

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0136号

江西省水利投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“19 赣水投 MTN001”、“20 赣水投 MTN001”、“21 赣水 01”、“22 赣水 Y1”和“22 赣水 Y2”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“19 赣水投 MTN001”、“20 赣水投 MTN001”、“21 赣水 01”、“22 赣水 Y1”和“22 赣水 Y2”信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月十八日

信用评级报告声明

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

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自 2024 年 6 月 18 日至 2025 年 6 月 17 日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2024 年 6 月 18 日

江西省水利投资集团有限公司
主体及相关债项 2024 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2024/6/18	AAA/稳定	孟 洁	刘镇漫

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
19 赣水投 MTN001	AAA	AAA	经营风险	区域环境	100.0%	98.0
20 赣水投 MTN001	AAA	AAA		业务运营	100.0%	79.0
21 赣水 01	AAA	AAA	财务风险	盈利与获现能力	45.0%	36.0
22 赣水 Y1	AAA	AAA		债务负担	20.0%	10.0
22 赣水 Y2	AAA	AAA		债务保障程度	35.0%	17.5
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”			调整因素			
主体概况			无			
			个体信用状况（BCA）			
			aa			
			评级模型结果			
			AAA			
			外部支持调整子级			
			2			
			注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异			

评级观点

东方金诚认为，江西省经济实力依然很强，公司从事的水利基础设施投资建设等业务仍具有较强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方的有力支持。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，全部债务快速增长，短期偿债压力较大，资金来源对筹资活动依赖较大。综上所述，公司的主体信用风险极低，偿债能力极强，本次跟踪债项到期不能偿还的风险均极低。

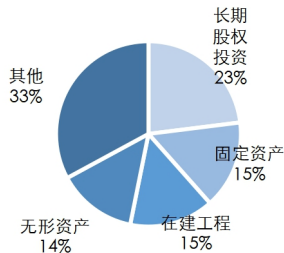
同业比较

项目	江西省水利投资集团有限公司	江西省投资集团有限公司	重庆市水利投资（集团）有限公司	河南水利投资集团有限公司
地区	江西省	江西省	重庆市	河南省
GDP 总量（亿元）	32200.1	32200.1	30145.8	59132.4
人均 GDP（元）	71216	71216	94135	60073
一般公共预算收入（亿元）	3059.6	3059.6	2440.7	4512.0
政府性基金收入（亿元）	2114.6	2114.6	1878.6	1935.9
地方政府债务余额（亿元）	12710.9	12710.9	12258.0	17892.8
资产总额（亿元）	806.39	1628.21	899.38	1122.41
所有者权益（亿元）	257.87	510.96	468.57	366.40
营业收入（亿元）	76.78	502.18	34.52	118.46
净利润（亿元）	5.82	4.33	2.28	4.74
资产负债率（%）	68.02	68.62	47.90	67.36

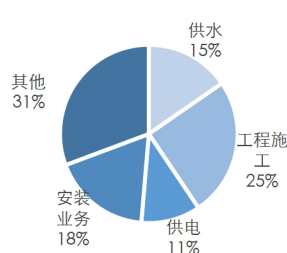
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2023 年
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2023年）



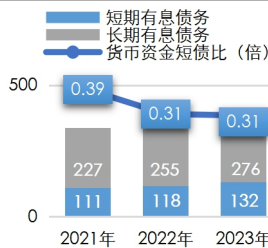
公司营业收入构成（2023年）



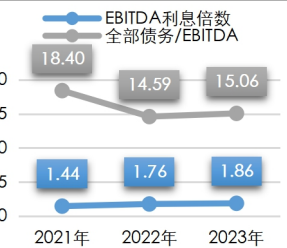
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2021年	2022年	2023年	2024Q1
资产总额	670.84	748.32	806.39	829.25
所有者权益	228.02	251.96	257.87	263.03
营业收入	56.51	62.93	76.78	16.74
净利润	2.93	5.24	5.82	0.11
全部债务	337.72	373.24	408.23	-
资产负债率	66.01	66.33	68.02	68.28
全部债务资本化比率	59.70	59.70	61.29	-

公司债务构成（单位：亿元、倍）



公司偿债指标（单位：倍）



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2021年	2022年	2023年
地区	江西省		
GDP 总量	29619.70	32074.70	32200.10
人均 GDP (元)	65560	70923	71216
一般公共预算收入	2812.30	2948.30	3059.60
政府性基金收入	2971.80	2252.00	2114.60
财政自给率	41.49	40.45	40.79

优势

- 跟踪期内，江西省经济保持较快增长，积极推进工业产业升级，第三产业对经济增长的贡献仍突出，经济实力依然很强；
- 公司继续从事江西省水利基础设施投资建设、供水等，业务仍具有较强的区域专营性；
- 公司是江西省唯一的省级水利基础设施投资、建设及运营主体，在资产注入、财政补贴等方面继续获得实际控制人及相关各方的有力支持。

关注

- 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司全部债务快速增长，负债率处较高水平，短期偿债压力较大；
- 公司经营活动现金获取能力有所减弱，投资性现金流持续为大规模净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

预计江西省经济将保持较快增长，公司主营业务将保持较强的区域专营地位，能够持续获得实际控制人及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型（RTFU007202404）》¹

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA	AAA (22 赣水 Y2)	2023/6/25	卢宝泽 纪 炜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》	阅读原文
AAA	AAA (19 赣水投 MTN001)	2019/6/10	白晓超 彭筱桐	《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015）》	阅读原文

注：以上为不完全列示

¹ 江西省水利投资集团有限公司上次所使用的评级方法及模型为《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》，为了适应城投企业转型发展、提升评级区分度和评级质量的需要，东方金诚于2024年4月12日发布了新制订的《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型（RTFU007202404）》。考虑到江西省水利投资集团有限公司相关情况更符合国有资产运营企业适用范围，本次评级使用《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型（RTFU007202404）》。本次更换评级方法及模型对江西省水利投资集团有限公司评级结果不产生影响。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方
19 赣水投 MTN001	2023/06/25	10.00	2019.10.18-2024.10.18	-	-
20 赣水投 MTN001	2023/06/25	12.00	2020.04.22-2025.04.22	-	-
21 赣水 01	2023/06/25	10.00	2021.06.25-2024.06.25	-	-
22 赣水 Y1	2023/06/25	10.00	2022.07.19-2025.07.19	-	-
22 赣水 Y2	2023/06/25	10.00	2022.08.29-2025.08.29	-	-

注：“21 赣水 01” 附交叉违约条款，“22 赣水 Y1” 和 “22 赣水 Y2” 附调整每 3 年末票面利率条款与续期选择权。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及江西省水利投资集团有限公司（以下简称“江西水投”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司系经江西省人民政府（以下简称“江西省政府”）同意，由江西省水利厅²于 2008 年 2 月出资成立的国有独资公司，初始注册资本为人民币 13.54 亿元。历经多次增资与股权变更，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 26.26 亿元，江西省国有资本运营控股集团有限公司（以下简称“江西国控”）与江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政集团”）分别持有公司 90%和 10%的股权，公司的实际控制人为江西省政府。跟踪期内，公司注册资本及实收资本、股权结构及实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司作为江西省唯一的省级水利基础设施投资、建设及运营主体，继续负责授权范围内水利国有资产运营管理及水利项目投融资建设，以及供水、工程施工、供电、安装等业务。

截至 2023 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有 28 家，详情见附件二。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月末，公司发行的“19 赣水投 MTN001”、“20 赣水投 MTN001”、“21 赣水 01”、“22 赣水 Y1”和“22 赣水 Y2”均已按期偿付利息，尚未到本金兑付日。同期末，上述债券募集资金均已全部使用完毕。

个体信用状况

行业分析

作为“国企改革三年行动”的重要实践者，城市国有资产运营企业的高质量发展是做强做大有经济、实现国有资产保值增值的题中之义，是服务社会民生、促进城市产业提档升级的重要抓手

“国企改革三年行动”是落实国有企业改革顶层设计的具体施工图。城市国有资产运营企业肩负改革重任，是“国企改革三年行动”的重要参与者和实践者，通过运营城市范围内的国有资产，旨在实现国有资产的合理流动、保值增值，对于做强做优做大国有经济、实现经济高质量发展具有重要意义。同时，城市国有资产运营企业借力区域资源禀赋，依托城市国有资产的划入，致力于城市民生服务，促进城市产业转型升级。

当前，“新三年”国企改革深化提升行动按下加速键，同时国企改革“碰撞”新质生产力，城市国有资产运营企业继续探寻合适的赛道，打造与地方特色相结合、具有清晰战略的主要业务，实现科技创新、产业引领等发展目标，助力经济高质量稳步增长。

² 依据江西省水利厅、江西省财政厅联合发布的《关于组建江西省水利投资（集团）公司注册资本金有关问题的通知》（赣水计财字【2008】7号）。

在“控增化存”背景下，城市国有资产运营企业的转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大

以“一揽子化债”为代表的化债政策开启了化债和转型的新阶段。在强监管及“控增化存”背景下，融资审批政策总体趋紧，城市国有资产运营企业需通过专业化、市场化运营做实做深转型，以自我造血缓解债务压力。

城市国有资产运营企业着力点为持有资产的保值增值，结合城市资源禀赋和发展阶段性特征，重塑业务战略，因地制宜、立足长远、稳健经营。伴随着国有企业现代公司治理与市场化经营机制的长效化，城市国有资产运营企业市场化主体地位已经确立，其转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会给城市国有资产运营企业带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大。

业务运营

经营概况

公司营业收入主要来自于供水、工程施工、供电、安装业务等，跟踪期内，公司营业收入和毛利润保持增长，但毛利率小幅下降

公司是江西省唯一的省级水利基础设施投资、建设及运营主体，跟踪期内，继续负责授权范围内水利基础设施建设、供水、工程施工、供电、安装等业务。

图表 1 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
供水	9.25	16.37	10.57	16.80	11.82	15.39
工程施工	16.22	28.71	15.65	24.86	19.32	25.17
供电	5.42	9.59	7.58	12.05	8.29	10.80
安装业务	10.20	18.05	11.95	18.99	13.80	17.97
其他	15.42	27.28	17.18	27.30	23.55	30.67
合计	56.51	100.00	62.93	100.00	76.78	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
供水	1.89	20.45	2.25	21.28	3.11	26.32
工程施工	2.54	15.67	2.74	17.51	2.47	12.77
供电	3.25	59.91	4.63	61.04	4.89	58.92
安装业务	5.21	51.05	6.07	50.75	6.68	48.40
其他	1.83	11.88	4.68	27.24	6.90	29.30
合计	14.72	26.05	20.36	32.35	24.04	31.31

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司供水、工程施工、供电、安装业务及其他业务均有不同程度增长，带动营业收入保持较快增长。其中，供水收入是公司营业收入的重要补充；工程施工收入是营业收入的最主要来源；供电收入主要来自水电、风电和光伏发电，随着装机规模增长而有所增加；安装业务收入主要是供水管道安装形成的收入，是营业收入重要来源；公司其他收入主要来自房地产开发、招标咨询代理及监理、房屋租赁、茶油销售、垃圾清运等业务，对营业收入形成有

效补充。

跟踪期内，公司毛利润亦保持增长，主要来自安装业务、供电、供水及工程施工业务，其他业务是公司毛利润的重要补充。同期，公司毛利率水平小幅下降，主要系占比较高的安装业务、供电业务毛利率下降导致。

2024年1~3月，公司实现营业收入16.74亿元，毛利润4.25亿元，毛利率25.37%。

水利基础设施建设

公司是江西省唯一的省级水利基础设施投资、建设及运营主体，从事的水利基础设施建设业务具有较强的区域专营性

公司主要承担了江西省重要水利枢纽项目、农饮项目、防洪整治、病险水库加固等水利基础设施项目建设，业务具有较强的区域专营性，项目建设资金主要来自中央和江西省财政拨款、自有资金和外部融资。资金平衡方面，公司主要通过开发水利工程供水、发电、养殖、旅游资源等方式实现资金回收和投资回报。具体来看，对于水利枢纽项目，公司通过构建管理公司或项目公司对投入资金进行管理和运营，并通过发电收入实现收益；对于农饮项目，公司通过组建供水公司形成的供水收入实现收益；对于病险水库加固项目，公司通过投资建设水库，形成了水源控制优势，未来可通过原水收入、开发下游水务市场等方式实现收益，目前公司水库资产处于整合和开发建设阶段，尚未形成规模收益。

近年来，公司参与的江西省重要水利基础设施项目包括峡江水利项目、大中型病险水库以及农饮项目、石门水库、幸福水库等666座水库项目、横港水库、高泉水库等668座水库项目、峡江水利项目、浯溪口项目、2014年农饮项目、十一个设区市的城市防洪工程以及圩堤江岸整治项目等。截至2024年3月末，上述项目累计完成投资170.66亿元，除自筹专项资金项目外，其他项目建设资金主要通过各级财政拨款、自有资金及外部融资解决。项目收益方面，除整治项目外，以上项目公司均可获得或通过进一步开发获得经营性收入，项目收益权归公司所有。上述水利项目建设对于江西省防洪体系构建、提高农村饮水安全等发挥了重要作用。

图表2 截至2024年3月末公司负责的重点水利基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	已投资	项目投资下具体项目	收益来源	项目类型
大中型水利项目	32.41	峡江水利项目、大中型病险水库以及农饮项目	供电、供水、旅游及养殖收入	水利枢纽、病险水库
666项目	23.30	石门水库、幸福水库等666座水库	供水、旅游、养殖及供电收入	病险水库
668项目	19.21	横港水库、高泉水库等668座水库	供水、旅游、养殖及供电收入	病险水库
08年以前小型水库	13.54	大港水库、张岭水库、长垅水库等	供水、旅游、养殖及供电收入	病险水库
自筹专项资金项目	61.08	峡江水利项目、浯溪口项目、2014年农饮项目等	供电、供水、旅游及养殖收入	水利枢纽、农饮项目
五河重点段防洪应急整治工程	21.12	十一个社区市的城市防洪工程以及圩堤江岸整治	暂无收益	整治项目
合计	170.66	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2024 年 3 月末，公司重点在建的水利基础设施项目主要为城乡供水一体化工程，计划总投资为 119.17 亿元，资金来源为自有资金、财政拨款和外部融资，累计投资 107.13 亿元，尚需投资 12.04 亿元。公司在建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

城乡供水一体化工程近期供水设计总规模为 295.9 万立方米/日。工程主要项目包括取水泵站、原水输水水管、净水厂、配水管网四部分。项目覆盖范围江西省 42 个县市区，项目总投资为 119.17 亿元。该项目按照“成熟一个，报批一个”的原则，由各县市区分别报批取得批文后开工建设，项目完工后，公司以项目供水收入来覆盖项目成本。

供水业务

公司供水业务区域专营性较强，跟踪期内，公司供水能力和供水收入保持增长，现金获取能力较好；但产销差率较高，运营管理效率有待改善

公司供水业务主要由直接控股子公司江西省水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责，供水区域已覆盖江西省 45 县（含县级市及市辖区），公司进入的区域供水业务在当地市场占有率可达 80%以上，业务区域专营性较强。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并范围的县（市）级供水公司 45 家³，运营水厂 222 个；此外，达成收购意向并签订协议的县（市）级公司有 10 家。同期末，公司设计供水能力为 611.08 万吨/日，用户数达到 397.96 万户，呈稳步增长趋势。

图表 3 2021 年以来公司供水业务情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
设计供水能力（万吨/日）	604.90	607.90	611.08
年供水总量（亿吨）	8.05	8.65	8.75
年售水总量（亿吨）	5.88	6.33	6.56
用户数（万户）	308.77	337.52	391.51
平均销售水价（元/吨）	1.50	1.57	1.62
产销差率（%）	31.31	28.97	25.06

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司供水量和售水量均保持增长，其中售水结构以居民用水和非居民用水为主，2023 年，二者在总售水量中占比分别为 55.11%和 38.83%。公司售水结算方式为按月抄表，以用户实际用水量进行结算。2023 年，公司实现供水业务收入 11.82 亿元，供水业务毛利率 26.32%，均较上年有所增长，但较高的产销差率对公司供水业务收益有一定侵蚀，仍存在一定的提升空间。

图表 4 2021 年以来公司售水结构情况（单位：万吨、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	售水量	占比	售水量	占比	售水量	占比
居民用水	32798.44	55.74	34188.84	54.05	36123.79	55.11
非居民用户水	22938.23	38.98	25352.24	40.08	25453.16	38.83

³ 2023 年新增建立城乡供水一体化合作关系的县（市、区）为南昌市红谷滩区，截至本报告出具日，相关资产尚未完成划转。

特种行业用水	350.67	0.60	548.81	0.87	323.47	0.49
园林环卫水	1816.94	3.09	2019.30	3.19	1820.70	2.78
水厂及办公自用水	500.05	0.85	581.94	0.92	379.06	0.58
其他用水	439.79	0.75	562.97	0.89	1452.80	2.22
合计	58844.12	100.00	63254.10	100.00	65552.98	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

工程施工

依托股东江西水投的资源优势，公司承接了较大规模的水利工程项目，业务发展较快，未来收入实现较有保障

公司工程施工业务主要由直接控股子公司江西省水投建设集团有限公司（以下简称“水投建设”）承担。水投建设成立于1992年2月，具有水利水电工程施工总承包一级资质、市政公用工程施工总承包二级资质。

水投建设通过公开招标的方式承揽水利施工项目，获得项目后与项目业主签署一般工程施工合同，依据施工合同进行施工作业和项目结算，业务模式以施工总承包为主，建设资金主要包括自有资金、外部融资和财政补助。水投建设依托股东江西水投的资源优势，积极拓展江西省内业务，承接了多个大型PPP水利项目的工程施工，业务发展较快。2023年，公司实现工程施工收入19.32亿元，毛利率12.77%。跟踪期内，公司工程施工收入增长较快，但毛利率水平有所下降。

近年来，公司积极扩展集团外部项目，外部项目占比逐步提升，公司在手未完工合同较为充足，业务稳定性和可持续性较强。截至2024年3月末，公司主要在建工程施工项目为江西省上饶市大坳灌区工程Ⅱ标、吉水县赣江流域吉水段水生态综合治理工程PPP项目（墨潭、同江、赣江西堤、吉湖湿地公园、乡镇污水、高水高排、旅发）、铜鼓县河湖水系生态保护与综合治理工程PPP项目等，上述项目合同总金额为37.99亿元，已投资16.09亿元，已回款12.65亿元。

图表5 截至2024年3月末公司重点在建工程施工项目情况（单位：亿元）

工程项目名称	项目业主	合同金额	已投资额	已回款额
江西省上饶市大坳灌区工程Ⅱ标	上饶市大坳灌区工程建设管理有限公司	15.60	4.05	4.14
江西省信丰县黄坑口水源工程	信丰县发展投资有限公司	2.41	1.51	0.47
信丰县三只水水源工程设计采购施工总承包（EPC）	信丰县发展投资有限公司	1.22	0.63	0.24
铜鼓县河湖水系生态保护与综合治理工程PPP项目	铜鼓河湖水系生态治理有限公司	8.05	1.92	1.52
吉水县赣江流域吉水段水生态综合治理工程PPP项目（墨潭、同江、赣江西堤、吉湖湿地公园、乡镇污水、高水高排、旅发）	江西赣吉水生态发展有限公司	10.71	7.98	6.28
合计	-	37.99	16.09	12.65

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期末，公司拟施工项目包括寻乌县留车镇雁洋水厂项目EPC（设计采购施工）总承包项

目、萍乡市东源水库工程枢纽及库区工程设计、采购、施工（EPC）总承包项目、萍乡市湘东区备用水源及自来水厂提升改造工程 EPC 项目、弋阳城乡供水一体化项目、江西省赣州市会昌县大华水库工程等，计划总投资合计 7.85 亿元。

供电业务

跟踪期内，公司装机规模增长较快，供电业务收入保持增长；但公司在建电站投资大幅减少，未来发电收入增速或将放缓

公司电力业务主要由直接控股子公司江西省水投能源发展有限公司（以下简称“水投能源公司”）负责。公司电力业务是公司承建的水利枢纽工程延伸开发的产业，由水电、风电和光伏发电构成。截至 2024 年 3 月末，公司已建成投入运营的电站共 27 座，总装机规模为 122.22 万千瓦，其中水电、风电和光伏占比分别为 5.87%、22.78%和 71.35%；权益装机容量为 119.65 万千瓦，其中水电、风电和光伏占比分别为 4.18%、23.27%和 72.55%。同期末，公司总装机规模和权益装机规模分别较上年同比增长 23.18%和 23.81%。

图表 6 截至 2024 年 3 月末公司电力生产装机规模情况（单位：万千瓦）

电站名称	位置	总装机容量	权益装机
伦潭水利枢纽工程	铅山县	4.00	2.80
遂川草林冲电站	吉安市遂川县	0.63	0.32
信丰龙井电站	赣州市信丰县龙井村	0.13	0.13
高安光伏电站	高安相城	4.00	4.00
分宜陆辉电站	新余分宜镇横溪村	7.80	7.80
海兴雄晖电站	河北省沧州市海兴县	5.40	5.40
金寨大德电站	六安叶集	10.00	10.00
湖南焕燃电站	长沙县	2.00	2.00
修水水厂电站	修水县	0.10	0.10
分宜陆阳 10MW 电站	分宜县	1.00	0.87
分宜陆阳 20MW 电站	分宜县	2.00	1.74
小山水电站	修水县黄坳村	0.40	0.40
高泉电站	九江市瑞昌市	0.23	0.23
横港电站	九江市瑞昌市	0.05	0.05
石门电站	九江市瑞昌市	0.04	0.04
幸福电站	九江市瑞昌市	0.05	0.05
花桥电站	九江市瑞昌市	0.22	0.22
山口岩水电站	萍乡市	1.33	0.66
衡水光伏电站	衡水市冀州区	12.00	12.00
固镇兴隆风电站	安徽省蚌埠市固镇县	4.84	4.84
固镇巨龙风电站	安徽省蚌埠市固镇县	5.00	5.00
白云山风力发电项目	湖北省咸宁市	10.00	10.00
海兴华翔光伏电站	河北海兴县	20.00	20.00
沧县光伏电站	河北沧州沧县	8.00	8.00
乐陵 80MW 分散式风电项目	山东乐陵	8.00	8.00
乾安 50MW 光伏项目	吉林乾安	5.00	5.00
临县 100MW 光伏项目	山西临县	10.00	10.00
合计	-	122.22	119.65

图表 6 截至 2024 年 3 月末公司电力生产装机规模情况（单位：万千瓦）

电站名称	位置	总装机容量	权益装机
------	----	-------	------

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司的水电站主要位于赣江支流流域，光伏及风电电站则主要分布在省外区域，主要客户为电源分布地国家电网有限公司各分公司。收入方面，受益于装机容量的增加，公司发电量呈增长趋势，公司所发电量主要销售给国网江西省电力公司，销售电价主要由当地政府物价管理部门审定，光伏电价根据项目审批时发改委审批价格确定。2023 年，公司实现供电收入 8.29 亿元，供电业务毛利率为 58.92%，毛利率水平较高。

图表 7 2021 年以来公司电力生产主要经营指标

指标	2021 年	2022 年	2023 年
期末总装机容量（万千瓦）	71.22	99.22	122.22
发电量（万千瓦时）	97380	143555	166413
销售电量（万千瓦时）	95540	142120	163155
上网电量（亿千瓦时）	9.55	14.21	16.32
平均上网电价（元/千瓦时）	0.67	0.53	0.57

资料来源：公司提供，东方金诚整理

在建项目方面，截至 2024 年 3 月末，公司在建项目主要为柳林 100MW 光伏项目和江西 50MW 光伏项目，在建电站总装机容量为 15.00 万千瓦，合计总投资为 7.33 亿元，尚需投资 4.45 亿元，资金来源主要依靠自筹。公司在建电站投资大幅减少，未来发电收入增速或将放缓。

图表 8 截至 2024 年 3 月末公司主要在建电站情况（亿元、万千瓦）

项目名称	持股比例	类别	位置	总投资	已投资	装机规模
柳林 100MW 光伏项目	100.00%	光伏	山西柳林	5.21	2.68	10.00
江西 50MW 光伏项目	100.00%	光伏	江西	2.12	0.20	5.00
合计	-	-	-	7.33	2.88	15.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

安装业务

公司承接了南昌市及周边市县大量住宅小区的供水安装工程，为公司带来了较为稳定的现金流入，毛利率水平亦较高

公司安装业务由直接控股子公司水务集团负责。公司安装业务主要是供水管道安装，公司依托供水业务优势，不断拓展供水管道安装业务领域，承接了南昌市及周边市县大量住宅小区的供水安装工程。

业务开展方面，公司在接到客户安装申请后，先期进行地形勘查，编制工程预算，与客户签订安装合同。客户根据合同约定支付一定比例（30%~70%）预付款后，公司开展施工。工程完工试压验收合格后，客户支付工程余款。通过收取一户一表落户费以及对客户进行安装业务收取的人工费用与材料费用获取盈利。2023 年，公司实现安装收入 13.80 亿元，安装业务毛利率为 48.40%，整体安装业务毛利率较高。

企业管理

截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 26.26 亿元；江西国控和江西行政集团分别持有公司 90%和 10%的股权，江西省政府为公司实际控制人。

跟踪期内，公司下设部门仍为 13 个，但部门设置有所调整，调整后，公司下设办公室（党委办公室）、党委组织部（党委统战部）、党群工作部（党委宣传部、工会、机关党委、党委巡察办公室）、战略规划部（董事会办公室）、投资发展部、财务管理部、人力资源部、建设管理部（安全生产部）、企业管理部、审计风控部、法务合规部（律师事务部）、科技创新部、纪委工作机构（监察专员办公室）共 13 个部门。

跟踪期内，公司董事长发生变更，其他董监高人员未发生变化。除此之外，公司组织架构及法人治理结构未发生其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2023 年及 2024 年 1~3 月合并财务报表。中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对 2023 年财务数据进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 年 1~3 月合并财务报表未经审计。跟踪期内，公司未更换会计师事务所。

截至 2023 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 28 家，详见附件二。2023 年，公司新增两家直接控股子公司，其中以投资设立方式新增子公司——江西润泉科工股份有限公司；以无偿划拨方式新增子公司——江西省赣勤发展集团有限公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额增长较快，非流动资产占比较高，流动资产中应收类款项规模较大，整体资产流动性较弱

跟踪期内，公司资产总额增长较快，非流动资产占比较高。2024 年 3 月末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

图表 9 公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
资产总额	670.84	748.32	806.39	829.25
流动资产	137.53	157.95	181.36	201.10
货币资金	42.92	36.77	40.76	47.44
应收账款	25.12	35.07	45.21	53.27
其他应收款	31.94	35.28	40.54	43.00
存货	12.69	24.67	28.94	31.84
非流动资产	533.31	590.36	625.04	628.15
长期股权投资	184.27	185.22	185.69	185.68
固定资产	81.36	110.80	124.17	123.65
在建工程	95.25	103.57	118.93	119.48
无形资产	102.35	110.56	112.37	113.16

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款包含应收股利及应收利息，东方金诚整理

公司货币资金规模较大，主要为银行存款。2023 年末，货币资金中银行存款 39.79 亿元，期末其他货币资金中 0.97 亿元使用权受限，主要为银行承兑汇票保证金和担保保证金。随着工程施工业务的开展，公司应收账款逐年增加，主要为安装及施工工程款、水费及供电相关补助。公司应收账款集中度一般，2023 年末，应收账款前五名占比合计 30.72%，整体回收风险可控。公司其他应收款主要为与政府的往来款和合作开发房地产项目形成的股东借款（项目投资款）。2023 年末，公司其他应收款前五名分别为江西省水利厅（17.69 亿元）、宁都县城市建设投资集团有限公司（5.06 亿元）、江西澈越房地产开发有限公司⁴（4.15 亿元）、龙南旅游发展投资（集团）有限责任公司（1.94 亿元）和进贤县水利局（0.97 亿元）。公司存货主要为工程施工成本、原材料成本等，2023 年末公司存货中包括已完工未结算工程施工成本（9.11 亿元）及工程施工成本（14.99 亿元），2024 年 3 月末随着工程施工推进公司存货规模进一步增长。

跟踪期内，公司非流动资产保持增长，主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

公司长期股权投资主要为历年中央、省级财政通过公司作为出资人对大型水利基础设施建设项目投资。2023 年末，公司长期股权投资中对联营企业的投资余额为 15.17 亿元；其他投资为 170.66 亿元，主要为对水利基础设施建设投入资金形成。

图表 10 截至 2023 年末公司长期股权投资中其他投资情况（单位：亿元）

项目类型	期末余额
大中型水利项目	32.41
666 病险水库项目	23.30
668 病险水库项目	19.21
2008 年前小型水库项目	13.54
自筹专项资金项目	61.08
整治项目	21.12
合计	170.66

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司固定资产主要为公司拥有的办公楼等房屋建筑物、机器设备、供电设备、管道及沟槽等，随着在建项目完工及设备购入逐年增长。受项目建设推进及 PPP 项目转入无形资产核算综合影响，跟踪期内公司在建工程规模继续增长，主要为赣江生米九龙湖段防洪大堤工程、农饮工程、修水县县城水生态综合治理工程、瑞昌市城乡一体化供水工程等供水和供电在建项目成本。公司无形资产主要为土地使用权及特许经营权。2023 年末，公司无形资产中土地使用权合计 4.51 亿元，特许经营权合计 106.30 亿元，主要为信丰县城供水特许经营权、江西桑海经济技术开发区供水特许经营协议和乐平市城市供水特许经营权等。

截至 2023 年末，公司受限资产规模为 1.36 亿元，占资产总额的比例仅为 0.17%，主要为受限的货币资金、存货及无形资产等。

资本结构

随着经营利润的累积和实际控制人及相关各方的支持，近年来公司所有者权益小幅增长

⁴ 该企业存在失信被执行记录。对其应收款为项目投资款，待联合开发商品房项目完工销售后回款。

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，主要是经营利润的累积和实际控制人及相关各方的支持所致。2023年以来，公司实收资本保持26.26亿元不变；资本公积主要是由股东历年注入的中央及省级财政拨付的水利枢纽项目、病险水库除险加固、五河重点段治理等专项资金构成；未分配利润为公司历年利润的累积；少数股东权益较为稳定。

图表 11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
所有者权益	228.02	251.96	257.87	263.03
实收资本	26.26	26.26	26.26	26.26
资本公积	122.23	128.17	130.14	130.14
未分配利润	14.33	17.53	21.19	21.30
少数股东权益	43.64	48.16	48.23	48.23

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司融资需求不断增长，带动负债规模较快增长，负债结构基本稳定

随着在建项目的推进，公司融资需求不断增长，带动负债规模较快增长。2021年以来，公司负债总额逐年上升，其中非流动负债占比保持在57%至61%之间，负债结构较为稳定。

图表 12 公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
负债总额	442.83	496.36	548.52	566.23
流动负债	186.06	206.22	232.67	221.02
短期借款	59.39	78.22	82.21	86.51
应付账款	42.10	47.24	51.37	49.22
其他应付款	21.37	25.16	26.70	23.17
一年内到期的非流动负债	31.54	37.67	28.71	15.63
其他流动负债	18.32	0.60	21.01	21.09
非流动负债	256.77	290.14	315.85	345.21
长期借款	159.88	178.99	207.82	216.68
应付债券	50.92	57.96	57.92	77.88
长期应付款	16.74	29.84	35.02	35.51

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款含应付股利与应付利息，长期应付款含专项应付款（全文同），东方金诚整理

跟踪期内，公司流动负债整体呈增长趋势。2024年3月末，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

公司短期借款持续增长，在流动负债中占比较高。2023年末，短期借款主要包括保证借款3.83亿元和信用借款78.37亿元。公司应付账款主要为应付施工单位工程款及原材料采购款，随着公司工程项目和业务量增长，公司应付账款整体保持增长。2023年末，公司应付账款应付对象较为分散，账龄以2年内为主。公司其他应付款主要为下属子公司与业务单位之间的往来款，对公司资金形成一定占用。跟踪期内，公司一年内到期的非流动负债有所下降，2023年末主要包括一年内到期的长期借款（8.36亿元）、应付债券（19.99亿元）、其他长期负债（0.35亿元）。公司其他流动负债于2023年末大幅增加，主要系新增短期应付债券（超短期融资券）所致。

公司非流动负债总体有所增长，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。跟踪期内，公司长期借款持续增长，主要由质押借款、保证借款和信用借款构成。2023年末，公司长期借款（包含一年内到期部分）中质押借款 153.07 亿元，质押物主要为水费收费权；抵押借款 5.41 亿元，主要为在建项目抵押担保；保证借款 32.29 亿元，主要为公司及下属子公司之间提供的担保；信用借款 25.42 亿元。公司银行借款（包括长期借款及短期借款）主要来源于农业银行、国家开发银行、工商银行、进出口银行、九江银行等，融资利率大部分介于 2.70%~5.15% 之间。

公司近年来不断通过资本市场发行债券保障项目建设和优化债务期限结构，应付债券规模保持增长。截至 2024 年 5 月末，公司尚在存续期内的债券见下表。公司长期应付款主要为应付租赁公司、基金、世界银行等借款以及和各县市财政局、水利局的往来款，2023 年末大幅增长系新增世界银行借款以及和江西赣诚实业有限公司往来款所致。

图表 13 截至 2024 年 5 月末公司存续期内债券融资情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	起息日	发行金额	债券余额	期限	当期利率
19 赣水投 MTN001	2019-10-18	10.00	10.00	5.0000	4.1600
20 赣水投 MTN001	2020-04-22	12.00	12.00	5.0000	3.3800
21 赣水 01	2021-06-25	10.00	10.00	3.0000	3.5200
22 赣水 01	2022-01-19	10.00	10.00	3.0000	3.0000
22 赣水投 MTN001	2022-03-25	10.00	10.00	3.0000	3.2800
22 赣水 Y1	2022-07-19	10.00	10.00	3.0000	3.0700
赣水投 1A	2022-08-26	5.70	5.59	18.0849	3.0500
赣水投 1B	2022-08-26	0.30	0.30	18.0959	-
22 赣水 Y2	2022-08-29	10.00	10.00	3.0000	2.9900
22 赣水投 MTN002	2022-12-22	10.00	10.00	2.0000	4.8700
23 赣水投 MTN001	2023-03-27	10.00	10.00	3.0000	3.2800
23 赣水 01	2023-05-04	10.00	10.00	3.0000	3.1000
23 赣水投 SCP007	2023-12-11	10.00	10.00	0.4918	2.7000
24 赣水投 MTN001	2024-01-10	5.00	5.00	2.0000	2.9100
24 赣水投 MTN002	2024-01-22	10.00	10.00	5.0000	2.9700
24 赣水投 MTN003	2024-04-30	10.00	10.00	5.0000	2.7700
24 赣水投 MTN004	2024-05-09	10.00	10.00	5.0000	2.6000
合计	-	153.00	152.89	-	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

随着项目推进，公司全部债务快速增长，以长期有息债务为主；公司短期偿债压力较大，随着在建项目投资的推进，预计全部债务及负债率将维持较高水平

随着项目推进，2021 年以来公司全部债务快速增长，以长期有息债务为主。公司短期有息债务占比较高，近年来，短期有息债务在全部债务中的占比维持在 32% 左右，短期偿债压力较大。同期，公司资产负债率逐年增长。随着在建项目投资的推进，预计公司全部债务及负债率将维持较高水平。

图表 14 公司全部债务情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
全部债务	337.72	373.24	408.23	-
其中：长期有息债务	226.58	255.44	275.74	-
短期有息债务	111.14	117.80	132.50	-
资产负债率	66.01	66.33	68.02	68.28

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，财政补贴是公司利润的重要补充，主要盈利指标处于较低水平，盈利能力仍较弱

跟踪期内，公司营业收入保持增长，营业利润率略有下降；公司期间费用以财务费用和管理费用为主，规模有所增加，在营业收入中的占比仍较高；公司利润总额及净利润保持增长，其中财政补贴占利润总额的比重为 21.52%，财政补贴是公司利润的重要补充。同期，公司总资产收益率和净资产收益率均略有提升，但整体盈利能力仍较弱。

图表 15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
营业收入	56.51	62.93	76.78	16.74
营业利润率	25.39	31.84	30.76	24.64
期间费用	14.12	14.21	16.40	3.90
利润总额	4.18	6.68	7.56	0.46
其中：财政补贴	3.59	1.53	1.63	-
净利润	2.93	5.24	5.82	0.11
总资本收益率	1.94	2.21	2.22	-
净资产收益率	1.28	2.08	2.26	-

资料来源：公司合并财务报表和相关数据，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金获取能力有所减弱，投资性现金流持续为大规模净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

2023 年，公司经营活动现金流仍呈现小幅净流入状态。公司经营活动现金流入主要系公司往来款、主营业务形成的现金流入；公司现金收入比率有所下降，现金获取能力减弱；经营活动现金流出主要为公司往来款、主营业务形成的现金流出。

图表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
经营活动现金流入	66.80	70.43	77.83	25.79
现金收入比率（%）	96.84	88.70	78.91	113.72
经营活动现金流出	62.94	66.27	71.90	28.94

图表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
经营活动产生的现金流量净额	3.86	4.16	5.93	-3.15
投资活动现金流入	54.48	8.15	4.49	0.14
投资活动现金流出	116.53	37.07	30.22	10.02
投资活动产生的现金流量净额	-62.05	-28.92	-25.73	-9.88
筹资活动现金流入	214.67	173.35	220.72	68.33
筹资活动现金流出	155.81	155.10	197.01	48.62
筹资活动产生的现金流量净额	58.86	18.25	23.71	19.72
现金及现金等价物净增加额	0.68	-6.50	3.92	6.69

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来公司在建水利基础设施项目投资规模较大、业务扩张较快，投资性净现金流持续为大规模净流出。公司投资活动现金流入主要是公司收回投资所产生的现金流入；投资活动现金流出主要为公司项目建设、对外投资等形成的现金流出；公司投资活动净现金流持续为大规模净流出。

公司筹资活动现金流入主要为银行借款和发行债券形成的现金流入；筹资活动现金流出主要为公司偿还债务及利息、分配股利等形成的现金流出；筹资活动净现金流持续表现为大规模净流入。

近年来，公司现金及现金等价物净增加额大幅波动，资金来源主要依赖筹资活动。

偿债能力

考虑到公司承担了江西省范围内的水利国有资产运营管理及水利项目投融资建设，业务区域专营性较强、稳定性及可持续性很强，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，2023 年末，公司流动比率及速动比率有所增长，但现金比率略有下降，同时公司流动资产中应收类款项规模较大，整体资产流动性较弱，对流动负债的覆盖程度较低；虽然货币资金余额规模较大，但货币资金短债比较低，对短期有息债务的覆盖程度较低。公司经营活动情况良好，经营性净现金流对流动负债能够形成有效覆盖。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率及全部债务资本化比率持续上升，EBITDA 对利息支出的覆盖程度有所增长，但 EBITDA 对全部债务的保障程度一般。

图表 17 公司偿债能力指标（单位：%）

科目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 3 月（末）
流动比率	73.92	76.60	77.95	90.99
速动比率	67.10	64.63	65.51	76.58
现金比率	23.07	17.83	17.52	21.47
货币资金短债比（倍）	0.39	0.31	0.31	0.46
经营现金流流动负债比率	2.08	2.02	2.55	-
长期债务资本化比率	49.84	50.34	51.67	-
全部债务资本化比率	59.70	59.70	61.29	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.76	1.86	-
全部债务/EBITDA（倍）	18.40	14.59	15.06	-

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

公司 2024 年到期债务规模为 132.50 亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款及发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2023 年公司经营性净现金流为 5.93 亿元，规模较小，且公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。公司备用流动性较为充足，间接融资方面，截至 2024 年 3 月末，公司获得银行、金融租赁公司等多家金融机构综合授信 909.77 亿元，尚未使用额度 533.55 亿元；直接融资方面，公司在手批文剩余额度为 120.00 亿元。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了江西省范围内的水利国有资产运营管理及水利项目投融资建设，业务区域专营性较强、稳定性及可持续性很强，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2024 年 5 月 9 日，公司本部未结清贷款中无不良或关注类信息，已结清贷款存在 1 笔关注类账户。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债务融资工具/债券均按期支付本/息。

2024 年 6 月 13 日，公司发布涉及重大诉讼的进展公告（以下简称“公告”），公告称，2022 年 6 月 6 日，上海浦东发展银行股份有限公司南昌分行因公司参股公司江西澈越房地产开发有限公司（以下简称“澈越房地产”）金融借款案的担保纠纷起诉包括公司下属子公司江西省赣农投资发展集团有限公司（以下简称“赣农集团”）和江西省水投生态资源有限公司（以下简称“水投生态”）等在内的保证人，要求保证人就贷款本金 4.4 亿元及利息、罚息、复利、违约金、费用等承担连带清偿责任。

2023 年 2 月 27 日，江西省高级人民法院做出（2022）赣民终 1067 号判决，判令赣农集团及水投生态在贷款本金 4.4 亿元及相应利息（含罚息、复利）和违约金 1050 万元范围内与澈越房地产承担连带清偿责任。

2024 年 6 月 11 日，公司关注到水投生态持有的江西省水投水库资产管理有限公司 100% 股权因本案被江西省南昌市中级人民法院（以下简称“南昌中院”）冻结，冻结权益数额 3900 万元，冻结期限自 2024 年 5 月 31 日至 2027 年 5 月 30 日。根据南昌中院（2023）赣 01 执 630 号执行裁定书，本案已就澈越房地产位于高新区航空路以东、翔鹰路以南相关住宅、土地

使用权等资产进行司法处置。根据赣隆鑫房估字【2023】第1204号《涉执房地产处置司法评估报告》，澈越房地产上述被处置资产市场价值为人民币8.12亿元，可覆盖澈越房地产全部待偿还贷款本金及相应利息、违约金。因此，上述案件本次执行对公司的生产经营、财务状况及偿债能力不构成重大不利影响。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长6.5%，较去年全年增速加快0.6个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为0.0%和-2.7%，名义GDP增速仅为4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度GDP按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以GDP两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度GDP同比有望进一步加快至5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策

将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

区域经济和财政状况

跟踪期内，江西省经济保持较快增长，积极推进工业产业升级，第三产业对经济增长的贡献仍突出，经济实力依然很强

跟踪期内，江西省经济保持较快增长，在全国仍处于中游，经济实力依然很强。2023年，江西省地区生产总值增速为4.1%，低于全国平均增速1.1个百分点。

图表 18 江西省主要经济指标情况（单位：亿元、%）

主要指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	29619.7	8.8	32074.7	4.7	32200.1	4.1
人均 GDP（元）	65560	8.8	70923	4.6	71216	4.1
三次产业结构	7.9: 44.5: 47.6		7.6: 44.8: 47.6		7.6: 42.6: 49.8	
规模以上工业增加值	-	11.4	-	7.1	-	5.4
全社会固定资产投资	-	10.8	-	8.6	-	-5.9
社会消费品零售总额	12206.7	17.7	12853.5	5.3	13659.8	6.3

资料来源：2021 年～2023 年江西省国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

跟踪期内，江西省规上工业增加值增长较快，其中电子信息业、装备制造业等支柱产业保持较快发展。2023 年，江西省完成工业增加值 11180.7 亿元，同比增长 5.3%；战略性新兴产业、装备制造业增加值分别增长 9.1%、10.0%。跟踪期内，江西省持续推进工业产业升级，制定实施制造业重点产业链现代化建设“1269”行动计划，国家稀土功能材料创新中心、国家（江西）北斗卫星导航综合应用项目通过验收，累计培育国家级中小企业特色产业集群 10 个，新增国家创新型产业集群 2 个。

第三产业仍是拉动江西省经济增长的重要力量，2023 年江西省第三产业增加值达 16043.20 亿元，同比增长 3.6%。其中，交通运输、仓储和邮政业增加值 1495.1 亿元，增长 8.5%；住宿和餐饮业增加值 651.2 亿元，增长 13.4%；金融业增加值 2170.2 亿元，增长 4.7%。旅游业方面，江西省拥有婺源江湾、景德镇古窑、井冈山等优质旅游资源。2023 年江西省旅游业快速恢复，全年旅游接待总人数 81827.8 万人次，同比增长 24.9%；旅游总收入 9668.0 亿元，同比增长 67.9%。金融业方面，2023 年末江西省金融机构本外币各项存款余额 58037.9 亿元，比上年末增长 9.2%；本外币各项贷款余额 58049.2 亿元，比上年末增长 10.0%。

据初步统计，江西省 2024 年一季度地区生产总值为 7351.3 亿元，同比增长 4.0%。其中，第一产业增加值 388.0 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 3085.9 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 3877.4 亿元，增长 2.7%。

跟踪期内，江西省一般公共预算收入保持增长，政府性基金收入规模较大，财政实力依然很强

2023 年，江西省一般公共预算收入同比增长 3.8%；其中税收收入同比增长 13%，占比增长至 66.08%。从收入构成看，2023 年，江西省增值税增长 27.8%，企业所得税增长 0.1%，个

人所得税下降 3.8%。同年，江西省非税收入同比下降 10.5%，主要因为 2022 年将历年延压非税收入集中缴库导致基数较高。跟踪期内，受房地产市场遇冷影响，江西省土地市场下行，政府性基金收入有所下降。

图表 19 江西省财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	5784.10	5200.30	5174.20
一般公共预算收入	2812.30	2948.30	3059.60
其中：税收收入	1929.40	1788.90	2021.80
政府性基金收入	2971.80	2252.00	2114.60
2 上级补助收入	2951.39	-	-
列入一般公共预算的上级补助收入	2921.24	-	-
列入政府性基金的上级补助收入	30.15	-	-
财政收入（1+2）	8735.49	-	-
1 地方财政支出	10372.50	10772.30	10612.90
一般公共预算支出	6778.50	7288.30	7500.60
政府性基金支出	3594.00	3484.00	3112.30
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	-	-	-
财政自给率（%）	41.49	40.45	40.79
地方债务限额	10041.44	11794.44	12973.74
地方债务余额	9013.34	10859.50	12710.93
政府负债率（%）	30.43	33.86	39.47
政府债务率（%）	103.18	-	-

注：政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入），地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%；

资料来源：2021 年~2022 年江西省财政决算、2023 年江西省财政预算执行情况，东方金诚整理

财政支出方面，跟踪期内，江西省一般公共预算支出规模持续扩大，政府性基金支出有所减少，财政自给率小幅回升至 40.79%。政府债务管理方面，江西省人民政府不断完善政府债务风险防控机制，先后出台了《江西省政府性债务管理办法》、《江西省政府债务风险预警监测实施暂行办法》等制度，且每年按时披露举借政府债务情况说明、政府债券还本付息预算情况、政府债务预算情况等。

政府债务方面，截至 2023 年末，江西省地方政府债务余额为 12710.93 亿元，其中一般债务余额 4348.53 亿元，专项债务余额 8362.40 亿元。

综上所述，东方金诚对江西省的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有极强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备极强的支持能力。

支持意愿

公司作为江西省唯一的省级水利基础设施投资、建设及运营主体，在资产注入、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持

江西省从事基础设施建设及公用事业的国有企业有 3 家。除公司外，还包括江西国控的子公司江西省交通投资集团有限责任公司（以下简称“江西交投”）和江西省铁路航空投资集团

有限公司（以下简称“江西铁航”）。其中江西交投主要负责江西省级高速公路投资运营；江西铁航主要负责江西省内铁路的建设投资及运营以及航空建设投资；公司负责水利国有资产运营管理及水利项目投融资建设。总体来看，上述企业职能定位清晰，分工明确。

公司作为江西省唯一的省级水利基础设施投资、建设及运营主体，跟踪期内，在资产注入、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持。资产注入方面，2023年，公司收到省级国有企业科技创新资金0.54亿元；收到省级国有资本经营资本金0.50亿元。此外，根据《关于省机关事务管理局所属经营性国有资产移交省国资委管理的协议》，江西省机关事务管理局将所属的江西省赣勤发展集团有限公司（以下简称“赣勤发展”）移交至江西省国资委管理，江西省国资委指定由公司作为接受主体并履行出资人职责。公司以赣勤发展截至2023年末的净资产价值入账，增加资本公积0.24亿元。财政补贴方面，2023年，公司收到财政补贴1.63亿元。

考虑到公司将继续在江西省的水利基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

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

抗风险能力及结论

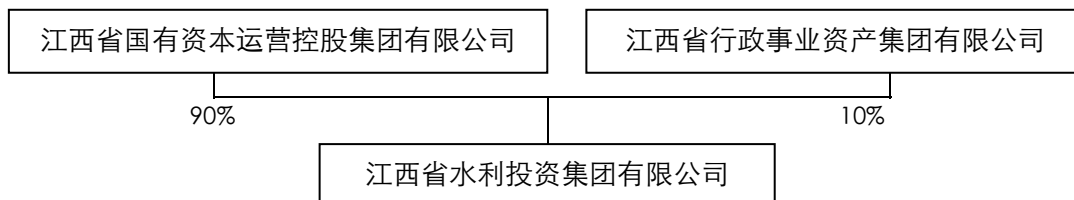
东方金诚认为，跟踪期内，公司继续从事江西省水利基础设施投资建设、供水等，业务仍具有较强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司全部债务快速增长，负债率处较高水平，短期偿债压力较大；公司经营活动现金获取能力有所减弱，投资性现金流持续为大规模净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

跟踪期内，江西省经济保持较快增长，积极推进工业产业升级，第三产业对经济增长的贡献仍突出，经济实力依然很强；公司是江西省唯一的省级水利基础设施投资、建设及运营主体，在资产注入、财政补贴等方面继续获得实际控制人及相关各方的有力支持。

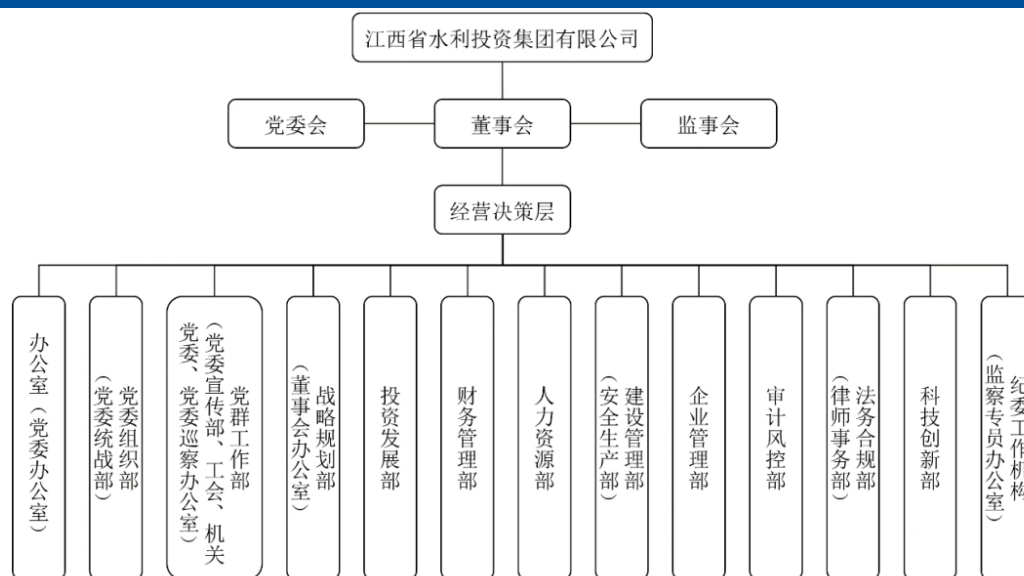
综上所述，公司自身偿债能力很强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险极低，抗风险能力极强，本次跟踪债项到期不能偿还的风险均极低。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构和组织结构图

股权结构图



组织结构图



附件二：截至 2023 年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况

子公司全称	持股比例(%)	表决权比例 (%)	取得方式
江西省水务集团有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省赣农投资发展集团有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省水投能源发展有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省水投建设集团有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省山口岩水利枢纽工程开发有限公司	50.00	50.00	投资设立
江西省久隆建设开发有限公司	50.00	50.00	投资设立
江西赣寻水利投资开发有限公司	70.00	70.00	投资设立
江西省水投文化教育咨询有限公司	100.00	100.00	投资设立
上饶市三江导托渠管理有限公司	50.99	50.99	投资设立
江西省水投生态环境有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西水投资本管理有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省赣房投资集团有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省水投工程咨询集团有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省赣江融资租赁有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省萍水河治理有限公司	95.00	95.00	投资设立
会昌湘岚浚德水生态发展有限公司	89.27	89.27	投资设立
共青城市浆潭联圩项目管理有限公司	94.00	94.00	投资设立
乐平市河湖生态环境治理有限公司	50.90	50.90	投资设立
江西省水投江河信息技术有限公司	100.00	100.00	政府划拨
铜鼓河湖水系生态治理有限公司	89.60	89.60	投资设立
江西省万水生态资源开发有限公司	64.90	64.90	投资设立
江西省水利投资集团（中国）有限公司	100.00	100.00	投资设立
萍乡市碧湖水利工程有限公司	90.00	90.00	投资设立
江西赣吉水生态发展有限公司	94.60	94.60	投资设立
江西省水投生态资源有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西省赣江商业保理有限公司	100.00	100.00	投资设立
江西润泉科工股份有限公司	66.66	66.66	投资设立
江西省赣勤发展集团有限公司	100.00	100.00	政府划拨

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 3 月（末）
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	670.84	748.32	806.39	829.25
长期股权投资	184.27	185.22	185.69	185.68
固定资产	81.36	110.80	124.17	123.65
在建工程	95.25	103.57	118.93	119.48
无形资产	102.35	110.56	112.37	113.16
负债总额	442.83	496.36	548.52	566.23
长期借款	159.88	178.99	207.82	216.68
短期借款	59.39	78.22	82.21	86.51
应付债券	50.92	57.96	57.92	77.88
应付账款	42.10	47.24	51.37	49.22
全部债务	337.72	373.24	408.23	-
其中：短期有息债务	111.14	117.80	132.50	-
所有者权益	228.02	251.96	257.87	263.03
营业收入	56.51	62.93	76.78	16.74
净利润	2.93	5.24	5.82	0.11
经营活动产生的现金流量净额	3.86	4.16	5.93	-3.15
投资活动产生的现金流量净额	-62.05	-28.92	-25.73	-9.88
筹资活动产生的现金流量净额	58.86	18.25	23.71	19.72
主要财务指标				
营业利润率（%）	25.39	31.84	30.76	24.64
总资本收益率（%）	1.94	2.21	2.22	-
净资产收益率（%）	1.28	2.08	2.26	-
现金收入比率（%）	96.84	88.70	78.91	113.72
资产负债率（%）	66.01	66.33	68.02	68.28
长期债务资本化比率（%）	49.84	50.34	51.67	-
全部债务资本化比率（%）	59.70	59.70	61.29	-
流动比率（%）	73.92	76.60	77.95	90.99
速动比率（%）	67.10	64.63	65.51	76.58
现金比率（%）	23.07	17.83	17.52	21.47
货币资金短债比（倍）	0.39	0.31	0.31	0.46
经营现金流动负债比率（%）	2.08	2.02	2.55	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.76	1.86	-
全部债务/EBITDA（倍）	18.40	14.59	15.06	-

附件四：主要财务指标计算公式

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

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

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

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。