



2022 年度江西省投资集团有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20223845M-01

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 11 月 28 日至 2023 年 11 月 27 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本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。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2022 年 11 月 28 日

评级对象

江西省投资集团有限公司

主体评级结果

AAA/稳定

评级观点

中诚信国际肯定了江西省良好的外部环境，江西省投资集团有限公司（以下简称“江西投资”或“公司”）战略地位突出、持续获得有力支持，以及业务结构多元化、区域竞争力较强等因素对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司部分业务板块业绩易受行业政策及市场环境的影响，公司面临短期偿债压力及治理与管控能力仍面临考验等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，江西省投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司在江西省地位大幅削弱，资本实力显著下降；受市场行情波动及政策变动影响，公司主要业务板块盈利能力急剧下滑，财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

正面

- **良好的外部环境。**江西省地区经济稳步增长，具备优越的交通和资源优势，在新型工业化为核心的发展战略下，多行业呈现良好发展势头，为公司发展带来良好的外部环境。
- **公司战略地位突出，持续获得有力支持。**公司作为江西省重点打造的国有资本投资运营平台，在省内具有突出的战略地位；公司继续获得江西省政府在资产注入、财政补贴方面的重要支持。
- **业务结构多元化，区域竞争力较强。**公司旗下拥有电力、天然气、路桥、建材、煤炭等业务板块，电力、天然气、路桥板块具有一定区域垄断性，建材板块在江西省内竞争力很强，同时2022年三季度并表赣江控股集团有限公司（以下简称“赣江控股”）将新增赣江新区的基础设施建设职能，多元化的业务结构带动公司营业总收入持续增长，同时有助于增强公司的抗风险能力。

关注

- **部分业务板块业绩易受行业政策及市场环境的影响。**受市场价格波动影响，公司煤炭板块近年净利润呈波动状态，且安全生产压力较大，煤炭板块整体债务负担较重、经营压力较大；水泥行业景气度易受宏观经济周期性波动及国家政策调控影响，利润空间亦受高煤价挤压，建材板块作为公司最重要收入来源，其毛利率波动对公司盈利水平影响较大；电力板块盈利情况亦受燃煤电价改革及煤炭保供等相关政策影响较大。
- **面临短期偿债压力。**公司合并口径及母公司短期债务规模均呈增长态势，且短债占比仍偏高，货币资金不能对短期债务形成足额覆盖，公司面临一定的短期偿债压力，需关注到期债务偿还安排及未来债务结构调整情况。
- **治理与管控能力仍面临考验。**由于下属公司及业务众多，公司部分管理制度正在完善当中，后续公司在业务整合、人员管理和战略调整等方面面临一定的挑战，治理及管控能力的提升仍面临考验。此外，根据江西省政府相关安排，公司被委托赣江新区领导和管理，该事项对公司未来经营和治理的影响亦有待关注。

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：张赛一 syzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

江西投资（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9
总资产（亿元）	769.27	874.28	993.58	1,475.91
所有者权益合计（亿元）	269.01	306.77	350.02	474.93
总负债（亿元）	500.26	567.52	643.56	1,000.98
总债务（亿元）	372.90	461.32	554.47	890.43
营业总收入（亿元）	314.55	350.98	420.20	342.57
净利润（亿元）	21.94	18.88	20.93	4.44
EBIT（亿元）	49.77	45.99	47.30	-
EBITDA（亿元）	66.75	63.13	66.32	-
经营活动净现金流（亿元）	31.71	28.49	42.05	6.64
营业毛利率(%)	19.63	17.31	17.76	11.00
总资产收益率(%)	6.47	5.60	5.06	2.62
EBIT 利润率(%)	15.82	13.10	11.26	-
资产负债率(%)	65.03	64.91	64.77	67.82
总资本化比率(%)	58.09	62.49	65.65	69.75
总债务/EBITDA(X)	5.59	7.31	8.36	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.55	3.30	3.09	-
FFO/总债务(X)	0.08	0.07	0.07	-
江西投资（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.9
总资产（亿元）	237.80	267.15	289.68	391.18
所有者权益合计（亿元）	129.59	159.92	186.93	284.85
总负债（亿元）	108.21	107.23	102.75	106.32
总债务（亿元）	92.67	131.64	149.41	181.59
营业总收入（亿元）	1.42	2.56	2.85	2.44
净利润（亿元）	0.03	2.60	0.71	1.95
EBIT（亿元）	-0.01	4.29	4.82	-
EBITDA（亿元）	0.05	4.34	4.88	-
经营活动净现金流（亿元）	1.20	-11.33	6.82	0.49
营业毛利率(%)	18.31	22.84	23.20	100.00
总资产收益率(%)	0.00	1.70	1.73	1.97
EBIT 利润率(%)	-0.65	167.56	169.43	-
资产负债率(%)	45.51	40.14	35.47	27.18
总资本化比率(%)	41.70	50.31	54.04	46.96
总债务/EBITDA(X)	2,002.86	30.30	30.64	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.03	2.11	0.94	-
FFO/总债务(X)	0.00	-0.02	-0.03	-

注：1、中诚信国际根据提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的带息债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息 1

江西省投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2022/06/20	方华东、夏雪、张悦	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	--	2016/05/26	安云、赵珊迪	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台） CCXI 140200 2014_01	阅读全文
AA+/稳定	--	2013/01/06	闫文涛、马宽、刘超	--	阅读全文

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

江西省投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2020/01/03	李龙泉、吴江珊	通用行业评级方法 CCXR 2017_029	阅读全文
AAA/稳定	--	2019/04/17	李龙泉、宋丹丹	通用行业评级方法 CCXR 2017_029	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较（2021 年数据）

公司名称	经调整的所有者权益（亿元）	总资产收益率（%）	总资本化比率（%）	EBITDA 利息覆盖倍数（X）
江西投资	290.16	5.06	65.65	3.09
越秀集团	1,293.01	2.77	71.02	2.69
广西投资	1,131.20	0.93	65.27	2.36
陕投集团	618.77	3.86	64.83	2.44

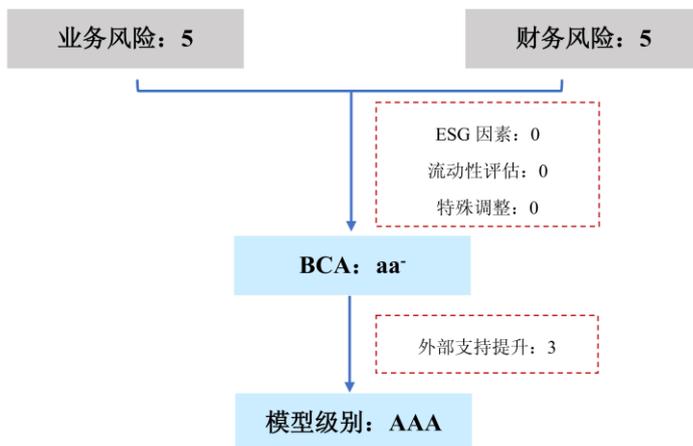
中诚信国际认为，与同行业相比，江西投资的业务板块集中度、财务杠杆比率处于中等水平，虽然其资本实力相对较弱，但总资产收益率优于同行业水平。

注：越秀集团为“广州越秀集团股份有限公司”的简称，广西投资为“广西投资集团有限公司”的简称，陕投集团为“陕西投资集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

评级模型

江西省投资集团有限公司评级模型打分(2022_01)



方法论

中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2022_01¹

■ 业务风险：

公司主营业务涵盖电力、天然气、路桥、建材、煤炭等板块，且 2022 年三季度并表赣江控股将新增赣江新区的基础设施建设职能。公司核心业务板块区域竞争力较强，但同时公司所涉及业务板块较多，其经营及盈利情况易受行业政策及市场环境的影响，公司整体业务风险较低。

■ 财务风险：

公司营业总收入持续提升，2022 年以来利润水平受部分业务板块盈利状况影响显著下滑；随着持续扩大的业务规模及并表范围增加，公司资产规模保持较快增长，同时对外部融资的需求进一步加大，财务杠杆比率不断上升，公司合并口径和母公司均面临一定的短期偿债压力；但公司较为通畅且多元的融资渠道以及较强的融资能力等为公司流动性提供了较好支持，且母公司财务弹性亦较强，财务风险水平较低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对公司个体基础信用等级无影响，公司具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

公司作为江西省重要的国有资本投资运营平台，承担了国有资本投资与运营的重要作用，形成了多元化的业务布局，同时涉足的多个行业在江西省内具有一定垄断优势，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，近年来在资产注入和财政补贴等方面获得了政府的有力支持，江西省政府对公司的支持能力和支持意愿较强，外部支持调升 3 个子级。

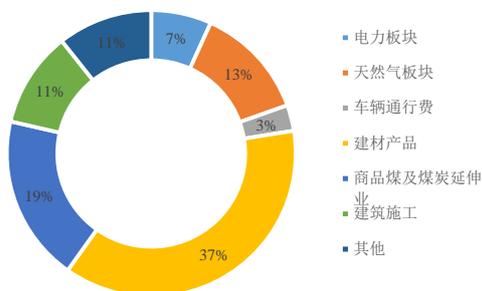
¹ 变更评级方法与模型的说明：江西省投资集团有限公司前次所使用的评级方法与模型为《中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02》，本次评级使用《中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2022_01》，本次更换评级方法与模型的主要原因是，江西投资作为江西省国有资本投资运营平台，主营业务包括水泥、电力、燃气、煤炭、收费公路、基础设施建设投融资等行业，各主营业务板块之间的行业关联度较低，江西投资可对各主营业务板块运营主体实现一定程度实质管控，据此《中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2022_01》将更有利于准确评价江西省投资集团有限公司的信用水平。本次更换评级方法与模型对评级结果不产生影响。

评级对象概况

公司前身为成立于1989年8月的江西省投资公司，公司于2017年12月由全民所有制企业改为有限责任公司（国有独资），注册资本由30.39亿元增加至60.00亿元，实收资本由31.65亿元增加至60.00亿元，公司名称变更为现名。2019年11月，为贯彻江西省委、省政府关于加快国有企业市场化战略重组的决策部署，优化能源战略新兴产业布局结构，做强做优做大能源产业，江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）将其持有的江西省能源集团有限公司66.67%股权和江西省建材集团有限公司（以下简称“江西建材”）100.00%股权无偿划转给公司。2022年6月10日，公司发布《关于将江西省投资集团有限公司委托赣江新区领导和管理的公告》称，2022年5月31日，《中共江西省委办公厅、江西省人民政府办公厅印发〈关于支持赣江新区激发活力增强实力的若干措施〉的通知》（赣办发[2022]24号）明确将公司委托赣江新区领导和管理，江西省国资委作为出资人代表负责公司资产监管。公司的省管重点企业属性不变，党组织关系隶属于赣江新区党工委。公司作为江西省重要的国有资本投资运营平台定位未发生改变，实际控制人仍为江西省国资委，中诚信国际将持续关注上述事项对公司未来经营及治理等方面的影响。

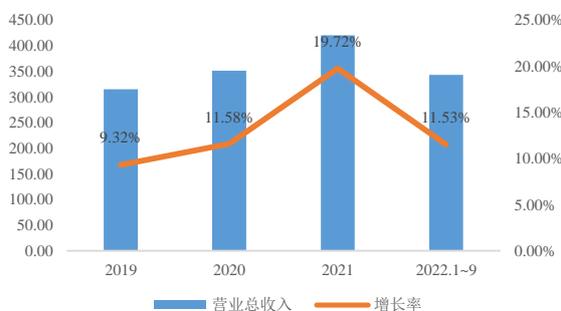
目前公司已逐步形成电力、天然气、交通、建材、煤炭、建筑施工为主业，贸易、房地产等相关辅业协调发展的业务格局。2021年公司实现营业总收入420.20亿元，同比增长19.72%。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产权结构：截至2022年9月末，公司注册资本和实收资本均为60.00亿元，江西省国资委和江西省行政事业资产集团有限公司分别持有公司90.00%和10.00%的股权，江西省国资委为公司控股股东和实际控制人。

表 1：截至 2022 年 9 月末公司主要一级子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2022年9月末		2021年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
江西赣能股份有限公司	赣能股份	37.78%	108.88	48.62	27.00	-2.48
江西省建材集团有限公司	江西建材	100.00%	202.55	113.79	152.61	21.49
江西省天然气集团有限公司	天然气集团	100.00%	115.50	39.01	70.51	0.94
江西省能源集团有限公司	江西能源	83.33%	267.82	21.53	143.74	2.01
江西省赣浙能源有限公司	赣浙能源	51.00%	62.67	13.98	0.34	0.08

江西省江投路桥投资有限公司	江投路桥	70.00%	39.37	16.52	3.83	0.84
江西省九江长江公路大桥有限公司	九江大桥	61.43%	37.48	11.62	4.33	1.27
江西省瑞寻高速公路有限责任公司	瑞寻高速	67.33%	46.16	0.48	2.91	-1.30
江西赣鄂皖路桥投资有限公司	赣鄂皖公司	50.00%	14.59	10.67	1.54	0.53
赣江控股集团有限公司	赣江控股	90.00%	391.69	105.73	-	-
江西省华赣环境集团有限公司	华赣环境	40.00%	55.22	33.31	2.75	-0.07
江西倬云数字产业集团有限公司	倬云数字	100.00%	10.47	8.67	6.27	0.10

注：公司于 2022 年 8 月将赣江控股纳入合并范围，故上表不列示赣江控股 2021 年财务指标。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2022 年三季度，中国经济逐步走出二季度疫情超预期影响下的谷底并企稳回升，总体保持了韧性。随着一揽子稳经济政策以及接续措施落地显效，宏观经济生产端已向常态化水平回归，需求端依然偏弱但年内仍有改善空间，四季度宏观经济运行将延续修复态势，全年 GDP 增速或为 3.4% 左右。宏观经济结构性修复的同时面临的风险及挑战有增无减：海外政经格局变动以及宏观政策转向带来外部不确定性、不稳定性持续存在；疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但负面影响尚未完全消除；预期偏弱或难以短期扭转，持续制约宏观经济复苏力度；微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足；房地产市场依然低迷，仍需警惕其负面影响外溢；债务风险仍处于高位，潜在的区域性财政风险不容忽视。从政策环境看，前三季度宏观政策积极发力稳增长，货币政策着力发挥总量和结构双重功能支持实体经济，财政政策收支两端同时发力兜底民生稳定经济大盘。四季度稳增长依然是宏观政策主线，但防风险的底线并不会放松，货币政策将在呵护流动性的同时持续引导宽信用，财政政策将在提升效能的同时延续出台接续措施。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，“二十大”提出的中国式现代化战略安排能够为经济高质量发展提供持续支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022 年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/9458?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2021 年以来全国电力供应整体保持高速增长，但供需呈总体偏紧态势，2022 年全国电力供需变化仍有待观察后续煤炭供需及水电来水等情况，2021 年全国火电机组利用效率大幅回升，但火电装机仍保持低速增长，其作为我国电力安全稳定供应的基础电源，未来一段时间内仍将维持主力电源地位，但需关注燃煤电价改革政策落地情况和电煤供需形势对煤电企业的后续影响；基建项目的持续推进对水泥需求形成良好支撑，水泥产量保持增长态势，但行业内产能过剩矛盾依旧存在，双碳、限产等一系列政策的推行有利于压减过剩产能、优化行业供给格局；2021 年以来受全球能源紧缺、国内煤炭供给偏紧等因素影响，煤炭价格呈波动上升态势，随着国家煤炭价格调控政策加大，煤炭供需格局逐步平衡，未来煤炭供应及价格水平有望回归合理水平；国内天然气需求保持较快增长，但供给和区域不平衡将长期存在，且对外依存度较高，近年来体制机制深化改革的持续推进以及行业政策的发布促进了天然气市场向纵深发展，但行业内垄断性较强，下游市场化程度较高，整体行业格局短期内较稳定，综合能源供应服务是未来发展趋势；同时，江西省整体经济形势向好，为公司发展提供了良好的外部环境。

电力行业

2021 年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比大幅增长。中长期来看，在新冠疫情不再发生重大变化和国际形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能供需终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临一定下行压力。2021 年以来，全国电力供应整体保持高增长，但在用电过快增长、来水偏枯、电煤价格大幅攀升及能耗双控政策等因素综合影响下，全国电力供需呈总体偏紧形势，但随着电煤供应的增加和价格的下降，全国电力供应紧张情况已有所缓解。未来在“碳达峰、碳中和”的调控目标下，国内非化石能源装机增速将保持相对较快水平，化石能源装机则低速增长并将进入清洁高效发展通道，2022 年全国电力供需变化仍有待观察后续煤炭供需及水电来水等情况。

2021 年以来，在国内经济运行稳步复苏、出口替代需求上升和上年低基数等因素综合影响下，全国发电设备平均利用小时同比提升；未来复杂多变的国际形势、国内面临的经济下行压力、电力供给侧格局变化和电网安全等因素将给全国发电设备利用效率的增长带来较多不确定性，但不同电源类型机组利用效率仍将延续分化态势。2021 年行业内企业电价水平继续呈分化态势，但燃煤电价改革政策的出台进一步深化了电力体制改革，未来全国市场化交易电量将持续提升，亦有望缓解煤价高企时火电企业经营困难，加速由市场决定电价机制的实现。2022 年新能源全面平价时代的到来虽一定程度缓解了国家新能源补贴压力，但存续补贴款的支付仍有较大压力，未来随着碳排放和绿证等交易市场的成熟，国家新能源补贴压力或将有所缓解，但火电企业经营成本或将承压。2021 年以来，国内各类电源企业财务表现延续分化态势，清洁能源项目的建设及并购使得企业电源资产持续优化，但债务规模亦随之上升；目前国内绝大部分电力资源集中于大型国有电力集团，受益于国有企业良好的资源获取和融资能力，预计未来一段时间行业内企业财务风险整体可控。

详见《中国电力行业展望，2022 年 3 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8467?type=1>

水泥行业

目前水泥行业产能过剩矛盾依然存在，加快淘汰落后产能，促进能效提升，仍是“十四五”时期水泥行业转型升级的趋势。产量方面，2020 年以及 2021 年前三季度，全国水泥产量继续保持增长态势，华东和中南仍是全国水泥产量主产区。环保预期依旧保持加码态势，新修订的产能置换政策、错峰限产常态化、双碳、限产等一系列政策的推行将加速落后产能出清，有利于水泥行业供给格局的优化，但同时水泥企业在减碳降耗方面面临的成本压力亦有所增加。在房企流动性风险不断释放的背景下，2021 年下半年以来房地产投资弱化，短期内或将对水泥需求有所抑制，但基建项目的持续推进对水泥需求形成良好支撑。2020 年行业企业整体盈利能力较为稳定，资本结构进一步优化，偿债能力有所增强，行业信用水平保持稳定，但不同区域水泥企业财务表现依然存在较大差异；2021 年以来煤炭等原燃料价格大幅上涨，企业生产成本上行，盈利能力有所弱化，但仍处于历史较好水平，行业内企业债务规模和杠杆水平小幅回升，但仍保持在相对良好水平，

货币资金对短期债务能够形成良好覆盖，行业整体信用水平保持稳定。

详见《中国水泥行业展望，2022 年 2 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8460?type=1>

煤炭行业

2021 年以来，在宏观经济持续稳定恢复、下游主要产品需求旺盛、2020 年低基数等多重因素影响下，我国煤炭消费保持较快增长态势。但长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压，未来随着碳中和、碳达峰等相关环保政策的逐步推进，煤炭行业消费增速将保持在较低水平。通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著，受碳达峰、碳中和政策影响，未来煤炭产量增速将明显放缓，煤炭行业将着力优化布局，转型升级，提升发展质量，另外，突破煤炭运输瓶颈，亦是释放优质产能，保障供应的关键。2021 年以来受全球能源紧缺、国内煤炭供给偏紧等因素影响，煤炭价格呈波动上升态势；随着国家煤炭价格调控政策加大，煤炭供需格局逐步平衡，未来煤炭供应及价格水平有望回归合理水平。

天然气行业

未来随着城市化和工业化进程持续推进，国家环保标准提高和国民环保意识增强，作为清洁能源的天然气在能源消费结构中的比重将持续提升，天然气需求将继续保持增长态势，但总体供给和区域不均衡仍将长期存在。近年来，天然气管网和储气设施建设稳步推进；未来仍将持续加强勘探开发、管网和储气设施建设，以提升天然气保障能力。长期来看，体制机制深化改革，气田开发、管网融合、气价市场化等政策不断推进天然气市场向纵深发展，将有利于市场化进程的推进，有利于国内天然气市场深度融入全球市场，提高国内天然气市场的国际影响力。目前天然气行业内垄断性较强，下游市场化程度相对较高，整体行业格局短期内较稳定；向综合能源供应服务转型升级，将是行业未来发展重要趋势。

收费公路运营行业

2021 年，国家继续深化收费公路制度，全面推广差异化收费方式，但收费公路管理条例仍在修订当中，最终定稿和生效所需时间比预期更长；全国收费公路通车里程继续增长，并伴随着《关于服务构建新发展格局的指导意见》以及“十四五规划”等文件的出台，未来收费公路行业仍有较大的需求空间；由于疫情形势呈多点散发，叠加“公转铁”政策和航运等其他运输方式分流效应有所增强，2021 年公路旅客运输总量和周转量较上年均继续下降，但随着国家出台一系列保供政策，全国公路货运需求快速恢复，全国货物运输量及周转量同比增长明显；收费公路相关企业资本支出需求依然高企，即便获得来自政府的大力支持，但整体杠杆仍处于较高水平，加之省级交投企业持续进行多元化布局，后续业务协同效应及经营风险亦需关注。2022 年以来，随着部分省份新一轮疫情的陆续爆发，防疫限制对收费公路行业仍产生一定冲击，但所受冲击或将小于 2020 年，且随着适度超前开展基础设施建设的推动，收费公路相关企业将承担更多建设任务，债务扩张趋势或将保持，整体杠杆水平依然承压。

基础设施投融资行业

2022 年上半年，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

江西省经济概况

江西省位于中国东南部，长江中下游南岸，全省面积 16.69 万平方公里，总人口 4,518 余万，辖 11 个设区市、100 个县（市、区）。交通方面，境内高速公路里程突破 6,234 公里，出省主要通道全部高速化，京九线、浙赣线纵横贯穿全境，航空和水运便捷。江西矿产资源丰富，已查明有资源储量的矿产有九大类 139 种，在全国居前 10 位的有 81 种，有色、稀土和贵金属矿产优势明显，是亚洲超大型的铜工业基地之一，有“世界钨都”、“稀土王国”、“中国铜都”、“有色金属之乡”的美誉。产业方面，江西省大力实施以新型工业化为核心的发展战略，有色产业、电子信息、医药、汽车、航空、食品、纺织、光伏、锂电、钢铁、石化、建材等产业呈现了良好的发展势头。近年来，江西省地区生产总值（GDP）逐年保持增长，2021 年 GDP 为 29,619.70 亿元，同比增长 8.8%；三次产业结构为 7.9:44.5:47.6，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 7.3%、40.4%和 52.3%；同期，江西省固定资产投资增长 10.8%。2022 年 1~9 月，江西省 GDP 为 23,214 亿元，同比增长 5.0%，GDP 增速在宏观经济下行背景下有所放缓。2021 年，江西省实现一般公共预算收入 2,812.3 亿元，其中税收收入占比 68.60%，同比小幅提高；同期，江西省一般公共预算财政平衡率为 41.49%，财政平衡率较低，财政自给能力较弱。2021 年，江西省政府性基金收入为 2,971.8 亿元，较上年略有下滑。截至 2021 年末，江西省政府性债务余额为 9,013.34 亿元。2022 年前三季度，江西省实现一般公共预算收入 2,403.9 亿元，按自然口径计算同比增长 2.2%。

赣江新区系 2016 年 6 月由国务院批复设立、于 2016 年 10 月正式挂牌，是中部地区第 2 个、全国第 18 个国家级新区，也是江西省唯一的国家级新区。产业发展方面，赣江新区拥有国家级南昌经济技术开发区、共青城高新技术产业园区，省级南昌临空经济区、永修云山经济开发区以及中国（南昌）中医药科创城等产业园区，形成了光电信息、生物医药、智能装备制造、新能源与新材料、有机硅和现代轻纺等优势产业集群，先进制造业产业集聚优势逐步突显。未来江西省将全力推动赣江新区激发活力、增强实力，为全面建设社会主义现代化江西提供强劲支撑，赣江新区将成为江西省高质量跨越式发展的新引擎。

综合来看，江西省区域经济发展良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

运营实力

中诚信国际认为，江西投资的业务风险较低。公司作为江西省重要的国有资本投资运营平台，已逐步形成电力、天然气、交通、建材、煤炭、建筑施工为主业，贸易、房地产等相关辅业协调发展的业务格局，且 2022 年三季度并表赣江控股将新增赣江新区的基础设施建设职能，区域战略地位突出。其次，公司电力、天然气、路桥、基建板块具有一定区域垄断性，建材板块在江西省内的竞争力很强；但同时，电力、煤炭等板块储备项目尚需投资规模较大，公司面临着一定的资本支出压力；此外，子公司江西能源下属煤矿发生多起安全事

故，安全生产压力较大，亦对煤炭产销量、开采成本产生较大影响。再者，公司所涉及业务板块较多，其经营及盈利情况易受行业政策及市场环境的影响，使得公司面临着一定的行业风险，公司本部及子公司的管理及风控能力均面临挑战，需对此保持关注。

2021 年，公司电力板块收入同比较为稳定，但因煤炭价格大幅上涨，火电业务盈利能力大幅弱化，当期赣能股份经营由盈转亏；2022 年前三季度，受益于丰电三期#7 机组、信丰电厂投产发电及火电售电单价上涨，公司电力板块收入同比增幅较大，且扭亏为盈；电力板块储备项目未来仍面临一定的资本支出压力。

公司电力板块的火电和水电业务主要通过上市子公司江西赣能股份有限公司（SZ000899，以下简称“赣能股份²”）经营；子公司江西东津发电有限责任公司的电力业务公司亦委托赣能股份经营。公司煤层气（俗称“瓦斯”）和煤矸石发电业务主要由江西能源全资子公司江西丰矿集团有限公司（以下简称“丰矿集团”）和萍乡矿业集团有限责任公司（以下简称“萍矿集团”）等所属的电力公司经营。光伏发电业务主要由赣能股份子公司江西赣能智慧能源有限公司（以下简称“赣能智慧能源”）、子公司江西省赣浙能源有限公司（以下简称“赣浙能源”）和江西能源子公司江西新余矿业有限责任公司（以下简称“新余矿业”）经营。风力发电业务主要由新余矿业子公司江西景兴风力发电有限公司（以下简称“景兴发电”）经营。

2021 年及 2022 年 1~9 月，公司电力板块分别实现收入 28.41 亿元和 40.43 亿元，仍主要来自火电业务收入；同期，公司电力板块毛利率分别为-2.11%和 7.46%。其中，2022 年 1~9 月，受益于丰电三期#7 机组、信丰电厂投产发电及火电售电单价上涨，公司电力板块收入同比增幅较大，且盈利方面扭亏为盈。电力资产方面，截至 2022 年 9 月末，公司拥有在营发电机组总装机容量 411.54 万千瓦，其中火电机组装机容量 372.00 万千瓦，水电机组装机容量 16.40 万千瓦，光伏装机容量 22.14 万千瓦，风力发电装机容量 1.00 万千瓦。

表 2：截至 2022 年 9 月末公司控股已投产主要电力资产情况（万千瓦）

类型	控股电力资产	直接持股比例	装机容量
火电	赣能股份丰城二期发电厂	37.78%	140.0
	赣能股份丰城三期发电厂	37.78%	100.0
	赣浙国华（信丰）发电有限责任公司	90.00%	132.0
	小计	-	372.00
水电	赣能股份抱子石水电站	37.78%	4.0
	赣能股份居龙潭水电站	37.78%	6.0
	江西东津发电有限责任公司东津水电站	97.68%	6.4
	小计	-	16.40
光伏发电	赣能股份抱子石水电站	37.78%	0.3
	江西赣能智慧能源有限公司	37.78%	9.014
	新余江能光伏电业有限公司	100.00%	5.6
	江西景福光伏发电有限公司	100.00%	1.8
	江西英矿光伏发电有限公司	100.00%	0.8

² 公司直接持有赣能股份 37.78% 的股份。截至 2022 年 9 月末，赣能股份总资产为 108.88 亿元，归属于上市公司股东的所有者权益为 48.09 亿元。

	抚州市东乡区尚宇太阳能科技有限公司	51.00%	0.9
	景德镇江能光伏电业有限公司	100.00%	1.524
	萍乡江能光伏电业有限公司	100.00%	2.2
	小计	-	22.14
风力发电	江西景兴风力发电有限公司	100.00%	1.00
	合计	-	411.54

注：赣能股份丰城三期发电厂总装机容量为200万千瓦，截至2022年9月末已投产#7机组装机容量为100万千瓦；8#机组装机容量亦为100万千瓦，预计2022年12月投产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

火电方面，公司 2022 年前三季度新增投产的火电机组装机容量为 232 万千瓦，截至 2022 年 9 月末，公司已运营的火电机组主要包括丰城二期发电厂（以下简称“丰电二期”）、丰城三期发电厂（以下简称“丰电三期”）#7 机组和国华信丰电厂项目一期（以下简称“信丰电厂”）。其中，丰电二期包括 2 台 70 万千瓦的燃煤发电机组，该机组是江西首批超临界燃煤发电机组，年发电量可达 70 亿千瓦时。丰电三期建设 2×100 万千瓦超超临界、二次中间再热、凝汽式燃煤发电机组，计划总投资 67.90 亿元，该项目于 2016 年 11 月在施工过程中发生施工平台倒塌，造成特大安全事故并停工；其后于 2020 年 4 月正式复建开工；截至 2022 年 9 月末丰电三期已完成投资 64.22 亿元，其中#7 机组已于 2022 年 7 月投产，8#机组预计 2022 年 12 月投产。赣浙能源主要负责国华信丰电厂项目一期建设，信丰电厂包括 2×66 万千瓦国产高效超超临界燃煤发电机组，计划总投资 49.66 亿元，于 2020 年 3 月正式开工，截至 2022 年 9 月末已完成项目投资 46.11 亿元，其中#1 机组于 2022 年 3 月投产，#2 机组于 2022 年 6 月投产。

2021 年及 2022 年 1~9 月，丰电二期分别完成发电量 68.67 亿千瓦时和 51.11 亿千瓦时，同比分别下降 4.16% 和 3.29%；2022 年 7~9 月，丰电三期完成发电量 13.56 亿千瓦时，设备小时利用数为 1,365；2022 年 1~9 月，信丰电厂完成发电量 26.85 亿千瓦时，设备小时利用数为 2,034.27。其中，2021 年丰电二期发电量及设备利用小时数同比有所降低，主要系社会用电需求降低所致；2022 年前三季度，由于丰电三期#7 机组及信丰电厂投产的拉动作用，公司火电业务的装机容量、发电量及设备小时利用数等运营指标较 2021 年末保持增长，但受雅中至江西±800 千伏特高压直流工程投运及新能源装机影响，公司前三季度火电机组整体负荷率有所下降，但仍维持在较好水平。

平均上网电价方面，煤电倒挂的压力下电力市场化改革进一步提速，2021 年 10 月，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》³，同期江西省能源局发布《关于进一步做好近期电力市场化交易工作的通知》。随着市场化交易电量规模提升及燃煤电价上浮比例调整，2021 年以来公司平均上网电价有所提升；2022 年前三季度，赣能股份的平均含税上网电价为 0.4953 元/千瓦时，信丰电厂的平均含税上网电价为 0.4829 元/千瓦时。

表 3：近年来赣能股份火电业务运营指标

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
装机容量（万千瓦）	140	140	140	240
发电量（亿千瓦时）	71.55	71.65	68.67	64.67

³ 通知要求燃煤发电的发电原则上要全部进入电力市场，扩大燃煤发电市场交易价格浮动的范围，上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业用电价格不受上浮 20% 限制。

上网电量（亿千瓦时）	68.03	68.38	65.36	61.36
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.4180	0.4135	0.4330	0.4953
供电标准煤耗（克/千瓦时）	305.28	302.48	302.47	307.09
设备利用小时数	5,111	5,118	4,905	丰电二期：3,651 丰电三期：1,365

注：上网电价为含税价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来信丰电厂火电业务运营指标

指标	2022.1~9
装机容量（万千瓦）	132
发电量（亿千瓦时）	26.85
上网电量（亿千瓦时）	25.57
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.4829
供电标准煤耗（克/千瓦时）	289.58
设备利用小时数	2,034.27

注：上网电价为含税价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司火电业务主要成本为煤炭采购，2022 年 1~9 月，受新增投产的火电机组拉动作用，公司采购原煤数量增加至 403.66 万吨，同时 2022 年以来，受国内煤炭需求强劲影响，煤炭价格持续上涨，公司原煤采购成本提高。由于公司无煤炭资源储备、且江西省内煤炭产量较低，公司煤炭主要依靠外省采购，采购方式主要分为年度长协采购和现货市场采购，采取“长协为主，市场为辅”采购策略，加强燃料成本管控、提高长协兑现率。公司与多家煤炭供应商保持良好稳定的合作关系，主要供应商包括国能销售集团有限公司华中分公司、中煤华中能源有限公司和江西陕赣煤炭销售有限公司，2021 年全年长协兑现率为 71.02%；2022 年 1~9 月，公司长协年兑现率为 59.36%，按进度兑现率为 79.14%。综上所述，需持续关注后续燃煤电价改革及煤炭保供政策的出台将对燃煤发电企业盈利改善情况。

表 5：近年来公司火电业务原煤采购情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
采购原煤数量（万吨）	288.69	268.71	282.65	403.66
平均采购单价（不含税）（元/吨）	789.62	752.95	821.93	865.44

注：丰电二期采购原煤数量 198.65 万吨，采购单价 817.75 元/吨；丰电三期采购原煤数量 75.93 万吨，采购单价 826.53 元/吨；信丰电厂采购原煤数量 129.08 万吨，采购单价 961.73 元/吨。公司 2022 年 1~9 月的采购原煤数量为丰电二期、丰电三期及信丰电厂的加总值，公司 2022 年 1~9 月的平均采购单价（不含税）为丰电二期、丰电三期及信丰电厂的平均值。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据赣能股份公开披露的 2022 年三季度报告显示，2022 年 1~9 月，赣能股份实现营业总收入 28.51 亿元，较上年同期增长 41.74%；归属于上市公司股东的净利润为 1.60 亿元，上年同期为-0.09 亿元，今年前三季度赣能股份业绩较上年同期实现扭亏为盈，主要系火电售电单价上涨及丰电三期#7 机组 2022 年 7 月正式投产发电所致。2022 年 1~9 月，信丰电厂实现营业总收入 11.10 亿元，净利润-1.05 亿元，主要系该火电机组处于投产初期，资产折旧成本大和利息支出费用化较多等原因导致当期亏损。

水电业务方面，公司 2022 年前三季度无新增投产的水电机组，2022 年 1~9 月公司水电发电量及上网电量分别为 3.71 亿千瓦时和 3.65 亿千瓦时，同比增长 11.08%、10.94%。水电电价方面，截至 2022 年 9 月末，居龙潭水电厂电价为 0.4056 元/千瓦时，抱子石水电厂电价为 0.4031 元/千瓦时，东津电厂电价为 0.5119 元/千瓦时，3 座水电厂电价与 2021 年相比变化不大。

表 6：近年来公司水电业务运营指标

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
装机容量（万千瓦）	16.40	16.40	16.40	16.40
发电量（亿千瓦时）	5.03	4.26	3.78	3.71
上网电量（亿千瓦时）	4.95	4.19	3.72	3.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤层气（俗称瓦斯）和煤矸石发电业务主要满足江西能源各子公司的生产经营需要，剩余部分向国网江西省电力有限公司销售。截至 2022 年 9 月末，公司共有 19 台煤层气发电机组，装机容量 9,500 千瓦，2021 年及 2022 年 1~9 月，煤层气发电量分别为 1,581.62 万千瓦时和 429 万千瓦时。因相关股权出表，2021 年末公司煤矸石发电机组数减少至 2 台，装机容量为 12,000 千瓦，2021 年煤矸石发电量 3,166.48 万千瓦时；2022 年因环保要求限产，公司煤矸石发电业务已关停。光伏发电业务方面，2022 年 9 月末公司已投产的光伏机组装机总容量为 22.14 万千瓦，2021 年及 2022 年 1~9 月，公司光伏发电量分别为 16,538 万千瓦时和 18,876.43 万千瓦时，同比保持增长态势。风力发电业务方面，公司 2022 年新增 3 台风力发电机组，装机容量为 1.00 万千瓦，2022 年 1~9 月，公司风力发电量及上网电量分别为 1,051.77 万千瓦时和 1,028.16 万千瓦时。

在建及拟建电力项目方面，丰电三期项目计划总投资额 67.90 亿元，截至 2022 年 9 月已完成投资 64.22 亿元，尚需投资 3.68 亿元，其中#7 机组已于 2022 年 7 月投产，8#机组预计 2022 年 12 月投产。此外，公司拟与中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司按照 50:50 的持股比例成立合资公司，推进江西省赣县抽水蓄能电站前期工作，该电站总投资 75 亿元，装机规模为 4×30 万千瓦，目前该项目处于前期准备阶段，尚未正式开工建设。赣能股份拟建江西赣能上高 2×1,000 万千瓦清洁煤电项目，项目动态总投资约 79.55 亿元，赣能股份占股 90%，中国电力工程顾问集团中南电力设计院有限公司占股 10%，该项目已于 2022 年 11 月获得相关核准文件。另外，子公司江西赣能智慧能源有限公司目前在建光伏项目 6 个，总装机容量为 9.04 万千瓦，计划总投资 3.70 亿元，截至 2022 年 9 月末已投资 0.10 亿元；同期末，预计拟建光伏项目 6 个，总装机容量为 38.63 万千瓦，计划总投资 8.90 亿元。

总体来看，公司电力板块储备项目较多，未来仍面临一定的资本支出压力。中诚信国际将持续关注公司电力板块业务盈利能力变化、项目建设进度，以及在建设、生产过程中的安全生产工作情况。

得益于天然气销售量的大幅增加，2021 年天然气销售量及销售收入同比均大幅增长，2022 年前三季度天然气业务经营保持平稳增长；公司持续推进省天然气管网工程建设，随着管道陆续投产通气，未来天然气业务收入或进一步提高。

公司天然气业务包括管网建设、天然气管输、天然气销售等，主要由子公司天然气集团控股的江

西省天然气管道有限公司（以下简称“天然气管道公司⁴”）和江西省天然气集团有限公司管道分公司（以下简称“管道分公司”）负责运营。

公司管输天然气销售主要有两种模式：第一，天然气管道公司向中国石油化工股份有限公司天然气分公司采购天然气，将天然气销售给天然气集团另一子公司江西省投资燃气有限公司（以下简称“省投燃气公司”），由省投燃气公司参与九江、新余、高安、抚州、湖口等 14 个地区城市燃气销售业务；第二，天然气管道公司直接将天然气销售给下游城市燃气运营商。天然气管道公司将天然气销售给省投燃气公司的价格与 25 家城市燃气运营商价格基本一致，主要是通过协商议价确定价格，城市燃气运营商在此基础上根据江西省发改委确定的燃气价格销售给终端用户。2020 年 9 月，天然气集团为实现管输和销售分离，与中石化各出资 50% 成立了江西省石化天然气销售有限责任公司（以下简称“天然气销售公司”）负责天然气销售业务，由天然气销售公司收取 0.01 元/立方米销售费用。

截至 2022 年 9 月末，公司管输天然气业务已覆盖南昌、九江、景德镇、鹰潭、抚州等 11 个设区市、70 个县（市、区）。随着管道建设投产，公司天然气销量逐年增长。2021 年公司天然气销量 20.62 亿立方米，实现天然气销售收入分别为 53.69 亿元，得益于天然气销售量的大幅增加，销售收入同比增长 43.79%；2022 年 1~9 月，公司天然气销量 15.30 亿立方米，实现天然气销售收入 50.71 亿元，销售收入同比增长 45.86%。价格方面，截至 2022 年 9 月末，天然气采购价为 2.80 元/立方米，销售价为 3.09 元/立方米，天然气管输费价格最新收费标准为居民用户 0.20 元/立方米，非居民用户 0.18 元/立方米。

表 7：近年来公司天然气业务运营指标

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
管道运输费（非居民，元/立方米）	0.20	0.18	0.18	0.18
管道运输费（居民，元/立方米）	0.20	0.20	0.20	0.20
采购数量（亿立方米）	15.57	16.29	20.57	15.07
销售数量（亿立方米）	15.60	16.39	20.62	15.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，江西省天然气管网工程是天然气集团投资建设的省重点建设项目，建设内容包括建设省级天然气管网 3,400 余公里，配套场站、阀室、CNG 加气母站若干。其中，省天然气管网一期工程规划建设环鄱阳湖主干线一条，都昌，余干等支线若干条，规划建设天然气管网约 1,600 公里；省天然气管网二期承接西二线，西三线气源，并依托西二线、西三线场站阀室建设，规划建设天然气管网约 1,800 公里，一期和二期工程均配套建设场站、阀室、CNG 加气母站若干。该项目总投资额为 134 亿元，建设周期为 2009 年 1 月至 2022 年 12 月。截至 2022 年 9 月末，该项目累计完成投资约 128.9 亿元，已完成环鄱阳湖主管网、井冈山支线等多条管线建设，累计建成约 3,160 公里，完成县县通规划建设里程 3,177 公里的 99.5%，投运 1,680 公里，建设天然气输气场站近 50 座，建成一座 2 万立方 LNG（1,200 万标方）储罐，管网通达全省 11 个设区市中心城区，并在 70 个县（市、区）实现天然气管输，其中南昌、九江、新余等地实现了“双气源”供应，

⁴ 天然气集团持有天然气管道公司 54% 的股权，剩余 46% 股权由国家管网集团东部原油储运有限公司（原“中国石化管道储运有限公司”）持有。

同时在南昌、九江、赣州等地建设 CNG 加气母站 8 座。此外，天然气集团在建项目还包括湖口 LNG 储配二期项目，该项目投资建设 2 座容量为 2.5 万方全容罐，配套设施及 2 公里气化外输管道，气化外输规模 200 万方/天，项目总投资 7.64 亿元，截至 2022 年 9 月末已投资 1.55 亿元，计划 2023 年底投产。

2021 年以来，公司高速公路运营业务恢复稳定，2022 年前三季度疫情对公司高速公路通行费收入的增长形成一定制约，但较 2020 年水平已显著恢复。公司目前控股路产仍为“三路两桥”，暂无其他在建及拟建路产项目。

2022 年以来，公司无新增通车路产，截至 2022 年 9 月末，公司高速公路运营里程合计 240.58 公里，均为经营性高速公路。公司目前仍为“三路两桥”的交通板块架构，“三路”包括一条国家级高速公路--瑞寻高速公路、一条地方加密线--康大高速和资溪花山界（赣闽界）至里木高速公路（以下简称“资溪高速”）；“两桥”分别是九江二桥和九江一桥。目前公司暂无在建及拟建公路项目。

2020 年新冠疫情下，受各地区实行交通管制以及 2020 年 2 月 17 日至 5 月 5 日免收车辆通行费等影响，2020 年公司车辆通行费收入显著下降。但随着疫情得到有效控制，2021 年以来，公司公路运营业务恢复稳定，2021 年实现车辆通行费收入 12.27 亿元，为 2019 年全年通行费收入的 116.41%，已超过新冠疫情前水平；2022 年 1~9 月，受疫情多点散发影响，当期实现车辆通行费收入 8.45 亿元，较去年同期下降 12.16%。分具体路段来看，九江二桥车流量及收入贡献依然最大；九江一桥车流量增长较快，但通行费收入相对不高；康大高速车流量及通行费收入亦稳步提高。此外，2021 年公司公路养护支出合计 5,832.70 万元，较上年增加 1,241.28 万元；2022 年 1~9 月，公路养护支出合计 2,026.99 万元。

表 8：近年来江西省投所属公路运营情况（万车次、亿元）

路段名称	2019		2020		2021		2022.1-9	
	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入
康大高速	648.02	2.57	736.23	2.18	839.49	3.22	527.61	2.16
瑞寻高速	552.03	2.18	609.85	1.90	578.17	2.76	389.84	2.03
九江二桥	748.97	4.01	889.19	3.16	985.70	4.31	580.47	2.58
九江一桥	729.55	1.27	652.96	1.07	900.91	1.61	621.10	1.12
资溪高速	218.02	0.51	248.23	0.43	264.26	0.63	208.86	0.52
合计	2,896.59	10.54	3,136.46	8.74	3,568.53	12.53	2,327.88	8.41

注：1、此通行费收入为公路费口径通行费收入汇总数据，与财务报表中的通行费收入存在一定差异；2、2020 年车流量为包含因新冠疫情免收通行费期间的车流量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

江西建材在江西省内竞争实力很强，规模优势突出；但江西建材的经营区域较为集中，同时水泥行业景气度易受宏观经济周期性波动及国家政策调控影响，利润空间亦受高煤价挤压，2022 年前三季度，江西建材的产销规模和利润同比降幅明显，需持续关注建材板块的业绩波动。

公司建材业务由江西建材负责经营，其中水泥相关业务的运营主体为江西建材通过江西水泥有限责任公司（以下简称“江西水泥”）控股的江西万年青水泥股份有限公司（股票代码 000789.SZ，

以下简称“万年青水泥”），江西水泥持有万年青水泥的股权比例为 42.58%。

江西建材是江西省的水泥龙头企业，旗下“万年青”牌水泥在省内拥有很强的竞争实力。近年来，江西建材水泥、熟料和商品混凝土产品产能均保持增长，截至 2022 年 9 月末，江西建材共拥有 11 条熟料生产线及 32 台水泥磨机，水泥、熟料和商品混凝土年产能分别为 2,600 万吨、1,375 万吨和 2,055 万立方米。生产布局方面，江西建材的水泥产能集中在江西和福建，熟料和商品混凝土生产线集中在江西省内。2021 年，江西建材水泥产品在江西省内的市场占有率保持在 20% 以上，在区域内拥有很强的竞争实力。

生产方面，江西建材主要产品采取以销定产的生产模式。煤炭及电力成本占水泥生产成本约 50%，是影响水泥企业盈利情况的重要因素。江西建材与山西西山煤电股份有限公司、山煤国际能源集团股份有限公司等煤炭公司建立了长期合作关系，煤炭直供量占比超过 70%。江西建材还积极推进京东慧采平台采购物资，开辟电商采购新渠道，近年来采购单位成本有所降低。电力方面，公司电力供应分为外购及自发电两部分，其中外购电是由国家电网统一输送，自发电是利用江西建材各生产线配套的余热发电系统。截至 2022 年 9 月末，江西建材已投运的余热发电机组装机容量 82.50MW，利用余热发电可满足江西建材窑系统用电量需求的一半左右。

销售方面，江西建材销售采取经销与直销相结合的方式，以经销商销售为主，重点工程项目以直销为主。江西建材货款结算以现金结算为主，票据结算为辅；对普通经销采取款到发货，对大型经销商及重点工程采取次月结算的方式，结算周期为一个月。产品销售区域方面，仍以江西省内为主，同时辐射福建、广东、浙江等周边省份，2021 年江西建材营业收入中江西省内市场贡献占比约 90%，业务经营的区域集中度较高。

2021 年，公司建材产品收入为 157.03 亿元，仍主要来自水泥和商品混凝土等相关产品的生产和销售，得益于水泥行业较高的景气度，建材产品收入继续呈增长态势，2021 年同比增幅为 23.44%；同期，江西建材水泥及商品混凝土产量分别为 2,468.67 万吨和 625.34 万立方米，产量同比均有所提高。2022 年 1~9 月，公司建材产品收入为 103.36 亿元，同比小幅增长 0.75%，主要系水泥熟料贸易收入增长带动其他收入规模大幅增加。同期，江西建材水泥及商品混凝土产量分别为 1,473.78 万吨和 431.16 万立方米，同比分别下降约 19% 和 1.6%，受疫情影响以及宏观经济下行背景下投资放缓，水泥产品的销价与销量的下降，同时原材料煤炭成本居高不下，导致江西建材利润同比下降 50% 以上。

表 9：江西建材主要产品生产销售情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
水泥产量（万吨）	2,425.47	2,409.63	2,468.67	1,473.78
水泥销量（万吨）	2,439.67	2,401.01	2,450.99	1,452.09
水泥销售平均价格（元/吨）	327.08	332.10	367.79	318.10
商品混凝土产量（万立方米）	600.10	561.13	625.34	431.16
商品混凝土销量（万立方米）	600.10	567.70	626.08	432.34
商品混凝土销售平均价格（元/立方米）	463.97	463.21	459.97	437.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资源储备方面，江西建材石灰石矿产资源储量较丰富，截至 2022 年 9 月末，江西建材共拥有 14 处石灰石矿山，已获得政府批准的石灰石储量约 7.07 亿吨，其中已获得采矿许可证的储量约 6.45 亿吨，年开采能力为 0.31 亿吨，石灰石自供比例近 100%。

江西能源经营及盈利情况易受市场价格波动影响，2021 年以来净利润仍呈波动状态；煤炭业务面临一定的去产能压力，且 2021 年以来下属煤矿发生多起安全事故，安全生产压力依然较大；江西能源资产负债率较高，债务以短期债务为主，仍需关注其未来经营及债务偿还情况。

2019 年 12 月，江西能源纳入公司合并范围，其业务以煤炭业务、焦化业务为主，同时发展建筑施工、贸易等非煤产业。截至 2021 年末，江西能源总资产 258.34 亿元，总负债 226.51 亿元，总债务 167.97 亿元，其中短期债务 120.60 亿元，资产负债率 87.68%；2021 年江西能源实现营业收入 143.74 亿元，净利润 2.01 亿元，得益于 2021 年煤炭价格强劲，当期利润扭亏为盈；2022 年 1~9 月，江西能源实现营业收入 98.34 亿元，净利润-5.63 亿元。总体来看，江西能源盈利能力受市场环境变化及矿井安全生产影响，波动较大；2022 年以来资产负债率依然偏高，且债务以短期债务为主，债务负担较重。

煤炭业务主要由江西能源下属的安源煤业集团股份有限公司（SH600397，以下简称“安源煤业”）、江西乐矿能源集团有限公司、江煤贵州矿业集团有限责任公司（以下简称“贵州矿业”）等子公司负责。

煤炭资源方面，江西省内煤炭资源储量少，江西能源积极向省外和国外进行资源收购整合，目前已拥有“省内、省外、国外”三大产区，实现跨国企业经营。为避免同业竞争，江西省加大了对其下属煤炭企业的整合力度，将江西省内优质煤炭资产整体注入上市公司安源煤业，省外煤炭生产主要由贵州矿业经营，国外矿区生产委托安源煤业管理。江西能源主要煤种有主焦煤、1/3 焦煤、无烟煤、贫瘦煤、烟煤等，主要煤炭产品有冶炼精煤、洗动力煤、混煤、筛混煤、洗末煤、块煤等，主要销往江西省内外钢铁厂、火电厂、焦化厂。截至 2022 年 9 月末，江西能源主要生产矿井保有地质储量为 35,320.90 万吨。

煤炭生产方面，截至 2022 年 9 月末，江西能源主要生产矿井产能合计 464 万吨/年，其中约 299 万吨/年的产能位于江西省内。2021 年及 2022 年 1~9 月，江西能源煤炭产量分别为 222.53 万吨和 132.87 万吨，2021 年产量下降主要系当期关闭退出了产能 45 万吨/年的沿沟煤矿，2022 年前三季度产量下降主要系尚庄煤矿、山西煤矿安全事故和丰城区域所属煤矿停产整顿等因素影响所致。在建项目方面，截至 2022 年 9 月末，公司在建矿井为群力煤矿（赣兴煤矿），产能为 60 万吨/年，总投资额 4.84 亿元，已投资 4.78 亿元，目前处于试运转状态。此外，2022 年以来，江西能源未收到去产能补助。

安全生产方面，子公司安源煤业煤炭资源禀赋较差、地质条件复杂，在煤炭开采及矿井开采深度增加过程中容易产生安全隐患，2021 年以来下属煤矿发生多起安全事故，安全生产压力较大，对煤炭产销量、开采成本等产生负面影响。2021 年 2 月山西煤矿发生安全事故，本次实际停产天数为 55 天；2021 年 12 月，安源煤业所属尚庄煤矿发生安全事故，本次实际停产天数为 59 天；2022 年 3 月，安源煤业所属山西煤矿发生安全事故，本次实际停产天数为 18 天；2022 年 3 月，安源

煤业所属尚庄煤矿发生安全事故，本次实际停产天数为 180 天，现已恢复生产。

煤炭销售方面，2021 年由于原煤产量的下降，商品煤销量下降至 208.05 万吨，但得益于煤炭价格的大幅走高，当期销售收入增加 4.31 亿元至 18.84 亿元，毛利率水平亦有较大提升。2022 年 1~9 月，煤炭价格持续走高，但由于部分矿井发生安全事故及停产整顿影响，导致公司商品煤销量下降，公司商品煤销售收入同比下降 8.69%。

表 10：近年来煤炭生产销售情况（万吨、元/吨、亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
商品煤产量	301.25	244.63	222.53	132.87
商品煤销量	281.43	240.89	208.05	133.42
商品煤均价	616.50	604.52	770.64	858.61
商品煤销售收入	17.47	14.53	18.84	11.46
商品煤毛利率	23.98%	19.66%	30.31%	12.04%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，煤炭开采属于高危行业，且江西能源开采机械化程度较低，安全生产压力大，中诚信国际持续关注公司面临的相关安全生产风险。

焦炭业务主要由丰矿集团子公司丰城新高焦化有限公司（以下简称“新高焦化”）负责经营。截至 2022 年 9 月末，江西能源焦炭产能为 110.00 万吨/年，较上年末无新增产能。2021 年，焦炭产量和销量分别为 85.20 万吨和 85.10 万吨，2021 年产量与上年持平，产能利用率持续偏低原因系受制于环保措施不完善；2022 年 1~9 月，焦炭产量和销量均为 53.90 万吨，同比分别下降 17.46%、17.58%，主要系当期焦炭生产成本与销售价格倒挂，公司收缩了生产、产能利用率进一步下降。销售对象方面，仍主要为新余钢铁集团有限公司、江西萍钢实业股份有限公司和福建省三钢集团有限责任公司等钢铁生产企业。

焦炭销售方面，2021 年和 2022 年 1~9 月公司分别实现焦炭销售收入 28.43 亿元和 20.27 亿元，毛利率分别为 15.55%和-7.05%。得益于焦炭价格上涨，2021 年焦炭销售收入及盈利水平均显著提升；2022 年 1~9 月，焦炭价格上涨幅度不及原材料焦煤价格的上涨幅度，导致该业务转为亏损。总体来看，江西省投焦化业务盈利能力易受焦化产品价格波动影响，经营抗风险能力较弱。

表 11：近年来焦炭生产销售情况（万吨、元/吨、亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
焦炭产量	79.67	85.20	85.20	53.90
焦炭销量	79.60	86.77	85.10	53.90
焦炭平均生产成本	1,917.07	1,697.08	2,452.50	3,224.42
平均销售价格	1,810.56	1,852.29	2,806.76	3,012.01
焦炭销售收入	15.76	17.10	28.43	20.27
焦炭毛利率	-6.16%	9.98%	15.55%	-7.05%

注：上表中焦炭销售收入是以新高焦化的财务报表收入口径填列，包括焦炭产品及其副产品产生的收入，故与平均销售价格乘以焦炭销量存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着赣江控股股权划入公司，公司新增基础设施及保障房建设业务，赣江控股作为赣江新区内重

要的基础设施建设主体，区域主体地位重要，项目储备较为充足，存在一定的资本支出压力。

根据公司 2022 年 8 月 22 日发布的《江西省投资集团有限公司关于赣江控股集团有限公司股权无偿划入的公告》显示，根据《赣江新区管委会 2022 年第 11 次主任办公会会议纪要》，赣江新区管理委员会（以下简称“赣江新区管委会”）将其持有赣江控股 90% 股权无偿划拨至公司。本次股权划入不基于交易行为而发生，划转后，赣江控股的控股股东由赣江新区管委会变更为公司，实际控制人变更为江西省国资委。2022 年 8 月 18 日，相关工商变更手续已完成。截至 2022 年 9 月末，赣江控股注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 30.02 亿元，公司持有赣江控股 90% 的股权，江西省行政事业资产集团有限公司持有其 10% 股权。股权划转完成后，后续公司对赣江控股在业务整合、人员管理和战略调整等方面的工作仍在推进中。

赣江控股是赣江新区内重要的基础设施建设主体，主要从事赣江新区内的基础设施及保障房建设业务，同时还从事商品贸易、商品房销售、物业租赁、市政管养、劳务服务和股权投资等业务。依据公司将赣江控股纳入 2022 年三季度合并报表范围的口径⁵，截至 2022 年 9 月末，赣江控股总资产为 391.70 亿元，所有者权益合计为 105.73 亿元，资产负债率为 73.01%；2021 年及 2022 年 1~9 月，赣江控股分别实现营业收入 47.67 亿元和 38.59 亿元、实现净利润 0.96 亿元和 -2.06 亿元⁶。

赣江控股的基础设施和保障房建设主要由赣江控股本部和子公司江西赣江中医药科创城建设投资集团有限公司（以下简称“中医药科创投”）、赣江新区城市建设实业有限公司（以下简称“城建实业”）、赣江新区儒乐湖建设投资有限公司（以下简称“儒乐湖建投”）公司负责，受赣江新区管委会委托，赣江控股本部主要从事赣江新区范围内的基础设施和保障房建设、中医药科创投主要负责中医药科创城片区的建设、城建实业主要负责赣江新区直管区的建设、儒乐湖建投主要负责儒乐湖新城片区的建设。

从业务模式来看，赣江控股的基础设施建设和保障房业务主要采取代建和自建自营两种模式，项目建设资金主要来自赣江控股自有资金、外部融资和财政资金等。对于代建项目，赣江控股和赣江新区管委会签订代建协议，赣江控股具体负责项目的开发建设和管理等事宜；赣江新区管委会每年末根据项目进度，按照成本加成的方式与赣江控股办理结算，赣江控股据此确认基础设施建设收入，并结转相应成本。此外，赣江控股部分基础设施建设项目采取自建自营模式，通过运营产生收益。

2020~2021 年及 2022 年 1~9 月，赣江控股实现建筑工程收入分别为 13.69 亿元、14.22 亿元和 9.42 亿元⁷，除零星工程外均为项目代建收入。近年来，赣江控股建筑工程业务收入增长，主要系赣江新区批复成立时间较晚，大型基础设施工程近年来陆续开工建设，赣江控股的承接工程建设量增加所致。截至 2022 年 9 月末，赣江控股主要在建项目包括南昌市绕城高速公路西二环（厚田至乐

⁵ 此财务数据口径，未包含南昌金开集团有限公司、南昌临空经济区城市建设投资开发集团有限公司、共青城财政管理投资有限公司及永修县城市建设投资开发有限公司四个组团的平台公司。

⁶ 此营业收入及净利润口径，为赣江控股在 2021 年及 2022 年 1~9 月期间实现的营业总收入及净利润，而非按非同一控制下企业合并、江西投资从取得赣江控股实控权之日起至 2022 年 9 月 30 日期间的数据。

⁷ 此收入口径，为赣江控股在 2021 年及 2022 年 1~9 月期间实现的总建筑工程收入，而非按非同一控制下企业合并、江西投资从取得赣江控股实控权之日起至 2022 年 9 月 30 日期间的数据。

化段)及其连接线(经开至永修段)工程、江西省转化医学研究院项目等,计划总投资100.73亿元,尚需投资63.55亿元;同期末,赣江控股拟建项目71.33亿元。整体来看,赣江控股在建及拟建项目储备较为充足,存在一定的资本支出压力。

表 12: 截至 2022 年 9 月末赣江控股主要在建项目 (亿元)

项目名称	业务模式	计划总投资	累计投资	尚需投资
南昌市绕城高速公路西二环(厚田至乐化段)及其连接线(经开至永修段)工程	代建	32.22	12.50	19.72
江西省转化医学研究院项目	自建自营	15.40	3.05	12.35
赣江新区鸿信大厦	自建自营	12.02	3.82	8.20
国家级数字技能人才培养基地一期-技工学校西区项目(位于永修县)	自建自营	7.00	1.62	5.38
赣江新区中学	自建自营	8.00	4.00	4.00
中医药科创城片区安置房	代建	7.51	4.13	3.38
赣江新区金桥片区安置房项目	代建	6.66	3.92	2.74
神农岭本草园一期(位于永修县)	自建自营	5.00	1.39	3.61
国家级技能人才培养综合园区公共配套一期-路网工程	代建	4.07	1.38	2.69
九银金融大厦(收取九江银行代建费)	代建	2.85	1.37	1.48
合计	-	100.73	37.18	63.55

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

表 13: 截至 2022 年 9 月末赣江控股主要拟建项目 (亿元)

项目名称	计划总投资	建设周期
中医药科创城中景雅苑三期	5.60	3年
国家级数字技能人才培养基地二期-技工学校西区项目	7.00	3年
国家级数字技能人才培养基地三期-技工学校西区项目	9.00	3年
国家级数字技能人才培养基地四期-技工学校西区项目	18.00	3年
儒乐湖第一小学	1.81	2年
儒乐湖第二小学	2.29	2年
赣江新区直管区儒乐湖数字经济产业园及配套项目	27.63	3年
合计	71.33	-

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

此外,赣江控股的商品贸易业务主要由子公司江西鼎全贸易有限公司(以下简称“鼎全贸易”)等负责,主要销售钢材、有色金属等建材。销售对象主要为赣江控股及其子公司的项目施工方。鼎全贸易先与客户签订商品销售合同,根据客户需求选择供应商并签订商品采购合同,采用先款后货的采购模式;随后鼎全贸易与客户约定仓库交割,商品交付前的仓储费、过户费等仓储类费用由鼎全贸易承担,商品由客户自提,客户另有要求的,鼎全贸易可代办托运,费用由客户承担。客户收到商品验收合格后,一般需在1个月内向鼎全贸易付清全部货款,付款方式以电汇为主。近年来,受益于赣江新区基础设施建设项目规模增加、建材需求增加,赣江控股商品贸易业务规模快速增长,2020~2021年及2022年1~9月,赣江控股实现商品销售收入分别为14.81亿元、

30.63 亿元和 26.71 亿元⁸，为赣江控股营业收入的主要来源之一。

建筑施工业务收入规模持续增长，项目储备依然较为充足；公司其他业务辐射范围较广，2021 年以来仍呈稳步发展态势。

公司建筑施工业务主要由江西能源子公司中鼎国际建设集团有限责任公司（以下简称“中鼎国际”）负责运营。建筑施工资质方面，中鼎国际拥有矿山工程施工总承包特级资质、建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级等资质以及商务部批准的对外承包工程经营资格，国家援外成套项目 A 级资质，是中国对外承包工程商会的理事单位。2021 年，中鼎国际新签订建筑施工合同 130 个，合同金额 48.68 亿元；实现收入 51.43 亿元，同比增长 11.63%。2022 年 1~9 月，公司新签订建筑施工合同 174 个，合同金额 62.75 亿元，实现收入 30.60 亿元。截至 2022 年 9 月末，公司在建未完工施工项目共 114 个，涉及合同金额共计 220.97 亿元；已签约未开工项目 4 个，涉及合同金额 13.73 亿元。总体来看，2022 年以来建筑施工板块业务运营稳定，项目储备依然较为充足。

公司其他业务板块主要包括环保板块、大数据、成品油、房地产开发等。其中环保板块是公司未来重点发展的业务领域之一，主要涉及领域包括城乡环卫、垃圾焚烧发电、水环境治理、土壤修复、固废处置、生态循环农业、环保设备制造、环境咨询服务等方面，目前仍处于项目拓展布局阶段。2022 年，环保板块实现营业收入 2.71 亿元，主要系兴国、于都生活垃圾焚烧发电项目投产运营，以及格丰航凯、进贤博华污水处理厂陆续投产所致。

成品油业务方面，公司石油贸易以石油批发为主，兼营加油站等零售业务。在石油批发业务方面主要采取外采外销模式，天然气集团全资子公司江西省江投能源供应链有限公司作为中石油和中石化的中间商，向中石油采购油品，通过自营加油站及油库批发销售，从中赚取价差。结算方式为按月结算，以全额预付货款为主、少数货到付款。近年来，由于公司持续深化与中石化公司的“他有我营”合作模式，主要选择富昌石油赣州公司康大服务区加油站、九江加油站、抚州加油站为合作站点进行销售，使得销量激增。2021 年及 2022 年 1~9 月，公司分别实现成品油业务收入 15.49 亿元和 21.21 亿元，呈逐年大幅增长趋势，但盈利空间相对较小。

财务风险

中诚信国际认为，近年来公司营业总收入持续提升，总资产收益率逐年有所下滑，但仍处于相对较好水平，但 2022 年以来受建材及煤炭业务板块盈利状况变化影响，公司利润总额显著下滑；随着持续扩大的业务规模及并表范围增加，公司资产规模保持较快增长，同时对外部融资的需求进一步加大，债务规模亦持续扩大，财务杠杆比率不断上升，且已处于相对较高水平；经营活动净现金流对利息支出具有较好的保障能力，但非受限货币资金不能对短期债务形成足额覆盖，公司合并口径和母公司均面临一定的短期偿债压力，但较为通畅且多元的融资渠道以及尚有一定的融资空间等为公司流动性提供了较好支持，且母公司财务弹性亦较强，以上因素为公司较低的财务风险提供了良好保障。

⁸ 此收入口径，为赣江控股在 2021 年及 2022 年 1~9 月期间实现的总商品销售收入，而非按非同一控制下企业合并、江西投资从取得赣江控股实控权之日起至 2022 年 9 月 30 日期间的数据。

盈利能力

公司收入来源多元化，2021 年营业总收入继续增长，整体营业毛利率基本维持稳定，利润总额同比稳步增加；2022 年前三季度，公司营业总收入仍保持增长，但由于建材产品及煤炭业务板块盈利状况变化较大，公司利润总额显著下滑。公司近年总资产收益率逐年有所下滑，但仍处于相对较好水平。

公司业务板块较多，收入来源多元化。2021 年公司实现营业总收入 420.20 亿元，较上年增长 69.22 亿元。从收入构成来看，建材产品销售收入仍为公司最重要的收入来源，且得益于水泥行业较高的景气度，2021 年建材产品收入持续增加，对公司收入增长贡献较大；商品煤及煤炭延伸业相关收入小幅增长，系公司营业收入的第二大来源；随着天然气管道陆续建设投产，公司天然气销量逐年扩大，2021 年天然气业务收入大幅增长至 53.69 亿元；电力板块及建筑施工收入仍是公司营业收入的重要构成，2021 年同比较为稳定；车辆通行费收入占比相对较小，但 2021 年公路运营业务恢复情况较好，当期收入规模大幅增加且已超过疫情前水平。此外，公司其他业务收入仍主要系成品油、房地产销售、租赁等业务收入，2021 年持续稳步增加。2022 年 1~9 月，公司营业总收入较上年同期增加 35.40 亿元至 342.57 亿元，增长主要来自新增火电机组投产带动电力板块收入增长，以及国际主要能源价格上升带动天然气销售收入增长。

毛利率方面，2021 年公司营业毛利率为 17.76%，较上年基本持平。具体业务来看，煤炭及电力板块业务盈利能力变化较大，主要系受到煤炭价格走高影响，商品煤及煤炭延伸业毛利率大幅提高，电力板块由盈转亏。天然气业务、建材产品销售及建筑施工板块毛利率相对稳定；公路运营业务毛利率同比提高，且已恢复至疫情前水平。2022 年 1~9 月，公司营业毛利率下滑至 11.00%，受疫情影响以及宏观经济下行背景下投资放缓，水泥产品的销价与销量的下降，同时原材料煤炭成本居高不下，导致收入占比较高的建材产品毛利率显著下滑；此外，由于部分矿井停产整顿，同时焦炭价格上涨幅度不及原材料焦煤价格的上涨幅度，商品煤及煤炭延伸业务毛利率较上年下降较大，但当期电力板块扭亏为盈。

表 14：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入来源	2019		2020		2021		2022.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力板块	29.61	18.08	28.47	19.40	28.41	-2.11	40.43	7.47
天然气板块	39.38	4.52	34.88	4.69	53.69	5.51	50.71	4.83
车辆通行费	10.54	56.43	8.47	44.45	12.27	56.14	8.45	54.32
建材产品	117.52	30.83	129.86	27.67	157.03	25.98	103.36	14.88
商品煤及煤炭延伸业务	46.78	9.88	72.81	7.91	78.87	14.59	66.65	6.68
建筑施工	40.61	4.90	38.13	8.15	45.26	8.38	31.69	9.18
其他	30.11	19.68	38.36	14.73	44.67	20.76	41.28	11.85
合计	314.55	19.63	350.98	17.31	420.20	17.76	342.57	11.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用仍以财务费用和管理费用为主，近三年财务费用变化不大，随着业务规模的扩大及人员工资等日常开支增加，管理费用逐年增长，带动期间费用有所增加；得益于营业总收入上升，

2021 年期间费用率仍维持稳定。2022 年 1~9 月，期间费用率小幅降至 9.69%。

利润总额构成方面，经营性业务利润仍是最主要来源，得益于营业总收入增加，同时营业毛利率及期间费用率均维持稳定，2021 年公司经营性业务利润同比增长 6.07 亿元至 31.32 亿元，其中包括其他收益 3.92 亿元，主要系财政贴息补助、亏损补贴、三废退税及奖补资金等，其规模较上年略有减少。投资收益亦对利润总额形成一定补充，2021 年公司实现投资收益 4.65 亿元，较上年有所减少，主要来自对部分合营、联营企业以及相关基金投资形成的收益；同期，公司资产减值损失为 3.35 亿元，主要系部分原材料及库存商品的跌价准备，应收类账款的信用减值损失为 1.61 亿元，对利润总额有一定侵蚀。上述因素共同影响下，2021 年公司实现利润总额 30.68 亿元，同比小幅增加 2.48 亿元。2022 年 1~9 月，公司利润总额较上年同期大幅减少 64.52% 至 8.57 亿元，主要系综合毛利率下降所致。近三年，由于公司盈利指标表现相对稳定，而资产总额保持增长，使得总资产收益率逐年有所下滑，但仍处于相对较好水平。

表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~9
期间费用率	11.87	10.56	10.49	9.69
经营性业务利润	25.17	25.25	31.32	6.74
其他收益	3.49	4.11	3.92	4.53
资产减值损失	2.55	4.00	3.35	0.06
信用减值损失	-0.17	0.13	1.61	0.21
投资收益	8.16	7.00	4.65	3.46
利润总额	30.31	28.20	30.68	8.57
总资产收益率	6.47	5.60	5.06	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2021 年以来，随着业务规模逐步扩大，公司总资产及有息债务持续增长，财务杠杆率亦进一步提高；公司资产仍以公路、发电设备、天然气管网、矿井等经营性资产为主，整体资产质量较好；短期债务规模呈增长态势，公司面临短期偿债压力，需关注未来资本结构调整情况。

公司系江西省重要的国有资本投资运营平台，具有重要战略地位。近年来随着各业务板块的持续发展，公司资产规模保持增长；2022 年前三季度，公司获得了政府划拨的赣江控股股权，致使公司货币资金、存货和投资性房地产等规模大幅增长，带动公司资产总额随之增长，同期末总资产为 1,475.91 亿元，较上年末增长 48.54%。

公司目前已逐步形成电力、天然气、交通、建材、煤炭、建筑施工为主业，贸易、房地产等相关辅业协调发展的业务格局；此外，随着三季度并表赣江控股，公司主业新增基础设施建设业务板块。公司资产呈现以非流动资产为主的资产结构，2021 年其占总资产的比重已超过 65%，2022 年 9 月末，由于划入的赣江控股以流动资产为主，公司非流动资产占比有所下降。公司资产主要包括由基础设施及保障房项目投入形成的存货，以持有的经营性物业资产为主的投资性房地产，以经营性高速公路、各业务板块房屋及机械设备为主的固定资产，由天然气管网工程、电力机组项目、矿井、水泥生产线等投入形成的在建工程，以土地使用权、采矿及探矿权为主的无形资产，对新疆天山水泥股份有限公司、对江西省铁路航空投资集团有限公司、江西银行股份有限公司、

江西亚东水泥有限责任公司等企业的股权投资，以及各业务板块经营所产生的下游客户应收款项及煤炭板块应收往来款。其中，2022 年前三季度，随着丰电三期#7 机组、信丰电厂从在建工程陆续转固，同期末公司固定资产大幅增长；同期，天然气管网工程、电力机组项目、矿井建设等投入力度较大以及并表赣江控股新增在建基建项目，公司在建工程稳步增长。综合来看，公司直接或间接持有上市公司赣能股份、万年青、安源煤业的股权，具有一定变现能力；同时，公司拥有的经营性高速公路、天然气管网资产、经营性物业相关资产能够为公司带来较为稳定的现金流入，此外相关合营、联营企业可为公司贡献较为稳定的投资收益，公司整体资产质量较好。

公司经调整的所有者权益⁹主要以少数股东权益和资本公积为主，近年来随着非全资子公司经营利润累积，公司少数股东权益稳步增加；2022 年 9 月末，得益于赣江控股股权的无偿划入，公司资本公积大幅增长 77.94 亿元至 153.01 亿元，资本实力有所充实；此外，受煤炭业务板块经营亏损影响，公司未分配利润持续为负，同期末未分配利润为-21.81 亿元，较上年末小幅走扩。

随着公司建设项目的持续投入，公司总资本化比率呈逐年增长态势，将公司发行的永续债券纳入债务核算后，2022 年 9 月末公司总资本化比率已超过 69%，公司财务杠杆处于较高水平。公司债务和财务杠杆增长情况将取决于项目投资资金需求和经营性业务现金回款情况，从当前公司主营业务在建和拟建项目情况来看，随着公司业务发展及扩大融资规模，预计中短期内公司财务杠杆将呈提升态势。

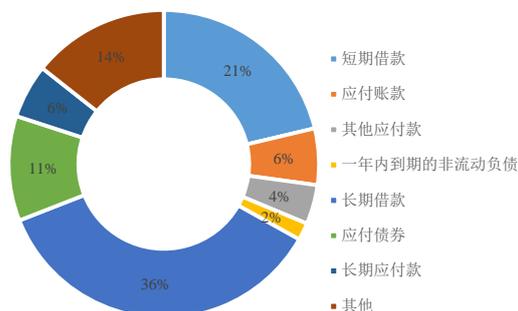
表 16：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	131.21	150.05	169.16	243.73
存货	49.63	43.98	45.25	124.28
投资性房地产	4.70	4.79	3.95	75.78
固定资产	315.48	332.31	345.45	412.41
在建工程	54.57	66.88	118.19	121.96
无形资产	50.62	51.16	50.98	75.14
总资产	769.27	874.28	993.58	1,475.91
非流动资产占比	66.63	66.33	65.71	58.39
总债务	372.90	461.32	554.47	890.43
短期债务/总债务	49.96	43.24	37.03	34.62
经调整的所有者权益	269.01	276.78	290.16	386.26
总资本化比率	58.09	62.49	65.65	69.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

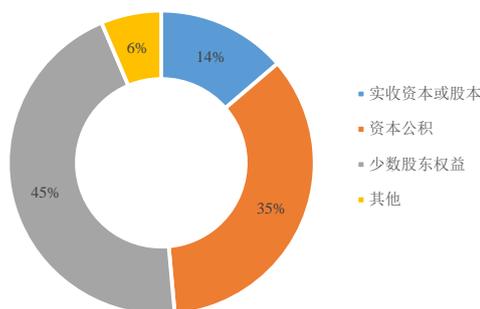
⁹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2022 年 9 月末其他权益工具规模为 88.66 亿元，占同期末所有者权益的比重约 19%。

图 3：截至 2022 年 9 月末公司总负债构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年 9 月末公司经调整所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

公司主营业务的收现情况较好，近年来，投资活动现金流缺口进一步扩大，仍较为依赖外部融资；EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出具有较好的保障能力，但非受限货币资金不能对短期债务形成足额覆盖，公司合并口径和母公司均面临一定的短期偿债压力。

公司主营业务的收现情况较好，2021 年公司收现比为 1.01 倍，2022 年前三季度收现比率小幅回落。2021 年得益于营业收入增长及支付往来款减少，经营活动净现金流有所增加，但依然无法覆盖投资需求，且因天然气板块、电力板块等在建项目投资力度加大，2021 年投资活动现金流缺口进一步扩大，仍需依赖外部融资弥补，因此当期筹资活动净现金流亦有所增加。2022 年 1~9 月，由于当期大宗原材料成本大幅上涨以及往来款净流出规模增加，公司经营活动净现金流入规模同比下降较多；公司维持较大规模的投资支出，但由于合并赣江控股增加货币资金约 70 亿，计入收到其他与投资活动有关的现金，使得当期投资活动现金流缺口大幅收窄，筹资活动仍保持较大规模净流入状态。

表 17：近年来公司现金流相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-9
经营活动产生的现金流量净额	31.71	28.49	42.05	6.64
投资活动产生的现金流量净额	-34.31	-61.92	-97.11	-19.49
筹资活动产生的现金流量净额	13.05	57.80	63.01	68.80
收现比	1.02	1.06	1.01	0.99

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着持续扩大的业务规模及并表范围增加，公司对外部融资的需求进一步加大，公司有息债务持续上升，主要来自长期借款（以质押借款为主）、发行的多期可续期债券、中长期债券等长期债务的增加，同时公司亦融入短期借款和发行超短期融资券应对短期资金缺口。债务结构方面，子公司江西能源和江西建材的债务均以短期债务为主，公司合并口径短期债务占比虽持续压降，2022 年 9 月末短期债务占比为 34.62%，但仍处于较高水平，同时短期债务规模仍呈增长态势，非受限货币资金无法足额覆盖短期债务的偿还，仍需关注公司短期债务偿还安排。

表 18：截至 2022 年 9 月末公司债务到期分布（亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	2022.10-12	2023 年	2024 年	2025 年及以后
银行贷款	4.45%	582.79	53.93	247.52	62.00	219.34

债券融资	3.87%	141.50	11.61	40.02	52.57	37.31
非标融资	5.41%	17.53	0.70	3.56	2.83	10.44
永续债	3.86%	112.29	3.70	45.56	31.03	32.00
合计	4.30%	854.12	69.93	336.67	148.43	299.09

注：2022 年 9 月末总债务计算口径中包括同期末应付票据全部余额，而上表中融资余额，企业仅统计了应付票据中约 7 亿元有息部分，故存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

主营业务板块产生的经营性业务利润及来自参股公司的投资收益为公司利润总额及 EBITDA 的主要构成部分；近年来，受总债务规模增幅较快影响，EBITDA 对债务本息覆盖能力逐年下降，但仍能足额保障利息支出；经营活动净现金流对利息覆盖倍数有所波动，2022 年前三季度，经营活动净现金流对利息支出保障能力较弱；公司整体偿债指标趋向弱化。

表 19：近年来公司偿债指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.9/2022.1~9
总债务	372.90	461.32	554.47	890.43
短期债务占比	49.96	43.24	37.03	34.62
EBITDA	66.75	63.13	66.32	-
总债务/EBITDA	5.59	7.31	8.36	-
EBITDA 利息覆盖倍数	3.55	3.30	3.09	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.69	1.49	1.96	0.35
非受限货币资金/短期债务	0.67	0.68	0.77	0.69

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本部情况

母公司承担了较多融资职能，债务规模逐年增长，短债占比较高且呈提升态势，母公司货币资金不能对短期债务形成足额覆盖，面临一定的短期偿债压力；但同时，母公司财务杠杆比率处于适中水平，融资渠道较为通畅，资本市场认可度较高，整体来看母公司财务弹性较强。

母公司方面，资产规模呈稳步增长趋势，长期股权投资系母公司资产的最主要构成，2021 年末同比小幅增加，2022 年 9 月末由于获得了政府划拨的赣江控股股权，致使母公司长期股权投资规模大幅增长；其他应收款主要为母公司应收天然气集团的往来款，规模维持稳定；2021 年末，母公司一年内到期的非流动资产增加较多，主要系对子公司等借款陆续到期而转入流动资产所致。母公司有息债务持续上升，主要来自短期借款、发行的多期可续期债券以及中长期债券等。母公司经调整的所有者权益¹⁰以实收资本和资本公积为主，2022 年 9 月末，经调整的所有者权益同比增长明显，主要系政府划拨的赣江控股股权导致的资本公积增加。资本结构方面，2022 年 9 月末，受益于自有资本实力的增强，母公司财务杠杆水平有所压降，但短期债务持续增长且占比偏高，母公司面临较大的短期偿债压力。

母公司主要承担管理和融资职能，不参与实际业务运营，2021 年以来营业收入仍主要系利息收入和少部分房租收入，同比略有增加。期间费用主要为财务费用和管理费用，期间费用率持续高企，导致母公司经营性业务利润仍为负。母公司利润主要来自投资收益；2021 年，由于参股企业分红、债务重组利得等同比减少，导致净利润大幅降至 0.71 亿元；2022 年 1~9 月，由于减持赣能股份

¹⁰ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2022 年 9 月末母公司其他权益工具规模为 79.73 亿元，占同期末母公司所有者权益的比重约 27%。

收到投资收益同比大幅增长，母公司净利润增加至 1.95 亿元。

母公司经营活动现金流主要为往来款资金的流入和流出，投资活动现金流主要是对外投资以及子公司借款的流入和流出，资金平衡更多依赖外部融资。偿债能力方面，母公司无受限货币资金，而非受限货币资金/短期债务始终处于较低水平，2021 年末虽有所提高，仍无法足额覆盖短期债务，2022 年 9 月末母公司非受限货币资金/短期债务仅为 0.21 倍，较上年末基本持平，母公司短期偿债压力较合并口径更大。但同时，母公司直接融资渠道和间接融资渠道均较为通畅，且其注册通过了多品种债务融资工具，以上均可为集团提供较好的流动性支持，再者较低的融资成本亦反映出母公司在资本市场的认可度较高，整体来看母公司财务弹性较强。

风控及资源调度能力

公司建立了较为完善的风险管理制度，重大事项审批流程较为清晰；公司整体资产质量较好，拥有较为畅通的直接及间接融资渠道，可获得整体较为充裕的金融机构授信和其他金融资源，具备强的金融资源协调能力。

风险控制水平方面，公司按照《公司法》、《企业内部控制指引》等相关要求，结合自身行业特点，建立了包括财务管理、资金管理、预算管理、担保管理、投资管理、子公司管理、关联交易管理、安全生产管理以及信息披露制度等一系列内部控制制度，风险管理制度较为完善，重大事项审批流程较为清晰。公司以“要素管理、分类授权、流程把控”为依托，完善“集团总部-产业平台-基层企业”的三级管控体系，形成“各司其职、各负其责”的规范母子公司管理模式，由董事会对风险管理、内部控制和法律合规管理制度及有效实施进行总体监控和评价。

金融资源调度能力方面，从直接融资看，公司直接或间接持有上市公司赣能股份、万年青、安源煤业的股权，且目前无股权质押，同时公司在债券市场发行较为活跃，且认可度较高，资本市场融资渠道通畅；此外，公司目前受限资产比例较低，仍有一定抵质押融资空间，可整体获得较为充裕的金融机构授信和其他金融资源，间接融资能力强；整体来看，公司整体资产质量较好，具备强的金融资源协调能力。

具体来看，在保持上市公司经营和财务独立性的同时，资金集中管理方面，集团资金结算中心负责集团的资金监控、资金预算、资金结算、资金筹集、风险控制、借贷资源优化等，并全面上线资金管理系统，将下属子公司银行账户纳入资金管理系统，同时要求下属公司在集团统筹安排下办理对外融资等并接受集团资金结算中心的监管，实现了集团资金的统一管控，实时掌控各子公司的账户头寸和各种资金收付信息。下属公司在集团资金结算中心的活期存款按合作银行协定存款利率计算存款利息，定期存款按高于合作银行同期市场化存款利率结算存款利息，同时集团资金结算中心统筹资金使用，对外部融资困难且有资金需求的下属公司，通过发放内部贷款的方式提供金融支持和资金保障。此外，集团财务管理部目前正推进多银行现金管理系统建设，后续将在主要合作银行建立资金池。人员管理方面，集团对所属全资及控股子公司（含相对控股企业及分公司）实行委派财务总监制度，并实行财务总监联签制度。担保管理方面，集团及所属企业对内担保实行分级管理，原则上集团只对其直接投资并控股的企业提供担保，所属企业只对其直接投资并控股的企业提供担保；集团对内担保和所属二级子企业之间互相担保由集团负责审批。集

团及所属企业原则上不对外担保，如确需对外担保的，应严格对外担保的各环节管理，在上报集团总经理办公会审议后，必须经董事会批准。整体来看，母公司在集团层面制定了较为完善的风险管理制度，集团具备强的金融资源协调能力。

表 20：近年来母公司主要财务指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.1~9
营业总收入	1.42	2.56	2.85	2.44
营业毛利率	18.31	22.84	23.20	100.00
投资收益	2.38	3.96	2.72	2.60
净利润	0.03	2.60	0.71	1.95
资产总额	237.80	267.15	289.68	391.18
资产负债率	45.51	40.14	35.47	27.18
经调整的所有者权益	129.59	130.02	127.07	205.12
总资本化比率	41.70	50.31	54.04	46.96
总债务	92.67	131.64	149.41	181.59
短期债务占比	35.56	35.25	36.62	36.94
经营活动净现金流	1.20	-11.33	6.82	0.49
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.67	-5.51	1.31	0.12
EBITDA 利息覆盖倍数	0.03	2.11	0.94	-
非受限货币资金/短期债务	0.31	0.17	0.21	0.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

未决诉讼方面，截至 2022 年 11 月 22 日，公司超过 5,000 万元以上的重大未决诉讼案件共有 2 起，均为涉及中鼎国际的建设工程施工合同纠纷，目前案件在执行阶段，中鼎国际诉讼地位为申请执行人，涉案金额合计 1.16 亿元，对公司经营情况的影响总体有限。对外担保方面，截至 2022 年 9 月末，公司合并口径¹¹对外担保余额为 3.00 亿元，占同期末净资产的比重为 0.63%，被担保对象为共青城青创集团有限公司。

表 21：截至 2022 年 9 月末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	共青城青创集团有限公司	国有企业	3.00
合计			3.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2022 年 11 月 22 日，公司本部存在 3 笔已结清关注类贷款，系中国工商银行股份有限公司南昌北京西路支行按照当时五级分类管理要求产生的关注类信用记录，实际查询显示公司均正常还本付息，无欠息、垫款等情况。截至目前，公司无未结清不良信贷记录，亦未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

假设与预测¹²

假设

——2022 年，江西投资仍作为江西省国有资本投资运营平台，且随着三季度并表赣江控股，公司

¹¹ 不包含公司并表范围内专业融资担保子公司的对外担保额。

¹² 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

主业将增加赣江新区的基础设施建设业务，其他核心业务组合无显著变化。

——2022 年，得益于新增火电机组投产电力板块收入增幅将较大，国际主要能源价格上升带动天然气板块收入保持较快增长，建材产品、商品煤及煤炭延伸业板块盈利能力下滑，高速公路板块及基础设施建设板块运营相对稳定。整体来看，预计江西投资营业总收入将稳步增长，盈利能力将有所下滑。

——2022 年，公司生产经营类投资规模预计在 77~85 亿元，股权类投资规模在 60~66 亿元。

——2022 年公司债务规模将呈增长态势，预计新增债务性及权益性融资约 175~194 亿元。

预测

表 22：公司重点财务指标预测情况

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率（%）	62.49	65.65	58.82~71.89
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.30	3.09	1.55~1.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较为充足，未来一年的流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

从流动性方面来看，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，截至 2022 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 1,661.69 亿元，未使用授信额度为 1,113.98 亿元，备用流动性充足。同期末，公司可动用账面资金¹³为 243.53 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。从直接融资看，公司直接或间接持有上市公司赣能股份、万年青、安源煤业的股权，同时公司在债券市场发行较为活跃，且认可度较高，资本市场融资渠道较为通畅。从融资空间看，截至 2022 年 9 月末，公司合并口径受限资产账面价值合计 93.51 亿元，占总资产的比重为 6.34%，主要包括受限保证金、大额定期存单以及因借款质押或抵押的长期应收款、固定资产、投资性房地产等，公司仍有一定抵质押融资空间。整体来看，在较强的金融资源调度能力支持下，公司具备较好的流动性。

公司的流动性需求主要来源于主营业务板块的日常生产经营，电力、煤炭、基建等板块的项目建设，对外的股权类投资以及债务还本付息，预计未来一年公司仍将保持较大规模的投资支出，资金需求量较大。同时，截至 2022 年 9 月末公司未来一年到期债务规模约 300 亿元，规模较大；此外，2021 年公司资本化、费用化以及永续类债务融资工具利息支出合计 21.49 亿元，预计未来一年随着公司债务规模的增长，利息支出将继续增加。综上所述，公司未来一年的流动性需求虽较大，但良好的流动性来源可对其流动性需求形成有效覆盖，公司流动性较为充足。

¹³ 可动用账面资金=未受限货币资金+交易性金融资产

ESG 分析

中诚信国际认为，公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司煤炭、火电、水泥等主营业务板块在资源利用、碳排放、污染及环保政策等方面面临着一定环境风险，为应对此问题，公司在安全环保生产和环境保护方面进行了一定投入。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高，但近年来子公司江西能源下属煤矿发生多起安全事故，安全生产压力较大。

公司治理方面，公司已建立了由出资人、董事会、监事会以及经理层组成的较为健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构较为完善，公司战略规划较为明确，但由于下属公司众多，部分管理制度正在完善当中，同时公司子公司所涉及业务板块较多，受行业政策及市场环境的影响较大，后续公司在业务整合、人员管理和战略调整等方面仍面临一定的挑战，治理及管控能力的提升仍面临考验。此外，根据江西省政府相关安排，公司被委托赣江新区领导和管理，公司的省管重点企业属性不变，党组织关系隶属于赣江新区党工委，该事项对公司未来治理的影响亦有待关注。

外部支持

江西省政府经济财政实力在全国位于中游，对公司的支持能力较强；同时公司作为江西省国有资本投资运营平台，地位重要，江西省政府对公司的支持意愿较强。

江西省区位优势、交通便利，近年来经济及财政实力持续增强；同时，受益于江西内陆开放型经济试验区的设立，江西迎来高质量跨越式发展的重大机遇，2021 年江西省实现地区生产总值 29,619.70 亿元，同比增长 8.8%，全省实现一般公共预算收入 2,812.30 亿元，经济总量和财政实力位列全国中游水平，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力，综上江西省政府对公司的支持能力较强。公司控股股东和实际控制人均为江西省国资委，且公司作为江西省重点打造的国有资本投资运营平台，旗下拥有电力、天然气、交通、建材、煤炭等业务板块，具有重要战略地位，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，此外近年来公司亦在资产注入和财政补贴等方面获得了政府支持，综上江西省政府对公司的支持意愿较强。

同行业比较

中诚信国际选取了越秀集团、广西投资和陕投集团作为公司的可比公司；其中，越秀集团作为广州市重要的国有企业集团之一，目前已形成金融、房地产、交通基建、食品等板块多元化发展的格局；广西投资作为广西国资委直属的国有企业，拥有铝业、电力、金融等多个业务板块，业务类型较为多元；陕投集团系陕西省首家国有资本投资运营公司，作为以能源类投资为主的重要国有资本经营管理主体，业务涉及金融和实业两大领域；上述三家公司与江西投资在业务和财务方面均具有较高的可比性。

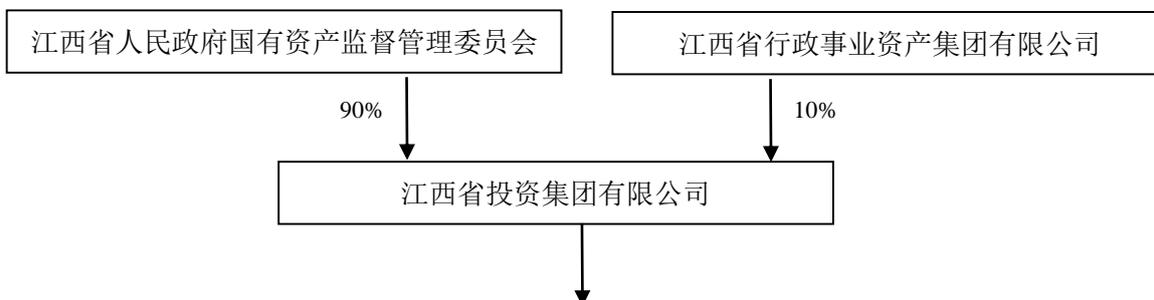
中诚信国际认为，业务多样性方面，公司的主要业务板块包括电力、天然气、交通、建材、煤炭、基建等，上述业务板块所涉及行业的风险适中，且公司运营实力尚可，但与越秀集团和广西投资相比，公司主营业务

的集中度较高，整体而言，公司业务风险在同行业比较中处于中等水平。财务风险方面，与可比公司相比，公司经调整的所有者权益规模较小，资本实力相对较弱，财务杠杆比率处于中等水平，但公司总资产收益率优于同行业平均水平，财务风险与可比公司相差不大，均处于较低水平。

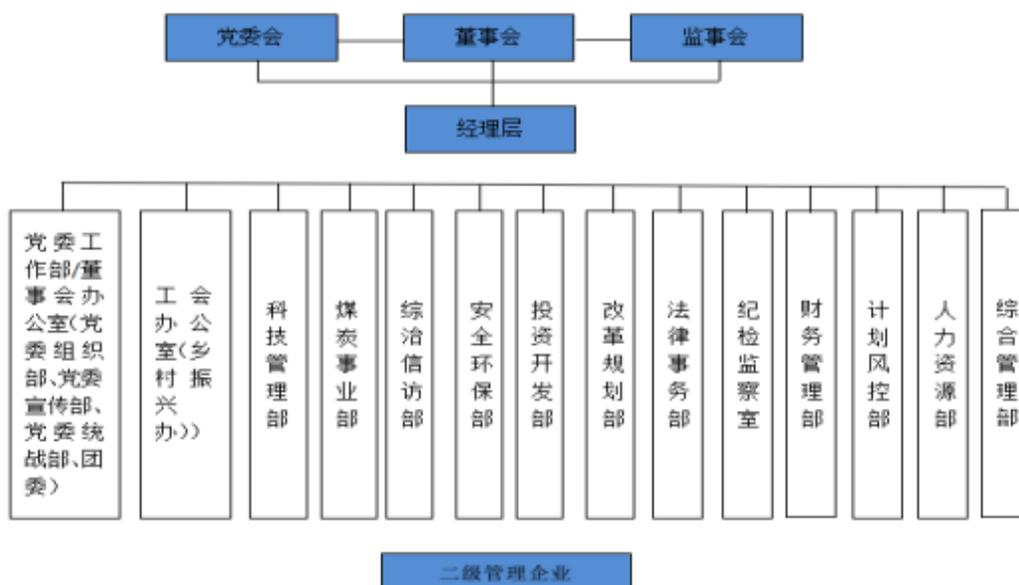
评级结论

综上所述，中诚信国际评定江西省投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：江西省投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



主要二级子公司	实收资本（亿元）	持股比例	享有的表决权
江西赣能股份有限公司	9.76	37.78%	37.78%
江西省江投路桥投资有限公司	6.51	70.00%	70.00%
江西省建材集团有限公司	4.04	100.00%	100.00%
江西省九江长江公路大桥有限公司	2.79	61.43%	61.43%
江西省瑞寻高速公路有限责任公司	3.00	67.33%	67.33%
江西省天然气集团有限公司	8.68	100.00%	100.00%
江西赣鄂皖路桥投资有限公司	0.60	50.00%	50.00%
江西省能源集团有限公司	29.66	83.33%	83.33%
江西省华赣环境集团有限公司	30.00	40.00%	40.00%
江西倬云数字产业集团有限公司	7.50	100.00%	100.00%
江西省赣浙能源有限公司	10.00	51.00%	51.00%
赣江控股集团有限公司	30.02	90.00%	90.00%



资料来源：公司提供

附二：江西省投资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：亿元）	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	131.21	150.05	169.16	243.73
应收账款	25.58	26.00	33.38	59.94
其他应收款	19.17	17.05	18.62	42.18
存货	49.63	43.98	45.25	124.28
长期投资	53.17	79.16	81.48	126.23
固定资产	315.48	332.31	345.45	412.41
在建工程	54.57	66.88	118.19	121.96
无形资产	50.62	51.16	50.98	75.14
资产总计	769.27	874.28	993.58	1,475.91
其他应付款	39.86	29.32	31.71	41.27
短期债务	186.28	199.46	205.35	308.24
长期债务	186.62	261.86	349.13	582.19
总债务	372.90	461.32	554.47	890.43
净债务	247.60	326.18	397.28	677.17
负债合计	500.26	567.52	643.56	1,000.98
所有者权益合计	269.01	306.77	350.02	474.93
利息支出	18.78	19.11	21.49	19.11
营业总收入	314.55	350.98	420.20	342.57
经营性业务利润	25.17	25.25	31.32	6.74
投资收益	8.16	7.00	4.65	3.46
净利润	21.94	18.88	20.93	4.44
EBIT	49.77	45.99	47.30	-
EBITDA	66.75	63.13	66.32	-
经营活动产生的现金流量净额	31.71	28.49	42.05	6.64
投资活动产生的现金流量净额	-34.31	-61.92	-97.11	-19.49
筹资活动产生的现金流量净额	13.05	57.80	63.01	68.80
财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率（%）	19.63	17.31	17.76	11.00
期间费用率（%）	11.87	10.56	10.49	9.69
EBIT 利润率（%）	15.82	13.10	11.26	-
总资产收益率（%）	6.47	5.60	5.06	2.62
流动比率（X）	0.89	0.95	1.03	1.34
速动比率（X）	0.72	0.81	0.89	1.07
存货周转率（X）	5.09	6.20	7.75	4.80
应收账款周转率（X）	12.30	13.61	14.15	9.79
资产负债率（%）	65.03	64.91	64.77	67.82
总资本化比率（%）	58.09	62.49	65.65	69.75
短期债务/总债务（%）	49.96	43.24	37.03	34.62
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.03	0.02	0.04	-0.02
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.07	0.05	0.10	-0.05
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.69	1.49	1.96	0.35
总债务/EBITDA（X）	5.59	7.31	8.36	-
EBITDA/短期债务（X）	0.36	0.32	0.32	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.55	3.30	3.09	-
EBIT 利息保障倍数（X）	2.65	2.41	2.20	-
FFO/总债务（X）	0.08	0.07	0.07	-

注：1、中诚信国际根据公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的带息债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附三：江西省投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：亿元）	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	10.36	8.05	11.71	14.20
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	20.84	22.08	23.02	22.82
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	160.97	174.48	173.42	269.56
固定资产	0.77	0.73	0.68	0.65
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.03
无形资产	0.03	0.03	0.03	0.03
资产总计	237.80	267.15	289.68	391.18
其他应付款	1.53	0.11	0.39	0.22
短期债务	32.95	46.41	54.72	67.08
长期债务	59.72	85.23	94.70	114.51
总债务	92.67	131.64	149.41	181.59
净债务	82.31	123.59	137.70	167.39
负债合计	108.21	107.23	102.75	106.32
所有者权益合计	129.59	159.92	186.93	284.85
利息支出	1.78	2.06	5.20	4.17
营业总收入	1.42	2.56	2.85	2.44
经营性业务利润	-2.22	-1.89	-2.01	-0.65
投资收益	2.38	3.96	2.72	2.60
净利润	0.03	2.60	0.71	1.95
EBIT	-0.01	4.29	4.82	-
EBITDA	0.05	4.34	4.88	-
经营活动产生的现金流量净额	1.20	-11.33	6.82	0.49
投资活动产生的现金流量净额	-42.21	-27.86	-18.29	-19.25
筹资活动产生的现金流量净额	45.03	36.88	15.13	21.25
财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率（%）	18.31	22.84	23.20	100.00
期间费用率（%）	174.14	95.63	92.66	125.38
EBIT 利润率（%）	-0.65	167.56	169.43	-
总资产收益率（%）	0.00	1.70	1.73	1.97
流动比率（X）	1.44	1.53	1.47	1.45
速动比率（X）	1.44	1.53	1.47	1.45
存货周转率（X）	-	-	-	-
应收账款周转率（X）	1,310.97	4,739.19	-	-
资产负债率（%）	45.51	40.14	35.47	27.18
总资本化比率（%）	41.70	50.31	54.04	46.96
短期债务/总债务（%）	35.56	35.25	36.62	36.94
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.01	-0.10	0.01	-0.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.04	-0.29	0.03	-0.07
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.67	-5.51	1.31	0.12
总债务/EBITDA（X）	2,002.86	30.30	30.64	-
EBITDA/短期债务（X）	0.00	0.09	0.09	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.03	2.11	0.94	-
EBIT 利息保障倍数（X）	-0.01	2.08	0.93	-
FFO/总债务（X）	0.00	-0.02	-0.03	-

注：1、中诚信国际根据提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的带息债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额
现金周转天数	×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn