



# 江苏省国信集团有限公司

## 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 2323 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 2024 年 6 月 28 日至 2025 年 3 月 5 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 28 日



**本次跟踪主体**

江苏省国信集团有限公司

**本次跟踪主体评级结果**

AAA/稳定

**跟踪评级原因**

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“20苏信02”、“21苏信02”、“20苏国信MTN007”、“20苏国信MTN006”、“20苏国信MTN004”、“20苏国信MTN002”、“19苏国信MTN004B”和“19苏国信MTN003B”债项存续期内对公司进行跟踪评级，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**

本次跟踪维持主体上次评级结论，主要基于江苏省国信集团有限公司（以下简称“国信集团”或“公司”）政府支持力度大、业务多元化程度高、竞争实力很强、盈利和获现能力大幅改善、参股资产优质及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到行业政策变化、投资领域广、管理难度大、非经常损益规模和所面临的压力较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

**评级展望**

中诚信国际认为，江苏省国信集团有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

**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：**公司盈利能力持续大幅下降；杠杆水平持续攀升使得偿债压力大幅上升。

### 正面

- 作为江苏省最大的省属投资集团和国有资产授权经营主体之一，近年来公司持续获得了较多的政策和资金支持
- 公司稳固了能源、金融和新兴产业投资等多元化业务并行的战略格局，各业务板块在区域内竞争实力很强
- 2023年以来，公司电力装机规模持续提升，盈利和获现能力大幅改善
- 参股资产较为优质，可贡献可观的投资收益和现金分红，且流动性良好，可为债务的偿付提供较好保障
- 控股两家A股上市公司，备用流动性充足，融资渠道畅通

### 关注

- 行业政策变化对公司各板块业务均形成一定影响
- 目前公司业务板块较多，投资领域较广，较多的参控股公司给公司管理能力带来一定挑战
- 非经常性损益事项对公司利润形成一定影响，且投资项目较多，面临一定投资压力

项目负责人：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

项目组成员：赵曰鹏 ypzha@ccxi.com.cn

评级总监：



电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

国信集团（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,128.39	2,210.73	2,236.40	2,234.13
所有者权益合计（亿元）	1,055.41	1,092.99	1,117.70	1,136.68
负债合计（亿元）	1,072.98	1,117.74	1,118.69	1,097.46
总债务（亿元）	828.07	854.41	896.40	897.82
营业总收入（亿元）	621.42	578.60	535.47	125.56
净利润（亿元）	22.15	37.19	60.35	17.59
EBIT（亿元）	54.75	70.00	93.98	--
EBITDA（亿元）	90.97	109.60	132.18	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.67	41.97	66.45	-1.00
营业毛利率（%）	4.41	7.08	12.66	14.99
总资产收益率（%）	2.67	3.23	4.23	--
EBIT 利润率（%）	8.81	12.10	17.55	--
资产负债率（%）	50.41	50.56	50.02	49.12
总资本化比率（%）	43.96	43.87	44.51	44.13
总债务/EBITDA（X）	9.10	7.80	6.78	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.24	3.41	4.40	--
FFO/总债务（%）	0.83	1.54	4.00	--

国信集团（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,252.65	1,362.99	1,305.25	1,316.27
所有者权益合计（亿元）	773.74	871.54	821.13	824.30
负债合计（亿元）	478.90	491.45	484.12	491.97
总债务（亿元）	457.52	470.86	463.00	462.91
净利润（亿元）	51.95	42.56	52.32	3.17
EBITDA（亿元）	74.78	57.71	65.44	3.20
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	10.36	26.15	7.45	-0.12
总资本化比率（%）	37.16	35.08	36.06	35.96
总债务/EBITDA（X）	6.12	8.16	7.08	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.00	4.09	5.08	--
FFO/总债务（%）	-2.29	2.30	-3.23	--

注：1、中诚信国际根据国信集团披露的其经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度报整理，2021 年、2022 年数据分别为 2022 年、2023 年财务报告期初数，2023 年及 2024 年一季度数据为对应期间财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款和其他流动负债中的有息债务及预计负债中的资产弃置义务。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	可控装机容量 （万千瓦）	资产总额 （亿元）	营业总收入 （亿元）	净利润 （亿元）	营业毛利率 （%）	资产负债率 （%）
申能集团	1,695	2,181.59	653.29	75.63	14.91	42.55
浙能集团	3,923	3,322.35	1,700.10	118.11	11.84	53.36
河北建投	1,658	2,847.10	481.22	41.32	21.34	58.10
国信集团	1,937	2,236.40	535.47	60.35	12.66	50.02

中诚信国际认为，与同行业相比，国信集团与可比企业均承担着所在区域的电力及燃气等能源供应，规模优势显著，国信集团的装机容量、资产及收入规模均处于可比企业中等水平，业务结构的差异化使得盈利指标有所差别，但整体均保持了很强的盈利及获现能力，且财务杠杆较优。

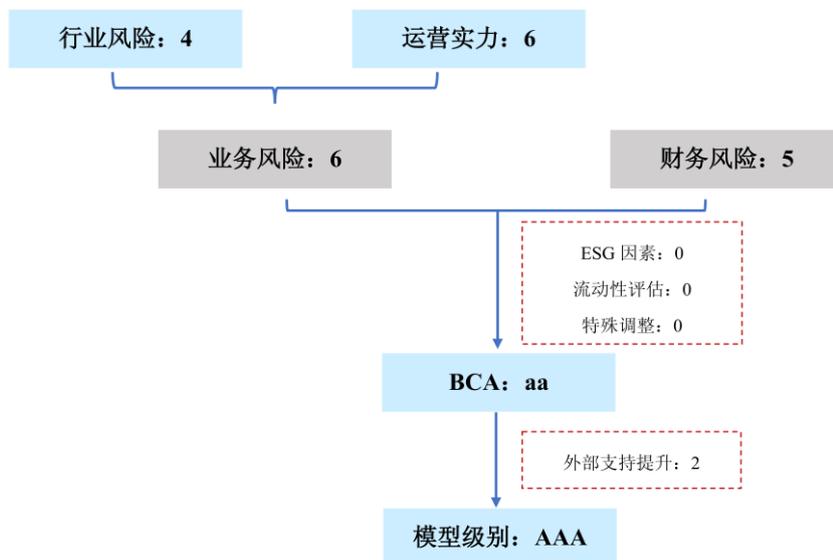
注：“申能集团”为“申能(集团)有限公司”简称；“浙能集团”为“浙江省能源集团有限公司”简称；“河北建投”为“河北建设投资集团有限责任公司”简称。

## 本次跟踪情况

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
国信集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/3/5 至本报告出具日

## 评级模型

江苏省国信集团有限公司评级模型打分(C150000\_2024\_05\_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:** 公司是江苏省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）直属的省内最大的政府投资主体和国有资产授权经营主体，下属的电力及天然气业务对保障区域经济的稳定发展具有重要作用，政府支持意愿和支持能力极高，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000\_2024\_05

## 宏观经济和政策环境

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>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

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>

中诚信国际认为，国信集团作为江苏省级国有资本投资运营管理集团，业务结构多元，区域规模及竞争优势显著，且其中电力及天然气业务为保障区域经济发展起到重要作用；2023 年以来主要板块业务继续保持了很强的运营能力，对企业信用实力提供了有力支撑；但需持续关注经济环境和政策变化等因素对公司各板块业务运营的影响，以及项目投入的资金平衡情况。

2023 年以来公司产权结构无变化，两会一层正常变动，战略方向较为明确，公司无偿划转子公司股权导致其收入规模大幅下降，但对资产、权益及利润等影响较小。

截至 2024 年 3 月末，江苏省国资委持有公司 100% 股权，为公司控股股东和实际控制人。跟踪期

内，公司两会一层正常变动<sup>1</sup>，对公司的日常经营、生产管理及偿债能力无不利影响，不影响公司已出具的董事会决议有效性。

2023 年 7 月 16 日，公司将其持有的江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“舜天集团”）100% 股权无偿划转给江苏省苏豪控股集团有限公司。2023 年 7 月 24 日，上述股权划转事项已完成工商变更登记。舜天集团主营进出口贸易业务，内贸项目主要包括服装纺织品、机械设备、有色金属等；出口商品以服装纺织类产品、机电产品、有色金属和船舶为主，近年来收入规模较大。**中诚信国际认为**，舜天集团出表虽然导致公司收入规模大幅下降，但对公司资产和利润规模的影响较小，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力造成重大不利影响。

表 1：2022 年度舜天集团与国信集团财务指标对比（亿元）

指标	舜天集团	国信集团	占比
总资产	100.43	2,210.48	4.54%
净资产	34.89	1,093.03	3.19%
营业收入	131.53	578.60	22.73%
净利润	1.52	37.23	4.08%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来，公司将继续聚焦主责主业发展。能源方面，公司作为江苏省最大的地方能源投资主体，积极在省内沿海布局新的能源项目，同时在全省各地级市布局能源项目，借助特高压通道，在省外重点布局新能源电源点，建立“风光水火气储”综合能源基地；金融方面，公司将以市场为导向，主动顺应国家“金融脱虚向实、服务实体经济”的号召，主动适应金融“强监管”、“降杠杆”的新时代要求，打造省级金融控股平台；新兴产业投资方面，公司将紧盯能源、金融主业行业发展新趋势新动向，重点研究新能源产业链突破性新技术、绿色金融产品等方面的投资机会，培育壮大集团新的投资增长点，推动重点产业领域加快形成规模效应。

**2023 年以来，公司装机规模优势和机组质量持续提升，但装机结构有待优化；江苏省经济实力强劲，用电需求旺盛，为公司电力业务发展提供有力支撑。**

公司装机规模优势显著，但火电装机占比较高，装机结构有待进一步优化。2023 年以来，随着盐城射阳港 100 万千瓦火电以及山西平鲁 7 万千瓦光伏等光伏发电项目并网，公司控股装机容量进一步提升。此外，随着“上大压小”以及节能减排工作的推进，2024 年 3 月末公司火电机组中 60 万千瓦及以上大型机组占比提升至 89.93%，煤电供电煤耗持续下降，机组质量较优。

公司电力机组主要位于江苏省内，另有 396 万千瓦火电机组位于山西省内，作为“雁淮直流”配套电源点项目，为江苏省电力供应提供保障<sup>2</sup>。2023 年江苏省实现生产总值 12.82 万亿元，同比增长 5.8%，经济发展势头良好。2023 年江苏省全社会用电量 7,832.96 亿千瓦时，同比增长 5.86%；全省发电量 6,106.30 亿千瓦时，同比增长 3.30%，电力供需仍然偏紧。整体来看，江苏省强劲的

<sup>1</sup> 2023 年，根据中共江苏省委《关于董梁等 3 名同志职务调整的通知》，江苏省委决定董梁任国信集团董事长，陆宏平任公司董事，徐文进任国信集团总经理。2024 年，根据江苏省国资委相关通知，决定聘请季明、赵从国为国信集团外部董事；根据公司相关决议，聘请李贵桃为国信集团职工董事。

<sup>2</sup> 江苏与山西两省为落实国家能源战略和部署要求，签订送变电框架协议，两省支持公司控股雁淮直流线路配套电源点，2018 年 10 月与山西省属企业、中央企业合资成立苏晋能源控股有限公司（以下简称“苏晋能源”），投资运营“雁淮直流”配套电源点项目。截至目前，苏晋能源已完成了苏晋塔山发电有限公司、苏晋朔州煤矸石发电有限公司、苏晋保德煤电有限公司三家电厂 396 万千瓦装机的资产并购及建设投产任务，总资产规模超过 170 亿元，建成江苏省外最大的电力能源保障基地。

经济实力及旺盛的用电需求可为公司电力业务的发展提供坚实基础。

表 2：近年来公司控股机组装机情况（万千瓦）

指标	2021	2022	2023	2024.3
控股装机容量	1,826.40	1,826.40	1,937.40	1,937.40
其中：煤机及燃机	1,511.40	1,511.40	1,611.40	1,611.40
抽水蓄能	160	160	160	160
新能源发电	155	155	166	166
火电占比	82.75%	82.75%	83.17%	83.17%
煤电供电标准煤耗（克/千瓦时）	306.74	306.30	305.70	301.40

注：1、火电占比包括煤机及燃机机组；新能源发电业务包含风电、光伏及生物质；2、江苏国信股份有限公司（以下简称“江苏国信”）为公司火电业务的运营主体，2023 年江苏国信射阳港#1 机组（100 万千瓦）投产，并收购国信启东热电有限公司（煤电装机 1.7 万千瓦），当期末其在运装机容量为 1,545.4 万千瓦（其中煤机 1,286.2 万千瓦、燃机 259.2 万千瓦），另外江苏国信连云港发电有限公司装机容量为 66 万千瓦；3、江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司和江苏沙河抽水蓄能发电有限公司装机容量分别为 150 万千瓦和 10 万千瓦；4、江苏省新能源开发股份有限公司（以下简称“江苏新能”）为公司新能源发电业务的运营主体，2024 年 3 月末控股新能源装机 166 万千瓦，截至 2023 年末，江苏新能投资的 4 个生物质项目中（装机合计 11.5 万千瓦），盐城、如东、泗阳生物质项目已停运，仅淮安（装机 3 万千瓦）仍承担地方园区企业供热社会责任。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2023 年以来得益于装机规模提升，公司上网电量有所增长，并且随着火电上网电价上升以及燃煤价格下降，公司火电业务扭亏为盈。中诚信国际将持续关注电力体制改革对公司电力业务运营的影响。**

2023 年以来，公司火电机组利用小时数受新投产机组未满年度运行影响有所下降，但得益于装机规模提升，公司火电和新能源上网电量均有所增长。上网电价方面，2023 年受煤价高位运行以及电力供需影响，公司火电平均上网电价持续上升，但自 2024 年 1 月 1 日执行容量电价<sup>3</sup>政策以来，火电平均上网电价小幅回落。跟踪期内，公司光伏平均上网电价受新投产平价光伏项目影响有所下降；风电平均上网电价受机组分摊的辅助服务补偿费用影响有所波动。此外，江苏省正持续推动电力现货市场发展，对公司电力营销能力提出更高要求，或将对公司电量消纳和电价水平造成影响，中诚信国际将对此保持关注。

煤炭采购方面，江苏省内煤炭资源很少，公司主要从内蒙、山西等外地购煤，供应商主要为国家能源投资集团有限责任公司及中国中煤能源集团有限公司等大型煤炭集团，通过签订长期供应合同保障煤炭供应。2023 年以来，随着国内煤炭产能释放以及进口煤限制放开，国内煤炭供需紧张形势有所缓解，受此影响，公司煤炭采购价格持续下降，火电机组扭亏为盈。

表 3：近年来公司控股机组运行情况（亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

火电	2021	2022	2023	2024.1~3
自发电量	710.67	668.31	702.62	171.92
自发上网电量	672.68	633.23	661.20	162.43
平均机组利用小时数	4,536	4,422	4,360	1,069
上网电价（不含税）	0.3329	0.3877	0.3948	0.3823
入炉标煤单价（不含税，元/吨）	1,138	1,227	1,068	1,022
抽水蓄能	2021	2022	2023	2024.1~3
发电量	20.11	20.48	20.35	5.56

<sup>3</sup> 国家发展改革委及国家能源局为加快推进电能市场、容量市场、辅助服务市场等高效协同的电力市场体系建设，逐步构建有效反映各类电源电量价值和容量价值的两部制电价机制，其中电量电价通过市场化方式形成，灵敏反映电力市场供需、燃料成本变化等情况；煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。其中，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定，2024~2025 年多数地方为 30% 左右，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为 50% 左右。2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%，该政策自 2024 年 1 月 1 日起执行。

上网电价	自 2023 年 6 月 1 日执行发改价格（2023）533 号容量电价。其中，江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司（150 万千瓦）含税容量电价为 576.04 元/千瓦·年，含税电量电价为 0.391 元/千瓦时；江苏沙河抽水蓄能发电有限公司（10 万千瓦）含税容量电价为 699.78 元/千瓦·年，含税电量电价为 0.391 元/千瓦时。			
新能源发电（风电、光伏及生物质）	2021	2022	2023	2024.1~3
发电量	32.09	31.99	32.13	11.11
上网电量	30.82	30.91	31.26	10.66
风电上网电价（不含税）	0.5333	0.5881	0.5665	0.5932
生物质上网电价（不含税）	0.6638	0.6641	0.6295	0.3460
光伏上网电价（不含税）	1.1372	1.1211	0.8926	0.6526

注：1、新能源发电量和上网电量包含新建项目试运行期间的电量，但不含分布式项目直接销售给用户侧部分的电量和电价；2、受统计口径影响，上表所列部分数据与前期披露不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司天然气业务具备较强的区域竞争优势，2023 年以来受下调管输费核定价格影响，天然气业务利润规模有所下降。**

公司天然气业务运营主体为江苏省天然气有限公司（以下简称“天然气公司”）。截至2024年3月末，公司管网已覆盖苏南地区主要市场，占江苏省17%的市场份额，为区域内生产生活提供重要保障，具有较强的区域竞争优势。近年来，公司管网长度保持稳定，天然气销售量小幅波动。

天然气公司的盈利模式为收取管输费用，其价格由江苏省发展改革委核定，自2022年9月1日起，供城燃企业和燃气电厂管输含税价格分别下调至0.12元/立方米和0.05元/立方米，有效期暂定3年<sup>4</sup>。受此影响，2023年以来公司天然气业务利润规模有所下降。

**表 4：近年来公司天然气销售情况（亿立方米、亿元、公里）**

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
管网长度	520	520	520	520
销售量（管输量）	46.56	47.99	46.90	12.49
营业收入	72.99	8.65	7.49	1.98
净利润	2.64	2.17	1.85	0.62

注：2021 年 9 月，公司根据国家政策分离天然气管销业务至江苏省天然气销售有限公司。分离完成后，公司天然气业务流程由原先的购销及管输，在采购价基础上加收管输费，转变为仅确认管输费收入及成本，故 2022 年天然气业务收入较 2021 年大幅下降。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司金融业务类型多元，所持金融资产较为优质，近年来业务稳步发展，运营能力强，但相关监管政策及市场波动对公司各项金融业务的开展存在一定影响。**

信托业务方面，江苏省国际信托有限责任公司（以下简称“江苏信托”）是江苏省规模最大的信托公司，业务范围包含固有业务<sup>5</sup>和信托业务。2023年，江苏信托业务持续拓展，当期新增信托业务量5,021.07亿元。其中，为加快业务转型，财产权信托<sup>6</sup>规模大幅增长，推动手续费收入保持增长，加之股权投资业务的投资收益大幅增加，共同推动信托业务盈利水平提升。2024年一季度，手续费收入及股权投资业务的投资收益下降导致当期净利润同比小幅减少。

<sup>4</sup> 参见《省发展改革委关于核定江苏省天然气有限公司管道运输价格的通知》（苏发改价格发〔2022〕1193号）。

<sup>5</sup> 江苏信托固有业务指信托公司运用自有资金开展的业务，主要包括但不限于贷款、租赁、投资、存放同业、拆放同业等，其中主要为对江苏银行、利安人寿保险股份有限公司和江苏省国信信用融资担保有限公司等金融机构的股权投资和创业基金的投资。

<sup>6</sup> 财产权信托属于资产服务信托范畴，该类业务由信托公司利用风险隔离、财产独立性制度优势，以客户委托的资产设立财产权信托，为客户提供保管、估值、清算、账户管理等服务。

表 5：近年来江苏信托运营情况（个、亿元）

项目	2021	2022	2023	2024.1~3
总资产	278.69	297.18	305.19	292.24
净资产	241.84	256.57	259.95	266.19
营业收入	25.22	24.77	30.04	7.26
其中：信托手续费收入	8.50	8.62	8.64	2.13
投资收益	15.62	14.29	20.93	4.90
净利润	20.40	19.89	25.43	6.27
集合信托计划	个数	182	256	202
	募集金额	4,084.35	3,921.86	4,418.86
单一信托业务	个数	37	18	106
	募集金额	54.27	49.88	61.41
财产权信托	个数	19	27	105
	募集金额	129.94	189.57	540.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

证券业务方面，截至2024年3月末，公司持有华泰证券股份有限公司（以下简称“华泰证券”）15.21%的股份<sup>7</sup>，为其第一大股东。华泰证券作为全国规模较大的综合类券商，业务体系较为完善，运营能力强。跟踪期内，华泰证券总资产规模及资本实力进一步提升，综合实力保持行业内领先水平。2023年，受资本市场景气度拖累，华泰证券经纪业务和投资银行业务手续费净收入同比均有所下降，但受益于资产管理业务手续费净收入以及自营投资收益的大幅增长，当期经营业绩同比大幅回升。2024年一季度，华泰证券经纪和投资银行业务手续费净收入同比进一步下降，自营投资收益亦同比大幅减少，共同导致当期华泰证券净利润同比下降28.23%。

表 6：近年来华泰证券主要财务指标（亿元）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产	8,066.51	8,465.67	9,055.08	8,626.23
净资产	1,520.36	1,678.49	1,822.17	1,847.22
营业总收入	379.05	320.32	365.78	61.05
净利润	136.01	113.65	130.36	23.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司担保业务由江苏省国信信用融资担保有限公司（以下简称“国信担保”）运营。2023年以来，公司担保余额持续增长，同时公司风险控制力度强，未出现担保代偿情况。

表 7：近年来公司担保业务情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3
担保余额	60.07	59.57	62.86	69.48
担保放大倍数（倍）	7.11	6.97	7.30	8.02
代偿金额	0.00	0.00	0.00	0.00
代偿回收额	0.02	0.08	0.01	0.004
担保代偿率	0.00	0.00	0.00	0.00
拨备余额	4.88	5.55	6.17	6.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

值得注意的是，近年来国家金融政策不断调整，监管要求持续加强，严控地方政府负债规模，并持续加大对同业、理财以及影子银行监管力度。另外，目前资管新规下监管框架已基本成型，但

<sup>7</sup> 截至 2024 年 3 月末，江苏省国信集团有限公司、江苏交通控股有限公司、江苏高科技投资集团有限公司、江苏省苏豪控股集团有限公司和江苏苏豪国际集团股份有限公司通过港股通分别购入华泰证券 H 股股份 102,408,800 股、37,000,000 股、14,205,200 股、201,413,000 股和 94,705,800 股，此部分股份为香港中央结算（代理人）有限公司代为持有。

相关配套制度仍需等待进一步完善，未来风险防控等方面监管政策的出台和推进仍将对公司各项金融业务的开展形成影响。

**2023 年以来，医药流通业务稳步发展，持续对公司收入和利润形成补充。新兴产业投资等其他业务较为多元，但目前整体规模较小。**

舜天集团出表后，公司贸易板块仅剩医药流通业务，由下属的江苏省医药有限公司（以下简称“江苏医药”）负责，主要包括医药经销、药品批发和医疗器械销售等业务。江苏医药建立了覆盖全省的销售网络，与2,900多家终端客户合作。2023年，江苏医药业务稳步发展，当期收入和利润均保持增长。

表 8：近年来江苏医药运营情况（亿元）

项目	2021	2022	2023
营业总收入	66.42	75.97	83.08
净利润	0.74*	0.78	0.82

注：2021 年净利润系归母净利润。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司其他业务板块主要包括新兴产业投资、信息产业和房屋租赁等业务，呈现出多元化的业务体系。其中，新兴产业投资业务主要由全资子公司江苏省投资管理有限责任公司（以下简称“投管公司”）经营管理。目前，投管公司发起设立及投资的基金项目主要集中在人工智能、生物医药、高端装备制造等领域，部分项目已收到管理费和基金分配收益。整体来看，公司其他业务规模及收益相对较小，对公司影响不大。

**未来随着项目的建成投产，公司的运营实力将进一步提升，但较大的投资规模或将为公司带来一定的资本支出压力。**

截至 2024 年 3 月末，公司在建项目主要为电力及天然气管网项目，其中在建燃煤发电机组 600 万千瓦，在建抽水蓄能项目 120 万千瓦。此外，公司还储备了较大规模的新能源发电项目。未来随着项目的建成投产，运营实力将进一步提升，但较大的投资规模或将给公司带来一定投资压力。

表 9：截至 2024 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	建设内容	总投资	已投资
江苏国信沙洲 2*100 万千瓦高效清洁燃煤发电项目	2 台 100 万千瓦煤机	82.40	23.14
国信靖江 2*100 万千瓦机组扩建项目（一台机组）	2 台 100 万千瓦煤机	43.00	8.38
连云港抽水蓄能电站项目	120 万千瓦	85.80	9.97
江苏省液化天然气储运调峰工程项目	3 座 20×104m <sup>3</sup> LNG 储罐及相关配套设施	52.10	23.36
江苏国信如东液化天然气接收站工程项目	建设 1 座 20 万方全包容 LNG 储罐，新建 1 座 8-26.6 万方 LNG 专用码头，以及配套设施设备	25.10	2.00
江苏沿海输气管道如东-常熟-太仓输气管线工程	管线全长 170.7 km，设计年输气量 61.6 亿立方米	52.38	32.53
江苏沿海输气管道淮安-建湖-盐城段工程	管线全长 112.15 km	14.92	6.05
江苏沿海输气管道启东-海门支线段工程	管道长度 48 km	7.39	2.76
江苏沿海输气管道淮安储气库支线段工程	管线全长 14.78 km	2.72	0.91
江苏国信滨海港 2*100W 高效清洁燃煤发电项目	2 台 100 万千瓦煤机	96	32

合计

--

461.81

141.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，受合并范围缩小等因素影响，国信集团收入规模有所下降，但得益于电价上升及煤炭价格下行等因素，经营性业务利润由负转正，同时参股优质资产持续贡献可观投资收益，盈利能力大幅改善。此外，公司资本实力持续提升，财务杠杆保持行业内较优水平；偿债指标有所增强，凭借其优质的可变现资产、多重外部融资渠道及很强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力保持在很强水平。

### 盈利能力

2023 年以来，受舜天集团出表影响，公司营业总收入有所下降，但仍保持极大规模。营业毛利率方面，2023 年以来，公司贸易、金融、医药等业务毛利率保持相对稳定；受益于火电上网电价上升以及煤炭成本下降等因素，能源业务毛利率大幅上升，进而推动公司经营性业务利润由负转正。此外，公司参股的华泰证券、江苏银行股份有限公司及江苏核电有限公司盈利能力很强，贡献的投资收益对利润形成有效支撑，2023 年受益于利安人寿保险股份有限公司等参股企业经营业绩好转，当期投资收益同比大幅增长。但需关注资产减值以及所持股权公允价值变动等非经常性损益事项对公司利润的影响。整体来看，2023 年以来公司各项盈利指标同比均大幅提升，保持了很强盈利能力。

表 10：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元）

收入	2021	2022	2023	2024.1~3
能源业务	395.56	349.08	375.81	100.08
贸易业务	137.95	130.46	54.94	--
金融业务	18.50	21.03	19.89	3.36
医药业务	66.42	75.97	83.08	21.39
其他业务	2.99	2.06	1.75	0.73
<b>营业总收入</b>	<b>621.42</b>	<b>578.60</b>	<b>535.47</b>	<b>125.56</b>
毛利率	2021	2022	2023	2024.1~3
能源业务	0.12%	4.13%	12.19%	17.04%
贸易业务	7.40%	7.22%	8.90%	--
金融业务	63.46%	59.30%	60.53%	86.90%
医药业务	6.14%	6.03%	6.02%	5.61%
<b>营业毛利率</b>	<b>4.41%</b>	<b>7.08%</b>	<b>12.66%</b>	<b>14.99%</b>

注：1、表格经追溯，将 2021~2023 年度的医药公司业务数据从贸易业务调整至医药业务；2、公司其他业务主要为酒店、房屋租赁、电影发行、软件、服装加工制造等；3、江苏省电影发行放映有限公司于 2022 年 11 月无偿划转，2022 年末不在并表范围内。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

公司资产以非流动资产为主，其中所持实体和金融企业股权以及固定资产占比较高。2023 年以来，随着项目投资建设的推进，公司资产规模整体有所提升。流动资产方面，受舜天集团出表等因素影响，公司货币资金和存货规模均有所下降；交易性金融资产受信托业务影响保持增长。公司债务以银行融资和公募债券为主，2023 年以来总债务规模小幅增长。期间，公司将部分短期借款调整为中长期借款，债务期限结构有所优化；受益于利润累积等因素，公司资本实力持续增强，财务杠杆保持行业内较低水平。

### 现金流及偿债情况

2023年，受益于盈利能力的提升，公司经营活动现金净流入同比大幅增长；同期，公司资本支出有所扩大，加之收回信托及理财投资收到的现金减少，共同导致投资活动现金净流出同比大幅增加。2024年一季度，公司经营活动净现金流转负，系公司向其他金融机构拆入资金减少所致，扣除此因素影响，公司经营获现水平同比仍有所提升；同期，公司维持较大的资本支出规模，但受信托、理财等活动影响，投资活动现金净流出规模同比有所下降。2023年以来，由于投资活动存在一定的资金缺口，公司保持了一定的外部融资需求，融资活动现金流呈净流入态势。

偿债能力方面，2023年，受益于盈利和获现水平提升，公司主要偿债指标均有所优化，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力尚可。同时，公司银企关系良好，截至2024年3月末，公司获得的银行等金融机构授信总额约为3,137.20亿元，尚未使用的授信额度为2,431.34亿元，备用流动性充足；公司子公司江苏新能和江苏国信为A股上市公司，股权融资渠道亦畅通。此外，公司所持金融资产优质，流动性强且可贡献可观的投资收益和分红，能够为公司提供一定的流动性支持。整体来看，公司偿债能力保持很强水平。资金管理方面，公司设立财务公司，对系统内资金进行集中管理、统筹融资及调度，且对成员单位设置资金集中度的考核要求，除上市公司、债务融资资金及定向投资资金外，其他成员单位的资金应归尽归，确保公司资金的总体平衡，提高资金使用效率。

表 11：近年来公司主要财务状况（亿元、%、X）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用合计	48.56	52.24	46.24	10.45
期间费用率	7.81	9.03	8.64	8.51
<b>经营性业务利润</b>	<b>-23.67</b>	<b>-13.92</b>	<b>20.32</b>	<b>9.36</b>
资产减值损失	20.03	15.30	25.45	0.63
信用减值损失	5.75	-8.84	9.38	0.25
公允价值变动收益	20.51	10.23	-0.03	0.33
投资收益	58.80	52.30	84.72	11.71
<b>利润总额</b>	<b>30.81</b>	<b>41.36</b>	<b>70.19</b>	<b>20.48</b>
EBITDA	90.97	109.60	132.18	--
<b>总资产收益率</b>	<b>2.67</b>	<b>3.23</b>	<b>4.23</b>	<b>--</b>
货币资金	170.78	238.96	171.27	135.71
交易性金融资产	238.69	245.55	278.05	298.63
存货	44.83	40.68	25.04	21.72
<b>流动资产合计</b>	<b>606.46</b>	<b>672.86</b>	<b>607.30</b>	<b>610.47</b>
长期股权投资	744.52	734.81	786.15	793.36
固定资产	502.88	485.09	469.36	461.95
在建工程	47.24	69.56	114.35	128.59
<b>总资产</b>	<b>2,128.39</b>	<b>2,210.73</b>	<b>2,236.40</b>	<b>2,234.13</b>
短期债务/总债务	33.89	37.76	31.11	30.68
<b>总债务</b>	<b>828.07</b>	<b>854.41</b>	<b>896.40</b>	<b>897.82</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,055.41</b>	<b>1,092.99</b>	<b>1,117.70</b>	<b>1,136.68</b>
总资本化比率	43.96	43.87	44.51	44.13
经营活动净现金流	-1.67	41.97	66.45	-1.00
投资活动净现金流	-82.81	-4.66	-169.58	-23.26
筹资活动净现金流	87.74	28.93	33.31	1.22
总债务/EBITDA	9.10	7.80	6.78	--
EBITDA 利息保障倍数	3.24	3.41	4.40	--
FFO/总债务	0.83	1.54	4.00	--
非受限货币资金/短期债务	0.56	0.69	0.55	--

注：1、由于缺少数据，2024 年 1~3 月部分指标无法计算；2、2024 年 3 月末其他应付款包含应付利息及应付股利。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 12：截至 2024 年 3 月末公司控股及联营企业中上市公司情况（亿元）

名称	截至 2024 年 3 月末持股比例	截至 2024 年 3 月末总市值	公司确认投资收益			对公司分红		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023
江苏国信股份有限公司	73.82%	298.09	--	--	--	--	--	--
江苏省新能源开发股份有限公司	57.27%	91.73	--	--	--	--	--	--
华泰证券股份有限公司	15.21%	1,165.69	19.58	17.20	19.30	5.40	6.18	6.18
江苏银行股份有限公司	6.98%	1,449.75	17.35	24.40	25.13	4.74	6.00	7.87
江苏紫金农村商业银行股份有限公司	7.32%	93.36	0.62	0.97	1.17	0.27	0.27	0.27
徐工集团工程机械股份有限公司	5.54%	751.51	3.88	--	--	--	1.51	--
华能国际电力股份有限公司	1.65%	1,228.02	-2.65	-1.25	1.39	0.75	--	--

资料来源：公司财务报表、公开资料，中诚信国际整理

### 母公司情况

母公司资产及利润来源主要为对子公司、合联营企业和金融资产的投资及其产生的投资收益，2023 年得益于被投资企业业绩提升，母公司投资收益同比大幅增长，利润规模亦随之提升。2023 年末，受舜天集团出表影响，母公司资产总额有所下降。母公司债务以银行融资和公募债券为主，期限分布结构较为合理。2023 年以来，随着部分债券到期兑付，母公司债务规模有所下降，财务杠杆保持较低水平。偿债能力方面，母公司自我造血能力较弱，但得益于利润规模的提升，2023 年利润对债务本息的覆盖能力有所增强。此外，母公司所持金融资产可变现能力较强，亦可提供一定的流动性支持，整体偿债压力很小。

表 13：近年来母公司主要财务情况（亿元、X、%）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	3.38	2.05	1.53	0.32
投资收益	44.58	38.27	64.26	6.20
<b>净利润</b>	<b>51.95</b>	<b>42.56</b>	<b>52.32</b>	<b>3.17</b>
货币资金	82.92	119.81	50.33	28.01
交易性金融资产	120.18	124.83	159.27	191.42
长期股权投资	855.47	900.40	871.56	874.75
<b>资产总额</b>	<b>1,252.65</b>	<b>1,362.99</b>	<b>1,305.25</b>	<b>1,316.27</b>
短期债务	134.34	165.26	192.23	201.46
<b>总债务</b>	<b>457.52</b>	<b>470.86</b>	<b>463.00</b>	<b>462.91</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>773.74</b>	<b>871.54</b>	<b>821.13</b>	<b>824.30</b>
总资本化比率	37.16	35.08	36.06	35.96
经营活动净现金流	10.36	26.15	7.45	-0.12
投资活动净现金流	-45.33	15.30	-33.24	-23.83
其中：取得投资收益收到的现金	38.64	33.75	2.36	0.27
筹资活动净现金流	36.36	-4.56	-43.69	1.63
总债务/EBITDA	6.12	8.16	7.08	--
EBITDA 利息保障倍数	5.00	4.09	5.08	--
非受限货币资金/短期债务	0.62	0.73	0.26	0.14

注：由于缺少数据，2024 年 1~3 月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产共计 66.41 亿元，占期末总资产的 2.97%，主要为受限的货币资金、固定资产、应收账款及使用权资产等，对公司不构成重大影响。

截至 2024 年 3 月末，公司无重大未决诉讼、仲裁及行政处罚案件及对外担保事项。

**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，2021~2024 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>8</sup>

### 假设

- 2024 年，受益于装机规模的提升以及区域用电需求的增长，公司上网电量保持上升，燃煤成本保持下降趋势，能源业务盈利持续改善。
- 2024 年，贸易业务收入受舜天集团出表影响有所下降，金融等业务稳步发展。
- 2024 年，公司在建、拟建项目如期推进，较大规模的投资支出继续推升债务规模。
- 2024 年，公司综合融资成本持续压降。

### 预测

表 14：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	43.87	44.51	42.39~46.74
总债务/EBITDA(X)	7.80	6.78	5.89~6.49

资料来源：中诚信国际

### 调整项

**ESG<sup>9</sup>表现方面**，公司注重节能环保和安全管理，并积极履行作为省属企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，2023 年以来，公司非受限货币资金储备尚可，经营获现能力大幅提升，备用流动性充足，股债融资渠道畅通，且持有金融资产优质，可提供一定流动性支持。公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资，其中公司在建及拟建项目较多，存在一定的流动性需求。但整体来看，公司资金平衡能力很强，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

### 外部支持

**公司是江苏省最大的政府投资主体和国有资本的重大战略实施平台，在产业政策、资源整合和资金方面可获得江苏省国资委强有力的支持。**

公司是江苏省唯一既具备实业投资功能又具备金融功能的省属企业，是江苏省国资委直属的江苏省最大的政府投资主体和国有资产授权经营主体，也是国有资本的重大战略实施平台。目前公司

<sup>8</sup>中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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。

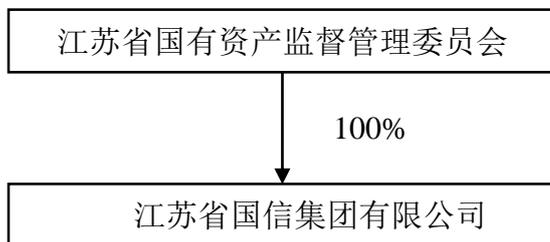
<sup>9</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

已形成了多元化的产业格局，多个板块业务在江苏省内均居行业前列，在推动江苏省战略新兴产业发展、稳步发展能源及金融等传统产业方面发挥了很大作用。跟踪期内，江苏省国资委在产业政策、资源获取以及资金等方面继续给予了公司强有力的支持。

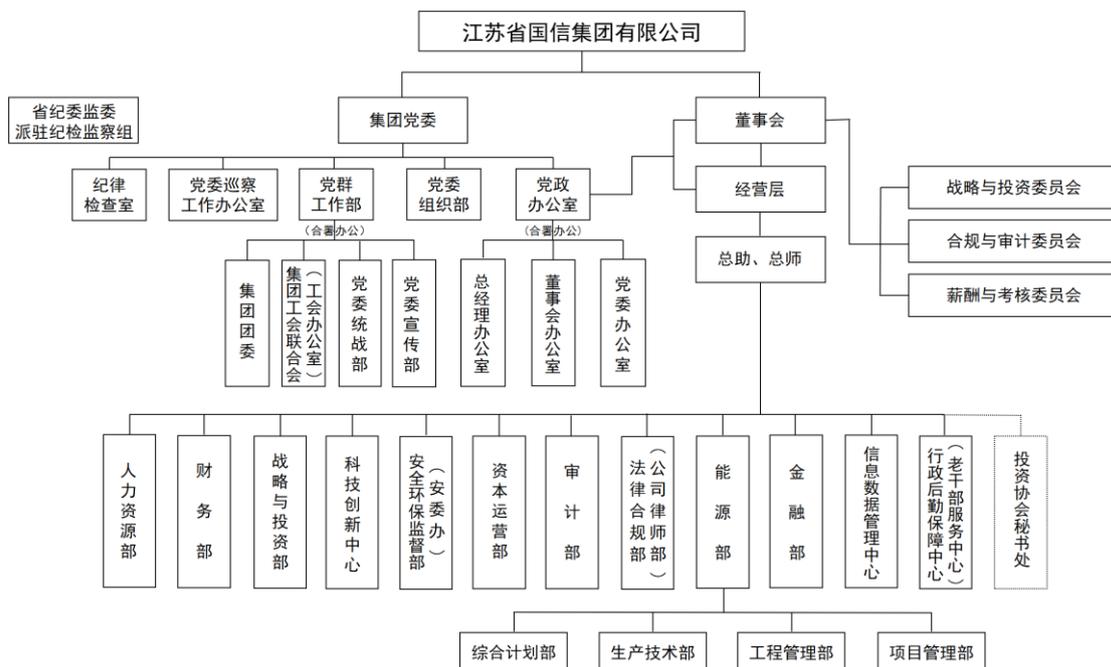
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏省国信集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 附一：江苏省国信集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



公司名称	简称	持股比例	2023 年末		2023 年	
			总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
江苏国信股份有限公司	江苏国信股份	73.82%	888.72	394.42	345.72	29.02
江苏省投资管理有限责任公司	投资管理公司	100.00%	125.83	11.24	4.55	2.67
江苏省天然气有限公司	天然气公司	51.00%	22.86	15.07	7.49	1.85
江苏省新能源开发股份有限公司	新能源股份	57.27%	164.44	73.74	19.46	5.46
江苏省国信集团财务有限公司	财务公司	73.33%	259.63	22.97	3.37	1.24
江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司	溧阳抽蓄	85.00%	56.27	18.79	14.34	1.00
江苏省医药有限公司	江苏医药	75.15%	43.10	6.18	83.08	0.82
江苏省国信信用融资担保有限公司	国信担保	70.23%	14.82	0.87	1.14	0.20



资料来源：公司提供

## 附二：江苏省国信集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	1,707,782.60	2,389,631.29	1,712,684.47	1,357,083.92
应收账款	835,919.35	846,407.52	794,448.74	855,184.55
其他应收款	76,621.41	69,141.35	120,209.98	128,078.60
存货	448,251.32	406,845.92	250,369.14	217,243.26
长期投资	8,716,253.79	9,010,985.55	9,368,566.78	9,346,523.53
固定资产	5,028,800.79	4,850,934.10	4,693,632.99	4,619,547.01
在建工程	472,430.34	695,593.53	1,143,504.26	1,285,949.51
无形资产	248,311.30	258,043.09	283,940.86	298,100.13
资产总计	21,283,911.04	22,107,288.49	22,363,976.88	22,341,347.28
其他应付款	609,893.97	687,064.14	510,156.60	525,357.97
短期债务	2,806,062.27	3,226,662.62	2,788,328.97	2,754,858.16
长期债务	5,474,656.94	5,317,410.45	6,175,684.01	6,223,309.17
总债务	8,280,719.21	8,544,073.07	8,964,012.98	8,978,167.33
净债务	6,719,668.32	6,315,572.27	7,432,174.49	7,621,083.40
负债合计	10,729,796.05	11,177,376.06	11,186,930.98	10,974,579.50
所有者权益合计	10,554,114.98	10,929,912.43	11,177,045.91	11,366,767.77
利息支出	281,003.15	321,258.11	300,142.40	--
营业总收入	6,214,205.23	5,785,984.07	5,354,678.48	1,255,585.84
经营性业务利润	-236,676.16	-139,211.11	203,215.28	93,624.55
投资收益	587,975.63	523,003.11	847,228.79	117,122.24
净利润	221,540.07	371,939.30	603,476.60	175,943.69
EBIT	547,455.93	700,047.30	939,842.26	--
EBITDA	909,668.80	1,096,033.34	1,321,755.29	--
经营活动产生的现金流量净额	-16,678.14	419,652.82	664,543.36	-9,990.01
投资活动产生的现金流量净额	-828,137.35	-46,556.22	-1,695,796.99	-232,646.95
筹资活动产生的现金流量净额	877,361.43	289,270.03	333,076.55	12,209.03
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	4.41	7.08	12.66	14.99
期间费用率(%)	7.81	9.03	8.64	8.51
EBIT 利润率(%)	8.81	12.10	17.55	--
总资产收益率(%)	2.67	3.23	4.23	--
流动比率(X)	1.21	1.20	1.26	1.34
速动比率(X)	1.12	1.12	1.21	1.29
存货周转率(X)	16.69	12.57	14.23	17.86*
应收账款周转率(X)	7.76	6.88	6.53	5.96*
资产负债率(%)	50.41	50.56	50.02	49.12
总资本化比率(%)	43.96	43.87	44.51	44.13
短期债务/总债务(%)	33.89	37.76	31.11	30.68
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.03	0.01	0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.09	0.03	0.15	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.06	1.31	2.21	--
总债务/EBITDA(X)	9.10	7.80	6.78	--
EBITDA/短期债务(X)	0.32	0.34	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.24	3.41	4.40	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.95	2.18	3.13	--
FFO/总债务(%)	0.83	1.54	4.00	--

注：2024 年一季度财务报表未经审计。

### 附三：江苏省国信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	829,162.14	1,198,126.35	503,270.81	280,061.27
其他应收款	119,651.95	119,539.95	119,875.79	120,321.33
长期投资	9,624,612.29	10,472,828.61	10,095,263.82	10,104,156.44
固定资产	18,208.26	12,280.93	11,367.71	11,103.12
在建工程	2,223.01	2,377.28	3,264.00	3,277.91
无形资产	5,828.79	6,094.32	5,019.13	4,855.33
资产总计	12,526,450.13	13,629,946.70	13,052,495.73	13,162,710.96
其他应付款	66,835.21	55,689.51	107,817.96	198,781.55
短期债务	1,343,417.26	1,652,575.00	1,922,260.00	2,014,620.00
长期债务	3,231,749.85	3,056,044.92	2,707,717.00	2,614,500.00
总债务	4,575,167.12	4,708,619.92	4,629,977.00	4,629,120.00
净债务	3,746,004.98	3,510,493.57	4,126,706.19	4,349,058.73
负债合计	4,789,016.15	4,914,520.41	4,841,222.01	4,919,704.17
所有者权益合计	7,737,433.98	8,715,426.28	8,211,273.72	8,243,006.79
利息支出	149,532.96	141,246.53	128,922.85	--
营业总收入	33,843.39	20,530.17	15,335.43	3,191.03
经营性业务利润	-94,003.62	-102,851.57	-107,047.94	-31,905.98
投资收益	445,818.58	382,681.78	642,603.47	62,000.00
净利润	519,487.96	425,628.37	523,240.04	31,733.07
EBIT	745,423.49	572,442.49	651,530.08	--
EBITDA	747,845.27	577,119.04	654,405.16	--
经营活动产生的现金流量净额	103,578.06	261,512.72	74,477.61	-1,174.21
投资活动产生的现金流量净额	-453,338.14	153,015.08	-332,394.60	-238,318.30
筹资活动产生的现金流量净额	363,618.09	-45,563.59	-436,938.56	16,327.95
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	99.48	99.13	98.78	100.00
期间费用率(%)	375.57	595.32	792.46	1,093.49
EBIT 利润率(%)	2,202.57	2,788.30	4,248.53	--
总资产收益率(%)	6.27	4.38	4.88	--
流动比率(X)	1.77	1.66	1.19	1.16
速动比率(X)	1.77	1.66	1.19	1.16
资产负债率(%)	38.23	36.06	37.09	37.38
总资本化比率(%)	37.16	35.08	36.06	35.96
短期债务/总债务(%)	29.36	35.10	41.52	43.52
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.00	0.02	-0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.01	0.07	-0.03	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.69	1.85	0.58	--
总债务/EBITDA(X)	6.12	8.16	7.08	--
EBITDA/短期债务(X)	0.56	0.35	0.34	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.00	4.09	5.08	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.99	4.05	5.05	--
FFO/总债务(%)	-2.29	2.30	-3.23	--

注：1、2024 年一季度财务报表未经审计。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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)
经营效率	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×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)
	现金周转天数	
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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/当年营业总收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	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，影响报表使用者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



# 江苏省国信集团有限公司 公司债 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 2320 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 28 日





发行人 江苏省国信集团有限公司

本次跟踪债项及评级结果 “20 苏信 02” 和 “21 苏信 02”

### 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

本次跟踪维持债项上次评级结论，主要基于江苏省国信集团有限公司（以下简称“国信集团”或“公司”）政府支持力度大、业务多元化程度高、竞争实力很强、盈利和获现能力大幅改善、参股资产优质及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到行业政策变化、投资领域广、管理难度大、非经常损益规模和所面临的投资压力较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

#### 正面

- 作为江苏省最大的省属投资集团和国有资产授权经营主体之一，近年来公司持续获得了较多的政策和资金支持
- 公司稳固了能源、金融和新兴产业投资等多元化业务并行的战略格局，各业务板块在区域内竞争实力很强
- 2023年以来，公司电力装机规模持续提升，盈利和获现能力大幅改善
- 参股资产较为优质，可贡献可观的投资收益和现金分红，且流动性良好，可为债务的偿付提供较好保障
- 控股两家A股上市公司，备用流动性充足，融资渠道畅通

#### 关注

- 行业政策变化对公司各板块业务均形成一定影响
- 目前公司业务板块较多，投资领域较广，较多的参控股公司给公司管理能力带来一定挑战
- 非经常性损益事项对公司利润形成一定影响，且投资项目较多，面临一定投资压力

项目负责人：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

项目组成员：赵曰鹏 ypzha@ccxi.com.cn

评级总监：

刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

国信集团（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,128.39	2,210.73	2,236.40	2,234.13
所有者权益合计（亿元）	1,055.41	1,092.99	1,117.70	1,136.68
负债合计（亿元）	1,072.98	1,117.74	1,118.69	1,097.46
总债务（亿元）	828.07	854.41	896.40	897.82
营业总收入（亿元）	621.42	578.60	535.47	125.56
净利润（亿元）	22.15	37.19	60.35	17.59
EBIT（亿元）	54.75	70.00	93.98	--
EBITDA（亿元）	90.97	109.60	132.18	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.67	41.97	66.45	-1.00
营业毛利率（%）	4.41	7.08	12.66	14.99
总资产收益率（%）	2.67	3.23	4.23	--
EBIT 利润率（%）	8.81	12.10	17.55	--
资产负债率（%）	50.41	50.56	50.02	49.12
总资本化比率（%）	43.96	43.87	44.51	44.13
总债务/EBITDA（X）	9.10	7.80	6.78	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.24	3.41	4.40	--
FFO/总债务（%）	0.83	1.54	4.00	--
国信集团（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,252.65	1,362.99	1,305.25	1,316.27
所有者权益合计（亿元）	773.74	871.54	821.13	824.30
负债合计（亿元）	478.90	491.45	484.12	491.97
总债务（亿元）	457.52	470.86	463.00	462.91
净利润（亿元）	51.95	42.56	52.32	3.17
EBITDA（亿元）	74.78	57.71	65.44	3.20
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	10.36	26.15	7.45	-0.12
总资本化比率（%）	37.16	35.08	36.06	35.96
总债务/EBITDA（X）	6.12	8.16	7.08	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.00	4.09	5.08	--
FFO/总债务（%）	-2.29	2.30	-3.23	--

注：1、中诚信国际根据国信集团披露的其经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度整理，2021 年、2022 年数据分别为 2022 年、2023 年财务报告期初数 2023 年及 2024 年一季度数据为对应期间财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含长期应付款和其他流动负债中的有息债务及预计负债中的资产弃置义务。

## 本次跟踪情况

债券简称	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
21 苏信 02	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	5/5	2021/05/12~2026/05/12	--
20 苏信 02	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	2/2	2020/06/04~2025/06/04	--

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

## 宏观经济和政策环境

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>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

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>

中诚信国际认为，国信集团作为江苏省级国有资本投资运营管理集团，业务结构多元，区域规模及竞争优势显著，且其中电力及天然气业务为保障区域经济发展起到重要作用；2023 年以来主要板块业务继续保持了很强的运营能力，对企业信用实力提供了有力支撑；但需持续关注经济环境和政策变化等因素对公司各板块业务运营的影响，以及项目投入的资金平衡情况。

2023 年以来公司产权结构无变化，两会一层正常变动，战略方向较为明确，公司无偿划转子公司股权导致其收入规模大幅下降，但对资产、权益及利润等影响较小。

截至 2024 年 3 月末，江苏省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）持

有公司 100% 股权，为公司控股股东和实际控制人。跟踪期内，公司两会一层正常变动<sup>1</sup>，对公司的日常经营、生产管理以及偿债能力无不利影响，不影响公司已出具的董事会决议有效性。

2023 年 7 月 16 日，公司将其持有的江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“舜天集团”）100% 股权无偿划转给江苏省苏豪控股集团有限公司。2023 年 7 月 24 日，上述股权划转事项已完成工商变更登记。舜天集团主营进出口贸易业务，内贸项目主要包括服装纺织品、机械设备、有色金属等；出口商品以服装纺织类产品、机电产品、有色金属和船舶为主，近年来收入规模较大。**中诚信国际认为**，舜天集团出表虽然导致公司收入规模大幅下降，但对公司资产和利润规模的影响较小，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力造成重大不利影响。

表 1：2022 年度舜天集团与国信集团财务指标对比（亿元）

指标	舜天集团	国信集团	占比
总资产	100.43	2,210.48	4.54%
净资产	34.89	1,093.03	3.19%
营业收入	131.53	578.60	22.73%
净利润	1.52	37.23	4.08%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来，公司将继续聚焦主责主业发展。能源方面，公司作为江苏省最大的地方能源投资主体，积极在省内沿海布局新的能源项目，同时在全省各地级市布局能源项目，借助特高压通道，在省外重点布局新能源电源点，建立“风光水火气储”综合能源基地；金融方面，公司将以市场为导向，主动顺应国家“金融脱虚向实、服务实体经济”的号召，主动适应金融“强监管”、“降杠杆”的新时代要求，打造省级金融控股平台；新兴产业投资方面，公司将紧盯能源、金融主业行业发展新趋势新动向，重点研究新能源产业链突破性新技术、绿色金融产品等方面的投资机会，培育壮大集团新的投资增长点，推动重点产业领域加快形成规模效应。

**2023 年以来，公司装机规模优势和机组质量持续提升，但装机结构有待优化；江苏省经济实力强劲，用电需求旺盛，为公司电力业务发展提供有力支撑。**

公司装机规模优势显著，但火电装机占比较高，装机结构有待进一步优化。2023 年以来，随着盐城射阳港 100 万千瓦火电以及山西平鲁 7 万千瓦光伏等光伏发电项目并网，公司控股装机容量进一步提升。此外，随着“上大压小”以及节能减排工作的推进，2024 年 3 月末公司火电机组中 60 万千瓦及以上大型机组占比提升至 89.93%，煤电供电煤耗持续下降，机组质量较优。

公司电力机组主要位于江苏省内，另有 396 万千瓦火电机组位于山西省内，作为“雁淮直流”配套电源点项目，为江苏省电力供应提供保障<sup>2</sup>。2023 年江苏省实现生产总值 12.82 万亿元，同比增长 5.8%，经济发展势头良好。2023 年江苏省全社会用电量 7,832.96 亿千瓦时，同比增长 5.86%；全省发电量 6,106.30 亿千瓦时，同比增长 3.30%，电力供需仍然偏紧。整体来看，江苏省强劲的

<sup>1</sup> 2023 年，根据中共江苏省委《关于董梁等 3 名同志职务调整的通知》，江苏省委决定董梁任国信集团董事长，陆宏平任公司董事，徐文进任国信集团总经理。2024 年，根据江苏省国资委相关通知，决定聘请季明、赵从国为国信集团外部董事；根据公司相关决议，聘请李贵桃为国信集团职工董事。

<sup>2</sup> 江苏与山西两省为落实国家能源战略和部署要求，签订送变电框架协议，两省支持公司控股雁淮直流线路配套电源点，2018 年 10 月与山西省属企业、中央企业合资成立苏晋能源控股有限公司（以下简称“苏晋能源”），投资运营“雁淮直流”配套电源点项目。截至目前，苏晋能源已完成了苏晋塔山发电有限公司、苏晋朔州煤矸石发电有限公司、苏晋保德煤电有限公司三家电厂 396 万千瓦装机的资产并购及建设投产任务，总资产规模超过 170 亿元，建成江苏省外最大的电力能源保障基地。

经济实力及旺盛的用电需求可为公司电力业务的发展提供坚实基础。

表 2：近年来公司控股机组装机情况（万千瓦）

指标	2021	2022	2023	2024.3
控股装机容量	1,826.40	1,826.40	1,937.40	1,937.40
其中：煤机及燃机	1,511.40	1,511.40	1,611.40	1,611.40
抽水蓄能	160	160	160	160
新能源发电	155	155	166	166
火电占比	82.75%	82.75%	83.17%	83.17%
煤电供电标准煤耗（克/千瓦时）	306.74	306.30	305.70	301.40

注：1、火电占比包括煤机及燃机机组；新能源发电业务包含风电、光伏及生物质；2、江苏国信股份有限公司（以下简称“江苏国信”）为公司火电业务的运营主体，2023 年江苏国信射阳港#1 机组（100 万千瓦）投产，并收购国信启东热电有限公司（煤电装机 1.7 万千瓦），当期末其在运装机容量为 1,545.4 万千瓦（其中煤机 1,286.2 万千瓦、燃机 259.2 万千瓦），另外江苏国信连云港发电有限公司装机容量为 66 万千瓦；3、江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司和江苏沙河抽水蓄能发电有限公司装机容量分别为 150 万千瓦和 10 万千瓦；4、江苏省新能源开发股份有限公司（以下简称“江苏新能”）为公司新能源发电业务的运营主体，2024 年 3 月末控股新能源装机 166 万千瓦，截至 2023 年末，江苏新能投资的 4 个生物质项目中（装机合计 11.5 万千瓦），盐城、如东、泗阳生物质项目已停运，仅淮安（装机 3 万千瓦）仍承担地方园区企业供热社会责任。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2023 年以来得益于装机规模提升，公司上网电量有所增长，并且随着火电上网电价上升以及燃煤价格下降，公司火电业务扭亏为盈。中诚信国际将持续关注电力体制改革对公司电力业务运营的影响。**

2023 年以来，公司火电机组利用小时数受新投产机组未满年度运行影响有所下降，但得益于装机规模提升，公司火电和新能源上网电量均有所增长。上网电价方面，2023 年受煤价高位运行以及电力供需影响，公司火电平均上网电价持续上升，但自 2024 年 1 月 1 日执行容量电价<sup>3</sup>政策以来，火电平均上网电价小幅回落。跟踪期内，公司光伏平均上网电价受新投产平价光伏项目影响有所下降；风电平均上网电价受机组分摊的辅助服务补偿费用影响有所波动。此外，江苏省正持续推动电力现货市场发展，对公司电力营销能力提出更高要求，或将对公司电量消纳和电价水平造成影响，中诚信国际将对此保持关注。

煤炭采购方面，江苏省内煤炭资源很少，公司主要从内蒙、山西等外地购煤，供应商主要为国家能源投资集团有限责任公司及中国中煤能源集团有限公司等大型煤炭集团，通过签订长期供应合同保障煤炭供应。2023 年以来，随着国内煤炭产能释放以及进口煤限制放开，国内煤炭供需紧张形势有所缓解，受此影响，公司煤炭采购价格持续下降，火电机组扭亏为盈。

表 3：近年来公司控股机组运行情况（亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

火电	2021	2022	2023	2024.1~3
自发电量	710.67	668.31	702.62	171.92
自发上网电量	672.68	633.23	661.20	162.43
平均机组利用小时数	4,536	4,422	4,360	1,069
上网电价（不含税）	0.3329	0.3877	0.3948	0.3823
入炉标煤单价（不含税，元/吨）	1,138	1,227	1,068	1,022
抽水蓄能	2021	2022	2023	2024.1~3
发电量	20.11	20.48	20.35	5.56

<sup>3</sup> 国家发展改革委及国家能源局为加快推进电能市场、容量市场、辅助服务市场等高效协同的电力市场体系建设，逐步构建有效反映各类电源电量价值和容量价值的两部制电价机制，其中电量电价通过市场化方式形成，灵敏反映电力市场供需、燃料成本变化等情况；煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。其中，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定，2024~2025 年多数地方为 30%左右，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为 50%左右。2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%，该政策自 2024 年 1 月 1 日起执行。

上网电价	自 2023 年 6 月 1 日执行发改价格（2023）533 号容量电价。其中，江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司（150 万千瓦）含税容量电价为 576.04 元/千瓦·年，含税电量电价为 0.391 元/千瓦时；江苏沙河抽水蓄能发电有限公司（10 万千瓦）含税容量电价为 699.78 元/千瓦·年，含税电量电价为 0.391 元/千瓦时。			
<b>新能源发电（风电、光伏及生物质）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024.1-3</b>
发电量	32.09	31.99	32.13	11.11
上网电量	30.82	30.91	31.26	10.66
风电上网电价（不含税）	0.5333	0.5881	0.5665	0.5932
生物质上网电价（不含税）	0.6638	0.6641	0.6295	0.3460
光伏上网电价（不含税）	1.1372	1.1211	0.8926	0.6526

注：1、新能源发电量和上网电量包含新建项目试运行期间的电量，但不含分布式项目直接销售给用户侧部分的电量和电价；2、受统计口径影响，上表所列部分数据与前期披露不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司天然气业务具备较强的区域竞争优势，2023 年以来受下调管输费核定价格影响，天然气业务利润规模有所下降。**

公司天然气业务运营主体为江苏省天然气有限公司（以下简称“天然气公司”）。截至2024年3月末，公司管网已覆盖苏南地区主要市场，占江苏省17%的市场份额，为区域内生产生活提供重要保障，具有较强的区域竞争优势。近年来，公司管网长度保持稳定，天然气销售量小幅波动。

天然气公司的盈利模式为收取管输费用，其价格由江苏省发展改革委核定，自2022年9月1日起，供城燃企业和燃气电厂管输含税价格分别下调至0.12元/立方米和0.05元/立方米，有效期暂定3年<sup>4</sup>。受此影响，2023年以来公司天然气业务利润规模有所下降。

**表 4：近年来公司天然气销售情况（亿立方米、亿元、公里）**

指标	2021	2022	2023	2024.1-3
管网长度	520	520	520	520
销售量（管输量）	46.56	47.99	46.90	12.49
营业收入	72.99	8.65	7.49	1.98
净利润	2.64	2.17	1.85	0.62

注：2021 年 9 月，公司根据国家政策分离天然气管输业务至江苏省天然气销售有限公司。分离完成后，公司天然气业务流程由原先的购销及管输，在采购价基础上加收管输费，转变为仅确认管输费收入及成本，故 2022 年天然气业务收入较 2021 年大幅下降。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司金融业务类型多元，所持金融资产较为优质，近年来业务稳步发展，运营能力强，但相关监管政策及市场波动对公司各项金融业务的开展存在一定影响。**

信托业务方面，江苏省国际信托有限责任公司（以下简称“江苏信托”）是江苏省规模最大的信托公司，业务范围包含固有业务<sup>5</sup>和信托业务。2023年，江苏信托业务持续拓展，当期新增信托业务量5,021.07亿元。其中，为加快业务转型，财产权信托<sup>6</sup>规模大幅增长，推动手续费收入保持增长，加之股权投资业务的投资收益大幅增加，共同推动信托业务盈利水平提升。2024年一季度，手续费收入及股权投资业务的投资收益下降导致当期净利润同比小幅减少。

<sup>4</sup> 参见《省发展改革委关于核定江苏省天然气有限公司管道运输价格的通知》（苏发改价格发〔2022〕1193号）。

<sup>5</sup> 江苏信托固有业务指信托公司运用自有资本开展的业务，主要包括但不限于贷款、租赁、投资、存放同业、拆放同业等，其中主要为对江苏银行、利安人寿保险股份有限公司和江苏省国信信用融资担保有限公司等金融机构的股权投资和创业基金的投资。

<sup>6</sup> 财产权信托属于资产服务信托范畴，该类业务由信托公司利用风险隔离、财产独立性制度优势，以客户委托的资产设立财产权信托，为客户提供保管、估值、清算、账户管理等服务。

表 5: 近年来江苏信托运营情况 (个、亿元)

项目	2021	2022	2023	2024.1~3
总资产	278.69	297.18	305.19	292.24
净资产	241.84	256.57	259.95	266.19
营业收入	25.22	24.77	30.04	7.26
其中: 信托手续费收入	8.50	8.62	8.64	2.13
投资收益	15.62	14.29	20.93	4.90
净利润	20.40	19.89	25.43	6.27
集合信托计划	个数	182	256	202
	募集金额	4,084.35	3,921.86	4,418.86
单一信托业务	个数	37	18	106
	募集金额	54.27	49.88	61.41
财产权信托	个数	19	27	105
	募集金额	129.94	189.57	540.80

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

证券业务方面, 截至2024年3月末, 公司持有华泰证券股份有限公司 (以下简称“华泰证券”) 15.21%的股份<sup>7</sup>, 为其第一大股东。华泰证券作为全国规模较大的综合类券商, 业务体系较为完善, 运营能力强。跟踪期内, 华泰证券总资产规模及资本实力进一步提升, 综合实力保持行业内领先水平。2023年, 受资本市场景气度拖累, 华泰证券经纪业务和投资银行业务手续费净收入同比均有所下降, 但受益于资产管理业务手续费净收入以及自营投资收益的大幅增长, 当期经营业绩同比大幅回升。2024年一季度, 华泰证券经纪和投资银行业务手续费净收入同比进一步下降, 自营投资收益亦同比大幅减少, 共同导致当期华泰证券净利润同比下降28.23%。

表 6: 近年来华泰证券主要财务指标 (亿元)

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产	8,066.51	8,465.67	9,055.08	8,626.23
净资产	1,520.36	1,678.49	1,822.17	1,847.22
营业总收入	379.05	320.32	365.78	61.05
净利润	136.01	113.65	130.36	23.76

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司担保业务由江苏省国信信用融资担保有限公司 (以下简称“国信担保”) 运营。2023年以来, 公司担保余额持续增长, 同时公司风险控制力度强, 未出现担保代偿情况。

表 7: 近年来公司担保业务情况 (亿元、%)

项目	2021	2022	2023	2024.3
担保余额	60.07	59.57	62.86	69.48
担保放大倍数 (倍)	7.11	6.97	7.30	8.02
代偿金额	0.00	0.00	0.00	0.00
代偿回收额	0.02	0.08	0.01	0.004
担保代偿率	0.00	0.00	0.00	0.00
拨备余额	4.88	5.55	6.17	6.39

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

值得注意的是, 近年来国家金融政策不断调整, 监管要求持续加强, 严控地方政府负债规模, 并持续加大对同业、理财以及影子银行监管力度。另外, 目前资管新规下监管框架已基本成型, 但

<sup>7</sup> 截至 2024 年 3 月末, 江苏省国信集团有限公司、江苏交通控股有限公司、江苏高科技投资集团有限公司、江苏省苏豪控股集团有限公司和江苏苏豪国际集团股份有限公司通过港股通分别购入华泰证券 H 股股份 102,408,800 股、37,000,000 股、14,205,200 股、201,413,000 股和 94,705,800 股, 此部分股份为香港中央结算 (代理人) 有限公司代为持有。

相关配套制度仍需等待进一步完善，未来风险防控等方面监管政策的出台和推进仍将对公司各项金融业务的开展形成影响。

**2023 年以来，医药流通业务稳步发展，持续对公司收入和利润形成补充。公司新兴产业投资等其他业务较为多元，但目前整体规模较小。**

舜天集团出表后，公司贸易板块仅剩医药流通业务，由下属的江苏省医药有限公司（以下简称“江苏医药”）负责，主要包括医药经销、药品批发和医疗器械销售等业务。江苏医药建立了覆盖全省的销售网络，与2,900多家终端客户合作。2023年，江苏医药业务稳步发展，当期收入和利润均保持增长。

表 8：近年来江苏医药运营情况（亿元）

项目	2021	2022	2023
营业总收入	66.42	75.97	83.08
净利润	0.74*	0.78	0.82

注：2021 年净利润系归母净利润。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司其他业务板块主要包括新兴产业投资、信息产业和房屋租赁等业务，呈现出多元化的业务体系。其中，新兴产业投资业务主要由全资子公司江苏省投资管理有限责任公司（以下简称“投管公司”）经营管理。目前，投管公司发起设立及投资的基金项目主要集中在人工智能、生物医药、高端装备制造等领域，部分项目已收到管理费和基金分配收益。整体来看，公司其他业务规模及收益相对较小，对公司影响不大。

**未来随着项目的建成投产，公司的运营实力将进一步提升，但较大的投资规模或将为公司带来一定的资本支出压力。**

截至 2024 年 3 月末，公司在建项目主要为电力及天然气管网项目，其中在建燃煤发电机组 600 万千瓦，在建抽水蓄能项目 120 万千瓦。此外，公司还储备了较大规模的新能源发电项目。未来随着项目的建成投产，运营实力将进一步提升，但较大的投资规模或将给公司带来一定投资压力。

表 9：截至 2024 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	建设内容	总投资	已投资
江苏国信沙洲 2*100 万千瓦高效清洁燃煤发电项目	2 台 100 万千瓦煤机	82.40	23.14
国信靖江 2*100 万千瓦机组扩建项目（一台机组）	2 台 100 万千瓦煤机	43.00	8.38
连云港抽水蓄能电站项目	120 万千瓦	85.80	9.97
江苏省液化天然气储运调峰工程项目	3 座 20×104m <sup>3</sup> LNG 储罐及相关配套设施	52.10	23.36
江苏国信如东液化天然气接收站工程项目	建设 1 座 20 万方全包容 LNG 储罐，新建 1 座 8-26.6 万方 LNG 专用码头，以及配套设施设备	25.10	2.00
江苏沿海输气管道如东-常熟-太仓输气管线工程	管线全长 170.7 km，设计年输气量 61.6 亿立方米	52.38	32.53
江苏沿海输气管道淮安-建湖-盐城段工程	管线全长 112.15 km	14.92	6.05
江苏沿海输气管道启东-海门支线段工程	管道长度 48 km	7.39	2.76
江苏沿海输气管道淮安储气库支线段工程	管线全长 14.78 km	2.72	0.91
江苏国信滨海港 2X100W 高效清洁燃煤发电项目	2 台 100 万千瓦煤机	96	32

合计

--

461.81

141.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，受合并范围缩小等因素影响，国信集团收入规模有所下降，但得益于电价上升及煤炭价格下行等因素，经营性业务利润由负转正，同时参股优质资产持续贡献可观投资收益，盈利能力大幅改善。此外，公司资本实力持续提升，财务杠杆保持行业内较优水平；偿债指标有所增强，凭借其优质的可变现资产、多重外部融资渠道及很强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力保持在很强水平。

### 盈利能力

2023 年以来，受舜天集团出表影响，公司营业总收入有所下降，但仍保持极大规模。营业毛利率方面，2023 年以来，公司贸易、金融、医药等业务毛利率保持相对稳定；受益于火电上网电价上升以及煤炭成本下降等因素，能源业务毛利率大幅上升，进而推动公司经营性业务利润由负转正。此外，公司参股的华泰证券、江苏银行股份有限公司及江苏核电有限公司盈利能力很强，贡献的投资收益对利润形成有效支撑，2023 年受益于利安人寿保险股份有限公司等参股企业经营业绩好转，当期投资收益同比大幅增长。但需关注资产减值以及所持股权公允价值变动等非经常性损益事项对公司利润的影响。整体来看，2023 年以来公司各项盈利指标同比均大幅提升，保持了很强盈利能力。

表 10：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元）

收入	2021	2022	2023	2024.1~3
能源业务	395.56	349.08	375.81	100.08
贸易业务	137.95	130.46	54.94	--
金融业务	18.50	21.03	19.89	3.36
医药业务	66.42	75.97	83.08	21.39
其他业务	2.99	2.06	1.75	0.73
<b>营业总收入</b>	<b>621.42</b>	<b>578.60</b>	<b>535.47</b>	<b>125.56</b>
毛利率	2021	2022	2023	2024.1~3
能源业务	0.12%	4.13%	12.19%	17.04%
贸易业务	7.40%	7.22%	8.90%	--
金融业务	63.46%	59.30%	60.53%	86.90%
医药业务	6.14%	6.03%	6.02%	5.61%
<b>营业毛利率</b>	<b>4.41%</b>	<b>7.08%</b>	<b>12.66%</b>	<b>14.99%</b>

注：1、表格经追溯，将 2021~2023 年度的医药公司业务数据从贸易业务调整至医药业务；2、公司其他业务主要为酒店、房屋租赁、电影发行、软件、服装加工制造等；3、江苏省电影发行放映有限公司于 2022 年 11 月无偿划转，2022 年末不在并表范围内。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

公司资产以非流动资产为主，其中所持实体和金融企业股权以及固定资产占比较高。2023 年以来，随着项目投资建设的推进，公司资产规模整体有所提升。流动资产方面，受舜天集团出表等因素影响，公司货币资金和存货规模均有所下降；交易性金融资产受信托业务影响保持增长。公司债务以银行融资和公募债券为主，2023 年以来总债务规模小幅增长。期间，公司将部分短期借款调整为中长期借款，债务期限结构有所优化；受益于利润累积等因素，公司资本实力持续增强，财务杠杆保持行业内较低水平。

### 现金流及偿债情况

2023年，受益于盈利能力的提升，公司经营活动现金净流入同比大幅增长；同期，公司资本支出有所扩大，加之收回信托及理财投资收到的现金减少，共同导致投资活动现金净流出同比大幅增加。2024年一季度，公司经营活动净现金流转负，系公司向其他金融机构拆入资金减少所致，扣除此因素影响，公司经营获现水平同比仍有所提升；同期，公司维持较大的资本支出规模，但受信托、理财等活动影响，投资活动现金净流出规模同比有所下降。2023年以来，由于投资活动存在一定的资金缺口，公司保持了一定的外部融资需求，融资活动现金流呈净流入态势。

偿债能力方面，2023年，受益于盈利和获现水平提升，公司主要偿债指标均有所优化，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力尚可。同时，公司银企关系良好，截至2024年3月末，公司获得的银行等金融机构授信总额约为3,137.20亿元，尚未使用的授信额度为2,431.34亿元，备用流动性充足；公司子公司江苏新能和江苏国信为A股上市公司，股权融资渠道亦畅通。此外，公司所持金融资产优质，流动性强且可贡献可观的投资收益和分红，能够为公司提供一定的流动性支持。整体来看，公司偿债能力保持很强水平。资金管理方面，公司设立财务公司，对系统内资金进行集中管理、统筹融资及调度，且对成员单位设置资金集中度的考核要求，除上市公司、债务融资资金及定向投资资金外，其他成员单位的资金应归尽归，确保公司资金的总体平衡，提高资金使用效率。

表 11：近年来公司主要财务状况（亿元、%、X）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用合计	48.56	52.24	46.24	10.45
期间费用率	7.81	9.03	8.64	8.51
<b>经营性业务利润</b>	<b>-23.67</b>	<b>-13.92</b>	<b>20.32</b>	<b>9.36</b>
资产减值损失	20.03	15.30	25.45	0.63
信用减值损失	5.75	-8.84	9.38	0.25
公允价值变动收益	20.51	10.23	-0.03	0.33
投资收益	58.80	52.30	84.72	11.71
<b>利润总额</b>	<b>30.81</b>	<b>41.36</b>	<b>70.19</b>	<b>20.48</b>
EBITDA	90.97	109.60	132.18	--
<b>总资产收益率</b>	<b>2.67</b>	<b>3.23</b>	<b>4.23</b>	<b>--</b>
货币资金	170.78	238.96	171.27	135.71
交易性金融资产	238.69	245.55	278.05	298.63
存货	44.83	40.68	25.04	21.72
<b>流动资产合计</b>	<b>606.46</b>	<b>672.86</b>	<b>607.30</b>	<b>610.47</b>
长期股权投资	744.52	734.81	786.15	793.36
固定资产	502.88	485.09	469.36	461.95
在建工程	47.24	69.56	114.35	128.59
<b>总资产</b>	<b>2,128.39</b>	<b>2,210.73</b>	<b>2,236.40</b>	<b>2,234.13</b>
短期债务/总债务	33.89	37.76	31.11	30.68
<b>总债务</b>	<b>828.07</b>	<b>854.41</b>	<b>896.40</b>	<b>897.82</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,055.41</b>	<b>1,092.99</b>	<b>1,117.70</b>	<b>1,136.68</b>
总资本化比率	43.96	43.87	44.51	44.13
经营活动净现金流	-1.67	41.97	66.45	-1.00
投资活动净现金流	-82.81	-4.66	-169.58	-23.26
筹资活动净现金流	87.74	28.93	33.31	1.22
总债务/EBITDA	9.10	7.80	6.78	--
EBITDA 利息保障倍数	3.24	3.41	4.40	--
FFO/总债务	0.83	1.54	4.00	--
非受限货币资金/短期债务	0.56	0.69	0.55	--

注：1、由于缺少数据，2024 年 1~3 月部分指标无法计算；2、2024 年 3 月末其他应付款包含应付利息及应付股利。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 12：截至 2024 年 3 月末公司控股及联营企业中上市公司情况（亿元）

名称	截至 2024 年 3 月末持股比例	截至 2024 年 3 月末总市值	公司确认投资收益			对公司分红		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023
江苏国信股份有限公司	73.82%	298.09	--	--	--	--	--	--
江苏省新能源开发股份有限公司	57.27%	91.73	--	--	--	--	--	--
华泰证券股份有限公司	15.21%	1,165.69	19.58	17.20	19.30	5.40	6.18	6.18
江苏银行股份有限公司	6.98%	1,449.75	17.35	24.40	25.13	4.74	6.00	7.87
江苏紫金农村商业银行股份有限公司	7.32%	93.36	0.62	0.97	1.17	0.27	0.27	0.27
徐工集团工程机械股份有限公司	5.54%	751.51	3.88	--	--	--	1.51	--
华能国际电力股份有限公司	1.65%	1,228.02	-2.65	-1.25	1.39	0.75	--	--

资料来源：公司财务报表、公开资料，中诚信国际整理

## 母公司情况

母公司资产及利润来源主要为对子公司、合联营企业和金融资产的投资及其产生的投资收益，2023 年得益于被投资企业业绩提升，母公司投资收益同比大幅增长，利润规模亦随之提升。2023 年末，受舜天集团出表影响，母公司资产总额有所下降。母公司债务以银行融资和公募债券为主，期限分布结构较为合理。2023 年以来，随着部分债券到期兑付，母公司债务规模有所下降，财务杠杆保持较低水平。偿债能力方面，母公司自我造血能力较弱，但得益于利润规模的提升，2023 年利润对债务本息的覆盖能力有所增强。此外，母公司所持金融资产可变现能力较强，亦可提供一定的流动性支持，整体偿债压力很小。

表 13：近年来母公司主要财务情况（亿元、X、%）

指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	3.38	2.05	1.53	0.32
投资收益	44.58	38.27	64.26	6.20
<b>净利润</b>	<b>51.95</b>	<b>42.56</b>	<b>52.32</b>	<b>3.17</b>
货币资金	82.92	119.81	50.33	28.01
交易性金融资产	120.18	124.83	159.27	191.42
长期股权投资	855.47	900.40	871.56	874.75
<b>资产总额</b>	<b>1,252.65</b>	<b>1,362.99</b>	<b>1,305.25</b>	<b>1,316.27</b>
短期债务	134.34	165.26	192.23	201.46
<b>总债务</b>	<b>457.52</b>	<b>470.86</b>	<b>463.00</b>	<b>462.91</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>773.74</b>	<b>871.54</b>	<b>821.13</b>	<b>824.30</b>
总资本化比率	37.16	35.08	36.06	35.96
经营活动净现金流	10.36	26.15	7.45	-0.12
投资活动净现金流	-45.33	15.30	-33.24	-23.83
其中：取得投资收益收到的现金	38.64	33.75	2.36	0.27
筹资活动净现金流	36.36	-4.56	-43.69	1.63
总债务/EBITDA	6.12	8.16	7.08	--
EBITDA 利息保障倍数	5.00	4.09	5.08	--
货币资金/短期债务	0.62	0.73	0.26	0.14

注：由于缺少数据，2024 年 1~3 月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产共计 66.41 亿元，占期末总资产的 2.97%，主要为受限的货币资金、固定资产、应收账款及使用权资产等，对公司不构成重大影响。

截至 2024 年 3 月末，公司无重大未决诉讼、仲裁及行政处罚案件及对外担保事项。

**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，2021~2024 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>8</sup>

### 假设

- 2024 年，受益于装机规模的提升以及区域用电需求的增长，公司上网电量保持上升，燃煤成本保持下降趋势，能源业务盈利持续改善。
- 2024 年，贸易业务收入受舜天集团出表影响有所下降，金融等业务稳步发展。
- 2024 年，公司在建、拟建项目如期推进，较大规模的投资支出继续推升债务规模。
- 2024 年，公司综合融资成本持续压降。

### 预测

表 14：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	43.87	44.51	42.39~46.74
总债务/EBITDA(X)	7.80	6.78	5.89~6.49

资料来源：中诚信国际

### 调整项

**ESG<sup>9</sup>表现方面**，公司注重节能环保和安全管理，并积极履行作为省属企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，2023 年以来，公司非受限货币资金储备尚可，经营获现能力大幅提升，备用流动性充足，股债融资渠道畅通，且持有金融资产优质，可提供一定流动性支持。公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资，其中公司在建及拟建项目较多，存在一定的流动性需求。但整体来看，公司资金平衡能力很强，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

### 外部支持

**公司是江苏省最大的政府投资主体和国有资本的重大战略实施平台，在产业政策、资源整合和资金方面可获得江苏省国资委强有力的支持。**

公司是江苏省唯一既具备实业投资功能又具备金融功能的省属企业，是江苏省国资委直属的江苏省最大的政府投资主体和国有资产授权经营主体，也是国有资本的重大战略实施平台。目前公司

<sup>8</sup>中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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。

<sup>9</sup> 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。

已形成了多元化的产业格局，多个板块业务在江苏省内均居行业前列，在推动江苏省战略新兴产业发展、稳步发展能源及金融等传统产业方面发挥了很大作用。跟踪期内，江苏省国资委在产业政策、资源获取以及资金等方面继续给予了公司强有力的支持。

## 跟踪债券信用分析

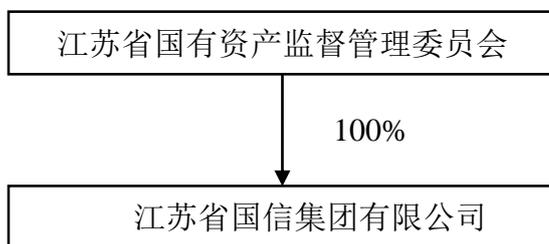
截至本报告出具日，“20 苏信 02”和“21 苏信 02”的募集资金均按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况。

“20 苏信 02”和“21 苏信 02”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。考虑到公司作为江苏省级国有资本投资运营管理集团，业务结构多元、区域规模及竞争优势显著、跟踪期内盈利和获现能力大幅提升、备用流动性充足以及股债融资渠道畅通等因素，公司信用质量持续增强。目前跟踪债券信用风险极低。

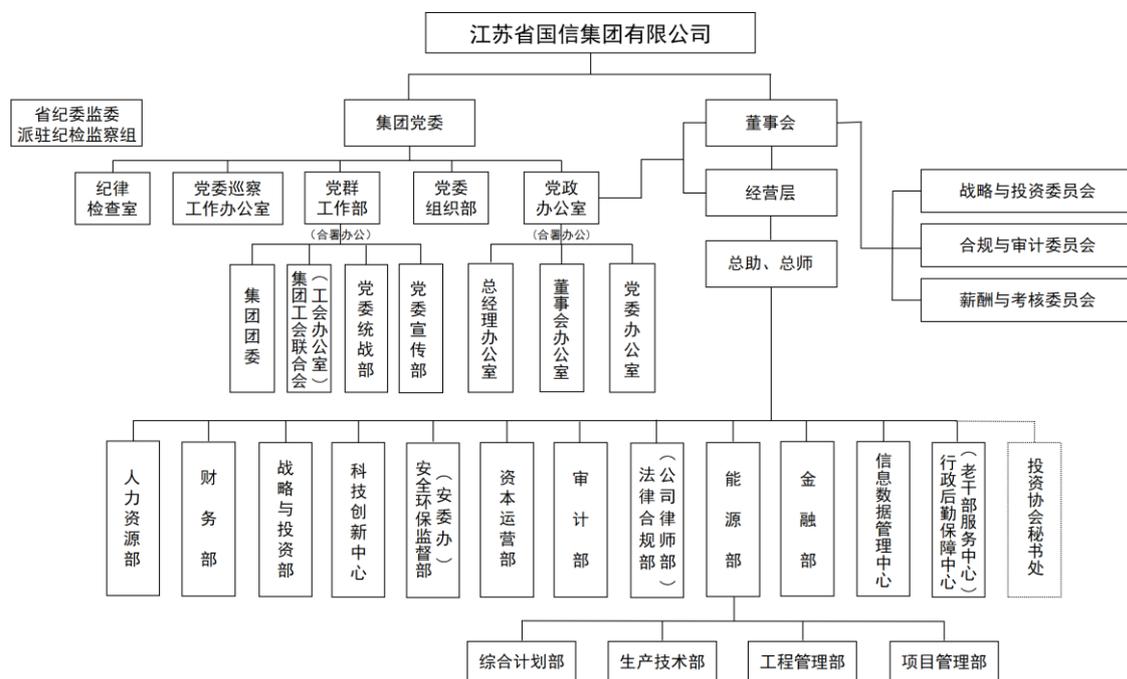
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持“20 苏信 02”和“21 苏信 02”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：江苏省国信集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



公司名称	简称	持股比例	2023 年末		2023 年	
			总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
江苏国信股份有限公司	江苏国信股份	73.82%	888.72	394.42	345.72	29.02
江苏省投资管理有限责任公司	投资管理公司	100.00%	125.83	11.24	4.55	2.67
江苏省天然气有限公司	天然气公司	51.00%	22.86	15.07	7.49	1.85
江苏省新能源开发股份有限公司	新能源股份	57.27%	164.44	73.74	19.46	5.46
江苏省国信集团财务有限公司	财务公司	73.33%	259.63	22.97	3.37	1.24
江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司	溧阳抽蓄	85.00%	56.27	18.79	14.34	1.00
江苏省医药有限公司	江苏医药	75.15%	43.10	6.18	83.08	0.82
江苏省国信信用融资担保有限公司	国信担保	70.23%	14.82	0.87	1.14	0.20



资料来源：公司提供

## 附二：江苏省国信集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	1,707,782.60	2,389,631.29	1,712,684.47	1,357,083.92
应收账款	835,919.35	846,407.52	794,448.74	855,184.55
其他应收款	76,621.41	69,141.35	120,209.98	128,078.60
存货	448,251.32	406,845.92	250,369.14	217,243.26
长期投资	8,716,253.79	9,010,985.55	9,368,566.78	9,346,523.53
固定资产	5,028,800.79	4,850,934.10	4,693,632.99	4,619,547.01
在建工程	472,430.34	695,593.53	1,143,504.26	1,285,949.51
无形资产	248,311.30	258,043.09	283,940.86	298,100.13
资产总计	21,283,911.04	22,107,288.49	22,363,976.88	22,341,347.28
其他应付款	609,893.97	687,064.14	510,156.60	525,357.97
短期债务	2,806,062.27	3,226,662.62	2,788,328.97	2,754,858.16
长期债务	5,474,656.94	5,317,410.45	6,175,684.01	6,223,309.17
总债务	8,280,719.21	8,544,073.07	8,964,012.98	8,978,167.33
净债务	6,719,668.32	6,315,572.27	7,432,174.49	7,621,083.40
负债合计	10,729,796.05	11,177,376.06	11,186,930.98	10,974,579.50
所有者权益合计	10,554,114.98	10,929,912.43	11,177,045.91	11,366,767.77
利息支出	281,003.15	321,258.11	300,142.40	--
营业总收入	6,214,205.23	5,785,984.07	5,354,678.48	1,255,585.84
经营性业务利润	-236,676.16	-139,211.11	203,215.28	93,624.55
投资收益	587,975.63	523,003.11	847,228.79	117,122.24
净利润	221,540.07	371,939.30	603,476.60	175,943.69
EBIT	547,455.93	700,047.30	939,842.26	--
EBITDA	909,668.80	1,096,033.34	1,321,755.29	--
经营活动产生的现金流量净额	-16,678.14	419,652.82	664,543.36	-9,990.01
投资活动产生的现金流量净额	-828,137.35	-46,556.22	-1,695,796.99	-232,646.95
筹资活动产生的现金流量净额	877,361.43	289,270.03	333,076.55	12,209.03
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	4.41	7.08	12.66	14.99
期间费用率(%)	7.81	9.03	8.64	8.51
EBIT 利润率(%)	8.81	12.10	17.55	--
总资产收益率(%)	2.67	3.23	4.23	--
流动比率(X)	1.21	1.20	1.26	1.34
速动比率(X)	1.12	1.12	1.21	1.29
存货周转率(X)	16.69	12.57	14.23	17.86*
应收账款周转率(X)	7.76	6.88	6.53	5.96*
资产负债率(%)	50.41	50.56	50.02	49.12
总资本化比率(%)	43.96	43.87	44.51	44.13
短期债务/总债务(%)	33.89	37.76	31.11	30.68
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.03	0.01	0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.09	0.03	0.15	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.06	1.31	2.21	--
总债务/EBITDA(X)	9.10	7.80	6.78	--
EBITDA/短期债务(X)	0.32	0.34	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.24	3.41	4.40	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.95	2.18	3.13	--
FFO/总债务(%)	0.83	1.54	4.00	--

注：2024 年一季度财务报表未经审计。

### 附三：江苏省国信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	829,162.14	1,198,126.35	503,270.81	280,061.27
其他应收款	119,651.95	119,539.95	119,875.79	120,321.33
长期投资	9,624,612.29	10,472,828.61	10,095,263.82	10,104,156.44
固定资产	18,208.26	12,280.93	11,367.71	11,103.12
在建工程	2,223.01	2,377.28	3,264.00	3,277.91
无形资产	5,828.79	6,094.32	5,019.13	4,855.33
资产总计	12,526,450.13	13,629,946.70	13,052,495.73	13,162,710.96
其他应付款	66,835.21	55,689.51	107,817.96	198,781.55
短期债务	1,343,417.26	1,652,575.00	1,922,260.00	2,014,620.00
长期债务	3,231,749.85	3,056,044.92	2,707,717.00	2,614,500.00
总债务	4,575,167.12	4,708,619.92	4,629,977.00	4,629,120.00
净债务	3,746,004.98	3,510,493.57	4,126,706.19	4,349,058.73
负债合计	4,789,016.15	4,914,520.41	4,841,222.01	4,919,704.17
所有者权益合计	7,737,433.98	8,715,426.28	8,211,273.72	8,243,006.79
利息支出	149,532.96	141,246.53	128,922.85	--
营业总收入	33,843.39	20,530.17	15,335.43	3,191.03
经营性业务利润	-94,003.62	-102,851.57	-107,047.94	-31,905.98
投资收益	445,818.58	382,681.78	642,603.47	62,000.00
净利润	519,487.96	425,628.37	523,240.04	31,733.07
EBIT	745,423.49	572,442.49	651,530.08	--
EBITDA	747,845.27	577,119.04	654,405.16	--
经营活动产生的现金流量净额	103,578.06	261,512.72	74,477.61	-1,174.21
投资活动产生的现金流量净额	-453,338.14	153,015.08	-332,394.60	-238,318.30
筹资活动产生的现金流量净额	363,618.09	-45,563.59	-436,938.56	16,327.95
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	99.48	99.13	98.78	100.00
期间费用率(%)	375.57	595.32	792.46	1,093.49
EBIT 利润率(%)	2,202.57	2,788.30	4,248.53	--
总资产收益率(%)	6.27	4.38	4.88	--
流动比率(X)	1.77	1.66	1.19	1.16
速动比率(X)	1.77	1.66	1.19	1.16
资产负债率(%)	38.23	36.06	37.09	37.38
总资本化比率(%)	37.16	35.08	36.06	35.96
短期债务/总债务(%)	29.36	35.10	41.52	43.52
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.00	0.02	-0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.01	0.07	-0.03	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.69	1.85	0.58	--
总债务/EBITDA(X)	6.12	8.16	7.08	--
EBITDA/短期债务(X)	0.56	0.35	0.34	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.00	4.09	5.08	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.99	4.05	5.05	--
FFO/总债务(%)	-2.29	2.30	-3.23	--

注：1、2024 年一季度财务报表未经审计。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
经营效率	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×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)
	现金周转天数	
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	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]143 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，影响报表使用者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

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