

江苏省国信资产管理集团有限公司面向合格投资者 公开发行2018年公司债券（第一期）信用评级报告

大公报 CYD【2018】1422 号

公司债券信用等级：**AAA**

主体信用等级：**AAA**

评级展望：**稳定**

发债主体：江苏省国信资产管理集团有限公司

发行规模：本次债券发行总额不超过 60 亿元，分期发行，本期发行规模 15 亿元；分两个品种，其中品种一初始发行金额为 7.5 亿元，品种二初始发行金额为 7.5 亿元，附品种间回拨选择权

债券期限：品种一：2 年期
品种二：3 年期

偿还方式：每年付息一次、到期一次还本

发行目的：偿还公司债务

评级观点

江苏省国信资产管理集团有限公司（以下简称“国信集团”或“公司”）主要从事江苏省人民政府授权范围内的国有资产经营管理，涉及能源、金融、房地产、酒店、医药等多个行业。评级结果反映了江苏省经济发达，为公司提供良好外部环境，公司作为江苏省重要的国有资产运营管理主体及唯一的省属国有资产投资运营公司改革试点企业，得到政府有力支持，公司能源业务具有良好的发展空间和盈利能力，金融资产盈利能力较好，股权及债权融资渠道通畅等优势；同时也反映了公司火电业务受到煤炭价格及上网电价调整影响较大，贸易业务毛利率较低，重组后新设立的江苏国信股份有限公司（以下简称“江苏国信”）未来面临的管理压力及协调难度较大等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力极强，本次债券到期不能偿付的风险极小。

预计未来 1~2 年，公司能源、金融等业务将继续稳健发展，公司作为江苏省重要的国有资产运营管理主体的地位不会发生改变。综合来看，大公对国信集团的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 江苏省地区经济发达，产业结构不断优化，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司作为江苏省重要国有资产运营管理主体，以及江苏省属国有资产投资运营公司唯一的改革试点企业，得到政府在资产划拨、财政补贴等方面的大力支持；
- 公司是江苏省重要的区域性电力供应企业，近年来可控装机规模及机组运营效率均不断提高，新能源发电项目陆续投产，具有良好的发展空间和盈利能力；
- 公司金融产业布局较广，资产盈利能力较好；
- 公司拥有多个上市公司，同时获得较大银行授信额

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.9	2016	2015	2014
总资产	1,562	1,489	1,450	1,448
所有者权益	812.47	772.58	688.65	639.87
营业总收入	412.28	472.67	484.56	499.53
利润总额	48.36	65.56	61.77	64.91
经营性净现金流	63.58	79.87	67.50	49.52
资产负债率 (%)	47.99	48.13	52.51	55.81
债务资本比率 (%)	39.39	39.62	43.45	47.46
毛利率 (%)	11.59	18.47	18.09	14.13
总资产报酬率 (%)	3.85	5.47	5.74	6.03
净资产收益率 (%)	5.08	6.44	6.79	8.75
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.71	3.32	2.38	1.38
经营性净现金流/总负债 (%)	8.67	10.80	8.60	6.28

注：2014~2015 年财务数据采用经追溯调整的 2015~2016 年年初数；2017 年 9 月财务数据未经审计

评级小组负责人：杨绪良

评级小组成员：路航 谢宁

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com



度，股权及债权融资渠道通畅。

主要风险/挑战

- 公司火电业务盈利能力受到煤炭价格及上网电价调整影响较大；
- 受贸易环境波动及激烈竞争影响，公司贸易业务毛利率较低；
- 子公司江苏国信经营转型后面临较大的管理压力和协调难度，双主业业务协调效果有待持续关注。



大公国际资信评估有限公司
二〇一八年三月二十六日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

国信集团是根据江苏省人民政府《省政府关于组建江苏省国信资产管理集团有限公司的通知》（苏政发【2001】108号），由原江苏省国际信托投资公司和原江苏省投资管理有限责任公司进行集团化重组改制组建而成，公司正式成立于2002年8月，初始注册资本是56.00亿元人民币；2007年，江苏省国资委将公司注册资本增加至100.00亿元人民币；2012年，公司通过资本公积转增资本，将注册资本增加至200.00亿元人民币。截至2017年9月末，公司注册资本为200.00亿元人民币，控股股东及实际控制人均为江苏省国资委。

公司历经三次重大重组（详见表1），业务范围逐步扩大，发展成为江苏省重要的国有资产投资及运营管理主体。目前，公司经营范围是由江苏省人民政府授权范围内的国有资产经营、管理、投资、转让、企业托管、资产重组及经批准的其他业务、房屋租赁等，涉及能源、金融、房地产、酒店、医药等多个行业及领域。

时间		批文
第一次重组	2001~ 2002年	《省政府关于组建江苏省国信资产管理集团有限公司的通知》（苏政发【2001】108号）
		原江苏省国际信托投资公司和原江苏省投资管理有限责任公司进行集团化重组改制，国信集团在两者基础上组建成立。
时间		批文
第二次重组	2006~ 2007年	《关于江苏省国信资产管理集团有限公司和江苏省国有资产经营（控股）有限公司重组的通知》（苏国资【2006】126号）
		国信集团吸收合并江苏省国有资产经营有限公司（以下简称“江苏国资”），重组之后江苏国资撤销，国信集团拥有其持有的华泰证券有限责任公司15%股权及其他对外投资形成的股权，并继承其相关债权债务。
时间		批文
第三次重组	2010年	《关于同意国信集团舜天集团重组方案的批复》（苏国资复【2010】73号）
		江苏舜天国际集团有限公司被整体划转至国信集团。

数据来源：根据公司提供资料整理

公司控股子公司主要由股东出资设立、或通过股权划拨方式取得，截至2017年9月末，公司控股及拥有控制权的子公司29家，全部纳入公司合并报表范围。公司下属控股企业中上市的企业包括江苏舜天股份有限公司（证券简称：江苏舜天；证券代码：600287）、江苏国信股份有限公司（证券简称：江苏国信；证券代码：002608）、江苏省新能源开发有限公司（证券简称：江苏新能；证券代码：833368）。下属参股企业中上市的企业主要是华泰证券股份有限公司（证券简称：华

泰证券；证券代码：601688）。

发债情况

债券概况

本次债券是国信集团面向合格投资者发行的公司债券，发行金额不超过 60 亿元人民币，分期发行，其中第一期 15 亿元人民币于 2017 年 7 月发行完毕，本期为第二期（2018 年第一期），发行规模 15 亿元（含 15 亿元），分为两个品种，其中品种一初始发行金额为 7.5 亿元，发行期限为 2 年，品种二初始发行金额为 7.5 亿元，发行期限为 3 年，本期债券设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司及本期债券的簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券面值为 100 元，采取实名制记账式平价发行，到期日按照面值兑付。本期债券采用固定利率，按照单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一次利息随本金一起支付。

本次债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金 15 亿元，全部用于偿还公司债务。

宏观经济和政策环境

现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但市场需求疲软，结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍；预计未来短期内我国经济仍将面临较大下行压力，长期来看经济增长将趋于稳定，但经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但仍面临较大的经济下行压力，主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2016 年，我国实现 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.7%，较 2015 年下降 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速同比下降 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 8.1%，增速同比下降 1.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 6.9%，对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求降幅收窄，2016 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年，全国公共财政预算收入同比增长 4.5%，增速同比继续下滑，政府性基金收入同比增长 12.0%。同期，全社会融资规模增量为 17.80 万亿元，新增人民币贷款 12.65 万亿元。2017 年前三季度，我国国民经济延续了稳中向好的发展态势，GDP 同比增速为

6.9%，较上年同期加快0.2个百分点，规模以上工业增加值同比实际增长6.7%，固定资产投资（不含农户）同比增长7.5%，社会消费品零售总额同比增长10.4%，进出口总额同比增长16.6%。同期，全国公共财政预算收入为13.41万亿元，同比增长9.7%；政府性基金预算收入为3.85万亿元，同比增长33.3%。此外，2017年前三季度，我国全社会融资规模增量为15.67万亿元，同比增长2.21万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加11.46万亿元，同比增长1.46万亿元。截至2017年9月末，广义货币（M2）余额165.57万亿元，同比增长9.2%，增速较去年同期下降2.3个百分点。整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势仍将继续，结构性矛盾仍然突出，主要经济指标增速放缓，经济下行压力依然较大。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。在坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，扩大结构性减税范围，实行普遍性降费，盘活财政存量资金。发行地方政府债券置换存量债务，降低利息负担，减轻了地方政府偿债压力，形成了以“营改增”为主要核心内容的结构性减税政策，逐步降低了企业成本。稳健的货币政策注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。按照加强供给侧结构性改革的要求，积极稳妥降低企业杠杆率，采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。扩大有效投资，设立专项基金，加强水利、城镇棚户区和农村危房改造、中西部铁路和公路等薄弱环节建设。制定出台促进民间投资健康发展若干政策措施，对做好民间投资工作提出具体要求。继续实施创新驱动发展战略纲要和意见，深入推进大众创业、万众创新政策举措，落实“互联网+”行动计划，推动经济新旧动能加速转换。发改委精简前置审批，实施企业投资项目网上并联核准，改革投融资体制，积极推广政府和社会资本合作模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法，充分激发社会投资活力。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度，一方面增加公共产品有效投资，启动实施一系列棚户区和危房改造、中西部铁路、高标准农田、信息网络、清洁能源和传统产业技术改造等重大项目；另一方面，全国多地出台楼市调控新政策，通过提高首付比例、住房限购限贷等措施，遏制房价过快上涨，增加房地产市场的有效供应。2017年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。党的十九大报告指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质

量发展阶段，必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，不断增强我国经济创新力和竞争力。

从外部环境来看，世界经济总体增速放缓，美国经济基本面强劲，主要经济指标表现较好，但英国脱欧加剧欧盟经济发展的不确定性。新兴经济体下行压力加大，加之美元走强、大宗商品价格大幅波动、国际地缘政治冲突此起彼伏，世界经济增长缓慢，加剧了贸易保护主义抬头，国内经济增长受到一定影响。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

● 电力行业

2016 年全社会用电量增速有所回升，用电结构明显优化，煤电调控政策措施不断升级，同时，新电改政策密集出台推动电力市场化进程，具备成本优势的火电以及相对低价的水电有望在新电改中受益；2016 年以来煤价企稳回升给火电企业带来成本压力，加之火电利用小时及电价双双下降，以及火电产能过剩现象短期内难以改善，火电企业业绩提升不容乐观

2016 年，我国实现全社会用电量 5.92 万亿千瓦时，同比增长 5.0%；工业和制造业用电量增速均由负转正，且 2016 年以来呈回升态势，用电负增长的黑色金属冶炼行业，以及低速增长的化工、有色金属冶炼行业排在制造业用电增速倒数后三位，建材行业排在倒数第六位，除高耗能行业外，其它大部分制造业保持一定增长水平；第三产业、城乡居民生活用电量同比增长 11.2% 和 10.8%。总体来看，2016 年我国用电需求有所回升，用电结构明显优化。利用小时数方面，2016 年全国发电设备利用小时数为 3,785 小时，同比继续下降 203 小时。其中 2016 年火电 4,165 小时，同比下降 199 小时，为 1964 年以来的最低水平；水电 3,621 小时，同比增加 31 小时；并网风电 1,742 小时，同比提高 18 小时。2017 年 1~11 月，全国全社会用电量 5.73 万亿千瓦时，同比增长 5.4%，增速同比提高 1.5 个百分点，其中第二产业用电量同比增长 5.5%，增速同比提高 2.9 个百分点；全国工业用电量 3.95 万亿千瓦时，同比增长 5.4%，增速同比提高 2.8 个百分点，占全社会用电量的比重为 68.9%，对全社会用电量增长的贡献率为 58.2%；制造业用电量 2.97 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速同比提高 3.9 个百分点。截至 2017 年 11 月末，全国 6,000 千瓦及以上电厂装机容量为 16.8 亿千瓦，同比增长 7.2%，增速同比下降 3.2 个百分点，其中，水电 3.0 亿

千瓦、火电 10.9 亿千瓦、并网风电 1.6 亿千瓦。

火电面临利用小时数逐年下降、规划建设规模较电力需求偏大等问题，为引导地方及发电企业有序推进煤电项目规划建设，2016 年以来，国家发改委、国家能源局联合印发了《关于促进我国煤电有序发展的通知》、《关于进一步规范电力项目开工建设秩序的通知》、《关于建立煤电规划建设风险预警机制暨发布 2019 年煤电规划建设风险预警的通知》等文件；9 月，国家能源局叫停了 15 项、总装机达 1,240 万千瓦的不具备核准建设条件的煤电项目；10 月 10 日能源局以“特急”文件的形式下发《关于进一步调控煤电规划建设的通知》，该文件要求进一步加大风险预警等级为红色省份自用煤电项目（不含民生热电）规划建设的调控力度。在一系列国家控制煤电建设的相关政策背景下，火电装机新增装机有所下降。2016 年火电新增装机 5,338 万千瓦，同比减少 1,983 万千瓦，国家控制煤电建设的相关政策效果有所显现。

2016 年以来，国家发改委、能源局密集出台省级电改方案，《售电公司准入与退出管理办法》、《有序放开配电业务管理办法》、《电力中长期交易基本规则》等核心配套文件相继落地。同时，各省级电力交易中心密集揭牌，随着相对独立的交易中心的组建及各类售电公司的建立及运行，发电及售电侧都会逐步放开，产业链的利益将进行再分配，逐步实现保底售电加竞争售电的供电结构。国家能源局要求，2016 年力争直接交易电量比例达到本地工业用电量的 30%，2018 年实现工业用电量全部放开，2020 年实现商业用电量的全部放开。

火电企业面临利用小时数与价格下降的双重压力。同时在成本端，动力煤、焦煤在煤炭限产政策等影响下，市场供需情况有所扭转，电煤价格持续上涨，年初至今动力煤现货涨幅超过 50%，截至 2016 年末，环渤海动力煤平均价格指数上升到 593 元/吨。2017 年 9 月末，环渤海动力煤平均价格指数为 586 元/吨。另一方面，全国煤炭市场需求低迷，但受煤炭去产能控产量影响，煤炭产量降幅明显超过消费量降幅，导致电煤供需失衡，煤炭库存下降，部分地区电煤供应将可能偏紧。整体来看，煤炭价格的快速上涨以及电煤供应的缩减，将会加大火电运营成本，对盈利能力产生一定影响。

总体来看，2016 年煤价企稳回升带来成本压力，加之火电利用小时及电价双双下降，火电产能过剩现象短期内难以改善，火电企业业绩提升不容乐观。

● 信托行业

信托业顺周期性特征较为明显，市场环境的不确定性以及不断爆发的信托风险事件给信托公司带来较大的风险与挑战；监管的日益规范对信托公司的经营和风险控制提出更高要求的同时，也促进了信托公司积极转型，提升主动管理能力

近年来，得益于我国国民财富的快速积累以及在分业经营和分业

监管的金融体制下信托公司相比其他各类金融机构拥有更灵活和广泛的投资方式,我国信托业的快速发展,为丰富我国金融市场产品种类、支持实体经济发展发挥了积极作用。2016年,信托业积极推进自身的供给侧结构性改革,加速转型升级,回归信托本源,信托资产规模突破20万亿,增量效益显著上升。截至2016年末,信托行业管理的信托资产总规模为20.22万亿元,同比增长24.01%,信托资产规模同比增幅明显上升;从季度环比增速来看,2016年4个季度的环比增速分别为1.70%、4.25%、5.11%和11.29%,行业整体呈现出增长态势。2016年,各信托公司合计实现经营收入1,116.24亿元,同比下降5.09%;经营收入中信托业务收入占比达到67.16%,同比上升8.55个百分点。实现利润总额771.82亿元,同比增长2.83%。从信托资金的投向看,截至2016年末,信托资产投向非实体经济部门的规模为6.44万亿元(包括金融机构及证券投资),占信托总规模的36.92%;投向实体经济部门的规模为13.78万亿元(包括工商企业、基础产业等),占信托总规模的63.08%¹。

从行业发展市场环境来看,一方面,信托业的发展具有顺周期性,与宏观经济周期的正关联度较其他行业更加敏感,2014年以来经济下行压力的加大给信托公司业务发展和风险控制带来较大挑战;另一方面,利率市场化改革的逐步推进,将压缩利率双轨制给信托公司带来的制度红利空间,从而在盈利空间、资金来源等方面对信托公司形成较大压力,进而影响信托公司的业务模式。2012年5月,中国证券监督管理委员会发布的券商11条新政征求意见稿以及6月份中国保险监督管理委员会发布的13项险资投资新政征求意见稿均明显放宽了资产管理机构的业务范围,资产管理牌照全面放开,证券公司、基金子公司和保险资管允许进入类信托业务市场。商业银行、保险资产管理公司和证券公司的资产管理业务快速扩张,进一步加剧了资产管理领域的竞争,信托公司的议价能力受到明显挑战,信托融资类业务的利润空间下降,信托产品将不断向资产管理、财富管理类方向转型。此外,信托公司还面临以自有资金垫付投资人本金和收益的“刚性兑付”问题。随着风险事件的暴露,信托公司背负巨大的风险处置压力。

近年来,信托行业的监管不断加强和完善。2012年2月,银监会下发关于修订《信托公司监管评级与分类监管指引》的通知,规范信托公司监管评级,健全和完善信托公司的风险监管体系。2012年12月,财政部、国家发改委、中国人民银行和银监会联合下发的《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》要求不得进行以财政性资金偿还公益性项目的信政合作业务。为了推进信托公司业务转型和指引其未来发展方向,银监会于2014年4月下发《关于信托公司风险监管的指导意见》,规定信托公司不得开展非标准化理财资金池业务,对已

¹ 数据来源:信托业协会。



开展的非标准化理财资金池业务，要查明情况并形成整改方案，于 2014 年 6 月 30 日前报送监管机构；明确目前主流通道和信贷业务的监管方向，通道业务必须在合同上明确风险承担主体和通道功能主体，而信贷类业务要加强风险资本的约束；要求信托公司做好风险防控，建立风险防控长效机制，股东在必要时给予流动性支持等。保监会为进一步规范保险资金投资信托产品行为，于 2014 年 5 月 8 日发布《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》，明确规定保险资金投资的集合资金信托计划，基础资产限于融资类资产和风险可控的非上市权益类资产。为了建立信托行业市场化风险处置机制，保护信托当事人合法权益，有效防范信托业风险，促进信托业持续健康发展，2014 年 12 月，银监会与财政部共同制定并发布《信托业保障基金管理办法》，规定保障基金主要由信托市场的参与者共同筹集，用于化解和处置信托业风险的非政府性行业互助资金，保障基金作为信托业风险的“安全网”，可将行业风险与政府有效隔离。

总体而言，日益规范的监管对信托公司的经营和风险控制提出更高要求，同时也促进信托公司积极转型，提升主动管理能力。

● 贸易行业

受外部消费环境及劳动成本上升等因素影响，近年来我国外贸增速有所下降，外贸结构呈现被动性优化调整

近年来，我国外贸规模有所波动，受到外需复苏乏力、劳动及土地成本上升等因素影响，2014~2016 年，我国外贸增速分别为 7.6%、3.4%和-0.9%，增速均低于外贸发展的规划目标，外贸出口先导指标和 PMI 新出口订单指数均呈下滑势态。从外贸产品结构上来看，外贸结构不断优化，机电产品和高科技产品占比不断上升。从贸易方式上看，一般贸易的占比提高，附加值较低的加工贸易的占比有所下降，受发达国家价值链收缩影响，以国际分工深化而产生的贸易有所下降，贸易方式实现被动式的结构优化。受益于发达的加工贸易及地理位置优势，江苏省贸易活动较为活跃，是我国的贸易大省，同时也是关注调整贸易结构较早地区，贸易产品具备一定的竞争优势。2014~2016 年，江苏省进出口总额有所波动，增速较低，2017 年 1~11 月，进出口总额为 36,362 亿元。

综合来看，我国贸易行业总体较弱，预计未来将随着发达经济体消费环境的复苏而有所改善。

● 房地产行业

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，近期宏观政策的调控有效促进了房地产市场的回暖，但整体仍面临结构性调整压力；中长期受益于城镇化推进、人口流动等因素，房地产市场需求有较大增长空间。

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产行业发展产生一定的制约影响。

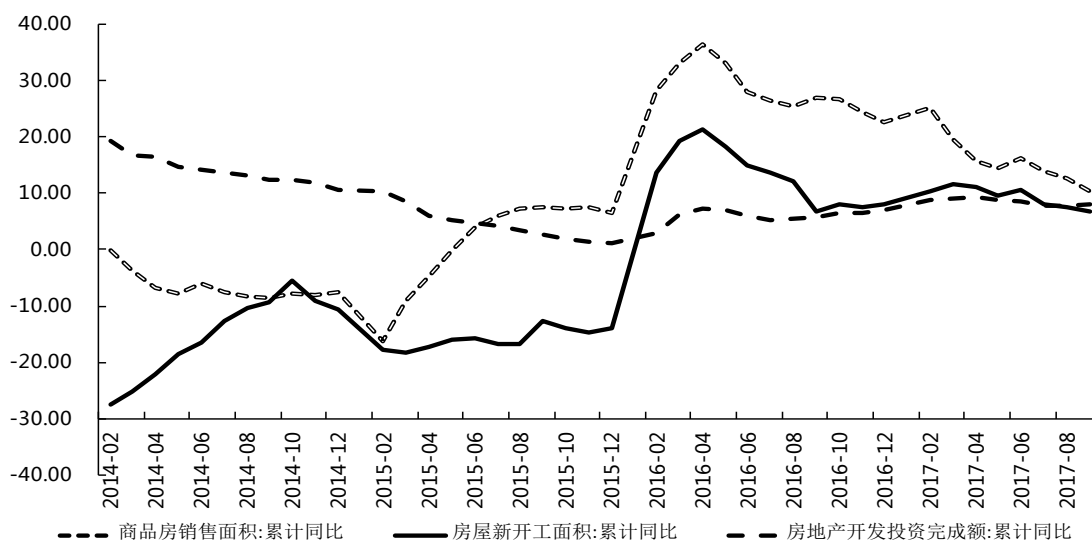


图1 2015年2月至2017年9月我国房地产市场销售及价格变化情况 (单位: %)

数据来源: Wind

2016年以来，房地产行业有所回暖，商品房销售主要指标有所增长。2016年，国内完成商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%；商品房销售额117,627.05亿元，同比增长34.8%；2017年1~9月，国内完成商品房销售面积116,006.0万平方米，同比增长10.3%，同比增速下滑16.6个百分点；商品房销售额91,904.0亿元，同比增长14.6%，增速同比下滑26.7个百分点，因调控政策密集出台，商品房销售面积和销售额增速趋于平稳；价格方面，随着行情的逐步好转，2016年1~9月房地产百城住宅价格指数继续攀升，但由于多地限购限贷政策的出台，2016年10月之后国内商品住宅价格²增速明显回落，2017年1月，百城住宅价格指数环比仅增长0.54%。

人口的城镇化推进了人口结构的转换，房地产的消费性需求、房地产的消费性需求、生产性需求和投资需求快速增长。1991~2016年，我国城镇化率从26.9%提升至57.35%；同期，我国商品房销售面积从0.3亿平方米上升至15.7亿平方米。根据政府的发展规划，我国城镇化率将在2020年达到60%，2030年达到70%。城镇化水平的持续推进和质量的提升，将为房地产行业提供巨大的发展空间。

2015年以来，按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革

² 2016年10月至2017年1月百城住宅平均价格分别为12,825元/平方米、12,938元/平方米、13,035元/平方米和13,105元/平方米。

革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场；明确深化住房制度改革方向，以满足新市民住房需求为主要出发点，以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。随着人口城镇化的发展及国家对城镇化政策的支持，长远来看，房地产市场需求广阔。

总的看来，房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，2016年以来我国对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象，但整体仍面临结构性调整，从中长期来看，面临较大的增长空间。

江苏省地区经济较为发达，产业结构不断优化，区域经济发展协同性不断改善，为公司发展提供了良好的外部环境

江苏省位于我国东部沿海，辖江临海，扼淮控湖，地理位置优越，交通较为便利。在行政区划上，江苏省下辖13个地级市，100个县市区，全省行政面积10.72万平方公里，截至2016年末，江苏省常住人口7,998.6万人。

江苏省地区经济发达，与上海、浙江共同构成的长江三角洲城市群已成为6大世界级城市群之一。江苏人均GDP、地区发展与民生指数（DLI）均居全国省域第一。

表2 2015~2017年江苏省国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

主要指标	2017年		2016年		2015年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	85,900.9	7.2	76,086.2	7.8	70,116.4	8.5
人均GDP ³ （元）	-	-	95,259	7.5	87,995	-
公共预算收入	8,171.5	4.6	8,121.2	5.0	8,028.6	11.0
规模以上工业增加值	-	7.5	-	7.7	-	8.3
全社会固定资产投资 ⁴	53,000.0	7.5	49,370.9	7.5	45,905.2	10.5
社会消费品零售总额	31,737.0	10.6	28,707.1	10.9	25,876.8	10.3
进出口总额（亿美元）	40,022.0	19.0	33,634.8	-0.7	5,456.1	-3.2
三次产业结构	-		5.4:44.5:50.1		5.7:45.7:48.6	

数据来源：2015~2016年江苏省国民经济和社会发展统计公报及2017年江苏省经济社会发展新闻发布稿

近年来，江苏省的工业结构不断优化。机械、电子、石化、汽车是江苏省四大传统支柱产业，经过多年发展，江苏省传统产业不断提升改造，以汽车、通用及专用设备、通信电子设备等为代表的现代先进制造业发展势头良好，同时，高新技术产业取得显著发展，2016年，江苏省高新技术产业实现产值6.7万亿元，同比增长8.0%，占规模以上工业总产值的比重达41.5%，同比提高1.4个百分点。

³ 按户籍人口计算。

⁴ 不含农户。

从区域结构上来看，区域协调发展不断优化，苏南现代化建设示范区引领带动作用逐步显现，苏中融合发展、特色发展加快推进，苏北大部分指标增幅继续高于全省平均水平，苏中、苏北经济总量对全省的贡献率达 45.3%；沿海地区对全省经济增长贡献率达 18.4%。

综合来看，江苏省地区经济较为发达，产业结构不断优化，区域经济发展协同性不断改善，为公司发展提供了良好的外部环境。

江苏省国有资产规模较大，2017 年 1~11 月营业收入及利润均实现增长

江苏省国有资产规模较大，居于全国前列，截至 2016 年末，省市国资监管企业国资总额达到 4.48 万亿元⁵。江苏省省属国有企业共有 22 家，其中 6 家集团企业拥有上市平台。2017 年 1~11 月，江苏省省、市国资委监管企业实现营业收入 6408.39 亿元，比上年增加 490.16 亿元，同比增长 8.28%；实现利润 650.67 亿元，比上年增加 68.46 亿元，同比增长 11.76%。

江苏省的国企改革走在全国前列，在省属国资改革方面，2000 年颁布实施《关于撤销省级专业经济管理部门机构改革和资产重组的意见》，将石化、冶金、轻工、贸易等 7 个省级专业经济管理部门改组为 7 个省级资产管理公司，建立完善国有资产的管理、监督及运营体系。2006 年起，江苏省逐步推行“淡马锡”模式，陆续打造了一系列国有资产企业化运营和国有资本战略性投资运作平台，通过合并重组，省属企业数量大幅下降。2014 年 5 月，江苏省通过《关于全面深化国有企业与国有资产管理体制改革的意见》，提出到 2020 年完成江苏国有资产的布局 and 结构调整，国有资本在基础设施、能源资源、公共服务、战略性新兴产业、金融投资等领域的集聚度达到 80%以上；在随后推出的《省属企业深化改革实施细则》中，提出组建国有资本投资公司、竞争类企业全面实行股权多元和混合所有制改革、推动功能性重组和资源整合；在省属企业层面，国信集团作为开展改建国有资本投资公司唯一试点，江苏汇鸿国际集团实施整体上市发展混合所有制试点，江苏高科技投资集团开展人员能进能出、职务能上能下、收入能高能低的“三能”改革试点。徐矿集团等省属企业积极推进所属非主业企业股权多元化改革。江苏盐业集团逐户制定所属子企业的改革方案。在市县属国资改革方面，南京、常州、苏州、徐州等地均提出了混合所有制改革方案。

综合来看，江苏省国有资产规模较大，2017 年 1~11 月营业收入及利润均实现增长，同时江苏省国企也是推行地方国资改革的先行者，新一轮改革以混合所有制为主题在省属及县市国资企业中逐步展开。

⁵ 数据来源：江苏省人民政府国有资产监督管理委员会网站。

经营与竞争

公司业务主要涉及能源、金融、贸易、房地产、酒店和社会事务六大板块，能源及贸易业务是公司收入及利润的主要来源；综合毛利率有所波动

公司是江苏省重要的国有资产运营及投资管理主体，经过多年发展，形成能源、金融、贸易、房地产、酒店和社会事业六大板块，其中又以能源、贸易和金融板块为主。2014~2016年，公司营业收入逐年下降，主要是受到贸易业务收入下滑影响；从收入结构上来看，能源业务及贸易业务是主要收入来源，金融、房地产及酒店等其他业务是公司收入及利润的重要补充。

表 3 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司营业收入及利润结构情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年 1~9 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比	数值	占比
营业总收入	419.46	100.00	472.68	100.00	484.56	100.00	499.53	100.00
能源	231.55	55.20	246.34	52.12	241.28	49.79	207.86	41.61
贸易	154.31	36.79	170.33	36.03	180.71	37.29	227.69	45.58
金融	10.27	2.45	8.91	1.88	8.22	1.70	6.19	1.24
房地产	17.37	4.14	26.90	5.69	28.56	5.90	22.98	4.60
酒店	3.78	0.90	5.63	1.19	5.69	1.17	4.98	1.00
其他	2.18	0.52	14.57	3.08	20.10	4.15	29.82	5.97
综合毛利润	54.95	100.00	87.31	100.00	87.65	100.00	70.57	100.00
能源	29.93	54.47	56.32	64.51	61.47	70.14	42.62	60.39
贸易	9.29	16.91	10.13	11.60	10.95	12.49	11.48	16.27
金融	8.81	16.03	6.90	7.90	7.48	8.54	4.52	6.41
房地产	3.36	6.11	4.85	5.55	4.35	4.96	5.12	7.25
酒店	3.18	5.79	4.63	5.30	4.67	5.33	4.16	5.89
其他	0.38	0.69	4.48	5.13	-1.27	-1.45	2.67	3.78
综合毛利率	11.59		18.47		18.09		14.13	
能源	12.93		22.86		25.48		20.50	
贸易	6.02		5.95		6.06		5.04	
金融	85.78		77.44		90.97		73.06	
房地产	19.34		18.03		15.23		22.27	
酒店	84.13		82.24		82.09		83.54	
其他	17.43		30.75		-6.32		8.95	

数据来源：根据公司提供资料整理

能源业务是公司重要板块之一，能源业务收入主要来自火电、新能源发电及天然气销售收入。2015年，公司能源业务收入同比增长



16.08%，主要是由于公司下属江苏国信靖江发电有限公司（以下简称“靖江”）2×66万千瓦电站投入运营；2016年能源板块收入同比略有增长。近年来，受国内外贸易市场竞争激烈、出口市场不景气及劳动力市场成本等多种因素影响，贸易业务收入规模持续下降。2014~2016年，房地产收入有所波动，主要是受项目竣工及结算进度影响。公司金融业务收入主要来自信托、担保等，随着信托及担保业务规模的不断扩大，近年来公司金融业务收入规模逐年增长。酒店业务收入主要来自子公司江苏国信酒店集团公司有限公司（以下简称“国信酒店集团”），国信酒店集团下属包括上海紫金山大酒店、南京丁山宾馆等多家子公司。其他业务收入主要来自船舶制造、旅游、汽车销售等，总体规模较小，但由于其他业务涉及运营主体及行业较多，导致进入其他业务收入核算的合并范围及统计口径有所变动，其他业务收入逐年下降。

从毛利率来看，2014~2016年公司综合毛利率水平逐年增长，2015年毛利率同比增加3.96个百分点，主要是由于能源及金融板块毛利率拉动影响；2016年毛利率同比增加0.38个百分点，变动不大。分业务板块来看，能源业务毛利润水平有所波动，主要受煤炭价格波动影响；贸易业务主要以舜天集团为主体，舜天集团贸易资源涉及行业较多，资源较为分散，加之贸易业务竞争激烈，公司贸易业务毛利率有所波动且总体较低。公司金融板块毛利率持续较高。受房地产市场调整影响，房地产板块毛利率有所波动。

2017年1~9月，公司实现营业总收入419.46亿元，其中金融业务收入规模有所扩大，主要是由于公司信托业务的增长所导致；实现毛利润54.95亿元；实现毛利率11.59%，由于煤炭价格同比上涨幅度较大，能源业务毛利率下降较多导致公司综合毛利率水平有所下降。

综合来看，公司业务主要涉及能源、金融、贸易、房地产、酒店及其他社会事务六大板块，能源及贸易业务是公司收入及利润的主要来源。

● 资产重组

江苏国信（原舜天船舶）经过破产重组、经营转型后，面临的管理压力及内部协调难度加大，火力发电及信托双主业的发展效果有待持续关注

子公司江苏国信原为国信集团的三级子公司江苏舜天船舶股份有限公司（以下简称“舜天船舶”），该公司成立于2003年6月并于2011年8月在深圳证券交易所发行上市。原主要经营机动及非机动船舶的制造与销售业务，受到船舶行业持续不景气冲击及重要合作伙伴南通明德重工有限公司破产等多种因素影响，舜天船舶陷于债务危机，并于2016年2月进入重整程序，2016年4月舜天船舶进行重组：通过增发股份的方式购买国信集团持有的江苏国际信托有限责任公司（以下

简称“江苏国际信托”) 81.49%股权,江苏新海发电有限公司 89.81%的股权、江苏国信扬州发电有限责任公司 90.00%的股权、江苏射阳港发电有限责任公司 100.00%的股权、扬州第二发电有限责任公司 45.00%的股权、江苏国信靖江发电有限公司 55.00%的股权、江苏淮阴发电有限责任公司 95.00%的股权、江苏国信协联燃气热电有限公司 51.00%的股权,同时,舜天船舶向不超过 10 名特定投资者增发募集资金不超过 66 亿元,用于补充江苏国际信托资本金、电厂项目的建设改造、偿还银行贷款及补充流动资金。2017 年 1 月,舜天船舶重组完毕并重新上市,2017 年 3 月更为现名,重组完成后,现江苏国信成为国信集团直接控股企业,并持有其 83.43%股权。截至 2016 年 9 月 6 日,有 171 家债权人申报债权,申报债权共计 88.47 亿元,其中经第一次债权人会议核查并拟报江苏省南京市中级人民法院裁定确认的债权总额为 56.82 亿元。

经过经营转型的江苏国信业务由船舶制造销售转为信托+火力发电双主业,总资产规模及业务规模均大幅增长,重组后的江苏国信火电业务主要由下属多个电厂负责,信托由江苏国际信托负责。由于江苏国信重组时间较短,面临的内部沟通、协调难度较大,管理压力加大,大公将持续关注其业务整合及协调发展效果。受江苏国信(原舜天船舶)的债务危机及破产重组影响,国信集团计提了较大规模的资产减值损失并代偿了部分债务,对其盈利造成一定程度的损害。

● 能源板块

公司能源业务包括电力生产销售及天然气销售两大部分,其中电力生产销售以火电为主,同时包括水电、风电、生物质发电等其他清洁能源发电业务。

业务 1: 火电及新能源发电

公司是江苏省重要的区域电力供应商,近年来装机规模及机组运营效率不断提高;新能源发电项目涉及生物质发电、风电及太阳能发电等,近年来新能源项目不断增加并陆续投入运营,发展空间良好,但同时火电收入受上网电价及煤炭价格变动影响较大

电力业务是公司能源板块的核心业务,电力项目主要集中在江苏省内,电源结构以火电为主,截至 2016 年末,公司可控电力装机容量总计 1,116.78 万千瓦,占江苏省统调总机容量的 12.38%,具有一定的规模优势和区域优势,其中,火电装机容量为 1,023.20 万千瓦、新能源装机容量为 83.58 万千瓦。

作为江苏省主要区域电力供应商之一,电力行业的主要投融资主体,在电力投资主体呈现多元化竞争格局下,虽总体竞争实力上与国内五大发电集团相比仍有差距,但公司电力领域的投资一直受到政府的大力支持。

机组结构方面，公司推动了一系列“上大压小”机组建设项目，逐步取代小型发电机组，机组结构得以改善。扬州第二发电有限责任公司（以下简称“扬二”）、江苏国信扬州发电有限责任公司（以下简称“扬州”）、江苏射阳港发电有限责任公司（以下简称“射阳港”）及靖江为60万千瓦级以上的超大型燃煤机组；江苏新海发电有限公司（以下简称“新海”）为100万千瓦的超大型燃煤机组；其余为30万千瓦或30万千瓦级以下的偏小型燃煤机组。在“上大压小”项目替换的推动下，近年来，公司60万千瓦及以上的大型机组占火电总装机规模的比例较高。

机组运营效率方面，公司平均供电标准煤耗逐年下降，2015年火电发电量同比大幅增加，主要是由于江苏新海电厂2×100万千瓦机组项目2015年投入商业运营所致；机组利用小时数逐年下降，主要是由于公司将新投入运营机组的机组利用小时数进行年化处理，导致平均值下降。未来随着在建机组的建成投产，公司发电量、运营效率及盈利能力将进一步提高。

表4 2014~2016年及2017年1~9月公司火电项目可控机组总体运营情况

指标	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
期末可控装机(万千瓦)	1,117.2	1,023.20	924.00	700.00
发电量(亿千瓦时)	392.37	491.76	445.85	372.27
机组利用小时(小时)	3,290	4,805	4,705	5,524
供电标准煤耗(克/千瓦时)	301.8	303.50	307.00	309.90
平均上网电价(元/千瓦时)	0.384	0.373	0.407	0.409

数据来源：根据公司提供资料整理

火电上网电价方面，2014年以来随着发改委不断下调火电上网电价，公司下属各电厂燃煤机组上网电价均随之有所调整，2016年，公司主要火电机组上网电价在0.373元/千瓦小时左右。公司火电上网电价的不断下调限制了公司盈利能力的增长。

煤炭采购方面，由于江苏省内煤炭资源较少，省内煤炭供应主要来自内蒙古、山西等地，公司电煤来源主要通过对外采购，燃料保障受煤炭供应和运输能力的影响较大。为稳定电煤供应，公司与神华集团、中煤集团等大型煤炭集团签订长期供应合同。近年来，煤炭价格有所波动，2014~2016年及2017年1~9月，公司标煤采购单价分别为609.40元/吨、484.62元/吨、541.03元/吨和833.00元/吨。标煤价格对火电运营成本影响较大。

公司的新能源发电项目主要由江苏新能负责，江苏新能于2015年8月在全国中小企业股份转让系统挂牌，国信集团持有江苏新能65%股权，是其实际控制人。江苏新能于2018年1月18日发布招股说明书，拟在上海证券交易所上市交易。公司的新能源发电项目涉及生物质发

电、风电、太阳能发电等，截至 2016 年末，已投产新能源发电项目装机容量总容量为 83.58 万千瓦。

表 5 公司新能源电厂项目主要指标情况

项目	2017 年 9 月末装机容量（万千瓦）	发电量 ⁶ （亿千瓦时）			
		2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
生物质发电项目	11.50	6.33	6.56	7.17	8.19
风力发电项目	64.99	10.60	10.20	5.22	3.09
光伏发电项目	8.92	0.75	0.37	0.54	0.50
合计	85.46	17.67	17.13	12.93	11.78

数据来源：根据公司提供资料整理

生物质发电方面，主要包括如东、淮安、盐城和泗阳生物质发电项目。风力发电方面，主要有东凌风电、临海风电等项目，其中东陵风力一期项目于 2009 年 12 月并网发电，二期项目于 2012 年 7 月并网发电，二期扩建项目于 2015 年投入运营；临海风电一期项目于 2014 年投入运营，二期项目于 2016 年 3 月并网；2016 年 10 月，大丰大中风能和东台弼岗风电项目投入运营，风电项目的装机容量不断增强。太阳能发电方面，主要有泗阳和尚德太阳能项目，泗阳太阳能一至六期项目陆续投入运营，太阳能项目的装机规模不断增加。光伏发电项目方面主要是江苏国信射阳光伏发电有限公司一期和二期项目，装机容量分别为 1.5 万千瓦和 0.4 万千瓦，上网电价均为 1.01 元/千瓦时，并于 2016 年第一季度投产运营；江苏国信射阳光伏三期发电有限公司、江苏新能东台投资公司和江苏国信灌东光伏发电有限公司 3 台合计 32MW 分布式光伏项目于 2017 年 6 月并网发电。

水电方面，江苏沙河抽水蓄能发电有限公司 10 万千瓦抽水蓄能项目及江苏溧阳抽水蓄能电站项目（以下简称“溧阳水电站”）100 万千瓦装机已投入运营，2017 年 1~9 月平均上网电价分别为 0.45 元/千瓦时和 0.391 元/千瓦时，发电量分别为 1.41 亿千瓦时和 6.02 亿千瓦时。

在建项目方面，截至 2017 年 9 月末，公司在建项目主要有启东燃煤热电联产工程、高邮燃机热电联产工程和仪征燃机热电联产工程，总投资 22.84 亿元，目前已投资 15.95 亿元。

综合来看，公司火电可控装机容量不断增长，随着大型机组占比提高，机组运营效率有所提高，火电收入是公司能源板块收入的主要来源，其盈利能力受上网电价及煤炭价格影响较大。公司的新能源发电项目涉及风电、生物质、太阳能等多个领域，近年来，公司新能源建设项目不断扩张并陆续投入运营，在良好的外部经营及政策环境下，未来具备较好的发展及盈利空间。

⁶ 子公司江苏新能未对外公布 2016 年各类型新能源发电项目发电量情况数据。

业务 2：天然气

天然气公司业务实现了苏南地区主要市场的覆盖，具备向苏中、苏北扩张条件，在江苏天然气市场上占据主导地位

公司的天然气业务主要由子公司江苏省天然气有限公司负责，公司持有其 51% 股权。近年来，江苏省对天然气需求不断增长，天然气市场发展前景良好，天然气公司的管网里程不断增长，截至 2017 年 9 月末，公司天然气管网总里程达到 377 公里，输气站场达到 15 座，已经实现对苏南地区主要市场的覆盖，并计划向苏中、苏北地区扩张。经过多年发展，天然气公司在江苏省天然气市场占据主导地位。

公司天然气业务的运营模式为公司从上游门站计量交接购进天然气，经天然气公司的管道运输，计量交接给下游企业接收门站。

表 6 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司天然气销售情况

项目	2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
销售气量（单位：亿立方米）	25.18	27.43	21.94	19.68
营业收入（亿元）	47.40	50.09	51.42	49.30
净利润（亿元）	2.30	2.76	2.40	3.09

数据来源：根据公司提供资料整理

从气源结构上来看，公司主要有“西气”和“川气”两大气源，其中，西气供应量有所波动，川气供应量逐年增长，未来川气供应量仍有较大的提升空间。

表 7 截至 2017 年 9 月末公司天然气在建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已完成投资	项目地址
川气东送江苏配套管线吴昆管道工程	12.95	1.06	苏州市吴江区、昆山市
川气东送江苏配套管线金武管道江苏国信宜兴燃机热电联产天然气支线项目	9.67	0.47	宜兴市
川气东送江苏配套管线工程金武管道项目	4.95	3.20	常州市金坛区、宜兴市、武进区
川气东送江苏配套管线一期工程溧高管道工程项目	2.12	0.24	溧阳市、南京市高淳区
川气东送江苏配套管线一期工程虞太管道项目	1.99	1.04	常熟市、太仓市
川气东送江苏配套管线工程虞昆支线工程项目	2.32	1.85	常熟市、昆山市
合计	34.00	7.85	-

数据来源：根据公司提供资料整理

在建项目方面，截至 2017 年 9 月末，公司天然气在建项目主要有川气东送江苏配套管线吴昆管道工程、川气东送江苏配套管线金武管道江苏国信宜兴燃机热电联产天然气支线项目等工程，总投资 34.00 亿元，目前已投资 7.85 亿元。

在价格方面，2013 年 7 月，国家发改委在全国范围内调整非居民

用天然气价格，该次调整将天然气分为存量气、增量气两个部分，调整按照的存量气标准是2012年实际使用的天然气数量，存量气门站价格增幅最高不超过0.4元/立方米，增量气门站价格按可替代能源（燃料油、液化气）价格的85%确定。2014年9月，国家发改委进一步上调非居民用存量气最高门站价格，增幅为0.40元/立方米。2015年4月，国家发改委要求天然气价格正式并轨，各省增量气最高门站价格下降0.44元/立方米，存量气最高门站价格上调0.04元/立方米。2015年11月，国家发改委要求将并轨后的非居民用气最高门站价格降低0.7元/立方米。天然气价格调整对公司天然气业务收入及利润的稳定性影响较大。另外，天然气公司与上下游企业签订照付不议协议，一定程度上保证了收益的稳定性，2014~2016年公司天然气销售量逐年增长，营业收入及净利润有所波动，2015年天然气公司净利润同比下降22.33%，主要是由于天然气逐渐转为买方市场，营业成本有所上升，导致价差缩小、利润下降。

综合来看，天然气公司业务实现了苏南地区主要市场的覆盖，具备向苏中、苏北扩张条件，在江苏天然气市场上占据主导地位，近年来，天然气公司营业收入及利润均略有波动。

● 金融板块

公司金融板块是国信集团的重要板块之一，该板块涉及信托、证券、担保、融资租赁和保险经纪业务。

业务1：信托

江苏国际信托的受托资产规模不断增长，以单一信托资产为主，是江苏省规模最大的信托公司

公司的信托业务主要由江苏国际信托负责，江苏国际信托成立于1984年，注册资本为26.8亿元，是江苏省规模最大的信托公司。

江苏国际信托业务主要分为两大部分，一是信托业务，二是自营业务，其中，自营业务包括股权投资、自营贷款、自营证券、金融产品投资等。信托业务包括基础设施类信托、不动产投资信托、阳光私募信托基金及资产证券化信托等，2014年以来，公司管理的信托资产不断增长。从功能分类上来看，主动管理型信托资产占比较高，其中又以融资类信托资产为主。由于被动管理型信托项目风险可以与项目投资方、融资方进行分担，风险相对较小，江苏国际信托目前的信托资产结构对其在行业、政策及风险控制等多方面能力提出较高要求。

江苏国际信托以单一类信托资产余额在信托资产总额中的占比较高，单一类信托为主的信托资产来源结构比较稳定。信托资产投向方面，涉及基础产业、房地产、证券和工商企业⁷。

⁷ 此处工商企业中不包含房地产企业。

表8 2014~2016年及2017年1~9月江苏国际信托信托资产结构情况（单位：亿元）

项目		2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
信托手续费收入		6.69	6.65	5.46	4.74
集合信托计划	个数	94	73	59	57
	募集金额	519.98	382.24	252.86	255.31
单一信托计划	个数	329	282	297	311
	募集金额	4,907.66	4,161.96	3,227.05	1,448.15
财产信托计划	个数	7	3	0	0
	募集金额	100.04	66.75	0.00	0.00

数据来源：根据公司提供资料整理

在风险控制方面，江苏国际信托以“事前预防为主、事中控制及事后补救为辅”为基本原则，并建立了以董事会、风险管理委员会为主的风险决策及执行主体，同时，风控合规部、审计部、财务部的相互配合，共同推进风险控制工作的开展。其中，在信用风险控制方面，江苏国际信托对风险资产计提一般准备和专项准备，一般准备根据年末所承担风险和损失的资产余额的1.5%计提，专项准备按照资产五级分类进行计提，其中，正常类不计提，关注类计提比例2%，次级类计提比例为30%，可疑类计提比例为60%，损失类计提比例为100%。

综合来看，近年来，江苏国际信托受托资产规模不断增长，是江苏省规模最大的信托公司。

业务2：担保及其他

公司通过设立、参控股等多种方式涉及担保、保险、证券、银行等领域，金融板块涉及范围较广，总体收益良好

公司的担保业务主要由子公司江苏省国信信用担保有限公司（以下简称“国信担保”）负责，国信担保成立于2010年1月，其前身是江苏省信用担保有限公司（以下简称“江苏担保”），后根据苏政发【2008】109号文，江苏担保整体划入江苏省信用再担保有限公司，国信集团新成立国信担保，承接原江苏担保未到期的在保项目。截至2017年9月末，国信担保对外担保余额30.11亿元，未出现代偿，无逾期担保。

公司通过控股、参股方式涉足担保、银行、保险等领域。其中，华泰证券成立于1990年；2006年，原江苏国资被吸收合并入国信集团之后，华泰证券第一大股东变更为国信集团；2012年2月，华泰证券在A股上市；2015年6月，华泰证券在香港联交所上市（H股简称：HTSC，证券代码：H.6886）。截至2017年3月末，国信集团是华泰证券的第一大股东⁸，持股比例为17.46%。

⁸ 香港中央结算（代理人）有限公司是以代理人身份代表，截至2017年9月末，在香港中央结算（代理人）有限公司开户登记的所有机构和个人持有H股股份合计占比为23.95%。

表9 2014~2016年及2017年1~9月子公司国信担保业务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
期末在保余额	30.11	24.01	14.83	14.10
担保放大倍数（倍）	3.61	2.94	1.86	1.80
代偿金额	0.00	0.00	0.00	0.30
代偿回收额	0.13	0.05	0.03	0.02
担保代偿率	0.00	0.00	0.00	2.37
拨备余额	2.38	2.17	1.84	1.60

数据来源：根据公司提供资料整理

经过多年发展，华泰证券基本形成集证券、基金、期货、直投和海外业务于一体的业务架构，综合实力和盈利能力居全国券商前列，同时，具有较好的客户资源及网点布局优势，截至2016年末，华泰证券设有分公司29家，营业部242家，覆盖全国29个省市自治区。华泰证券业务包括经纪与财富管理业务、投资银行业务、资产管理业务、投资及交易业务、海外业务等。经纪及财富管理业务是华泰证券收入的主要来源，2014~2016年，华泰证券分别实现营业收入120.62亿元、262.62亿元和169.17亿元。

恒泰保险经纪有限公司（以下简称“恒泰保险”）成立于2001年，是江苏省重要的保险经纪机构，截至2017年9月末，国信集团持有恒泰保险43.22%的股权，是其第一大股东。恒泰保险主要涉足财产保险、工程保险及责任保险业务。

公司下设有江苏省国信集团财务有限公司，并通过江苏国际信托持有江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）9.10亿股股份，持股比例为8.76%，为江苏银行第一大股东。

综合来看，公司通过设立、参控股等多种方式涉足信托、担保、证券、保险等多个领域，金融板块涵盖业务较为广泛，并有较为良好的收益。

● 不动产板块

公司的不动产板块主要包括房地产开发业务、酒店管理业务及软件园开发业务，以房地产开发业务为主。

公司不动产业务以房地产开发为主，作为区域性地产开发企业，公司地产业务结构较为多元，经营总体稳健

公司的房地产业务主要由子公司江苏省房地产投资有限责任公司（以下简称“房地产公司”）负责，房地产公司成立于1992年，在2006年及2010年的两次吸收合并中，江苏国资和舜天集团旗下的房地产业务经营主体陆续纳入国信集团旗下。为解决公司房地产业务同业竞争问题，根据苏国资复【2011】122号批复，原属于舜天集团旗下的房地产经营主体股权全部无偿划入房地产公司。截至2017年9月末，公司

的房地产业务全部由房地产公司运营管理，该公司拥有 3 家分公司、19 家子公司经营房地产，1 家子公司主营物业管理。2014~2016 年房地产公司分别实现营业收入 22.98 亿元、28.56 亿元和 26.90 亿元。

表 10 截至 2017 年 9 月末公司在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	计划投资总额	已完成投资	上市面积	已销售面积
徐州国信上城	62.82	34.26	24.74	32.99	29.60
徐州国信·龙湖世家	45.50	26.44	18.20	29.35	27.74
南海龙沐湾	229.32	51.34	19.10	21.83	15.50
紫金七号	36.47	22.89	7.45	7.02	5.65
合计	374.15	134.93	69.49	91.19	78.49

数据来源：根据公司提供资料整理

房地产开发公司属于区域性的房地产开发商，具有一级地产开发资质，开发项目包括民用住宅、酒店物业、工业地产项目等，项目主要分布在江苏省内各大城市，包括南京、无锡、苏州、镇江、徐州等地。房地产公司业务结构较为多元，覆盖从保障性住房到豪华别墅等多个档次产品，主要以中低档民用住宅为主。

截至 2017 年 9 月末，房地产公司的在建项目共有 4 个，总建筑面积 374.15 万平方米，总计划投资额为 134.93 亿元，累计完成投资 69.49 亿元，上市面积 91.19 万平方米，已完成销售面积 78.49 万平方米。

房地产公司拟建项目包括海徐州国信上城 7-2 地块、徐州龙湖世家 2-A 地块、新沂金邸上城一期、无锡世家 A 地块、南京秦淮绿洲三期、句容紫金 7 号三期等，截至 2017 年 9 月末，公司房地产开发项目储备土地 447.15 万平方米，储备土地类型以住宅、商业用地为主，储备地块主要分布于海南乐东龙沐湾、无锡、徐州及宜秀区北部新城等地。

公司的酒店业务主要由公司下属控股酒店企业负责经营，截至 2017 年 9 月末，纳入国信集团合并报表的酒店企业为江苏国信酒店集团有限公司，持股比例 100%。2014~2016 年，公司酒店业务收入分别为 4.98 亿元、5.69 亿元和 5.63 亿元。

产业园区运营开发主要由子公司江苏省软件产业股份有限公司（以下简称“软件公司”）负责，运作项目为江苏省徐庄软件园的建设及运营，包括园区内一级土地开发、厂房及配套基础设施建设等。徐庄软件园的建设资金全部来源于自筹或集团委贷，园区建成产权归属于软件公司，并由软件公司通过租售、提供管理服务等方式运营，以此覆盖成本并偿还债务。截至 2017 年 9 月末，徐庄软件园累计引入企业 68 家（购房 21 家，租赁 47 家），完成园区可供招商面积 98% 以上。徐庄软件园受益于良好的区位优势及政策环境，但该软件园规模相对较小，同时面临来自南大科技园、东大科技园和南京软件园的竞争。

综合来看，公司的不动产业务包括地产、酒店和产业园区开发，以地产为主，地产业务形成区域性多元化的发展格局，总体经营较为稳健。

● 贸易

公司贸易业务主要由子公司江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“舜天集团”）负责，舜天集团旗下子公司江苏舜天股份有限公司为A股上市企业（证券简称：江苏舜天；证券代码：600287），舜天集团持有其49.97%股权，是其第一大股东。

公司的贸易业务规模较大，近年来贸易业务收入逐年下降，贸易环境及行业竞争等因素对贸易业务毛利率影响较大，贸易业务毛利率较低

舜天集团是江苏省规模较大的进出口贸易公司，在江苏省市场上具有良好的品牌形象和市场认知。贸易业务分为内贸、进口和出口三个方面，在产品结构上，内贸产品以纺织服装、机械设备、有色金属为主；出口产品以纺织服装、机电产品、有色金属和船舶为主；进口产品以生产设备和原材料为主，总体而言，公司贸易及进出口产品结构较为稳定。

表 11 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司贸易业务收入结构情况⁹（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~9 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内贸	46.19	38.99	53.78	44.20	72.92	49.09	99.03	54.59
出口	34.34	28.99	43.84	36.03	52.07	35.05	62.48	34.44
进口	37.93	32.02	24.06	19.77	23.56	15.86	19.90	10.97
合计	118.46	100.00	121.68	100.00	148.55	100.00	181.41	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从收入结构上来看，2014~2016年，内贸收入占比较高，但受总体经济景气下行影响，销售规模总体呈现下滑趋势，加之国内竞争激烈，内贸业务毛利率总体偏低。同期，出口收入逐年下滑，主要出口市场为北美、日本和欧盟国家，其中，出口美国业务规模占比为25%左右，出口欧盟业务规模占比约为35%左右，出口日本业务规模占比约为12%左右。进口业务规模占比相对较小，产品结构较为稳定，其中，进口化工原料和机械设备占进口总额的90%左右。

舜天集团作为江苏省重要的贸易企业，其所涉及的贸易产品行业分布较为广泛，多元化的策略在一定程度上分散了行业性风险，但同时也造成无法集中资源应对竞争，同时受到贸易环境波动及激烈的行业竞争等外部因素影响，公司贸易业务的毛利率较低。

⁹ 该表数据统计口径与表3贸易分项收入数据口径存在一定差异，因此合计数据不同。

综合来看,公司的贸易业务规模较大,近年来贸易收入逐年下降,贸易环境、行业竞争等因素对贸易业务毛利率影响较大。

● 政府支持

公司作为江苏省重要的省属国有资产运营管理主体,同时也是江苏省唯一的国有资本投资公司试点企业,得到政府在资产划转、财政补贴等多方面的有力支持

江苏省属国有资本主要布局在能源、金融、交通、贸易、地产、等领域,国信集团作为能源及金融领域的国有资本运营管理主体,在江苏省国有资本保值增值活动中发挥重要作用。

在资产划拨方面,自 2001 年以来,公司历经三次重大资产重组,先后将江苏国际信托、投资集团、江苏国资和舜天集团纳入公司合并范围,公司资产规模扩大,业务职能不断增强。

产业政策支持方面,公司新能源发电业务属于国家《国家中长期科学与技术发展规划纲要(2006-2020)》政策指导重点领域,也是国家加快培育的战略新兴产业和鼓励发展行业,得到国家及江苏省各级政府的有利政策支持。

财政补贴方面,2014~2016 年,公司获得政府补助分别为 1.25 亿元、1.04 亿元和 1.01 亿元。

总体来看,公司作为江苏省重要的省属国有资产运营管理主体,同时也是江苏省唯一的国有资本投资公司试点企业,得到政府在资产划转、财政补贴等多方面的有力支持。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

国信集团是江苏省重要的国有资产投资运营及管理主体,公司成立于 2002 年,经过数次吸收合并,截至 2017 年 9 月末,公司注册资本为 200.00 亿元人民币,江苏省国资委持有公司 100% 股权,是公司的实际控制人。

公司自成立以来,按照公司法的要求,不断完善治理结构,公司按照现代企业制度建立了董事会和监事会,董事会作为公司的决策机构,共由 7 名成员构成,成员由江苏省国资委委派,职工董事由职工代表大会选举产生;监事会主要根据江苏省国资委的授权,对公司经营、财务及国有资产保值增值情况进行监督及评价,监事会由 6 名成员构成,其中专职监事由江苏省国资委委派,兼职监事由职工代表担任。公司经营管理层主要由总经理及若干名副经理构成,对董事会负责,负责制度、经营决策的编制及执行,协调下属职能部门及参控股子公司的运营,同时公司设立了办公室、资产管理部、财务部等职能部

门，各部门各司其职、协调配合，共同维护公司稳健运营及健康发展。

战略与管理

国信集团是江苏省重要的国有资产经营管理及综合性投融资主体，业务主要集中在能源、金融、不动产、贸易等领域，公司为提高投资集中度及主导产业的控制力，在现有资源的基础上，进一步整合明晰主业结构，并依托主业优势适当延伸产业链。未来公司将积极发挥能源与金融板块产融协调、相互促进的优势，并统筹兼顾各个板块，相互支撑，发挥协同效应。其中，能源板块在完成火电上大压小的同时，加强新能源发电的布局投产；不动产板块将继续推动房地产开发与酒店、园区的共同发展；金融板块将继续发展壮大信托、担保业务，并利用股权投资方式，带动发展其他金融类业务，提升投资的规模经济效益。公司不断提升内部管理效率，根据经营规模和业务发展情况实施组织机构优化，从业务、战略、财务、人力资源、内控等方面拟定组织优化建议，并着重加强项目投后管理和股权风险分类管理，促进管理规范和提升。

抗风险能力

公司能源业务稳定扩张，财富创造能力很强，公司持有一定规模的金融资产，资产盈利性较好，不动产板块发展较为稳定，贸易规模较大，具有一定的市场及品牌影响力，金融业务与能源、地产等实业之间形成良好的协同发展机制，增强了公司风险抵御能力；公司作为江苏省重要的国有资产运营管理主体，是唯一的省属国投平台改革试点企业，管理方式及组织架构的不断完善，有助于提高公司资产的运营效率及增值能力；江苏省政府的有力支持及公司与银行等金融机构的畅通合作，也为公司发展提供良好的外部支持。综合来看，公司具有极强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月财务报表。江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）分别对公司 2014~2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。本报告中 2014~2015 年财务数据分别采用公司提供 2015~2016 年财务报表年初数。2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

资产质量

公司资产规模较高，资产结构以非流动资产为主，投资性资产以能源和金融类为主

近年来公司资产规模逐年增长，资产结构以非流动资产为主，且非流动资产占比不断提升。

表 12 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 9 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比	数值	占比
货币资金	98.63	6.31	97.45	6.54	119.11	8.21	105.91	7.31
应收账款	74.47	4.77	59.05	3.96	64.19	4.43	58.20	4.02
其他应收款	45.36	2.90	31.76	2.13	33.33	2.30	55.01	3.80
存货	139.56	8.93	153.48	10.30	170.06	11.73	209.83	14.49
流动资产	423.70	27.12	400.37	26.88	450.87	31.09	506.14	34.96
可供出售金融资产	210.14	13.45	167.76	11.26	137.21	9.51	161.21	11.13
长期股权投资	382.60	24.49	378.22	25.39	336.84	23.23	264.40	18.26
固定资产	441.04	28.23	374.16	25.12	346.83	23.92	342.71	23.67
在建工程	34.93	2.24	106.67	7.16	112.63	7.77	90.80	6.27
非流动资产	1,138.57	72.88	1,089.12	73.12	999.32	68.91	941.77	65.04
资产总计	1,562.27	100.00	1,489.49	100.00	1,450.19	100.00	1,447.90	100.00

流动资产规模逐年下降，且以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。货币资金规模有所波动，主要以银行存款、承兑汇票和保证金等其他货币资金为主，截至 2016 年末，公司货币资金中受限的款项共计 3.42 亿元，主要是票据保证金等。应收账款主要是公司应收业务伙伴货款、电费；主要应收账款单位为国网江苏省电力公司，占比为 26.92%。其他应收款主要是地产、能源项目建设、股权投资项目等涉及的往来款、工程款、投资款等，2015 年公司与明德重工的往来款在其他应收款中的占比较高，2016 年随着舜天船舶重整完成，公司主要其他应收款单位为江苏苏汇资产管理有限公司；截至 2016 年末，其他应收款已累计计提坏账准备 50.49 亿元，主要是受到舜天船舶与明德重工破产重组影响。公司存货主要是电煤等原材料及房地产开发业务成本及开发产品，2014 年以来公司存货总体呈下降趋势。

公司非流动资产规模逐年大幅增长，主要以长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产和在建工程为主。长期股权投资规模较大，且逐年增长，以对能源和金融行业的投资为主，同时涉及酒店、服装、贸易等多个领域，总体投资收益较好。可供出售金融资产主要是公司投资的权益性工具，2015 年末公司可供出售金融资产同比减少，主要是由于公司减少了对南京奥体中心建设管理有限公司等企业的股权投资所致；2016 年末可供出售金融资产同比增加，主要是公司新增对江苏省国际人才咨询服务有限公司、江苏铁路投资发展有限公司、江苏核电有限公司和伊犁苏新投资基金合伙企业(有限合伙)等企业的股权投资所致。随着公司能源投资规模的加大及房地产业务的发展，2014~2016 年末固定资产规模逐年增长，在建工程略有波动，主要是投资或在建能源电站设备、房产建筑等。

公司未提供 2017 年 9 月末受限资产情况，截至 2016 年末，公司

受限资产共计 60.83 亿元，在总资产中的占比 4.08%，在净资产中的占比为 7.87%。主要由于抵质押贷款而受限，受限资产类型包括货币资金、土地及房产建筑物等。

2017 年 9 月末，公司资产规模进一步扩大，总资产为 1,562.27 亿元，其中流动资产为 423.70 亿元，较 2016 年末有所增长，由于舜天集团对外业务的扩大导致应收账款有所增加；非流动资产为 1,138.57 亿元，其中主要为公司各子公司增加的对外投资，固定资产的增加主要为在建工程的转入所导致。

综合来看，公司资产规模较高，资产结构以非流动资产为主，投资性资产以能源投资及金融投资为主。

资本结构

2014~2016 年末，公司债务规模逐年下降，债务结构以流动负债为主；公司资产负债率呈下降趋势，有息债务规模逐年降低

2014 年以来，公司债务规模逐年下降，债务结构以流动负债为主，公司资产负债率呈下降趋势。

公司流动负债以短期借款、应付账款、预收账款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债为主。公司短期借款以信用借款为主，规模略有波动，2016 年末，短期信用借款占比达到 71.09%。应付账款主要是公司应付材料款、货款、工程款等，2014 年以来规模有所波动。其他应付款主要是因房地产等业务所涉及的往来及拆借款项。其他流动负债主要是各类保证金、准备金及短期融资券等。

公司非流动负债主要以长期借款和应付债券为主，长期借款规模较大，且有所波动，主要是由于能源投资的加大，对资金需求提高所致，长期借款以信用借款和抵押借款为主，抵押借款主要以土地、房产建筑物等为抵押物。应付债券主要是公司已发行的各类债权融资工具，主要包括中期票据、企业债等。

2017 年 9 月末，公司总负债较 2016 年末有所增加，其中其他流动负债增加较多，主要为 2017 年度公司发行的多期超短期融资券。

2014~2016 年末，公司有息债务规模逐年下降，在总负债中的占比有所波动，截至 2017 年 9 月末，公司有息债务规模为 527.97 亿元，从有息债务的期限结构上来看，短期有息债务规模为 222.59 亿元，在总有息债务中占比为 42.16%。

2014 年以来公司所有者权益的逐年增长，其中 2016 年末，所有者权益同比增加 83.94 亿元，一方面是未分配利润持续增长，另一方面少数股东权益增加 76.04 亿元。资本公积有所波动，2015 年末，公司资本公积同比增加 34.62 亿元，主要是由于公司持有的华泰证券股票溢价所致；2016 年末，资本公积同比减少 15.55 亿元，主要是舜天船舶以资本公积转增股票抵偿普通债权所致。

表 13 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 9 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比	数值	占比
流动负债	424.50	56.62	415.25	57.92	420.75	55.25	490.70	60.73
应付账款	67.00	8.94	73.53	10.26	63.90	8.39	72.71	9.00
预收账款	45.12	6.02	42.83	5.97	56.66	7.44	66.37	8.21
其他应付款	52.62	7.02	45.72	6.38	36.51	4.79	37.45	4.63
其他流动负债	102.55	13.68	66.68	9.30	77.36	10.16	75.33	9.32
非流动负债	325.29	43.38	301.66	42.08	340.79	44.75	317.34	39.27
负债总额	749.79	100.00	716.91	100.00	761.54	100.00	808.04	100.00
有息负债¹⁰	527.97	70.42	506.92	70.71	529.15	69.48	578.10	71.54
短期借款	110.86	14.79	84.84	11.83	87.03	11.43	112.94	13.98
应付票据	12.09	1.61	12.46	1.74	28.35	3.72	42.81	5.30
其他流动负债（付息项）	95.00	12.67	55.00	7.67	55.00	7.22	65.00	8.04
一年内到期的非流动负债	4.64	0.62	72.09	10.06	44.84	5.89	66.40	8.22
长期借款	161.93	21.60	154.45	21.54	166.16	21.82	175.32	21.70
长期应付款（付息项）	18.46	2.46	18.08	2.52	26.96	3.54	11.87	1.47
应付债券	125.00	16.67	110.00	15.34	120.80	15.86	103.76	12.84
资产负债率	47.99		48.13		52.51		55.81	

截至 2017 年 9 月末，公司本部对外担保金额 5.28 亿元，对江苏徐塘发电有限责任公司和中石油江苏液化天然气有限公司的担保余额相对较大。江苏核电有限公司于 1997 年 12 月 18 日成立，由中核核电有限公司、上海禾曦能源投资有限公司及国信集团分别按照 50%、30%、20% 的比例出资组建。秦山第三核电有限公司于 1997 年 1 月 31 日成立，由中国核工业集团公司、华东电力集团公司、浙江省电力公司、浙江省电力开发公司、申能（集团）有限公司和江苏国际信托共同出资组建的有限责任公司，是秦山三期（重水堆）核电工程的业主单位。公司未提供被担保企业财务数据。

¹⁰ 因其他应付款中付息款项数据未知，本报告中有息负债口径未统计其他应付款（付息项）；公司未提供有息负债期限结构信息。

表 14 截至 2017 年 9 月末公司本部对外担保情况（单位：万元）

被担保企业名称	担保余额	担保期限	担保方式
江苏核电有限公司	6,054.46	2000.04~2020.10	连带责任保证
秦山第三核电有限公司	351.19	1997.07~2018.07	连带责任保证
江苏徐塘发电有限责任公司	18,900.00	2011.10~2018.10	连带责任保证
国电泰州龙源环保公司	3,798.50	2015.01~2020.01	连带责任保证
中石油江苏液化天然气有限公司	20,000.00	2015.06~2020.05	反担保
徐矿综合利用发电	3,690.00	2004.04~2025.04	连带责任保证
合计	52,794.15	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司债务规模逐年下降，债务结构以流动负债为主；公司资产负债率呈下降趋势，有息债务规模逐年降低。

盈利能力

公司营业收入逐年下降，毛利率逐年提高，资产盈利指标维持在较高水平，总体盈利能力较强，投资收益是公司利润的重要来源，公司因舜天船舶计提较大规模资产减值损失，对公司利润造成一定的不利影响

2014~2016 年，公司营业收入逐年下降，营业收入主要来自能源和贸易业务收入；同期毛利率水平逐年增长，其中能源和金融业务毛利率较高。

表 15 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司收入及利润情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	412.28	472.67	484.56	499.53
毛利率	11.59	18.47	18.09	14.13
期间费用	31.03	46.76	51.92	50.26
营业费用	7.15	9.53	9.13	9.40
管理费用	12.32	20.42	20.25	19.05
财务费用	11.55	16.80	22.54	21.81
期间费用/营业收入	7.53	9.89	10.71	10.07
资产减值损失	-1.80	32.45	55.94	16.01
投资收益	24.89	65.95	84.41	71.06
营业利润	47.75	67.56	60.59	68.01
补助收入	0.61	1.01	1.04	1.25
利润总额	48.36	65.56	61.77	64.91
总资产报酬率	3.85	5.47	5.74	6.03
净资产收益率	5.08	6.44	6.79	8.75

2014~2016 年，公司期间费用及在营业收入中的占比均有所波动，

期间费用以管理费用和财务费用为主，管理费用主要是折旧费用，财务费用主要是融资等活动发生的利息支出，2014~2016年，公司费用化的利息支出分别为22.44亿元、21.42亿元和15.91亿元，资本化的利息支出分别为13.48亿元、6.95亿元和8.21亿元。2017年1~9月，期间费用在营业总收入中的占比为7.53%，仍以管理费用和财务费用为主。

2014~2016年，公司资产减值损失分别为16.01亿元、55.94亿元和32.45亿元，主要是由于舜天船舶受到合作方明德重工破产事件影响，对其在建船舶、固定资产及应收往来账款等资产计提坏账损失及存货跌价准备所致。资产减值对公司利润造成一定不利影响。

公司投资收益主要是长期股权投资获得收益及持有其他金融资产所获得收益。投资收益对公司营业利润的贡献较高，是公司利润的重要来源。

公司总资产报酬率、净资产收益率相对较高，略有波动，总体来看，公司资产的盈利能力较强。

2017年1~9月，公司营业收入为412.38亿元；毛利率水平为11.59%，由于煤电采购价格大幅度上升，毛利率水平同比有所下降；总资产报酬率和净资产收益率分别为3.85%和5.08%。

综合来看，公司营业收入有所下降，资产总体盈利能力较强，投资收益是公司利润的重要来源，公司因舜天船舶计提较大规模资产减值损失，对公司利润造成较大的不利影响。

现金流

公司经营性净现金流对债务的保障能力较好，随着债务逐步到期，筹资性净现金流持续流出

2014~2016年公司经营性净现金流逐年增长，持续为正，2015年，公司经营性净现金流同比增加17.98亿元，主要是由于煤炭价格下行，公司发电量同比略有增长，使得公司支付现金流出减少、流入增加所致。2016年经营性净现金流同比增加12.37亿元，主要是由于国信集团收回代垫信托业保障基金、房地产公司收回部分往来欠款所致。

表 16 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司现金流量及部分偿债指标（单位：亿元、%）

项目	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流	63.58	79.87	67.50	49.52
投资性净现金流	-43.86	-61.10	1.25	-49.84
筹资性净现金流	-9.00	-39.30	-38.42	-6.40
经营性净现金流/流动负债	15.14	19.11	14.81	10.22
经营性净现金流/总负债	8.67	10.80	8.60	6.28
经营性现金流利息保障倍数（倍）	3.71	5.02	2.38	1.38
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	6.95	3.93	3.15

公司投资性净现金流波动较大，随着火电“上大压小”机组建设的不断推进，新能源发电项目的稳定扩张，公司能源板块对外投资规模较大，同时，公司信托产品、长期股权投资等金融类对外投资规模也有所增长，2015年公司投资性净现金流由负转正，主要是由于公司对外投资收回金额大幅增长所致。

公司筹资性净现金流逐年降低，筹资性现金流入是公司对外投资活动资金的重要来源之一。随着债务逐步到期，公司偿还债务支付现金规模逐年增大。

2014年以来，经营性净现金流对债务及利息的保障能力较好，EBITDA利息保障倍数较高，公司偿债指标表现较好。

2017年1~9月，公司经营性净现金流为63.58亿元，投资性净现金流为-43.86亿元，筹资性净现金流为-9.00亿元。

综合来看，公司经营性净现金流持续为正，对债务的保障能力较好，总体偿债指标表现较好，随着到期债务的增加，公司筹资性净现金流持续流出。

偿债能力

公司权属企业江苏舜天、江苏新能等均为上市企业，同时获得较高银行授信额度，公司股权及债权融资渠道通畅

公司业务能源和金融两大板块为主，贸易、不动产并行发展，形成了能源、金融、贸易、房地产、酒店及社会事业六大板块，同时公司通过参控股子公司的方式进入船舶制造、汽车销售、服装加工及信息产业等领域，涉足行业较为广泛，但“能源+金融”的业务框架较为突出，协同作用良好。2014年以来，公司营业收入规模有所下降，各业务板块总体稳健发展，其中，以火电为主的能源业务可控装机容量逐年增长，能源业务毛利率水平总体较好。以信托为主的金融板块毛利率有所波动，其盈利能力持续较强。江苏国信（原舜天船舶）重组工作顺利完成，各业务的良好发展为公司的偿债来源提供了更好的保障。2014~2016年末及2017年9月末，公司流动比率指标较弱，短期偿债能力一般；同期，公司长期资产适合率在100%左右，保持良好。近三年一期资产负债率逐年下降。公司下属公司江苏舜天、江苏新能等分别在主板及新三板上市，同时公司发行多笔债券，公司股权及债券融资渠道通畅；公司是江苏省重要的国有资产运营管理主体，地位重要，得到当地政府的大力支持。综上所述，公司偿债能力极强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2018年3月1日，公司本部无信贷违约记录；截至本报告出具日，公司本部已发行的债券已按期兑付或按时还本付息。

结论

江苏省地区经济发达，产业结构不断优化，为公司发展提供良好的外部发展环境；公司作为江苏省重要的国有资产运营管理主体及唯一的省属国有投资平台试点企业，得到政府的有力支持；公司是江苏省重要的区域电力供应商，装机规模及运营效率不断提高，新能源发电项目陆续投产，未来具备较好的发展空间及盈利能力；公司金融资产布局领域较广，资产盈利能力较高，融资渠道通畅；但同时，公司火电业务利润受到煤炭价格及上网电价调整影响较大，贸易业务毛利率较低，受江苏国信（原舜天船舶）破产重组影响，国信集团计提了较大规模的资产减值损失，对利润造成不利影响，经过破产重组、经营转型后，江苏国信（原舜天船舶）面临的管理压力及内部协调难度加大，火力发电及信托双主业的发展效果有待持续关注。整体来看，公司偿还债务的能力极强，本次债券到期不能偿付的风险极小。

预计未来1~2年，公司业务继续稳定发展，其国有资产运营管理的重要地位不会发生改变。因此，大公对国信集团的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对江苏省国信资产管理集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

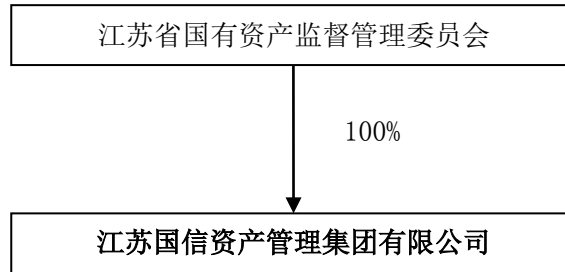
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

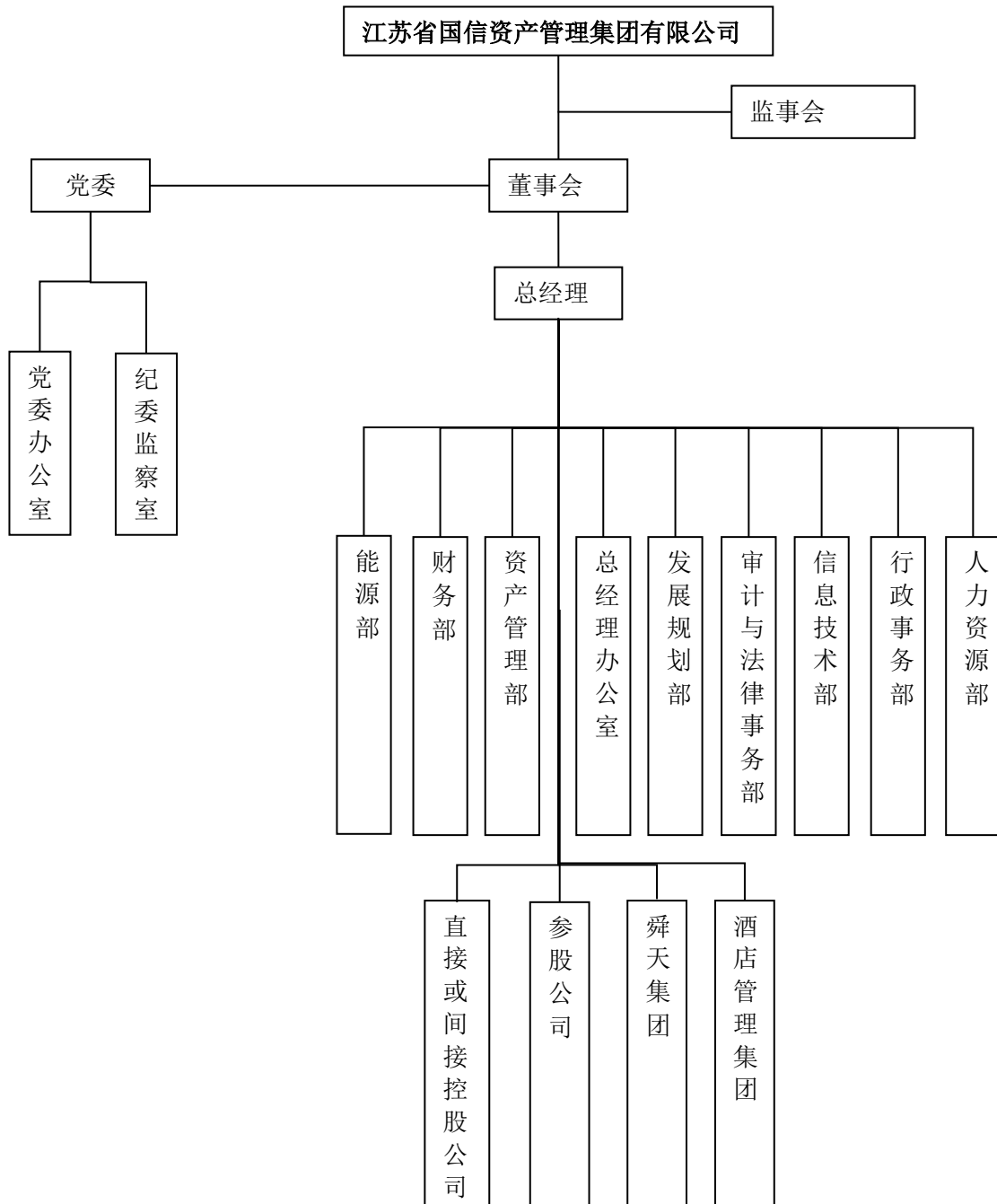
大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2017 年 9 月末江苏国信资产管理集团有限公司股权结构图



附件 2 截至 2017 年 9 月末江苏省国信资产管理集团有限公司组织结构图



附件 3 截至 2017 年 9 月末江苏省国信资产管理集团有限公司子公司情况

单位：%

序号	企业名称	持股比例	业务性质	注册地
1	江苏省投资管理有限责任公司	100.00	实业投资	南京市
2	盐城发电有限公司	100.00	电力生产	盐城市
3	江苏国信瀛洲发电有限公司	96.97	电力生产	盐城市
4	江苏沙河抽水蓄能发电有限公司	42.50	电力生产	溧阳市
5	江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司	85.00	电力生产	溧阳市
6	江苏省新能源开发股份有限公司	65.00	能源开发	南京市
7	江苏省天然气有限公司	51.00	能源开发	南京市
8	江苏省国信信用担保有限公司	75.68	融资担保	南京市
9	恒泰保险经纪有限公司	43.22	保险经纪	南京市
10	江苏省房地产投资有限责任公司	100.00	房地产开发	南京市
11	鄂尔多斯市苏国信鑫南能源发展有限公司	51.00	能源电力	内蒙古伊旗阿镇
12	江苏国信酒店集团公司有限公司	100.00	酒店、餐厅、管理	南京市
13	江苏省软件产业股份有限公司	57.50	产业文化	南京市
14	江苏省医药公司	100.00	医药经销	南京市
15	江苏省国信创业投资公司	100.00	资产管理	南京市
16	江苏省国信永泰资产处置有限公司	100.00	资产管理	南京市
17	江苏省外事旅游汽车公司	100.00	旅游服务	南京市
18	江苏省电影发行放映公司	100.00	电影发行	南京市
19	江苏软件园置业发展有限公司	67.73	房地产开发	南京市
20	江苏舜天国际集团有限公司	100.00	进出口贸易	南京市
21	江苏省国信集团财务有限公司	97.53	融资担保	南京市
22	江苏国信淮安新能源投资有限公司	50.00	能源开发	淮安市
23	江苏国信大丰港发电有限公司	100.00	电力生产	盐城市大丰市
24	江苏软件园天目湖开发有限公司	66.67	软件产业	溧阳市
25	江苏国信协联能源有限公司	50.00	电力生产	宜兴市
26	江苏省国际人才咨询服务有限公司	60.00	咨询服务	南京市
27	江苏国信连云港发电有限公司	89.81	电力生产	连云港市
28	江苏国信股份有限公司	83.43	信托、电力	南京市
29	江苏国信燃料物资有限公司	100.00	燃料物资贸易	南京市

附件 4 江苏省国信资产管理集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	986,336	974,544	1,191,113	1,059,067
应收账款	744,677	590,501	641,897	582,040
其他应收款	453,641	317,558	333,330	550,119
预付款项	254,054	238,040	258,610	463,802
存货	1,395,552	1,534,771	1,700,597	2,098,345
流动资产合计	4,236,968	4,003,735	4,508,684	5,061,385
可供出售金融资产	2,101,402	1,677,619	1,372,067	1,612,093
长期股权投资	3,825,967	3,782,215	3,368,393	2,643,998
固定资产	4,410,418	3,741,619	3,468,314	3,427,090
在建工程	349,322	1,066,709	1,126,304	908,023
非流动资产合计	11,385,711	10,891,150	9,993,189	9,417,652
总资产	15,622,678	14,894,885	14,501,873	14,479,037
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.31	6.54	8.21	7.31
应收账款	4.77	3.96	4.43	4.02
其他应收款	2.90	2.13	2.30	3.80
预付款项	1.63	1.60	1.78	3.20
存货	8.93	10.30	11.73	14.49
流动资产合计	27.12	26.88	31.09	34.96
可供出售金融资产	13.45	11.26	9.51	11.13
长期股权投资	24.49	25.39	23.17	18.26
固定资产	28.23	25.12	23.92	23.67
在建工程	2.24	7.16	7.77	6.27
非流动资产合计	72.88	73.12	68.91	65.04
负债类				
短期借款	1,108,618	848,384	870,318	1,129,362
应付票据	120,881	124,581	283,537	428,093
应付账款	670,027	735,340	638,988	727,088
预收账款	451,197	428,296	566,616	663,698
其他应付款	526,217	457,236	365,138	374,468
一年内到期的非流动负债	46,375	720,942	448,435	663,998

附件 4 江苏省国信资产管理集团有限公司主要财务指标(续表 1)

单位：万元

年 份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
其他流动负债	1,025,505	666,764	773,593	753,324
流动负债合计	4,245,009	4,152,489	4,207,463	4,907,014
长期借款	1,619,260	1,544,501	1,661,608	1,753,172
应付债券	1,250,000	1,100,000	1,208,000	1,037,644
非流动负债合计	3,252,936	3,016,572	3,407,928	3,173,372
负债合计	7,497,945	7,169,061	7,615,420	8,080,386
占负债总额比 (%)				
短期借款	14.79	11.83	11.43	13.98
应付票据	1.61	1.74	3.72	5.30
应付账款	8.94	10.26	8.39	9.00
预收账款	6.02	5.97	7.44	8.21
其他应付款	7.02	6.38	4.79	4.63
一年内到期的非流动负债	0.62	10.06	5.89	8.22
其他流动负债	13.68	9.30	10.16	9.32
流动负债合计	56.62	57.92	55.25	60.73
长期借款	21.60	21.54	21.82	21.70
应付债券	16.67	15.34	15.86	12.84
非流动负债合计	43.38	42.08	44.75	39.27
权益类				
少数股东权益	1,432,123	1,341,953	581,565	826,601
实收资本(股本)	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
资本公积	1,099,541	1,093,530	1,249,077	902,884
盈余公积	742,556	742,556	696,539	607,424
未分配利润	2,356,287	2,042,683	1,865,760	1,602,739
归属于母公司所有者权益	6,692,611	6,383,872	6,300,377	5,572,051
所有者权益合计	8,124,733	7,725,824	6,881,942	6,398,651
损益类				
营业收入	4,122,834	4,726,749	4,845,557	4,995,260
营业成本	3,645,127	3,853,600	3,969,065	4,289,609
销售费用	71,549	95,339	91,270	93,983
管理费用	123,235	204,228	202,531	190,477
财务费用	115,500	168,047	225,389	218,104
资产减值损失	-18,043	324,497	559,411	160,070
投资收益	248,896	659,546	844,076	710,604

附件 4 江苏省国信资产管理集团有限公司主要财务指标(续表 2)

单位：万元

年 份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
营业利润	477,531	675,644	605,862	680,148
利润总额	483,578	655,644	617,705	649,077
所得税	71,063	157,739	150,401	89,466
净利润	412,514	497,905	467,304	559,611
归属于母公司所有者的净利润	313,604	357,009	673,518	607,991
占营业收入比 (%)				
营业成本	88.41	81.53	81.91	85.87
销售费用	1.74	2.02	1.88	1.88
管理费用	2.99	4.32	4.18	3.81
财务费用	2.80	3.56	4.65	4.37
营业利润	11.58	14.29	12.50	13.62
资产减值损失	-0.44	6.87	11.54	3.20
投资收益	6.04	13.95	17.51	14.23
利润总额	11.73	13.87	12.75	12.99
净利润	10.01	10.53	9.55	11.20
归属于母公司所有者的净利润	7.61	7.55	13.90	12.17
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	635,838	798,674	674,989	495,161
投资活动产生的现金流量净额	-438,643	-611,005	12,473	-498,371
筹资活动产生的现金流量净额	-89,953	-393,021	-384,166	-63,984
财务指标				
EBIT	600,878	814,720	831,851	873,433
EBITDA	-	1,105,442	1,113,922	1,130,264
总有息负债	5,279,708	5,069,195	5,291,508	5,780,982
毛利率 (%)	11.59	18.47	18.09	14.13
营业利润率 (%)	11.58	14.29	12.50	13.62
总资产报酬率 (%)	3.85	5.47	5.74	6.03
净资产收益率 (%)	5.08	6.44	6.79	8.75
资产负债率 (%)	47.99	48.13	52.51	55.81
债务资本比率 (%)	39.39	39.62	43.45	47.46
长期资产适合率 (%)	99.93	98.63	103.01	101.64
流动比率 (倍)	1.00	0.96	1.07	1.03
速动比率 (倍)	0.67	0.59	0.67	0.60

附件 4 江苏省国信资产管理集团有限公司主要财务指标(续表 3)

年 份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
保守速动比率(倍)	0.25	0.24	0.29	0.23
存货周转天数(天)	108.53	151.12	172.28	172.44
应收账款周转天数(天)	43.72	46.93	45.47	41.59
经营性净现金流/流动负债(%)	15.14	19.11	14.81	10.22
经营性净现金流/总负债(%)	8.67	10.80	8.60	6.28
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	3.71	5.02	2.38	1.38
EBIT 利息保障倍数(倍)	3.50	5.12	2.93	2.43
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	6.95	3.93	3.15
现金比率(%)	23.24	23.47	28.31	21.58
现金回笼率(%)	114.45	113.22	106.45	112.31
担保比率(%)	4.31	5.16	5.68	6.26

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数¹¹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹² = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹¹ 三季度取 270 天。

¹² 三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级：不能偿还债务。

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

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。