收入分别为64.28亿元和16.23亿元；净利润分别为0.67亿元和0.24亿元。

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

电力方面，公司目前在建项目主要为海上风电项目。中诚信将关注公司海上风电项目建设进度以及平价上网政策对相关机组盈利情况的影响；同时关注“双碳”目标对公司未来电源结构调整的影响。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2021年3月末，公司在建电力及天然气项目投资规模较大，未来存在一定资本支出压力。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要能源在建项目情况（亿元）

项目	总投资	已投资	剩余投资
川气东送江苏配套管线吴昆管道工程	12.95	8.44	4.51
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	0.97	0.50	0.47
川气东送江苏配套管线工程金武管道项目	4.95	3.30	1.65
川气东送江苏配套管线一期工程溧高管道工程项目	2.12	0.28	1.84
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	1.18	0.46	0.72
江苏沿海管道如东-常熟-太仓段输气管线工程项目	53.00	2.40	50.60
江苏如东 H2#海上风电场工程	63.97	22.15	41.82
江苏省液化天然气储运调峰工程项目	52.10	1.86	50.24
合计	191.24	39.39	151.85

数据来源：公司提供

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2018~2019年审计报告、经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）⁴审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告以及公司披露未经审计的2021年一季度合并财务报告。报告财务数据均采用各期财务报表

⁴ 公司根据国资委要求更换会计师事务所。

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。

跟踪期内，煤炭价格下降使得公司经营性业务利润持续上升，且投资收益对利润总额形成良好补充，但资产减值的大幅上升亦对公司利润总额造成较大影响

公司收入主要来源于能源和贸易业务。2020年，公司上网电量及天然气销售量均有所增加，但火电电价及天然气售气价的下降使得当期能源板块收入同比基本持平；同时煤炭采购价格的下降使得该板块毛利率有所上升。同期，受疫情影响，公司贸易板块收入规模有所下降，受益于医药公司器械等高毛利率品种比例的提升，该板块毛利率有所提升，但仍处于较低水平。此外，公司金融板块保持了一定的收入规模及很高的毛利率水平。以上因素共同使得当期营业总收入同比小幅下降而毛利率小幅上升。2021年1~3月，受益于发电及天然气量价齐升，公司能源板块收入有所上升，加之积极复工复产推动下游需求恢复使得贸易收入增长，进而带动营业总收入同比上升；但受2020年四季度以来不断走高的煤价影响，能源板块毛利率有所下滑，对当期营业毛利率形成拖累。

表5：近年来公司主要业务板块收入及毛利率（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
能源	338.17	336.48	336.52	102.21
贸易	144.91	192.74	186.90	47.80
房地产	10.10	10.05	3.09	--
酒店业	0.77	--	--	--
金融	16.13	18.58	18.14	3.06
其他业务	56.87	1.71	1.49	0.54
营业总收入	566.95	559.57	546.14	153.61
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
能源业务	13.68	11.90	14.22	11.18
金融业务	87.15	70.67	67.69	54.90
房地产业务	37.21	33.63	5.18	--
酒店业	80.08	--	--	--
贸易业务	7.91	7.74	8.37	7.93
其他业务	6.39	54.39	53.69	66.67
营业毛利率	14.08	12.94	14.05	11.00

注：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

期间费用主要由管理费用和财务费用构成。跟踪期内，管理费用整体相对稳定，但受益于资金成本的下降，财务费用保持小幅下降态势，使得期间费用及期间费用率整体均呈小幅下降态势。

2020年煤炭价格下降使得经营性业务利润同比增加，但投资收益仍是最主要的利润组成部分。公司参股大量优质资产，2020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，叠加处置南京银行、交通银行、中国太保等金融资产影响，当期投资收益大幅上升。此外，公司当期对历史投资（如房地产、软件园等）形成的部分资产计提了减值准备，导致资产减值损失同比大幅上升，加之公司当期支付离退休人员安置费用，使得营业外损失同比大幅上升，对利润形成一定侵蚀。受上述因素共同影响，利润总额小幅上升。2021年1~3月，收入规模的提升进一步推动经营性业务同比保持增长，但受参股的金融企业盈利下滑等因素影响，利润总额同比基本持平，受营业总收入小幅上涨影响，总资产收益率小幅下降。

2020年，公司利润总额的增长推动EBIT及EBITDA均同比有所提升；由于总资产增幅较大，总资产收益率小幅下降，但仍维持较好水平。

表6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	47.02	49.30	48.36	11.43
期间费用率	8.29%	8.81%	8.86%	7.44%
经营性业务利润	29.52	19.66	25.60	5.16
资产减值损失合计	1.61	12.98	59.44	0.00
营业外损益	0.07	8.05	-10.25	0.49
投资收益	44.54	59.50	121.89	6.54
利润总额	72.71	76.54	80.52	12.22
EBIT	95.60	98.08	102.43	--
EBITDA	125.19	129.61	135.49	--
总资产收益率	6.01%	5.46%	5.24%	--

注：资产减值损失合计含信用减值损失；由于缺少数据，2021年1~3月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年以来，公司总债务规模持续提升，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

作为能源、金融和不动产等领域的投资控股企业，总资产主要由非流动资产构成，符合行业特征。受处置金融资产影响，跟踪期内可供出售金融资产持续下降，但随着在建项目的完工转固和对外股权投资力度的增强，2020年末非流动资产规模继续提升。同期末，获现能力和融资规模的提升推动货币资金同比增长，截至2020年末，受限货币资金规模为16.03亿元，主要为保证金等。同时，公司亦保持了较大规模的应收账款，但欠款方主要为电力公司，回收风险很低。受剥离房地产板块影响，当期末开发成本大幅下降进而使得存货规模大幅下降。2021年以来，公司获现能力有所下降，同时保持了较大规模的投资支出，使得3月末货币资金下降明显。此外，受金融工具准则变化影响，公司将部分可供出售金融资产分类至交易性金融资产，使得当期末两者变化较大。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	89.03	105.66	168.84	116.96
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	31.67	25.45	29.71	230.28
应收账款	58.18	73.14	77.09	78.67
存货	123.38	125.57	26.36	28.50
流动资产	398.36	532.82	489.40	542.18
可供出售金融资产	302.57	226.68	154.41	66.42
长期股权投资	395.26	536.04	675.46	700.65
固定资产	435.70	448.43	470.48	473.73
在建工程	26.92	113.68	77.43	67.11
非流动资产	1,254.70	1,409.62	1,478.90	1,435.79
总资产	1,653.06	1,942.44	1,968.30	1,977.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理；可供出售金融资产含其他权益工具投资和其他非流动金融资产；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产含衍生金融资产和交易性金融资产。

跟踪期内，在建项目的持续推进和业务规模的扩大，同时发行多期超短期融资券，共同使得债务规模持续提升，且短期债务占比略有提升，其在总债务中的占比在行业内仍属较高水平。受益于房地产业务的剥离，预收款项大幅下降。所有者权益方面，受金融产品公允价值下降影响，2020年末其他综合收益持续下降；但随着未分配利润的不断累积

和股东的增资，公司资本实力持续增强，资产负债率小幅下降。但受债务上升影响，总资本化比率有所上升，但仍低于行业平均水平，公司财务政策稳健。2021年以来，短期借款持续下降，但受长期借款大幅增加影响，3月末总债务大幅增加。

表 8：近年来债务结构及资本实力情况（亿元、X、%）

指标	2018	2019	2020	2021.3
预收款项	38.56	65.72	25.03	27.08
其他应付款	53.56	76.50	85.67	73.20
短期债务	273.50	309.87	333.66	305.54
短期债务/长期债务	1.10	0.94	0.95	0.72
总债务	522.98	640.44	683.91	731.80
总负债	742.28	928.84	931.82	932.69
实收资本	300.00	300.00	306.00	306.00
未分配利润	168.95	203.51	238.53	244.96
其他综合收益	37.29	43.05	14.41	12.64
少数股东权益	196.55	248.83	248.68	252.77
所有者权益	910.78	1,013.60	1,036.47	1,045.27
资产负债率	44.90	47.82	47.34	47.15
总资本化比率	36.48	38.72	39.75	41.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年，公司继续保持了很强的经营获现能力；同时，主要偿债指标均保持较好水平

受上网电量上升、煤炭采购价下降等因素影响，2020年经营活动净现金流同比大幅上升，公司获现能力极强；同时，公司保持了一定的筹资力度以满足不断扩大的投资需求。2021年一季度，受煤炭价格回升等因素影响，经营活动净现金流同比下降。未来随着在建项目的逐步推进，公司仍将保持一定的投融资规模。

2020年EBITDA同比有所增长，其对债务利息的保障能力有所增强，但由于当年债务增速较快，其对债务本金的保障能力小幅弱化。同期，受益于获现能力的大幅提升，经营活动净现金流对债务本息的保障能力均大幅增强。总体来看，公司主要偿债指标均保持很好水平。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1-3
经营活动净现金流	81.51	68.00	139.32	2.80
投资活动净现金流	-98.12	-61.96	-110.66	-57.31
筹资活动净现金流	26.17	6.52	32.23	11.03
经调整的经营活净	10.42%	6.15%	12.45%	--

现金流/总债务				
经营活动净现金流/利息支出	3.09	2.54	5.04	--
EBITDA 利息保障倍数	4.74	4.84	4.90	--
总债务/EBITDA	4.18	4.94	5.05	--

注：由于缺少数据，2021年1~3月部分指标无法计算。

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2021年3月末，公司获得的银行等金融机构授信总额为1,686.06亿元，其中未使用额度为1,237.85亿元，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（代码603693）和江苏国信股份有限公司（代码002608），以及参股的华泰证券股份有限公司（代码601688），也为其提供了权益融资渠道。

截至2020年末，公司及下属子公司对外担保合计0.16亿元，规模很小。同期末，除江苏信托所涉案件外，公司不存在重大未决诉讼、仲裁及行政处罚案件。

截至2020年末，公司受限资产合计60.56亿元，主要为固定资产抵押及承兑汇票保证金等，金额较小，对公司不构成重大影响。

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，截至2021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，在产业政策、资源整合和资金方面可获得江苏省国资委强有力的支持

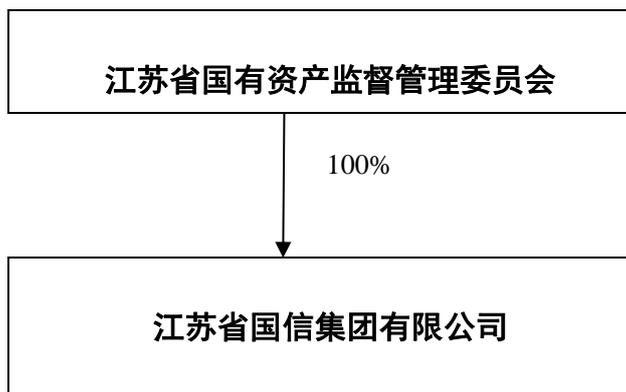
公司是江苏省唯一既具备实业投资功能又具

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。2020年以来，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继续给予了公司强有力的支持。

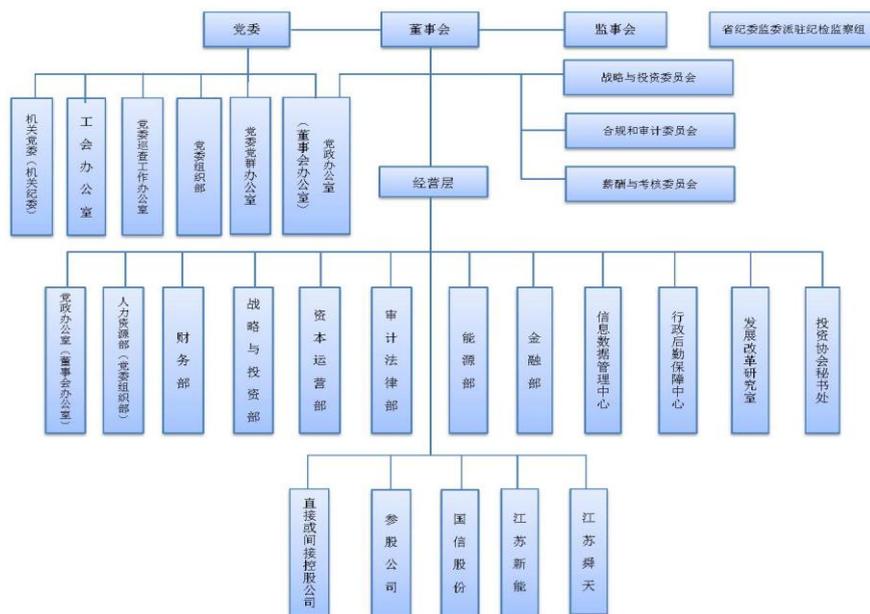
评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏省国信集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 苏信 01”、“21 苏信 02”和“20 苏信 02”的债项信用等级为 **AAA**。

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 年末）



重要子公司	持股比例
江苏国信股份有限公司	72.77%
江苏省投资管理有限责任公司	100.00%
江苏舜天国际集团有限公司	100.00%
江苏省新能源开发股份有限公司	52.59%



资料来源：公司提供

附二：江苏省国信集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	890,304.83	1,056,576.54	1,688,384.78	1,169,575.06
应收账款净额	581,760.74	731,442.15	770,939.18	786,701.70
其他应收款	436,075.15	385,393.05	104,514.26	107,813.36
存货净额	1,233,779.96	1,255,737.16	263,599.15	284,966.58
长期投资	7,037,197.91	7,645,136.90	8,316,774.24	7,783,082.99
固定资产	4,357,043.53	4,484,298.14	4,704,845.68	4,737,301.22
在建工程	269,207.59	1,136,842.22	774,331.28	671,081.86
无形资产	177,272.34	196,270.66	197,184.62	193,063.63
总资产	16,530,577.74	19,424,442.17	19,682,953.66	19,779,653.80
其他应付款	535,608.90	764,978.07	856,650.08	731,973.64
短期债务	2,735,008.26	3,098,652.37	3,336,646.73	3,055,413.73
长期债务	2,494,830.42	3,305,768.00	3,502,444.12	4,262,567.71
总债务	5,229,838.67	6,404,420.37	6,839,090.85	7,317,981.44
净债务	4,339,533.84	5,347,843.83	5,150,706.07	6,148,406.39
总负债	7,422,765.91	9,288,447.71	9,318,244.33	9,326,904.32
费用化利息支出	228,934.94	215,402.94	219,023.17	--
资本化利息支出	35,260.62	52,330.03	57,342.00	--
所有者权益合计	9,107,811.83	10,135,994.46	10,364,709.32	10,452,749.48
营业总收入	5,669,480.94	5,595,693.56	5,461,368.54	1,536,094.48
经营性业务利润	295,163.98	196,590.44	255,989.14	51,648.57
投资收益	445,429.70	594,985.40	1,218,920.87	65,413.25
净利润	626,526.22	660,895.83	614,009.44	99,712.43
EBIT	956,011.73	980,794.06	1,024,254.67	--
EBITDA	1,251,944.92	1,296,052.33	1,354,862.92	--
经营活动产生现金净流量	815,146.35	679,975.92	1,393,183.36	28,012.21
投资活动产生现金净流量	-981,157.58	-619,604.83	-1,106,602.48	-573,073.93
筹资活动产生现金净流量	261,689.16	65,169.63	322,284.98	110,314.99
资本支出	309,928.62	322,106.09	445,551.88	114,624.02
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	14.08	12.94	14.05	11.00
期间费用率(%)	8.29	8.81	8.86	7.44
EBITDA 利润率(%)	22.08	23.16	24.81	--
总资产收益率(%)	6.01	5.46	5.24	--
净资产收益率(%)	7.30	6.87	5.99	3.83*
流动比率(X)	0.84	0.93	0.86	1.09
速动比率(X)	0.58	0.71	0.81	1.03
存货周转率(X)	3.88	3.91	6.18	19.66*
应收账款周转率(X)	9.59	8.52	7.15	7.65*
资产负债率(%)	44.90	47.82	47.34	47.15
总资本化比率(%)	36.48	38.72	39.75	41.05
短期债务/总债务(%)	52.30	48.38	48.79	41.75
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	0.11	0.20	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.30	0.22	0.42	0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.09	2.54	5.04	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.42	6.15	12.45	--
总债务/EBITDA(X)	4.18	4.94	5.05	--
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.42	0.41	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.74	4.84	4.90	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.62	3.66	3.71	--

注：2021年一季度财务报表未经审计；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；各期末融资租赁款已调入长期债务；由于缺乏有关数据，2021年一季度相关指标无法计算；带“*”指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。