



# 江西省投资集团有限公司 2025 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[2025]跟踪 0428 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 11 日

|              |                                                                                                                                                                                                       |        |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| 本次跟踪发行人及评级结果 | 江西省投资集团有限公司                                                                                                                                                                                           | AAA/稳定 |
| 本次跟踪债项及评级结果  | “23 赣投 Y2”、“赣投 YK01”、“赣投 YK02”、“赣投 YK03”、“24 赣投 K1”、“赣投 YK04”、“24 赣投 K2”、“24 赣投 MTN001”、“24 赣投债 01/24 赣投 01”、“赣投 YK05”                                                                                | AAA    |
| 跟踪评级原因       | 根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。                                                                                                                                        |        |
| 评级观点         | 本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际肯定了江西省良好的外部环境，江西省投资集团有限公司（以下简称“江西投资”或“公司”）战略地位突出、持续获得有力支持，以及业务结构多元化、区域竞争力较强等因素对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司部分业务板块业绩易受行业政策及市场环境的影响，公司面临短期偿债压力及治理与管控能力仍面临考验等因素对公司经营及信用状况造成的影响。 |        |
| 评级展望         | 中诚信国际认为，江西省投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。                                                                                                                                                            |        |
| 调级因素         | <p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>公司在江西省战略地位大幅削弱，资本实力显著下降；受市场行情波动及政策变动影响，公司主要业务板块盈利能力急剧下滑，财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。</p>                                                                    |        |

## 正 面

- **良好的外部环境。**跟踪期内，江西省地区经济稳步增长，具备优越的交通和资源优势，在新型工业化为核心的发展战略下，多行业呈现良好发展势头，为公司发展带来良好的外部环境。
- **公司战略地位突出，持续获得有力支持。**公司作为江西省重点打造的国有资本投资运营平台，在省内具有突出的战略地位，公司继续获得江西省政府在资本金注入、资产注入、财政补贴等方面的重要支持，跟踪期内公司获得江西钨业控股集团有限公司（以下简称“江钨控股”）约47.02%股权无偿划入。
- **业务结构多元化，区域竞争力较强。**公司旗下拥有电力、天然气、建材、煤炭、交通等业务板块，其中，电力、天然气、路桥板块具有一定区域垄断性，建材板块在江西省内竞争力较强，同时子公司赣江控股集团有限公司（以下简称“赣江控股”）承担赣江新区的基础设施建设职能，此外，2025年并表江钨控股新增钨、稀土等有色金属开采、冶炼、加工和贸易等业务，多元化的业务结构将带动公司营业总收入增长，同时有助于增强公司的抗风险能力。

## 关 注

- **部分业务板块业绩易受行业政策及市场环境的影响。**水泥行业景气度易受宏观经济周期性波动及国家政策调控影响，利润空间亦受煤价波动影响，建材板块作为公司重要收入来源之一，其毛利率波动对公司盈利水平影响较大；受市场价格波动影响，公司煤炭板块净利润呈波动状态，且安全生产压力较大，煤炭板块整体债务负担重、经营压力较大；电力板块盈利情况亦受燃煤电价改革及煤炭保供等相关政策影响较大。
- **面临一定的短期偿债压力。**随着各业务板块的持续发展及合并范围扩大，公司对外融资需求进一步加大，财务杠杆比率有所上升并处于相对较高水平；跟踪期内，公司合并口径短期债务规模及短债占比仍偏高，货币资金不能对短期债务形成足额覆盖，公司面临一定的短期偿债压力，仍需关注到期债务偿还安排及未来债务结构调整情况。
- **治理与管控能力仍面临考验。**由于公司下属子公司及涉及业务板块众多，非核心并表子公司存在债务逾期情况，后续公司在业务整合、人员管理和战略调整等方面面临一定的挑战，治理及管控能力的提升仍面临考验。

项目负责人：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

项目组成员：张赛一 syzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

| 江西投资（合并口径）        | 2022     | 2023     | 2024     | 2025.3/2025.1~3 |
|-------------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 资产总计（亿元）          | 1,511.65 | 1,628.21 | 1,679.33 | 1,908.29        |
| 所有者权益合计（亿元）       | 467.99   | 510.96   | 527.22   | 565.38          |
| 负债合计（亿元）          | 1,043.67 | 1,117.26 | 1,152.11 | 1,342.91        |
| 总债务（亿元）           | 900.74   | 991.60   | 1,061.78 | --              |
| 营业总收入（亿元）         | 497.01   | 502.18   | 477.96   | 143.89          |
| 净利润（亿元）           | 1.95     | 4.33     | 2.95     | 2.31            |
| EBIT（亿元）          | 32.13    | 39.90    | 33.52    | --              |
| EBITDA（亿元）        | 56.33    | 68.11    | 63.07    | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 23.06    | 37.60    | 40.85    | 22.99           |
| 营业毛利率（%）          | 10.47    | 12.11    | 11.97    | 10.81           |
| 总资产收益率（%）         | 2.13     | 2.54     | 2.03     | --              |
| EBIT 利润率（%）       | 6.46     | 7.95     | 7.01     | --              |
| 资产负债率（%）          | 69.04    | 68.62    | 68.61    | 70.37           |
| 总资本化比率（%）         | 70.37    | 72.18    | 73.72    | --              |
| 总债务/EBITDA（X）     | 15.99    | 14.56    | 16.83    | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）  | 1.73     | 1.83     | 1.73     | --              |
| FFO/总债务（X）        | 0.02     | 0.02     | 0.02     | --              |
| 江西投资（母公司口径）       | 2022     | 2023     | 2024     | 2025.3/2025.1~3 |
| 资产总计（亿元）          | 372.83   | 414.29   | 543.97   | 555.73          |
| 所有者权益合计（亿元）       | 262.35   | 309.47   | 328.11   | 320.92          |
| 负债合计（亿元）          | 110.48   | 104.82   | 215.86   | 234.81          |
| 总债务（亿元）           | 171.85   | 202.18   | 314.20   | 320.05          |
| 营业总收入（亿元）         | 3.25     | 3.23     | 3.92     | 1.38            |
| 净利润（亿元）           | 3.03     | 0.89     | 1.77     | -0.08           |
| EBIT（亿元）          | 4.98     | 2.32     | 2.58     | --              |
| EBITDA（亿元）        | 5.03     | 2.38     | 2.76     | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 4.76     | -0.91    | 16.25    | -9.62           |
| 营业毛利率（%）          | 17.76    | 17.16    | 18.86    | 100.00          |
| 总资产收益率（%）         | 1.34     | 0.59     | 0.54     | --              |
| EBIT 利润率（%）       | 153.33   | 71.72    | 65.82    | --              |
| 资产负债率（%）          | 29.63    | 25.30    | 39.68    | 42.25           |
| 总资本化比率（%）         | 48.52    | 51.62    | 62.55    | 61.20           |
| 总债务/EBITDA（X）     | 34.16    | 85.01    | 113.95   | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）  | 1.21     | 0.56     | 0.55     | --              |
| FFO/总债务（X）        | -0.02    | -0.02    | -0.02    | --              |

注：1、中诚信国际根据公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年、2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告的期初数，2024 年及 2025 年一季度财务数据采用 2024 年审计报告及 2025 年一季度财务报表期末数；2、由于公司未提供 2025 年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具和少数股东权益中的带息债务；因公司 2025 年一季度财务报表无附注信息且公司未提供债务构成数据，故合并口径相关指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2024 年数据）

| 公司名称 | 所有者权益（亿元） | 总资产收益率（%） | 资产负债率（%） | 净利润（亿元） |
|------|-----------|-----------|----------|---------|
| 江西投资 | 527.22    | 2.03      | 68.61    | 2.95    |
| 广西投资 | 1,440.43  | 1.18*     | 83.28    | 44.11   |
| 陕投集团 | 916.35    | 3.53      | 68.51    | 68.81   |

中诚信国际认为，与上述行业可比对象相比，江西投资的业务板块集中度适中，但其资本实力相对较弱，财务杠杆比率处于中等水平，盈利能力偏弱。

注：广西投资为“广西投资集团有限公司”的简称，陕投集团为“陕西投资集团有限公司”的简称。上表中广西投资的总资产收益率为 2023 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

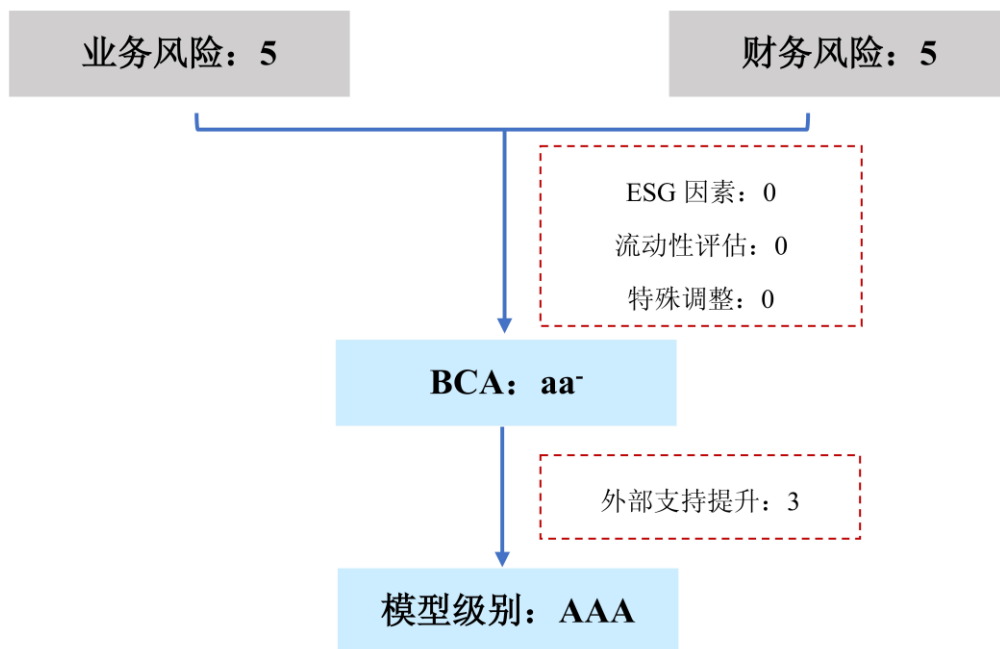
## 本次跟踪情况

| 债项简称                   | 本次债项评级结果 | 上次债项评级结果 | 上次评级有效期            | 发行金额/债项余额（亿元） | 存续期                            | 特殊条款                                 |
|------------------------|----------|----------|--------------------|---------------|--------------------------------|--------------------------------------|
| 23 赣投 Y2               | AAA      | AAA      | 2024/6/11 至本报告出具日  | 8/8           | 2023/03/06~2026/03/06<br>(3+N) | 调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回              |
| 赣投 YK01                | AAA      | AAA      | 2024/6/11 至本报告出具日  | 10/10         | 2023/09/11~2026/09/11<br>(3+N) | 持有人救济，调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回        |
| 赣投 YK02                | AAA      | AAA      | 2024/6/11 至本报告出具日  | 20/20         | 2023/11/28~2026/11/28<br>(3+N) | 持有人救济，调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回        |
| 赣投 YK03                | AAA      | AAA      | 2024/6/11 至本报告出具日  | 20/20         | 2024/4/23~2029/4/23<br>(5+N)   | 持有人救济，调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回        |
| 24 赣投 K1               | AAA      | AAA      | 2024/6/11 至本报告出具日  | 10/10         | 2024/6/21~2034/6/21            | 经营维持承诺                               |
| 赣投 YK04                | AAA      | AAA      | 2024/7/1 至本报告出具日   | 10/10         | 2024/7/12~2029/7/12<br>(5+N)   | 有条件赎回条款，延期条款，调整票面利率条款，续期选择权，经营维持承诺   |
| 24 赣投 K2               | AAA      | AAA      | 2024/7/15 至本报告出具日  | 20/20         | 2024/7/25~2034/7/25            | 调整票面利率条款，经营维持承诺，目标挂钩条款               |
| 24 赣投 MTN001           | AAA      | AAA      | 2024/8/7 至本报告出具日   | 10/10         | 2024/8/19~2034/8/19            | --                                   |
| 24 赣投债 01/<br>24 赣投 01 | AAA      | AAA      | 2024/10/10 至本报告出具日 | 20/20         | 2024/10/18~2029/10/18          | 经营维持承诺                               |
| 赣投 YK05                | AAA      | AAA      | 2025/3/26 至本报告出具日  | 28/28         | 2025/4/11~2028/4/11<br>(3+N)   | 有条件赎回条款，利息递延条款，调整票面利率条款，续期选择权，经营维持承诺 |

| 主体简称 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级有效期            |
|------|--------|--------|--------------------|
| 江西投资 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/10/10 至本报告出具日 |

## ● 评级模型

### 江西省投资集团有限公司评级模型打分(C210200\_2024\_02\_2025\_1)



#### 注：

**外部支持：**中诚信国际认为，江西省政府的支持能力很强，同时对公司的支持意愿强，主要体现在公司作为江西省重要的国有资本投资运营平台，承担了国有资本投资与运营的重要作用，形成了多元化的业务布局，同时从事的多个行业在江西省内具有一定垄断优势，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，跟踪期内在资本金注入、资产注入和财政补贴等方面获得了政府的有力支持。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论：**中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200\_2024\_02

## 宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接

[https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu\\_W9CVC0WNLnY7FvBMw](https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw)

2024 年全国电力供需总体平衡，电源建设仍延续清洁化趋势，在一揽子增量政策下，未来我国用电需求将持续提升并将保持中速增长。行业内企业凭借较好的融资及经营获现能力整体保持了可控的财务风险，其中火电企业受益于燃料价格下行及容量电价政策施行，盈利进一步修复；风电及太阳能发电企业面临消纳受限及电价下降问题，但在政策支持引导下，整体经营状况稳健。

详见《中国电力生产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11690?type=1>

2024 年下游投资对水泥需求的拉动作用持续减弱，产能去化效果不及预期，供需失衡格局加剧导致行业内企业经营业绩持续承压并降至历史低位。四季度以来，更为积极地宏观政策刺激有助于水泥需求降幅收窄，但行业景气度整体仍偏弱，供给端优化及“反内卷式”竞争执行情况仍是支撑水泥价格企稳回升、改善行业效益的关键。

详见《中国水泥行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11689?type=1>

煤炭需求增长明显放缓，但作为能源安全的“压舱石”，托底需求仍存；在前期扩产能释放以及煤炭进口量创新高的背景下，我国煤炭供给量保持增长，未来将延续宽松格局；煤炭价格整体弱势运行，短期内或将呈持续疲弱走势；煤炭企业盈利能力将继续承压，但煤炭企业经营获现及再融资能力较好，行业信用水平将保持稳定。

详见《中国煤炭行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11653?type=1>

全球天然气市场供需整体宽松，国际天然气价格走势相对平稳，进口气恢复式增长，国产气继续发挥“压舱石”作用；供需两旺叠加上下游定价政策调整支撑国内城市燃气企业盈利修复。预计 2025 年我国天然气供需双增或将带动行业景气度稳中有升，国内天然气采购价格将基本延续稳定；随着顺价政策全面落实，城市燃气企业盈利能力或将维持较好水平；行业整体财务杠杆保持稳健，较强的经营获现能力对其偿债形成支撑，整体信用水平保持稳定。

详见《中国城市燃气行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11671?type=1>

2024 年以来公路客货运规模保持增长但增速有所放缓，随着道路基础设施进一步完善，以及在扩内需、稳增长的战略下，公路运输需求整体仍有望保持增势。同时，随着国家高速公路网主线基本建成，行业投资增速明显放缓。在行业内路产到期压力及养护相关问题逐步凸显下，收费公路打破收费期限上限已成为趋势；2024 年以来相关政策的陆续出台，进一步推动了行业收费制度和养护体制改革，预计新修订《收费公路管理条例》

有望加速出台。短期来看，收费公路运营企业整体盈利能力及偿债能力小幅下滑但仍处于良好水平，财务杠杆水平整体表现相对稳健，且面临的资本支出压力相对可控，在行业需求低速增长的影响下，收费公路运营企业整体仍将维持较为稳定的信用水平。

详见《中国收费公路行业展望,2025 年1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11668?type=1>

2025 年一季度基投行业政策“控增化存”主基调依然延续，同时化债与发展再平衡已渐成共识，多政策协同发力助推基投企业转型发展；受益于“一揽子化债”政策持续落地，基投行业整体风险有所收敛，融资结构逐步调整优化，基投企业流动性边际改善，退平台和转型步伐加速；展望未来，政策主基调预计延续，动态调整增量政策或适时出台，但仍需重点关注非标置换进度及负面舆情演绎趋势。

详见《基础设施投融资行业 2025 年一季度政策回顾及展望》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11852?type=1>

## 区域环境

江西省位于中国东南部，长江中下游南岸，全省面积 16.69 万平方公里，总人口 4,518 余万，辖 11 个设区市、100 个县（市、区）。交通方面，境内高速公路里程突破 6,234 公里，出省主要通道全部高速化，京九线、浙赣线纵横贯穿全境，航空和水运便捷。江西矿产资源丰富，已查明有资源储量的矿产有九大类 139 种，在全国居前 10 位的有 81 种，有色、稀土和贵金属矿产优势明显，是亚洲超大型的铜工业基地之一，有“世界钨都”、“稀土王国”、“中国铜都”、“有色金属之乡”的美誉。产业方面，江西省大力实施以新型工业化为核心的发展战略，有色产业、电子信息、医药、汽车、航空、食品、纺织、光伏、锂电、钢铁、石化、建材等产业呈现了良好的发展势头。近年来，江西省地区生产总值（GDP）逐年保持增长。根据地区生产总值统一核算结果，2024 年江西省地区生产总值 34,202.5 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.1%。其中，第一产业增加值 2,605.1 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 13,688.6 亿元，增长 6.5%；第三产业增加值 17,908.8 亿元，增长 4.2%。全年全省固定资产投资同比增长 4.8%，增速逐月回升，高于全国平均水平 1.6 个百分点。2024 年，江西省实现一般公共预算收入 3,066.6 亿元，增长 0.2%，其中税收收入 1,956.7 亿元，下降 3.2%，税收收入占一般公共预算收入比重为 63.81%。同期，江西省一般公共预算财政平衡率为 39.84%，财政自给能力较弱。

赣江新区系 2016 年 6 月由国务院批复设立、于 2016 年 10 月正式挂牌，是中部地区第 2 个、全国第 18 个国家级新区，也是江西省唯一的国家级新区。产业发展方面，赣江新区拥有国家级南昌经济技术开发区、共青城高新技术产业园区，省级南昌临空经济区、永修云山经济开发区以及中国（南昌）中医药科创城等产业园区，形成了光电信息、生物医药、智能装备制造、新能源与新材料、有机硅和现代轻纺等优势产业集群，先进制造业产业集聚优势逐步突显。2022 年，赣江新区地区生产总值突破千亿元<sup>1</sup>，2024 年赣江新区地方财政一般公共预算收入完成 86.5 亿元，同比增长 6.7%，增幅高于全省各设区市，较上年增长 5.4 亿元；其中税收收入完成 60.9 亿元，占一般公共预算收入比重 70.4%。未来江西省将全力推动赣江新区激发活力、增强实力，为全面建设社

<sup>1</sup> 赣江新区 2023 年及 2024 年 GDP 数据未公开披露。

会主义现代化江西提供强劲支撑，赣江新区或将成为江西省高质量跨越式发展的新引擎。

综合来看，江西省区域经济发展良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

## 运营实力

中诚信国际认为，江西投资的业务风险较低。公司作为江西省重要的国有资本投资运营平台，主营业务涵盖建材、电力、天然气、煤炭、建筑施工、建设开发、钨业、交通、环保及数字产业等板块，区域战略地位突出；其中，公司电力、天然气、赣江新区建设开发、路桥板块具有一定区域垄断性，建材板块在江西省内的竞争力较强，2025 年新增并表的江钨控股为国内大型钨生产企业之一；但同时，公司电力、基建开发等板块储备项目尚需投资规模较大，公司面临着一定的资本支出压力；此外，近年子公司安源煤业下属煤矿发生多起安全事故，安全生产压力较大，亦对煤炭产销量、开采成本产生较大影响。再者，公司所涉及业务板块较多，其经营及盈利情况易受行业政策及市场环境的影响，使得公司面临着一定的行业风险，公司本部及子公司的管理及风控能力均面临一定挑战，需对此保持关注。

**电力板块方面**，公司电力板块的火电和水电业务主要通过上市子公司江西赣能股份有限公司（以下简称“赣能股份”<sup>2</sup>，000899.SZ）经营，同时公司亦委托赣能股份管理东津水电厂及国华信丰电厂项目一期（以下简称“信丰电厂”）。光伏发电业务主要由赣能股份子公司江西赣能智慧能源有限公司（以下简称“赣能智慧能源”）和江西省能源集团有限公司（以下简称“江西能源”）子公司江西新余矿业有限责任公司（以下简称“新余矿业”）经营。风力发电业务主要由新余矿业子公司江西景兴风力发电有限公司（以下简称“景兴发电”）经营。

2024 年，公司合并口径电力板块实现收入 98.06 亿元，同比小幅下滑 1.28%，仍主要来自火电业务收入；同期，公司电力板块毛利率同比增长 4.28 个百分点至 15.91%；经营业绩变动主要系丰城发电厂、信丰电厂机组本期正常商运，但受区域电力市场交易及新能源影响，公司所属火电厂发电量同比有所下降、丰城发电厂平均上网电价同比有所下降，同时燃料成本同比降低，煤电边际收益同比有所提升。电力资产方面，截至 2024 年末，公司合并口径控股在营发电机组总装机容量 586.65 万千瓦，其中火电机组装机容量 472.00 万千瓦，水电机组装机容量 16.40 万千瓦，光伏装机容量 92.60 万千瓦，垃圾发电装机容量 4.10 万千瓦，风力发电装机容量 1.00 万千瓦，煤层气装机容量 0.55 万千瓦。

表 1：截至 2024 年末公司控股在营主要电力资产情况（万千瓦）

| 类型   | 控股电力资产              | 直接持股比例  | 装机容量   |
|------|---------------------|---------|--------|
| 火电   | 赣能股份-丰城发电厂          | 37.78%  | 340.00 |
|      | 江投国华信丰发电有限责任公司-信丰电厂 | 90.00%  | 132.00 |
|      | 小计                  | --      | 472.00 |
| 水电   | 赣能股份-抱子石水电厂         | 37.78%  | 4.00   |
|      | 赣能股份-居龙潭水电厂         | 37.78%  | 6.00   |
|      | 江西东津发电有限责任公司-东津水电厂  | 100.00% | 6.40   |
|      | 小计                  | --      | 16.40  |
| 光伏发电 | 赣能股份-抱子石水电厂         | 37.78%  | 0.33   |

<sup>2</sup> 公司直接持有赣能股份 37.78% 的股份。截至 2024 年末，赣能股份资产总额为 174.02 亿元，归属于上市公司股东的净资产 57.54 亿元，负债总额为 114.78 亿元，资产负债率 65.96%。

|      |                   |           |               |
|------|-------------------|-----------|---------------|
|      | 江西赣能智慧能源有限公司      | 37.78%    | 59.71         |
|      | 江西赣能能源服务有限公司      | 28.52%    | 2.10          |
|      | 新余江能光伏电业有限公司      | 100.00%   | 5.60          |
|      | 江西景福光伏发电有限公司      | 100.00%   | 3.43          |
|      | 江西新矿英岗岭光伏发电有限公司   | 100.00%   | 0.80          |
|      | 抚州市东乡区尚宇太阳能科技有限公司 | 100.00%   | 5.00          |
|      | 景德镇江能光伏电业有限公司     | 100.00%   | 1.52          |
|      | 萍乡江能光伏电业有限公司      | 100.00%   | 2.20          |
|      | 江西荣兴光伏电力有限公司      | 100.00%   | 5.55          |
|      | 江西高晟光伏发电有限公司      | 100.00%   | 1.67          |
|      | 江西渝能永兴光伏发电有限公司    | 100.00%   | 0.44          |
|      | 威宁高利新能源有限公司       | 100.00%   | 2.14          |
|      | 江西奉宇光伏发电有限公司      | 100.00%   | 2.10          |
|      | <b>小计</b>         | <b>--</b> | <b>92.60</b>  |
| 垃圾发电 | 于都华赣环保能源有限公司      | 55.44%    | 1.20          |
|      | 兴国县华赣环境有限公司       | 44.46%    | 2.00          |
|      | 崇义华赣环保能源有限公司      | 41.25%    | 0.90          |
|      | <b>小计</b>         | <b>--</b> | <b>4.10</b>   |
| 风力发电 | 江西景兴风力发电有限公司      | 100.00%   | 1.00          |
| 煤层气  | 江西丰城源州煤层气发电有限责任公司 | 40.00%    | 0.55          |
|      | <b>合计</b>         | <b>--</b> | <b>586.65</b> |

注：1、2024 年 1 月 23 日，丰城二期发电厂（以下简称“丰电二期”）、丰城三期发电厂（以下简称“丰电三期”）完成整体合并，合并后名称为江西赣能股份有限公司丰城发电厂（以下简称“丰城发电厂”），总装机容量为 340 万千瓦；2、明细加总数与合计数不符系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

火电方面，公司合并口径 2024 年以来无新增投产的火电机组，截至 2024 年末，公司已运营的火电机组主要包括丰城发电厂（丰电二、三期合并）和信丰电厂机组。其中，丰电二期包括 2 台 70 万千瓦的燃煤发电机组，该机组是江西首批超临界燃煤发电机组。丰电三期建设 2×100 万千瓦超超临界、二次中间再热、凝汽式燃煤发电机组，计划总投资 67.90 亿元，该项目于 2016 年 11 月施工过程中发生施工平台倒塌，造成特大安全事故后停工；其后于 2020 年 4 月正式复建开工；其中#7 机组于 2022 年 7 月投产，8#机组于 2022 年 12 月投产。2024 年，丰城发电厂完成发电量同比小幅下降 2.85%至 158.57 亿千瓦时，设备小时利用数为 4,664，主要受区域电力市场交易及新能源影响。此外，信丰电厂包括 2×66 万千瓦国产高效超超临界燃煤发电机组，计划总投资 49.66 亿元，于 2020 年 3 月正式开工，其中#1 机组于 2022 年 3 月投产，#2 机组于 2022 年 6 月投产。2024 年，信丰电厂完成发电量同比小幅下降 4.24%至 60.90 亿千瓦时，设备小时利用数为 4,614.13。

平均上网电价方面，2021 年，煤电倒挂的压力下电力市场化改革进一步提速，同年 10 月，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》<sup>3</sup>，同期江西省能源局发布《关于进一步做好近期电力市场化交易工作的通知》，使得市场化交易电量规模提升及燃煤电价上浮比例调整。2024 年，丰城发电厂的平均含税上网电价为 0.4940 元/千瓦时，信丰电厂的平均含税

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

上网电价为 0.5041 元/千瓦时。

表 2：近年来赣能股份火电业务运营指标

| 指标               | 2022   |        | 2023   | 2024   |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
|                  | 丰电二期   | 丰电三期   | 丰城发电厂  | 丰城发电厂  |
| 装机容量（万千瓦）        | 140    | 200    | 340    | 340    |
| 发电量（亿千瓦时）        | 60.89  | 34.54  | 163.23 | 158.57 |
| 上网电量（亿千瓦时）       | 57.84  | 32.62  | 155.27 | 150.74 |
| 平均上网电价（元/千瓦时，含税） | 0.5009 | 0.4769 | 0.4994 | 0.4940 |
| 供电标准煤耗（克/千瓦时）    | 303.89 | 294.57 | 299.36 | 297.11 |
| 设备利用小时数          | 4,349  | 2,570  | 4,801  | 4,664  |

注：1、丰电三期两台机组分别于 2022 年 7 月 20 日、2022 年 12 月 16 日正式投入商业运行；2、2023 年和 2024 年丰城发电厂运营数据系丰城二期发电厂、三期发电厂合并数据；3、上网电价为含税价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：近年来信丰电厂火电业务运营指标

| 指标               | 2022     | 2023     | 2024     |
|------------------|----------|----------|----------|
| 装机容量（万千瓦）        | 132      | 132      | 132      |
| 发电量（亿千瓦时）        | 43.91    | 63.60    | 60.90    |
| 上网电量（亿千瓦时）       | 41.91    | 60.77    | 58.16    |
| 平均上网电价（元/千瓦时，含税） | 0.4994   | 0.5024   | 0.5041   |
| 供电标准煤耗（克/千瓦时）    | 288.97   | 292.50   | 295.96   |
| 设备利用小时数          | 3,326.59 | 4,818.28 | 4,614.13 |

注：上网电价为含税价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司火电业务主要成本为煤炭采购。受正常商运的火电机组拉动作用，2024 年公司采购原煤数量同比增加 31.79%至 885.45 吨，但受国内煤炭需求变化影响，当期煤炭价格持续下行，公司原煤平均采购成本同比有所回落。由于公司无煤炭资源储备、且江西省内煤炭产量较低，公司煤炭主要依靠外省采购，采购方式主要分为年度长协采购和现货市场采购，采取“长协为主，市场为辅”采购策略，加强燃料成本管控、提高长协兑现率。公司与多家煤炭供应商保持良好稳定的合作关系，主要供应商包括国能销售集团有限公司华中分公司、中煤华中能源有限公司和江西陕赣煤炭销售有限公司；2024 年，丰城发电厂长协年兑现率为 83.95%，信丰电厂长协年兑现率为 85.85%。仍需持续关注后续燃煤电价改革及煤炭保供政策的出台将对燃煤发电企业盈利情况的影响。

表 4：近年来公司煤炭采购情况（吨、元/吨）

| 指标   | 2022   | 2023   | 2024   |
|------|--------|--------|--------|
| 原煤结算 | 590.91 | 671.87 | 885.45 |
| 结算单价 | 885.68 | 878.54 | 828.29 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水电业务方面，公司合并口径 2024 年无新增投产的水电机组，2024 年公司水电发电量及上网电量分别为 4.71 亿千瓦时和 4.64 亿千瓦时，同比增长均约 42%，主要系当期降雨量增加所致。水电电价方面，截至 2024 年末，居龙潭水电厂电价为 0.4056 元/千瓦时，抱子石水电厂电价为 0.4056 元/千瓦时，东津电厂电价为 0.5119 元/千瓦时，3 座水电厂电价同比基本持平。

表 5：近年来公司水电业务运营指标

| 指标         | 2022  | 2023  | 2024  |
|------------|-------|-------|-------|
| 装机容量（万千瓦）  | 16.40 | 16.40 | 16.40 |
| 发电量（亿千瓦时）  | 4.13  | 3.32  | 4.71  |
| 上网电量（亿千瓦时） | 4.06  | 3.26  | 4.64  |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

光伏发电业务方面，截至 2024 年末，公司合并口径已投产的光伏机组装机总容量约 92.60 万千瓦，较 2023 年末新增投产约 37.58 万千瓦；2024 年公司合并口径光伏发电量约为 7.16 亿千瓦时，保持较快增长。垃圾发电业务方面，公司合并口径 2024 年无新增垃圾发电机组，目前垃圾发电机组装机容量为 4.10 万千瓦，2024 年公司垃圾发电量为 2.21 亿千瓦时，同比增长约 11%。风力发电业务方面，公司合并口径 2024 年无新增风力发电机组，目前 3 台风力发电机组装机容量为 1.00 万千瓦，2024 年公司风力发电量为 1,475 万千瓦时，同比增长约 16%。

在建及拟建电力项目方面，赣能股份在建江西赣能上高 2×100 万千瓦清洁煤电项目，项目动态总投资约 79.55 亿元，截至 2024 年末已投资 22.43 亿元。根据 2024 年 3 月 22 日赣能股份发布的《江西赣能股份有限公司关于转让控股子公司江西赣能上高发电有限公司 39%股权的公告》，赣能股份拟以 0 元协议转让所持江西赣能上高发电有限公司（以下简称“上高发电公司”）39%未实缴出资对应的股权至陕煤电力集团有限公司（以下简称“陕煤电力”），其股东出资义务将由陕煤电力继续履行。股权转让完成后，赣能股份持有上高发电公司股权由 90%下降至 51%，仍为上高发电公司控股股东，不涉及赣能股份合并报表范围变化。同时，江西投资与中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司按照 50:50 的持股比例成立合资公司，推进江西省赣县抽水蓄能电站前期工作，该电站总投资 75 亿元，装机规模为 4×30 万千瓦；2024 年 3 月，赣能股份以自有资金协议收购控股股东江西投资所持江西峰山抽水蓄能有限公司（以下简称“峰山抽蓄”）50%股权，股权转让价格 7,596.17 万元，交易完成后，峰山抽蓄纳入赣能股份合并报表范围；截至 2024 年末该项目已投资 5.33 亿元。另外，截至 2024 年末，赣能股份子公司赣能智慧能源在建光伏项目 1 个，总装机容量为 6 万千瓦，计划总投资 5 亿元，同期末已投资 3.48 亿元。

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

**天然气板块方面**，公司天然气业务包括管网建设、天然气管输、天然气销售等，主要由子公司江西省天然气集团有限公司（以下简称“天然气集团”）经营。其中，天然气集团下属子公司江西省天然气管道有限公司（以下简称“天然气管道公司”<sup>4</sup>）主要负责建设江西省天然气管网一期工程的投资、建设和运营；下属子公司江西省投资燃气有限公司（以下简称“省投燃气公司”）、江西天然气能源投资有限公司主要负责城市燃气销售、燃气终端的安装、施工及维修等业务；江西省天然气集团有限公司管道分公司（以下简称“管道分公司”）以及天然气集团与国家石油天然气管网集团有限公司合资成立的合营公司江西省天然气投资有限公司主要负责投资建设江西省天然气管网二期工程。

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

江西省天然气管网工程是天然气集团投资建设的省重点建设项目，建设内容包括建设省级天然气管网 3,400 余公里，配套场站、阀室、CNG 加气母站若干。其中，省天然气管网一期工程规划建设环鄱阳湖主干线一条，都昌，余干等支线若干条，规划建设天然气管网约 1,600 公里；省天然气管网二期承接西二线，西三线气源，并依托西二线、西三线场站阀室建设，规划建设天然气管网约 1,800 公里，一期和二期工程均配套建设场站、阀室、CNG 加气母站若干。该项目总投资额为 134 亿元，建设周期为 2009 年 1 月至 2022 年 12 月。截至 2024 年末，该项目累计完成投资约 133.69 亿元，已完成环鄱阳湖主管网、井冈山支线等多条管线建设，累计建成约 3,182 公里，其中，县县通规划建设里程 3,177 公里已全部完成，投运 3,099 公里，建设天然气输气场站 95 座，管网通达全省 11 个设区市中心城区，并在 99 个县（市，区）实现天然气管输，其中南昌、九江、新余等地实现了“双气源”供应，同时在南昌、九江、赣州等地建设 CNG 加气母站 8 座。此外，天然气集团建成 1 座 2 万立水立方、2 座 2.5 万立水立方 LNG（共 4,200 万标方）储罐，气化反输能力达 240 万方/天。

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

城市燃气价格按天然气城市门站价格加上城市输配价格向终端用户收取天然气销售款，其中城市门站价格包括天然气出厂价<sup>5</sup>、省内管输费<sup>6</sup>和天然气购销差价，城市输配价格则由各市、县物价局制定；2024 年以来，燃气价格小幅下行。2024 年，天然气销量同比小幅增长 1.22%至 23.50 亿立方米，公司天然气板块实现收入同比小幅增长 2.16%至 81.51 亿元；由于新投产通气的部分县县通管道处于培育前期，资产折旧成本大和利息支出费用化较多等原因导致毛利率水平同比下滑。

表 6：近年来公司天然气业务运营指标（万立方米、万元）

| 指标                             | 2022           | 2023           | 2024           |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>销售量</b>                     | <b>209,520</b> | <b>232,149</b> | <b>234,975</b> |
| <b>1、通过子公司省投燃气公司等销售给终端用户</b>   | <b>48,688</b>  | <b>53,832</b>  | <b>50,217</b>  |
| 其中：住宅用户                        | 3,869          | 4,089          | 5,149          |
| 工商业用户                          | 44,819         | 49,743         | 45,068         |
| 平均单价（不含税、元/立方米）                | 3.41           | 3.63           | 3.53           |
| <b>销售收入</b>                    | <b>166,026</b> | <b>195,490</b> | <b>177,286</b> |
| <b>2、通过天然气销售公司销售给下游城市燃气运营商</b> | <b>160,832</b> | <b>178,317</b> | <b>184,758</b> |

<sup>5</sup> 2019 年 4 月 1 日起，因国家统一调整增值税率，天然气出厂价调整为 1.82 元/立方米，不含税价格为每立方米 1.6697 元。

<sup>6</sup> 2020 年 3 月 1 日起调整为 0.18 元/立方米。

|                 |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 平均单价（不含税、元/立方米） | 2.98    | 3.07    | 3.02    |
| 销售收入            | 479,279 | 547,465 | 558,547 |

注：上表所列销售价格均为含管输费价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**建材板块方面**，公司建材业务运营主体为江西省建材集团有限公司（以下简称“江西建材”），其中水泥相关业务由江西建材通过江西水泥有限责任公司（以下简称“江西水泥”）控股的江西万年青水泥股份有限公司（以下简称“万年青”，000789.SZ）负责经营，万年青系江西省水泥龙头企业，水泥产能在江西省内位居前三，具有相对突出的区域规模优势。截至 2025 年 3 月末，江西水泥持有万年青的股权比例为 44.44%。

2024 年以来，万年青的水泥及熟料产能规模保持稳定，商砼产能有所增长。截至 2024 年末，万年青共拥有 11 条熟料生产线、61 条商砼生产线及 32 台水泥磨机，拥有熟料产能 1,375 万吨/年，水泥产能 2,600 万吨/年、水泥产能利用率超过 65%，商砼产能 2,425 万立方米/年。

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

| 产能    | 2022     | 2023     | 2024     |
|-------|----------|----------|----------|
| 水泥    | 2,600    | 2,600    | 2,600    |
| 熟料    | 1,375    | 1,375    | 1,375    |
| 商砼    | 2,205    | 2,365    | 2,425    |
| 产量    | 2022     | 2023     | 2024     |
| 水泥    | 2,124.78 | 2,133.45 | 1,697.04 |
| 熟料    | 1,596.98 | 1,550.48 | 1,262.72 |
| 商砼    | 607.24   | 632.10   | 471.33   |
| 产能利用率 | 2022     | 2023     | 2024     |
| 水泥    | 81.72    | 82.06    | 65.27    |
| 熟料    | 116.14   | 112.76   | 91.83    |
| 商砼    | 27.54    | 26.73    | 19.44    |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“万年青”牌水泥在江西省内竞争实力较强，2024 年其市场占有率保持在 25%以上，位居省内第一。主要销售区域为江西市场，辐射福建、浙江、广东、湖北等周边省份。万年青产品销售是直销和经销（或代销）相结合的模式，水泥产品以经销为主、直销为辅，商砼产品以直销为主、代销为辅。对大型重点工程，如高速公路、铁路等国家大型项目，万年青采取直销的销售模式；对于民用市场、中小型工程，由于量少点多，万年青采取经销商的销售模式，以提升保供和售后服务。结算模式方面，水泥产品销售以现款现货为主；商砼产品下游客户以大型建筑企业为主，结算模式为月结 70%，剩余 30%竣工后半年到一年内付清。受行业竞争影响，商砼业务账期有所拉长，万年青整体收款情况好于江西省内其他企业，但仍需关注商砼业务发展对万年青资金占用情况。

万年青所属行业的周期性、季节性及区域性特征较为明显。跟踪期内，受固定资产投资增速减缓、房地产市场低迷影响，水泥市场需求下降，水泥行业来到下行周期，万年青产品的产量、销量整体有所下滑，产能利用率随之下降。万年青的熟料主要自供，对外销售很少。售价方面，由于激烈的市场竞争和原材料价格传导效应，2024 年水泥和商砼的销售均价降幅分别约 22 元/吨、56 元/

吨，整体水泥和商砼的市场价格仍在低位徘徊，未来价格修复情况仍需关注。

2024 年，万年青的主要原材料和能源价格均有一定下滑，带动生产成本下降。其中，万年青所用石灰石全部由自有矿山开采所得，开采费用相对较低，对经营业绩影响较小。煤炭及电力成本占水泥生产成本超 60%，是影响水泥企业盈利情况的重要因素；万年青使用的煤炭以外购烟煤为主，万年青与多家煤炭供应商签订长期合作协议，煤炭直供量占比超过 80%；电力方面，万年青电力供应分为外购及自发电两部分，其中外购电是由国家电网统一输送，自发电是利用万年青各生产线配套的余热发电系统以及光伏发电系统。万年青已投运的余热发电机组共 10 套，余热发电装机容量 80.30MW，利用余热发电可满足窑系统用电量需求的 50%左右。万年青光伏发电项目装机容量 26.5MW，2024 年光伏发电 1,851 万度，折合节约标煤 1.54 万吨，使用替代燃料 1.8 万吨，折合节约标煤 1.2 万吨。

表 8：近年来万年青主要产品销售情况（万吨、万立方米、元/吨、元/立方米）

| 销量   | 2022     | 2023     | 2024     |
|------|----------|----------|----------|
| 水泥   | 2,117.66 | 2,136.89 | 1,669.91 |
| 熟料   | 10.45    | 10.60    | 202.07   |
| 商砼   | 609.86   | 635.86   | 471.76   |
| 销售价格 | 2022     | 2023     | 2024     |
| 水泥   | 314.92   | 263.27   | 241.27   |
| 熟料   | 268.99   | 252.47   | 203.19   |
| 商砼   | 433.33   | 380.26   | 323.81   |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**煤炭板块方面**，公司煤炭板块主要由上市公司安源煤业集团股份有限公司（以下简称“安源煤业”，600397.SH）及江西能源下属煤炭企业等经营。公司煤炭品种主要包括主焦煤、1/3 焦煤、无烟煤、贫瘦煤、烟煤等，主要煤炭产品有冶炼精煤、洗动力煤、混煤、筛混煤、洗末煤、块煤等。截至 2024 年末，公司主要矿井可采储量为 1.23 亿吨，其中焦煤 0.53 亿吨、1/3 焦煤 0.11 亿吨、贫瘦煤 0.12 亿吨、无烟煤 0.47 亿吨，剩余可采年限较长，但开采条件较差。2024 年退出矿井方面，安源煤业将持有的江西煤业有限责任公司尚庄煤矿 100%股权、江西能源子公司将持有的江西新鸣煤业有限责任公司（以下简称“新鸣煤业”）100%股权、江西能源子公司持有的江西花鼓山煤业有限公司（以下简称“花鼓山煤业”）47.60%股权转让至江西省国兴资产管理有限公司（以下简称“国兴公司”），尚庄煤矿、新鸣煤矿、花鼓山煤矿随之出表。

表 9：截至 2024 年末公司主要生产矿井情况（万吨、万吨/年、年）

| 矿井名称   | 资源储量      | 可采储量     | 核定产能 | 煤炭品种   | 剩余开采年限 |
|--------|-----------|----------|------|--------|--------|
| 安源煤矿   | 2,369.81  | 1,124.69 | 78   | 1/3 焦煤 | 10.7   |
| 曲江煤矿   | 7,506.32  | 5,281.74 | 60   | 焦煤     | 63.2   |
| 山西煤矿   | 1,036.74  | 466.52   | 33   | 贫瘦煤    | 10.2   |
| 流舍煤矿   | 1,580.83  | 713.4    | 30   | 贫瘦煤    | 17.2   |
| 江西省内小计 | 12,493.70 | 7,586.35 | 201  | --     | --     |
| 群力煤矿   | 4,440.61  | 2,932.3  | 60   | 无烟煤    | 35.3   |
| 大林煤矿   | 2,984.24  | 1,738.36 | 45   | 无烟煤    | 27.6   |
| 贵州小计   | 7,424.85  | 4,670.66 | 105  | --     | --     |

|        |           |           |     |    |    |
|--------|-----------|-----------|-----|----|----|
| 生产矿井合计 | 19,918.55 | 12,257.01 | 306 | -- | -- |
|--------|-----------|-----------|-----|----|----|

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年，公司原煤产量与 2023 年基本持平，同期煤炭入洗量及入洗率同比有所上升。生产成本方面，公司煤矿开采条件较差，相关的固定成本支出保持在较高水平，2024 年吨煤成本同比大幅增长，对盈利造成较大不利影响。煤炭销售方面，2024 年商品煤销量为 185.12 万吨，同比略有下滑；受煤炭市场价格下行影响，当期公司商品煤销售均价大幅下降至 754.46 元/吨。

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

表 10：近年来公司煤炭生产及销售情况（万吨、%、元/吨）

| 煤炭生产     | 2022   | 2023   | 2024   |
|----------|--------|--------|--------|
| 原煤产量     | 232.17 | 231.11 | 235.06 |
| 其中：入洗量   | 94.70  | 112.57 | 139.72 |
| 入洗率      | 40.79  | 48.71  | 59.44  |
| 商品煤产量合计  | 196.51 | 186.79 | 186.88 |
| 其中：未入洗原煤 | 127.29 | 95.02  | 101.60 |
| 洗煤       | 69.22  | 91.77  | 85.28  |
| 吨煤生产成本   | 582.44 | 574.81 | 660.51 |
| 煤炭销售     | 2022   | 2023   | 2024   |
| 商品煤销量    | 194.75 | 188.44 | 185.12 |
| 商品煤销售均价  | 902.54 | 871.63 | 754.46 |

注：入洗量指经过洗选的煤炭量，入洗率指一定时期内经过洗选的煤炭量与原煤总产量的比值。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

焦炭业务方面，公司的焦炭业务由子公司丰城新高焦化有限公司（以下简称“丰城新高”）负责运营。截至 2024 年末，丰城新高焦炭产能仍为 110 万吨/年。2024 年，受益焦炭市场行情周期性好转，产能利用率的提升，丰城新高的焦炭产销量同比均有所增长，但由于焦煤价格仍处于倒挂情况，焦炭业务仍为亏损状态。

表 11：近年来焦炭生产销售情况（万吨、元/吨）

| 指标     | 2022     | 2023     | 2024     |
|--------|----------|----------|----------|
| 焦炭产量   | 70.13    | 69.70    | 82.33    |
| 焦炭销量   | 70.58    | 69.68    | 82.02    |
| 焦炭生产成本 | 3,183.87 | 2,602.42 | 2,238.48 |
| 焦炭销售价格 | 2,905.91 | 2,294.10 | 1,962.35 |

注：焦炭销量统计了外购焦炭的数量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，根据 2025 年 4 月 3 日安源煤业发布的《关于国有股份无偿划转完成过户登记的公告》，2024 年 12 月 25 日，安源煤业收到控股股东江西能源出具的《关于拟将持有安源煤业全部股份无偿划转至江钨控股的通知》，江西能源拟将所持有的全部 389,486,090 股安源煤业股份（占安源煤业总股本的 39.34%）无偿划转至江钨控股。本次股份无偿划转完成后，安源煤业控股股东将由江

西能源变更为江钨控股，间接控股股东未发生变更、仍为江西投资，安源煤业实际控制人未发生变更、仍为江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）。2025 年 4 月 2 日，安源煤业上述股份无偿划转已在中国证券登记结算有限责任公司完成过户登记手续。同时，根据 2025 年 4 月 3 日安源煤业发布的《关于筹划重大资产置换暨关联交易的提示性公告》，安源煤业于 2025 年 4 月 2 日收到控股股东江钨控股出具的《告知函》，江钨控股拟将控股子公司江西江钨控股发展有限公司持有的赣州金环磁选科技装备股份有限公司（以下简称“金环磁选”）57.00% 股份与安源煤业所持有的煤炭业务相关资产及负债进行置换，拟置入资产与拟置出资产交易价格的差额由一方另以现金等方式补足。本次资产置换涉及的安源煤业拟置出资产范围尚需交易双方进一步确定。本次交易尚处于筹划阶段，具体交易标的资产范围、交易价格等要素均未最终确定，安源煤业尚未与交易对方就本次交易签署任何协议，交易方案仍需进一步论证和沟通协商，并需按照相关法律、法规及公司章程的规定履行必要的决策和审批程序，存在未能通过该等决策、审批程序的风险。中诚信国际将持续关注上述事项的进展情况。

**钨及业务板块方面**，公司于 2025 年并表江钨控股，新增钨、稀土、钽铌锂等稀有金属开采、冶炼、加工、贸易等业务。2024 年 12 月，公司发布《江西省投资集团有限公司关于企业本部重大资产重组的公告》和《江西省投资集团有限公司关于江西钨业控股集团有限公司股权无偿划入的公告》称，根据江西省国资委下发的《关于无偿划转江西钨业控股集团有限公司国有股权有关事项的通知》（赣国资产权字[2024]60 号），为优化资源配置，支持企业实现高质量发展，江西省国资委将其持有的江钨控股 47.0163% 国有股权无偿划转给江西投资；2025 年 3 月 6 日，上述股权划转事项已完成工商变更登记，江钨控股的控股股东由江西省国资委变更为江西投资，合并基准日为 2025 年 1 月 1 日。整体来看，江钨控股约 47.02% 股权的无偿划入，进一步夯实了公司的资本实力，有助于增强公司的抗风险能力。

江钨控股系国内大型钨生产企业之一，在钨以及部分有色金属领域形成了集采选、冶炼、加工和贸易为一体的完整产业链，在钨精矿、仲钨酸铵、氧化钨、钨粉及钽铌等产品产能规模位居国内行业前列，主要产品包括仲钨酸铵、氧化钨、钨粉、碳化钨、钨铁、硬质合金、硬面材料、稀土化合物及稀土深加工产品、钽铌产品、锂云母精矿以及钴镍氧化物等产品。2024 年，江钨控股拥有钨精矿国家指令性计划配额 12,901 吨，占全国和全省的比重分别为 11.32%、32%。江钨控股现有 5 处在产钨矿山，2024 年自产钨精矿 7,805 吨；江钨控股下属钨冶炼企业合计拥有年生产能力主要包括钨粉 10,000 吨、碳化钨粉 8,000 吨、氧化钨 26,000 吨、偏钨 5,000 吨、偏钨酸铵 3,300 吨、仲钨酸铵 16,000 吨、钨铁 5,000 吨等；江钨控股下属钨加工企业合计拥有年生产能力主要包括硬质合金数控涂层刀片 2,000 万片、2,500 吨高端硬质合金及 2,000 万片高性能数控涂层刀片等。截至 2024 年末，江钨控股（合并）资产总额 187.88 亿元，所有者权益为 59.15 亿元，资产负债率为 68.52%；2024 年实现营业总收入 230.99 亿元，利润总额 2.08 亿元。

**建设开发板块方面**，公司子公司赣江控股系赣江新区内最重要的基础设施建设主体，主要从事赣江新区内的基础设施建设业务，同时还从事商品贸易、商品房销售、物业租赁、市政管养、劳务服务和股权投资等业务。2022 年 10 月，公司将其原一级子公司江西省江投路桥投资有限公司等

4 家路桥公司股权无偿划入赣江控股<sup>7</sup>；2024 年 12 月，公司将中鼎国际 100%股权由江西能源无偿划入赣江控股，并已于同月 27 日完成工商变更；划转后赣江控股的资产规模、资本实力有所充实，新增收费公路运营业务，且建筑工程收入大幅增长。依据公司将赣江控股纳入合并报表范围的口径<sup>8</sup>，截至 2024 年末，赣江控股注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 40.02 亿元，其中 2024 年公司向赣江控股增资 7.00 亿元，期末持有赣江控股 95.64%的股权<sup>9</sup>。同期末，赣江控股总资产为 680.63 亿元，所有者权益合计为 165.86 亿元，资产负债率为 75.63%；2024 年，赣江控股实现营业收入 85.75 亿元，净利润 0.60 亿元。

赣江控股基础设施建设业务主要由子公司赣江新区城市建设实业有限公司（以下简称“城建实业”）、江西赣江中医药科创城建设投资集团有限公司（以下简称“中医药科创投”）和赣江新区儒乐湖建设投资有限公司（以下简称“儒乐湖建投”）负责，其中城建实业基础设施建设业务覆盖赣江新区直管区，中医药科创投主要负责中医药科创城片区的基础设施建设、儒乐湖建投主要负责儒乐湖新城片区的基础建设。赣江控股主要采取委托代建和自营自建两种业务模式，对于代建项目，赣江控股仅部分项目签署了代建协议，其中九银金融大厦的代建协议为城建实业子公司赣江新区创新产业投资有限公司与九江银行签署，其他代建协议主要为城建实业及其子公司与赣江新区新祺周管理处（中医药科创城管委会）<sup>10</sup>、赣江新区管委会、赣江新区社会发展局等签署；中医药科创投根据中医药科创城管委会会议纪要要求开展项目建设及管理，截至 2024 年末，尚未签订代建协议。项目结算方式根据资金来源分为两种，对于政府专项债支持的项目，子公司城建实业和中医药科创城按照项目投资概算总额的一定比例向委托方收取委托代建费，并根据项目进度确认收入，毛利率水平较高；对于资金来源于政府一般债、政府财政资金或赣江控股自筹的项目，政府以成本加成方式与赣江控股进行结算，赣江控股根据项目进度将项目成本与委托代建费之和确认为收入，计入“建筑工程收入”，并结转成本。

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

2024 年，赣江控股实现项目代建收入 10.03 亿元，同比下降约 44.50%，主要受项目结算和回款受委托方资金安排影响。截至 2024 年末，赣江控股主要在建代建项目总投资 109.50 亿元，尚需投资 81.60 亿元；在建自营项目总投资 182.20 亿元，尚需投资 109.10 亿元。同期末，赣江控股拟建

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

<sup>8</sup> 此财务数据口径，未包含南昌金开集团有限公司、南昌临空经济区城市建设投资开发集团有限公司、共青城财政管理投资有限公司及永修县城市建设投资开发有限公司四个组团的平台公司。

<sup>9</sup> 数据来源为江西投资 2024 年审计报告-子公司情况。

<sup>10</sup> 2020 年 1 月份更名为中医药科创城管委会。

项目计划总投资约 42.19 亿元<sup>11</sup>。整体来看，赣江控股在建及拟建项目储备较为充足，存在较大的资本支出压力，同时赣江控股自营项目投资回收期较长且投入规模较大，需关注项目建成后的经营及收益实现情况。

中鼎国际负责运营建筑施工业务，拥有矿山工程施工总承包特级资质、建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级等资质以及商务部批准的对外承包工程经营资格，国家援外成套项目 A 级资质，是中国对外承包工程商会的理事单位。2022~2024 年，中鼎国际的项目合同总额分别为 293.04 亿元、271.53 亿元及 318.21 亿元，国内合同总额分别为 208.04 亿元、227.83 亿元及 270.31 亿元，国外合同总额分别为 85.00 亿元、43.70 亿元及 47.90 亿元；总体来看，建筑施工板块业务运营较为稳定，项目储备较为充足。

此外，赣江控股的商品贸易业务主要由子公司江西赣控经贸有限公司（原名江西鼎全贸易有限公司，以下简称“赣控经贸”）等负责，主要销售钢材、有色金属等建材。销售对象主要为赣江控股及其子公司的项目施工方。赣控经贸先与客户签订商品销售合同，根据客户需求选择供应商并签订商品采购合同，采用先款后货的采购模式；随后赣控经贸与客户约定仓库交割，商品交付前的仓储费、过户费等仓储类费用由赣控经贸承担，商品由客户自提，客户另有要求的，赣控经贸可代办托运，费用由客户承担。客户收到商品验收合格后，一般需在 1 个月内向赣控经贸付清全部货款，付款方式以电汇为主。2024 年，赣江控股实现商品销售收入 9.77 亿元，同比大幅减少约 42%，主要系赣江控股为降低贸易风险，对贸易产品结构进行优化所致。

**收费公路运营方面**，2024 年以来，公司并表范围内无新增通车路产，截至 2024 年末公司控股高速公路运营里程合计 240.58 公里，均为经营性高速公路，仍为“三路两桥”的交通板块架构，其中“三路”包括一条国家级高速公路-瑞寻高速公路、一条地方加密线-康大高速和资溪花山界（赣闽界）至里木高速公路（以下简称“资溪高速”），“两桥”分别是九江二桥和九江一桥。同期末，公司暂无在建及拟建公路项目。

2024 年，公司控股路产的车流量保持增长，当期实现通行费收入 13.08 亿元，同比增长约 6%。养护方面，2024 年公司公路养护支出合计 6,899.19 万元，较上年大幅增长约 48%，主要系随着使用年限的增加，高速公路的磨损程度相应增加，公司在大中修及专项方面的支出呈逐年上升趋势。

表 12：近年来公司控股路产运营情况（万车次、亿元）

| 路段名称 | 2022     |       | 2023     |       | 2024     |       |
|------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|
|      | 车流量      | 收入    | 车流量      | 收入    | 车流量      | 收入    |
| 康大高速 | 690.72   | 2.83  | 810.21   | 3.00  | 878.25   | 3.14  |
| 瑞寻高速 | 511.79   | 2.59  | 663.12   | 3.08  | 703.24   | 3.70  |
| 九江二桥 | 760.81   | 3.55  | 880.11   | 3.88  | 847.17   | 3.62  |
| 九江一桥 | 801.2    | 1.46  | 983.07   | 1.74  | 1,031.74 | 1.92  |
| 资溪高速 | 264.79   | 0.65  | 316.25   | 0.69  | 329.41   | 0.70  |
| 合计   | 3,029.31 | 11.08 | 3,652.76 | 12.39 | 3,789.81 | 13.08 |

注：此通行费收入为公路征费口径通行费收入汇总数据，与财务报表中的通行费收入存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

<sup>11</sup> 赣江控股按照备案项目的总投资统计提供项目总投资数据。

**其他业务方面**，公司其他业务板块主要包括环保板块、大数据、成品油、房地产开发等。

其中，数字板块主要由省级数字产业平台江西省数字产业集团有限公司（以下简称“数字产业集团”）负责，其采取自主运营及全面合作两种模式，搭建数字产业发展和投资平台、数字技术应用和运营平台，数字科学研究和合作平台，打造数字经济“江西名片”。目前，智慧城市、数字乡村、机器视觉、智慧医疗、智慧教育、云计算等应用产品已全面进入市场。

环保板块是公司未来重点发展的业务领域之一，主要涉及领域包括城乡环卫、垃圾焚烧发电、水环境治理、土壤修复、固废处置、生态循环农业、环保设备制造、环境咨询服务等方面，目前仍处于项目拓展布局阶段。2024 年，公司环保板块实现营业收入 10.22 亿元，同比增长 13.23%，主要系多个生活垃圾焚烧发电项目、污水处理厂等陆续投产运营所致。此外，根据公司于 2024 年 11 月 21 日发布的《江西省投资集团有限公司关于子公司债务逾期事项的公告》及 2025 年 1 月 27 日发布的《江西省投资集团有限公司关于子公司债务逾期事项进展的公告》，公司环保板块运营主体之一的下属子公司江西华赣瑞林稀贵金属科技有限公司（以下简称“瑞林稀贵”）因外部市场环境发生变化，企业连年亏损，资不抵债，资金不足，未能如期偿还九江银行股份有限公司丰城支行债务 10,534.75 万元，已发生逾期。瑞林稀贵已向法院提交了破产申请，江西省丰城市人民法院于 2025 年 1 月 23 日正式受理瑞林稀贵的破产清算申请。中诚信国际将持续关注瑞林稀贵破产进展及上述逾期债务清偿情况。

成品油业务方面，公司石油贸易以石油批发为主，兼营加油站等零售业务。在石油批发业务方面主要采取外采外销模式，天然气集团全资子公司江西省江投能源供应链有限公司作为中石油和中石化的中间商，向中石油采购油品，通过自营加油站及油库批发销售，从中赚取价差。结算方式为按月结算，以全额预付货款为主、少数货到付款。此外，公司持续深化与中石化公司的“他有我营”合作模式，主要选择富昌石油赣州公司康大服务区加油站、九江加油站、抚州加油站为合作站点进行销售。2024 年，公司实现成品油业务收入 29.18 亿元，同比小幅下滑 4.81%，毛利率水平小幅提升至 6.81%。

## 财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险较低。公司收入来源多元化，2024 年公司营业收入规模及盈利能力同比小幅下滑，总资产收益率仍有所走弱；随着各业务板块的持续发展及新增并表江钨控股，公司资产规模保持较快增长，整体资产质量较好，但同时债务规模亦持续扩大，财务杠杆率不断上升，且已处于相对较高水平；公司主营业务收现情况较好，2024 年以来，公司非受限货币资金仍不能对短期债务形成足额覆盖，公司合并口径面临一定的短期偿债压力，但较为通畅且多元的融资渠道及较强的融资能力为公司流动性提供了有力支持，且母公司财务弹性亦强。此外，非核心子公司存在债务逾期情况，后续公司在业务整合、人员管理和战略调整等方面面临一定的挑战，治理及管控能力的提升仍面临考验。

### 盈利能力

公司业务板块较多，收入来源多元化，近年营业总收入有所波动。其中 2024 年，公司实现营业总收入 477.96 亿元，较上年减少 4.82%。具体来看，建材产品销售收入仍为公司重要的收入来源之一，受水泥、商砼等主要产品销量及价格下滑等影响，以万年青为主要运营主体的营收规模同比

下降约 27%，同时为降低贸易风险，赣江控股的建材产品贸易业务收入亦大幅收缩，上述因素使得公司合并口径该业务收入同比大幅下滑约 32%；丰城发电厂、信丰电厂机组本期正常商运，但受区域电力市场交易及新能源影响，公司所属火电厂发电量同比有所下降，导致公司电力板块收入同比小幅下滑 1.28%，同时煤炭采购成本同比降低，该板块盈利能力有所提升，2024 年电力板块营收占公司营业收入比重达 20.52%，已成为公司最主要的收入来源；随着县县通管道陆续建成投产，公司天然气销量同比增长，但在天然气销售价格下行影响下，2024 年天然气板块业收入同比小幅增长 2.16%；由于 2024 年煤炭市场价格下行，且安源煤业的吨煤成本同比大幅增长，对盈利造成较大不利影响，同时焦炭业务产销价格仍呈倒挂等影响，公司商品煤及煤炭延伸业务收入同比下降 12.81%，毛利水平进一步收窄；建筑施工收入仍是公司营业收入的重要构成，受新开工项目减少、市场需求不足等，该板块收入同比下降约 21%；车辆通行费收入占比相对较小，但当期收入规模保持稳定增长。此外，公司其他业务收入仍主要系成品油、稀有贵金属销售、软件及系统集成等业务收入，2024 年持续稳步增加。毛利率方面，2024 年，公司营业毛利率同比小幅下滑 0.14 个百分点至 11.97%。2025 年一季度，公司实现营业总收入 143.89 亿元，较上年同期大幅增长 35%，主要系当期并表江钨控股新增钨、稀土、钽铌锂等稀有金属开采、冶炼、加工、贸易等业务收入所致；当期毛利率同比小幅下滑 0.37 个百分点至 10.81%。

表 13：近年来公司营业总收入、占比和毛利率构成（亿元）

| 项目         | 2022 年 |         |        | 2023 年 |         |        | 2024 年 |         |        |
|------------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
|            | 收入     | 占比      | 毛利率    | 收入     | 占比      | 毛利率    | 收入     | 占比      | 毛利率    |
| 电力板块       | 61.46  | 12.37%  | 2.82%  | 99.34  | 19.78%  | 11.64% | 98.06  | 20.52%  | 15.91% |
| 天然气板块      | 72.96  | 14.68%  | 4.07%  | 79.79  | 15.89%  | 4.62%  | 81.51  | 17.05%  | 2.29%  |
| 车辆通行费      | 10.73  | 2.16%   | 48.26% | 12.00  | 2.39%   | 51.84% | 12.66  | 2.65%   | 50.98% |
| 建材产品       | 151.81 | 30.54%  | 13.46% | 106.31 | 21.17%  | 14.58% | 72.14  | 15.09%  | 14.07% |
| 商品煤及煤炭延伸业务 | 68.40  | 13.76%  | 5.52%  | 55.69  | 11.09%  | 6.18%  | 48.56  | 10.16%  | 3.18%  |
| 建筑施工       | 65.57  | 13.19%  | 10.63% | 69.11  | 13.76%  | 14.53% | 54.55  | 11.41%  | 9.45%  |
| 其他         | 66.09  | 13.30%  | 16.63% | 79.93  | 15.92%  | 12.98% | 110.46 | 23.11%  | 14.89% |
| 合计/综合      | 497.01 | 100.00% | 10.47% | 502.18 | 100.00% | 12.11% | 477.96 | 100.00% | 11.97% |

注：1、上表中 2022 年、2023 年营业总收入、营业总成本采用了 2023 年、2024 年审计报告的上期发生额，2024 年营业总收入、营业总成本采用了 2023 年审计报告的本期发生额。2、公司其他业务收入包括成品油销售、稀有贵金属销售、软件及系统集成等；3、因公司 2025 年一季度财务报表未经审计，公司无法提供合并口径各板块营业收入及成本构成数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主；2024 年以来，公司合并口径下对外融资规模扩大且大部分利息费用化，但当期融资成本下行，公司财务费用较 2023 年略有压降，同时管理费用随着业务规模的扩大及人员工资等日常开支增加有所增长，叠加研发费用的增加，导致期间费用合计数有所增加，2024 年公司期间费用率小幅增至 12.56%；但考虑到公司营业毛利率水平，期间费用已对公司盈利形成较大侵蚀。

利润总额构成方面，经营性业务利润仍是最主要来源，但近年公司利润总额呈现波动。其中，2024 年，由于营业毛利率小幅下滑，公司经营性业务利润较 2023 年减少 2.13 亿元至 6.97 亿元，其中包括其他收益 13.14 亿元，主要为赣江新区政府补助、去产能补助、省级天然气管网建设财政贴息补助等，其规模较 2023 年增加 2.97 亿元。投资收益亦对利润总额形成重要补充，2024 年公司实现投资收益 5.23 亿元，同比增加约 9%，主要来自对江西赣江新区红谷智汇科技创新产业投资

基金（有限合伙）、江西省天然气投资有限公司、江西昌泰高速公路有限责任公司、江西金融租赁股份有限公司等合营、联营企业以及部分基金投资形成的收益；2024 年公允价值变动净收益大幅增加，主要系公司当期以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致；同期，公司应收类账款的信用减值损失为 8.51 亿元，主要系应收工程款、贸易款、融资租赁应收款等，资产减值损失为 1.76 亿元，主要系固定资产减值损失、长期股权投资减值损失等，上述两项减值损失合计数较 2023 年走扩，对公司利润总额有一定侵蚀。上述因素共同影响下，2024 年公司实现利润总额 8.19 亿元，同比减少 11.27%。由于资产总额保持较快增长，使得公司 2024 年总资产收益率有所下滑。2025 年一季度，公司利润总额较上年同期大幅增长 91%至 3.35 亿元，主要系公司所属火电厂因煤价下跌同比增利 1.37 亿元，且合并江钨控股同比增利 0.64 亿元所致。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

|          | 2022  | 2023  | 2024  | 2025.3/2025.1~3 |
|----------|-------|-------|-------|-----------------|
| 期间费用率    | 10.24 | 11.73 | 12.56 | 10.60           |
| 经营性业务利润  | 5.81  | 9.10  | 6.97  | 2.13            |
| 其他收益     | 7.59  | 10.17 | 13.14 | 2.95            |
| 资产减值损失   | -2.23 | -3.26 | -1.76 | 0.33            |
| 信用减值损失   | -1.12 | -2.55 | -8.51 | -0.07           |
| 公允价值变动收益 | 1.17  | 2.27  | 5.58  | 0.01            |
| 投资收益     | 5.14  | 4.78  | 5.23  | 0.70            |
| 利润总额     | 7.67  | 9.23  | 8.19  | 3.35            |
| 总资产收益率   | 2.13  | 2.54  | 2.03  | --              |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

公司系江西省重要的国有资本投资运营平台，具有重要战略地位。跟踪期内随着各业务板块的持续发展及合并范围扩大，公司资产规模保持较快增长；具体来看，2024 年以来，随着电力项目、基建开发项目等建设持续投入，以及公司获得江钨控股约 47.02%股权无偿划入、并于 2025 年一季度实现并表，2025 年 3 月末公司资产总额较 2024 年初增长 17.20%至 1,908.29 亿元。

目前公司主营业务包括电力板块、建材板块、天然气板块、煤炭板块、建筑施工板块、建设开发板块、钨业板块、交通板块、环保及数字产业等。公司资产仍呈现以非流动资产为主的资产结构，资产主要包括由基础设施及保障房项目投入、钨等有色金属原材料及库存商品等形成的存货，以持有的经营性物业资产为主的投资性房地产，以电力机组、经营性高速公路、各业务板块房屋及机械设备为主的固定资产，由天然气管网工程、电力机组项目、矿井、水泥生产线、赣江控股自营项目等投入形成的在建工程，以土地使用权、采矿及探矿权为主的无形资产，对新疆天山水泥股份有限公司、江西省铁路航空投资集团有限公司、江西银行股份有限公司、江西亚东水泥有限责任公司等企业的股权投资，以及各业务板块经营所产生的对下游客户应收款项及应收往来款。综合来看，公司直接或间接持有上市公司赣能股份、万年青、安源煤业的股权，具有一定变现能力；同时，公司拥有的电力机组、天然气管网资产、产品生产线、矿井、采矿权、高速公路等经营性资产能够为公司带来较为稳定的现金流入，此外相关合营、联营企业可为公司贡献较为稳定的投资收益，公司整体资产质量较好。

公司经调整的所有者权益<sup>12</sup>主要以少数股东权益和资本公积为主，随着非全资子公司经营利润累积，公司少数股东权益整体呈波动增长态势。2024 年，公司收到江西省国资委增资 5.70 亿元<sup>13</sup>，实收资本增至 66.90 亿元。同期，公司收到江西省财政资本性投入 3.64 亿元，子公司数字产业集团本期收到江西省财政拨付的省数字经济发展基金的出资补助款 1.30 亿元，以及江西能源下属部分子公司的股权转让按持股比例计入资本公积等；同期，公司将持有的江西长天集团有限公司 27.01%股权无偿划转江西省国有资本运营控股集团有限公司，减少资本公积 7.40 亿元；受上述因素共同影响，2024 年末公司资本公积同比变化不大。2025 年一季度，公司获得江西省国资委无偿划入江钨控股约 47.02%股权、并于当期实现并表，期末公司资本公积增长 16.39 亿元至 180.49 亿元。此外，由于 2019 年末划入的江西能源因计提关停煤矿的资产减值准备金额较大<sup>14</sup>，公司跟踪期内未分配利润仍持续为负；2024 年末未分配利润为-35.23 亿元，较上年末增亏 2.63 亿元，主要系公司永续债余额持续快速上升、永续债利息支出等影响未分配利润缺口走扩<sup>15</sup>。2025 年一季度，公司未分配利润较上年末小幅增亏至-35.36 亿元，但受益于当期江钨控股约 47.02%股权无偿划入带动资本公积增加较多，同期末公司经调整的所有者权益较上年末增长至 438.66 亿元。

随着公司业务发展及扩大融资规模，公司总资本化比率呈逐年增长态势，将公司发行的永续债券纳入债务核算后，2024 年末公司总资本化比率已超过 73%，公司财务杠杆处于高位。公司债务和财务杠杆增长情况将取决于项目投资资金需求和经营性业务现金回款情况，从当前公司主营业务在建和拟建项目情况来看，预计中短期内公司财务杠杆将呈小幅增长态势。

表 15：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

|           | 2022     | 2023     | 2024     | 2025.3/2025.1~3 |
|-----------|----------|----------|----------|-----------------|
| 货币资金      | 221.73   | 224.45   | 181.10   | 232.65          |
| 存货        | 130.09   | 163.13   | 177.30   | 219.15          |
| 投资性房地产    | 91.84    | 100.19   | 110.47   | 110.68          |
| 固定资产      | 450.46   | 467.57   | 467.30   | 496.37          |
| 在建工程      | 97.28    | 114.97   | 143.24   | 159.42          |
| 无形资产      | 69.01    | 75.76    | 77.04    | 97.74           |
| 资产总计      | 1,511.65 | 1,628.21 | 1,679.33 | 1,908.29        |
| 非流动资产占比   | 61.96    | 61.83    | 65.74    | 62.34           |
| 经调整的所有者权益 | 379.31   | 382.24   | 378.50   | 438.66          |
| 总资本化比率    | 70.37    | 72.18    | 73.72    | --              |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

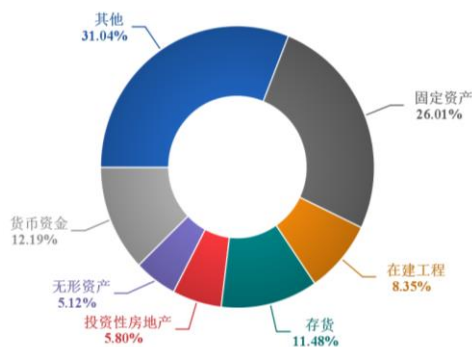
<sup>12</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2025 年 3 月末调整项为 126.72 亿元，占同期末所有者权益的比重 22.41%。

<sup>13</sup> 根据赣国资评价【2024】8 号国资委《关于批复国资委出资监管企业 2024 年国有资本经营预算的通知》，下达公司国有资本经营预算支出 57,000.00 万元，列入国家资本金。

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

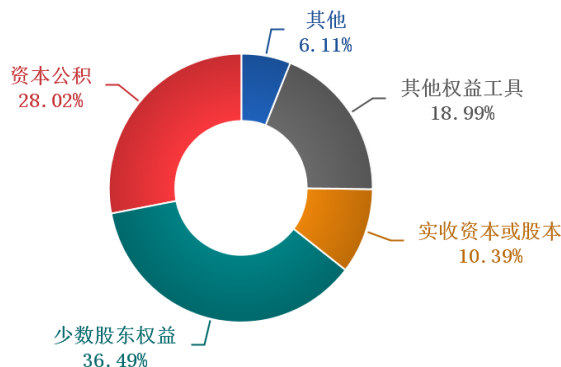
<sup>15</sup> 2024 年“未分配利润-其他减少”包括：1、本期支付永续债利息。2、子公司将持有的花鼓山煤业 47.60%股权、新鸣煤业 100%股权转让至国兴公司减少资本公积，对于资本公积不足冲减的部分，冲减了留存收益。

图 1：截至 2025 年 3 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 现金流及偿债情况

公司主营业务的收现情况较好，2024 年收现比指标同比持平。公司各期现金流表现波动较大，其中 2024 年，由于购买商品支付的现金大幅减少，政府补贴、往来款等其他与经营活动有关的现金净流入同比增加，公司经营活动净现金流入规模同比增长；同时，公司电力板块、基建开发建设板块等在建项目维持较大规模的投资支出，2024 年投资活动现金流入以子公司定期存款的收回及取得分红为主，当期投资活动现金缺口有所走扩；2025 年一季度由于合并江钨控股增加货币资金约 43.75 亿元、计入收到其他与投资活动有关的现金，当期投资活动净现金流转正。2024 年，公司仍需依赖外部融资弥补资金缺口，但公司当期债务偿还较多，因此当期筹资活动净现金流入额有所收窄。

表 16：近年来公司现金流相关指标（亿元、X）

|               | 2022   | 2023   | 2024    | 2025.3/2025.1-3 |
|---------------|--------|--------|---------|-----------------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 23.06  | 37.60  | 40.85   | 22.99           |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -80.20 | -88.00 | -134.31 | 13.58           |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 95.32  | 57.52  | 40.46   | 25.92           |
| 收现比           | 1.02   | 1.06   | 1.06    | 1.11            |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着各业务板块的持续发展及合并范围扩大，公司对外部融资的需求进一步加大，公司有息债务规模持续攀升，主要来自长期借款（以质押借款为主）、发行的多期永续期债券、中长期债券等长期债务的增加，同时公司亦融入短期借款应对短期资金缺口。债务结构方面，2024 年以来，公司通过调整债务结构，压降短期债务规模，2024 年末短期债务占比同比下降 7.55 个百分点至 28.81%，债务结构有所改善；但公司合并口径短债规模及占比仍偏高，期末非受限货币资金仍无法足额覆盖短期债务的偿还，公司面临一定的短期偿债压力。

表 17：截至 2024 年末公司债务到期分布（亿元）

| 债务类型       | 平均融资成本 | 融资余额     | 2025 年 | 2026 年 | 2027 年 | 2028 年及以后 |
|------------|--------|----------|--------|--------|--------|-----------|
| 银行贷款       | 3.49%  | 653.87   | 257.16 | 77.26  | 54.62  | 264.83    |
| 债券融资（含永续债） | 3.02%  | 369.50   | 75.28  | 152.23 | 35.00  | 107.00    |
| 非标融资       | 4.85%  | 10.96    | 3.01   | 2.26   | 1.06   | 4.63      |
| 其他         | 1.78%  | 4.36     | 4.31   | --     | 0.05   | --        |
| 合计         | 3.33%  | 1,038.68 | 339.76 | 231.74 | 90.72  | 376.46    |

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

写 1 年以内到期债务，故与短期债务存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

主营业务板块产生的经营性业务利润及来自参股公司的投资收益为公司利润总额及 EBITDA 的主要组成部分；2024 年，由于公司盈利能力同比有所走弱，EBITDA 对债务本息覆盖能力小幅下滑，但仍能足额保障利息支出；同期，公司经营活动净现金流入规模同比增长，可以有效覆盖利息支出。

表 18：近年来公司偿债指标情况（亿元、%、X）

|                     | 2022   | 2023   | 2024     |
|---------------------|--------|--------|----------|
| 总债务                 | 900.74 | 991.60 | 1,061.78 |
| 短期债务/总债务            | 41.91  | 36.35  | 28.81    |
| EBITDA              | 56.33  | 68.11  | 63.07    |
| 总债务/EBITDA          | 15.99  | 14.56  | 16.83    |
| EBITDA 利息保障倍数       | 1.73   | 1.83   | 1.73     |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 0.71   | 1.01   | 1.12     |
| 非受限货币资金/短期债务        | 0.52   | 0.56   | 0.49     |

注：因公司 2025 年一季度财务报表无附注信息且公司未提供债务构成数据，故合并口径相关指标失效，上表中暂不列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 母公司情况

母公司方面，跟踪期内资产规模呈稳步增长趋势，长期股权投资系母公司最主要的资产构成，2024 年因增加对江西江投资资本有限公司、赣江控股和天然气集团等子公司出资，期末母公司长期股权投资较期初增加约 20 亿元，2025 年 3 月末由于获得了政府无偿划入的江钨控股约 47.02% 股权，致使母公司长期股权投资规模增长约 16 亿元；其他应收款主要为母公司应收天然气集团的往来款，规模相对稳定；2024 年，母公司债权投资同比大幅增长约 119% 至 41.28 亿元，主要系对国兴公司的借款；随着母公司对子公司的内部长期借款的大幅增长，期末其他非流动资产同比大幅增加约 83 亿元。母公司有息债务规模持续上升，仍主要来自银行借款、发行的多期可续期债券以及中长期债券等。母公司经调整的所有者权益<sup>16</sup>以实收资本和资本公积为主，2024 年末受永续债余额持续快速上升、永续债利息支出影响未分配利润缺口走扩，期末母公司经调整的所有者权益较期初略有减少；2025 年 3 末未经调整的所有者权益较上年末增长，主要系获得划入的江钨控股股权等。资本结构方面，2024 年以来，由于债务规模保持增长，母公司财务杠杆同比抬升；同期，母公司短期债务规模亦保持增长，但短债占比较 2024 年初有所压降，债务结构有所改善。

母公司主要承担管理和融资职能，不参与实际业务运营，营业收入仍主要系利息收入和少部分房租收入，2024 年同比小幅增长。期间费用主要为财务费用和管理费用，期间费用率持续高企，导致母公司经营性业务利润仍为负。母公司利润主要来自投资收益；2024 年，由于赣能股份、江西省鄱阳湖融资租赁有限公司等子公司分红同比增加，母公司当期投资收益同比增加约 68% 至 2.68 亿元，母公司净利润增长至 1.77 亿元。

母公司经营活动现金流主要为往来款资金的流入和流出，投资活动现金流主要是对外投资以及子公司借款的流入和流出，资金平衡更多依赖外部融资。偿债能力方面，母公司口径无受限货币资

<sup>16</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2025 年 3 月末母公司其他权益工具规模为 118.00 亿元，占同期末母公司所有者权益的比重约 37%。

金，2024 年末货币资金对短期债务保障能力有所提升，但仍无法足额覆盖短期债务。但母公司直接融资渠道和间接融资渠道均较为通畅，且其在手未发行多品种债务融资工具额度较多，以上均可为公司提供较好的流动性支持，再者较低的融资成本亦反映出母公司在资本市场的认可度较高，整体来看公司母公司财务弹性强。

表 19：近年来母公司主要财务指标（亿元、%、X）

|                     | 2022   | 2023   | 2024   | 2025.3/2025.1~3 |
|---------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 营业总收入               | 3.25   | 3.23   | 3.92   | 1.38            |
| 营业毛利率               | 17.76  | 17.16  | 18.86  | 100.00          |
| 投资收益                | 4.05   | 1.59   | 2.68   | --              |
| 净利润                 | 3.03   | 0.89   | 1.77   | -0.08           |
| 资产总额                | 372.83 | 414.29 | 543.97 | 555.73          |
| 资产负债率               | 29.63  | 25.30  | 39.68  | 42.25           |
| 经调整的所有者权益           | 182.35 | 189.47 | 188.11 | 202.92          |
| 总资本化比率              | 48.52  | 51.62  | 62.55  | 61.20           |
| 总债务                 | 171.85 | 202.18 | 314.20 | 320.05          |
| 短期债务/总债务            | 35.26  | 18.85  | 15.88  | 17.42           |
| 经营活动产生的现金流量净额       | 4.76   | -0.91  | 16.25  | -9.62           |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 1.15   | -0.21  | 3.23   | --              |
| EBITDA 利息保障倍数       | 1.21   | 0.56   | 0.55   | --              |
| 非受限货币资金/短期债务        | 0.14   | 0.47   | 0.51   | 0.39            |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 20：截至 2024 年末母公司债务到期分布（亿元）

| 债务类型       | 平均融资成本 | 融资余额   | 2025 年 | 2026 年 | 2027 年 | 2028 年及以后 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 银行贷款       | 2.45%  | 40.98  | 38.35  | 0.65   | 0.55   | 1.43      |
| 债券融资（含永续债） | 2.95%  | 271.34 | 52.00  | 97.34  | 20.00  | 102.00    |
| 合计         | 2.88%  | 312.32 | 90.35  | 97.99  | 20.55  | 103.43    |

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 风控及资源调度能力

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

金融资源调度能力方面，从直接融资看，公司直接或间接持有上市公司赣能股份、万年青、安源煤业的股权，且目前无股权质押，同时公司在债券市场发行活跃，且认可度高，资本市场融资渠道通畅；此外，公司目前受限资产比例较低，仍有较大的抵质押融资空间，可整体获得较为充裕的金融机构授信和其他金融资源，间接融资能力强。另外，集团内部资源调度能力强，母公司可通过为子公司在银行借款、债券发行提供担保、增信等方式提供支持，以及为子公司提供内部借款、增资等方式提供资金支持。整体来看，公司具备很强的金融资源协调能力。

## 或有事项

受限资产方面，截至 2024 年末，公司合并口径受限资产账面价值合计 138.45 亿元，占同期末总资产的比重为 8.24%，主要包括银行承兑汇票保证金等，以及因借款抵质押的固定资产、存货和投资性房地产等。对外担保方面，截至 2024 年末，公司合并口径对外担保余额为 3.18 亿元，占同期末净资产的比重为 0.60%。同期末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 5 月，公司本部存在 3 个已结清关注类账户，系中国工商银行股份有限公司南昌北京西路支行按照当时五级分类管理要求产生的关注类信用记录，实际查询显示公司均正常还本付息，无欠息、垫款等情况。此外，公司本部作为保证人/反担保人的关注类余额 5.63 亿元，系公司子公司瑞寻高速公司作为项目借款人，其资产负债率超过 100%，国家开发银行江西省分行按照相关规定于 2017 年 10 月将该项目贷款由正常类调整为关注类，但该贷款存续期内，瑞寻高速公司未出现欠息、逾期等情况。截至 2025 年 5 月，公司本部无未结清不良信贷记录，亦未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

## 假设与预测<sup>17</sup>

### 假设

——2025 年，公司仍作为江西省国有资本投资运营平台，已于一季度并表江钨控股，股权结构、主要资产和核心业务保持相对稳定。

——2025 年，公司各业务板块稳步发展，预计公司营业总收入将有所增长，盈利能力将较上年有所回升。

——2025 年，公司生产经营类及股权类投资规模合计约 95~115 亿元。

——2025 年，公司债务规模将呈增长态势，预计净新增债务性及权益性融资合计约 90~110 亿元。

### 预测

表 21：公司重点财务指标预测情况

| 重要指标          | 2023 年实际 | 2024 年实际 | 2025 年预测    |
|---------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率（%）     | 72.18    | 73.72    | 69.00~77.00 |
| 总债务/EBITDA（X） | 14.56    | 16.83    | 15.70~17.40 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 调整项

**ESG<sup>18</sup>**表现方面，公司在安全环保生产和环境保护方面进行了一定投入，但近年来子公司安源煤业下属煤矿发生多起安全事故，其安全生产压力较大。公司各项内部控制制度与组织架构等较为完善，但由于公司下属公司众多，同时子公司所涉及业务板块较多，受行业政策及市场环境的影响较

<sup>17</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>18</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。

大，此外公司并表子公司瑞林稀贵存在债务逾期情况，公司治理及管控能力的提升仍面临一定考验。与前次 ESG 评估无重大变化。

**流动性评估方面**，公司合并口径未使用授信额度充足，保有一定量的可动用账面资金。公司直接或间接持有上市公司赣能股份、万年青、安源煤业的股权，且目前无股权质押，同时公司在债券市场发行活跃，且认可度高，资本市场融资渠道通畅。从融资空间看，公司目前受限资产比例较低，仍有较大抵质押融资空间。整体来看，在很强的金融资源调度能力支持下，公司具备较好的流动性。公司的流动性需求主要来源于主营业务板块的日常生产经营，电力、基建开发等板块的项目建设，对外的股权类投资以及债务还本付息，公司未来一年的流动性需求虽较大，但良好的流动性来源可对其流动性需求形成有效覆盖，公司流动性较为充足。流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

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

江西省区位优势、交通便利，近年来经济及财政实力持续增强；同时，受益于江西内陆开放型经济试验区的设立，江西迎来高质量跨越式发展的重大机遇，2024 年江西省地区生产总值 34,202.5 亿元，同比增长 5.1%，全省实现一般公共预算收入 3,066.6 亿元，增长 0.2%，经济总量和财政实力位列全国中游水平，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力，综上江西省政府的支持能力很强。

公司控股股东和实际控制人均为江西省国资委，且公司作为江西省重要的国有资本投资运营平台，主营业务涵盖建材、电力、天然气、煤炭、建筑施工、交通、建设开发、环保及数字产业等板块，跟踪期内并表江钨控股新增钨、稀土等有色金属开采、冶炼、加工和贸易等业务，具有重要战略地位，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，此外跟踪期内公司在资本金注入、资产注入和财政补贴等方面获得了政府支持，综上江西省政府对公司的支持意愿强。

## 跟踪债券信用分析

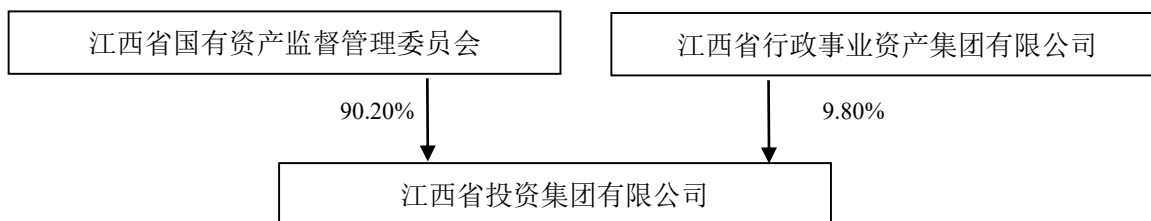
根据公司公司债券年度报告及提供资料，“23 赣投 Y2”募集资金总额 8 亿元，募集资金扣除发行费用后用于偿还债务；“赣投 YK01”募集资金总额 10 亿元，募集资金扣除发行费用后全部用于偿还到期债务；“赣投 YK02”募集资金总额 20 亿元，募集资金扣除相关发行费用后全部用于偿还到期债务；“赣投 YK03”募集资金总额 20 亿元，募集资金扣除相关发行费用后全部用于偿还到期债务；“24 赣投 K1”募集资金总额 10 亿元，募集资金扣除相关发行费用后用于偿还有息负债；“赣投 YK04”募集资金总额 10 亿元，募集资金扣除相关发行费用后用于偿还有息负债；“24 赣投 K2”募集资金总额 20 亿元，募集资金扣除相关发行费用后用于偿还有息负债；“24 赣投债 01/24 赣投 01”募集资金总额 20 亿元，募集资金扣除相关发行费用后用于偿还有息负债；上述债券募集资金已按约定用途使用完毕。此外，“赣投 YK05”于 2025 年 4 月发行，募集资金总额 28 亿元，募集资金扣除相关发行费用后用于偿还有息债务本息；截至 2025 年 5 月末，募集资金已按约定用途使用完毕。

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

## 评级结论

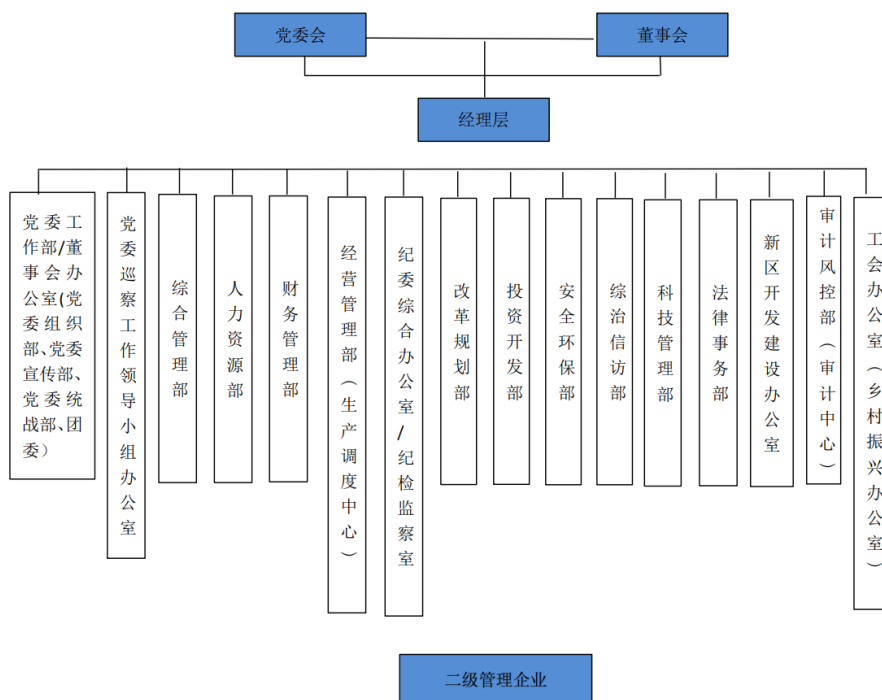
综上所述，中诚信国际维持江西省投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“23 赣投 Y2”、“赣投 YK01”、“赣投 YK02”、“赣投 YK03”、“24 赣投 K1”、“赣投 YK04”、“24 赣投 K2”、“24 赣投 MTN001”、“24 赣投债 01/24 赣投 01”、“赣投 YK05”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：江西省投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



| 主要一级子公司          | 实收资本（亿元） | 持股比例    |
|------------------|----------|---------|
| 江西赣能股份有限公司       | 9.76     | 37.78%  |
| 江西江投资本有限公司       | 45.00    | 100.00% |
| 江西省建材集团有限公司      | 4.04     | 100.00% |
| 江西省天然气集团有限公司     | 14.18    | 100.00% |
| 江西省投资房地产开发有限责任公司 | 9.50     | 100.00% |
| 江西省能源集团有限公司      | 30.36    | 83.33%  |
| 江西省华赣环境集团有限公司    | 30.00    | 40.00%  |
| 赣江控股集团有限公司       | 40.02    | 95.64%  |
| 江西省数字产业集团有限公司    | 11.70    | 100.00% |

注：上表为截至 2024 年末公司纳入合并报表范围的子公司情况。因公司 2025 年一季度财务报表未经审计，公司暂无法提供上表截至 2025 年 3 月末数据。



资料来源：公司提供

## 附二：江西省投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据(单位：万元)               | 2022          | 2023          | 2024          | 2025.3/2025.1~3 |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 货币资金                      | 2,217,300.02  | 2,244,547.88  | 1,811,009.15  | 2,326,453.82    |
| 应收账款                      | 547,398.47    | 774,208.46    | 769,337.77    | 894,463.25      |
| 其他应收款                     | 390,902.59    | 440,170.65    | 455,211.50    | 557,851.35      |
| 存货                        | 1,300,870.67  | 1,631,339.95  | 1,772,950.73  | 2,191,508.47    |
| 长期投资                      | 1,617,458.25  | 1,653,319.50  | 1,989,619.20  | 2,031,939.35    |
| 固定资产                      | 4,504,588.85  | 4,675,749.83  | 4,673,004.70  | 4,963,721.73    |
| 在建工程                      | 972,817.81    | 1,149,748.24  | 1,432,376.71  | 1,594,240.13    |
| 无形资产                      | 690,053.45    | 757,558.94    | 770,436.12    | 977,370.03      |
| 资产总计                      | 15,116,528.73 | 16,282,139.96 | 16,793,291.71 | 19,082,887.01   |
| 其他应付款                     | 393,227.00    | 464,093.59    | 427,187.79    | 580,350.27      |
| 短期债务                      | 3,774,996.58  | 3,604,935.74  | 3,058,926.07  | --              |
| 长期债务                      | 5,232,445.44  | 6,311,090.94  | 7,558,857.65  | --              |
| 总债务                       | 9,007,442.02  | 9,916,026.68  | 10,617,783.72 | --              |
| 净债务                       | 7,051,192.37  | 7,887,547.55  | 9,119,166.32  | --              |
| 负债合计                      | 10,436,652.12 | 11,172,567.86 | 11,521,090.96 | 13,429,065.94   |
| 所有者权益合计                   | 4,679,876.61  | 5,109,572.10  | 5,272,200.74  | 5,653,821.07    |
| 利息支出                      | 326,209.02    | 372,313.03    | 363,816.22    | --              |
| 营业总收入                     | 4,970,114.03  | 5,021,757.46  | 4,779,575.81  | 1,438,924.92    |
| 经营性业务利润                   | 58,101.32     | 90,958.17     | 69,668.27     | 21,266.94       |
| 投资收益                      | 51,434.56     | 47,774.97     | 52,282.08     | 6,997.33        |
| 净利润                       | 19,522.66     | 43,308.01     | 29,452.19     | 23,074.80       |
| EBIT                      | 321,289.98    | 399,041.12    | 335,246.27    | --              |
| EBITDA                    | 563,327.34    | 681,109.27    | 630,749.50    | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额             | 230,580.86    | 375,991.86    | 408,470.50    | 229,933.10      |
| 投资活动产生的现金流量净额             | -802,040.78   | -879,986.46   | -1,343,061.49 | 135,833.56      |
| 筹资活动产生的现金流量净额             | 953,184.81    | 575,185.90    | 404,641.92    | 259,237.39      |
| 财务指标                      | 2022          | 2023          | 2024          | 2025.3/2025.1~3 |
| 营业毛利率（%）                  | 10.47         | 12.11         | 11.97         | 10.81           |
| 期间费用率（%）                  | 10.24         | 11.73         | 12.56         | 10.60           |
| EBIT 利润率（%）               | 6.46          | 7.95          | 7.01          | --              |
| 总资产收益率（%）                 | 2.13          | 2.54          | 2.03          | --              |
| 流动比率（X）                   | 1.05          | 1.13          | 1.21          | 1.16            |
| 速动比率（X）                   | 0.81          | 0.84          | 0.84          | 0.80            |
| 存货周转率（X）                  | 3.42          | 3.01          | 2.47          | --              |
| 应收账款周转率（X）                | 9.08          | 7.60          | 6.19          | --              |
| 资产负债率（%）                  | 69.04         | 68.62         | 68.61         | --              |
| 总资本化比率（%）                 | 70.37         | 72.18         | 73.72         | --              |
| 短期债务/总债务（%）               | 41.91         | 36.35         | 28.81         | --              |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）  | -0.01         | 0.00          | 0.00          | --              |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X） | -0.03         | 0.00          | 0.01          | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）    | 0.71          | 1.01          | 1.12          | --              |
| 总债务/EBITDA（X）             | 15.99         | 14.56         | 16.83         | --              |
| EBITDA/短期债务（X）            | 0.15          | 0.19          | 0.21          | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）          | 1.73          | 1.83          | 1.73          | --              |
| EBIT 利息保障倍数（X）            | 0.98          | 1.07          | 0.92          | --              |
| FFO/总债务（X）                | 0.02          | 0.02          | 0.02          | --              |

注：1、中诚信国际根据公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年、2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告的期初数，2024 年及 2025 年一季度财务数据采用 2024 年审计报告及 2025 年一季度财务报表期末数；2、由于公司未提供 2025 年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具和少数股东权益中的带息债务；因公司 2025 年一季度财务报表无附注信息且公司未提供债务构成数据，故合并口径相关指标失效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

### 附三：江西省投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

| 财务数据(单位：万元)               | 2022         | 2023         | 2024          | 2025.3/2025.1~3 |
|---------------------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|
| 货币资金                      | 85,275.29    | 178,233.64   | 254,109.41    | 218,534.46      |
| 应收账款                      | --           | --           | --            | --              |
| 其他应收款                     | 221,530.46   | 220,764.95   | 231,495.93    | 243,104.72      |
| 存货                        | --           | --           | --            | --              |
| 长期投资                      | 2,637,314.41 | 2,986,985.91 | 3,448,281.65  | 3,611,764.48    |
| 固定资产                      | 6,387.70     | 6,015.98     | 7,072.42      | 6,939.91        |
| 在建工程                      | 399.18       | 1,050.30     | 711.26        | 963.15          |
| 无形资产                      | 334.49       | 727.03       | 241.27        | 231.53          |
| 资产总计                      | 3,728,347.20 | 4,142,853.55 | 5,439,685.04  | 5,557,332.26    |
| 其他应付款                     | 10,233.95    | 37,496.87    | 104,041.00    | 65,347.46       |
| 短期债务                      | 605,985.45   | 381,093.20   | 498,938.80    | 557,382.02      |
| 长期债务                      | 1,112,500.00 | 1,640,755.38 | 2,643,076.24  | 2,643,122.53    |
| 总债务                       | 1,718,485.45 | 2,021,848.59 | 3,142,015.04  | 3,200,504.55    |
| 净债务                       | 1,633,210.15 | 1,843,614.94 | 2,887,905.63  | 2,981,970.09    |
| 负债合计                      | 1,104,810.14 | 1,048,181.72 | 2,158,621.54  | 2,348,148.79    |
| 所有者权益合计                   | 2,623,537.06 | 3,094,671.83 | 3,281,063.50  | 3,209,183.46    |
| 利息支出                      | 41,504.02    | 42,800.84    | 50,252.00     | --              |
| 营业总收入                     | 32,467.40    | 32,295.04    | 39,167.40     | 13,826.76       |
| 经营性业务利润                   | -10,286.32   | -6,732.08    | -8,523.00     | -819.38         |
| 投资收益                      | 40,480.91    | 15,943.81    | 26,796.63     | --              |
| 净利润                       | 30,336.97    | 8,882.82     | 17,680.15     | -821.38         |
| EBIT                      | 49,783.88    | 23,162.04    | 25,778.59     | --              |
| EBITDA                    | 50,306.40    | 23,784.33    | 27,572.47     | --              |
| 经营活动产生的现金流量净额             | 47,636.40    | -9,117.64    | 162,503.44    | -96,242.72      |
| 投资活动产生的现金流量净额             | -271,377.90  | -170,593.68  | -1,007,364.19 | 25,552.54       |
| 筹资活动产生的现金流量净额             | 191,871.02   | 272,669.66   | 920,736.52    | 35,115.23       |
| 财务指标                      | 2022         | 2023         | 2024          | 2025.3/2025.1~3 |
| 营业毛利率（%）                  | 17.76        | 17.16        | 18.86         | 100.00          |
| 期间费用率（%）                  | 48.08        | 53.15        | 39.72         | 105.41          |
| EBIT 利润率（%）               | 153.33       | 71.72        | 65.82         | --              |
| 总资产收益率（%）                 | 1.34         | 0.59         | 0.54          | --              |
| 流动比率（X）                   | 1.20         | 1.68         | 1.12          | 1.11            |
| 速动比率（X）                   | 1.20         | 1.68         | 1.12          | 1.11            |
| 存货周转率（X）                  | --           | --           | --            | --              |
| 应收账款周转率（X）                | --           | --           | --            | --              |
| 资产负债率（%）                  | 29.63        | 25.30        | 39.68         | 42.25           |
| 总资本化比率（%）                 | 48.52        | 51.62        | 62.55         | 61.20           |
| 短期债务/总债务（%）               | 35.26        | 18.85        | 15.88         | 17.42           |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）  | 0.00         | -0.03        | 0.04          | -0.12           |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X） | 0.01         | -0.14        | 0.22          | -0.69           |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）    | 1.15         | -0.21        | 3.23          | --              |
| 总债务/EBITDA（X）             | 34.16        | 85.01        | 113.95        | --              |
| EBITDA/短期债务（X）            | 0.08         | 0.06         | 0.06          | --              |
| EBITDA 利息保障倍数（X）          | 1.21         | 0.56         | 0.55          | --              |
| EBIT 利息保障倍数（X）            | 1.20         | 0.54         | 0.51          | --              |
| FFO/总债务（X）                | -0.02        | -0.02        | -0.02         | --              |

注：1、中诚信国际根据提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年、2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告的期初数，2024 年及 2025 年一季度财务数据采用 2024 年审计报告及 2025 年一季度财务报表期末数；2、由于公司未提供 2025 年一季度现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具和少数股东权益中的带息债务；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 附四：基本财务指标的计算公式

| 指标   |                     | 计算公式                                                                                  |
|------|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 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<br>(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额                             |
|      | 现金周转天数              | ×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)                   |
|      | 营业毛利率               | (营业收入-营业成本)/营业收入                                                                      |
|      | 期间费用合计              | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用                                                                   |
| 盈利能力 | 期间费用率               | 期间费用合计/营业收入                                                                           |
|      | 经营性业务利润             | 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项 |
|      | EBIT (息税前盈余)        | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项                                                                |
|      | EBITDA (息税折旧摊销前盈余)  | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销                                                               |
|      | 总资产收益率              | EBIT/总资产平均余额                                                                          |
|      | EBIT 利润率            | EBIT/营业收入                                                                             |
| 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，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估<br>(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