



中诚信国际
CCXI

江西省投资集团有限公司 2024 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0537 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、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，亦不对评级委托方、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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 11 日

本次跟踪发行人及评级结果	江西省投资集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 赣投 MTN001”、“20 赣投 MTN001”、 “21 赣投 MTN001”、“21 赣投 MTN002”、 “19 赣投 03”、“21 赣投 Y2”、“22 赣投 Y1”、 “23 赣投 Y1”、“23 赣投 Y2”、“赣投 YK01”、 “赣投 YK02”、“赣投 YK03”	AAA
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。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，公司面临一定的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： 公司在江西省战略地位大幅削弱，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。**跟踪期内，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。**跟踪期内，公司仍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、建材、煤炭、交通等业务板块，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较强，同时子公司赣江控股集团有限公司（以下简称“赣江控股”）承担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，利润空间亦受煤价波动影响，建材板块作为公司重要收入来源，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。
- **面临一定的短期偿债压力。**随着持续扩大的业务规模，公司对外融资需求进一步加大，财务杠杆比率不断上升、已处于相对较高水平，跟踪期内，公司合并口径短期债务规模有所压降，但短债占比仍偏高，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，仍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。**由于公司下属子公司及涉及业务板块众多，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。

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	995.60	1,511.65	1,628.21	1,651.23
所有者权益合计（亿元）	351.44	467.99	510.96	511.65
负债合计（亿元）	644.16	1,043.67	1,117.26	1,139.58
总债务（亿元）	554.50	900.74	998.34	--
营业总收入（亿元）	420.26	497.01	502.18	106.24
净利润（亿元）	20.43	1.95	4.33	0.84
EBIT（亿元）	46.91	32.13	39.90	--
EBITDA（亿元）	65.92	56.33	68.11	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	42.05	23.06	37.60	7.52
营业毛利率（%）	17.79	10.47	12.11	10.44
总资产收益率（%）	4.71	2.56	2.54	--
EBIT 利润率（%）	11.16	6.46	7.95	--
资产负债率（%）	64.70	69.04	68.62	69.01
总资本化比率（%）	65.54	70.37	72.31	--
总债务/EBITDA（X）	8.41	15.99	14.66	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.07	1.73	1.83	--
FFO/总债务（X）	0.07	0.02	0.02	--
江西投资（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	289.68	372.83	414.29	427.53
所有者权益合计（亿元）	186.93	262.35	309.47	308.21
负债合计（亿元）	102.75	110.48	104.82	119.32
总债务（亿元）	149.41	171.85	202.18	212.06
营业总收入（亿元）	2.85	3.25	3.23	0.79
净利润（亿元）	0.71	3.03	0.89	-0.17
EBIT（亿元）	4.82	4.98	1.94	--
EBITDA（亿元）	4.88	5.03	1.88	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.82	4.76	-0.91	3.29
营业毛利率（%）	23.20	17.76	17.16	100.00
总资产收益率（%）	1.67	1.50	0.49	--
EBIT 利润率（%）	169.43	153.33	60.15	--
资产负债率（%）	35.47	29.63	25.30	27.91
总资本化比率（%）	54.04	48.52	51.62	52.98
总债务/EBITDA（X）	30.64	34.16	107.49	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.94	1.21	0.48	--
FFO/总债务（X）	-0.03	-0.02	-0.02	--

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 2022 年、2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告的期初数，2023 年及 2024 年一季度财务数据采用 2023 年审计报告及 2024 年一季度财务报表期末数；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、其他权益工具和少数股东权益中的带息债务；因公司 2024 年一季度财务报表无附注信息且公司未提供合并口径的有息债务构成及一季度利息支出数据，故合并口径相关指标失效；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，特此说明。

同行业比较（2023 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 利息保障倍数（X）
江西投资	382.24	2.54	72.31	1.83
广西投资	1,359.21	1.18	64.34	3.23
陕投集团	717.66	3.71	64.94	2.94

中诚信国际认为，与上述行业可比对象相比，江西投资的业务板块集中度处于中等水平，但其资本实力相对较弱，财务杠杆比率偏高，总资产收益率处于中等水平。

注：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

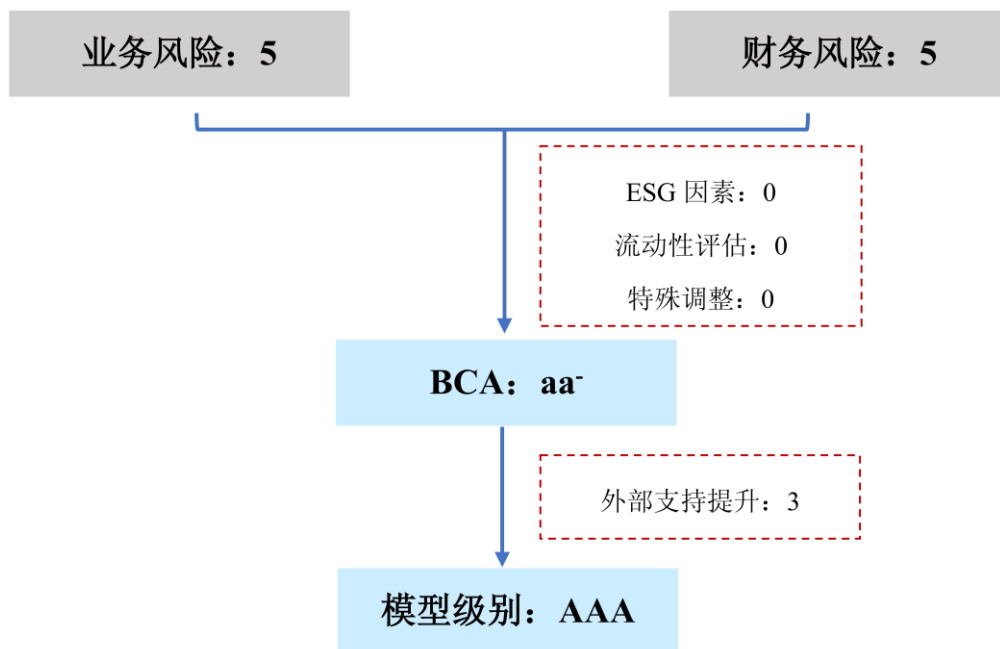
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 赣投 MTN001	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	10/10	2019/09/23~2024/09/23	--
20 赣投 MTN001	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	10/10	2020/04/21~2025/04/21	--
21 赣投 MTN001	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	10/10	2021/08/23~2024/08/23 (3+N)	持有人救济，调整票面利率，利息递延，赎回，续期选择权
21 赣投 MTN002	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	10/10	2021/11/26~2024/11/26 (3+N)	持有人救济，调整票面利率，利息递延，赎回，续期选择权
19 赣投 03	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	10/10	2019/10/28~2024/10/28	--
21 赣投 Y2	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	10/10	2021/07/20~2024/07/20 (3+N)	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
22 赣投 Y1	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	20/20	2022/04/22~2025/04/22 (3+N)	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
23 赣投 Y1	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	22/22	2023/03/06~2025/03/06 (2+N)	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
23 赣投 Y2	AAA	AAA	2023/6/19 至本报告出具日	8/8	2023/03/06~2026/03/06 (3+N)	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
赣投 YK01	AAA	AAA	2023/8/23 至本报告出具日	10/10	2023/09/11~2026/09/11 (3+N)	持有人救济，调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
赣投 YK02	AAA	AAA	2023/11/15 至本报告出具日	20/20	2023/11/28~2026/11/28 (3+N)	持有人救济，调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
赣投 YK03	AAA	AAA	2024/4/11 至本报告出具日	20/20	2024/4/23~2029/4/23 (5+N)	持有人救济，调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
江西投资	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/19 至本报告出具日

● 评级模型

江西省投资集团有限公司评级模型打分(C210200_2024_02_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为,江西省政府的支持能力很强,同时对公司的支持意愿强,主要体现在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。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2024_02

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

2023 年全国电力供需总体平衡，保供及调峰需求下火电投资增速稳定增长，风电及太阳能装机在政策扶持下仍呈快速增长趋势。未来我国用电需求将持续提升，但增速水平或将保持低速增长。行业内企业凭借较好的融资及经营获现能力整体保持了可控的财务风险，但各类电源企业财务状况延续分化态势，其中火电企业受益于煤炭价格下行盈利大幅修复，容量电价机制有望稳定未来行业预期；风电及太阳能发电企业财务表现在政策扶持下仍将呈持续优化态势。

详见《中国电力生产行业展望,2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

2023 年错峰限产等政策持续发力，但在房地产投资下滑及落后产能退出较慢的情况下，水泥行业供需失衡加剧，竞争激烈导致行业整体经营效益进一步下滑，长期需求不足仍是制约行业回暖的首要因素，绿色低碳化和产能置换是行业高质量发展的关键，水泥企业将持续面临转型发展和盈利压力。

详见《中国水泥行业展望,2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10944?type=1>

在扩产能及进口煤炭量走阔影响下，我国煤炭供求紧张局面明显缓解，2023 年以来煤炭价格出现回落但仍处于相对高位，煤炭企业盈利仍处于较好水平。短期来看，煤炭供应紧张向宽松转变的势能仍存，煤炭价格或承压，但作为国家能源保障的“压舱石”，煤炭行业稳价仍然是主基调，行业信用水平将保持稳定。长期来看，“双碳”政策下，新能源替代传统能源的规模将逐步扩大，煤炭需求增长受限，同时煤炭供应弹性能力的建立，价格或难再出现大幅波动情况。

详见《中国煤炭行业展望,2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10925?type=1>

在地缘政治博弈及国际天然气价格剧烈震荡下，我国城市燃气企业盈利空间进一步压缩，气源保障能力与采购成本控制成为城市燃气企业的核心竞争力。2024 年我国天然气供需关系将从紧平衡过渡至相对宽松，国内天然气采购价格将基本延续稳定；随着天然气市场化定价机制逐步完善，我国城市燃气企业对国际气价波动的应变能力或将提升，盈利改善可期；行业整体财务杠杆保持稳健，较强的经营获现能力对其偿债能力形成支撑，整体信用水平保持稳定。

详见《中国城市燃气行业展望,2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10916?type=1>

1

2023 年以来居民出行需求大幅释放，客运周转量较快恢复，同期货物运输指标小幅增长，随着经济呈现弱复苏状态，在道路基础设施进一步完善的情况下，公路需求整体有望保持低速增长。同时，近年来新增通车里程仍主要以高速公路为主，且主要集中在西部地区，但增速预计将进一步从高位回落。随着收费到期压力逐步凸显，预计新修订《收费公路管理条例》有望加速出台。短期来看，收费公路运营企业整体盈利能力恢复情况较好，财务杠杆水平整体表现相对稳健，且面临的资本支出压力相对可控，预计在行业需求低速增长的影响下，收费公路运营企业整体仍将维持较为稳定的信用水平。

详见《中国收费公路行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10929?type=1>

2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，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，潜在的支持能力很强。

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。根据地区生产总值统一核算结果，2023 年江西省地区生产总值 32,200.1 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.1%。其中，第一产业增加值 2,450.4 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 13,706.5 亿元，增长 4.6%；第三产业增加值 16,043.2 亿元，增长 3.6%。2023 年，江西省实现一般公共预算收入 3,059.6 亿元，增长 3.8%，其中税收收入 2,021.8 亿元，增长 13.0%，税收收入占一般公共预算收入比重为 66.08%。同期，江西省一般公共预算财政平衡率为 40.79%，财政平衡率较低，财政自给能力较弱。

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。2022 年，赣江新区地区生产总值突破千亿元，地方财政一般公共预算收入完成 73.9 亿元，扣除留抵退税因素后增长 14.2%、按自然口径计算增长 4.8%。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，赣江新区或将成为江西省高质量跨越式发展的新引擎。

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，主营业务涵盖建材、电力、天然气、煤炭、建筑施工、交通、建设开发、环保及数字产业等板块，区域战略地位突出；其

中，公司电力、天然气、赣江新区基建开发、路桥板块具有一定区域垄断性，建材板块在江西省内的竞争力较强；但同时，电力、基建开发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一定挑战，需对此保持关注。

电力板块方面，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（000899.SZ，以下简称“赣能股份¹”）经营，同时公司亦委托赣能股份管理东津水电厂及信丰电厂。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。

2023 年，公司合并口径电力板块实现收入 99.34 亿元，同比大幅增长约 62%，仍主要来自火电业务收入；同期，公司电力板块毛利率较上年增长 8.82 个百分点至 11.64%。受益于 2023 年为丰电发电厂和信丰电厂机组完整的运行年、上述机组本期正常商运，公司火力发电量及营业收入同比大幅增长，同时燃料成本较上年有所下降。电力资产方面，截至 2024 年 3 月末，公司拥有在营发电机组总装机容量 564.81 万千瓦，其中火电机组装机容量 472.00 万千瓦，水电机组装机容量 16.40 万千瓦，光伏装机容量 70.76 万千瓦，垃圾发电装机容量 4.10 万千瓦，风力发电装机容量 1.00 万千瓦，煤层气装机容量 0.55 万千瓦。

表 1：截至 2024 年 3 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-丰城发电厂	37.78%	340.00
	江投国华信丰发电有限责任公司-信丰电厂	90.00%	132.00
	小计	--	472.00
水电	赣能股份-抱子石水电厂	37.78%	4.00
	赣能股份-居龙潭水电厂	37.78%	6.00
	江西东津发电有限责任公司-东津水电厂	100.00%	6.40
	小计	--	16.40
光伏发电	赣能股份-抱子石水电厂	37.78%	0.30
	江西赣能智慧能源有限公司	37.78%	44.01
	江西赣能能源服务有限公司	28.52%	3.39
	新余江能光伏电业有限公司	100.00%	5.60
	江西景福光伏发电有限公司	100.00%	1.80
	江西新矿英岗岭光伏发电有限公司	100.00%	0.80
	抚州市东乡区尚宇太阳能科技有限公司	100.00%	5.00
	景德镇江能光伏电业有限公司	100.00%	1.52
	萍乡江能光伏电业有限公司	100.00%	2.20
江西荣兴光伏电力有限公司	100.00%	3.88	

¹ 公司直接持有赣能股份 37.78% 的股份。截至 2024 年 3 月末，赣能股份资产总额为 137.83 亿元，归属于上市公司股东的净资产 53.74 亿元，负债总额为 82.42 亿元，资产负债率 59.80%。

	江西高晟光伏发电有限公司	100.00%	1.60
	江西渝能永兴光伏发电有限公司	100.00%	0.44
	威宁高利新能源有限公司	100.00%	0.22
	小计	--	70.76
垃圾发电	于都华赣环保能源有限公司	55.44%	1.20
	兴国县华赣环境有限公司	44.46%	2.00
	崇义华赣环保能源有限公司	41.25%	0.90
	小计	--	4.10
风力发电	江西景兴风力发电有限公司	100.00%	1.00
煤层气	江西丰城源州煤层气发电有限责任公司	40.00%	0.55
	合计	--	564.81

注：1、2024 年 1 月 23 日，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”）完成整体合并，合并后名称为江西赣能股份有限公司丰城发电厂（以下简称“丰城发电厂”），总装机容量为 340 万千瓦；2、明细加总数与合计数不符系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

火电方面，公司合并口径 2023 年以来无新增投产的火电机组，截至 2024 年 3 月末，公司已运营的火电机组主要包括丰城发电厂（丰电二、三期合并）和国华信丰电厂项目一期（以下简称“信丰电厂”）机组。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，造成特大安全事故后停工；其后于 2020 年 4 月正式复建开工；其中#7 机组于 2022 年 7 月投产，8#机组于 2022 年 12 月投产。2023 年，丰城发电厂（丰电二、三期合并）完成发电量 163.23 亿千瓦时，较上年大幅增长 71%，设备小时利用数为 4,801。

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，其中#1 机组于 2022 年 3 月投产，#2 机组于 2022 年 6 月投产。2023 年为信丰电厂机组完整的运行年，信丰电厂完成发电量同比增长 45%至 63.60 亿千瓦时，设备小时利用数为 4,818.28，较上年同期增长约 45%。

平均上网电价方面，2021 年，煤电倒挂的压力下电力市场化改革进一步提速，同年 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》²，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，2022 年公司平均上网电价有所提升。2023 年公司平均上网电价基本持平；其中，2023 年，丰城发电厂（丰电二、三期合并）的平均含税上网电价为 0.4994 元/千瓦时，信丰电厂的平均含税上网电价为 0.5024 元/千瓦时。

表 2：近年来赣能股份火电业务运营指标

指标	2021	2022		2023	2024.1~3
		丰电二期	丰电三期	丰城电厂	丰城电厂
装机容量（万千瓦）	140	140	200	340	340
发电量（亿千瓦时）	68.67	60.89	34.54	163.23	39.29

² 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）	65.36	57.84	32.62	155.27	37.41
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.4330	0.5009	0.4769	0.4994	0.4972
供电标准煤耗（克/千瓦时）	302.47	303.89	294.57	299.36	294.85
设备利用小时数	4,905	4,349	2,570	4,801	1,156

注：1、丰电三期两台机组分别于 2022 年 7 月 20 日、2022 年 12 月 16 日正式投入商业运行；2、2023 年和 2024 年 1~3 月丰城电厂运营数据系丰城二期发电厂、三期发电厂合并数据；3、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 3：近年来信丰电厂火电业务运营指标

指标	2022	2023	2024.1~3
装机容量（万千瓦）	132	132	132
发电量（亿千瓦时）	43.91	63.60	14.70
上网电量（亿千瓦时）	41.91	60.77	14.07
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.4994	0.5024	0.5002
供电标准煤耗（克/千瓦时）	288.97	292.50	293.09
设备利用小时数	3,326.59	4,818.28	1,113.64

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。受正常投入商运的火电机组拉动作用，2023 年公司采购原煤数量同比大幅增加 61%至 953.74 万吨，但受国内煤炭需求变化影响，当期煤炭价格下行，公司原煤平均采购成本同比有所回落。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；2023 年，丰城发电厂（丰电二、三期合并）长协年兑现率为 93%，信丰电厂长协年兑现率为 96.4%。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 4：近年来公司火电业务原煤采购情况

指标	2021	2022		2023		2024.1~3	
		丰电二期、三期合并	信丰电厂	丰电二期、三期合并	信丰电厂	丰电二期、三期合并	信丰电厂
采购原煤数量（万吨）	282.65	400.33	190.58	684.74	269	151.73	92
平均采购单价（不含税）（元/吨）	821.93	846.95	978.36	775.13	830	785.18	790

注：上表中采购原煤数量为丰电二期、丰电三期的加总值，平均采购单价（不含税）为丰电二期、丰电三期的平均值。2022 年，丰电二期采购原煤数量 240.92 万吨，采购单价（不含税）841.22 元/吨；丰电三期采购原煤数量 159.41 万吨，采购单价（不含税）855.60 元/吨。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水电业务方面，公司合并口径 2023 年无新增投产的水电机组，2023 年公司水电发电量及上网电量分别为 3.32 亿千瓦时和 3.26 亿千瓦时，同比分别下降约 20%，主要系当期降雨量下降所致。水电电价方面，截至 2024 年 3 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 0.4056 元/千瓦时，东津水电厂电价为 0.5119 元/千瓦时，3 座水电厂电价同比基本持平。

表 5：近年来公司水电业务运营指标

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
装机容量（万千瓦）	16.40	16.40	16.40	16.40

发电量（亿千瓦时）	3.78	4.13	3.32	0.39
上网电量（亿千瓦时）	3.72	4.06	3.26	0.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

光伏发电业务方面，截至 2024 年 3 月末，公司合并口径已投产的光伏机组装机总容量约 70.76 万千瓦，较上年同期新增投产约 4 万千瓦；2023 年和 2024 年 1~3 月，公司光伏发电量分别为 3.26 亿千瓦时和 0.66 亿千瓦时，同比保持增长态势。垃圾发电业务方面，公司合并口径 2023 年无新增垃圾发电机组，目前垃圾发电机组装机容量为 4.10 万千瓦，2023 年和 2024 年 1~3 月，公司垃圾发电量分别为 1.98 亿千瓦时和 0.53 亿千瓦时。风力发电业务方面，公司合并口径 2023 年无新增风力发电机组，目前 3 台风力发电机组装机容量为 1.00 万千瓦，2023 年和 2024 年 1~3 月，公司风力发电量分别为 1,273 万千瓦时和 265 万千瓦时。

在建及拟建电力项目方面，赣能股份在建江西赣能上高 2×100 万千瓦清洁煤电项目，项目动态总投资约 79.55 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 15.57 亿元。根据 2024 年 3 月 22 日赣能股份发布的《江西赣能股份有限公司关于转让控股子公司江西赣能上高发电有限公司 39%股权的公告》，赣能股份拟以 0 元协议转让所持江西赣能上高发电有限公司（以下简称“上高发电公司”）39% 未实缴出资对应的股权至陕煤电力集团有限公司（以下简称“陕煤电力”），其股东出资义务将由陕煤电力继续履行。股权转让完成后，赣能股份持有上高发电公司股权由 90% 下降至 51%，仍为上高发电公司控股股东，不涉及赣能股份合并报表范围变化。该项目已于 2022 年 11 月获得相关核准文件，2023 年 8 月取得工程规划许可证和施工许可证，2023 年 12 月 2# 锅炉钢结构开始吊装、主厂房基础出零米。同时，公司已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，在项目核准后，公司有权将其持有的股权转让至赣能股份，将推动赣能股份在清洁能源业务的发展；目前该项目处于前期准备阶段，尚未正式开工建设。另外，截至 2024 年 3 月末，赣能股份子公司赣能智慧能源在建光伏项目 3 个，总装机容量为 9.42 万千瓦，计划总投资 3.77 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 2.40 亿元；同期末，预计拟建光伏项目 7 个，总装机容量为 33 万千瓦，计划总投资 10 亿元³。

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情况。

天然气板块方面，公司天然气业务包括管网建设、天然气管输、天然气销售等，主要由子公司江西省天然气集团有限公司（以下简称“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

³ 总投资金额统计口径来源于项目可研报告，实际实施中较测算方案可能存在一定差异。屋顶分布式光伏项目数量多且金额小（500~2,000 万元不等），所有在建屋顶光伏项目整体计数 1。

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。

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 2024 年 3 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、92 个县（市、区），随着县县通管道建成投产，较上年同期新增覆盖 10 个县（市、区）。价格方面，截至 2024 年 3 月末，天然气采购价 3.01 元/立方米、销售价 3.34 元/立方米，其中居民价格 3.00 元/立方米，非居民价格 3.72 元/立方米，较上年同期震荡下行；同期末，天然气管道运输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，未发生变化。2023 年，公司天然气销量同比增长 11% 至 23.21 亿立方米，在天然气销售量同比增长和销售价下行的综合影响下，公司天然气板块实现收入同比增长约 9.36% 至 79.79 亿元；由于新投产通气的部分县县通管道处于培育前期，资产折旧成本大和利息支出费用化较多等原因导致毛利率水平同比微增。

表 6：近年来公司天然气业务运营指标

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
管道运输费（非居民，元/立方米）	0.18	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）	20.57	20.85	23.12	5.92
销售数量（亿立方米）	20.62	20.95	23.21	5.95

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 2024 年 3 月末，该项目累计完成投资约 133.69 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 3,182 公里，其中，县县通规划建设里程 3,177 公里已全部完成，投运 2,892 公里，建设天然气输气场站近 87 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 92 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，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 2024 年 3 月末已投资 7.17 亿元，计划 2024 年 6 月底具备投料试车条件。

建材板块方面，公司建材业务运营主体为江西省建材集团有限公司（以下简称“江西建材”），

其中水泥相关业务由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”）负责经营，截至 2024 年 3 月末，江西水泥持有万年青水泥的股权比例为 43.58%（无质押、标记或冻结情况）。

万年青水泥系江西省水泥龙头企业，水泥产能在江西省内位居前三，具有相对突出的区域规模优势。2023 年，综合考虑产线的生产经营效率和环保政策要求等，万年青水泥对于小产能的熟料生产线停产，并按计划进行产能置换，未来仍将持续根据市场需求和政策要求变化等推进部分小生产线的“拆二合一”等。2023 年以来水泥及熟料产能规模保持稳定，截至 2023 年末，万年青水泥共拥有 11 条熟料生产线和 32 台水泥磨机，水泥产能 2,600 万吨/年。万年青水泥在稳步发展水泥业务的同时积极延伸上下游产业链，跟踪期内新增商砼生产线 6 条，商砼产能小幅增长。

生产方面，因国内房地产市场景气度低迷，水泥市场需求下降，近年来万年青水泥的熟料、水泥产量整体有所下滑。具体来看，虽然 2023 年江西省水泥产量同比下滑约 8%，但在增长的市场份额带动下，万年青水泥的水泥产量同比基本持平；熟料产量小幅下滑，产能利用率随之下降，目前仍优于行业平均水平，但需关注市场需求较弱和产线改造等带来的产能利用效率下降问题。2023 年商砼产量同比增长约 4%。

表 7：近年来万年青水泥主要产品产能及生产情况（万吨/年、万立方米/年、万吨、万立方米、%）

产能	2021	2022	2023	2024.1~3
水泥	2,600	2,600	2,600	2,600
熟料	1,375	1,375	1,375	1,375
商砼	1,975	2,205	2,365	2,365
产量	2021	2022	2023	2024.1~3
水泥	2,468.67	2,124.78	2,133.45	354.03
熟料	1,779.53	1,596.98	1,550.48	301.31
商砼	625.34	607.24	632.10	107.66
产能利用率	2021	2022	2023	2024.1~3
水泥	94.95	81.72	82.06	54.47
熟料	129.42	116.14	112.76	87.65
商砼	31.66	27.54	26.73	18.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，万年青水泥仍遵循“以销定产”的原则。旗下“万年青”牌水泥在省内竞争实力较强，2023 年，万年青水泥的水泥产品在江西省内的市场占有率保持在 25% 以上，位居省内第一且市占率略有提升。万年青水泥的销售地区仍以江西省为主，且聚焦于赣州、上饶、南昌、景德镇和九江等地区，受益于江西地区专项债资金保障下基础设施投资增长，跟踪期内万年青水泥的水泥销量同比小幅增长。万年青水泥的熟料主要自供，对外销售很少。受益于商砼业务的拓展，商砼销量亦同比增长 4.26%。售价方面，由于激烈的市场竞争和原材料价格传导效应，2023 年水泥和商砼均价降幅约 50 元/吨。2024 年一季度，整体水泥和商砼的市场价格仍在低位徘徊，未来价格修复情况仍需关注。结算模式方面，水泥产品销售以现款现货为主；商砼产品下游客户以大型建筑企业为主，结算模式为月结 70%，剩余 30% 竣工后半年到一年内付清。受行业竞争影响，商砼业务账期有所拉长，万年青水泥整体收款情况好于江西省内其他企业，但仍需关注商砼业务发展对

万年青水泥资金占用情况。

表 8：近年来万年青水泥主要产品销售情况（万吨、万立方米、元/吨、元/立方米）

销量	2021	2022	2023	2024.1~3
水泥	2,450.99	2,117.66	2,136.89	351.69
熟料	0.78	0	10.60	1.64
商砼	626.30	609.86	635.86	107.79
销售价格	2021	2022	2023	2024.1~3
水泥	367.79	314.92	263.27	240.47
熟料	317.80	--	252.47	195.20
商砼	459.95	433.33	380.26	340.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在水泥价格持续承压及环保要求提高的情况下，成本控制成为企业改善经营效益的关键。2023 年，万年青水泥的主要原材料和能源价格均有一定下滑，带动生产成本下降。具体来看，万年青水泥的石灰石自供比例近 100%，石灰石矿产资源储量较丰富，2023 年末新增矿产储备。煤炭采购方面，万年青水泥使用的煤炭以外购烟煤为主，万年青水泥持续拓展煤炭采购渠道，与多家煤企签订长期合作协议，2023 年万年青水泥的煤炭直供量占比超过 89%。同期，万年青水泥前五大供应商采购金额占比为 27.98%，同比变化不大，仍主要为煤企。电力方面，万年青水泥通过持续的自发电节省用电支出，截至 2023 年末，万年青水泥已投运的余热发电机组装机容量 80.50MW，利用余热发电可满足窑系统用电量 63% 的需求。2023 年，万年青水泥自发电量为 4.77 亿度，节约电费 2.79 亿元。环保方面，万年青水泥的 11 条熟料产线中满足超低排放要求的产线数量为 3 条，2024 年计划再改造 3 条熟料产线，预计投入近 1 亿元。整体来看，万年青水泥的原材料和能耗控制能力较强，但持续的环保投入及处于相对高位的煤炭价格使得万年青水泥面临一定的成本控制压力。

煤炭板块方面，江西省能源集团有限公司（以下简称“江西能源”）于 2019 年 12 月纳入公司合并范围，其业务以煤炭业务、焦化业务为主，同时发展以对外工程为代表的建筑业、以玻璃为代表的建材产品以及物资贸易等非煤产业。截至 2023 年末，江西能源总资产 269.34 亿元，总负债 257.90 亿元，资产负债率为 95.75%；2023 年江西能源实现营业收入总收入 118.41 亿元，净利润-6.07 亿元，经营业绩仍呈现亏损。总体来看，2023 年以来，江西能源盈利能力受市场环境变化及煤矿安全生产影响波动较大，财务杠杆比率很高，且债务以短期债务为主⁵，债务负担重。

江西能源系省属行业龙头企业、江西省唯一的大型煤炭集团，在江西省内拥有 7 座煤矿，在贵州省拥有 2 座煤矿，煤炭产量在省内处于绝对领先地位⁶。此外，江西省东邻浙江省、福建省，南连广东省，其所在的华东地区属于煤炭调入区、全国煤炭消费重点区域，铁路、公路运输极为便利，江西能源在煤炭保供、常态储煤、平价供应等方面积极开展煤炭贸易业务，为提高煤炭销售的规模效益，江西能源与陕西煤业化工集团有限公司（以下简称“陕煤集团”）计划建设大型煤炭储备、配煤中心，以巩固省内市场，并逐步建立起周边缺煤省份的煤炭销售物流网络。整体来看，

⁵ 根据《江西省能源集团有限公司公司债券 2023 年度报告》，江西能源合并报表范围内有息债务余额为 175.57 亿元，其中 6 个月以内（含）到期有息债务 65.84 亿元、占比 37.50%，6 个月（不含）至 1 年（含）到期有息债务 50.39 亿元、占比 28.70%，超过 1 年（不含）到期有息债务 43.96 亿元、占比 25.04%。

⁶ 2022 年江西省煤炭产量为 194.60 万吨，公司江西省内矿井产量为 165.84 万吨，占江西省煤炭产量的 85.22%。

江西能源在江西省煤炭消费市场及运输成本上具有一定的竞争优势。江西能源煤炭品种主要包括主焦煤、1/3 焦煤、无烟煤、贫瘦煤、烟煤等。2023 年，江西能源无关闭退出煤矿。截至 2024 年 3 月末，江西能源矿井可采储量为 1.72 亿吨，其中焦煤 1.07 亿吨、1/3 焦煤 0.12 亿吨、贫瘦煤 0.36 亿吨、无烟煤 0.17 亿吨，剩余可采年限较长，但开采条件较差。江西能源煤炭矿区主要位于江西省的萍乡、宜春和景德镇地区。

表 9：截至 2024 年 3 月末江西能源生产矿井情况（万吨、万吨/年、年）

矿井名称	保有储量	可采储量	产能
安源煤矿	2,391.21	1,164.51	78
曲江煤矿	7,537.30	5,304.98	60
尚庄煤矿	2,251.65	1,549.14	40
山西煤矿	1,041.67	471.45	33
流舍煤矿	1,597.83	2,144.41	30
山南井	1,269.45	925.10	28
鸣西煤矿	1,896.92	971.26	30
江西省内小计	17,986.03	12,530.85	299
群力煤矿	4,477.22	2,967.00	60
大林煤矿	2,985.23	1,739.35	45
贵州小计	7,462.45	4,706.35	105
生产矿井合计	25,448.48	17,237.20	404

注：跟踪期内，江西能源子公司江煤贵州矿业集团有限责任公司将持有的水城县小牛矿业有限责任公司（以下简称“小牛矿业公司”）80%股权转让至江西省国兴资产管理有限公司（以下简称“国兴公司”），小牛煤矿随之出表。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年，江西能源原煤产量与 2022 年基本持平，2022 年由于尚庄煤矿、山西煤矿安全事故和丰城区域煤矿停产整顿等因素影响，江西能源原煤产量下降，2023 年所属煤矿正常生产天数同比增加，同期江西能源煤炭入洗量及入洗率同比有所上升。生产成本方面，江西能源煤矿开采条件较差，近年来原煤产量呈下降态势，江西能源相关的固定成本支出保持在较高水平，2023 年江西能源吨煤成本略微下降，但仍对盈利造成较大不利影响。煤炭销售方面，2023 年，商品煤销量同比小幅下降 3%至 188.44 万吨。受煤炭市场价格下行影响，2023 年江西能源商品煤均价下降至 871.63 元/吨。

销售方面，江西能源煤炭产品主要由子公司江西煤业集团有限责任公司销售运输分公司统一销售，运输方式主要为铁路和公路，下游客户主要为江西省内发电厂、钢铁厂及煤炭贸易经销商等，主要通过银行转账或银行承兑汇票方式、按月结算。

表 10：近年来江西能源煤炭生产及销售情况（万吨、%、元/吨）

煤炭生产	2021	2022	2023	2024.1-3
原煤产量	257.02	232.17	231.11	51.47
其中：入洗量	119.05	94.70	112.57	24.46
入洗率	46.32	40.79	48.71	47.52
商品煤产量合计	212.41	196.51	186.79	40.50
其中：未入洗原煤	122.77	127.29	95.02	24.40
洗煤	89.64	69.22	91.77	16.10

吨煤生产成本	442.83	582.44	574.81	634.84
煤炭销售	2021	2022	2023	2024.1~3
商品煤销量	208.05	194.75	188.44	42.80
商品煤销售均价	770.64	902.54	871.63	700.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

焦炭业务方面，江西能源的焦炭业务由下属丰城新高焦化有限公司（以下简称“丰城新高”）负责运营。截至 2023 年末，丰城新高焦炭产能仍为 110 万吨/年。2023 年，受焦煤价格倒挂严重，丰城新高的焦炭产销量持续下滑，焦炭业务仍呈亏损状态。

表 11：近年来焦炭生产销售情况（万吨、元/吨）

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
焦炭产量	85.20	70.13	69.70	13.61
焦炭销量	85.10	70.58	69.68	13.65
焦炭生产成本	2,452.50	3,183.87	2,602.42	2,598.75
焦炭销售价格	2,806.76	2,905.91	2,294.10	2,211.17

注：焦炭销量统计了外购焦炭的数量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

赣江新区内基础设施建设方面，子公司赣江控股系赣江新区内最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。2022 年 10 月，公司将其原一级子公司江西省江投路桥投资有限公司等 4 家路桥公司股权无偿划入赣江控股⁷，划转后赣江控股的资产规模、资本实力有所充实，并新增收费公路运营业务。依据公司将赣江控股纳入合并报表范围的口径⁸，截至 2023 年末，赣江控股注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 33.02 亿元，其中 2023 年公司向赣江控股增资 3.00 亿元，期末持有赣江控股 94.30% 的股权。同期末，赣江控股总资产为 592.80 亿元，所有者权益合计为 152.10 亿元，资产负债率为 74.34%；2023 年，赣江控股实现营业收入 51.31 亿元，净利润 2.90 亿元。

赣江控股基础设施建设业务主要由子公司赣江新区城市建设实业有限公司（以下简称“城建实业”）、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”）和赣江新区儒乐湖建设投资有限公司（以下简称“儒乐湖建投”）负责，其中城建实业基础设施建设业务覆盖赣江新区直管区，中医药科创投主要负责中医药科创城片区的基础设施建设、儒乐湖建投主要负责儒乐湖新城片区的基础建设。赣江控股主要采取委托代建和自营自建两种业务模式，对于代建项目，赣江控股仅部分项目签署了代建协议，其中九银金融大厦的代建协议为城建实业子公司赣江新区创新产业投资有限公司与九江银行签署，其他代建协议主要为城建实业及其子公司与赣江新区新祺周管理处（中医药科创城管委会）⁹、赣江新区管委会、赣江新区社会发展局等签署；

⁷ 根据《关于将江西省江投路桥投资有限公司等四家企业股权无偿划转至赣江控股集团有限公司的通知》（赣投改革字[2022]21 号），将江西省投资集团有限公司持有的江西省江投路桥投资有限公司（以下简称“江投路桥公司”）70% 股权、江西赣鄂皖路桥投资有限公司（以下简称“赣鄂皖路桥公司”）50% 股权、江西九江长江公路大桥有限公司（以下简称“九江大桥公司”）51% 股权、江西省瑞寻高速公路有限责任公司（以下简称“瑞寻高速公司”）51% 股权无偿划转至赣江控股集团有限公司，划转基准日为 2022 年 10 月 31 日。其中，江投路桥公司是康大高速、资溪高速的运营主体，九江大桥公司是九江二桥的运营主体，赣鄂皖路桥公司是九江一桥的运营主体，瑞寻高速公司是瑞寻高速公路的运营主体。

⁸ 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。

⁹ 2020 年 1 月份更名为中医药科创城管委会。

中医药科创投根据中医药科创城管委会会议纪要要求开展项目建设及管理，截至 2024 年 3 月末，尚未签订代建协议。项目结算方式根据资金来源分为两种，对于政府专项债支持的项目，子公司城建实业和中医药科创城按照项目投资概算总额的一定比例向委托方收取委托代建费，并根据项目进度确认收入，毛利率水平较高；对于资金来源于政府一般债、政府财政资金或赣江控股自筹的项目，政府以成本加成方式与赣江控股进行结算，赣江控股根据项目进度将项目成本与委托代建费之和确认为收入，计入“建筑工程收入”，并结转成本。

自营项目建设资金主要来自于赣江控股自有资金及外部融资，项目建成后大部分用于出租，其中江西省转化医学研究院项目、中国（南昌）中医药科创城研发孵化中心项目、中医药科创城 154 亩人才公寓项目、中医药科创城百花谷（孵化中心）项目和赣江新区鸿信大厦建成之后将出租给招商引入赣江新区的企业和员工，中国（南昌）中医药科创城会议服务中心 3#楼五星级酒店精装修建成后将对提供酒店住宿及餐饮服务，国家级数字技能人才培训基地一期-技工学校西区项目和赣江新区中学将出租给引进赣江新区的师生。

2021~2023 年及 2024 年 1~3 月，赣江控股分别实现建筑工程收入 14.22 亿元、20.80 亿元¹⁰、18.10 亿元和 3.58 亿元，除零星工程外均为项目代建收入；受项目结算和回款受委托方资金安排影响，近年来赣江控股建筑工程业务收入有所波动。截至 2024 年 3 月末，赣江控股主要在建代建项目总投资 113.94 亿元，尚需投资 45.83 亿元；在建自营项目总投资 132.60 亿元，尚需投资 66.00 亿元。同期末，赣江控股拟建项目计划总投资约 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，存在较大的资本支出压力，同时赣江控股自营项目投资回收期较长且投入规模较大，需关注项目建成后的经营及收益实现情况。

表 12：截至 2024 年 3 月末赣江控股主要在建代建项目（亿元）

项目名称	是否签署代建协议	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	否	32.22	18.75	13.47
中医药科创城生物医药产业园	否	13.97	6.24	7.73
中医药科创城片区安置房	否	12.42	6.00	6.42
赣江新区金桥片区安置房项目	是	7.19	5.41	1.78
中医药科创城阳光大道工程（桑海大道-赣新大道）	否	7.10	2.50	4.60
中医药科创城城市道路新建工程	否	5.06	3.58	1.48
国家级技能人才培养综合园区公共配套一期-路网工程	否	4.83	2.40	2.43
九银金融大厦（收取九江银行代建费）	是	2.85	1.31	1.54
中医药科创城-核心区道路提升改造工程	否	2.52	1.78	0.74
中医药科创城创新示范基地项目	否	8.60	7.20	1.40
中医药科创城建设提升（一期）工程-环线城市形象提升工程	否	3.61	3.61	--
中医药科创城金匮二路以北新建道路工程项目	否	3.57	1.97	1.60

¹⁰ 此收入口径，为赣江控股在 2022 年 1~12 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 12 月 31 日期间的数据。

中医药科创城建设提升（一期）工程-会展中心周边建筑室内外立面装修提升工程	否	3.19	2.88	0.31
中医药科创城绿色智能制造产业园	否	2.40	1.30	1.10
中医药科创城建设提升（一期）工程-桑海大道高速出入口周边生态公园景观提升工程	否	1.28	0.81	0.47
中医药科创城建设提升（一期）工程-阳光大道以北道路工程	否	0.98	0.81	0.17
中医药科创城桑海大道提升改造电力迁改工程	否	0.84	0.57	0.27
中医药科创城建设提升（一期）工程-桑海湾中医药文化公园提升改造工程	否	0.81	0.69	0.12
中医药科创城建设提升（一期）工程-其他附属配套零星项目	否	0.50	0.30	0.20
合计	--	113.94	68.11	45.83

注：1、九银金融大厦项目委托方为九江银行，城建实业子公司赣江新区创新产业投资有限公司与其签署了代建协议；2、中医药科创城建设提升（一期）工程一环线城市形象提升工程尚未完成结算，所以列示为在建项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 13：截至 2024 年 3 月末赣江控股主要在建自营项目（亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
江西省转化医学研究院项目	18.00	8.20	9.80
中国（南昌）中医药科创城研发孵化中心项目	15.91	7.33	8.58
中医药科创城 154 亩人才公寓项目	14.91	6.56	8.35
中国（南昌）中医药科创城会议服务中心 3#楼五星级大酒店精装修、机电及园区配套工程	14.11	2.54	11.57
赣江新区鸿信大厦	12.02	4.85	7.17
赣江新区医院	14.70	14.70	--
中医药科创城百花谷（孵化中心）项目	10.80	1.00	9.80
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）	8.30	6.05	2.25
赣江新区中学	8.00	7.72	0.28
标准厂房一期-1 标工程	6.50	2.81	3.69
神农岭本草园一期（位于永修县）	5.00	2.55	2.45
中医药科创城邻里中心项目	4.35	2.29	2.06
小计	132.60	66.60	66.00

注：赣江新区医院尚未完成结算，所以列示为在建项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：截至 2024 年 3 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赣控经贸有限公司（原名江西鼎全贸易有限公司，以下简称“赣控经贸”）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。赣控经贸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；随后赣控经贸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赣控经贸承担，商品由客户自提，客户另有要求的，赣控经贸可代办托运，费用由客户承担。客户收到商品验收合格后，一般需在 1 个月内向赣控经贸付清全部货款，付款方式以电汇为主。2021~2023 年及 2024 年 1~3 月，赣江控股实现商品销售收入分别为 30.63 亿元、30.94 亿元¹¹、16.84 亿元和 3.01 亿元，其中 2023 年以来，赣江控股为降低贸易风险，对贸易产品结构进行优化，2023 年贸易收入同比大幅减少。

收费公路运营方面，2023 年以来，公司并表范围内无新增通车路产，截至 2024 年 3 月末，公司控股高速公路运营里程合计 240.58 公里，均为经营性高速公路，仍为“三路两桥”的交通板块架构，其中“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。同期末，公司暂无在建及拟建公路项目。

受大环境影响，公司近年控股路产的车流量及通行费收入有所波动；2023 年，公司控股路产的车流量恢复性增长，当期实现通行费收入 12.39 亿元，较上年同期增长约 12%。养护方面，2023 年公司公路养护支出合计 4,660.68 万元，较上年小幅增长约 9%。

表 15：近年来公司控股路产运营情况（万车次、亿元）

路段名称	2021		2022		2023		2024.1~3	
	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入	车流量	收入
康大高速	839.49	3.22	690.72	2.83	810.21	3.00	258.38	0.77
瑞寻高速	578.17	2.76	511.79	2.59	663.12	3.08	217.08	0.89
九江二桥	985.70	4.31	760.81	3.55	880.11	3.88	256.83	0.94
九江一桥	900.91	1.61	801.2	1.46	983.07	1.74	274.87	0.42
资溪高速	264.26	0.63	264.79	0.65	316.25	0.69	109.72	0.20
合计	3,568.53	12.53	3,029.31	11.08	3,652.76	12.39	1,116.88	3.22

注：此通行费收入为公路征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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

建筑施工业务方面，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。2023 年，新签施工合同 478 个，合同金额 73.79 亿元，实现收入 60.87 亿元；2024 年 1~3 月，新签施工合同 120 个，合同金额 15.42 亿元，实现收入 10.65 亿元。截至 2024 年 3 月末，在建未完工项目 116 个，涉及合同金额共计 101.12 亿元；已签约未开工项目 5 个，涉及合同金额 1.30 亿元。总体来

¹¹ 此收入口径，为赣江控股在 2022 年 1~12 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 12 月 31 日期间的数据。

看，建筑施工板块业务运营稳定，项目储备依然较为充足。

其他业务方面，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。2021~2023 年及 2024 年 1~3 月，公司环保板块分别实现营业收入 2.75 亿元、7.98 亿元、9.03 亿元和 1.50 亿元，呈逐年增长态势，主要系多个生活垃圾焚烧发电项目、污水处理厂等陆续投产运营所致。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。2021~2023 年，公司分别实现成品油业务收入 15.49 亿元、27.06 亿元和 30.65 亿元，呈逐年增长趋势，但盈利空间相对较小。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险较低。公司收入来源多元化，2023 年公司营业总收入同比略微增长，在电力板块及建材板块等盈利能力提升的拉动下，公司利润总额小幅增长，但总资产收益率仍有所走弱；随着各业务板块的持续发展，公司资产规模保持较快增长，整体资产质量较好，但同时债务规模亦持续扩大，财务杠杆率不断上升，且已处于相对较高水平；公司主营业务收现情况较好，2023 年以来，公司偿债指标有所改善，但非受限货币资金仍不能对短期债务形成足额覆盖，公司合并口径面临一定的短期偿债压力，但较为通畅且多元的融资渠道及较强的融资能力为公司流动性提供了有力支持，且母公司财务弹性亦强。

盈利能力

公司业务板块较多，收入来源多元化，近年来营业总收入保持增长。2023 年，公司实现营业总收入 502.18 亿元，较上年微增约 1%。具体来看，建材产品销售收入仍为公司最重要的收入来源，受水泥、商砼等主要产品价格下滑及贸易业务收缩等影响，以万年青水泥为主的营收规模同比下降约 27%，同时为降低贸易风险，赣江控股的建材产品贸易业务收入亦大幅收缩，上述因素使得公司合并口径该业务收入同比大幅下滑约 30%；丰电发电厂、信丰电厂机组本期正常商运，带动公司火力发电量及电力板块收入同比大幅增长，同时煤炭采购成本同比有所下降，该板块盈利能力提升，2023 年末电力板块营收占公司营业收入比重约 20%，已成为公司第二大收入来源；随着县县通管道陆续建成投产，公司天然气销量同比增长，但在天然气销售价下行影响下，2023 年天然气板块业收入同比增长约 9%；由于焦炭业务产销价格严重倒挂、产销量下降导致收入减少，同时为降低风险、针对风险高的贸易业务逐步收缩退出，公司商品煤及煤炭延伸业务收入同比下降约 19%；建筑施工收入仍是公司营业收入的重要构成，该板块收入同比增长约 5%；车辆通行费收入占比相对较小，但当期收入规模实现恢复性增长。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，2023 年持续稳步增加。毛利率方面，2023 年，公司营业毛利率较

上年同期小幅提升 1.64 个百分点至 12.11%。2024 年一季度，公司实现营业总收入 106.24 亿元，较上年同期下滑约 8%。

表 16：近年来公司营业总收入、占比和毛利率构成（亿元）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力板块	28.41	6.76%	-2.11%	61.46	12.37%	2.82%	99.34	19.78%	11.64%
天然气板块	53.69	12.78%	5.51%	72.96	14.68%	4.07%	79.79	15.89%	4.62%
车辆通行费	12.27	2.92%	56.14%	10.73	2.16%	48.26%	12.00	2.39%	51.84%
建材产品	156.60	37.26%	25.83%	151.81	30.54%	13.46%	106.31	21.17%	14.58%
商品煤及煤炭延伸业务	78.87	18.77%	14.75%	68.40	13.76%	5.52%	55.69	11.09%	6.18%
建筑施工	45.26	10.77%	8.38%	65.57	13.19%	10.63%	69.11	13.76%	14.53%
其他	45.15	10.74%	21.33%	66.09	13.30%	16.63%	79.93	15.92%	12.98%
合计	420.26	100.00%	17.79%	497.01	100.00%	10.47%	502.18	100.00%	12.11%

注：1、上表中来自 2021 年、2022 年营业总收入、营业总成本采用了 2022 年、2023 年审计报告的上期发生额，2023 年营业总收入、营业总成本采用了 2023 年审计报告的本期发生额。因公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司无法提供合并口径各板块营业收入及成本构成数据。2、公司其他业务收入包括成品油销售、生态环保及互联网信息服务等。

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；2023 年，随着公司有息债务规模持续上升，财务费用进一步攀升，同时管理费用随着业务规模的扩大及人员工资等日常开支增加亦逐年增长，导致期间费用有所增加，当期期间费用率小幅增至 11.73%；考虑到公司营业毛利率水平，期间费用对公司盈利形成较大侵蚀。

利润总额构成方面，经营性业务利润仍是最主要来源，但近年公司利润总额明显波动。其中，2023 年，由于营业毛利率小幅提升，当期公司经营性业务利润较上年增长 3.29 亿元至 9.10 亿元，其中包括其他收益 10.17 亿元，主要为赣江新区政府补助、亏损补贴、省级天然气管网建设财政贴息补助、三废退税及奖补资金等，其规模较上年增加 2.58 亿元。投资收益亦对利润总额形成重要补充，2023 年公司实现投资收益 4.78 亿元，较上年小幅下降约 7%，主要来自对江西昌泰高速公路有限责任公司、江西省天然气投资有限公司、江西金融租赁股份有限公司等合营、联营企业以及部分基金投资形成的收益；同期，公司资产减值损失为 3.26 亿元，主要系固定资产减值损失、商誉跌价损失等，应收类账款的信用减值损失为 2.55 亿元，主要系应收工程款、贸易款、融资租赁应收款等，上述两项减值损失均较上年小幅走扩，对公司利润总额有一定侵蚀。上述因素共同影响下，2023 年公司实现利润总额 9.23 亿元，较上年有所回升。由于资产总额保持较快增长，使得公司 2023 年总资产收益率略有下滑。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用率	10.49	10.24	11.73	12.08
经营性业务利润	31.13	5.81	9.10	1.01
其他收益	4.02	7.59	10.17	3.37
资产减值损失	3.35	2.23	3.26	-0.02
信用减值损失	1.61	1.12	2.55	0.02
投资收益	4.30	5.14	4.78	0.92
利润总额	30.19	7.67	9.23	1.46
总资产收益率	5.02	2.56	2.54	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

跟踪期内，公司仍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；其中，2022 年，公司获得了政府划拨的赣江控股 90% 股权，致使总资产较上年末大幅增长约 52%；2023 年，随着基建开发项目、天然气管网工程和电力机组等建设持续投入，期末公司总资产同比增长 7.71% 至 1,628.21 亿元。

目前公司主营业务包括建材板块、电力板块、天然气板块、煤炭板块、建筑施工板块、交通板块、建设开发板块、环保及数字产业等。公司资产仍呈现以非流动资产为主的资产结构，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，以电力机组、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、赣江控股自营项目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。综合来看，公司直接或间接持有上市公司赣能股份、万年青水泥、安源煤业的股权，具有一定变现能力；同时，公司拥有的电力机组、天然气管网资产、产品生产线、矿井、高速公路等经营性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¹²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；2023 年，公司收到江西省国资委增资 1.20 亿元¹³，公司实收资本增至 61.20 亿元；同期，公司收到江西省创业投资管理有限公司 100% 股权无偿划入、收到江西省财政资本性投入 3.64 亿元等计入资本公积，公司资本实力有所充实；此外，由于 2019 年末划入的江西能源因计提关停煤矿的资产减值准备金额较大¹⁴，公司近年未分配利润持续为负；2023 年末未分配利润为-32.60 亿元，较上年末增亏 9.31 亿元，主要系公司永续债余额持续快速上升、永续债利息支出影响未分配利润缺口走扩¹⁵，同时当期子公司小牛矿业公司无偿划至国兴公司导致公司资本公积减少¹⁶、对于资本公积不足冲减的部分冲减了留存收益。

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，2023 年末公司总资本化比率已达 72.31%，公司财务杠杆处于高位。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小幅增长态势。

表 18：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.3
--	------	------	------	--------

¹² 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 2024 年 3 月末调整项为 124.31 亿元，占同期末所有者权益的比重约 24.30%。

¹³ 根据赣国资评价[2023]12 号国资委《关于批复国资委出资监管企业 2023 年国有资本经营预算的通知》，下达公司国有资本经营预算支出 7,000.00 万元，列入国家资本金。根据赣国资评价[2022]15 号国资委《关于批复国资委出资监管企业 2023 年国有资本经营预算的通知》，投入资本金 5,000.00 万元。

¹⁴ 根据公司 2019 年审计报告“（四十六）未分配利润”附注，由于同一控制下企业合并影响公司合并口径 2019 年期初未分配利润-30.84 亿元。

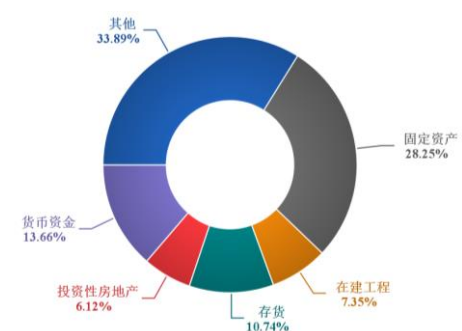
¹⁵ 2023 年，公司永续债的利息支出 3.26 亿元计入“未分配利润-其他减少”。

¹⁶ 子公司小牛矿业公司无偿划转给国兴公司，按持股比例减少资本公积 57,664,360.00 元。

货币资金	169.16	221.73	224.45	225.53
存货	44.40	130.09	163.13	177.27
投资性房地产	7.14	91.84	100.19	101.12
固定资产	345.45	450.46	467.57	466.45
在建工程	118.19	97.28	114.97	121.31
无形资产	50.98	69.01	75.76	75.34
资产总计	995.60	1,511.65	1,628.21	1,651.23
非流动资产占比	65.87	61.96	61.83	61.35
经调整的所有者权益	291.59	379.31	382.24	382.93
总资本化比率	65.54	70.37	72.31	--

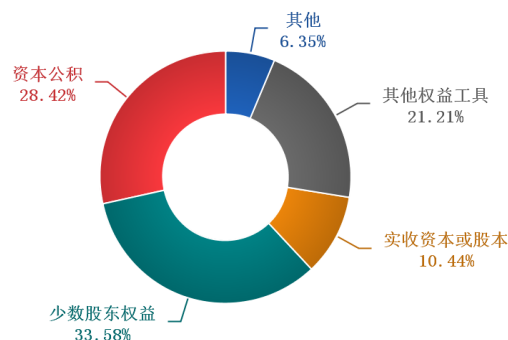
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2024 年 3 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



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，近年来收现比指标均大于 1。公司各期现金流表现波动较大，其中，2023 年，由于电力板块及房地产板块等现金流入增幅较大，公司经营净现金流入规模同比增长；同时，公司电力板块、基建开发建设板块等在建项目维持较大规模的投资支出，2022 年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，2023 年投资活动现金流入以子公司定期存款的收回及取得分红为主，当期投资活动现金缺口有所走扩，仍需依赖外部融资弥补，但公司 2023 年债务偿还较多，因此当期筹资活动净现金流入额有所收窄。

表 19：近年来公司现金流相关指标（亿元、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	42.05	23.06	37.60	7.52
投资活动产生的现金流量净额	-97.11	-80.20	-88.00	-22.97
筹资活动产生的现金流量净额	63.01	95.32	57.52	18.64
收现比	1.01	1.02	1.06	1.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着各业务板块的持续发展，公司对外部融资的需求进一步加大，公司有息债务持续攀升，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应对短期资金缺口。债务结构方面，2023 年以来，公司通过调整债务结构，压降短期债务规模，2023 年末短期债务占比较上年末下降 5.43 个百分点至 36.48%，2024 年 3 月末小幅下降至 34.22%，债务结构有所改善；但公司合并口径短债规模及占比仍偏高，期末非受限货币资金仍无法足额覆盖短期债务的偿还，公司面临一定的短期偿债压力。

表 20：截至 2024 年 3 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	2024.4-12	2025 年	2026 年	2027 年及以后
银行贷款	3.9%	676.19	185.23	145.33	73.04	272.59
债券融资	3.7%	170.11	55.59	12.03	66.49	36.00
非标融资	5.9%	12.39	2.11	2.92	2.08	5.28
其他（含永续债）	3.8%	143.52	42.91	52.56	48.00	0.05
合计	3.9%	1,002.21	285.84	212.85	189.61	313.91

注：2024 年 3 月末公司总债务计算口径中包括同期末应付票据和租赁负债全部余额，而上表中融资余额，公司仅将其有息部分统计在内，同时上表中债务余额为本金部分、未包含利息，故与根据财务报表计算出的总债务存在一定差异。此外，公司按照实际资金安排及计划填写 1 年以内到期债务，故与短期债务存在一定差异。

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；2023 年，得益于公司盈利能力同比有所改善，EBITDA 对债务本息覆盖能力小幅提升，仍能足额保障利息支出；同期，公司经营活动净现金流入规模同比增长，可以有效覆盖利息支出；整体来看，公司短期偿债指标有所改善。

表 21：近年来公司偿债指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总债务	554.50	900.74	998.34	--
短期债务/总债务	37.04	41.91	36.48	--
EBITDA	65.92	56.33	68.11	--
总债务/EBITDA	8.41	15.99	14.66	--
EBITDA 利息保障倍数	3.07	1.73	1.83	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.96	0.71	1.01	--
非受限货币资金/短期债务	0.77	0.52	0.56	--

注：因公司 2024 年一季度财务报表无附注信息且公司未提供合并口径的有息债务构成及一季度利息支出数据，故合并口径相关指标失效。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司情况

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最主要的资产构成，2022 年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，2023 年因增加对江西省投资房地产开发有限责任公司、江西江投资本有限公司、江西东津发电有限责任公司、赣江控股等子公司出资，期末母公司长期股权投资较上年增加约 27 亿元；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。母公司有息债务持续上升，主要来自银行借款、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¹⁷以实收资本和资本公积为主，2023 年末经调整的所有者权益同比小幅增长，主要系收到政府增资、财政资本性投入和划入的股权等。资本结构方面，2022 年受益于赣江控股股权划入带来的母公司资本实力增强，母公司财务杠杆水平有所压降，2023 年以来，由于债务规模保持增长，母公司财务杠杆同比抬升，但短期债务规模大幅压降，债务结构有所改善。

母公司主要承担管理和融资职能，不参与实际业务运营，营业收入仍主要系利息收入和少部分房租收入，2023 年同比基本持平。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；2022 年，由于减持赣能股份收

¹⁷ 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 2024 年 3 月末母公司其他权益工具规模为 120.00 亿元，占同期末母公司所有者权益的比重约 36%。

到投资收益约 1.90 亿元，以及收到子公司九江长江大桥、赣鄂皖路桥等分红款，母公司当期投资收益较上年增加，2023 年母公司没有减持收益事项，当期确认投资收益 1.59 亿元，母公司净利润下滑至 0.89 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，2023 年得益于短期债务规模压降，货币资金对短期债务保障能力有所提升，但仍无法足额覆盖短期债务。但同时，母公司直接融资渠道和间接融资渠道均较为通畅，且其在手未发行多品种债务融资工具额度较多，以上均可为公司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，整体来看公司母公司弹性强。

表 22：近年来母公司主要财务指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业总收入	2.85	3.25	3.23	0.79
营业毛利率	23.20	17.76	17.16	100.00
投资收益	2.72	4.05	1.59	0.01
净利润	0.71	3.03	0.89	-0.17
资产总额	289.68	372.83	414.29	427.53
资产负债率	35.47	29.63	25.30	27.91
经调整的所有者权益	127.07	182.35	189.47	188.21
总资本化比率	54.04	48.52	51.62	52.98
总债务	149.41	171.85	202.18	212.06
短期债务/总债务	36.62	35.26	18.85	22.78
经营活动产生的现金流量净额	6.82	4.76	-0.91	3.29
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.31	1.15	-0.23	--
EBITDA 利息保障倍数	0.94	1.21	0.48	--
非受限货币资金/短期债务	0.21	0.14	0.47	0.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 23：截至 2024 年 3 月末母公司债务到期分布（亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	2024.4-12	2025 年	2026 年	2027 年及以后
银行贷款	2.6%	31.63	20.25	8.75	0.65	1.98
债券融资	3.5%	60.00	20.00	10.00	30.00	--
其他（含永续债）	3.5%	120.00	30.00	42.00	48.00	--
合计	3.4%	211.63	70.25	60.75	78.65	1.98

注：上表中债务余额为本金部分，未包含利息，故与根据财务报表计算出的总债务存在一定差异。此外，公司按照实际资金安排及计划填写 1 年以内到期债务，故与短期债务存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

风控及资源调度能力

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、万年青水泥、

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活跃，且认可度高，资本市场融资渠道通畅；此外，公司目前受限资产比例较低，仍有较大的抵质押融资空间，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。另外，集团内部资源调度能力强，母公司可通过为子公司在银行借款、债券发行提供担保、增信等方式提供支持，以及为子公司提供内部借款、增资等方式提供资金支持。整体来看，公司具备很强的金融资源协调能力。

或有事项

受限资产方面¹⁸，截至 2023 年末，公司受限资产账面价值合计 102.39 亿元，占同期末总资产的比重为 6.29%，主要包括受限保证金、定期存单，以及因借款抵质押的固定资产、存货和其他非流动资产等。对外担保方面¹⁹，截至 2023 年末，公司合并口径对外担保金额为 1.46 亿元，占同期末净资产的比重为 0.29%。同期末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

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 2024 年 3 月，公司本部存在 3 个已结清关注类账户，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。此外，公司本部作为保证人/反担保人的关注类余额 5.78 亿元，系公司子公司瑞寻高速公司作为项目借款人，其资产负债率超过 100%，国家开发银行江西省分行按照相关规定于 2017 年 10 月将该项目贷款由正常类调整为关注类，但该贷款存续期内，瑞寻高速公司未出现欠息、逾期等情况。截至 2024 年 3 月，公司本部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²⁰

假设

- 2024 年，公司仍作为江西省国有资本投资运营平台，股权结构、主要资产和核心业务保持相对稳定。
- 2024 年，公司各业务板块稳步发展，预计公司营业总收入将稳步增长，盈利能力将较上年有所回升。
- 2024 年，公司生产经营类及股权类投资规模合计约 95~115 亿元。
- 2024 年，公司债务规模将呈增长态势，预计净新增债务性及权益性融资合计约 115~130 亿元。

预测

表 24：公司重点财务指标预测情况

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率 (%)	70.37	72.31	64.60~78.95
总债务/EBITDA (X)	15.99	14.66	12.51~15.29

¹⁸ 因公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司无法提供合并口径受限资产等具体数据。

¹⁹ 因公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司无法提供合并口径对外担保等具体数据。

²⁰ 中诚信国际对发行主体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发行主体相关的重要假设，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发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

ESG²¹表现方面，公司在安全环保生产和环境保护方面进行了一定投入，但近年来子公司江西能源下属煤矿发生多起安全事故，其安全生产压力较大。公司各项内部控制制度与组织架构等较为完善，但由于公司下属公司众多，同时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，公司治理及管控能力的提升仍面临一定考验。与前次 ESG 评估无重大变化。

流动性评估方面，公司未使用授信额度充足，保有一定量的可动用账面资金。公司直接或间接持有上市公司赣能股份、万年青水泥、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，公司目前受限资产比例较低，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、基建开发等板块的项目建设，对外的股权类投资以及债务还本付息，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。流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

江西省经济财政实力在全国位于中游，支持能力很强；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，2023 年江西省实现地区生产总值 32,200.1 亿元，同比增长 4.1%，全省实现一般公共预算收入 3,059.6 亿元，同比增长 3.8%，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，综上江西省政府的支持能力很强。

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、建材、煤炭、交通等业务板块，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强。

跟踪债券信用分析

根据公司公司债券年度报告及提供资料，“19 赣投 03”募集资金总额 10 亿元，资金用于偿还有息负债；“21 赣投 Y2”募集资金总额 10 亿元，资金用于偿还有息负债及补充流动资金；“22 赣投 Y1”募集资金总额 20 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还债务；“23 赣投 Y1”和“23 赣投 Y2”募集资金总额分别为 22 亿元和 8 亿元，募集资金扣除发行费用后用于偿还债务；“赣投 YK01”募集资金总额 10 亿元，募集资金扣除发行费用后全部用于偿还到期债务；“赣投 YK02”募集资金总额 20 亿元，募集资金扣除相关发行费用后全部用于偿还到期债务；上述债券募集资金

²¹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

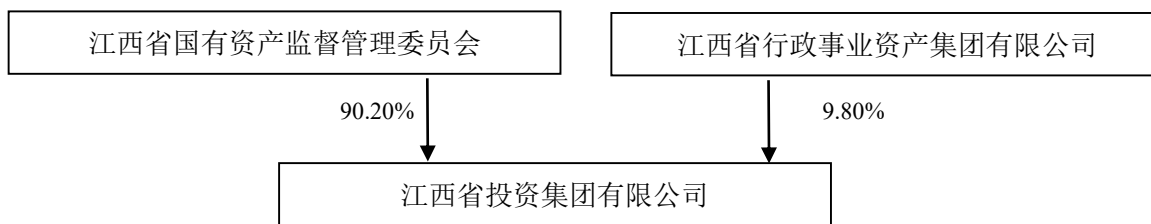
金已按约定用途使用完毕。此外，“赣投 YK03”于 2024 年 4 月发行，募集资金总额 20 亿元，募集资金扣除相关发行费用后全部用于偿还到期债务；截至 2024 年 4 月末，募集资金已使用 17.50 亿元、与约定用途一致。

本次跟踪债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强了业务持续性和稳定性，虽然公司债务规模持续攀升，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。债券集中到期压力不大，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

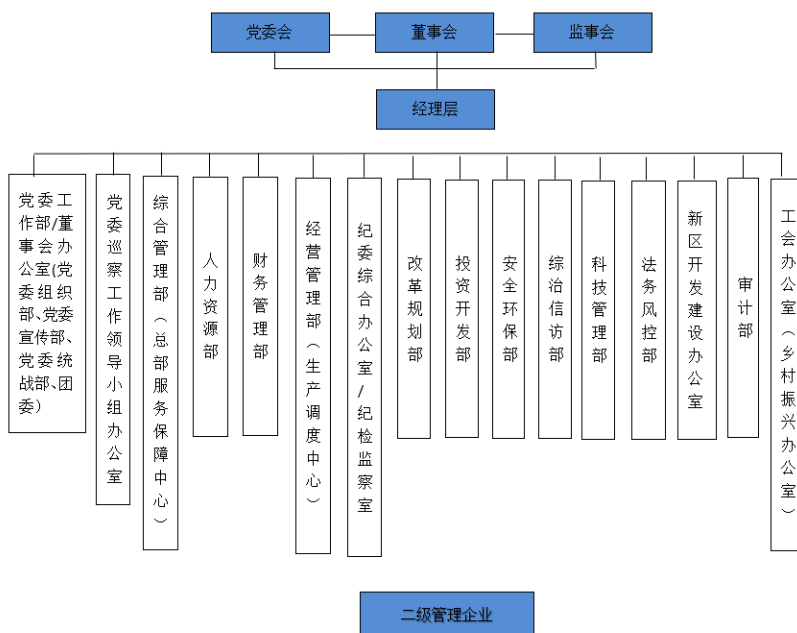
综上所述，中诚信国际维持江西省投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 赣投 MTN001”、“20 赣投 MTN001”、“21 赣投 MTN001”、“21 赣投 MTN002”、“19 赣投 03”、“21 赣投 Y2”、“22 赣投 Y1”、“23 赣投 Y1”、“23 赣投 Y2”、“赣投 YK01”、“赣投 YK02”、“赣投 YK03”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2024 年 3 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%
江西江投资本有限公司	28.10	100.00%	100.00%
江西省建材集团有限公司	4.04	100.00%	100.00%
江西省天然气集团有限公司	9.18	100.00%	100.00%
江西省投资房地产开发有限责任公司	9.50	100.00%	100.00%
江西省能源集团有限公司	30.36	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	100.00%	100.00%
赣江控股集团有限公司	33.02	94.30%	94.30%

注：上表数据为截至 2023 年末



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：万元)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	1,691,571.37	2,217,300.02	2,244,547.88	2,255,306.74
应收账款	333,818.78	547,398.47	774,208.46	740,066.93
其他应收款	186,209.66	390,902.59	440,170.65	442,596.38
存货	443,989.59	1,300,870.67	1,631,339.95	1,772,720.81
长期投资	811,296.54	1,617,458.25	1,653,319.50	1,645,703.29
固定资产	3,454,504.00	4,504,588.85	4,675,749.83	4,664,539.07
在建工程	1,181,905.22	972,817.81	1,149,748.24	1,213,114.11
无形资产	509,807.91	690,053.45	757,558.94	753,386.85
资产总计	9,956,041.88	15,116,528.73	16,282,139.96	16,512,262.01
其他应付款	317,053.50	393,227.00	464,093.59	491,834.49
短期债务	2,053,751.61	3,774,996.58	3,641,961.20	--
长期债务	3,491,272.11	5,232,445.44	6,341,461.21	--
总债务	5,545,023.72	9,007,442.02	9,983,422.41	--
净债务	3,973,050.62	7,051,192.37	7,954,943.28	--
负债合计	6,441,603.92	10,436,652.12	11,172,567.86	11,395,783.58
所有者权益合计	3,514,437.95	4,679,876.61	5,109,572.10	5,116,478.43
利息支出	214,927.99	326,209.02	372,313.03	--
营业总收入	4,202,552.23	4,970,114.03	5,021,757.46	1,062,410.91
经营性业务利润	311,274.13	58,101.32	90,958.17	10,067.13
投资收益	42,980.79	51,434.56	47,774.97	9,164.36
净利润	204,329.37	19,522.66	43,308.01	8,415.65
EBIT	469,086.92	321,289.98	399,041.12	--
EBITDA	659,232.22	563,327.34	681,109.27	--
经营活动产生的现金流量净额	420,509.23	230,580.86	375,991.86	75,170.15
投资活动产生的现金流量净额	-971,109.52	-802,040.78	-879,986.46	-229,668.01
筹资活动产生的现金流量净额	630,052.17	953,184.81	575,185.90	186,391.73
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率 (%)	17.79	10.47	12.11	10.44
期间费用率 (%)	10.49	10.24	11.73	12.08
EBIT 利润率 (%)	11.16	6.46	7.95	--
总资产收益率 (%)	4.71	2.56	2.54	--
流动比率 (X)	1.03	1.05	1.13	1.20
速动比率 (X)	0.89	0.81	0.84	0.86
存货周转率 (X)	7.78	5.10	3.01	--
应收账款周转率 (X)	12.59	11.28	7.60	--
资产负债率 (%)	64.70	69.04	68.62	69.01
总资本化比率 (%)	65.54	70.37	72.31	--
短期债务/总债务 (%)	37.04	41.91	36.48	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.04	-0.01	0.00	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.10	-0.03	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	1.96	0.71	1.01	--
总债务/EBITDA (X)	8.41	15.99	14.66	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.32	0.15	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	3.07	1.73	1.83	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	2.18	0.98	1.07	--
FFO/总债务 (X)	0.07	0.02	0.02	--

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 2022 年、2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告的期初数，2023 年及 2024 年一季度财务数据采用 2023 年审计报告及 2024 年一季度财务报表期末数；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、其他权益工具和少数股东权益中的带息债务；因公司 2024 年一季度财务报表无附注信息且公司未提供合并口径的有息债务构成及一季度利息支出数据，故合并口径相关指标失效；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，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：万元)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	117,145.77	85,275.29	178,233.64	283,092.70
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	230,185.23	221,530.46	220,764.95	225,684.87
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,734,215.65	2,637,314.41	2,986,985.91	2,983,485.91
固定资产	6,840.94	6,387.70	6,015.98	5,917.68
在建工程	33.44	399.18	1,050.30	1,297.69
无形资产	281.68	334.49	727.03	715.45
资产总计	2,896,826.26	3,728,347.20	4,142,853.55	4,275,313.00
其他应付款	3,874.60	10,233.95	37,496.87	59,110.92
短期债务	547,180.46	605,985.45	381,093.20	483,184.83
长期债务	946,951.46	1,112,500.00	1,640,755.38	1,637,457.21
总债务	1,494,131.91	1,718,485.45	2,021,848.59	2,120,642.05
净债务	1,376,986.15	1,633,210.15	1,843,614.94	1,837,549.35
负债合计	1,027,523.95	1,104,810.14	1,048,181.72	1,193,180.86
所有者权益合计	1,869,302.31	2,623,537.06	3,094,671.83	3,082,132.15
利息支出	51,958.46	41,504.02	39,062.86	0.00
营业总收入	28,475.83	32,467.40	32,295.04	7,907.84
经营性业务利润	-20,052.14	-10,286.32	-6,732.08	-1,809.40
投资收益	27,213.04	40,480.91	15,943.81	96.17
净利润	7,095.52	30,336.97	8,882.82	-1,733.69
EBIT	48,246.56	49,783.88	19,424.06	--
EBITDA	48,761.36	50,306.40	18,809.26	--
经营活动产生的现金流量净额	68,246.37	47,636.40	-9,117.64	32,903.93
投资活动产生的现金流量净额	-182,858.00	-271,377.90	-170,593.68	-15,077.70
筹资活动产生的现金流量净额	151,253.75	191,871.02	272,669.66	87,032.83
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	23.20	17.76	17.16	100.00
期间费用率 (%)	92.66	48.08	53.15	122.32
EBIT 利润率 (%)	169.43	153.33	60.15	--
总资产收益率 (%)	1.67	1.50	0.49	--
流动比率 (X)	1.47	1.20	1.68	1.53
速动比率 (X)	1.47	1.20	1.68	1.53
存货周转率 (X)	--	--	--	--
应收账款周转率 (X)	--	--	--	--
资产负债率 (%)	35.47	29.63	25.30	27.91
总资本化比率 (%)	54.04	48.52	51.62	52.98
短期债务/总债务 (%)	36.62	35.26	18.85	22.78
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.01	0.00	-0.02	0.06
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.03	0.01	-0.13	0.27
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	1.31	1.15	-0.23	--
总债务/EBITDA (X)	30.64	34.16	107.49	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.09	0.08	0.05	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.94	1.21	0.48	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	0.93	1.20	0.50	--
FFO/总债务 (X)	-0.03	-0.02	-0.02	--

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 2022 年、2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告的期初数，2023 年及 2024 年一季度财务数据采用 2023 年审计报告及 2024 年一季度财务报表期末数；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，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-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，违约很可能会发生。
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