

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0403 号

江西省金融控股集团有限公司：

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及相关债项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，维持“22 赣融 02”、“23 赣融 01”、“23 赣融 02”、“23 赣融 03”、“23 赣融 K1”、“23 赣融 04”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月二十六日

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”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级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26日至2025年6月25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26日

江西省金融控股集团有限公司

主体及相关债项2024年度跟踪信用评级报告

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	2024/6/26	AAA/稳定	李倩	张琳琳

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
22 赣融 02	AAA	AAA
23 赣融 01	AAA	AAA
23 赣融 02	AAA	AAA
23 赣融 03	AAA	AAA
23 赣融 K1	AAA	AAA
23 赣融 04	AAA	AAA
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”。		
主体概况		
江西金控系由江西省人民政府批准设立的省级金融控股公司，控股金融和类金融牌照，涵盖资产管理、担保、融资租赁、财产保险和期货等板块，2024 年 3 月末实收资本为 80.00 亿元，其中江西省财政资产中心直接持股 58.24%，公司实际控制人为江西。		

评级模型			
一级指标	二级指标	权重（%）	得分
业务竞争力	市场地位	14.40	12.96
	业务多样性	9.60	8.64
风险管理和盈利水平	风险管理水平	21.60	17.28
	净资产收益率	7.20	4.16
	总资产收益率	7.20	4.09
偿债能力	净资产	20.00	14.71
	全部债务资本化比率	6.00	4.11
	短期债务占比	6.00	4.09
	流动比率	4.00	2.81
	EBITDA 利息倍数	4.00	2.30
调整因素		无	
个体信用状况		aa+	
外部支持		+1	
评级模型结果		AAA	
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。			

江西金控系由江西省人民政府批准设立的省级金融控股公司，控股金融和类金融牌照，涵盖资产管理、担保、融资租赁、财产保险和期货等板块，2024年3月末实收资本为80.00亿元，其中江西省财政资产中心直接持股59.24%，公司实际控制人为江西省人民政府。

评级观点

作为江西省属地方金融机构的投资人和金融资产管理平台，公司在区域内具有重要的战略地位，各项业务区域竞争优势明显，综合实力很强。跟踪期内，得益于多元化的业务架构以及持续优化的资产负债结构，公司各子公司业务稳健发展，并推动收入及利润保持稳定增长。但公司部分金融业务资产质量承压，且部分业务规模较小、盈利能力欠佳。

外部支持方面，江西金控控股股东为江西省财政资产中心，实际控制人为江西省人民政府，在区域内具有重要的战略地位，且能在资本补充、资产整合、业务协同等方面获得股东的持续支持。

综合分析，东方金诚维持江西金控主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“22 赣融 02”、“23 赣融 01”、“23 赣融 02”、“23 赣融 03”、“23 赣融 K1”、“23 赣融 04”信用等级为AAA。

同业对比

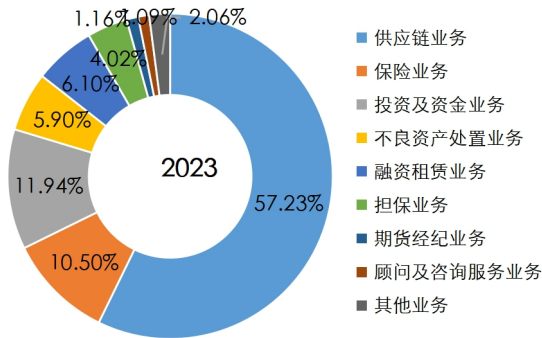
2023 年	江西金控	陕西金控	厦门金圆投资	杭州金投
资产总额（亿元）	784.27	305.01	662.79	931.96
净资产（亿元）	243.54	143.39	348.34	329.32
营业（总）收入（亿元）	121.98	20.12	79.10	357.66
净利润（亿元）	9.55	15.24	15.97	14.01
资产负债率（%）	68.95	52.99	47.44	64.66

数据来源：江西金控提供、中国货币网，东方金诚整理

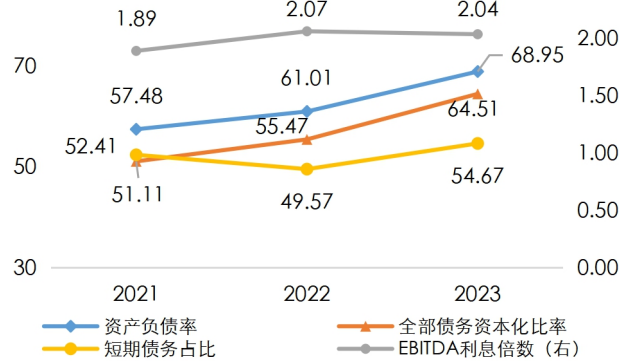
注：本表选取的对比组为公开级别 AAA 的地方金融控股公司，数据均为合并口径，分别为陕西金融控股集团股份有限公司、厦门金圆投资集团有限公司、杭州市金融投资集团有限公司。

主要指标及依据

收入结构



偿债能力（单位：%、倍）



单位：亿元	2021	2022	2023	2024.3
资产总额	512.01	604.93	784.27	820.60
净资产	217.70	235.83	243.54	246.15
有息债务	227.58	293.75	442.73	-
营业总收入	41.89	115.33	121.98	32.43
投资收益	10.72	9.52	11.68	2.64
EBITDA	18.19	21.62	27.93	-
净利润	5.77	7.44	9.55	2.52

单位：%、倍	2021	2022	2023	2024.3
总资产收益率	1.26	1.33	1.37	-
净资产收益率	3.35	3.28	3.98	-
资产负债率	57.48	61.01	68.95	70.00
流动比率	1.81	1.59	1.51	1.41
短期债务占比	52.41	49.57	54.67	-
EBITDA利息保障倍数	1.89	2.07	2.04	-
全部债务资本化比率	51.11	55.47	64.51	-

数据来源：江西金控 2021 年-2023 年审计报告（合并口径）及 2024 年 3 月未经审计的财务报表，其中 2021 年数据为 2022 年审计报告期初数、2022 年数据为 2023 年审计报告期初数（以下同）。

注：本文营业总收入包含财务报表中营业总收入和投资收益。

优势

- 江西金控作为省属地方金融机构的投资管理平台，跟踪期内持续优化财产保险、资产管理、期货、融资租赁和担保等组成的多元化业务架构，综合实力很强；
- 跟踪期内，公司各主营业务板块发展良好，业务专营性很强，区域竞争优势突出，并推动收入及利润保持较快增长；
- 得益于持续的利润积累，公司所有者权益总额保持增长，资本实力稳步增强；
- 江西金控实际控制人为江西省人民政府，在区域具有重要的战略地位，能在资本补充、资产整合、业务协同等方面获得股东的持续支持。

关注

- 江西金控类金融板块业务客户集中于江西省中小微企业、基础设施建设企业等，受宏观经济波动、行业监管趋严等影响较大，部分资产出现逾期，面临一定信用风险管控压力；
- 公司利润主要来源于不良资产处置、担保、租赁业务以及集团本部投资收益，部分控股的金融和类金融子公司业务规模较小、盈利能力欠佳，整体盈利能力一般；
- 跟踪期内，公司对外部融资依赖度较高，债务规模较快增长，且短期债务占比较高。

评级展望

作为江西省级金融控股平台，公司能够在资本补充、资产整合、业务协同等方面持续获得股东支持，且伴随未来公司金融服务链条的进一步完善，其经营业绩也将出现改善。综上，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《东方金诚金融投资企业信用评级方法及模型（RTFF005202208）》

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	2023/7/31	张丽、李倩	《东方金诚金融投资企业信用评级方法及模型（RTFF005202208）》	阅读原文
AAA	AAA	2022/8/19	张丽、李倩	《东方金诚金融投资企业信用评级方法及模型（RTFF005202208）》	阅读原文

注：以上为不完全列示。

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/主体信用等级/评级展望
22 赣融 02	2023/6/2	20.00	2022/9/28-2025/9/28	-	-
23 赣融 01	2023/6/2	10.00	2023/3/8-2026/3/8	-	-
23 赣融 02	2023/6/2	10.00	2023/4/19-2026/4/19	-	-
23 赣融 03	2023/5/18	10.00	2023/6/7-2026/6/7	-	-
23 赣融 K1	2023/7/11	2.00	2023/7/28-2026/7/28	-	-
23 赣融 04	2023/7/31	8.00	2023/8/25-2026/8/25	-	-

跟踪评级说明

按照相关监管要求及江西省金融控股集团有限公司（以下简称“江西金控”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进行本次定期跟踪评级。

主体概况

江西金控为江西省级地方金融机构的投资人和金融资产管理平台，实际控制人为江西省人民政府，跟踪期内经营未发生重大变化

江西金控成立于 2013 年 6 月，系经江西省人民政府批准成立，由江西省行政事业单位资产管理中心（2021 年 8 月更名为江西省财政资产中心）履行出资人职责，初始注册资本为 1.00 亿元。经过多次增资及资产划转，公司 2024 年 3 月末实收资本增至 80.00 亿元，其控股股东仍为江西省财政资产中心，实际控制人仍为江西省人民政府。

跟踪期内，公司战略定位、经营范围等未发生重大变化，为江西省经济社会发展提供较为全面的金融服务，战略规划有序落实。

图表 1：截至 2024 年 3 月末江西金控股权结构（单位：%）

股东名称	公司性质	持股比例
江西省财政资产中心	财政部门	59.24
江西省行政事业资产集团有限公司	国有企业	21.48
江西省国有资本运营控股集团有限公司	国有企业	4.63
赣州发展资产经营管理有限责任公司	国有企业	2.31
宜春发展投资集团有限公司	国有企业	2.31
上饶投资控股集团有限公司	国有企业	2.31
吉安市财兴投资管理有限公司	国有企业	1.54
抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司	国有企业	1.54
萍乡市国有资本投资集团有限公司	国有企业	1.54
鹰潭市国有控股集团有限公司	国有企业	1.54
修水县投资集团有限公司	国有企业	0.77
九江市寻阳金融投资集团有限公司	国有企业	0.77
合计		100.00

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

注：由于四舍五入的原因，本表中某些分项数之和可能不等于合计数。

跟踪期内，经江西金控临时股东会决议通过，公司将其直接持有的江西省信用担保、金控租赁等 11 家公司股权无偿划转至江西金控投资，江西金控对主要子公司的实际控制不变，上述股权转让事项已于 2023 年 9 月之前完成。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并报表范围主要子公司如图表 2 所示。

图表 2：截至 2024 年 3 月末江西金控主要子公司情况（亿元、%）

子公司名称	成立时间	简称	注册资本	持股比例		主营业务
				直接	间接	
江西省信用融资担保集团股份有限公司	2008.11	江西省信用担保	50.00	-	72.70	融资性担保、履约担保、诉讼保全担保业务
江西省金融资产管理股份有限公司 ¹	2016.2	江西金资	30.00	40.00	-	收购、管理和处置省内金融企业不良资产
江西省金控融资租赁股份有限公司 ²	2016.8	金控租赁	33.00	-	34.12	融资租赁业务
江西省金控投资集团有限公司	2018.2	江西金控投资	43.41	100.00	-	国际贸易及国内贸易；经济贸易咨询、企业管理咨询、财务咨询、技术咨询、技术开发、技术服务；房地产开发经营、物业管理；城市基础设施、公共服务领域项目开发；供应链管理服务；对其他行业的投资；土地整治服务
江西瑞奇期货有限公司	1993.4	瑞奇期货	6.00	62.82	-	商品期货经纪、金融期货经纪
恒邦财产保险股份有限公司 ³	2014.12	恒邦财险	20.60	33.33	-	财产保险
江西省财通供应链金融集团有限公司	2018.1	财通供应链	30.36	-	61.10	商业保理、供应链金融业务

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

江西金控分别于 2022 年 9 月、2023 年 3 月、2023 年 4 月、2023 年 6 月、2023 年 8 月面向专业投资者公开发行合计 5 只、58.00 亿元公司债券，募集资金在扣除发行费用后，用于偿还到期债务以及补充流动资金。公司于 2023 年 7 月面向专业投资者公开发行 2.00 亿元科技创新公司债券，募集资金 90%用于科技创新领域的股权投资和基金出资，10%用于补充流动资金。跟踪期内，公司按期偿付了相关债券利息。

个体信用状况

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：

¹ 江西金控和吉安市井冈山开发区金庐陵经济发展有限公司对江西金资持股比例分别为 40%和 23%，江西金控通过与吉安市井冈山开发区金庐陵经济发展有限公司签署《一致行动人协议》，表决权超过半数，且江西金控在江西金资董事会占有半数以上席位，能够对其实际控制，故纳入合并范围。
² 江西金控对江西省金控融资租赁股份有限公司直接加间接合计持股 34.12%，江西省金控融资租赁股份有限公司董事会由 5 名董事组成，公司及其全资子公司江西省金控投资集团有限公司合计提名 3 名董事，在江西省金控融资租赁股份有限公司董事会占有半数以上席位，能够对其实际控制，故纳入合并范围。
³ 根据中共江西省委组织部《关于同意将恒邦保险党组织关系划转至省金融控股集团集团有限公司党委管理的批复》，江西金控可任命中共恒邦保险党委会全体成员，且江西金控 2022 年收到赣财金[2022]17 号文件，明确恒邦保险由发行人管理和监督。江西金控所聘会所永拓会计师事务所（特殊普通合伙）认为发行人虽然持有恒邦财险的股权比例未超过 50%，但江西金控通过任命中共恒邦财险党委会全体成员，并通过党委会前置流程对恒邦财险重大事项拥有主导权，能够对恒邦财险实际控制，因此将恒邦保险纳入江西金控合并报表的范围。

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。

行业分析

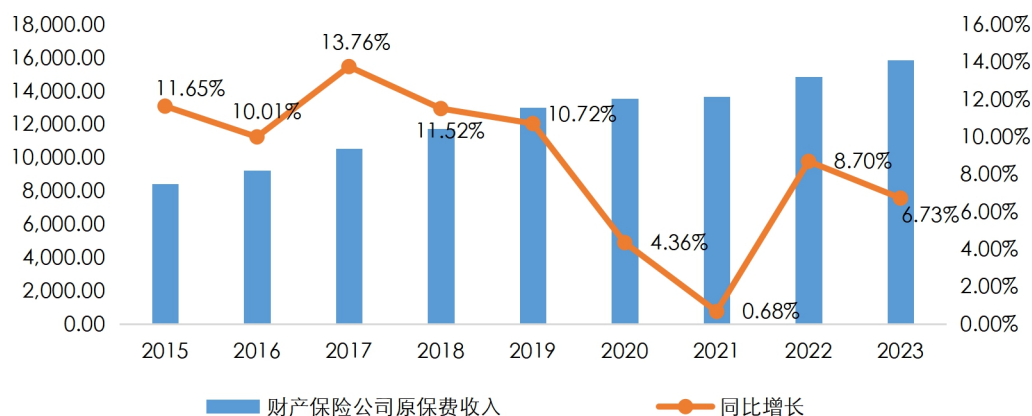
财产保险行业

财险行业保费收入保持增长但增速有所放缓，规模效应、品牌和渠道建设等优势带动下行业集中度继续维持高位，部分中小险企经营压力增加

近年来，为回归“保险姓保”，规范保险业务发展，监管机构对财产保险行业监管持续从严，在规范财险市场秩序、费率管理、险企偿付能力、业务开展门槛等方面提出了更为严格的要求。2023 年，车险业务保费收入保持稳步增长态势，但责任险及健康险等非车险业务增速有

所回落，使得财产险整体保费收入保持增长但增速有所放缓，全年财产保险公司实现保险业务收入 1.59 万亿元，同比增长 6.73%。其中，车险业务保费收入 0.87 万亿元，同比增长 5.63%，责任保险、农业保险和短期健康险分别同比增长 10.54%、17.25%和 10.86%。

图表 3：财产保险公司原保费收入情况（单位：亿元、%）



数据来源：国家金融监督管理总局，东方金诚整理

行业集中度方面，财险行业集中度保持在较高水平，行业“马太效应”依旧突出。2023 年前三大财产保险公司占比合计超 60%，前十大市场排名较为稳定，人保股份、平安财险、太平洋财险等行业龙头凭借强大的渠道建设、服务质效、品牌效应等优势持续排名前列。此外，随着非车业务占比的不断上升，责任险和健康险等非车业务对财产保险公司的经营管理与风控能力要求不断提高；新能源汽车的高赔付与保证险等部分非车业务赔付率上升亦对中小财产保险公司带来较大的挑战。

投资端方面，财产保险公司资产增速及险资运用余额稳定增长。截至 2023 年末，财产保险公司资金运用余额 2.02 万亿元，同比增长 4.59%，其中债券投资占比 37.82%，银行存款占比 18.09%，股票及长期股权投资合计占比 12.73%。从投资收益来看，权益市场震荡，低利率环境下固收类投资资产收益承压导致行业财务投资收益率下降。2023 年，财产保险公司实现财务投资收益率 2.93%，综合投资收益率 2.87%，较上年同期分别下降 0.30 和 1.39 个百分点。另一方面，从成本端来看，2023 年行业综合成本率达 100.1%，未能继续 22 年的承保盈利，出现承保微亏，行业承保亏损达 18.7 亿元。在投资收益下降和成本率上升双重压力下，部分中小财产保险公司经营承压，其投资稳定性不足、综合成本率偏高问题日益凸显，对其偿付能力、流动性等造成较大压力。

自 2022 年偿二代二期规则实行以来，行业偿付能力水平维持在合理区间，风险处于较低水平。截至 2023 年末，财产保险公司平均综合偿付能力充足率为 238.2%，平均核心偿付能力充足率为 206.2%，较 2022 年末分别上升 0.50 个百分点和下降 0.60 个百分点。但部分险企因投资端风险暴露资本消耗较快、业务结构不合理等因素导致偿付能力接近监管红线。从公开披露的偿付能力报告来看，2023 年末共有 8 家财产保险公司偿付能力不达标，面临较大的资本补充

压力和业务调整压力。

预计未来，车险仍旧是财险行业第一大险种，但非车险业务占比持续上升。严监管政策有利于行业持续健康发展，二期规则下行业整体偿付能力充足率虽略有下降仍较为充足，但部分中小财产保险公司面临亏损扩大、偿付能力不足等压力。

不良资产管理行业

在监管的引导下，不良资产管理行业规范性增强，但部分资产管理公司面临债务负担大、经营效率低的问题，预计经济增速放缓将对资产管理公司的资产处置形成压力

我国不良资产主要来自银行、非银金融机构、工商企业等，随着经济发展进入转型调整时期，实体企业信用风险逐步暴露，银行和非银金融机构资产质量连续下滑，不良资产管理的市场容量在扩大。根据国家金融监督管理总局披露的数据，截至 2023 年末，我国银行业的不良贷款余额为 3.23 万亿，较年初增加 8.14%，不良贷款率 1.59%。与此同时，公司债、企业债等标准化债权以及信托产品、证券资管产品、融资租赁等非标转化债权的风险暴露不断加速，2023 年公开市场违约的债券共计 232 只、2972.12 亿元。工商企业的不良资产主要是企业之间应收账款形成的坏账，截至 2023 年末，我国工业类企业应收账款余额为 23.72 万亿元，大量的应收账款沉淀增加了形成坏账的可能性。

在传统的不良资产管理业务中，AMC（不良资产管理公司）通过自主或接受委托人委托的形式从金融机构或非金融企业处收购不良资产，随着近年来业务模式的不断创新，形成了传统+创新协同并进的发展势头。自 2012 年财政部出台的 6 号文明确了四大 AMC 的市场地位并允许省政府设立地方 AMC 开展本地区不良资产业务以来，地方 AMC 在经营上出现监管缺位、业务发展中出现不合规等情况。针对行业规范性文件相对缺乏的问题，原银保监会于 2019 年印发了 153 号文，从准入和经营层面加强了监管，注重行业内的风险防范和违规处置，严禁不良出表收取手续费等方式的业务模式创新，弱化行业牌照的竞争壁垒，强调 AMC 在估值定价、经营运作以及服务和价值提升等方面的专业化经营能力。2021 年 8 月，原中国银保监会就《地方资产管理公司监督管理暂行办法》向社会公开征求意见，对地方 AMC 的经营范围、区域限制、经营管理及融资限制等方面作出了清晰、严格的要求，初步形成了全国统一的监管框架。

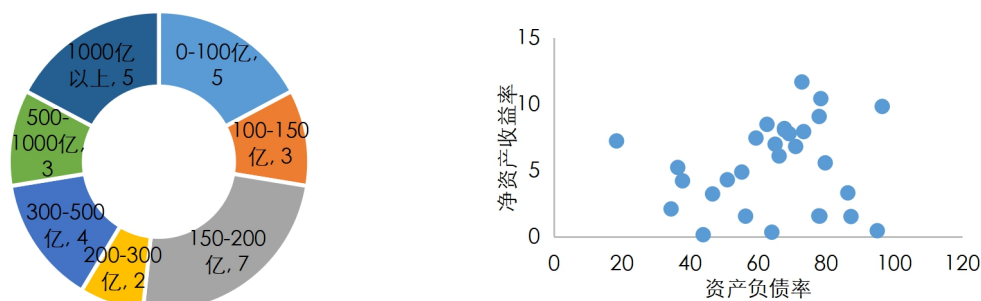
目前不良资产管理行业逐步形成了由五大 AMC⁴、地方 AMC、银行系 AIC、外资系 AMC 和非持牌 AMC 组成的市场格局，五大 AMC 占据行业的主导地位，行业竞争趋向多元化。地方 AMC 资本实力内部差异很大，盈利表现则受区域经济、股东支持及自身经营等多种因素影响而区别明显。一些地方 AMC 规模庞大但存在经营效率低下和债务负担沉重的问题，河北、新疆、厦门等地的 AMC 处于业务起步阶段，无论资本金实力还是业务规模都偏弱；另有少部分民营 AMC，经营效率偏低、股东的支持力度也偏弱。

由于行业的特性，AMC 一般是在经济下行期布局资产、在经济上升期处置资产，即不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性。近年来，受宏观经济增速放缓、产业结构调整以及金融去杠杆等因素的影响，我国不良资产的规模持续扩张。在当前经济下行周期下，AMC

⁴ 这里指东方、中信金融、信达以及长城四家资产管理公司，以及 2020 年 3 月获批成立的中国银河资产管理公司。

收购不良资产包进行扩张的机遇增加，但也产生了交易对手信用风险加大、收购资产包的价值进一步下降、处置难度增加等问题，AMC 的估值定价、资产回收等专业能力将面临提升压力。

图表 4：样本资产管理公司 2023 年资产规模分布及经营状况（单位：家、亿元、%）



数据来源：29 家样本资产管理公司公开的 2023 年审计报告，东方金诚整理

担保行业

债券担保机构盈利处于较低水平，部分区域性担保机构面临的代偿压力较大，城投融资监管收紧背景下债券担保机构业务规模及盈利增长承压

为改善区域信用环境和保障当地城投企业融资需求，在各地政府的扶持下，近年来债券担保机构数量及综合实力均有所提升。截至 2023 年末，在公开市场上开展债券担保的担保机构（含信用增进公司）共 61 家，较年初增加 7 家，公开级别为 AA+和 AAA 的家数占比分别为 21.31% 和 62.30%。同期末，全市场债券担保机构存量债券担保余额为 10125.71 亿元，较年初增长 3.47%，增速较上年下滑 5.24 个百分点。其中，前十大担保机构的市场占有率为 62.34%。

债券担保机构以城投债为主要债券担保品种，2023 年末城投债担保余额占全市场债券担保机构存量债券担保余额的比重为 82.18%。在一揽子化债方案下城投融资监管明显收紧，2023 年 9 月以来以城投债担保为核心业务的债券担保机构业务发展受到冲击。2023 年全市场债券担保机构新增债券担保 2831.93 亿元，较上年增长 3.29%，其中四个季度新增担保债券规模分别为 730.86 亿元、788.74 亿元、882.03 亿元和 430.30 亿元。考虑到城投债融资监管收紧下城投债发行缩量，叠加城投债去担保化，预计未来债券担保机构业务新增将受到较大影响。同时，部分债券担保机构未来两年内到期解保规模较大，预计其债券担保业务规模将出现收缩。

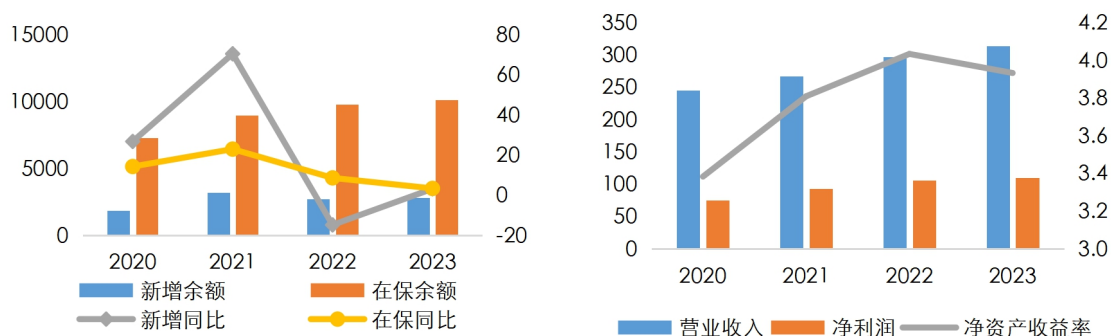
2020 年~2023 年，样本债券担保机构营业收入年均复合增长率为 13.07%。2023 年样本债券担保机构平均净资产收益率为 3.93%，较 2022 年下降 0.10 个百分点，主要系资金业务收益率下行以及准备金和减值计提增加所致。考虑到城投融资政策收紧后，债券担保机构债券担保业务规模收缩将导致担保业务收入出现下滑，进而拖累营业收入增长。叠加 2024 年以来资产荒背景下资产价格持续下行，预计未来部分担保公司盈利能力将会出现下滑。

企业经营持续承压下区域性债券担保机构贷款担保代偿规模继续上升，债券担保机构综合运用现金清收、处置抵质押物等方式加大代偿追偿力度，但行业应收代位追偿款余额仍呈现较快增长。截至 2023 年末，样本债券担保机构应收代位追偿款余额合计 176.45 亿元，较上年末增长 15.27%，其中个别债券担保机构应收代位追偿款余额增速近 60%。未来，债券担保机构仍面

临一定的贷款担保代偿压力，但享有风险分担机制的贷款担保产品预计损失敞口不大。

债券担保机构资产结构普遍以流动性偏弱的投资资产为主，而现金类资产占比较低，部分债券担保机构代偿风险上升下流动性管理压力有所增加。在股东及政府的增资支持以及资本补充债券的发行下，债券担保机构资本实力不断增强，为缓解其代偿压力及拓宽业务空间提供了重要保障。未来债券担保机构业务规模增长承压将释放一定业务空间，预计担保行业资本充足性将维持在较好水平。

图表 5：担保债券余额及债券担保机构盈利情况⁵（单位：亿元、%）



数据来源：wind 资讯、各家担保公司审计报告，东方金诚整理

租赁行业

融资租赁行业整体经营有所好转，但监管政策引导行业向服务实体转型，行业分化趋势仍将延续

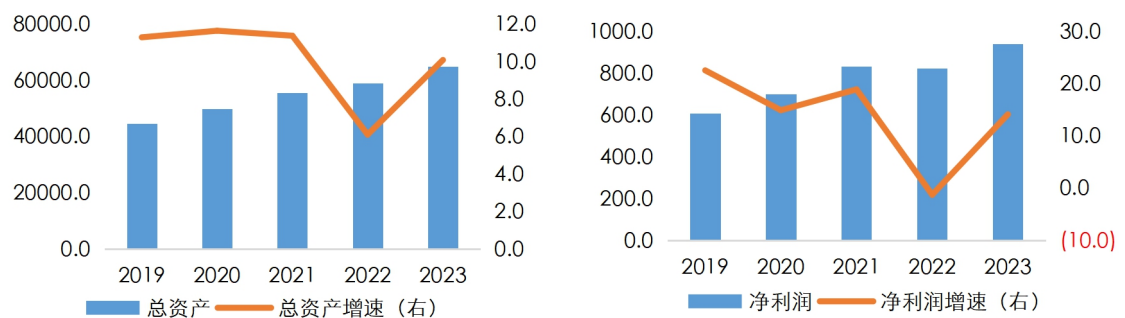
自 2020 年以来，融资租赁行业监管政策逐步强化和细化。2020 年 6 月，原银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，对商租公司业务范围、租赁物、客户集中度和杠杆倍数等进行限定，过度依赖通道业务、集团业务或单一客户的商租公司业务结构持续调整。2022 年 2 月，原银保监会发布《融资租赁公司非现场监管规程》，指出各地方金融监管部门对商租公司的非现场监管，应当重点关注商租公司的外部经营环境变化、公司治理状况、内部控制状况、风险管理能力、资产质量状况、流动性指标等。2024 年 1 月，国家金融监督管理总局发布《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》，完善了金租公司的准入标准和条件，拓宽了租赁物范围，鼓励金租公司发挥业务普惠金融功能优势，助力小微和涉农企业盘活设备资产，同时强调要优化租赁业务结构、严控违规向地方政府提供融资。整体上看，监管逐步强化对融资租赁公司具体经营的监管力度，并引导行业回归本源、专注主业，支持实体经济发展。

受行业监管趋严，以及宏观经济下行、租赁公司下游客户产业转型升级等影响，2022 年融资租赁公司规模扩张放缓，资产质量和盈利承压，且行业分化加剧。2023 年以来，随着经济复苏以及加强对实体经济扶持政策的不断推进，租赁资产投放增速和盈利能力均有所回升。其中，产业类租赁公司资产结构持续改善、定价优势明显；在压降地方政府隐性债务等政策下，金租公司以及中小型平台类、第三方商租公司资产端调整压力犹存，利差有所收窄，盈利依然承压。

⁵ 样本选自公开信息较为完整的 36 家债券担保机构，2023 年末其债券担保在保余额占全市场的比重为 92.50%。

展望 2024 年,在宏观经济及内生动力逐步修复的推动下,预计融资租赁行业经营持续好转,但行业分化趋势仍将延续。其中,央企及地方政府控股的大中型融资租赁公司经营将保持稳健,中小型平台类、股东为金融机构或股权分散的第三方租赁公司经营压力凸显。监管政策引导融资租赁公司向服务实体经济转型发展,行业竞争逐步加剧,对融资租赁公司的人员配备、专业能力积累和风控水平提出了更高的要求。同时,经营风险和融资能力差异导致融资租赁行业资产、负债端分层明显,客户资产质量下行或股东负面事件导致个别民营性质租赁公司获得的内外部融资支持和增资力度减弱,流动性管理和资本管理压力凸显。

图表 6：样本融资租赁公司资产和盈利变化情况（单位：亿元、%）



数据来源：样本公司公告，东方金诚整理

注：样本为发行债券且公布财务数据的 92 家融资租赁公司（含 17 家金融租赁公司和 75 家融资租赁公司）。

业务运营

江西金控业务综合化程度较高，跟踪期内各项业务稳健发展，营业收入保持稳定增长

跟踪期内，受益于资产管理、担保、租赁等业务板块的良好发展，叠加供应链业务（采用总额法确认收入）对上下游贸易规模的持续扩大，公司营业总收入保持稳定增长，2023 年实现营业总收入 121.98 亿元，同比增长 5.77%。

图表 7：江西金控各项业务收入构成（单位：亿元）

项 目	2021	2022	2023	2024Q1
供应链业务	4.81	72.58	69.81	18.60
保险业务	11.96	13.07	12.81	3.82
投资及资金业务	12.11	11.90	14.56	3.20
不良资产处置业务	3.16	6.17	7.20	1.70
融资租赁业务	3.00	4.40	7.44	1.75
担保业务	1.90	3.46	4.91	1.16
期货经纪业务	1.25	0.71	1.41	1.28
顾问及咨询服务业务	2.29	0.91	1.32	0.39
其他业务	1.40	2.13	2.52	0.52
合计	41.89	115.33	121.98	32.43

数据来源：江西金控提供，东方金诚整理

注：由于四舍五入的原因，本表中某些分项数之和可能不等于合计数。

保险业务

恒邦财险为江西省内唯一一家地方性财产保险公司，跟踪期内获得江西金控增资，保费收入实现小幅增长，但盈利能力仍偏弱

江西金控从事保险业务的运营主体为恒邦财险，为江西省内唯一一家地方性财产保险公司。2023年9月，江西金控向恒邦财险增资3.03亿元，并于2024年1月22日获国家金融监督管理总局江西监管局批准。截至2024年3月末，恒邦财险注册资本和实收资本均增至23.63亿元，江西金控持股比例增加9.81个百分点至33.33%，仍为其第一大股东⁶。同期末，恒邦财险总资产45.77亿元，净资产24.10亿元；2023年实现营业收入14.94亿元，净利润0.06亿元。

随着居民消费的逐步复苏，跟踪期内恒邦财险车险、责任险保费收入回升，推动2023年整体原保费收入实现17.37亿元，同比增长3.39%，其中车险、农险原保费收入占比分别为54.43%和28.06%。同时，跟踪期内恒邦财险净赔付规模有所改善，但综合赔付水平仍保持在较高水平。渠道方面，2023年恒邦财险专业代理、直销渠道和个人代理保费贡献占比分别为41.06%、27.17%和28.35%。投资业务方面，跟踪期内恒邦财险适时调整权益资产、固定收益类资产和非标准资产投资比例以控制市场风险，并推动投资收益率小幅回升。2023年恒邦财险实现投资收益1.11亿元，综合投资收益率为5.07%，同比上升1.97个百分点。

图表8：恒邦财险保险业务收入构成（单位：亿元）

险种类别	2021	2022	2023	2024Q1
车险	9.93	8.69	9.45	2.60
农险	1.04	5.29	4.87	0.71
责任险	1.02	0.85	1.24	0.31
意外险	0.62	0.59	0.52	0.11
健康险	0.48	0.52	0.65	0.59
企财险	0.17	0.45	0.25	0.11
工程险	0.11	0.17	0.13	0.01
家财险	0.10	0.23	0.24	0.03
货运险	0.02	0.02	0.01	0.0003
船舶险	0.0005	0.0001	0.0002	-
合计	13.49	16.80	17.37	4.47

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

注：由于四舍五入的原因，本表中某些分项数之和可能不等于合计数。

不良资产处置业务

江西金资为江西省首家地方性金融资产管理公司，跟踪期内持续加大不良资产业务拓展力度，在区域内维持很强的竞争力，但非金融类不良资产处置存在不确定性

江西金控从事金融资产管理业务的运营主体为江西金资。江西金资是江西省人民政府批准设立的省内首家地方性金融资产管理公司，具有很强的区域竞争力。截至2024年3月末，江

⁶ 江西金控通过任命恒邦财险党委全体成员，参与恒邦财险重大决策，并纳入合并报表范围。

西金资总资产 196.81 亿元，净资产 44.30 亿元。2023 年江西金资实现营业总收入 12.72 亿元，同比增长 30.31%，主要系当年不良资产业务拓展处置力度加大，叠加债权投资产生的利息收入增长所致，其中不良资产净收益占比 56.60%、投资收益占比 29.09%⁷。

2023 年，江西金资金融类不良资产收购成本为 34.46 亿元，同比增长 29.26%；当期处置和回收规模为 33.82 亿元，同比增长 50.31%。截至 2024 年 3 月末，江西金资金融类不良资产存续业务账面余额为 49.19 亿元，与 2022 年末基本持平。

图表 9：江西金资金融类不良资产经营情况（单位：笔、亿元）

	2021	2022	2023	2024.3
当期收购不良资产收购成本	27.76	26.66	34.46	5.92
当期处置和回收不良资产金额	53.71	22.50	33.82	6.04
期末不良资产存续业务账面余额	44.82	48.98	49.61	49.19

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

跟踪期内，江西金资加大非金融类不良资产收购力度，但处置及回收进度有所下降。2023 年，江西金资非金融类不良资产收购成本为 33.43 亿元，同比增长 53.49%；当期处置和回收规模为 18.51 亿元，同比下降 38.11%。截至 2024 年 3 月末，江西金资非金融类不良资产业务账面余额 42.92 亿元，较 2022 年末增长 42.83%，上述业务对公司资金占用量较大，需持续关注相关业务可能面临的投资风险。

图表 10：江西金资非金融类不良资产经营情况（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024.3
当期收购不良资产收购成本	28.65	21.78	33.43	2.69
当期回收不良资产金额（本金）	21.52	29.91	18.51	4.74
期末不良资产存续业务账面余额	38.18	30.05	44.97	42.92

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

担保业务

江西省信用担保作为江西省省级担保机构，区域市场竞争力很强，跟踪期内债券担保和非融资性担保业务实现快速发展

江西金控从事担保业务及再担保业务的运营主体为江西省信用担保，江西省信用担保是江西省内业务规模、实收资本排名第一的省级担保机构。凭借良好的市场地位、渠道优势和与当地政府、金融机构良好的合作基础，跟踪期内江西省信用担保进一步加大债券担保营销力度，与头部担保机构合作开展省外债券担保联保业务，并加快履约保函、工程款支付保函等非融资性担保业务拓展，推动担保业务规模、营业收入等均保持快速增长。

截至 2024 年 3 月末，江西省信用担保在保余额较 2022 年末增长 67.43%至 403.78 亿元，其中债券类担保、贷款担保、非融资性担保占比分别为 51.79%、16.64%和 31.57%；期末融资

⁷ 不良资产净收益主要来自金融类不良资产收购处置业务和非金融类不良资产重组收益；手续费及佣金收入主要来自于非金融类不良资产的咨询服务业务；投资收益主要来自自有资金的投资。

性担保放大倍数为 4.30 倍。2023 年江西省信用担保实现营业总收入 7.68 亿元、净利润 2.10 亿元，同比分别增长 32.54%、46.92%。

图表 11：江西省信用担保业务发展概况（单位：户、亿元、倍）（母公司口径）

	2021	2022	2023	2024.3
期末在保客户数	4327	3658	5678	12775
当期担保发生额	364.17	1996.38	2361.2	647.61
期末在保余额	187.84	241.16	396.28	403.78
融资性担保余额	151.16	188.09	271.6	276.32
其中：债券担保	59.89	117.27	206.38	209.13
贷款担保	91.27	70.82	65.22	67.19
非融资性担保余额	36.68	53.07	124.68	127.46
融资性担保放大倍数	5.63	4.82	4.30	4.30

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

随着城投公司项目贷款和债券担保力度的加大，江西省信用担保租赁和商务服务业、建筑业集中度偏高。截至 2024 年 3 月末，江西省信用担保前五大行业租赁和商务服务业、建筑业、水利环境和公共设施管理业、房地产开发经营业和采矿业在保余额合计占比约为 94.99%。同期末，江西省信用担保前十大融资性担保客户在保余额合计 69.84 亿元，占期末在保余额的 17.31%，均为债券担保客户，五级分类均为正常类。

跟踪期内，江西省信用担保大力拓展履约保函、工程款支付保函、农民工工资保函等业务，推动非融资性担保业务快速增长。截至 2024 年 3 月末，江西省信用担保非融资性担保余额 127.46 亿元，较 2022 年末增长 140.17%，其中履约保函占比在 70%以上。

基于业务转型，跟踪期内子公司普惠担保积极推出系列普惠产品并推进与全国性银行合作开展的“总对总”批量化业务，业务规模实现快速增长。截至 2024 年 3 月末，普惠担保在保余额 40.95 亿元，较 2022 年末增长 80.87%，期末担保放大倍数为 5.02 倍。

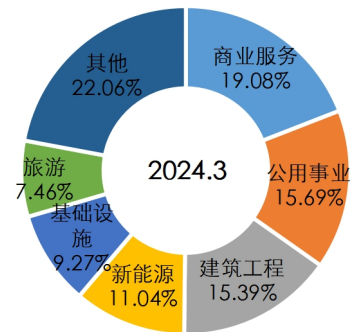
融资租赁业务

依托股东资金支持及资源优势，金控租赁业务结构不断优化，并推动租赁业务规模及盈利较快增长

江西金控从事融资租赁业务的运营主体为金控租赁。跟踪期内，依托股东资金支持及资源优势，金控租赁业务结构不断调整，新增业务投放于基础设施建设以及公交客运等公用事业领域，租赁业务的快速发展亦推动盈利增长。2023 年四季度以来，根据政策及市场环境变化，公司进一步优化了客户准入标准，提升对租赁物的认定标准，重点拓展生产设备类及直租类业务。2023 年~2024 年 1 季度，金控租赁分别投放 72.21 亿元、14.01 亿元。截至 2024 年 3 月末，金控租赁租赁业务余额为 113.60 亿元，较 2022 年末增长 42.62%，其中商业服务、公用事业、建筑工程应收融资租赁款余额占比分别为 19.08%、15.69%和 15.39%。2023 年金控租赁实现营业总收入 7.47 亿元、净利润 2.62 亿元，同比分别增长 42.02%和 63.78%。

图表 12：金控租赁业务发展与租赁行业分布（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024.3
当年新增投放金额	42.88	58.43	72.21	14.01
期末业务余额	53.16	79.65	108.92	113.60
其中：租赁业务	46.11	79.65	108.92	113.60
保理业务	3.12	-	-	-
贸易融资业务	3.93	-	-	-



资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

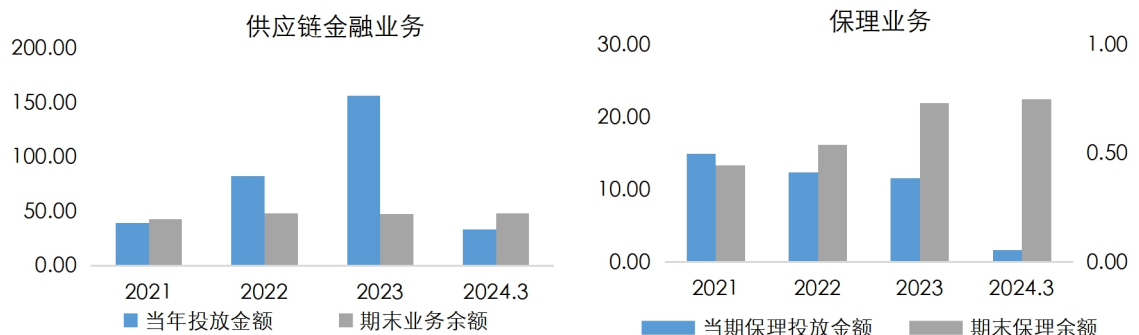
供应链业务

跟踪期内，江西金控供应链业务发展较快，对公司营业收入形成较好补充，但保理业务投放有所放缓

江西金控供应链金融板块包括供应链金融业务、保理业务和商品销售业务，是公司收入的主要贡献板块，业务经营主体主要为控股子公司财通供应链、瑞奇期货、江西金控投资等。其中财通供应链于 2023 年 5 月注册资本增加至 30.36 亿元。2023 年公司供应链板块实现营业收入 69.81 亿元，占营业总收入的 57.23%。2023 年供应链金融业务合计投放 156.30 亿元，同比增长 89.02%；截至 2024 年 3 月末公司供应链金融业务余额为 48.28 亿元，客户主要分布在江西省内，标的物主要涉及金属钢材、电子产品、砂石等。

受外部环境影响，公司保理业务投放放缓，2023 年投放 11.57 亿元，同比下降 6.54%；截至 2024 年 3 月末，公司保理业务余额为 22.43 亿元，主要为有追索权的保理投放，客户包含金融、建筑、物流、传媒、贸易等行业。

图表 13：江西金控供应链金融业务开展情况（单位：亿元）



资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

期货经纪业务

江西金控子公司瑞奇期货为江西省唯一一家期货公司，经纪业务、风险管理业务成交量缩

减使其营业收入呈下降趋势，盈利能力偏弱

江西金控从事期货经纪的运营主体为瑞奇期货，2023 年评级分类结果仍为 B 类 BBB 级。跟踪期内，受经纪业务交易活跃度下降等影响，瑞奇期货 2023 年营业总收入同比下降 2.95% 至 4.76 亿元，其中经纪业务手续费、基差贸易收入分别为 0.48 亿元和 3.73 亿元。但受限于基差贸易毛利率进一步下降、期间费用规模较大等影响，瑞奇期货盈利能力较弱，2023 年实现净利润 0.11 亿元，同比下降 45.14%。

瑞奇期货期货经纪业务客户结构以法人客户和部分投机性质的自然人客户为主，2023 年以来累计有效开户数呈上升趋势，但客户权益整体呈现下降趋势。

图表 14：瑞奇期货经纪业务情况

	2021	2022	2023
成交金额（万亿元）	2.16	1.48	1.32
成交手数（双边）（万手）	2677.61	2132.20	2310.80
期末累计有效开户数（万户）	3.86	3.97	4.05
期末客户权益（亿元）	11.81	15.18	12.03

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

瑞奇期货风险管理业务主要模式包括基差贸易业务和期货做市商业业务。其中，基差交易的主要品种为玉米、豆粕，做市业务交易品种为纯碱、锰硅、纸浆。2023 年，瑞奇期货期货做市成交规模有所下降，全年成交 1863.77 亿元，同比下降 48.12%。

图表 15：瑞奇期货风险管理业务情况（单位：亿元）

	2021	2022	2023
仓单采购规模	0.07	3.60	3.69
仓单销售规模	0.08	3.61	3.73
期货做市成交规模	1966.50	3592.61	1863.77

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

其他业务

公司本部及子公司还开展投资业务，投资标的主要包含债权投资计划、信托及资产管理计划、私募债等债权类投资以及权益类投资等。截至 2024 年 3 月末，公司投资余额为 286.94 亿元，较年初增长 3.36%，其中长期股权投资占比为 18.04%、债权投资占比为 19.14%。截至 2023 年末，公司参股江西银行、赣州银行账面价值分别为 23.37 亿元、20.27 亿元；雪松信托账面价值为 0.74 亿元，2023 公允价值变动收益为-0.97 亿元。

图表 16：截至 2023 年末江西金控主要参股公司（亿元、%）

公司名称	简称	成立时间	注册资本	持股比例	初始投资成本	2023 年末账面价值
江西银行股份有限公司	江西银行	1998.2	60.24	5.77	12.18	23.37
赣州银行股份有限公司	赣州银行	2001.12	33.21	15.37	17.19	20.27
雪松国际信托股份有限公司	雪松信托	2003.4	30.05	20.76	18.16	0.74

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

综上所述，跟踪期内，公司财产保险、资产管理、期货、融资租赁和担保等业务板块均稳步发展，且各子公司业务形成一定的协同效应，保持很强的市场竞争力。

风险管理

信用风险

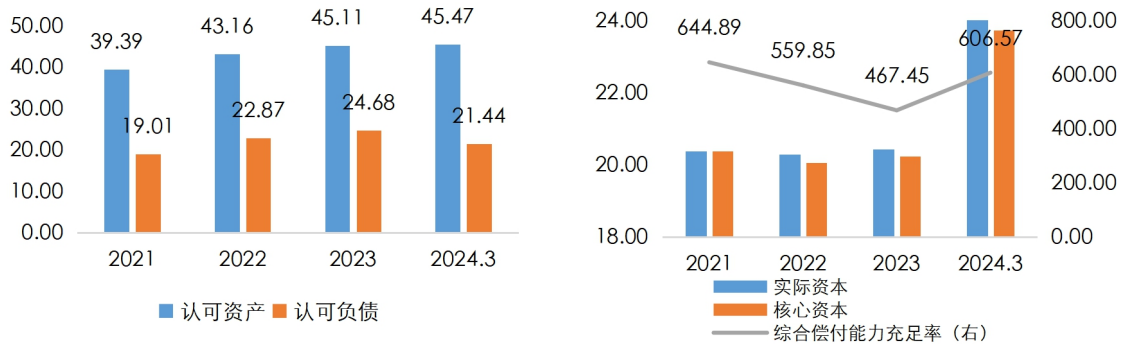
跟踪期内，公司及各子公司持续优化信用风险管理体系，其中担保业务、融资租赁和资产管理等客户集中于江西省中小微企业、基础设施建设企业等。同时，受宏观经济下行、行业监管趋严等影响较大，公司部分业务产生逾期，保险业务赔付水平较高、盈利能力较弱，期货子公司收到监管处罚，面临一定信用风险管控压力。

跟踪期内，恒邦财险偿付能力先降后升，且风险综合评级上升，风险管控压力有所缓解

2023 年四季度，恒邦财险风险综合评级结果为 A 类，较上季度 B 类有所提升。2023 年以来，随着股权基金穿透投资资产调整、债券资产五级分类调整以及部分再保分入账单账龄范围调整等使得恒邦财险信用风险最低资本上升，其偿付能力呈现下降趋势。2024 年一季度，随着实收资本的到位以及部分投资资产的减少使得信用风险最低资本下降，恒邦财险偿付能力得以明显回升。

此外，2023 年 6 月，原中国银保监会运城监管分局下发《行政处罚决定书》（运银保监罚决字[2023]7 号），认定恒邦财险辖属运城中心支公司存在编制虚假资料的违规行为，决定对运城中心支公司责令改正并处 18 万元罚款。恒邦财险已就相关事项进行整改。

图表 17：恒邦财险赔付情况及偿付能力（单位：亿元、%）



资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

跟踪期内，江西金资进一步聚焦不良资产经营主业，但非金融类项目对公司资金占用较多，且存在一定回收压力

截至 2024 年 3 月末，江西金资金融类不良资产余额 49.19 亿元，主要为收购处置类。其中前十大金融类不良资产收购本金为 39.33 亿元，均为收购处置类，预计处置时间在 2 年-3 年左右。上述不良资产包区域主要集中于江西省内，亦包含部分上海、苏州地区不良资产，由于处置周期较长，需关注未来资产回收情况。

图表 18：截至 2024 年 3 月末江西金资前十大金融类不良资产情况（单位：亿元）					
资产包名称	收购本金	收购时间	预计处置期限	资产包区域	资产包行业
金融类不良资产项目 1	6.69	2021.5	3 年	上海	建筑业
金融类不良资产项目 2	4.50	2023.7	3 年	江西	制造业、生产加工
金融类不良资产项目 3	4.39	2021.12	3 年	江西	制造业、批发零售业等
金融类不良资产项目 4	3.99	2022.3	3 年	南昌	建筑业
金融类不良资产项目 5	3.74	2021.11	3 年	上海	批发零售业
金融类不良资产项目 6	3.42	2023.1	3 年	无锡	矿业、其他零售业
金融类不良资产项目 7	3.40	2022.5	2 年	昆明	文旅业
金融类不良资产项目 8	3.40	2022.1	3 年	杭州	物业管理、建筑业
金融类不良资产项目 9	3.30	2023.1	3 年	西安	零售业、服务业
金融类不良资产项目 10	2.50	2023.6	3 年	上饶	农产品生产、销售业

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，江西金资存续非金融类不良资产余额 42.92 亿元，其中前十大不良项目收购本金 24.76 亿元，处置方式主要为债务重组，主要涉及制造业、建筑业、批发零售以及房地产等企业，附有土地抵押、母公司保证担保等，预计退出时间在 1 年-4 年左右。

东方金诚关注到，江西金资于 2018 年 2 月收购了一笔非金融类不良资产，收购成本为 3.00 亿元，项目期限 1 年，债务人已于 2018 年三季度停止付息。2018 年 12 月 27 日，江西金资将《债权转让及回购协议》所载明的全部债权（包括债权本金 3.00 亿元、利息 1654.52 万元和罚息及违约金 588.49 万元）转让给某建设发展有限公司，转让价款 3.22 亿元，江西金资已收到全部转让价款。同时，江西金资与某建设发展有限公司签订了《委托管理协议》，委托江西金资负责后续处置清收工作，由于底层债务人仍处于破产重整中，预计处置清收工作在 5~8 年左右完成，后续清收不会影响江西金资收到的款项。整体来看，江西金资非金融类不良资产规模较大，需关注交易对手经营情况，若债务人出现信用状况恶化，将面临着一定的回收压力。

图表 19：截至 2024 年 3 月末江西金资前十大非金融类不良资产情况（单位：亿元）					
项目名称	收购本金	收购时间	预计退出时间	资产包区域	资产包行业
非金融类不良资产项目 1	3.00	2023.1	1 年	鹰潭	建筑业
非金融类不良资产项目 2	3.00	2023.1	3 年	上饶	投资与资产管理
非金融类不良资产项目 3	3.00	2023.9	4 年	成都	运输业
非金融类不良资产项目 4	2.90	2022.4	2 年	儋州	建筑业

非金融类不良资产项目 5	2.31	2022.6	2 年	台州	建筑业
非金融类不良资产项目 6	3.00	2023.1	3 年	上饶	工程管理
非金融类不良资产项目 7	2.10	2022.4	2 年	佛山	园林农业
非金融类不良资产项目 8	2.00	2022.6	2 年	上饶	软件开发
非金融类不良资产项目 9	2.00	2023.1	2 年	上海	金属材料
非金融类不良资产项目 10	1.45	2023.7	3 年	浙江	旅游开发

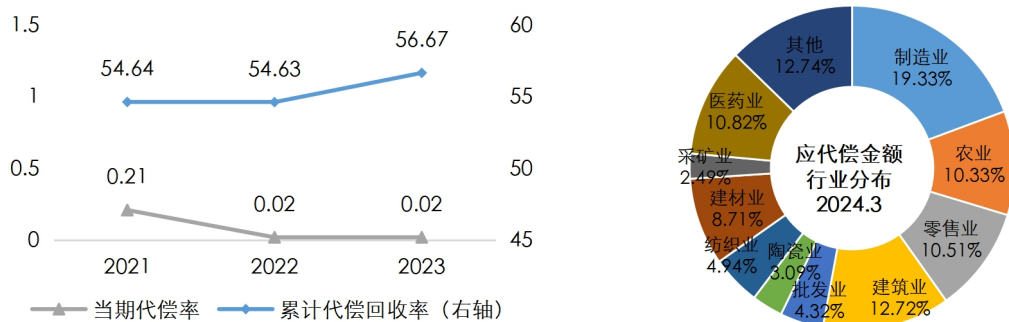
资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

跟踪期内，江西省信用担保代偿率维持在较低水平，累计回收水平较高

得益于不断优化的客户结构以及较为严苛的准入标准，江西省信用担保代偿压力较小，2023 年当期担保代偿率为 0.02%，与上年持平。截至 2024 年 3 月末，江西省信用担保累计已代偿 139 家合计 8.40 亿元，客户行业主要涉及制造业、建筑业、医药业和农业等。截至 2023 年末，江西省信用担保累计担保代偿率为 0.16%，累计代偿回收率为 56.67%，回收情况较好。

跟踪期内，随着贷款担保业务的快速增长，子公司普惠担保代偿额有所上升，2023 年当期代偿额为 0.28 亿元。

图表 20：江西省信用担保代偿情况（单位：%）



资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

跟踪期内，金控租赁业务规模快速增长、业务结构持续优化，但客户关联度和集中度水平均较高，且部分租赁资产面临一定质量下行压力

跟踪期内，金控租赁持续完善风险管理体系，定期修订《业务准入指引》，通过规范主体准入资格、租赁物合规性、增信措施等进行项目的初步筛选，并对项目区域、行业集中度和关联交易集中度等指标作出相应规定。截至 2024 年 3 月末，金控租赁单一客户关联度为 4.62%，全部关联度为 8.48%，均满足监管要求⁸。金控租赁单笔投放规模较大，且由于新增的园区基础设施类项目资金需求较大，客户集中度较高。同期末，金控租赁前五大租赁客户应收租赁款余额 12.66 亿元，租赁物以标准厂房、停车位、附属设备等为主。

截至 2024 年 3 月末，金控租赁关注类、不良类应收融资租赁款余额分别为 0.87 亿元和 1.04 亿元，分别占期末应收融资租赁款的 0.74%和 0.92%，已足额计提减值准备。上述租赁业务附

⁸ 2020 年 6 月发布的《融资租赁公司监督管理暂行办法》要求融资租赁公司对于一个关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 30%，对全部关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的 50%；对单一股东及全部关联方的融资余额不得超过该股东在融资租赁公司的出资额，且应同时满足本办法对单一客户关联度的规定。同时规定了过渡期不超过 3 年，省级地方金融监管部门可以根据特定行业实际情况，适当延长过渡期安排。

有股权质押及抵押担保，但由于客户资金周转仍存较大压力，处置周期较长。预计在业务结构逐步调整下，金控租赁客户结构将得到进一步优化。考虑到前期投放的部分民营客户抗风险能力较弱，且金控租赁正常类资产中存在部分逾期类资产，资产质量存在一定下行压力。

公司供应链业务板块逾期项目有所增加，以诉讼为主的处置周期较长，存在一定资产处置压力

公司供应链业务板块逾期项目主要为金控实业供应链贸易应收账款及财通供应链供应链贸易、供应链应收账款转让及保理业务。受中小民营企业经营压力较大，跟踪期内公司供应链贸易及保理业务逾期项目有所增加。公司保理业务参照集团资产分类制度执行，截至2024年3月末，公司保理业务可疑类资产余额0.34亿元，已计提减值0.10亿元。针对上述逾期项目，公司主要通过司法诉讼方式进行处置，考虑到部分逾期项目风险缓释措施较弱，且诉讼处置周期较长，存在一定的资产处置压力。

公司持续完善投资风险管控制度健全风险管理体系，但部分投资标的出现逾期，资金业务风险管控压力有所上升

公司开展投资业务的以本部以及保险、资产管理、担保、保险等各子公司，公司通过持续完善制度建设，规范公司本部及下属子公司对外投资的决策、流程、操作规范等。公司本部投资业务以对商业银行、信托公司的长期股权投资为主，参股企业包括江西银行、赣州银行和雪松信托等。其中，截至2023年末，公司参股雪松信托账面价值为0.74亿元，初始投资成本18.16亿元，合计计提17.42亿元减值准备。东方金诚关注到，雪松信托存量多起信托产品出现违约，需关注相关事件对于雪松信托经营产生的负面影响，以及对公司股权投资造成的影响。

子公司投资业务风险方面，截至2023年末，恒邦财险非标资产投资外部评级为AAA级、AA+级占比分别为87%和13%。恒邦财险委托投资的2笔债权投资计划合计0.60亿元发生逾期，融资人为方正集团，恒邦财险对上述2笔投资已计提0.30亿元减值准备，并根据方正集团重整管理人的重整草案与产品发行人确定债务清偿方案。2023年1月和3月，恒邦财险分别收到两笔债权计划的部分清偿款，金额分别为0.14亿元和0.04亿元。

江西省信用担保资金业务主要为协议存款和委托贷款，委托贷款客户以国有企业为主，均附有抵质押及第三方保证措施，风险偏好维持较低水平。江西金资投资标的以私募可转债、信托及资产管理计划以及非上市权益工具投资等为主，底层融资人为能够提供足值抵押的大型企业或集团客户，其中私募可转债及其他类债权投资部分为江西省内纾困项目，投资风险受客户经营情况影响较大，需持续进行关注。截至2023年末，江西金资尚存1笔历史遗留项目处于逾期状态，系江西大华新材料有限公司，投放本金为0.50亿元，已全额计提减值准备。

财务状况

江西金控提供了2021年~2023年经审计的财务报告以及2024年3月未经审计的财务报表，审计意见均为标准无保留意见。2023年合并范围新增15家并表子公司。

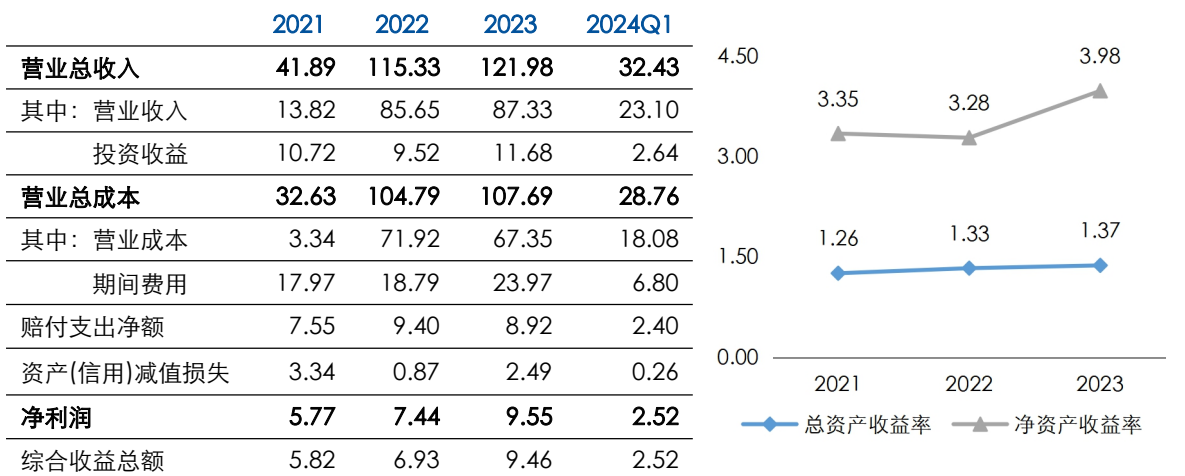
盈利能力

受益于各主要板块业务良好发展，江西金控营业收入及利润保持稳定增长，但整体盈利能力一般，预计伴随融资成本压降以及其他金融业务逐步释放利润，公司盈利能力有望企稳回升

2023年以来，公司各板块业务保持良好发展，其中供应链金融业务、保险业务、融资租赁、不良资产运营以及担保业务贡献了主要收入来源，股权及债权投资收入对公司净利润形成较好补充。2023年公司实现的营业总收入121.98亿元，同比增长5.77%。同时，受各项业务融资规模增加、财险赔付支出增加，叠加供应链业务、保险业务毛利率较低等因素影响，2023年公司营业总成本同比增长2.76%。减值损失计提方面，公司基于谨慎原则加大对债权投资资产的预期信用损失计提力度，2023年计提减值损失2.49亿元，同比增加1.61亿元。

综上，2023年公司实现净利润9.55亿元，同比增长28.28%，净资产收益率为3.98%，同比上升0.70个百分点。预计未来，伴随融资成本压降以及各业务板块逐步释放利润，公司盈利能力将企稳增长。

图表 21：江西金控收入与盈利能力⁹（单位：亿元、%）



资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

资产及流动性

跟踪期内，江西金控资产结构未发生重大变化，主要由流动资产构成，但其中收购的不良债权规模及占比较大，资产流动性一般

随着各项业务规模的增长，江西金控资产规模保持较快增长，截至2024年3月末，公司资产总额较年初增长4.63%至820.60亿元，其中流动资产、非流动资产占比分别为57.57%和42.43%。

截至2024年3月末，公司流动资产合计472.40亿元，较年初增长3.22%。其中，公司货币资金占比24.24%，以银行存款、保证金和库存现金为主。随着不良资产收购、租赁、供应链金融业务和保理业务投放的总体增加，跟踪期内公司一年内到期的非流动资产（主要为一年内

⁹ 2021年，公司执行新会计准则公司将股权投资、控股子公司江西金资所持有的信托计划、银行理财产品以及结构化不良资产处置等实现的投资收益计入营业总收入统计。

到期的应收融资租赁款和债权投资等)快速增长。同时,2023年公司主要针对一年内到期的债权投资计提预期减值损失2.08亿元。公司其他流动资产以江西金资收购的金融类不良资产、应收保理款和应收代偿款等为主。受限资产方面,截至2023年末,公司受限货币资金账面价值59.68亿元,占期末总资产的7.61%,占期末净资产的24.51%,主要为货币资金、长期应收款、存货及应收票据等。

截至2024年3月末,公司非流动资产余额348.20亿元,较2022年末增长20.27%。其中债权投资较2022年末增长27.31%,主要为江西金资收购的非金融类不良资产、金融类不良资产以及本部及子公司投资的信托计划和其他债权投资等。公司长期股权投资为公司参股企业的股权,其中江西银行、赣州银行股权合计占比维持在80%左右。

整体来看,公司流动资产占比较高,但其中江西金资收购的不良债权、担保业务的应收代偿款以及一年期以上债权投资规模较大,由于不良资产处置周期较长,资产流动性将受到资产处置、回收进度等影响,实际资产流动性一般。

图表 22: 江西金控资产结构(单位:亿元)

项目	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	88.49	89.80	94.10	115.13
交易性金融资产	13.26	7.71	15.47	18.47
应收账款	16.47	13.02	32.84	35.24
其他应收款	32.55	13.40	11.47	13.30
一年内到期的非流动资产	46.74	64.82	145.98	134.86
其他	103.08	126.67	157.80	155.39
流动资产合计	300.60	315.42	457.66	472.40
债权投资	74.36	123.35	155.74	157.03
长期股权投资	57.38	49.53	51.47	51.77
其他非流动金融资产	11.40	34.24	49.26	54.01
其他权益工具投资	6.82	6.63	5.68	5.66
长期应收款	34.58	48.25	47.21	59.98
其他	26.87	27.51	17.25	19.75
非流动资产合计	211.41	289.51	326.61	348.20
总资产合计	512.01	604.93	784.27	820.60

资料来源:江西金控提供,东方金诚整理

资本结构

江西金控利润积累能力较好,而跟踪期内随着永续债的到期偿还,归属母公司净资产有所下降

跟踪期内,江西金控10.30亿元永续债到期偿还使其其他权益工具规模减少。而得益于各项业务的良好开展,公司利润积累稳步增长。截至2024年3月末,公司净资产余额246.15亿元,较2022年末增长4.37%,其中实收资本、资本公积、留存收益和少数股东权益占比分别为

32.50%、10.02%、7.14%和 46.28%。公司净资产中少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

图表 23：江西金控资本结构（单位：亿元）

项 目	2021	2022	2023	2024.3
实收资本	50.64	80.00	80.00	80.00
资本公积	53.88	25.28	26.04	24.66
其他权益工具	20.30	20.30	10.00	10.00
其他	13.96	14.64	16.45	17.58
归属于母公司所有者权益	138.78	140.22	132.49	132.23
少数股东权益	78.92	95.62	111.05	113.92
所有者权益合计	217.70	235.83	243.54	246.15

资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

偿债能力

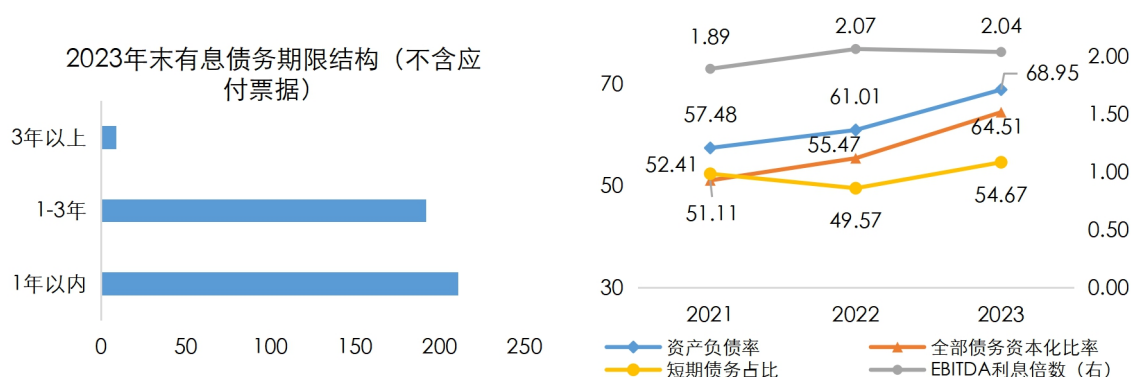
随着各业务深入开展，江西金控债务规模增幅较快，且短期债务占比较高，面临一定偿债压力

跟踪期内，随着各金融投资板块业务的开展，江西金控对资金需求明显增加，其债务规模增幅较快。截至 2023 年末，公司负债总额 540.73 亿元，较年初增长 46.50%，其中有息债务¹⁰占比 81.88%，短期债务占比为 54.67%，较年初上升 5.10 个百分点。同期末，公司资产负债率为 68.95%，全部债务资本化比率为 64.51%，较年初分别上升 7.93 个和 9.04 个百分点，主要系负债规模的快速增加所致。期限构成来看，同期末公司 1 年期以内、1~3 年期、3 年期以上有息负债（不含应付票据）占比分别为 51.20%、46.66%和 2.14%。公司未来三年内到期的有息债务规模较大，未来或将面临一定的短期偿债压力。得益于业务的较快发展，公司 EBITDA 增速加快，对利息支出保障能力较好，但对全部债务的覆盖程度一般。

融资渠道来看，公司融资持续性良好，并与商业银行建立了稳定的授信关系，融资成本持续改善。截至 2023 年末，公司合并口径银行授信总额为 623.56 亿元，未使用授信 312.58 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司存续的直接债务融资余额为 202.44 亿元，发行主体为江西金控本部及子公司江西金资、金控租赁、金控保理，融资成本在 2.60%~5.00%之间。预计未来，随着品牌知名度及市场认可度的提升，叠加直接债务融资工具的发行，公司融资渠道将进一步拓宽、融资成本将得到进一步改善。

¹⁰ 本文所用全部债务均为有息债务，有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债/其他流动负债/其他应付款中的有息负债+长期借款+应付债券。

图表 24：江西金控债务结构及偿债指标（单位：亿元、倍、%）



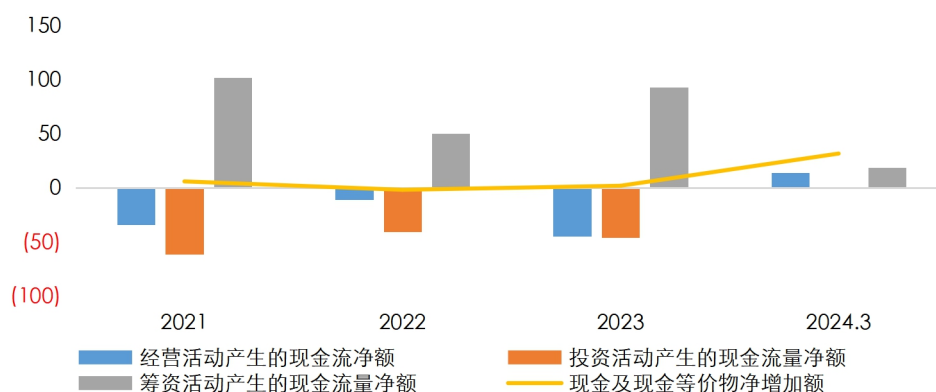
资料来源：江西金控提供，东方金诚整理

现金流分析

随着各项业务的投入加大，跟踪期内江西金控经营活动、投资活动现金流出持续加大，且对外部筹资需求上升

跟踪期内，随着融资租赁、供应链金融及不良资产收购等主营业务的投放加快，公司 2023 年经营活动现金流量及投资活动产生现金流量均为净流出。同时，受经营规模扩张和投资力度加强导致资金需求不断上升，公司外部筹资需求上升。考虑到各项债务到期、经营规模持续扩张及投资力度的加强，公司外部筹资需求较大，筹资活动现金流净额仍将呈现净融入状态。

图表 25：江西金控现金流变化（单位：亿元）



数据来源：江西金控提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据江西金控提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 11 日，公司在过往债务履约方面不存在不良信用记录。江西金控无公开市场债务违约情况。

对外担保方面，除子公司开展担保业务外，截至 2023 年末，公司合并范围外存在 3 笔对外担保，担保金额合计 12.50 亿元，占净资产的比重为 5.13%，其中被担保方分别为新余高新投资有限公司（担保余额 8.00 亿元）、新余高新区发展投资有限公司（担保余额 0.45 亿元）。

外部支持

江西金控实际控制人为江西省人民政府，对促进江西省金融业发展与区域金融稳定性发挥一定作用，能在提升资本补充、资产整合、业务协同等方面持续获得政府支持

公司作为江西省地方金融资产的管理平台，控股股东为江西省财政资产中心，实际控制人为江西省人民政府。公司坚持支持和服务当地金融业和实体企业发展，并在江西省人民政府支持下不断完善金融服务链条，在江西省内具有很强的市场竞争力。成立以来，江西省人民政府通过资本注入、资产整合、业务协同等方式支持江西金控，公司董事、监事、党委书记等亦由江西省人民政府提名/委派。此外，公司与江西省内各地级市政府及银行等金融机构均保持稳定的合作关系，为公司各项业务的开展提供了良好的外部支持。

2017年1月11日，根据《江西省人民政府关于印发江西省金融控股集团重组方案的通知》（赣府发【2014】31号）精神，江西省行政事业单位资产管理中心作为发行人的出资人，同意对公司增资20.00亿元，2018年末公司实收资本已由股东江西省行政事业单位资产管理中心全部出资到位。2021年11月10日，江西省财政厅出具了《江西省财政厅关于同意省金控集团增资扩股有关事项的批复》，同意公司增资扩股方案。2021年12月31日公司完成增资扩股，实收资本增至50.64亿元。根据江西省财政厅出具的《关于同意江西省金融控股集团有限公司转增注册资本金的批复》（赣财经函[2022]98号），同意公司注册资本由50.64亿元变更为80.00亿元，增加方式为资本公积转增实收资本。

预计未来江西省人民政府为支持江西金控申请金融控股公司牌照，将进一步支持江西金控整合金融资源，预计公司能够在资本补充、资产整合等方面得到当地政府、股东持续的支持。

债券偿付能力分析

江西金控各项业务发展较快、资本实力持续提升，且外部融资渠道畅通，为债券偿付提供了极强保障

江西金控无公开市场债务违约情况，截至2024年3月末，公司合并口径已发行待偿还中期票据余额为65.85亿元，已发行待偿还超短期融资券16.00亿元，已发行待偿还公司债券（含永续期公司债券）96.88亿元，资产证券化产品余额23.71亿元。

江西金控偿债资金主要来源于各项业务产生的日常经营收入、外部融资及货币现金等。公司各项业务经营状况良好、资本实力持续提升，并持续增加银行授信额度、拓宽外部融资渠道，融资能力较强。此外，2024年3月末公司货币资金占总资产的比重持续提升至14.03%，且受限货币资金占比较小，为公司偿还到期债务提供了直接保障。综合公司经营情况、资本实力以及融资能力等方面，公司对本次跟踪债券的偿付保障能力极强。

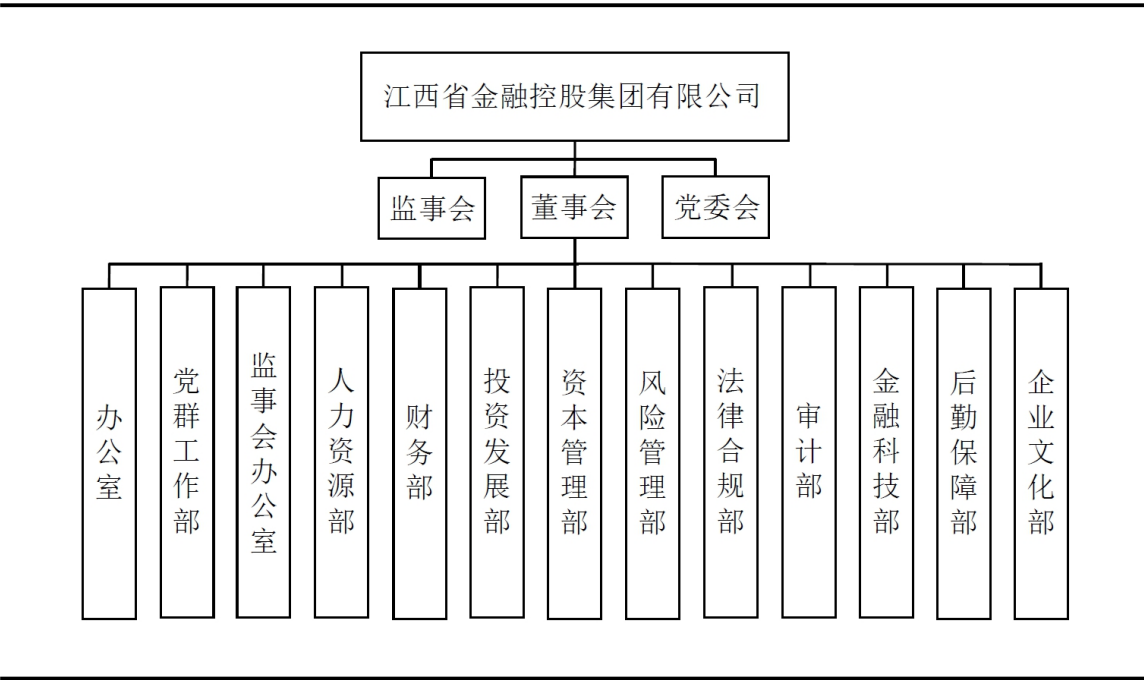
结论

江西金控作为省属地方金融机构的投资管理平台，跟踪期内持续优化财产保险、资产管理、期货、融资租赁和担保等组成的多元化业务架构，综合实力很强；跟踪期内，公司各主营业务板块发展良好，业务专营性很强，区域竞争优势突出，并推动收入及利润保持较快增长；得益于持续的利润积累，公司所有者权益总额保持增长，资本实力稳步增强；江西金控实际控制人为江西省人民政府，在区域具有重要的战略地位，能在资本补充、资产整合、业务协同等方面获得股东的持续支持。

同时，东方金诚关注到，江西金控类金融板块业务客户集中于江西省中小微企业、基础设施建设企业等，受宏观经济波动、行业监管趋严等影响较大，部分资产出现逾期，面临一定信用风险管控压力；公司利润主要来源于不良资产处置、担保、租赁业务以及集团本部投资收益，部分控股的金融和类金融子公司业务规模较小、盈利能力欠佳，整体盈利能力一般；跟踪期内，公司对外部融资依赖度较高，债务规模较快增长，且短期债务占比较高。

综上所述，东方金诚维持江西省金融控股集团有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“22 赣融 02”、“23 赣融 01”、“23 赣融 02”、“23 赣融 03”、“23 赣融 K1”、“23 赣融 04”信用等级为 AAA。

附件一：截至 2023 年末江西金控组织结构图



附件二：江西金控主要财务及监管指标（单位：亿元、%、倍）

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
基本财务数据				
资产总额	512.01	604.93	784.27	820.60
其中：流动资产	300.60	315.42	457.66	472.40
负债总额	294.31	369.09	540.73	574.45
其中：流动负债	166.27	197.99	303.36	333.99
所有者权益	217.70	235.83	243.54	246.15
有息债务	227.58	293.75	442.73	-
其中：短期债务	119.28	145.60	242.03	-
营业总收入	41.89	115.33	121.98	32.43
营业利润	6.75	10.20	13.35	3.57
EBITDA	18.19	21.62	27.93	-
净利润	5.77	7.44	9.55	2.52
经营效率与盈利能力				
营业利润率	16.12	8.85	10.94	11.00
总资产收益率	1.26	1.33	1.37	-
净资产收益率	3.35	3.28	3.98	-
偿债能力				
资产负债率	57.48	61.01	68.95	70.00
流动比率	1.81	1.59	1.51	1.41
短期债务/全部债务	52.41	49.57	54.67	-
EBITDA 利息保障倍数	1.89	2.07	2.04	-
全部债务/EBITDA	12.51	13.59	15.85	-
全部债务资本化比率	51.11	55.47	64.51	-

附件三：主要财务及监管指标计算公式

指标	计算公式
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债/其他流动负债中的有息负债+长期借款+应付债券
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+投资性房地产/固定资产折旧+无形资产/长期待摊费用摊销
期间费用	销售费用+管理费用+研发费用+财务费用
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(资本化利息支出+费用化利息支出)
全部债务资本化比率	全部债务/(全部债务+所有者权益)×100%
收入费用率	期间费用/营业(总)收入×100%
营业利润率	营业利润/营业(总)收入×100%
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
总资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)×100%
净资产收益率	净利润×2/(期初所有者权益+期末所有者权益)×100%

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，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。